

「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 議事要旨

1. 日時：令和6年10月17日（木）14時00分～16時00分
2. 場所：経済産業省本館17階第一共用会議室（オンライン併用）
3. 出席者：

【対面】神田座長、岩田委員、内ヶ崎委員、江良委員、大内委員、神作委員、小林委員、澤口委員、高山委員、武井委員、塚本委員、西村委員、三笥委員、宮地委員

【オンライン】大場委員、宮島委員

（欠席：伊藤委員）

4. 議題：会社法の改正の方向性、会社法の改正に関する各論（従業員等に対する株式の無償交付、実質株主の情報開示制度、株式対価 M&A の拡大、指名委員会等設置会社の権限の見直し）

5. 議事概要：

はじめに、事務局より資料3（「事務局説明資料」）について説明。次に、一般社団法人日本取締役協会より資料5（「一般社団法人日本取締役協会説明資料」）について説明した後、討議を行った。同協会の説明及び討議の概要は以下のとおり。

【一般社団法人日本取締役協会 泰田弁護士】 日本取締役協会が行ったアンケートの結果の概略を説明する。今回のアンケートは、日本取締役協会の会員企業に対して行ったアンケートで、指名委員会等設置会社からの回答とそれ以外の類型の会社からの回答に分けてまとめている。

資料の最初が指名委員会等設置会社からの回答、次が他の類型の会社の回答である。まず、指名委員会等設置会社のアンケート結果について説明する。制度の問題として関心が高かったのは指名委員会であった。次いで報酬委員会についての関心が高く、監査委員会に関しては、制度の問題というよりはその位置づけや役割についての問題意識が示された結果となっている。指名委員会については、権限に関する指摘が複数あった。特に取締役候補者の選任に関して、最終決定権を指名委員会が持つことが、本来あるべき取締役会と

委員会との関係と逆転しているという指摘があった。また、社外取締役が過半数の場合、取締役会が最終決定権を持つべきとの意見や、取締役会の裁量で委員会と取締役会の権限配分を決めることを可能にすべきとの意見もあった。報酬委員会についても、基本的には指名委員会と同様の意見が多かったと受け止めている。監査委員会に関しては、監査委員会による監査と取締役会による監督との区分を明確にする必要があるとの意見や、期待されることや期待しないことについてのガイダンスやベストプラクティスの紹介を増やしてほしいとの意見が目立った。他方、指名委員会等設置会社の見直しについては、欧米のように監督と執行の分離の考え方が根づいていない状態で見直しを行うことが、本来の指名委員会等設置会社の制度趣旨や意義を損ねることになりかねないといった懸念が示された意見もあった。また、アンケートの結果ではなく会社に直接伺った意見として、見直しを行う場合もガバナンスの後退とはならないよう配慮すべきとの意見もあった。制度に関する意見は以上であるが、制度以外の指摘として社外取締役の人材確保が困難との意見が多く見られた。今後の議論によっては、取締役会の過半数を社外取締役が占めることといった要件が設定される可能性もあるが、社外取締役をどうやって確保していくのか、特に期の途中で欠けてしまった場合に、どのような措置が必要となるのかといった問題も出てくるため、十分な配慮が必要と考えている。

続いて、監査等委員会設置会社及び監査役設置会社からのアンケート結果について説明する。これらの会社に対しては、指名委員会等設置会社への移行を検討したことがあるか否かの設問を設け、それに基づいて質問を分けている。結果として、移行を検討したことがある会社は 18 社、検討したことがない会社は 20 社で、おおむね半々という結果であった。移行を検討したが実施しなかった理由として、機関設計の自由度が欠ける、委員会の権限が強過ぎるという理由が多かった。そのほか、監査役をなくすことで監査機能が低下する懸念や、指名委員会等設置会社でなくてもモニタリングボードを実現できるため、移行のメリットを感じないという意見もあった。今後、どのような状況の変化があれば移行するかという質問に対しては、以上の意見の裏返しの回答があった。また、コーポレートガバナンスコードで移行の推奨が定められた場合、つまり外圧があれば検討するとの回答もあった。次に、移行を検討したことがない会社については、社外取締役の人材確保の困難性、役員人事権が社外取締役に移行することへの抵抗感が挙げられ、現状維持でよいという回答もあった。また、それぞれの会社の実情に合わせた最適な機関設計の採用・改善を図れる自由度を持たせ、事業会社が主となって継続的なガバナンス向上を図

り、株主をはじめとするステークホルダーがチェック・評価する環境づくりが必要といった回答もあった。

最後に、日本取締役協会としては、平成 14 年当時と比べて社外取締役に対する意識が、当時では考えられないほど大きく変わったと認識している。平成 12 年から平成 14 年当時、私が法務省の民事局で法案改正を行っていた際、経済界からは、そもそも社外取締役とは何ですか、社外取締役に一体どのような役割が期待できるのですか、本当にそのような役割が果たせるのですか、といった意見があった。現在は状況が全く変わっており、社外取締役が過半数を占める会社も相当数出てきている。現在の指名委員会等設置会社制度において、このような状況の変化に対応できておらず、モニタリングモデルに不可欠ではない仕組みがまだ残っており、それが何らかの障害になっているということであれば、その仕組みは見直すべきであると、日本取締役協会としては考えている。

【神作委員】 本日、間もなく退席させていただくため、冒頭の発言で恐縮だが、私が今日のテーマで最も関心を持っている実質株主の情報開示制度について、お話をさせていただく。

この問題について会社法で対応する場合、権利・義務関係という形で規律していくことになると考えられるが、何よりもニーズを踏まえたものである必要がある。ニーズを踏まえて、実質株主の定義や制度設計の在り方が決まってくる。この研究会には、実務に携わっている方や実務の現場に近い方が多く参加なさっているため、実質株主の情報開示制度についてのニーズやその必要性について教えていただき、御議論させていただきたい。

それとともに、法的効果をどのようにするのかという問題が実効性と関わり、非常に重要である。どのようなルールや形にすると実効性があるルールにできるのかについても、実務の方々からさまざまな見解や意見をお聞きしたい。

【澤口委員】 実質株主の点も実務として関心はあるが、実際業務を通じて相談を受ける中で、現行法の枠内で解決が難しいと感じる機会が最も多いのは機関設計である。簡単に考えを述べる。

上場会社には三つの機関設計があり、機関設計の変更が非常に多い。しかし、いずれの機関設計も、創設当初と状況、もっと言えば、立法事実が大分異なっていると思う。先ほどの取締役協会からの御指摘にもあったが、監査役設置会社は昭和 49 年の改正に由来し、半世紀前のことなので、状況が相当変わっていると言えると思う。平成 14 年の指名

委員会等設置会社の創設も、少ない社外取締役に大きな影響力を与えようという改正であったと理解しており、状況は大分変わっているのではないかと考えている。もっと言えば、平成 26 年の監査等委員会設置会社についても、指名委員会や報酬委員会の設置が障害になっているから、監査等委員会をつくるということだったわけだが、今は、監査等委員会で任意の指名・報酬委員会を持っていない会社など、プライムでほとんどない状況。いずれも機関設計ができたときと状況が大きく異なっているので、本来は、いろいろ見直しをするべきではないかなと考えています。

また、気になっているのは、数年前に米国の S&P100 社を調べたところ、CEO のサクセッションをハンドルしているコミッティーはコンペンセーションという名称であった。日本では指名委員会で行うイメージがあるが、アメリカでは役員報酬と関連づけて、コンペンセーションコミッティーがハンドルしていることがいずれ問題になるのではないかと考えている。

現場で悩むことが一番多いのは指名委員会等設置会社への移行を検討することである。どこまで本音かは分からないが、取締役会は過半数が社外取締役であるが、指名委員会に最終決定権があるため、移行判断の大きな材料になっているという声は確かに多く聞く。制度創設時と状況が変わっているため、率直に議論されてしかるべきではないのかと考えている。

なお、監査等委員会設置会社も制度創設時の状況と全く異なるが、監査等委員に人事権があるため監査等委員会設置会社に移行したくないという意見は一度も聞いたことがない。優先度が高いのは指名委員会等設置会社に関する問題である。

【三笠委員】 今日四項目が議題に上がっているので、各項目について手短かに述べる。

一点目は株式報酬の件で、資料 3 の 17 頁に A 案から D 案が示されているが、私は C 案または D 案を支持する。時価総額 1 兆円の上場会社が 10 億円分の株式報酬を出したところで、株式価値の希釈化の問題は事実上起こり得ない。あとは、枠を定めるか否か、また定める場合はどのように定めるかの問題である。例えば、本社の役員分、本社の従業員分、子会社の役職員分を合算し、年間で発行済株式総数の 1% までであれば、株主総会決議不要でも株主の利益を害することにはならないのではないかと考えている。取締役会であれ、株主総会であれ、そもそも賛成するしか選択肢がないような議案を会議体にかけるのは時間の無駄である。発行済株式総数の 1% 以下の株式報酬議案が株主総会に上程された場合、株主が 1% 未満の希釈化を懸念して否決することは考えにくい。こうした議案が

株主総会に上程された場合、株主は本社や子会社の役職員に株式報酬を付与することの是非を判断することになるのだろう。しかし、ガバナンスの問題として整理できる本社役員への株式報酬付与の是非であればともかく、本社の従業員や子会社の役職員への株式報酬付与は従業員の処遇決定の問題であって経営判断事項であり、機関権限分配の観点からも株主総会の判断に委ねるべき事項ではないのではないかと思う。

二点目は実質株主の件で、資料3の34頁、35頁を御覧いただきたい。経営陣が株主の負託を受けて会社の運営に当たっているというプリンシパルエージェントの考え方に立つと、経営陣に運営を委託するプリンシパルがどういう人なのかを、エージェントである経営陣が知ることはいわゆるKYC（Know Your Customer）の問題であって、今の御時世では当たり前の話なのではないか。株主が主人で、経営者はそのしもべであると考えるのであれば、しもべが主人の素性を知る必要はないという話になってしまうかもしれない。しかし、株主と経営者は委任契約関係にある対等な契約当事者だと考えるべきであり、そうであれば、株主が「この経営者は嫌だから更迭したい」と考える自由があるのと同様に、経営者が「この株主だったら転職したい」と考える自由があってもいいはず。そうになると、株主が素性を隠してよい理由は見当たらないと思う。また、株主としても、共同投資家がどのような人かを知らないと、この企業に投資し続けてよいかどうかの判断に困るので、株主にとっても有用な情報ではないかと思っている。そもそも論だが、株式会社は一種の共同事業なので、株主として、共同事業者がどういう人かに関心がないわけがない。会社法で株主に株主名簿閲覧権が認められているのは、もともとはそういう趣旨であったはず。しかし、現実社会では、実質株主と名義株主が分離するなどの事情が進行してしまい、それにもかかわらず、会社法の世界では、株主名簿制度がアップデートされず、旧態依然のままになっているので、こういう問題が起こっていると理解している。言うなれば、株主名簿制度の実効性の回復をしましよという議論なのだとする、これは会社法の問題であり、金商法の問題ではない。それから、株主名簿の問題だということであれば、実質株主が分からないのは株主名簿に載っていないのと同じなので、議決権の行使を制限するという議論も比較的スムーズに出てくるのではないかと思っている。

三点目は株式交付制度について、資料3の57頁を御覧いただきたい。この制度は片面的組織再編行為と位置づけられており、組織再編行為だからということで債権者保護手続が必要だとか、子会社化の場合に限るべきだといった議論になりがちである。この制度を修正して、何とか使い勝手のよい制度にするのは、組織再編行為の理念に関わる問題も多

くて、なかなか難しい問題なのではないかと思っている。したがって、これはこれで置いておくとして、この問題は現物出資規制の見直しで解決すべきであると考えている。現物出資構成であれば、外国会社の買収でも準拠法の問題は出てこず、ボーダーレスである。それから、今日は時間がないので細かい話は割愛するが、また少し厳しい言い方になるけれども、そもそも現在の日本の会社法の現物出資規制は、誰を何から保護するための制度なのかがあやふやで、もはや時代遅れであるにもかかわらず、それを墨守しているために、こういうおかしな議論になっているのではないかと考えている。

最後に四点目として、指名委員会等設置会社の件で、資料3の63頁を御覧いただきたい。私はもともと、指名委員会等設置会社についてはかなり批判的な立場を取っているが、指名委員会等設置会社制度の唯一よいところを挙げるとすると、経営陣を構成する執行役を取締役会で選任できるので、定時株主総会のタイミングでなくても柔軟に経営陣の交代ができる点だと理解している。多くの日本企業がこの体制に移行した場合、タイムセンシティブな株主総会議案がなくなるために、定時株主総会を6月に行わなくても実務上問題がなくなるのではないかと考えている。指名委員会等設置会社については、もともと委員会制度を導入するところに特色があったわけだが、今では監査等委員会設置会社制度もあるし、任意の委員会を設置する企業も多数あるので、独自性が埋没してきている。さらに、今回、委員会の決定を取締役会の決議で覆せるという話になってくると、もはや執行役の選任制度ぐらいいか独自色がなくなってしまうのではないかと考えている。そうであれば、いっそのこと、指名委員会等設置会社を発展的に解消して、監査等委員会設置会社に吸収させて、新しい監査等委員会設置会社は執行役を選任する制度として整理し直し、その結果、代表取締役が経営に当たる監査役会設置会社制度と、代表執行役が経営に当たる新監査等委員会設置会社制度の2本立てにしてしまったほうが、外国投資家から見ても分かりやすいのではないかと考えている。

かなり踏み込んだ話もあるので、時間的制約から今回の検討の枠組みには乗らないかもしれないが、一実務家の意見として、お伝えしておく。

【西村委員】 企業経営者の立場という観点から発言させていただく。

まず、現状認識と課題について。今の日本経済は、長きにわたるデフレから、適切な賃上げや価格転嫁、そして適正な値上げなどを認めるインフレ経済へ移行しつつあるのではないかと私は考えており、この好循環を加速させる企業行動を後押しすることが極めて重

要と考えている。一方で、一橋大学伊丹名誉教授によると、過去 30 年の日本企業の付加価値の分配状況を見れば、設備投資や人件費が伸び悩む中で、株主への配当が増加し続けているのが実態だと思う。また、足元の数年では株主提案件数が過去最高を更新してきており、これ自体、決して悪いことではないが、逆に、その中で、濫用的な提案や目先の株主還元、短期的な事業戦略に関する提案等も増えてきているこうした点を踏まえ、一点目として、会社法に対する基本的な考え方を、今日の議論と少し外れるところもあるが述べる。一つ目は、現行の会社法が、株主、債権者・銀行といった資金の出し手と会社の関係を整備したものにとどまっていることである。イギリスやドイツなどを参考にし、多様なステークホルダーへの貢献という視点を会社法に反映すべきではないかと考えている。二つ目は、企業が自律的な経営判断の下、中長期的な視点に立った戦略的な経営に注力するためには、企業と株主の間で透明性が確保された上で、真に中長期的な視点での経営に資する内容の対話が促されるべきだと考えており、会社法としてもその環境整備に資する内容にすべきである。

次に、二点目として、事務局案に対するコメントを述べる。以上の考え方を踏まえ、論点二つについて述べ。一つ目は、従業員への株式無償交付である。これは従業員の資産形成に資する上、株主構成に多様なステークホルダーを包含できるということで、ぜひ進めていただきたい。その際、従業員の資産形成を促すという観点からも、相応の株式を譲渡できるように、労働関連法規との関連を踏まえた上で、ぜひ我々にとって使いやすい対応・仕組みとなるようお願いしたい。二つ目は、実質株主の透明性の確保で、これはぜひ進めていただければと考えている。具体的な制度設計としては、事務局資料の A 案を基本としつつ、エンフォースメントを機能させるためにも、例えば、調査に虚偽の回答をした実質株主の保有割合の議決権部分のみ停止するといった措置も考えられるのではないか。ただし、総会後に判明した場合には対応が難しい面もあるとは感じている。また、実質株主の透明性確保とは別の論点であるが、「日本版ウルフパック」と呼ばれる問題への対応も非常に重要だと考えている。過去の判例では、アクティビストなどが複数の投資家と示し合わせて、ひそやかに企業の株を買い集める際に、大量保有報告制度の報告遅延、あるいは共同保有者の報告を行わないといった問題が出てきている。ドイツなどを参考にし、違反した投資家の議決権を停止するなど、現状の規制を強化して実際にエンフォースメントが働く体制にしていきたい。また、今後、大量保有報告制度に悪質に違反した投資家が信託口座を使用できないようにするといった対応も考えられるのではないか。金

融庁におかれても、こういう点での旗振りをお願いできればと思う。

三点目として、先ほど申し上げた会社法の基本的な考え方を踏まえ、事務局資料に加え、今日は議論の対象ではないということだが、以下の三つの点を申し上げる。一つ目は最初に申し上げたが、会社法に企業は多様なステークホルダーに配慮すべきというマルチステークホルダー資本主義の理念を明文化し、明記するという点について、今回ではないが、ぜひ次回以降の検討に加えていただきたい。ドイツやイタリアのような例である。二つ目は、経営の自律性を確保し、中長期の視点に立った戦略的な経営に専念できる環境を整備するため、真に建設的な対話に資する株主提案に集中して議論を促すことが重要である。現在の日本の株主提案権や臨時株主招集の請求権は、アメリカ、イギリス、ドイツなどと比べて、株主にとって極めてハードルが低く、しかも提案できる内容があまりにも幅広過ぎるのではないかと考える。これらについてもぜひ見直しを検討いただきたい。三つ目は、企業に中長期的な企業価値向上をより促していくためには、株式を長期で保有する安定的な株主の存在が、我々が実際に事業運営をしていく上では必要だと考えている。株式を長期で保有する株主を議決権の面で優遇する措置の導入についても、欧州の事例等を参考にして検討いただければと考えている。

【宮島委員】 私が主として関心がある点について、二点コメントする。

一点目は、従業員や子会社役員に対する株式対価報酬についてである。基本的な立場として、これはぜひ進めていただきたい。方向としては、子会社の役員も含めて、株式対価の報酬を認める方向が良いと考える。従業員に対する株式報酬については、メリットをどのように構成するかもあるが、前提として、デメリットをどのように考えておくかの問題もあるそのデメリットが今のところ、そんなに深刻ではないので、メリットを生かせるというロジックが必要かと思う。一般的には、従業員の影響力が強まるとリスク回避的になるとか、会社の株式で従業員の報酬の比重が高まるとリスク分散の角度から、従業員に対して問題が生ずるというコストがあるわけで、これまでの実証研究でも、そのようなコストがあることは示されている。しかし、日本に関しては、普及もまだ十分ではないし、従業員の資産に占める比重もそう大きくはないので、コストが発生する可能性よりもベネフィットが上回っている局面だという認識が出発点として重要かと思う。その上で、メリットに関しては、資料3にあるように、従業員の利害と株主の利害のアライメントとか、従業員の企業活動へのコミットメントの上昇が生産性の上昇につながっていくというロジックで十分かと思う。その上で、特に現在の日本の文脈では強調していいかなと思う

のは、8頁にあるが、従業員に対する株式報酬を進めていく場合は、政策保有株を売却して、売却資金によって自社株買いを進めて、自社株買いをした部分を金庫株でキープして、それを従業員に交付するという経路が、少しずつ見られているように思う。もともと日本の消費行動を特徴づけた持ち合いなり政策保有が現時点では、資本効率あるいはガバナンス面で問題を持っているという認識の下で変化しているが、こうした一連のループは、これを積極的な新しい仕組みに結びつけていくという経路として非常に重要だと考えられる。8頁では「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」とあるが、この論点を正当化する上でも、特に制度設計という観点から重要と考えている。それから、11頁で、従業員の影響力が強いとか、従業員持ち株制度の役割みたいなものを指摘しているが、従業員に対する株式付与は実際には非常に低いという状況にある。これは、制度的な制約によって低いということは強調されていいと思う。最後に提案だが、これは三苦先生の御意見と全く同じで、まず、希釈化の点については、割合が非常に小さいという側面と同時に、この制度を導入することによって、長期的にはエフォートレベルの上昇とか、コミットメントの上昇によって利益が増加することが規定されれば、その問題は理論的には解消すると考えている。その上で、実務的にあまり大き過ぎる場合には問題だということがあると思うが、三苦先生が言われるように、1%の範囲であれば、普通、総会の挙手は不要ではないかという理解には全く賛成で、ぜひこのくらいの水準で、使い勝手がいい形で、制約の少ない形で推進されることを望む。

もう一つ述べる二点目の論点を実質株主の情報開示について。情報開示に関しては、モチベーションとして二つの方向があり、これらを総合して考える必要があると思う。一つの方向は、企業は実質的な株主の情報を正確に把握する権利があって、これを実現しなければいけないということで、長期的な観点から、経営者側が株主の所有行動を正確に理解することは当然ということで正当化されると考えられる。と同時に、事務局資料ではアメリカ型の実質株主の情報開示の必要という形で整理されているが、もう一つのモチベーションとして、投資家が潜在的な投資対象の実質的な所有構造を理解する、あるいは共同投資家は一体誰なのかというのを知る権利は当然にあるということから、株主の側が、あるいは投資家の側がその他の株主を知るという権利から、情報開示を進めていくという方向がある。一つ目の方向はどのような文脈で問題になるかというのは明確だと思うが、二点目の方向について現在問題になっているのは、現在の日本の企業の株主を見ていく場合に分かりづらいということで、私自身研究に当たって実感している。昔の上場企業の主要な

株主は、生命保険会社や銀行、その他の事業法人といった形で、株式所有構造が大株主名簿から見えやすかったが、現在、大企業ですとカストディアンが多く、株主としては一カストディアンとして名前が載るが、実態的には、複数のファンドがそのカストディアンに株主を管理していただいているという構造になっている。そこで、外から見ると、投資家の側も、一研究者の側も、当該事業の株式所有構造が、最終的な株主の観点からいって、どのような構造を持っているかというのは、現時点、非常に分かりにくい状況になっている。そういうことからすると、米国型の実質株主の情報開示は不確実な側面があり、ぜひこの点は御検討いただきたい。米国型 13F の導入は、我々として慎重に考えてみる必要があるかと思う。このように、情報開示については二つのモチベーションがあり、事務局の資料で提案が出ている A 案、B 案は、どちらかというところ、企業の実質的な株主の情報を把握する権利をどうやって実現するかということで設定されているが、企業が株主を把握するのに加え、投資家が他の株主を把握するという二つ目の課題を情報開示で対応するならば、この設定についても少し工夫が必要と思う。特に問題となる罰則規定に関して、企業の側の権利だとすると、議決権の停止は考えられる罰則だが、投資家が他の投資家を知るといふ考えであれば、開示しない場合の罰則は過料でいいということになる。構成の仕方によるが、両方の方向性を同時に追求しようとするれば、過料にしていけないとバランスが取れないという印象を持った。

【内ヶ崎委員】 私からは二点、従業員等に対する株式の無償交付と指名委員会等設置会社の権限の見直しについて意見を述べる。

一点目は、従業員や子会社役職員等に対する株式無償交付について。まず、意義として、役職員が株主になることで経営陣・従業員と株主が同じ船に乗り、サステナビリティ経営を推進していく原動力に間違いなくなると思っている。法的な位置づけでは事務局の資料にあるように、賃金通貨払い原則との関係で従業員向けの株式無償交付を従業員地位に基づく福利厚生として金銭債権を観念することで、労基法上の労働対価でないとして解釈でき、加えて有利発行規制も回避できる。既存株主保護の観点からは、発行済株式総数の授權資本の範囲内で発行することで、役員報酬のようなお手盛り防止の観点もないので、そもそも総会決議は不要と考える。なお、自己株活用が一般的なので、自己株式取得枠の範囲内で市場買付した株式が役職員にわたることから、そもそも株式の希釈化は生じていない。また、グループ経営の観点からは子会社役職員も含めて役員と従業員に対して、戦略的なインセンティブ付与としてシームレスな株式報酬制度を導入するのが欧米のスタン

ダードとなっている。グローバルビジネス展開の鍵である人財獲得競争の中で、それを実現したいという実務ニーズはある。欧米とのイコールフットィングの観点から悩ましいのは、エグゼクティブへの人的資本強化という観点から、グローバル企業ではC x OやS B U長等の委任型の執行役員への株式報酬ボリュームが一番多い点である。会社法上の役員への株式交付の対象から委任型執行役員が外れると、空白地帯ができてしまうという懸念を持っている。いずれにしても、従業員への株式報酬は人的投資という経営判断なので、事後に投資リターンとして人的資本R O I等が経営は問われることになり、事前に総会決議を諮る実益はない。

二点目は、指名委員会等設置会社の権限の見直しについて。研究会の目的である「稼ぐ力」の強化という観点からは、取締役会を経営や市場経験等のある独立社外役員が中心となり、サステナブルな成長戦略の議論をする場に変革していく必要がある。取締役会は、CEO が提案した基本方針を議論・決定し、経営チームに大胆な権限委譲をし、そして経営チームの監督機能を指名・報酬・監査委員会に委譲すべきである。当該方針に基づいて、執行役の指名・評価・報酬・責任追及は各委員会で役割分担をし、エグゼクティブセッション等も活用して統合的に議論していくべきである。将来的には、モニタリング型の取締役会が実務上定着すれば、機関設計は一本化することを念頭に議論すべき。ただ、今回の会社法改正では、実務からの要望が強い指名委員会等設置会社の指名委員会と報酬委員会の権限の強さを見直すという整理でもよい。独立社外役員が過半数いる指名委員会等設置会社では、指名委員会や報酬委員会による取締役や執行役の指名や報酬の決定権や提案権等の委譲については取締役会自治で決めるべきである。つまり、取締役会で各委員会の役割をポリシーとして定めて、取締役会から各委員会にどこまで権限委譲するのか、指名委員会と報酬委員会での役割の分担と連携をどうするのかについては、各社が取締役会においてガバナンス戦略としてオリジナルに決めていくべき問題である。例えば、実務でよく行われているのが、CEOの役割や責任の評価は報酬委員会で決めて、CEOの人財要件に基づく人財力評価は指名委員会で選解任として議論するといった役割分担である。また、実務上は取締役会から決定権を付与したい企業もあれば、提案権を付与したい企業もある。例えば、指名委員会と報酬委員会に当該提案権を付与する場合には、当該委員会の提案を最大限尊重した上で、取締役会で決めるといった考え方を採用すべきである。換言すると、グローバル標準を志向しつつ、取締役会自治で各社の成長戦略や経営チームの在り方に応じた柔軟な運用ができるようにすべきである。ちなみに、取締役会や

経営陣への権限移譲が進んでいる会社では、株主総会決議事項としては、取締役会の監督機能を確保するための取締役の人事権を中心に考えれば十分である。

【宮地委員】 企業経営側の参加者はあまり多くないようなので、企業経営から見たときの感触という観点でお話しさせていただく。

一番目から三番目の論点については、企業側から見ると、反対する人はほとんどいないのではないかと思う。制度としてあって、使い勝手がよければ、使うか使わないかは企業次第ということで、真っ向から、これは絶対嫌だという人は多分いないと思う。あとは、どれだけ本当に使い物になるのかという使い勝手についてぜひ議論していただきたい。

従業員に対する株式無償交付は、当然可能であるべき。特に子会社は今や連結経営も当たり前で、子会社をたくさん持って経営する一体のグループ経営は常識になっている。団体の組織では使いにくいという制度はそもそもおかしいと思うし、グループ全体の連結で、企業価値をどう上げるかに、我々もそうだが、皆さん邁進して、ROEを入れて、ROICを入れて、ROCEを入れて取り組んでいる。グループがみんなその一端を担っているのだということで、その象徴的なものが株式だし、株価に反映しているということになりますので、そういう観点からも、ぜひ使い勝手のいい制度にしていきたい。

それから、実質株主については、これは恐らく制度の問題で、ほとんどの大企業は株主判明調査を行っていると思う。株主判明調査は、業者によって精度がいろいろあり、多分一番困るのは、さっきも少しお話があったが、アクティビスト等が信託口などを使って、実は後ろでつるんでいて、いきなり現れるのがすごく嫌だと思う。このあたりの精度をどのように上げられるのか。精度が上がらないと、業者による株主判明調査を組み合わせることになると思われる。それはそれで残るのかもしれないが。しかし、一般の会社の方はこれだけでも多分役立つと思われる。株主を見て経営していくというのは基本だと思うので、これまた反対する理由は特にはない。問題は、多分制度の設計、あるいはペナルティの在り方だと思っている。

株式対価M&Aも、もちろん反対は全くない。使い勝手が悪いということで、三苦さんからもさっきお話があったように、実質的にどうするのかという議論があると思うが、今より使いやすい制度にしていきたい。

最後に、指名委員会等設置会社だが、もちろん我々もいろいろ検討しているが、あまり多くの企業が移行していない理由として、一部の企業で、指名委員会や報酬委員会が強過ぎて、指名委員会あるいは委員長が暴走して人災を起こしているのではないかと、これでい

いのかという議論があると承知している。しかも制度的に自由度が少ないということで、多くの企業が監査等委員会設置会社を選択しているのだと思う。監査等委員会に行くもうひとつの理由は、社外取締役過半数は将来恐らくマストになると多くの企業が思っているし、女性比率3割以上も非常に気にしている。これを満たすためにどの機関設計がいいのかと考えたときに、監査等委員会設置会社は設計の自由度が高いため、そこが多分大きなモチベーションになっていると思う。指名委員会等設置会社はほとんど移行していないので、これを今、本当に高いプライオリティーで議論すべきかどうかは検討の余地があるかもしれない。ただし、取締役会が本来持つべき機能を、ある過渡期として指名委員会に渡したと私は理解しており、本質的にはおかしいと思うので、もし直すのならば直したほうがいいと思う。もっとも、直すとは今度監査等委員会設置会社との違いは何かとなり、すぐ中途半端なことが起きるような気もする。本質的には、取締役会に何を求めるのかということが会社によって大きく違うわけなので、それをちゃんと各社が決めた上で、制度的にはある程度自由度があるということが本来の議論であろうと思うが、少なくとも今の指名委員会等設置会社は制度面で若干おかしいと私は思っている。

【高山委員】 私からは、実質株主の情報開示制度と指名委員会等設置会社の権限の見直しの二点について意見を述べる。

まず、実質株主の情報開示制度についてだが、これは、実務的な観点から、制度について考えるところがある。これは事務局の資料にはなかったのですが、ICJの提示資料で、実質株主の欧米における透明化のプラクティスについて、詳細に記載されていますので、それを見ながらお話ししたい。制度設計をする上で、3つ重要な点があると思う。一つ目は、国内だけではなくて、海外株主を必ずこの制度の対象にするような法の設定、制度の設計が重要だと思う。御存じのように、日本の海外株主の割合は三割ぐらい、一方、国内の機関投資家の純投資の金額は推定で十数%ぐらいで、海外株主の運用額、保有額のほうがかなり多くなっているという状況なので、今回、会社法を見直すに当たって、このところを押さえておかないと、企業にとって非常に重要な株主であるところが欠落することになるので、必ず海外株主をカバーすることが必要であると考えます。二つ目として、この制度をつくっても、制度が煩雑だと、企業にとって負担は現在とあまり変わらないという状況になると思う。例えば、ICJの資料の4頁目を御覧いただきたい。中間機関、最後の投資家など、幾つかのステージを経て、実質株主の情報を得る。これが、例えば、わずかなカस्टディアンにコンタクトすれば、企業側に全部情報が入るということであれ

ば、企業・実務家にとって非常に使いやすい制度ということになるが、それだけではなくて、例えば、最後の投資家に全部コンタクトしなければいけないということになると非常に煩雑で時間がかかる。具体的に、日本の企業がIRの対象にしているのは、中長期運用で、一定以上の運用資産額の国内外の機関投資家だが、数にすれば200社近くある。企業が200社全部にコンタクトするというのは非常に非現実的なので、もしこの制度をつくるのであれば、そういうことも考えて、できるだけ集約したところにコンタクトすれば、企業側が情報を得られるという仕組みが重要だろう。三つ目が、ICJ資料の2頁目のところで、欧州の仕組みは、会社から要求があった場合だけではなく、会社が指名する第三者の要求があった場合という記載がある。これは重要。先ほどの図にあるように、複雑なチェーンの中で実質株主を把握していくということになると、会社だけでは対応できずに、いろいろな第三者の助けを借りざるを得ないので、会社だけではなくて、会社または会社が指名する第三者の要求というところは、法律を見直すときに必ず入れる必要があるだろう。以上が、実質株主の情報開示制度に関わる実務的な観点の私のコメント。

次に、指名委員会等設置会社の権限の見直しについて。まず、一番目の「改正の範囲・意義」というところで、これは64頁がそれに当たるころだと思う。私は、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と考える。これは前回も説明したが、重要な事項について、取締役会が最終的な決定権限を持っていて、その取締役会の実効性を上げることで企業価値を上げるというのが、グローバルで一般に共有されているコーポレートガバナンスのベストプラクティスであると思う。加えて、64頁のA案に書いてある内容もそのとおりだと考える。この見直しが必要ではないという意見について、前回までに出された意見が幾つかあった。例えば、現在、指名委員会等設置会社の数が限定的だからというのがあったが、先ほどの日本取締役協会の御説明にもあったように、指名委員会等設置会社以外の会社でも、水面下で検討を進めている企業が一定数ある。そのときの阻害要因の一つとして、委員会の強い権限が挙げられているという事実がある。次に、例えば、取締役全員を指名委員会のメンバーにすれば、現行法でも対応可能という意見がある。ただ、これは実務上無理。実際に取締役会が委員会の運営に関わっていると分かると思うが、例えば、指名委員会で議論するようなセンシティブな内容について議論できるという人数とすると、3人から5人の委員会のメンバーの中で、じっくり議論するということになるだろうと思う。それを、例えば10名ぐらいの取締役会で議論するのは、議論の実効性に非常に欠けるということになるので、これは理屈では

正しいが、実務上、かなり困難な状況だろうと思う。それから、CEOなどの執行の主要メンバーの選任については、指名委員会等設置会社であろうが、取締役会で議論されて承認されているということがあった。それは確かにそのとおりで、とても重要なことだと思う。ただ、取締役の選任において、今、どんどん重要になってくるのが、社外取締役の指名というところで、これは委員会の権限を見直さないとは解決できない問題だろう。ちなみに、先ほど澤口委員がおっしゃったように、CEOの評価については、米国に関しては報酬委員会が行うケースが増えている。一方、では、米国では指名委員会は何をするかというと、社外取締役の選任、あるいは評価が重要な仕事の1つとなっている。以上から、①番については、A案に賛成する。②番の見直しを検討すべき事項は66頁がそれに該当すると思うが、私はB案で、指名・報酬、両方とも取締役会に権限が帰属すべきだろうと思う。③番目の指名委員会等設置会社の指名権限については、これは67頁がそれに当たると思うが、A案を支持する。社外取締役が過半を占める取締役会であれば、そこに帰属するということになると思う。ただ、そこで少し言いたいのは、仮にこの案が採用されたとしても、指名委員会や報酬委員会の重要性は決して減じるものではない。例えば、アメリカやイギリスの場合は、取締役会が指名・報酬の最終権限を持っているが、指名に関して指名委員会から答申されたレコメンデーションの内容は取締役会で非常に重く受け止められる。考えてみれば当然で、それなりの適任の方を指名委員会のメンバーとして、そこで十分時間をかけて、じっくり議論した内容を取締役に上げてきて、取締役会がそれを否決できるかということ、事実上は非常に難しい。ということで、仮に指名委員会等設置会社の指名委員会等の権限を見直すとしても、必ず、指名委員会や報酬委員会の重要性は変わらないということを強調する必要があるだろう。④番目の報酬決定権限については、68頁がそれに当たると思うが、B案を支持する。最後に、⑤番目の機関設計制度の課題というところは、69頁がそこに該当すると思うが、確かに現在の機関設計は、海外から見れば分かりづらいし、一つにまとめたほうがよいというのはよく分かる。それは理想的ではあるが、ただ、かなり時間がかかるので、まず、できるものからやるというのが現実的かと思う。強いて、ほかの機関設計について何か行うということであれば、例えば、監査等委員会設置会社において、現在、指名委員会と報酬委員会は法定ではなくて任意だが、それを法定とするということも考えられるだろう。なぜならば、今プライム市場では9割が独立性の高い、そのような委員会を設置しているので、仮に法定ということになっても現状の追認で、企業にとって特に大きな問題はないだろうと思うから。そうすると、監査等

委員会設置会社と指名委員会等設置会社の差異が少なくなるという話が出てくるが、ただ、決定的に違うところがあって、指名委員会等設置会社の監査委員と監査等委員会の監査等委員は位置づけが異なる。監査等委員は2年の任期で、ほかの取締役とは別に総会で選ばれている。一方、指名委員会等設置会社の監査委員はほかの取締役と同じような責務を負って、同じ任期で、誰が監査委員になるかは取締役会で決めるという状況。これはアメリカでもイギリスでも同じと理解しており、取締役は全て同じ任期・権限を持っていて、その中で取締役会が委員会メンバーを決めるといった状況だと思う。なぜ監査等委員にそのような制度設計をしたかというのは、恐らく日本の監査役制度の長い歴史と実績が反映しているものだと私は思う。このところをどうするかというのはかなり時間をかけて議論する必要があると思うので、これを将来的に議論するのはよろしいと思うが、現時点では、まずは指名委員会等設置会社の委員会の権限の見直しから始めるとよろしいと思う。

【小林委員】 私からは、各論点について簡単に意見を述べる。

一点目は、従業員や子会社の役職員に対する株式の無償交付について。実質的に行われていることなので、より簡略化できるという意味において進めるべきである。そもそも従業員、あるいは子会社の役職員が株式を持つことは、企業価値の向上に役職員も責任を持つということなので、これに反対する理由は全くない。ホールディング体制がこれだけ進んでいく中で、子会社の役職員には無償交付ができないというのはいかにもおかしい話だと思っている。ただ、この場での論点ではないが、賃金通貨払いの原則は、既に多様な支払い方法が存在する状況を見れば、本当に今後も続けなければならないものなのかということについて、今後の課題として考えていくべきではないか。また、少なくとも現状の福利厚生という範囲の中で考えるのであれば、株主総会の決議等は不要であると思う。

二点目の実質株主の情報開示についても、コーポレートガバナンスコードで株主との対話を推奨しているにも関わらず実質株主が分からないというのはいかにも矛盾した話で、これも修正するべきと思う。現状の課題として、実質株主が見えないことを、悪意を持って利用する株主もいるということも阻止するためにも、これは企業の健全な発展のために必要な措置である。

論点三については、日本の企業がこれだけ海外進出を進めていく中で、ここに足かせがあるというのは、他の国の企業と比較して、日本の競争力を阻害するものなので、これも認めて良いのではないかと。

最後の指名委員会等設置会社の権限の見直しについて、私自身、指名委員会等設置会社、あるいは監査役設置会社の取締役をやっているが、実質がすごく違うのかというと、ほとんどの場合、任意であろうが、法定の委員会であろうが、実際にやっていることはほとんど変わらないというのが実態。指名委員会等設置会社の中には、その権限を濫用しているのではないかとといったケースも時々見受けられるが、これは多くあるうちの本当に限られたケース。その中で、あえて今の時点で見直す必要があるかという問いに、必要はないと思う。CEOの解任権を持つということはCEOの暴走への非常に強い牽制である。今の体制を維持したままでも、取締役に執行役と社外取締役が混在する日本の体制においては、CEOの解任権を持つ指名委員会が存在するというのはそれなりの意味を持っていると私は思っている。ただ、一方で、CEOの評価は当然報酬につながってくるので、指名委員会と報酬委員会の権限と責任の整理については検討してもよいのではないかと。

【塚本委員】 私からは、実質株主の制度と指名委員会等設置会社の二点についてコメントさせていただく。

実質株主の判明については、ニーズ自体はあり、会社側としてはウエルカムな制度であると理解している。恐らく悩ましいのは、実質株主側が回答しなかった場合のサンクションであると思う。その点については、バランスも踏まえて、慎重に検討する必要があるのではないかと感じている。会社法に実質株主の権利が定められていれば、実質株主についての回答をしなかった者には、その権利が認められないというある意味当たり前の効果になるのだと思うが、会社法にはそういった権利は定められていない。実質株主自身の権利が定められていないため、次に、あくまでも株主名簿上の株主の権利の中で、制限するものを設けるという仕組みが考えられ、35頁にあるような議決権の停止が素直でもある。しかし、実質株主は誰かという照会に答えなかった場合に、株主名簿上の株主が議決権を行使できないということが、バランスが本当に取れているのかというのは、慎重な検討が必要ではないか。過去の会社法の改正に関する国会の審議の中でも、株主権の制限に対しては、大分厳しい見方がされてきている。機関投資家の場合、数%、5%以上といった議決権を持っていることもあるが、その議決権が停止されることの影響も大きい。もちろん、34頁にある、この制度自体の趣旨次第でもあるが、例えば、知る権利を強調した場合に、それに対するサンクションが議決権停止というのはバランスが取れているのだろうか。A案にあるような対話促進ということであれば、まさにIRの観点から、対話をし

て、会社提案に対してなるべく賛成してもらおうとか、会社の議案に対して理解してもらおうよう、働きかけをするために実質株主を知りたいのに答えてくれないのであれば、議決権停止というのは分からないでもない。ただ、そうすると、会社側についても、本当にどこまで対話をする姿勢や体制があるのかも問われてくるのではないか。会社法になじむかというのはあるかもしれないが、例えば、対話をする体制を構築する義務といったものとセットで考えるべき論点でもあるのかもしれない。ただ、一方で、そうは申しながら、資料の 30 頁によれば、最後の行に「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ばないようである。」とも書かれているので、拒絶する機関投資家はそれほどいないとすると、今、私が述べたことは、考え過ぎであるだけかもしれない。そういう意味では、機関投資家サイドに、回答したくないとしたら、どういった事情があるのかを丁寧に聞き取っていくのも必要ではないかと感じている。

もう一点、指名委員会等設置会社については、上場会社で見ても、機関設計が三つあって、それ自体も複雑で分かりづらいと言われているので、見直しをしてあまり複雑化しないほうが良いというのが大前提であると考えます。その上で、そもそも論としては、平成 14 年の商法改正により現在の指名委員会等設置会社を創設した当時は、取締役の過半数が社外取締役であることを要件にすると、指名委員会等設置会社がほとんど使われないだろうということで、疑似的な社外取締役過半数の取締役会ということで、各委員会の委員について社外取締役過半数を要件として、指名委員会と報酬委員会に決定権限を与え、取締役会ではこれを覆せないという制度設計にしたと理解している。20 年以上たった今、私の調べたところでも、上場会社である指名委員会等設置会社 95 社の 8 割近くは、取締役の過半数が社外取締役ということになっているので、創設当時から状況が大分変わってきている。したがって、指名委員会等設置会社について見直しをすれば、取締役の過半数を社外取締役とすることを要件として、指名及び報酬の決定権限は取締役会が持つというように見直すのが理に適っているのではないかと。そこでネックとなるのは、特に報酬について、株主総会で引き続き決めなくていいということになるが、では、監査役設置会社と監査等委員会設置会社でも、取締役の過半数が社外取締役である場合に、株主総会で報酬を決めるという規律のままでよいのかという点である。悩ましい論点ではあるが、ただ、そこは一つの割り切りというか、そもそも制度の仕組みが違うということで一応説明ができるのではないかと考える。つまり、指名委員会等設置会社は、モニタリングモデルを志向する会社が採用する機関設計として、社外取締役が過半数の機関が一定の事項を

決める機関設計とされている。他方で、監査役設置会社と監督等委員会設置会社はコレと異なるコンセプトの機関設計である、という割り切りをすれば、指名委員会等設置会社の取締役が社外取締役過半数であれば、報酬面も株主総会は要らない点について、ほかの機関設計とは違うのだという説明が一応できるのではないかと感じている。

【江良委員】 私からも数点、コメントさせていただく。

一点目は、従業員と子会社役職員に対する株式付与については、皆さんと御意見が一緒で、企業価値向上に向けたインセンティブをつけるという意味で奨励すべきと思うので、これを認めることには賛成する。ただ、一方で、潜在的な希釈化は、株主としては気になる部分ではあるので、ある程度の閾値を超えるような場合であれば、総会決議を求めるといった考え方は妥当と思う。今日は1%という数字が出ていたが、それがいいのか悪いのかは感覚的なところになってしまうのかと思うので、どういった水準が一番いいのかは議論が必要かと思うが、方向性、考え方としては、それがいいのではないかと。

次に、実質株主の情報開示制度について、長期的な経営に当たっては、当然、株主としても一定程度の透明性を果たすという趣旨は理解するところであるし、また、市場の公平性、透明性を高めるという意味でも制度の趣旨は大事だと思っている。一方で、先ほどどなたかもおっしゃっていたが、では、これが実際に実務で、どういう形で運営されていくのかということ、投資家側に実務的にどれだけスコアがかかるのかということが少し気になる所であり、情報開示負担が過度にならないということが前提であれば、議論の余地は非常にあるのではないかと考えている。サンクションについては、制度設計の考え方も非常に大きく影響するかと思う。議決権の停止は、投資家側から見ても、局面によっては合理的に感じるケースもあるが、非常に強い意見でもあるので、どういう局面においてそこまで認めるか、慎重、追加的な議論が重要ではないかと考えている。

最後に、指名委員会について、日本で指名委員会等設置会社が、少し特殊な事情下において制度設計されたということが大きいというのは感じており、それが実務的に使いにくいという状況、今日伺ったような意見は、私もいろいろな会社様から伺うところなので、それを使いやすいものにしてやっていくという方向性自体は非常に良いと思っている。ただ、こういった修正を行っていくと、監査等委員会設置会社との差分や、ほかの制度との違いがだんだん薄まっていくだろうと思う。今、三つの機関設計の制度があるが、それぞれどういう位置づけにし、どういう役割を果たすべきなのか。場合によっては、それらの中で、委員会型のようなものと監査役設置会社型にまとめる工夫がいいのかは分か

らないところが若干あるが、制度自体を、三つではなく、集約していくことも視野に入れながら、制度の見直しをある程度図っていくという方向性が一番よいのではないかなと思っている。

【岩田委員】 私は指名委員会についてコメントしたい。今日の皆さんの御発言を伺っていて、指名委員会に対する評価が私と少し異なっているので、それをまず冒頭、申し上げたい。

取締役会の役割をどうするか、取締役会の機能は何なのかということの議論と関係してくると思うが、モニタリングボードとして徹底するという立場に立つのであれば、指名委員会は、三つの中では一番優れている設計ではないかと考えている。それは、執行役を機動的に任命して、執行役に思い切って業務を委譲できるということで、監督と執行をしっかりと分離して、執行にはスピードある業務展開をしていただくことを狙った制度であると思うので、それは必要とされている形態の1つではないか。また、海外の投資家から見て、分かりやすい機関設計であるということも確かだと思う。上場市場全体から見れば、非常に限られた企業しか採用していないが、TOPIX の上位に限れば、それなりのシェアを占めており、日本の企業に受け入れられていない制度では決していないと思う。取締役会の下に三つの委員会があるので納得がいかないのかと思うが、取締役会の役割の一部を三つの委員会が分担しているということで、取締役会と三つの委員会は横に並んでいると私は理解している。そのように理解すると、それなりに合点がいくのではないか。

前回、取締役会の一部だけが参加する委員会で指名することについて、他の取締役から納得がいかないという声があるといったことがバックグラウンドとして紹介されていた。指名委員会等設置会社の指名委員会の実態をまず申し上げますと、取締役候補者は指名委員会が決定して、取締役会に報告するということになっているし、一方、執行役については、指名委員会で検討はするが取締役会で決議するというので、法律上の仕組みは違いますが、実態は全く変わらない。取締役候補者も執行役も、サクセッションプランは、長い年月をかけて育成し評価して、最後に選抜していく。取締役会と指名委員会のどちらが形式的な決定をするかという違いがあるが、実質的には指名委員会が検討して決めて、それを取締役会がオーソライズしているというのが実態ではないか。また、私は指名委員会等設置会社とほかの形態の会社の両方を経験したが、その間の実態の差もない。どの形態であっても、実質的に審議をして決めているのは委員会であって、取締役会ではほとんど議論がなされていないというのが実態。したがって、もし一部の取締役だけで決めているこ

との問題を指摘する声があるとすると、それは法制上の問題ではなく、取締役会で十分な議論がされていないという運営上の問題であると思う。例えば、指名委員会から取締役会への報告の在り方とか、取締役会での議論の仕方の問題ではないか。そうだとすると、仮に法律を改正したとしても、こういう問題は解決されない。私は、法制の問題ではなく、運営上の問題だと思うので、会社法改正のテーマとして、優先度は低いと考えている。

【武井委員】 私からは、四点についてコメントさせていただく。

まず、株対価 M&A と従業員に対する株式付与について、前回は申し上げたが、根本的に、日本の上場会社が自社株の流動性に関するメリットを享受してこなかった、それによって経済成長戦略をとることが遅れてきたということが問題であったと思っている。その結果、欧米で通常行われている自社株を配ることによる事業提携等も実施されず、また自社株に流動性が生まれて上場しているのに役職員に渡す形での活用もしてこなかった。稼ぐ力の強化の点から非常に重要な点であり、今回、本当に大事な改正をやっていると思う。

その上で一点目の株対価 M&A に関して。事務局の資料の 48 頁にもあるが、G A F A、シリコンバレーを含めて、とにかくほとんどの欧米企業は混合対価を用いている。現金のみでは買っていない。日本は低金利だったというのがあるかもしれないが、何でもかんでも現金で買っていた。会社法という規制によって、対象会社の株を 100%強制的に取得する株式交換等しかなかったということが、20 年、30 年、経済成長が遅れている一つの大きな原因だと思っている。今、G X、D X の時代で、本当にいろいろな企業と組まなくてはいけない。上場したスタートアップについても、せっかく自社株の流動性を得たのに、いろいろな企業と組むときに、何でもかんでも現金を用いなければならないというのはおかしいという根本の問題なので、ここは本当に取り組むべきだと思っている。そういう経済成長戦略として行われようとしている会社法改正なのだが、今回も株式交付という組織再編の概念の中での改正とすべきである。組織再編概念の中で射程を拡大して入れるべきであって、現物出資規制の新たな特例なり改正でやるのでは、成長戦略にならないので意味がない。会社法上の組織再編行為だからこそ現行の税制措置がついているという前提がある。会社法のほうの世界だけを見て現物出資の例外で新たに措置しても、使われない制度をつくるだけで、経済成長戦略としての改正の意味がない。そこで重要となるのが、組織再編概念をどう考えるかであるが、組織再編概念を因数分解して検討することである。組織再編に関しては昔から伝統的にある合併のイメージで語られることが多いが、同じ組

組織再編でも合併と株式交付では様相が異なる面がある。合併の場合、第一に対象会社（S社）の権利・義務をP社が包括承継する点と、第二にS社株式の多数決によるP社への強制収用という二つのことが起きているが、株式交付では、これら二つとも起きていない。しかし、第三にP社がS社株式を受け取ってP社株を発行する際にP社に現物出資規制がかからないことと、第四にS社株式の移転効力発生日を定めた集団的権利処理がなされるという組織再編行為としての要素は、合併でも株式交付でも共通である。射程の拡大について論点になるのは第三のP社の現物出資規制の点であるが、これは合併、会社分割、株式交換の全てに共通していて、簡易要件がありつつ、S社の情報をP社がP社株主に開示してP社の株主の承認を得ているという点で横串が刺さっていると説明できる。この共通点・属性を踏まえれば、株式交付に関して今回のようにいくつかの類型についてS社の射程を広げたところで、組織再編行為に該当しないということではない。そのような意味で、「組織再編の過去はこうだから」などのよく分からないマジックワードで思考停止をしてこの重要な経済成長戦略の選択肢を失わせるのではなく、あくまで組織再編として、株式交付の射程を広げることが必要。その上でここでのイシューは何かというと、前回の会社法改正でバージョン1.0として株式交付を創設したときに、バージョン1.0であったこともあり射程が狭くなった点、できるだけ事前に射程を明確にしようという慎重な事前規制となったという点である。連結子会社にしろ、外国子会社にしろ、事実関係の認定が絡みうるから、後で法的効果がひっくり返りうるリスクを考え、カチカチに射程を狭くした結果、形式基準の保有比率になった。ただ、どうカチカチに射程を絞っていても、形式基準であっても保有比率の計算違いとかもゼロではないわけで、後でいろいろな紛争が起きうる、そして無効の訴え等の解釈問題に委ねられた世界となる。バージョン1.0は狭く制度をつくったという事前規制としての問題であって、「稼ぐ力の強化」というこの研究会のテーマの観点からも、過剰な事前規制をなくして、欧米とイコールフットイングの経済成長戦略を柔軟につくっていくことが、バージョン2.0の制度改革として求められている。その関係でさらにいうと、S社について、今回、外国会社と同じ理由で前回対象から外れていた合同会社等の持分会社まで射程に含めるべきである。S社として日本では合同会社等の持分会社も相応に活用されている。会社法の制度論の世界はイコール記号での議論が多く、「日本の株式会社と同等の外国会社が判定できない場合があり得るから外国会社は駄目だ」などといった話になるのも非効率な話である。目に見える形で選択肢を増やすというところまで制度改革をやっていかないと、本当の意味で欧米に追いつけ

ない。そういう意味で、この改正は経済成長戦略として大変重要な話である。次に、S社の射程の話以外に、第二に混合対価の使い勝手に関する論点がいくつかある。債権者保護手続をなくすという点、簡易要件の二割の判定において現金対価を外すという点、P社側の買取請求権を外すという3点を改正して、混合対価の使い勝手を活性化すべきである。海外で使われているのはほとんどが混合対価なので、混合対価の使い勝手を手当すべき。そして、これらの点に関しては、株式交付だけでなく株式交換等まで含めて一緒に直すことが必要。これまた、株式交付だけ直して、株式交換等を直さないのはなぜかというイコール記号の議論が出てくるので、株式交換等も含めて全部直すべき。とにかく今日本経済にとって重要な成長戦略に関して、既存の法制の中をもう少し柔軟に考えれば前に進む話なのに、やっていないのは制度側の不作為でもあるので、この点は本当に進めていくべき大変重要な改正だと思う。

二点目の従業員への株式付与について。これは給与でない形で人への投資として、企業の価値を高めている人にきちんと渡すというもの。しかも今回は、従業員と子会社の役員に属性を絞り、人への投資として、企業に付加価値を与えている方々に渡そうとしている。名前が無償交付だからタダであって有利発行規制であるみたいな話のイメージになっているのだとすると無償交付という用語がミスリーディングであり、労働意欲向上等の効果を会社は得ているので適正な便益を受領しているわけで、こうした適正な便益を受領していると認められる者に射程を限定して発行しているのだから、有利発行でもない。通常の授権資本枠制度の中で渡しているものである。それを、1%とか何%とか渡す場合に、授権資本枠制度に対する新たな制約概念を会社法が改正によってわざわざ新たに創設して、株式総会決議を必要とするというほうがおかしいと思う。今現在、株主総会決議を必要とせずに問題なく行われている。このような会社と子会社の従業員という属性の人に限っている以上きちんと企業の付加価値を高めているので、人への投資を行っていますという形で総会決議なしで行えないと、この制度も使われない改正になるし、それだけでなく株式発行に総会授権決議を要するという新たな変な前例を残すことになる。

三点目の実質株主の点について。これは、いろいろな要素が入っていると思う。制度趣旨としては建設的対話の質の向上もあるが、それだけではない。いろいろな方がおっしゃっているが、これは上場会社における透明性、市場の透明性がないという問題。日本は、会社法をずっと変えてこなかったことで、株主の権限が諸外国に比べてもものすごく強いままであるが、強いこと自体がいいか悪いかではなく、株主による権限行使について

会社利益なり株主共同の利益に適う行使の前提となる透明性確保の措置が、諸外国の法制に比べて日本は遅れていてアップデートができていない。今、いろいろな上場会社が社会でいろいろな重要な役割を果たしているときに、どういう人がどういう影響力を果たしているのかが不透明なままでいいのかという 이슈 がたくさんあり、単に建設的対話の問題だけではない。国家経済安全保障もそうであるし、最近のマネーロンダリング、テロ資金のUBOという話、実質支配者の話もある。透明性の論点そのものにはそういったものが全部入ってくる。そこを含めた透明性の話が求められている。そしてこれらはいずれも喫緊の課題だが、会社法の改正のタイミングはそれほど頻繁にはなくて施行も3~4年先になってしまうだろうから、対話の促進だけのためにやるということでは狭い。ただUBO等の話とかは、別途、いろいろな形で話が動いていくのだからこの箇所での措置の話ではないのかもしれないが、透明性の要請にちゃんと対応しなくてはならない時期である。細かい制度の設計論からすると、取得できる情報について、単にカストディアンだけではならず、イギリスのように利害関係まで取れるべき。また、指図権者を含めて、誰が議決権を指図しているのか、誰の影響力で動いているのかという情報が取れるべき。頻度も、年に二回とか四回ではならず、随時取れなければいけない。このように、透明性の向上という論点は、株主の影響力も含め、今の企業にグローバルに求められている透明性を備えるという大きな話なので、今回の会社法改正の、何年に一回しかないタイミングでまとめて対応しないと、また措置が遅れると思う。議決権停止の点については、先ほど高山さんがおっしゃっていたとおりで、海外のことを考えると、議決権停止がないとエンフォースメントが効かない。日本国の公的ペナルティを払う、払わないは、海外の方には抑止力とならないことが多いので、実質的には効果がないというのはそのとおり。実際に議決権を止めるか止めないかは、恐らく出さなかった情報の中身や対応による。常に議決権停止がされるのか、それとも一定の場合には議決権停止がされるのか、恐らくグラデーションになるのだと思う。ただ、少なくとも、ルールを守らなくてもおよそ議決権停止がされないというのはおかしい。議決権はあくまで共益権であって、この透明性の話は株主共同の利益、会社利益全体の話であるわけで、会社利益や株主共同の利益に反することをやっている人が共益権である議決権を行使できること自体がおかしい。このことは欧米でも普通に共有されている。それを日本が議決権をあたかも財産権として絶対視している傾向は、欧米とも全く異なっており、根本的に直さなければならない。その観点から、今回、議決権の点もきちんと切り込んだ議論をしなければならない。株主の議決権は会社法

に書いていないから停止できませんなどといった裁判例などが今後仮に積み重なるようになっては、この点も欧米から相当遅れることになる。海外も、実際、発動するかどうかは別としても、議決権停止措置があることによって制度のエンフォースメントが効いている。議決権停止についてゼロ回答はあり得ないと思う。

最後に、四点目、指名委員会等設置会社について。私の意見としては、今から述べる二つの点に該当する改正なのであれば反対である。一つ目は、指名委員会等設置会社のほうが監査等委員会設置会社よりも優れておりよいのだという価値判断で改正するのであれば、改正を行うべきでない。二つ目は、イコール記号でつないで、指名委員会等設置会社がこうだから、監査等委員会設置会社もこうすべきだということで、監査等委員会設置会社について、いろいろな見直しを行うのであれば、行うべきではない。指名委員会等設置会社についてだけ少し変えればよいということで進むのかどうか、まだ判断がつかない。あたかも指名委員会等設置会社でないとおかしいとか指名委員会等設置会社に誘導するような議論になるのだったら、そのような改正は経営への各種硬直性を生むだけで稼ぐ力の強化の観点からも行うべきではない。

【大内委員】 経団連の経済法規委員会企画部会として意見を四点申し上げる。

一点目として、従業員に対する株式無償交付については、D案、追加の手続要件を必要としないという案、対象者については、C案、子会社の役職員に対する無償発行を認めるという案に賛成する。

二点目として、情報開示制度について、機関投資家が株式情報開示への回答義務を負うことについて、ぜひ取り組んでいただきたい。罰則については、実効性があるという意味では、武井先生のおっしゃるように、議決権停止しかないと思う。

三点目として、株対価M&Aについても御指摘のとおりで、外国会社、子会社株式の追加取得、また、実質要件による子会社化、これらも全て株式付与の対象としていただきたい。また、財産権としての株式を使った物の売り買いであるので、反対株主の買取請求権、債権者保護手続などは不要という扱いにしていきたい。

最後に四点目として、機関設計については、今指摘されているような目的であれば、現在の法制度で対応可能なので、無理に改正をする必要はないと考えている。制度設計については、立法事実が変わって、いじりたくなるのは当然だが、そのたびにどんどんいじっていくというものでなく、ある程度工夫で乗り切れるうちは、いろいろな工夫が競い合うべきだと思っている。今、企業の立場で、特に、この研究会の目的である「稼ぐ力」と

ガバナンスをつなげようとする、社外取締役の役割が高まる中で、取締役をチェックする機関という位置づけから、株主代表としての位置づけに高めていく。高めると何が起こるかという、経営に対する関与の度合いをより強めていただく。すなわち、執行のやろうとすることが駄目であれば断固とした措置を取るという一方で、正しいと信じる執行のやることについては、株主からの攻撃から守るパートナーという役割を果たしていただきたい。多分、こういった両面が必要で、これは私の感覚だが、例えば、公正なM&Aの指針が出て特別委員会が一般化して、逆にM&Aがやりやすくなった。つまり道筋ができた。これと似たような意味合いで社外取締役のプレゼンスが正しく高まると、きっと正しい執行を正しく守る社外取締役というモデルが出来てきて、「稼ぐ力」、アニマルスピリットにつながるようなガバナンスの効用にもなると思っている。ただ、これは非常に先の長い話なので、各社の創意工夫をしばらく見たい。その意味で、ガバナンスに関する法改正には反対する。

以上

お問合せ先

経済産業政策局 産業組織課

電話：03-3501-1511（内線：2621）