

第3回 会社法制に関する研究会

日時：令和5年4月26日（水）18:00~20:00

場所：公益社団法人商事法務研究会会議室（オンライン併用）

議事要旨

1 新株予約権の法制

- スタートアップ企業との関係で、米国のストックオプションプールの例も参考として、会社法第239条の規律に関して、取締役会への委任の有効期間を現在の1年より延ばすことや、新株予約権の内容を構成する「権利行使価額」や「権利行使期間」の決定についても取締役会に委任することができるようにすべきではないかという意見がある。仮に、この点についての何らかの法制化を考える場合、いかなる要件設定が必要か。対象として「スタートアップ企業」に限定することが相当か。その他どういった留意点があるであろうか。
- 会社法上の新株予約権の発行に係る規律は募集株式の発行に係る規律と同様の構造となっており、仮に、会社法上の新株予約権の規律を変更する場合には、合わせて募集株式の発行に関する規律の見直しの要否及びその内容などについても慎重に検討していく必要があるのではないか。両者の規律について同様の形を維持することは必然ではないとすれば、分岐のターニングポイントになり得る話である。
- スtockオプションプールのニーズはスタートアップ企業において存在するものと理解しているが、会社法上の非公開会社の多くは、スタートアップ企業ではない閉鎖会社であるように思われる。仮に、会社法本体の規律を改正する場合には、スタートアップ企業以外の中小企業への影響も慎重に検討する必要があると思われる。閉鎖会社では経営者の高齢化問題もあり、事業承継を巡る問題も起きやすいため、新株予約権の発行に係る規律を緩めすぎると、意図しない使われ方がされないかという危惧もある。ニーズが限定されているのであれば、やはりそのニーズの範囲で特例を認めることが自然なのではないか。
- 「スタートアップ企業」を法律上の概念として抽出するに当たって、行政上の認定を絡ませるのが最もシンプルではあるが、他方で、行政上の認定のプロセスを介させることは特例適用の負担が増すため、スタートアップ企業側のニーズに即さない可能性も否定できないように思われる。
- ニーズの範囲で特例を認めるという観点からは、主体としての会社側の限定だけではなく、新株予約権の割当対象者の範囲を限定する方向も考えられるのではないか。もっとも、これを従業員に限定すべきなのか、その他会計事務所や弁護士、あるいはグループ会社の関係者とか、そういったところまで拡大すべきなのかは、どのような発行ニーズを捉えるか次第であろう。
- そういった意味では、どのような趣旨で委任するのかといった委任の目的面からの限定もあり得るのではないか。
- 制度の濫用を予防し、少数株主の保護を図るという観点からは、委任時に株主総会決議ではなく、全株主同意を求めるといった設計もあり得るようには思われる。ただ

し、スタートアップ企業側の使い勝手という面では、全員同意まで求めることには消極的な見解もあり得よう。

- 新株予約権の内容である「権利行使価額」や「権利行使期間」は、新株予約権の金銭的評価を左右する要素であり、これらの決定が取締役に委任されると、株主総会において新株予約権の有利発行の該当性を判断することが困難となり、ひいては既存株主の財産的利益を害するおそれが大きくなる。そのため、委任に基づく個別の新株予約権の発行が有利発行に該当する場合には、その都度有利発行規制を及ぼす（株主総会の特別決議が必要）ということが相当ではないか。
- 個別の発行時に有利発行規制を及ぼすという考え方自体に異論はないが、現実的には、非上場会社の新株予約権の価値評価というのは極めて難しいという点は考慮する必要があるように思われる。とりわけ、従業員に対するストックオプションの場合は、役員の報酬等規制がない中で、無償発行が特に有利な条件となるかを従業員の労務価値との兼ね合いで評価する必要も生じる難しさがあるようにも思われる。
- 有利発行該当性の判断は難しさがあるところ、有利発行規制の設計については、非上場会社の株式や新株予約権の評価実務について、マーケットの観点からも公正な評価といえるものが整っていくかなども合わせ考慮して検討していくべきであろう。
- 委任の有効期間を撤廃すると、株主が新株予約権の発行を把握できず、発行差止めを申し立てる機会が与えられない状態が続くおそれがあるという問題が顕著になる。そのため、委任に基づく個別の新株予約権の発行をする際には、株主に対する通知等を必要とする設計とすることが相当ではないか。
- そもそも、現行の会社法第239条においても、本来的には個別の発行時に株主宛ての通知等があってもよいように思われる。なお、株主に対する通知等の方法としては、理論的には公告などもあり得るかもしれないが、非公開会社であることなどを踏まえると、やはり株主への個別通知を求めることが望ましい。
- 公開会社に係る会社法第240条第2項の通知では、割当先の情報を通知に含めることまでは求められていないが、濫用防止の観点から誰が割当先になるのかという情報が重要であると考えられる場合には、当該通知に募集事項のみならず、割当先情報を含めることも考えられる。
- 仮に、広範な委任を認める方向での法制化を考える場合には、後日委任決議の存否が争われるような事態を可及的に防止する観点や新たに株主となる者に対する周知という観点から、何らかの方法で委任決議の存在を対外的に周知する仕組みも必要となるのではないか。

2 株主総会に関する法制（バーチャルオンリー型の株主総会の会社法への導入の是非）

- 令和3年6月に改正された産業競争力強化法は、上場会社であること、定款の定めがあることに加えて、経済産業大臣及び法務大臣の確認を得ることを要件として、場所の定めのないバーチャルオンリー型の株主総会を開催することを認めているが、仮に、会社法においてもバーチャルオンリー型の株主総会を開催することができるようにする場合には、その要件及び効果の在り方について、どのように考えられるか。

- バーチャルオンリー型の株主総会を巡る個別の論点を議論するに当たっては、そもそも会議体としての株主総会の意義や役割についてどのように考えるかということも問題となるのではないか。会議体としての株主総会の意義については、伝統的には、決議に向けた審議の場であり、株主と取締役等との対面による対話の場であると考えられているが、このような意義を重視すれば、バーチャルオンリー型の株主総会の在り方を検討するに当たっても、例えば、株主総会の場において株主に認められている権利（質問権や動議に関する権利等）は、バーチャルオンリー型の株主総会においても同等の水準が保障されることが基本になると考えられる。
- 他方で、主に上場会社を念頭に置けば、意思決定に向けた審議や決議は実質的には年間を通じた情報開示や個別に実施する投資家等との対話といったプロセスの中で果たされているとともに、ほとんどの株主総会において賛否の結果は前日までに決しているという実態からすれば、今日において会議体としての株主総会に固有の意義がどこまであるか疑問である（議案についての情報の充実と議決権行使の容易化の方がむしろ重要である。）といった考え方もあるところであり、そのような考え方に基づけば、特にバーチャルオンリー型の株主総会においては、質問等を簡単にすることができ、濫用のおそれ大きいことなども相まって、株主総会の場における株主の質問権や動議に関する権利について、同等の水準が保障されることまでは必要ないという方向性も考えられるのではないか。
- 株主総会の場でのコミュニケーションというものは、会社法制において非常に重要なものであることから、バーチャルオンリー型の株主総会の法制化に当たっても、少なくとも議論のスタートとしては、リアルな株主総会で実現している機能はできる限りバーチャルでも果たせるようにし、場合によってはリアルでできなかったこともできるようにするという観点を重視すべきではないか。
- 米国のデラウェア州会社法などは、株主総会決議に関してかなり緩やかな書面決議制度を設けているが、少なくとも現時点の我が国の会社法制においては、いわゆる会議体としての株主総会の側面を軽視することは相当とは思われない。我が国では昭和56年には既に書面投票という制度が導入されているが、書面投票制度は、あくまでも会議体による審議を補完する位置付けであって、法制全体としては、会議体による審議が中心として考えられているように思われる。
- 一口に株式会社といっても、上場会社／非上場会社、公開会社／非公開会社、取締役会設置会社／取締役会非設置会社といった会社の類型によって、株主総会の位置付け、株主総会における討議の意味合いは大きく異なってくるように思われる。産業競争力強化法では、現在、上場会社に限ってバーチャルオンリー型の株主総会を認めているわけであるが、会社法においてバーチャルオンリー型の株主総会を導入する場合には、そうした会社類型の相違にも配慮し、あるべき規律を考えていく必要があるように思われる。
- 例えば、書面投票制度や電子投票制度が採用されている上場会社の株主総会に関しては、株主総会における審議というものは、究極のところ、株主が情報提供を受けるための審議という側面も強いように思われるが、他方で取締役会も置かれていないような会社であれば、まさに取締役会が決定しているようなことを株主総会で決

定する面もあるわけで、株主総会の機能からしてかなり異なってくるように思われる。

- バーチャルオンリー型の株主総会を会社法に導入する場合には、当然ながらデジタルデバイドの株主の保護をどのように図っていくべきかということも検討する必要がある。例えば、入口として、バーチャルオンリー型の株主総会を開催するために定款変更を求めるかという点についても、仮に、これを求める場合に、普通の定款の変更で足りるのか、あるいは株主全員の同意まで必要とするのかといった点も考える必要があるように思われる。現在の産業競争力強化法では、インターネットを使用することに支障のある株主の利益確保に関する配慮方針の策定を求めているが、それ以上にデジタルデバイドの株主の保護のための細かな規律までは設けていないように思われるところ、仮に、現在の産業競争力強化法以上にデジタルデバイドの株主の保護を図るのであれば、入口としての定款変更などはそこまで厳しい要件とはしないことも考えられよう。一例としては、当面の間は、総会の場所までは設けずとも、アクセスポイントのようなそこに行けば総会会場の映像が見えるような場所の用意を求めることなども考えられるようには思われる。
- また、バーチャルオンリー型の株主総会を考えるに当たっては、リアルな株主総会が備える情報伝達の双方向性と即時性をどのように考えるかという点も重要な視点となる。
- 例えば、ドイツでは2022年7月の株式法改正によりバーチャルオンリー型の株主総会を開催することができるものとする一般的な制度整備を行った。そこでは、バーチャルオンリー型株主総会を可能とするためには定款にその旨の規定を置くこと、そのような定款規定に有効期限があることが特徴的である。そのほか、バーチャルオンリー型の株主総会であっても、経営陣は一堂に会さなければならないということにしつつ、音声と映像を送信すべきものとし、できるだけリアルに近い環境を保障する代わりに、通信障害に関しては、会社側に悪意重過失がなければ、技術的な瑕疵によっては総会決議が取り消されないという規律を設けているようである。また、他方で、米国においては、デラウェア州法のように、新型コロナウイルス感染症への対応が必要となる以前から、制定法に基づく一般的な制度としてバーチャルオンリー型の株主総会の開催を認める例が存在しているところであるが、双方向性と即時性に関しては、“実質的同時”という表現が使われていて、実質的に同時であれば、全くの同時である必要まではないという考えが取られているようである。
- リアルな株主総会で実現している機能はできる限りバーチャルでも果たせるようにするという考え方をベースとする場合でも、リアルとバーチャルの違いをどこまで考慮・反映するかはなかなか難しい。例えば、株主からの質問に関しても、バーチャルになった場合には出席する株主も変わり得るように思われ、リアルに比べて、本質的ではない些末な質問が多数出てくる可能性も否定できない。そうした点を踏まえると、事前の質問権の行使制度を法制に組み込むことや、総会当日にできる質問の時間や数の制限といった事項を検討する必要がある可能性もあるようにも思われる。また、リアルな総会の場合の質問とは異なり、バーチャルでは質問の有無及び内容を会社の方でしか把握できないような仕組みが採用される場合もあり得

るところであり、会社側で都合のよい質問だけを取り上げていないかという懸念も生じ得るため、その点の可視化をどう図っていくべきかという点も考えていく必要があるようにも思われる。

- 動議提出に関しても現行の規律のままでよいのかという点は再検討の余地があるように思われる。手続的動議は別としても議案提案権については、総会当日の行使は認めずに事前行使のみを認めるという法制もあり得るようには思われる。この点については、リアルの総会に関しても、現行の規律を再検討する余地はあるように思われる。
- そもそも、そういった事項に関しては、会社法で明文として規律すべきか、それとも、会議体としての一般原則といったものに委ねるべきか自体も問題となる。
- 従前から議論があるところではあるが、バーチャル総会の開催前に通信障害が生じて総会の開催ができなかった場合の予備日の設定についても、現状定まった考え方があるわけではないところ、合わせて明文規定を設け、法的安定性を高めていくことも考えられよう。

以上