

2025年2月4日 全8頁

「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会

会社法の改正に関する報告書

従業員等への株式の無償交付、株式対価M&A、実質株主の把握など

金融調査部 研究員 矢田歌菜絵

[要約]

- 2025年1月17日、経済産業省に設置された「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会（以下、研究会）は、「『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会 会社法の改正に関する報告書」（以下、報告書）を公表した。
- 研究会は、企業の価値創造ストーリーの実現に向けて会社法の改正に関する議論を行った。報告書では、会社法改正にあたっての検討事項として、従業員等への株式の無償交付、株式対価M&A、機関設計制度、実質株主の情報開示、一体開示、バーチャルオンライン株主総会、株主提案権等と多岐にわたる項目が挙げられた。
- 報告書等は、今後行われる法務省に設置されている法制審議会での会社法制の見直しに係る議論にあたって参考にされるものと思われる。引き続き会社法制の見直しに向けた議論に注目が必要である。

1. はじめに

2025年1月17日、経済産業省に設置された「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会（以下、研究会）は、「[『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会 会社法の改正に関する報告書](#)」（以下、報告書）を公表した。

これまででも経済産業省では、コーポレート・ガバナンス・システム研究会等を設置し、コーポレートガバナンス改革による会社の持続的な成長と中長期的な価値向上に向けて議論および提言を行ってきた。このような議論を通じて、社外取締役の選任や指名委員会・報酬委員会の設置が進むといった一定の成果が見られている。これらの取組みが企業の「稼ぐ力」の強化にどう寄与していくのかを踏まえつつ、これまでのコーポレートガバナンス改革を土台に、企業の「稼ぐ力」の強化に結び付けるための取組みが重要とされている。そのため、研究会が2024年9月に設置されることとなった。

研究会のテーマは次ページの通りであり、コーポレートガバナンス改革に係る検討結果は2025年3月頃、会社法改正に係る報告書は2024年12月頃に取りまとめる予定とされていた。後者について、研究会は2024年9月から同年12月にかけて開催した4会合で、会社法改正に関する

る議論を取りまとめた。

日本企業のコーポレートガバナンス改革の進め方

- 「稼ぐ力」の強化に向けて、どのような考え方や方法でコーポレートガバナンス改革を行う必要があるか
- どのようにして、日本企業のコーポレートガバナンス改革を後押しするか

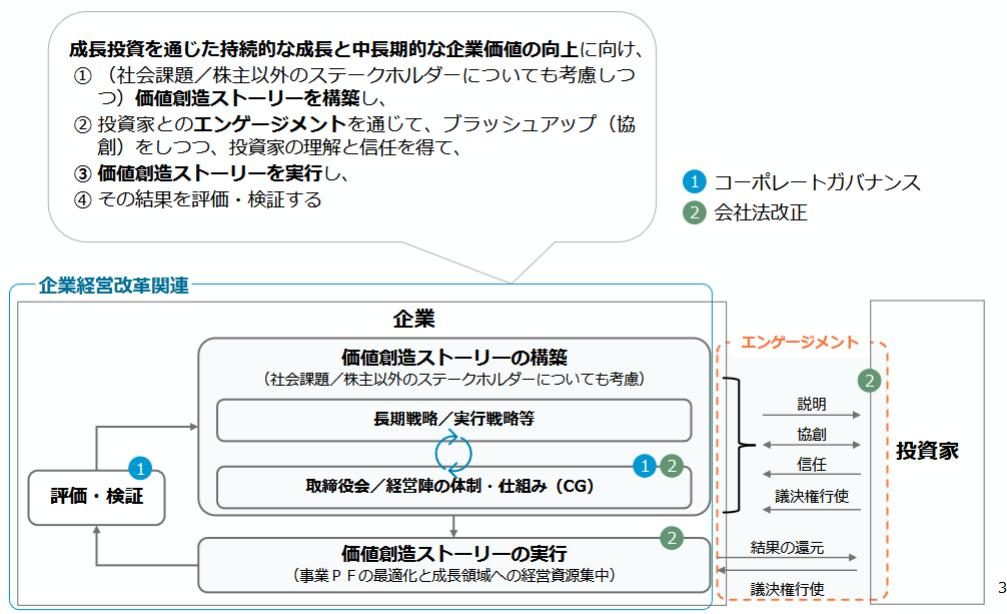
会社法の改正

- 改正を検討すべき事項は何か
- どのような改正の方向性が考えられるか

報告書の内容は多岐にわたり、かつ、引き続きの検討課題とされている事項もある。以下、本稿では報告書のポイントを紹介する。

図表1 「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会とテーマの対応関係

本報告書案と各テーマの対応関係



2. 価値創造ストーリーの実行

報告書では、日本企業におけるコーポレートガバナンスに関する取組みが形式的な体制整備にとどまっていると指摘¹され、日本企業に対して、攻めの成長投資を通じた持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた高付加価値型の経営を行い、自社固有の価値創造ストーリーを構築することを求めている。その一環として自社に最適なコーポレートガバナンス体制を確

¹ 報告書 p. 1 参照

立するとともに、その価値創造ストーリーを投資家との建設的なエンゲージメントを通じて磨き上げ、価値創造ストーリーを実現していくことも求めている。

そのために、政府は経営者の経営変革につながる判断を株主等から後押しするための整備を進める必要があるという。その一環として、会社法制についても、価値創造ストーリーを実行するための企業の選択肢の拡大、企業と株主との意味のあるエンゲージメントの促進（対話の実質化・効率化）等に資する制度見直しを早期に図ることが重要であるとされている。

各企業が自ら構築した価値創造ストーリーを実現し、「稼ぐ力」の強化のためには、これらのストーリーに基づいた具体的な成長戦略を円滑に実現できるようになるとすることが重要であるとして、報告書では図表2のような現行制度の見直しについて提言された。具体的には、上場株式の流動性を活用する観点から、従業員や子会社役職員への自社株式の無償交付を可能とすることや、自社株式を対価とするM&Aの対象の見直しが提言されたほか、上場会社を完全子会社する際に通常必要とされるキャッシュ・アウトの手続きの簡便化、社債権者集会のバーチャル化、業務執行取締役等への責任限定契約を締結できるようにすることについても提言された。

図表2 価値創造ストーリーの実行

事項	概要
従業員・子会社の役職員に対する株式の無償交付	<ul style="list-style-type: none"> ○従業員への株式付与は、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、無償交付による株式価値の希釈化が生じることは想定し難く、<u>株主総会手続きは不要</u>とすることが望ましい ○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決議の取得を要件とするにしても、発行される株式の割合が多数に及ばない（一定の閾値を超えない）場合は、株式価値の希釈化が問題となることは想定しがたいため、総会決議を不要とすべき ○現状、現物出資構成により、従業員等に対して株式を付与している企業が存在することを踏まえ、改正後も現物出資構成による手法を妨げられないよう留意する ○子会社の役職員についても、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が可能であるため、少なくとも<u>完全子会社の役職員</u>については、<u>株式の無償交付の対象に含めるべき</u>
株式対価M&A	<ul style="list-style-type: none"> ○株式交付制度により株式対価M&Aを行う場合、現行法上、株式交付の対象は国内の株式会社の議決権過半数を取得する場合に限られているところ、以下の場合も対象とすることが望ましい <ul style="list-style-type: none"> ①<u>外国会社を子会社化</u>する場合 ②既に議決権の過半数を取得している会社の株式を追加取得する場合 ③（議決権の過半数を取得する場合に限らず）子会社とする場合（<u>実質基準子会社化</u>） ○株式交付は、形式的には組織再編行為であるが、その実質は、株式の有償譲渡や現物出資に類似している。株式の有償譲渡や現物出資において、反対株主の株式買い取り請求権が必要とされていないことに鑑みると、株式交付親会社の株主に反対株主の株式買取請求権を認める必要性は乏しいと考えられる

キャッシュ・アウト	<p>○現行法上、上場会社を完全子会社化する場合、残存株主の保有する株式を強制取得する（キャッシュ・アウト）ためには、以下の 2 つの方法が存在する</p> <ul style="list-style-type: none"> ①株式併合により行う方法（最大 3 分の 2 以上の議決権の保有が必要） ②株式等売渡請求による方法（原則として単独で 90% 以上の議決権の保有が必要） <p>○簡便な方法である<u>株式等売渡請求</u>をより広範に利用可能とするために以下のような改正が考えられる</p> <ul style="list-style-type: none"> ①株式等売渡請求権の<u>議決権要件の引下げ</u>（例えば、90% 以上から 3 分の 2 以上に引下げ） ②（一定の上限数以下の）<u>複数の株主の議決権の合算</u>を可能に
社債権者集会のバーチャル化	<p>○社債権者保護に資するような実効的なコベナンツを付与するためには、社債権者集会を迅速に開催することが重要</p> <p>○現行法上障壁があるオンラインでの<u>社債権者集会の開催</u>を認めるべき。その制度設計は、基本的に、<u>バーチャルオンリー株主総会やハイブリッド型株主総会と同様</u>（ただし以下の点は除く）とすることが考えられる</p> <ul style="list-style-type: none"> ①バーチャルオンリー社債権者集会については定款の定めを開催要件とする必要はない ②社債権者集会では書面での議決権行使が全ての社債権者集会で法律上認められているため、インターネットの使用に支障のある社債権者への配慮措置を要件とする必要はない
責任限定契約	<p>○現行法上、業務執行取締役等は責任限定契約（会社に対する任務懈怠責任を予め一定額に限定する契約）を締結することができないため、リスク回避的となり、大胆な経営戦略の実現の妨げになっているとの指摘がある。<u>業務執行取締役等も責任限定契約を締結できるように</u>することが望ましい</p>

(注) 太字下線は筆者。

(出所) 「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会「『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会 会社法の改正に関する報告書」(2025 年 1 月 17 日) pp. 6-16 より大和総研作成

3. 機関設計

報告書では、機関設計（監査役会設置会社、監査等委員会設置会社、指名委員会等設置会社）は各企業のコーポレートガバナンス体制の基盤であることから、機関設計制度は最適なコーポレートガバナンス体制の実現を後押しするものであることが必要だとしている。それを踏まえ、報告書では機関設計制度について図表 3 のような検討事項が挙げられた。

特に、指名委員会等設置会社においては、現行法では、社外取締役が取締役の過半数を占める場合であっても、指名委員会・報酬委員会における決定を取締役会が覆せない規律となっている。そのため、取締役会のモニタリング機能を重視したガバナンス体制（モニタリングモデル）を志向する企業においても使いにくい制度であるとの指摘もあることから、その見直しの是非も含め引き続き検討をしている。また、現行の 3 つの機関設計制度が、企業が最適なコーポレートガバナンスを実現するうえで適切な選択肢を提供するものとなっているか、機関設計制度全体についてもさらなる検討が望ましいとしている。

図表 3 機関設計

事項	概要
指名委員会等設置会社の委員会の権限	<p>○指名委員会等設置会社における委員会の権限について優先的に見直すべきとの意見があった一方、優先的な見直しは不要であり機関設計制度全体を中長期的に見直していくべきとの意見も見られた</p> <p>○優先的に見直す場合、</p> <ul style="list-style-type: none"> ①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における<u>取締役候補者の指名権限は取締役会に帰属させるべき</u> ②指名委員会等設置会社における取締役・執行役の報酬決定権限を取締役会に帰属させることも考えられる
機関設計制度全体の見直し	<p>○全体の見直しについて検討する場合、</p> <ul style="list-style-type: none"> ①各機関設計の位置づけや役割（どのようなコーポレートガバナンス体制を志向する会社を念頭においた機関設計か）を再整理・明確化したうえで、現在の企業において最適なコーポレートガバナンス体制を実現するための基盤として適切な制度設計となっているかという観点から検討していくことが望ましい ②（特にモニタリングモデルを志向する企業における機関設計制度を検討するに際しては）<u>株主総会と取締役会の権限配分の在り方</u>、ひいては<u>株主権の在り方等との関連性</u>についても意識をしながら検討を深めていくことが重要と考えられる

(注) 太字下線は筆者。

(出所)「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会「『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会 会社法の改正に関する報告書」(2025年1月17日) pp. 17-20 より大和総研作成

4. エンゲージメント（対話の実質化・効率化）

報告書では、企業が「稼ぐ力」を強化していくためには、株主・投資家とのエンゲージメントを通じて、自らが構築した価値創造ストーリーを磨き上げることが必要であるとしている。企業と株主・投資家との建設的かつ実効的なエンゲージメントを実施する上で重要と考えられる事項については、図表4の通りに提言されている。

エンゲージメントに参加する投資家が株主名簿に登録されている株主（以下、名義株主）とは一致しないケースも多く見られる中、株式の議決権の指図権限を有する者（以下、実質株主）を企業が把握する必要性・重要性は増している。

また、株主・投資家がエンゲージメントを行うにあたっては、会社法上開示が求められる事業報告および計算書類（以下、事業報告等）や、金融商品取引法上開示が求められる有価証券報告書（以下、有報）といった開示書類の情報を基にしている。事業報告等と有報を一体の書類として同時に開示すること（以下、一体開示）で、企業の開示書類作成作業が効率化・合理化され、非財務情報の開示の質等が高まる可能性もあるとされている。

これまで企業と株主の対話の場として考えられてきた株主総会についても、効率性の観点からのバーチャル総会化の促進や濫用的な株主提案の防止に向けた検討に言及されている。

図表4 エンゲージメント（対話の実質化・効率化）

事項	概要
実質株主の情報開示	<ul style="list-style-type: none"> ○ 欧州諸国の制度を参考に、<u>企業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づける制度</u>とすべき ○ 実効性の伴った制度とし、企業が相当程度の正確性をもって実質株主の情報を把握できるようにすることが重要であり、（違反の程度や態様等も踏まえて）少なくとも一定の場合には<u>違反した株主の議決権を停止することが可能な制度</u>とすることが望ましい ○ 企業・株主の双方において過度な負担が発生しないよう、実質株主の把握プロセスを効率的にするための運用の在り方についても検討されることが期待される
一体開示	<ul style="list-style-type: none"> ○ 上場会社については法制度の見直しを通じて<u>事業報告と有報の法制度上の一本化</u>を進める必要がある ○ 一体開示の推進については、企業の実務における負担に十分配慮しながら、慎重に検討すべき ○ 一体開示を行うことが、実効的な対話の促進という観点から<u>どの程度、どのような意義があるか</u>について整理されることが望ましい ○ 金融庁において、<u>非財務情報の開示の在り方</u>について議論がなされており、一体開示に関する議論は、このような議論と歩調を合わせて進めていく必要がある
バーチャルオンリー株主総会	<ul style="list-style-type: none"> ○ 産業競争力強化法に基づきバーチャルオンリー株主総会を開催している企業は既に一定数存在しており、<u>少なくとも現行と同様の態様での開催を可能とするような制度設計</u>とするべき ○ 事前の書面による議決権行使を認めている企業においては、デジタルデバイドの株主への配慮に関して追加的な措置を不要とすることが望ましい ○ 産業競争力強化法に基づきバーチャルオンリー株主総会を開催するためには、通信障害対策についての方針を定めることを必要としているが、企業側の負担を考慮してバーチャルオンリー株主総会を開催するための要件とはしないことが望ましい <ul style="list-style-type: none"> ① 通信障害が生じ、株主総会における審議、決議が妨げられた場合は株主総会決議取消訴訟の対象となり得るところ、企業が当該リスクの程度に鑑みて必要な通信障害対策を講じればよく、開催するための要件とする必要はない ② <u>通信障害が発生した際の株主総会決議取消事由の範囲は限定</u>することが望ましく、その前提として、十分な通信障害対策を行っていたことを要件とすることが考えられる ○ 株主総会の議長には議事整理権が認められていることから、その範囲内で、個人的な攻撃等につながる不適切な内容は取り上げないといった取扱いが考えられる ○ バーチャルオンリー株主総会の場合、株主の行った質問のうち、企業において都合の良い質問のみを取り上げている可能性の懸念もあるため、各企業の判断により、<u>受領した質問の概要やその回答について、自社ウェブサイト等で公開することも有益</u>と考えられる

株主提案権	<ul style="list-style-type: none"> ○濫用的な株主提案の実態を踏まえ、株主提案権の要件のうち、<u>議決権数を基準とする要件（議決権 300 個）は廃止することが望ましいと考えられる</u> ○上記の場合には、株主提案権の過度な制約とならないよう留意する必要があり、例えば、代替的に、<u>投資金額の要件</u>（例えば、一定金額以上の市場価額の株式を保有していること等）や<u>株主人数の要件を設定することの要否等</u>も含めて、今後検討をする必要がある ○取締役会によるモニタリング機能が十分に果たされており、株主を含む多様なステークホルダーの意見が、業務執行に適切に反映されていると考えられる企業においては、要件をより限定していくことを含め、株主提案権の在り方の見直しについてさらに検討を深めていくことも考えられる
書面決議	<ul style="list-style-type: none"> ○非上場会社において、株主総会決議事項に関する意思決定を迅速かつ効率的な方法で行う手段である、書面決議の要件を緩和した場合、株主の利益（株主総会において決議に向けた審議を行う機会、決議事項についての差止請求等を行う機会）が害される可能性があることから、制度設計について以下の措置を検討していく必要がある <ul style="list-style-type: none"> ①全株主に対して書面決議の対象とする議案の（書面または電磁的方法による）通知を義務付ける ②定款への記載を要件とする等、書面決議の要件を緩和するためには、予め株主の意思を確認する手続を義務付ける ③決議に向けた審議が特に重要と考えられる議案があれば、書面決議要件の緩和の例外とする ④書面決議の要件を米国・英国と同水準（当該議案の可決要件となる議決権を有する株主の同意）まで引き下げるのではなく、それ以上の大多数（例えば、特別支配株主と同水準の 9 割等）の同意を要件とする
株主総会の在り方	<ul style="list-style-type: none"> ○上場企業においては、株主総会が意思決定に向けた審議の場としては実質的に機能していないケースが多いという実態を踏まえて、株主総会の手続を効率化、合理化していく場合、以下の規律について見直しを検討することが考えられる <ul style="list-style-type: none"> ○当日の決議手続きの省略 <ul style="list-style-type: none"> ①意思決定内容が（事前の議決権行使により）予め決まっている場合には、<u>事前の議決権行使により株主総会の決議があったものとみなす制度</u>を創設することが考えられる ②意思決定機関としての側面を重視するのであれば、開催する必要性も乏しく、書面決議の対象を拡大することも考えられる ○決議に向けた審議の場としての役割を重視しない場合は、質問権や取締役等の説明義務の範囲・程度について見直すことが考えられる ○決議に向けた審議の場としての役割を重視しない場合は、株主総会当日の議案提案権の制度についても見直すことが考えられる ○意思決定機関としての側面を重視するのであれば、意思決定に影響を及ぼさないような手続違反を株主総会決議取消訴訟の対象外とする等、<u>株主総会決議取消事由の範囲を限定することが考えられる</u>

(注) 太字下線は筆者。

(出所) 「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会「『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会 会社法の改正に関する報告書」(2025 年 1 月 17 日) pp. 21-36 より大和総研作成

5. その他

報告書において前述 2 章から 4 章の項目のほかに、見直しを検討すべき論点として挙げられたものは図表 5 の通りである。

図表 5 その他

事項	概要
調査者	<ul style="list-style-type: none"> ○ 少数株主による株主総会招集請求権により招集された株主総会においては、その決議によって、会社の業務および財産の状況を調査する者（<u>調査者</u>）を選任することができるとされている ○ 調査者は、裁判所が選任するものではないため、客観性・自律性の確保や調査権限の拡大解釈による濫用の恐れがある ○ 本制度の利用実態等を考慮し、必要と考えられる場合は、本制度の在り方について見直していくことが望ましい
長期保有株主	<ul style="list-style-type: none"> ○ 企業と株主との対話を促進するという観点から、中長期的な目線を有する株主を増加させるため、<u>長期間継続して株式を保有する株主</u>に対して、<u>複数の議決権を付与する等</u>の優遇措置を導入すべきとの指摘がある ○ 他方で、このような制度を導入した場合、経営に対する外部からの規律を弱める等、様々な影響が生じる可能性があることから、多角的に検討していくことが必要である
多様なステークホルダーへの配慮	<ul style="list-style-type: none"> ○ 会社法において、取締役が従業員や取引先等のステークホルダーに配慮する義務を規定することについても検討すべき
株主代表訴訟制度の見直し	<ul style="list-style-type: none"> ○ 株主代表訴訟要件の厳格化（議決権要件の設定等）、社外取締役による訴訟委員会制度の創設等についても検討すべき
株主総会招集請求権制度の見直し	<ul style="list-style-type: none"> ○ 株主総会招集請求権の行使条件（総議決権の 3%以上）の引き上げについて検討すべき
大量保有報告制度違反への罰則の強化	<ul style="list-style-type: none"> ○ 大量保有報告制度（金融商品取引法）の違反事例が多く見られることを踏まえ、違反者に対する議決権の停止等の罰則を強化することについても検討すべき

(注) 太字下線は筆者。

(出所)「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会「『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会 会社法の改正に関する報告書」(2024 年 12 月) pp. 37-38 より大和総研作成

6. おわりに

報告書は 4 回にわたる会合での議論をまとめたものであるが、その論点は多岐にわたる。会社法改正に向けては、本稿執筆時点では、商事法務研究会「会社法制研究会」において議論が重ねられており、今後、同研究会でも報告が取りまとめられるものと思われる。

報告書および会社法制研究会による報告等は、法務省に設置されている法制審議会に対する会社法制の見直しに係る諮問（2025 年 2 月 10 日の法制審議会総会で諮問される見込み）やそれを受けた法制審議会での議論にあたって参考にされるものと思われる。引き続き会社法制の見直しに向けた議論に注目が必要である。