

## 企業統治の在り方に関する検討事項(2)

### 第2 取締役会の監督機能に関する検討事項(続き)

#### 3 取締役会の監督機能の充実に向けた機関設計

取締役会の監督機能の充実に向け、株式会社の機関設計について、見直しを検討すべき事項はあるか。

(注1) 株式会社につき、監査役、指名委員会及び報酬委員会を置かず、社外取締役が構成員となる監査・監督委員会(仮称)が監査等を担う機関設計を認めることについて、どのように考えるか。

(注2) 上記(注1)のような機関設計を認める場合、以下の事項について、どのように考えるべきか。

- ① 監査・監督委員会の経営者からの独立性を確保するための仕組みの在り方
- ② 監査・監督委員会の権限等の在り方

(補足説明)

- 1 取締役会は、取締役の職務の執行の監督を行うこととされており(会社法第362条第2項第2号)、経営に対する監督機能を有するが、そのような監督機能を充実させるためには、会社の内部者だけでなく、社外取締役を選任することにより、取締役会の独立性を高めていく必要があるとの指摘がされている。また、**会社法制部会資料|2**の第2において整理した社外取締役の機能に関する議論を踏まえると、社外取締役を選任し、その機能を活用することは、取締役会の監督機能の充実という観点から、一定の意義を有すると考えられる。

しかし、監査役会設置会社は、社外監査役の選任が義務付けられているため、社外監査役に加えて社外取締役も選任する際の負担感等を考慮すると、社外取締役の機能の活用という観点からは、必ずしも利用しやすい機関設計となっていない。

また、現行法の下で、社外取締役の機能を活用して取締役会の監督機能の充実を図るための機関設計としては、委員会設置会社制度があり、同制度は、取締役会の監督機能の強化という観点から、内外の投資者等には一つの分かりやすいコーポレート・ガバナンスの枠組みであるとの指摘もある。もっとも、平成14年の商法改正による同制度の導入後、相当期間が経過したにもかかわらず、同制度を採用する会社の数は少なく、同制度も、社外取締役の機能を活用するための機

関設計として広く利用されるには至っていない。その理由としては、社外取締役が過半数を占める合議体を取締役の指名や報酬の決定をゆだねることへの抵抗感等が指摘されている。

本文は、以上のような状況を踏まえ、社外取締役の機能の活用という観点から、より利用しやすい新たな機関設計を認めることを含めて、取締役会の監督機能の充実に向け、株式会社の機関設計について、見直しを検討すべき事項はあるかを問うものである。

- 2 具体的には、監査役、指名委員会及び報酬委員会を置かず、社外取締役が構成員となる委員会が監査等を担う機関設計を新たに認めるべきであるとの指摘がされている。(注1)は、そのような機関設計を認める制度を導入することについて、どのように考えるかを問うものである。

委員会設置会社について、監査委員会のほか、指名委員会及び報酬委員会を置くことが強制されている理由としては、執行役に業務執行の決定を大幅に委任することを可能とするため、取締役会の監督機能の強化が必要であることに加え、監査委員会については、取締役から構成されるので、監査の実効性を担保するために経営者からの独立性を確保する必要があることが挙げられている。そこで、これらの2点に対応する措置として、(a)業務執行の決定の委任について適切な限定を付すこと及び(b)監査等を担う委員会の経営者からの独立性を適切に確保し得る代替的な仕組みを設けることを前提とすれば、指名委員会及び報酬委員会を置かず、社外取締役が構成員となる委員会（監査・監督委員会（仮称））が監査等を担う機関設計を認める制度（監査・監督委員会設置会社制度（仮称））を新たに導入する余地もあると思われるため、この点について検討を要する。

なお、上記のうち、(a)の業務執行の決定の委任については、経営者による業務執行の適正を確保する仕組みとしての指名委員会及び報酬委員会が置かれなため、取締役会決議による慎重な意思決定の必要性が高いことを踏まえ、取締役会から業務執行の決定の委任を受ける者を取締役に限定するほか、委任が認められる事項の範囲も限定する必要があると考えられる。具体的には、現行法において監査役設置会社の取締役会から取締役に対する委任が認められる事項の範囲（会社法第362条第4項等参照）や、特別取締役による決議が認められる事項の範囲（同法第373条第1項、第362条第4項第1号・第2号）を参考としつつ、監査・監督委員会設置会社制度の下では複数の社外取締役の選任や監査・監督委員会の設置により取締役会の監督機能の充実が図られることも考慮して、委任が認められる事項の範囲を検討する必要がある。

- 3 監査・監督委員会設置会社制度を導入する場合には、上記2の(b)のとおり、監査・監督委員会の経営者からの独立性を適切に確保し得る代替的な仕組みを設けることが必要となると思われる。(注2)の①は、そのような独立性確保の仕組み

の在り方について、どのように考えるべきかを問うものである。

具体的には、監査・監督委員会の委員（監査・監督委員（仮称））の選定及び解職を取締役会決議によるものとしつつ、(a)監査・監督委員の人事に関する決定の場面における独立性確保の仕組みとして、例えば、監査・監督委員の選定について、出席した社外取締役の過半数の賛成を取締役会決議の要件として追加することや、監査・監督委員の解職について、出席した監査・監督委員の過半数の賛成を取締役会決議の要件として追加すること又は監査・監督委員会の同意を要するものとする等が考えられる。また、(b)監査・監督委員の報酬等に関する決定の場面における独立性確保の仕組みとして、例えば、取締役会における各監査・監督委員の報酬等の決定について、監査・監督委員会の同意を要するものとする等が考えられる。さらに、(c)監査・監督委員の構成面における独立性確保の仕組みとして、例えば、監査・監督委員会の構成員に占めるべき社外取締役の割合を高めることのほか、株主総会における選任決議に際して社外取締役を他の取締役と区別することにより、監査・監督委員会の構成につき株主総会決議により一定の枠を設けることが考えられる。以上のような仕組みの全部又は一部を組み合わせる方法により、監査・監督委員会の経営者からの独立性を適切に確保し得ると考えられるか、検討を要する。

なお、これに対し、株主総会における選任決議に際して、監査・監督委員となる取締役と他の取締役とを区別し、両者を別枠で選任するものとするにより、監査・監督委員の選定及び解職を実質的に株主総会の決議事項とする方法も考えられる。この場合には、監査役に関する規律を参考に、例えば、監査・監督委員となる取締役の選任議案に関し、監査・監督委員会に同意権や提案権を付与することなどについても、検討の余地がある。

4 （注2）の②は、監査・監督委員会の権限等の在り方について、どのように考えるべきかを問うものである。

この点については、まず、監査・監督委員会は、委員会設置会社における監査委員会と同様の権限を有するものとするほか、取締役会の監督機能の充実という観点から、委員会設置会社において指名委員会及び報酬委員会が果たすこととされている機能の一部を代替し得るような権限を有するものとするとも考えられる。具体的には、監査・監督委員会に、取締役の選解任及び報酬等に関する株主総会での意見陳述権を付与することが考えられるほか、さらに、社外取締役の選任議案に関する同意権や提案権を付与することなどについても、検討の余地がある。

また、監査・監督委員会の構成員となる社外取締役の機能にかんがみ、監査・監督委員会に関して一定の権限又は法的効果を付与することも考えられる。特に、**会社法制部会資料 | 2**の第2において整理した社外取締役の機能のうち、会社と経

営者等との間の利益相反を監督する機能にかんがみ、いわゆる利益相反取引の場面において、監査・監督委員会の承認がある場合に取締役の責任に関する立証責任について特別の規律を設けること（例えば、会社法第423条第3項の適用除外等）や、会社と営者等との間の利益相反が問題となり得る場面において、監査・監督委員会に意見表明の権限を付与することなどが考えられる。そこで、これらについても、併せて検討を要する。

### 第3 資金調達の場合における企業統治の在り方に関する検討事項

#### 1 第三者割当てによる募集株式の発行等

第三者割当てによる募集株式の発行等（以下「第三者割当て」という。）に関する規律について、見直しを検討すべき事項はあるか。

（補足説明）

1 本文は、大規模な第三者割当てが行われることについて問題があるとの指摘がされていることから、第三者割当てに関する規律について、見直しを検討すべき事項はあるかを問うものである。第三者割当てに関する近時の指摘は、

- ① 既存の株主の議決権が希釈化されることを問題とするもの
- ② 会社の経営者が支配株主を選択することができることを問題とするもの
- ③ 新たに支配権を獲得した株主が会社を搾取するおそれがあることを問題とするもの

の3つに整理することができる。本文に関する検討に際しては、これらの指摘について分析的な整理をした上で、見直すべき事項の有無を検討する必要がある。

2 ①の指摘については、現行法においては、会社法上の公開会社の募集株式の発行等に関しては、定款で定める発行可能株式総数の範囲内であれば、第三者に対する特に有利な金額での発行等（以下「有利発行等」という。）に該当しない限り、取締役会に募集株式の発行等に関する決定権が与えられている（会社法第201条第1項）。このような現行法においては、会社は、募集株式の発行等に際して、原則として株主の議決権割合の維持に配慮する必要はなく、取締役会において資金需要と資金調達の環境等を勘案して柔軟かつ機動的な資金調達をすることが許容されていることから、①で指摘されている問題については容認されていると考えられる。そこで、①の指摘との関係で現行法における募集株式の発行等に関する取締役会の決定権限についての考え方を見直す必要があるか、また、希釈化が生ずる割合によって、その必要性は異なると考えるべきか、問題となる。

②の指摘については、現行法においても、会社の経営者による支配株主の選択が必ずしも無制限に容認されているわけではなく、募集株式の発行等が著しく不

公正な方法により行われる場合には、当該募集株式の発行等は差止請求の対象となっている（会社法第210条）。例えば、裁判例では、会社の支配権に争いがある場合に特定の株主の持株比率を低下させ経営者の支配権を維持することを主要な目的として行われる第三者割当ては、著しく不公正な方法による発行等に当たるといふ、いわゆる主要目的ルールと呼ばれる考え方が有力である。ここでは、そのような目的にかかわらず、支配株主の持株比率を低下させて支配権を喪失させるような第三者割当てを許容すべきでないか、また、支配株主が現に存在しない場面で積極的に支配株主を創出するような第三者割当てについてはどうか、②の指摘との関係で現行法における募集株式の発行等に関する取締役会の決定権限についての考え方を見直す必要があるかも含めて、問題となる。

③の指摘については、第三者割当てそのものではなく、それによって支配株主が現れた後の状態における支配株主からの少数株主の保護の在り方の問題とみることができる。

- 3 以上の整理を踏まえて、大規模な第三者割当てがあった場合に関し、第三者割当てに関する規律について、どのような見直しが考えられるか、以下検討する。

例えば、一定割合以上の株式の発行等がされる第三者割当てについて株主総会の決議を要するものとすべきであるとの指摘がある。これについては、株主総会の決議を要するものとするのが①から③までの指摘に示された問題意識に有効にこたえるものといえるかどうか、検討する必要がある。また、緊急性の高い資金調達等が必要となる場合の対応についても、配慮を要する。

株主総会の決議を要するものとする以外にも、例えば、(a)社外取締役、監査役等による意見表明手続や、(b)支配株主に対する株式買取請求手続（セル・アウト制度）を設けることの当否も検討の余地があるものと思われる。もっとも、(a)については、社外取締役に関する議論や監査役制度の本質を踏まえて、検討する必要がある。また、(b)は、③の指摘に示された問題意識にこたえるものといえるが、第三者割当ての場面に限らず、支配株主が現れた場合一般の制度として検討することがより適切であると思われる。

## 2 株式の併合

株式の併合に関する規律について、見直しを検討すべき事項はあるか。  
(注) 株式の併合に関する以下の指摘について、どのように考えるべきか。

- ① 株式の併合によって一に満たない端数となった株式の株主（以下「端数株主」という。）に適切な対価が交付されないことがあるという指摘
- ② 株式の併合と組み合わせて行われる第三者割当てによって、既存の株主の株式について、株式の併合前の持株比率が大幅に希釈化されることがあるという指摘

③ 多くの株主がその地位を失う株式の併合がされることがあるという指摘

(補足説明)

- 1 本文は、株主の権利を侵害するおそれのある株式の併合が行われているとの指摘があることから、株式の併合に関する規律について、見直しを検討すべき事項はあるかを問うものである。本文の検討に際しては、株式の併合に関する(注)の①から③までの指摘について、その内容を分析する必要がある。
- 2 (注)の①の指摘については、現行法における一に満たない端数の株式の処理の手続において、端数株主に適切に対価が支払われない場合があるとすれば、それはどのような場合であるか、検討する必要がある。まず、会社法第235条第2項・第234条第2項に基づいて市場価格のある株式を売却する場合には、交付される対価が当該株式の売却時又は売却日の価格(会社法施行規則第50条参照)を基準として決定されるところ、会社は、分配可能額があれば、株式の併合の効力発生日において対象となる株式を自己株式として市場価格にて買い取った上で(同法第235条第2項・第234条第4項)、端数株主に対価を支払うことができる。しかし、会社が自己株式として買い取らない場合や分配可能額がない場合には、端数株主は、株式の併合の効力発生日から株式が売却されるまでの間、市場価格の変動(対象となる株式が大量である場合には、それによる市場価格の下落を含み得る。)によって交付を受ける対価の額が減少するというリスクを負担することとなる。次に、対象となる株式に市場価格がない場合には、競売又は裁判所の許可を得た方法による売却によることとなるが、例えば、対象となる株式が上場廃止になった場合には、上場廃止にならなかった場合と比較して、端数株主の保護について不十分なところはないか、問題となる。

以上を踏まえて、(注)の①の指摘を受けて見直しを検討するのであれば、例えば、株式の併合によって生ずる一株に満たない端数について、会社に対する買取請求権を端数株主に付与することの当否を検討することが考えられる。この場合には、現行法における端数の株式の処理と比較して、会社の資金負担が増加することとなることの当否をどのように考えるか、分配可能額による規制との関係をどのように考えるか、株式の併合だけではなく、株式の分割や組織再編等により一株に満たない端数が生ずる場合についても同様にすべきか、などの点が問題となり得ると思われる。
- 3 (注)の②の指摘については、現行法において、株式の併合があった場合には、発行可能株式総数は変動せず、発行済株式の総数のみが減少することとされているところ、既存の株主の持株比率の低下の限界を画するという発行可能株式総数の機能にかんがみて、この点についてどのように考えるか、問題となる。

(注)の②の指摘を受けて見直しを検討するのであれば、例えば、株式の併合

をする場合に、株式の併合後において発行可能株式総数は発行済株式の総数の4倍を超えてはならないとの規律を定めることの当否を検討することが考えられる。

4 (注)の③の指摘については、株式の併合が、その性質上当然に株主の地位の喪失を伴うものであることから、(注)の①と②の問題とは別に、株主の地位を喪失させること自体を問題としてとらえるべきかどうか、検討する必要がある。この点について、平成13年6月の商法改正以前は、株式の併合が認められるのは、減資や合併等を行う場合及び一株当たりの純資産を5万円以上とすることを目的とする場合に限定されていたが、会社が必要に応じて株式の併合を行うことをより広く認めるため、同改正によって、そのような限定が撤廃されたという経緯がある。また、現金を対価とする合併等の組織再編や全部取得条項付種類株式の取得を用いたキャッシュ・アウトにおいても株主が地位を失う結果となるところ、これらの方法による場合と株式の併合による場合を比較しつつ、検討する必要がある。

以上を踏まえて、③の指摘を受けて見直しを検討するのであれば、例えば、事前の救済制度として株式の併合についての差止請求制度を設けることの当否を検討することが考えられる。この場合には、まず、具体的にいかなる株式の併合が差止めの対象とされるべきか、問題となる。

### 3 仮装払込みによる募集株式の発行等

仮装払込みによる募集株式の発行等が行われた場合に関する規律について、見直しを検討すべき事項はあるか。

(注) 例えば、仮装払込みによる募集株式の発行等が行われた場合に、仮装払込みに関与した取締役又は仮装払込みをした者に、仮装払込みに係る法定責任を課すことについて、どのように考えるか。

(補足説明)

1 募集株式の発行等に関して、仮装払込みを行い、交付を受けた株式を市場で売却するといった事例が散見され、既存の株主の権利や市場の公正に悪影響を与えているとの指摘があることから、本文は、仮装払込みによる募集株式の発行等が行われた場合の規律について、見直しを検討すべき事項はあるかを問うものである。

2 判例上、仮装払込みは、払込みとしての効力を有しないと解されている(最高裁昭和38年12月6日第二小法廷判決・民集17巻12号1633頁参照)。有効な払込みがない以上、仮装払込みをした引受人は募集株式の株主となる権利を失う(会社法第208条第5項)ようにも思われるが、仮装払込みによって発行等がされた株式の有効性については、明文の規定が存しない。平成17年の改正

前の商法下では、傍論ながら、いわゆる見せ金による払込みがされた場合等であっても、取締役が引受担保責任があることから、新株発行が無効となるものではないとする判例（最高裁平成9年1月28日第三小法廷判決・民集51巻1号71頁）があったが、現行法においては、募集株式の発行等の場面における取締役の引受担保責任が廃止されていることから、仮装払込みにより発行等がされた株式が実体法上有効であるかどうかは明らかとはいえない。

仮装払込みにより発行等がされた株式が実体法上無効であれば、当該株式を買った者について善意取得による保護が及び得ないため、仮装払込みをした者がそのような株式を市場で売却した場合には、当該株式を買った者の利益が害されるのみならず、当該株式を買った者の特定が困難であるため、会社と株主をめぐる法律関係が極めて不安定なものとなるといえる。また、当該株式が実体法上有効であれば、株式の価値に見合うだけの財産が拠出されていないことから、そのような状態を許容してしまうと、既存の株主から仮装払込みをした者に対する価値の移転が生ずるという問題がある（当該株式が実体法上無効であっても、当該株式を特定することができなければ、同様の問題は事実上生じ得る。）。

現行法においては、仮装払込みによって既存の株主や仮装払込みによる株式を買った者に生じた損害については、取締役の第三者に対する責任（会社法第429条）の追及によって救済を図ることが可能であるとの考え方もあり得る。しかし、上記の問題意識を踏まえると、株主の救済として現行法の規律で十分かどうか、検討する必要がある。

- 3 （注）については、上記で検討したことを踏まえて、例えば、仮装払込みに関与した取締役について、仮装払込みをした引受人が失権することを前提として、特別の法定責任としての引受担保責任を課すことなどについて、どのように考えるか問題となる。

仮装払込みに関与した取締役は、仮装払込みに基づき株式の発行等をしたことについて責めに帰すべき立場にあるといえる。そこで、当該株式を買った者や既存の株主の保護及び株式に関する法的安定性を確保する観点から、かかる取締役の責任の在り方について見直すべきかどうかについて、会社法の制定に際して取締役の引受担保責任が廃止されたという経緯も考慮しつつ、検討を要する。

他方、取締役と通謀して仮装払込みにより株式の交付を受けた者は、既存の株主から価値の移転を不当に受けていることから、移転を受けた価値を株主に対して返還すべき地位にあるともいえる。そこで、そのような仮装払込みをした者の責任の在り方について見直す必要があるかどうかについても、検討する必要がある。

#### 4 新株予約権無償割当てを用いて行う資金調達

新株予約権無償割当てを用いて行う資金調達をより円滑に行うことができるようにするために、新株予約権無償割当てに関する規律について、見直しを検討すべき事項はあるか。

(注) 例えば、新株予約権無償割当てを用いて行う資金調達を完了するのに必要となる期間を短縮するために、どのようなことが考えられるか。

(補足説明)

1 本文は、新株予約権無償割当てを用いて行われる資金調達方法、いわゆるライツ・イシューについて、既存の株主の権利に配慮した資金調達方法として積極的な活用を求める指摘があることから、ライツ・イシューによる資金調達をより円滑に行うことができるようにするために、新株予約権無償割当てに関する規律について、見直しを検討すべき事項はあるかを問うものである。

2 (注) は、ライツ・イシューによる資金調達の完了までに要する期間を短縮することにより、より円滑に資金調達ができるように見直しを検討すべきとの指摘があることから、その具体的な方策を問うものである。

この点に関しては、現行法は、新株予約権無償割当てに際して交付する新株予約権の行使期間の初日の2週間前までに株主及び登録株式質権者に対して特定の事項を通知(以下「割当通知」という。)しなければならないと定めている(会社法第279条第2項)。株主への割当通知は、新株予約権無償割当てを受けた株主に対して、新株予約権を行使する機会を保障するための制度であるが、現行法は、①新株予約権の行使期間の初日からの行使の機会を保障し、②そのような機会を保障するためには2週間を要するものとしていると考えられる。そこで、割当通知に要する期間を短縮することの当否については、①及び②についてどのような見直しが考えられるか、検討する必要がある。例えば、割当通知の発送期限を、新株予約権の行使期間の末日から2週間前とするよう見直すべきとの指摘については、割当通知の株主への到達時期によっては、新株予約権を行使して取得した株式を売却して利益を得る機会について株主間で差異が生ずる可能性があり、そのような差異について、どのように考えるべきか問題となる。