第11回 会社法制に関する研究会

日時：令和6年4月15日（月）18:00～20:15

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 株式の無償交付の従業員等への拡大（続き）について

- 令和元年改正会社法により、上場会社の取締役に対しては報酬としての株式の無償交付（金銭の払込み等を要しないこと）が認められたが（会社法第202条の2）、取締役でない従業員、子会社の役職員に対しては株式の無償交付が認められていない。この点については、上場会社の従業員、子会社の役職員に対しても、株式の無償交付を認めるべきであるとの指摘がある。このような指摘を踏まえ、無償交付の従業員等への拡大を検討するに当たり、既存株主や債権者の利益の保護、有利発行規制との関係、無償交付の対象者の範囲、対象となる株式会社の範囲等についてどのように考えるか。この論点に関しては、令和6年3月21日の規制改革推進会議スタートアップ・投資ワーキング・グループ第6回（以下「本WG」という。）において議題となったところ、本WGで示された意見も踏まえながら検討を進める。
- 取締役に株式報酬を付与するような会社は、従業員等も含めて株式報酬の体系を作っていることもあり、株式報酬が付与される者の一部にのみ無償交付を認めることとしても、それ以外の者に対する株式報酬の付与には現物出資構成をとらなければならないとなると、結局全部現物出資構成でやってしまうということになり、使われない制度になりかねない。そういった意味でも、本WG等で示されている実務側のニーズをしっかりと汲み取って、きちんと使ってもらえる制度となるようある程度大胆な検討をしなければならないのではないか。このような検討を尽くした上で、理論的にできる部分とできない部分を考えていくことになるであろう。
- 本WGでは、従業員等への報酬付与は経営判断事項であり従業員等のインセンティブとして株式の無償交付をするため有利発行ではないという意見や、有利発行規制を適用しないとした場合に支配権争いに悪用される懸念に対しては事前の開示や株主による差止めの機会を確保することによって十分対応可能であるといった意見があったが、このような評価は本研究会におけるこれまでの議論とは相当異なっている。
- 例えば、無償交付の対象を「株式を無償交付することによって企業価値の向上を期待することができる者として法務省令で定める者」とすることについては、企業価値の向上が典型的に期待できる属性を一義的に定めることは容易ではないように

も思われる。また、株主総会決議を要しないものとする可否を検討する場合、会社法の議論としてするのか、特例法による措置の議論としてするのかで検討内容は異なるが、特例法による措置の議論だとしたときには、株式の無償交付の計画を決定するというパターンになると思う。この場合、基本的には有利発行には該当しないという形にするのではないかと思う。

- 従業員等への報酬付与は経営判断事項であり従業員等のインセンティブとして株式の無償交付をするため有利発行ではないという本WGの意見について、従業員等への報酬付与が経営判断事項であることはそのとおりであるが、それと新株発行の場面に係る新株発行規制や有利発行規制の適用は本来的には全く別の問題である。また、本WGで、子会社の利益は親会社の利益に繋がるから子会社の役職員に無償交付をしてもよいという意見もあったようであるが、会社自身の従業員はその会社に労務提供等の直接の利益を与えるが、子会社の役職員は利益を与えることがあってもそれは間接的なものなので、少なくとも完全子会社ではない子会社の役職員について、これらを全く同様に考えるのは難しい。株式の無償交付の対象に業務委託先・プロ人材まで広げることも難しいであろう。さらに、本WGで、対象となる会社を上場会社に限るとすると、現在新株予約権の場合は非上場会社でも無償交付ができることとの比較でアンバランスであるという意見もあったようであるが、現行会社法においても、払込金額と行使価額をいずれも無償とする新株予約権の発行は上場会社に限られている。
- 取締役に対する株式無償交付が認められている理由には形式的理由と実質的理由があり、形式的理由は会社法第202条の2第1項により第199条第1項第2号の払込金額を定める必要がないから有利発行とならないという理由であり、実質的理由は株主総会で報酬を決定しているという理由である。取締役以外に対する株式の無償発行を認める場合にも実質的理由は必要であり、取締役の報酬規制に当たるような枠組みを定めないと取締役と従業員に対して同じパッケージで株式の無償交付を認めることは難しいのではないか。このような意味でギリギリあり得る制度設計として、無償交付の対象者の概要、無償交付の年間の上限等を内容とする無償交付の計画を株主総会で決定する（1回決定しておけば、その後も当該計画に基づいて無償交付が可能）という仕組みが考えられる。このような仕組みであれば取締役報酬と平行になる。ただし、募集事項の開示により株主による差止めの機会が確保されても、株主が実際に無償交付の違法性を判断することは難しく、差止めが機能しない可能性がないとはいえないという点が難しいところである。
- 株式の無償交付というのは、実質的に労務出資であり、会社に対して直接的に価値のある労務や役務の提供が行われることを前提に、それを実質的な対価として株式が発行されるものと理解されてきた。そうした理解を前提にすると、株式の無

償交付ができるのは、会社に対して直接的に労務や役務の提供が行われる場合に限られるのではないか。子会社の役職員等は、通常は会社に対し直接的に労務や役務の提供をしないと考えられるので、無償交付の対象に含めることは難しいのではないか。他方で、実際のニーズがどこまであるかは分からないが、会社の従業員はもちろん、会社の業務委託先やプロ人材についても無償交付の対象と考えることは可能ではないかと思う。

- 無償交付の手続を検討する場合、会社に提供される労務や役務の価値が無償交付される株式の価値に見合ったものになることをどのような手続で確保するかという点がポイントとなる。この点、取締役でない従業員等に対して株式の無償交付をする場合には、取締役の善管注意義務による規律に委ねることも考えられるのではないか。このような考え方を前提に、有利発行規制は適用される（有利発行に該当する余地がおよそないということではない）としつつも、従業員等に株式を無償交付する場合は原則として有利発行には該当しないという解釈を示すことで、事実上株主総会決議を要しないものとするとは考えられる。これと同時に、取締役の善管注意義務による規律をより強く働かせるために、取締役会等で無償交付の計画を決定させた上で、その計画を事業報告に記載することを要することも考えられるのではないか。
- 対象者については、従業員や取締役以外の者は、労務や役務の価値がある程度きちんと決められており、株式の交付により労務や役務に対する金銭的補償を免れているという関係にあるのであれば、従業員と同じように無償交付の対象としていいのではないかと思う。ただし、立法に際しては、労務や役務の過大評価や、経営陣に都合のよい相手を恣意的に選んで交付対象とすることなどによる濫用のおそれも考える必要がある。無償交付する相手から会社が何らかの利益を得ていて、それに対して会社が実質的に金銭などの対価を払うべき地位にあることを何らかの形で確認させることを通じて歯止めをかける必要はあり、また交付相手またはその決定基準についても手当てが必要であると思う。
- 無償交付に係る手続についていえば、会社が株式を無償交付する相手から受ける利益の程度とそれに対して交付する株式の数の対応関係がある程度分かるような計画を立てて、その計画について株主の承認を得るといった仕組みが考えられる。この場合において、特にスタートアップなどでは株式の価値がどんどん変わるので、有効期限を設けて定期的に株主の承認を取るといった仕組みにした方が最初は良いのではないか。また、閉鎖会社も対象とする場合には、無償交付の計画を立てるときにその時点における会社の株式の評価額ぐらいは算出させる必要があるのではないかという印象を持っている。株式の無償交付の対象者について、緩い考え方もかもしれないが、株主の承認を取る仕組みに従って手続が行われ、株主が納得するのであれば、完全子会社に限らず子会社の役員を無償交付の対象に含めることは

できると思う（この場合において生じ得る子会社の少数株主との間の利益相反の問題は、子会社の役員の善管注意義務違反の枠組みで対処すべき問題である。）。

- 従業員等への報酬の支払が経営判断事項であるというはそのとおりであるが、それは、金銭などの会社の財産を使う場合の話であり、株式という会社の財産ではないものを使う場合には、純粋な経営判断事項ではなく、株主権を処分しているという考えが出発点になると思う。その上で、株式の無償交付の制度を会社法で認めるとすれば、インセンティブ報酬として株式価値を高めることができる者に付与すべきであるところ、それに該当する者は非常に限定されており、取締役の中でも一部であるし、従業員となるも一部ではないかと思われ、従業員に一律に無償交付を認めることには違和感がある。どうしても規制の緩和が必要であるとしても、無償交付の対象は自社の従業員のうち企業価値に結びつくようなポジションにいる者に絞った方がよい。子会社の役職員については、100%子会社のトップであれば無償交付の対象に含め得るが、それ以外の者は無償交付の対象に含めることは非常に難しいのではないか。また、無償交付を認める場合、有利発行規制が一切かからないとすることはできない。無償交付により企業価値が上がり得るという合理的な説明の下であれば通常は有利発行に該当しないという解釈を示すことはできると思う。非公開会社は株式価値の希釈化だけではなくて持分割合についての株主の利益も保護されているから、非公開会社を対象とすることはできないのではないか。
- 本WGでは、新株発行ではなく自己株式を無償交付に使うのであれば、株式価値の希釈化の問題はないといえるのではないかという意見もあったようであるが、自己株式を無償交付する場合であっても、株式価値の希釈化の問題は生じる。
- 株式の無償交付の範囲を拡大する場合、それと同様の範囲で新株予約権の権利行使価額を無償とすることを認めることは十分にあり得る。

2 株式交付制度の見直しについて

- 令和元年会社法改正により導入された株式交付制度について、次のような指摘がある。これらの指摘を踏まえ、株式交付制度の見直しについて、どのように考えるか。
 - ① 外国会社を子会社化する場合にも株式交付を利用することができるようにすべきである。
 - ② 他の会社を子会社化する場合以外の場合（他の会社の株式を買い増すような場合）にも株式交付を利用することができるようにすべきである。
 - ③ 株式交付親会社の反対株主の株式買取請求権を否定すべきである。
 - ④ 株式交付親会社において、一定の場合には債権者異議手続が要求されているが、これを不要とすべきである。

- 上記①・②の指摘は要するに、現物出資の検査役調査を回避したいので株式交付制度の利用範囲を拡大したいということだと思う。ただ、株式交付制度を導入する際に、組織再編とってよい程度の大きさの行為であって、かつ、それに見合うだけの保護が必要な種類の取引は何かという点を考えた上で、組織再編型の規律を導入するという整理をしたはずである。これを特段の理由もなく変えるのは立法手続的に難しいと思う。株式交付について、組織再編であるものの、株式交付親会社の反対株主の株式買取請求権や債権者保護手続を不要とした場合には、他の組織再編でも同様にすべきであるという議論に繋がる可能性がある。
- 上記①の指摘に関しては、組織再編一般について議論されてきた論点であり、国際会社法的にどのように考えるか、外国ではこの取引をどのように考え、日本ではこの取引をどのように考えるのかといった整理が分からない中で適用対象を拡大する必要はない。上記③の指摘に関しては、株式買取請求権による保護の必要の要否を、簡易の株式交付か否かという基準で割り切って整理したはずであり、その整理を一体どう考え直すのかという問題が出てくるところ、今のところその整理を考え直す材料はないと思う。
- 上記①の指摘に関しては、法的安定性のために子会社化という形式的基準で判断することとしたのであるから、変える必要性が出てきているからといって変えるべきではない。上記②の指摘に関しては、これを認めると結局現物出資型の新株発行について株式交付を使うことができることになってしまう。株式交付は組織再編的な行為として他の株式会社を子会社化する制度と整理された以上、上記②の点を変えることは、令和元年改正における整理との整合性がとれない。他方、上記③の指摘に関しては、反対株主の株式買取請求権は、組織再編だから必要とされるのではなく、株主の利益への影響が大きいから必要とされるのだと理解できるのではないか。このように理解した上で、株式交付は組織再編の形を借りながら実質は子会社株式を出資目的とする新株発行であると考えれば、反対株主の株式買取請求権を認めないという制度設計も理論的に可能なのではないか。このような理解に基づく場合には、反対株主の株式買取請求権を認めない範囲を上場会社に限る必要もない。上記④の指摘に関しては、株式交換の場合は対価は何でもよいとされている一方、株式交付では株式交付親会社の株式が対価であり、それ以外の財産も対価に含めることができるという仕組みになっている。そうすると、債権者に与える影響は、株式交換の場合よりも相対的には小さいといえるのではないか。債権者異議手続をなくした場合に債権者を害する株式交付が行われたときは、詐害行為取消権の問題や、株式交付制度の濫用の問題が生じるし、場合によっては株式交付の差止め事由や無効原因になるというような解釈もできるのではないか。
- 上記①の指摘に関しては、令和元年会社法の立案担当者の説明のとおり、外国会社を対象に含めることは難しい。上記②の指摘に関しては、立法手続上の問題を措い

て考えると、上記②のように対象を拡大することで実質的な問題が生じるわけではないと思う一方で、会社法の体系は崩れてしまうと思うから、会社法の体系が崩れるという点をどれだけ重視するかが問題になる。今のところは、会社法の体系が崩れると想像できないような悪影響が及ぶ可能性があるので、避けるべきかと思う。上記③の指摘に関しては、株式交付は新株発行に近いと理解できるため、株主総会決議は必要だが反対株主の株式買取請求権までは必要ないという考え方もあり得る。上記④の指摘に関しては、株式交付の場合は基本的に株式が対価となるので債権者保護はあまり問題にならないと思うが、その一方で、そうだとすれば債権者異議手続は問題になる場面で機能するだけであり、当該手続を残しておくことに大きなコストがかかるわけでもないと思う。

- 上記①・②の指摘に関しては、現行法を変更することは難しいと思う。ただ、外国会社を対象外にしたことで、使い勝手が悪い制度になってしまったのは事実であろう。上記③・④の指摘に関しては、現物出資規制を回避するために組織再編の規制を持つてくるという発想が会社分割導入の時期からあったものであり、組織再編の規制を適用すると募集株式の発行等の様々な規律は適用しなくてよいと割り切ってしまった結果、現在のように非常に重い制度になってしまっているという面がある。ただ、株式買取請求権や債権者異議手続を排除したときに、他の制度（特に株式交換）との整合性を説明することが困難であり、突き詰めていくと手を入れられるところは少ないかもしれない。
- 令和元年改正のとき、株式交付については組織再編の規制に揃えることとした。そうすると上記①・②の指摘に対応することは非常に難しい。また、上記③・④の指摘に関しては、当該指摘のような株式交付制度の緩和を認めると、他の組織再編法に影響を及ぼすことが懸念される。上記①～④の実務のニーズに対しては、例えば現物出資規制を全面的に見直すことや、場合によっては新しい制度を創設することによって対応するのが良く、株式交付制度には手を触れない方が良いのではないかという感触である。
- 株式交付は、令和元年改正で組織再編行為と整理された以上、同改正で行われた整理を変更する理由を説明することは困難である。そうすると、上記①～④の実務のニーズに対しては、現物出資規制の見直し等の別のやり方で受け止めていくことが考えられるのではないか。

3 株式対価M&Aの促進に向けた会社法の見直し

- 株式交付制度の導入されたのは、株式を対価として買収を行う場合において、現物出資規制が障害となっていたことに対処しようとするためであった。もっとも、「株式交付」を組織再編の一種として位置付けたことから、「株式交付」の手続の緩和には制度上の限界があるとの考え方もあり得る。以上を踏まえると、より根本

的な解決策として、現物出資規制（具体的には、引受人の不足額填補責任（会社法第212条第1項第2号）、買収者側の取締役の不足額填補責任（会社法第213条第1項）、検査役の調査手続（会社法第207条第1項）や有利発行規制（会社法第199条第3項）の見直しによって対処することは考えられないか。それとも、現物出資規制の見直しではなく、株式交付制度の見直しでもない、新たな別の制度を創設するといった方向性は考えられないか。

- 理論的にいえば、いつまでも組織再編の方に負荷をかけるよりは、現物出資に関する規律が負担の少ないものになれば、色々な問題が解決するのではないかと思っている。しかし、現物出資規制は株主間利益移転の問題に対してのみ意味があるという整理だけに依拠することで大丈夫なのかという思いもある。この点、現物出資において、規制が必要な場面と、規制しなくてもよい場面を分けることは考えられるのではないか。設立などの場合ではなく、増資などの場面で第三者の債権者がしっかりと見ている場合においては、現物出資に不正がないといえる場面があるのではないか。
- 現物出資に係る引受人の不足額填補責任は、給付時の現物出資財産が予め定められた現物出資財産の価額に著しく不足すると発生する無過失責任とされており、現物出資者に対してかなり酷な結果になっている。このような無過失責任が規定されているのは、給付時に現物出資財産の価額が減っているとすれば、それは不完全な出資であり、出資義務は無過失責任であるという発想に基づくものだと思う。ただ、この規定の実質は現物出資財産の不当評価を抑制するということから、その趣旨に合うようにするには、給付時ではなく決定時を基準とすること（現物出資財産が、現物出資財産の給付時ではなく募集事項の決定時において、募集事項として定められた当該現物出資財産の価額に著しく不足しているときに、責任を負うとすること）はあり得る方向かと思う。次に、取締役の不足額填補責任については、注意を怠ったときに責任が発生するところ、募集事項の決定時に過大評価をしてしまったというのが注意を怠ったということだろう。そのため、この取締役の責任についても、給付時ではなく決定時を基準にして責任を発生させるという方が、不当評価の抑止という趣旨に合う。検査役の調査制度に関し、新株発行の文脈では現物出資により会社財産が増えるから、検査役調査との関係で、債権者保護の趣旨はそれほど大きくないようにも思われる。営業や事業の現物出資の場合は債務も移転するため、評価を間違えると債権者を害することはあるが、そういう場合でなければ債権者保護の必要性はそれほど大きくない。このように考えると、新株発行の文脈では、検査役調査の目的は、実質的には有利発行の脱法阻止にあることとなる。そうすると、株主総会の特別決議をすれば検査役調査を不要とする制度設計は考えられる。ただし、この考えは募集株式発行の場面を想定したものであり、設立の場面では必ずしも同様とはいえない。なお、現物出資による募集株式発行の場面で、

簡易の株式交付と同様の状況である場合であれば有利発行規制を適用しないと考えることはできない。

- まず、現物出資規制に関する個別の規制の見直しだけでは、株式対価M&Aを十分にに行いやすくすることは難しいような気がしており、そうだとすると株式対価M&Aのための新しい制度を作ることは十分に検討に値する。その上で、現物出資規制に関する個別の規制の見直しがどこまでできるかについていえば、まず引受人の不足額填補責任については過失責任化することも考えられるのではないか。実務からの指摘として、募集株式の決定時から株式発行の効力発生までに期間が空く場合に、現物出資財産の価額の下落のリスクがあるという指摘があるが、タイムスケジュールを決めるのは取締役だから引受人に過失が認められることはおよそ考えられない。なお、有利発行規制では有利発行該当性が発行決議時に判断される場所、それは有利発行規制が事前規制だからである。一方、引受人の不足額填補責任は事後の責任規制であるから、有利発行規制に揃えて発行決議時を基準に責任を判断すべきこととする必要はなく、むしろ責任については会社の実損害に着目する方が妥当である。次に、取締役の不足額填補責任については、現状でも過失責任であり、現状のままで問題ないとする。現物出資財産（株式対価M&Aでは対象会社の株式）について予測可能性がない価値下落が生じたという場合は取締役に過失は認められない。取締役に責任を負うのは、現物出資財産の価値下落が予測可能な範囲内である場合や、発行決議時から給付時までの期間が大きく空いているような場合であって、このような場合に取締役に責任を負わせるのはむしろ正しい。これでも問題があるとすれば、株式総会決議を必要とする株式対価M&Aのための特別な制度を作るしかないのではないか。検査役の調査手続については、先ほど発言のあった考え方も十分に成り立つと思うものの、個人的には、債権者保護の趣旨も相当に含まれており、株主総会の特別決議だけで検査役調査を不要とすることは難しいという印象を持っている。現物出資による募集株式発行の場面で、簡易の株式交付と同様の状況である場合であれば有利発行規制を適用しないと考えることはできない。簡易の株式交付の場合は、株式交付の対価が相手方に有利なものであるとは限らないが、有利発行の場合は株式発行の対価が相手方に有利であるような場合であるから、両者が想定する場面は相当に異なる。
- エクスチェンジオファーを実現するという目的のためだけに、現物出資規制を根本的に緩和することを議論することには懸念がある。見直しの必要がないとは言えないが、体系的整合的な見直しをすることが望ましいと思われる。ヨーロッパでも資本制度の見直しはこれまでも議論の対象になっているが、資本制度に代わる債権者保護の在り方、取締役の責任の強化なども合わせて検討されている。その上で、株式対価M&Aに関する課題として、引受人の不足額填補責任について考えると、現物出資者は引受けの時点までしか価格変動のリスクをコントロールできない

いから過失責任にせざるを得ないとして、過失責任化する方向はあり得るのではないか。また、エクステンジオファーに関しては、オファーされる株式と提供される株式の価値が釣り合っていることを確保していれば、現物出資規制の趣旨は達成できているといえるので、適当な第三者評価機関が両者の株式の評価を突き合わせて行うような財産の評価の仕組みを作ることが考えられる。なお、ドイツではエクステンジオファーがあまり行われていないようであり、同国の経験は参考にできない。

- 現物出資規制を見直すことはあり得る。見直しに際しては、まずは会社設立後の現物出資の規律に限定して検討することが良い。なぜなら、会社設立後の新株発行の場合には会社に善管注意義務を負っている経営陣がおり、経営陣が現物出資をどのような条件で受け入れるかを善管注意義務に則って判断すべきであり、それがきちんとできていればあまり問題は生じないはずであるし、会社を管理している経営者がいるのに引受人に無過失責任を負わせるほどのことだとも思えないからである。資本金の額の計算は、現物出資の給付時点の価額で評価されるため、募集事項の決定から株式の発行等の効力発生までの間に現物出資財産の価額が下がった場合には資本金の額を下げるという形で調整されるから、会社債権者の保護の問題は生じないと考える余地もあるであろう。現物出資に係る引受人の責任は、新株発行の場合には取締役の責任よりも軽くてよいのではないかという感触を持っている。一方で、会社設立前については、発起人が発起人だけで現物出資に関する決定を行うという世界であるため、会社設立後の議論は当てはまらない。他方、取締役の責任に関しては、現物出資には色々なリスクがあるので、立証責任を転換する等の措置は必要である。引受人の責任についても、過失責任化した場合に立証責任を転換するかどうかは立法政策の問題だと思うが、いずれにしても、無過失責任とする必要はないのではないか。また、日本全体の問題として、キャッシュ以外の財産の評価の実務が他の先進諸国に比べると劣っているという問題がある。検査役制度は人気がないというのであれば、検査役以外の様々な民間の評価機関等を使って評価が進んでいくような制度設計ができれば良い。評価のプロと実務を育てていくことが課題であろう。最後に、株主総会の特別決議を経れば、検査役の調査を不要にするというのは、債権者保護の観点からはむづかしいであろう。ただし、全体として見ると、株式交付の改正を行うよりは、現物出資規制の改正を目指すことが抜本的な解決になり得る気がしている。

以上