

「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（案）

2024年●月●日

## 目次

<b>1.</b>	<b>はじめに</b> .....	<b>1</b>
1.1.	価値創造ストーリーの実行 .....	2
1.2.	価値創造ストーリーの構築（取締役会／経営陣の体制・仕組み） .....	3
1.3.	エンゲージメント（対話の実質化・効率化） .....	4
<b>2.</b>	<b>価値創造ストーリーの実行</b> .....	<b>6</b>
2.1.	従業員・子会社の役職員に対する株式の無償交付 .....	6
2.2.	株式対価 M&A の拡大 .....	8
2.3.	キャッシュ・アウト制度 .....	11
2.4.	社債権者集会のバーチャル化 .....	13
2.5.	責任限定契約 .....	15
<b>3.</b>	<b>機関設計制度</b> .....	<b>17</b>
3.1.	改正の意義・範囲 .....	17
3.2.	指名委員会等設置会社の委員会の権限を優先的に見直す場合の方向性 ..	19
3.3.	機関設計制度全体を見直す場合の方向性 .....	20
<b>4.</b>	<b>エンゲージメント（対話の実質化・効率化）</b> .....	<b>21</b>
4.1.	実質株主の情報開示制度 .....	21
4.2.	一体開示 .....	23
4.3.	バーチャルオンリー株主総会 .....	26
4.4.	株主提案権 .....	29
4.5.	書面決議制度 .....	31
4.6.	株主総会の在り方 .....	32
<b>5.</b>	<b>その他</b> .....	<b>36</b>
5.1.	長期保有株主の優遇 .....	36
5.2.	その他 .....	36

6.	おわりに .....	38
添付	「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会 委員一覧.....	39

## 1. はじめに

- 1990年代以降の日本経済は、「失われた30年」と呼ばれる状況が続いた。この30年間で、日本では、デフレマインドが広がり、これと人口減少による将来悲観を背景として、企業の国内の期待成長率も低下した。
- しかし、足下の日本経済をみると、国内においては30年ぶりに民間設備投資が100兆円規模となり、賃上げにおいては春闘において昨年を大きく上回る5%を超える賃上げ率となるなど、国内投資、賃上げ、物価、株価を中心とした30年ぶりの変化が生じている。この潮目の変化を継続し、今後も企業による中長期目線での攻めの成長投資、すなわち成長領域への設備投資・研究開発投資・人材投資等の戦略的アロケーションを行うことが重要である。このような前向きな投資を引き出すためには、補助金や税制措置等の成長投資に対する政府支援に加えて、企業経営と資本市場の両側面から、経営者の投資判断を後押しするための環境整備が必要と考えられる。
- 企業経営改革として進められてきたコーポレートガバナンスに関する取組によって、政策保有株式の縮減、独立社外取締役の活用、委員会の設置等、日本企業の取組は着実に進展している。しかし、それが実効的に機能することで、(コーポレートガバナンスに関する取組の本来の目的であった)「稼ぐ力」を強化することまでには至っていない企業も一定数存在すると考えられる。
- その背景として、このような企業においては、コーポレートガバナンス・コードのコンプライ(遵守)が目的化する等、事実上、コーポレートガバナンスに関する取組がコンプライアンス業務の一環として行われ、形式的な体制の整備にとどまっている結果、攻めの成長投資を後押しするような経営変革につながっていない可能性がある。
- 他方、資本市場についても、一部の投資家において、画一的な数値基準や議決権行使助言会社の助言等に基づく形式的な対応がなされており、日本企業の攻めの成長投資を後押しするような適切なエンゲージメントには至っていない可能性がある。
- こうした中で、日本企業が、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、激化するグローバル競争を勝ち抜くためには、自社固有の価値創造ストーリーを構築し、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立するとともに、投資家との建設的なエンゲージメントを通じて価値創造ストーリーを磨き上げ、投資家を含む社会からの信頼を獲得し、価値創造ストーリーを実現していくことが求められる。

- そして、政府においては、このような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環境整備（企業経営・資本市場一体改革）を進める必要がある。その一環として、企業の「稼ぐ力」の強化に向けて、企業経営者が大胆なリスクテイクを行い、成長投資を実行していくことを後押しする観点から、我が国企業活動の基盤である会社法制についても、価値創造ストーリーを実現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。
- 上記に加えて、我が国企業の企業経営や企業を取り巻く資本市場の今後の変化も踏まえつつ、自社に最適なコーポレートガバナンス体制に密接に係る機関設計の在り方や、株主総会の在り方についても、両者を一体的な論点としてとらえて、更なる検討を深めていくことが必要である。

### 1.1. 価値創造ストーリーの実行

- 企業が構築した価値創造ストーリーを実現し、「稼ぐ力」の強化につなげていくためには、これらのストーリーやそれに基づく具体的な成長戦略を、円滑に実現することを可能とするソフトインフラを整備することも重要である。
  - 例えば、上場株式の流動性を活用するという観点から、従業員や子会社の役職員に対する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 の活用をより広範囲にかつ簡易な手続で実施可能とすることは、価値創造ストーリーを実行する上で不可欠な成長投資の手段を多様化するという意義を有する（**2.1 従業員・子会社の役職員に対する株式の無償交付**、**2.2 株式対価 M&A**）。
  - また、上場会社を完全子会社する際に通常必要となる手続（キャッシュ・アウト）を、より機動的に可能とすることで、上場企業間の大規模な買収を通じた攻めの成長投資、更には業界再編を活性化することが期待できる。また、上場を維持することの長短を踏まえ、自社の成長戦略として非上場化を選択した企業が円滑にそれを実行する手段を整備するという意義も認められる（**2.3 キャッシュ・アウト制度**）。
  - 加えて、社債権者市場を活性化することにより、株式による資金調達が相対的に難しい非上場企業も含めて、成長投資に必要な資金の調達手段

を多様化することは重要である。これまで社債の活用が進まなかった要因は複合的であると考えられるが、後述のとおり、社債権者集会のバーチャル化による迅速な開催を可能とすることは、社債市場の活性化に寄与するものと考えられる（**2.4 社債権者集会のオンライン化**）。

- そして、業務執行取締役や執行役が大胆な成長戦略を実現するにあたって、損害賠償責任を負担する可能性を懸念し過度にリスク回避的となることのないよう、業務執行取締役や執行役が会社との間で損害賠償責任を一定額に限定する契約（責任限定契約）を締結できるようにすることは有意義と考えられる（**2.5 責任限定契約**）。

## 1.2. 価値創造ストーリーの構築（取締役会／経営陣の体制・仕組み）

- 各企業における機関設計（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）は各企業におけるコーポレートガバナンス体制の基盤となるものであり、機関設計制度は、各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ことを可能とし、後押しするものであることが必要である。
  - 指名委員会等設置会社は、過半数の社外取締役から成る法定の指名委員会・報酬委員会を有し、業務執行の決定を執行に大幅に委任できる点において、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（以下「モニタリングモデル」という。）を志向する企業になじむ機関設計と考えられている。しかし、現行の会社法では、社外取締役が取締役の過半数を占める場合でも、指名委員会・報酬委員会における指名・報酬の決定を覆すことができない規律となっている点において、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（一部の取締役のみが最終決定権限を有することを懸念）となっているとの指摘が見られる。他方で、このような問題は、運用面の改善（委員会と取締役会の連携強化等）や工夫（取締役全員を各委員会の委員とする等）により対処が可能であるため喫緊の課題ではないとの意見もあり、優先的に見直しを行う要否やその意義については引き続き検討を行っていく必要がある。
  - また、今後の企業経営の変化も踏まえ、企業が最適なコーポレートガバナンスを実現する上で、現行会社法上の3つの機関設計制度（監査役会設置会社、監査委員会等設置会社、指名委員会等設置会社）が適切な選択肢を提供しているかという観点から、株主総会と取締役会の権限配分のあり方との関連性も意識しながら、機関設計制度全体（特にモニタリングモデルを志向する企業にふさわしい機関設計の在り方）についても更なる検討を深めていくことが望ましい（**3 機関設計制度**）。

### 1.3. エンゲージメント（対話の実質化・効率化）

- 「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資本市場からの意見・評価を受け止めた上で、構築した価値創造ストーリーをブラッシュアップしていくことも必要である。
- 企業から有価証券報告書等を通じて株主・投資家に開示される情報はエンゲージメントを行う上での基盤となるものである。また、株主名簿上の株主（以下「名義株主」という。）と株式の議決権の指図権限を有する者（以下「実質株主」という。）が一致しないケースも多く見られるようになる中、企業がエンゲージメントの対象である実質株主に関する情報を取得する必要性・重要性は増していると考えられる。このように、企業と株主の双方から必要かつ十分な開示を行うことが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。
  - 具体的には、(会社法上開示が求められている) 事業報告及び計算書類と、(金融商品取引法上開示が求められている) 有価証券報告書を一体の書類として同時に開示（以下「一体開示」という。）し、開示書類の作成作業を効率化・合理化することにより、非財務情報等の開示の質を高めることに人材や時間を活用できるようになる可能性がある。現状、一体開示を行っている企業は存在しないが、一体開示を志向する企業が一体開示を行う上で（法的に、又は実務上）どのような課題・障壁があるかについて検討することは有意義と考えられる（**5.2 事業報告等と有価証券報告書の一体開示**）。
  - また、企業が、実質株主に関する情報を正確かつ効率的に把握できるようにすることは、企業と株主の信頼関係の醸成を促進し、企業から株主に対して対話を申し入れることが容易になるという点で重要である（**5.1 実質株主の情報開示制度**）。
- 他方で、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、非効率を指摘する声も見られる。例えば、企業と株主とのコミュニケーションは株主総会の当日ではなく、年間を通じた対話活動において果たされているにもかかわらず、事前の議決権行使によって決議の帰趨が見えているような場合においても、大規模な会場を確保し多額の費用をかけて株主総会を開催する必要性を疑問視する意見が存在する。また、濫用的な株主提案によって他の株主との建設的・実効的なコミュニケーションに時間と労力を割くことが妨げられているとの指摘もある。
  - そのため、株主総会のバーチャル化を進めるとともに、一定の場合には株主総会の開催の省略を認める等、株主総会の手続を効率化したり、株

主提案権の要件を厳格化し濫用的な株主提案を防止することで、株主総会外における建設的・実効的な対話により人材と時間を活用することを可能とすることも考えられる（5.3 パーチャルオンリー株主総会、5.4 株主提案権、5.5 書面決議制度）。

- また、今後の企業経営の変化に加えて、経営リソースの有効活用の要請や株主総会に期待される役割（意思決定、審議、対話等）の変化も考慮しながら、株主総会の更なる合理化・効率化について、検討を深めていくことも考えられる。例えば、株主総会当日における審議の重要性が低下していると考えられる場合は、株主総会の更なる合理化・効率化に向けた制度の在り方を検討していくことも考えられる。加えて、取締役会によるモニタリング機能が十分に果たされている企業においては、株主提案権の要件を更に限定する必要があるか検討することも考えられる。（5.4 株主提案権、5.6 株主総会の在り方）。



## 2. 価値創造ストーリーの実行

### 2.1. 従業員・子会社の役職員に対する株式の無償交付

#### 2.1.1. 改正の意義

- 炭素中立社会の実現（GX）、デジタル社会の実現（DX）、経済安全保障などの社会課題が顕在化し、企業を取り巻く外部環境が複雑化している中、人的資本への投資が生み出すイノベーションによって社会課題を解決し、それに見合った利益を実現することは、企業の「稼ぐ力」を強化し、中長期的に企業価値を向上させていく上で非常に重要な要素である。
- とりわけ、従業員に対して株式を付与することは、企業価値や株価に対する意識を高める効果や、帰属意識の醸成効果が期待でき、人材の価値を引き出しながら企業価値を高めていく上で有意義と考えられる。
- 日本企業においても従業員に対して株式を付与する企業数は増加傾向にあるものの、欧米諸国と比較すると、依然として低水準にある。グローバルな人材の獲得競争の中で、日本企業が競争力を高めていくためには、通常の賃上げに加えて、上場株式の流動性を活用し、従業員に対する株式の付与を拡大していくことは重要である<sup>1</sup>。
- 子会社を保有しグループ経営を行う企業においては、グループ全体の企業価値の向上を図るため、子会社を含めて人的資本への投資を行っていくことが重要であり、その一環として子会社の役職員にも株式を付与することは有意義と考えられる。また、グループ全体で一体的な経営を行っていくという観点からは、グループ全体の企業価値に対するコミットメントを高める意義も認められる。

#### 2.1.2. 現行制度の課題・改正の方向性

- 令和元年の会社法改正により、円滑に株式報酬を付与することができるよう、取締役及び執行役に対する株式の無償交付が認められた。
- 他方で、従業員に対しては、株式の無償交付は現行法上認められていないため、株式を付与する場合は、金銭債権を会社側に現物出資するという技巧的な方法（以下「現物出資構成」という。）によらざるを得ず、説明や会計上の

---

<sup>1</sup> 他方、研究会において、従業員が退職すると不利に扱われるような株式報酬が普及した場合に、雇用の流動性が害される可能性がある点に留意する必要があるという意見があった。

処理において実務上の負担が生じているとの指摘がある。

- また、子会社の役職員へ株式を付与する際は、発行会社と子会社の間で併存的債務引受契約<sup>2</sup>を締結したうえで、金銭債権の現物出資が行われている。このような方法をとる場合、清算手続として、各子会社から発行会社への金銭の支払事務負担が発生し、企業の負担となっているとの指摘がある。
- そのため、従業員や子会社の役職員への株式の付与を拡大していくためには、これらの者に対する株式の無償交付が可能とし、企業の実務上の負担を軽減することは重要と考えられる。

### 2.1.3. 株式の無償交付の手続

- 従業員や子会社の役職員に株式を無償交付した場合には、1株当たりの価値が下落（株式価値の希釈化）し、既存株主の利益が害されるおそれがあり得るため、無償交付に際しては株主総会決議を必要とすべきとの意見も存在する。
- しかし、従業員への株式付与は、労働の対価（賃金）として付与されるわけではないものの、実質的に見れば職務執行に伴って付与されるものことから、無償交付によって株式価値の希釈化が生じることは想定し難く、株主総会手続は不要とすることが望ましい。
  - 研究会では、既に現物出資構成により従業員等への株式報酬を導入している企業が存在することから、株式の無償発行に株主総会決議が要件とされた場合は、新制度が利用されないのではないか、との意見があった。
- 仮に、既存株主の利益に配慮するという観点から、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普通決議の取得を要件とするとしても、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）場合は実質的に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、このような場合には株主総会決議を不要とすべきである。
- また、この場合は、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相当数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選択することが妨げられないよう留意する必要がある。

### 2.1.4. 株式の子会社に役職員への無償交付

- 上記のとおり、子会社を保有する企業においては、グループ全体の企業価値

---

<sup>2</sup> 上記における併存的債務引受契約とは、子会社がその従業員に対して負っている金銭債務を、発行会社も連帯して負担する旨の契約を意味する。

を向上させるという観点から、子会社の役職員に対しても株式を付与することは有意義である。

- 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、少なくとも完全子会社の役職員については、株式の無償交付の対象に含めるべきである。
- 他方、完全子会社ではない子会社の役職員を対象に含めるかについては、当該役職員に親会社の株式を付与することで、親会社の利益を優先して子会社の少数株主の利益を害するという不適切なインセンティブとなる可能性があるため、慎重な検討が必要となる。しかし、完全子会社以外の子会社においても、他の株主と株主間契約を締結している場合や、他の株主が子会社の役職員に対する親会社株式の付与について同意している場合等、少数株主の利益の保護が図られていると考えられるケースも存在することから、完全子会社以外の子会社を一律に対象から除外するのではなく、適切な範囲（又は適切な要件設定）を検討することが望ましい<sup>3</sup>。

## 2.2. 株式対価 M&A の拡大

### 2.2.1. 改正の意義

- 企業が「稼ぐ力」を強化し、企業価値を向上させるためには、自らの研究開発等によるイノベーション創出に加えて、スタートアップ企業を含む他の企業との協調により、その能力を活用するという視点が重要となる。そのためには、顧客や市場、技術やノウハウのほか、人材の獲得について時間をかけずに行うことを可能とする M&A は有用な手段である。
- 日本企業が実施する M&A では、現金のみが対価とされることが一般的であるが、上場会社の株式の流動性を活用し、自社の株式を対価とする（又は現金と自社株式の混合対価とする）ことで、現金対価の場合では実現が困難な大規模な M&A 取引を行うことが可能になると考えられている<sup>4</sup>。
  - 実際に、米国では、グーグルなどの新興企業が、成長初期から加速段階において、株式を対価に用いた M&A を活用し、急速な成長を遂げる等、特に大規模 M&A において自社の株式を対価として活用する例が多く見られている。

<sup>3</sup> 研究会では、全ての子会社について、無償交付の対象とすべきとの意見があった。

<sup>4</sup> また、逆に、被買収会社の株主の立場からは、他社に買収された後も株式の保有を通じて当該他社の経営に参画することが可能になるとのメリットも指摘されている。

### 2.2.2. 現行制度の課題・改正の方向性

- 令和元年の会社法の改正以前は、会社法に基づき株式対価 M&A を実施する場合、対象会社の株式を現物出資する方法によらざるを得ず、現物出資規制<sup>5</sup>に服していた。現物出資規制は、実務上の手続負担が重く、また、被買収会社の株主や、買収者の取締役等に不測の金銭支払義務が発生する可能性があるため、株式対価 M&A を行う上で障壁となっていた。
- 令和元年の会社法の改正により、株式交付制度が創設され、自社株式を対価として他の株式会社を子会社化する取引を、組織再編と位置付けることで、現物出資規制が不適用とされており、実際に、株式交付により株式対価 M&A が行われるケースも見られ始めている。
- 他方で、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おり、外国会社を子会社する場合や、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等においては利用が認められていない。また、株式交付に反対する株式交付親会社（買収者）の株主に株式買取請求権が認められているところ、これが行使されることにより、株式交付親会社（買収者）において、不測の金銭の支出が発生する可能性があるため、株式交付制度を利用する上で障壁となっているとの指摘がある。
- 近年では、外国会社を対象とする M&A も活発に行われている中、外国の会社を子会社化するような場合も含めて、株式交付の対象を拡大するとともに、株式交付に必要な手続を緩和することは株式対価 M&A を活性化する上で重要と考えられる<sup>6</sup>。

### 2.2.3. 株式交付の対象

---

<sup>5</sup> 主な現物出資規制として、①検査役の調査と②不足額填補責任が存在する。①は、現物出資を行うに際して、現物出資財産の価額について検査役の調査を原則義務付ける制度である。検査役の調査には一定の時間・費用を要し、その調査結果も予測困難であるため、実務上ほとんど利用されていない。②について、株式発行時の現物出資財産の価額が、払込価額に満たない場合には、出資者や発行会社の取締役はその差額について填補する責任を負担する場合がある。特に、募集事項の決定時に現物出資財産が適正に評価された場合であっても、株式発行時まで現物出資財産が値下がりした場合には、不足額填補責任が発生することとなり、このことが実務上のリスクとなっているとの指摘がある。

<sup>6</sup> 上記のとおり、株式交付は自社株式を対価とする M&A の一類型について、現物出資規制を適用しないこととする制度であるところ、株式交付の対象を拡大するのではなく、現物出資規制そのものの例外を認める、又は現物出資規制を緩和することも考えられる。しかし、研究会では、株式交付においては、株式交付子会社の株主の株式譲渡益についての税制措置がなされていることから、株式交付の拡大の方法によるほうが、より株式対価 M&A の活性化に資するとの意見があった。

- 前述のとおり、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、以下のとおり、①外国会社を子会社化する場合、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<sup>7</sup>とする場合（以下「実質基準子会社化」という。）も対象とすることが望ましい<sup>8</sup>。
  - 令和元年の会社法改正において、①外国会社の子会社化や③実質基準子会社化が株式交付の対象外とされた趣旨は、事後的に株式交付の要件が不充足となった場合は法律関係が混乱するおそれがあるため、株式交付の対象の範囲は、客観的かつ形式的な基準によって定めるべきであるが、①外国会社の子会社化や③実質基準子会社化に該当するか否かについて、予め判断可能な明確な基準を定めることは困難<sup>9</sup>であるからとされている<sup>10</sup>。
  - もっとも、事後的に株式交付の対象に該当しないこととなった（又は該当しないことが判明した）場合は、株式交付の無効の訴えの無効事由とすればよく、この点を強調して①、③を株式交付の対象外とすべきではないと考えられる。
  - また、②について、親子会社関係を新たに創設する場合でなくても、親子会社関係を強化するものであれば組織再編行為と位置付けることができると考えられる。

#### 2.2.4. 株式交付の手続

- 前述のとおり、反対株主の株式買取請求権が行使されることにより、株式交付親会社は不測の金銭の支出が発生するリスクがあり、株式交付の利用の障壁となっている可能性がある。また、実質的に考えると、以下のとおり、株式交付親会社の反対株主に株式買取請求権を認める必要性は乏しく、株式交付においては、反対株主の株式買取請求権を認めないものとするのが望ま

<sup>7</sup> 会社法上、議決権の保有割合が50%以下の場合においても派遣役員の割合等の一定の要件を充足する一定の場合は「子会社」とされている。

<sup>8</sup> 研究会では、持分会社の子会社化も株式交付の対象に含めるべきであり、それによって、株式交付の対象となる外国会社の範囲（すなわち、株式会社又は持分会社のいずれかに相当する外国会社）も広範になるという点において重要であるとの意見があった。

<sup>9</sup> 外国会社の性質は多様であるため、当該外国会社の性質が株式会社と同種の外国会社であるかを判断することが困難である。また、実質基準子会社化の場合は、取締役会に占める派遣役員の数等の事情等を考慮することが必要となる場合があるが、これは株式交付の実行前に客観的かつ形式的な基準によって判断することはできない。

<sup>10</sup> 竹林俊憲『一問一答 令和元年改正会社法』193-194頁（2020年）

しい<sup>11</sup>。

- 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、反対株主の株式買取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。

## 2.3. キャッシュ・アウト制度

### 2.3.1. 改正の意義

- 前述のとおり、M&A は、企業が「稼ぐ力」を強化し、企業価値を向上させるうえで有用な手段であるところ、より大胆な事業ポートフォリオの再編・成長投資や業界再編を促進するためには、上場会社間の大規模な買収において利用されるキャッシュ・アウト（現金を対価として少数株主を会社から退出させることをいう）の手續を効率化・合理化することは重要と考えられる。
- また、非上場化により 1 者（又は少数）の株主が全株式を保有することで、長期的視野に立った柔軟な経営が可能になったり、意思決定が迅速化する等のメリットが指摘されており、上場を継続するメリットとデメリットを比較衡量し、非上場化を選択した企業が円滑に実行する手段を整備するという意義も認められる。

### 2.3.2. 現行制度の課題・改正の方向性

- 上場会社を完全子会社（非上場化）する場合、多数に及ぶ上場会社の株主の全員から株式を任意に取得することは困難であるため、一段階目として公開買付けを実施し一定数以上の株式を任意に取得したうえで、二段階目として（一段階目の公開買付けと同額で）残りの少数株主の保有する株式を強制取得する（キャッシュ・アウト）実務が定着している。
- 現行法上、キャッシュ・アウトを行う為には①株式併合により行う方法と、②株式等売渡請求により行う 2 つの方法が存在する。
- ①による場合、買収者は最大で合計 3 分の 2 以上の議決権を保有していればキャッシュ・アウトが可能であるのに対し、②株式等売渡請求の方法による

---

<sup>11</sup> 同様に、現行法上、株式交付親会社に義務付けられている債権者保護手續（株式交付についての公告等を行い、債権者が異議を申し立てる機会を確保する手續）も不要とすることが望ましい。

場合は原則として単独で90%の議決権を保有している必要がある。

- 他方で、②株式等売渡請求の方法による場合は取締役会限りで行うことができるが、①株式併合の方法による場合は株主総会決議を取得する必要があるため、①株式併合の方法による場合、公開買付けの終了～キャッシュ・アウト完了までの期間は②株式等売渡請求の方法による場合の約2倍となっている<sup>12</sup>。
- そのため、買収者が一段階目の買収（公開買付け）で3分の2以上90%未満の株式を取得した場合は、（株主総会当日の出席率にかかわらず）キャッシュ・アウトの帰趨が見えているにもかかわらず、②株式等売渡請求による簡便な方法が利用できず、株主総会を開催する必要があるため、時間的・手続的コストが発生している<sup>13</sup>。
- そこで、株式等売渡請求をより広範に利用可能とし、キャッシュ・アウト制度をより合理的・効率的な制度とすることが望ましく、例えば、以下のような改正を行うことが考えられる。もっとも、具体的な制度設計を検討する場合は、買収局面に限らず<sup>14</sup>様々なケースを想定したうえで、少数株主の利益が不当に害されることのないよう留意する必要がある。
  - 株式等売渡請求の議決権要件の引き下げ（例えば、90%以上→3分の2以上）
  - （一定の上限数以下の）複数の株主の議決権の合算を可能に<sup>15</sup>
- なお、その際、少数株主の利益（株主総会において審議を行う権利）にも考慮して制度設計を検討する必要があるが、以下のとおり、キャッシュ・アウトの局面では典型的に許容性が認められやすいものと考えられる。
  - キャッシュ・アウト後に少数株主は退出することになるため、買収者サイドで決議に必要な議決権を保有している場合、決議に向けた審議のみ

<sup>12</sup> 家田崇＝川本真哉「[キャッシュ・アウト法制の実証分析（5・完）] 実証分析から得られるキャッシュ・アウト法制への示唆」（旬刊商事法務 2311号 91頁（2022年））

<sup>13</sup> 公開買付けの終了からキャッシュ・アウト完了までの期間が長期間に及ぶ場合は、公開買付けの強圧性が存在する旨の指摘も存在し、このような強圧性を低減することが、株式等売渡請求制度が創設された趣旨の一つとされている（坂本三郎『一問一答 平成26年改正会社法〔第2版〕』252頁（2015年））。なお、強圧性とは、対象会社の株主が買収に応じないでいる間に買収が実現すると、買収に応じた場合と比較して不利益を被ると予想される場合には、たとえ多くの株主が買付価格は客観的な株式の価値より低いと考えている場合であっても、株主が買収に応じるような圧力を受けるという問題である。

<sup>14</sup> 例えば、研究会では、平時より単独（又は少数）の株主が議決権の3分の2以上を保有しており、当該株主がキャッシュ・アウトを行おうとする場合には、少数株主の利益の観点からより慎重な検討が必要であるとの意見があった。

<sup>15</sup> MBO等においては、複数の買収者（例えば、代表取締役とPEファンド等）で合計してキャッシュ・アウトに必要な議決権を取得するケースでは、単独では株式等売渡請求の要件を満たさない場合も存在する。

ならず、決議議案以外の事項（例えば、総会後の事業運営方針等）についても株主との対話・コミュニケーションを行う必要性は乏しい。

- また、少数株主の経済的な利益保護の観点からは差止請求や売買価格決定の申立て等の手続が用意されている。

## 2.4. 社債権者集会のバーチャル化

### 2.4.1. 社債市場の状況

- 社債は、借入に比べ、償還年限を比較的長期に設定できるため、大規模な設備投資を実施する際の資金調達手段として用いられることが多く、M&Aにおける買収資金のリファイナンス<sup>16</sup>手段としても活用されている。社債市場を活性化させることは、上場・非上場を問わず、企業の成長投資に向けた多様な資金調達手段を確保することに繋がり、企業金融の観点から重要な意義を有するものといえる。
- それにもかかわらず、国内の民間非金融法人企業が利用するデットファイナンスのうち、8割以上を借入が占めており、社債の利用は約1割と低水準にとどまっている。特に、社債の発行会社は格付A格以上の企業に偏っており、BBB格以下の社債の発行は限定的である。

### 2.4.2. 改正の意義

- 国内において社債の活用が進まなかった主な理由としては、長年にわたって続いた低金利環境の下で、銀行による融資の金利が抑えられ、企業にとって相対的にコストの小さい銀行借入による資金調達が選択されやすい環境にあったことが指摘されている。
- もっとも、社債の活用が進まなかった要因は複合的であり、銀行借入との競争や、機関投資家の投資性向などの要因の他、信用リスクが相対的に高い社債を中心に、社債権者保護が十分に図られていなかったこともその要因の一つとして指摘されている。特に、国内では、社債の発行会社に一定の義務を課すコベナントの内容が社債権者保護の観点からは不十分なものが多い。
- 今後、企業による資金調達の選択肢として社債の活用を進めていくためには、社債権者保護のさらなる充実を図ることも必要であり、そのためには、実効

---

<sup>16</sup> M&Aのための資金を借入等で調達した場合に、M&A実施後一定期間が経過した後に、（新たな借入や社債発行等により）別途調達した資金で当初の借入金等を返済することをいう。



的なコベナントを付与していくことが有意義と考えられる。

- そして、社債権者保護に資するような実効的なコベナントを付与するためには、以下のとおり、社債権者集会を迅速に開催できることが重要となる。
  - 実効的なコベナントを付与すると、発行会社においては従来以上にコベナントに抵触する機会が増加し、その場合は、社債権者は社債の償還を直ちに求めるか、その支払いを猶予するか等について迅速に判断することが求められ、その際には、多くのケースにおいて社債権者集会の決議が必要となる。
- ところが、現行法上、バーチャルのみで社債権者集会を開催することはできないため、社債権者集会の開催に際しては、物理的に出席可能な会場の確保が必要となり、社債権者集会の機動的な開催の障壁となっている<sup>17</sup>。また、ハイブリッド型での開催の可否も解釈に委ねられており、社債権者集会の開催方法の選択肢を狭めている。
- 社債権者集会のバーチャル化を実現し、迅速かつ機動的な社債権者集会の開催を可能とすることは、実効的なコベナントの付与を促進することにも寄与し、ひいては、企業の成長資金調達重要なツールの一つである社債市場の活性化に繋がると考えられる<sup>1819</sup>。

### 2.4.3. 制度設計

- 以下の点を除き、基本的に、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の制度設計とすることが考えられる。
  - 社債権者集会の構成員は社債権者であり、定款の定めを設けるために株主総会を開催して株主の意思を確認する必要性は乏しい。そのため、バーチャルオンリー株主総会において定款の定めを要件とする場合も、バーチャルオンリー社債権者集会については開催要件とする必要はない。
  - また、株主総会と異なり、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。

---

<sup>17</sup> 近時は個人向け社債が増加傾向にある。個人向け社債では社債権者が多数に及ぶ傾向があり、バーチャル化が認められないと大規模な会場確保が必要となるため、機動的な社債権者集会の開催がより一層困難となる。

<sup>18</sup> その他、社債権者集会は発行会社のデフォルト時等の緊急性が高い場合にも開催する必要があるため、迅速かつ機動的な社債権者集会の開催を実現する必要性は、実務上特に大きいものといえる。

<sup>19</sup> 中長期的には、社債権者集会の役割・あり方を踏まえ、社債権者集会制度全体について見直しを検討していくことも考えられる。

## 2.5. 責任限定契約

### 2.5.1. 背景

- 前述のとおり、企業を取り巻く外部環境が複雑化している中、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現するためには、そうした外部環境を成長機会として捉え、中長期目線での攻めの成長投資を行っていく必要がある。そのためには、既存路線の単なる継続や延長線上の対応ではなく、大胆な経営改革を行うことも重要な意味を持ち、各企業のコーポレートガバナンス体制や、その基盤となる法制度はこのようリスクテイクを後押しするものがある必要がある。

### 2.5.2. 現行制度の課題・改正の方向性

- 現行法上、業務執行取締役・執行役（以下「業務執行取締役等」という。）の任務懈怠責任の全額を免除するためには総株主の同意が必要とされている。また、業務執行取締役等に悪意や重過失がなく、その一部を免除するにすぎない場合も都度、株主総会の特別決議等の手続を経ることが必要とされている<sup>20</sup>ため、業務執行取締役等において、悪意や重過失なく負担した任務懈怠責任についても、免除されるか否かについて予見可能性が認められない状況となっている。
- 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）は悪意や重過失なく任務懈怠責任を負担した場合の責任上限額を定めるものであり、業務執行取締役等が個人で負担するリスクの予見可能性を高めるものと考えられるが、現行法上、業務執行取締役等は責任限定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。
- このような問題を解消し、業務執行取締役等の適切なリスクテイクを促進する観点から、多くの企業において、業務執行取締役等との間でD&O保険契

---

<sup>20</sup> 定款に規定した場合は、業務執行取締役等に悪意や重過失がなく、かつ、「責任の原因となった事実の内容、当該役員等の職務の執行の状況その他の事情を勘案して特に必要」と認められるときにおいて、取締役会決議によって業務執行取締役等の責任の一部を免除することが可能とされている。但し、この場合も、合計議決権3%を保有する株主が異議を申し立てた場合は、責任を免除することができない。

約<sup>21</sup>を締結している。

- ▶ 経済産業省が実施した委託調査<sup>22</sup>によれば、業務執行取締役との間で D&O 保険契約を締結している上場企業は約 9 割存在する<sup>23</sup>。
- ▶ 同調査によれば、業務執行取締役との間で D&O 保険を締結している企業のうち、約 97%が取締役の適切なリスクテイクを促すことを目的としている<sup>24</sup>。

- しかし、以下のとおり、D&O 保険では補償上限額や支払除外事由が規定される場合もあり、D&O 保険のみでは不十分な場合もあると考えられる。
  - ▶ 令和 5 年度 CG 委託調査によれば、社外取締役との間で、責任限定契約と D&O 保険の両方を締結している企業は 7 割以上存在する<sup>25</sup>。
  - ▶ 同調査によれば、社外取締役を含む非業務執行取締役との間で責任限定契約を締結している企業のうち、D&O 保険では上限額や除外事項が定められることが多いことを理由に、非業務執行取締役との間で D&O 保険に加えて責任限定契約を締結している企業は約 3 割見られた<sup>26</sup>。
- そこで、経営者の適切なリスクテイクを可能とし、大胆な成長戦略の実現を後押しするという観点から、業務執行取締役等も責任限定契約を締結できるようにすることが望ましい。

---

<sup>21</sup> 「D&O 保険」とは、保険契約者である会社と保険者である保険会社の契約により、被保険者とされている役員等の行為に起因して、保険期間中に被保険者（役員等）に対して損害賠償請求がなされたことにより、被保険者（役員等）が被る損害を填補する保険をいう。

<sup>22</sup> 令和 5 年度 産業経済研究委託調査事業（日本企業のコーポレートガバナンスの実質化に向けた実態調査）（以下「令和 5 年度 CG 委託調査」という。）。

<sup>23</sup> プライム市場上場会社及びスタンダード市場上場会社を対象（有効回答数：647 社）。「このポジションを設置していない」と回答した企業は除外して集計。

<sup>24</sup> プライム市場上場会社及びスタンダード市場上場会社を対象（有効回答数：620 社）。

<sup>25</sup> プライム市場上場会社及びスタンダード市場上場会社を対象（有効回答数：730 社）。「このポジションを設置していない」と回答した企業は除外して集計。

<sup>26</sup> プライム市場上場会社及びスタンダード市場上場会社を対象（有効回答数：567 社）。

### 3. 機関設計制度

#### 3.1. 改正の意義・範囲

- 各企業における機関設計（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）は各企業におけるコーポレートガバナンス体制の基盤となるものであり、機関設計制度は、各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ことを可能とし、後押しするものであることが必要である。
- 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企業になじむ機関設計と考えられている。しかし、以下のとおり、社外取締役が取締役の過半数を占める場合でも、指名委員会・報酬委員会の決定を覆すことができない点で、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となっているとの指摘が見られる。
  - 現行法上、指名委員会等設置会社における取締役候補者の指名権限や、取締役・執行役の報酬の決定権限は、それぞれ指名委員会・報酬委員会に帰属し、取締役会はその決定を覆すことはできないこととされている。
  - 指名委員会等設置会社の制度創設時は、社外取締役の適任者が少なかったことに鑑みて、社外取締役が過半数を占める取締役会と同等のモニタリング機能を果たすことができるよう、社外取締役が過半数を占める委員会に指名・報酬の最終決定権限を帰属させたものである<sup>27</sup>。
  - 制度創設以降、環境が変化し、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が増加したにもかかわらず<sup>28</sup>、このような会社においても、一部の取締役のみが参加する指名委員会に、指名の決定権限を帰属させることは不適切であるとの指摘がある<sup>29</sup>。
- 他方で、以下のとおり、上場会社の中でも相対的に少数の指名委員会等設置会社のみを見直しを行う必要性は高くなく、むしろ、各機関設計制度の創設以降相当期間が経過し、社会経済環境が大きく変化していることを踏まえ、

<sup>27</sup> 始関正光『Q&A 平成14年改正商法』70-71頁（2003年）

<sup>28</sup> 2024年10月24日時点において、指名委員会等設置会社を採用する上場企業（株式会社東京証券取引所に上場する企業に限る。）95社のうち、取締役の過半数を社外取締役が占める企業の割合は80%（76社）である（一般社団法人日本取締役協会「東京証券取引所上場企業指名委員会等設置会社リスト（2024年10月24日時点）」（2024年））。

<sup>29</sup> 例えば、富山和彦「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第29回）意見書」。

機関設計制度全体について見直しを検討していくべきとの指摘もある。

- 監査等委員会設置会社・監査役会設置会社では、取締役全員で取締役候補者を決定することが可能である。そして、任意の指名・報酬委員会の導入が進んでいること等に鑑みると、指名委員会等設置会社において、これを実現すべき必要性も明確ではない。
- モニタリングモデルを志向する企業において使いやすい機関設計制度を整備するのであれば、委員会の権限のみを見直すのではなく、株主総会と取締役会の権限配分のあり方、ひいては株主権の在り方等との関連性も意識しながら制度全体について見直しを検討するべきである。

- 研究会でも、以下のとおり、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、逆に、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ところであり、指名委員会等設置会社における委員会の権限の優先的な見直しの要否については引き続き検討していく必要がある。

**【優先的に見直すべきとの意見の例】**

- 指名委員会等設置会社の数自体は多くないものの、指名委員会等設置会社に移行を検討する際に、指名委員会に指名の最終決定権限があることがその障壁となっているという企業の事例はよく聞くとおりであり、優先的に議論すべきである。
- 取締役会ではなく、指名・報酬委員会が指名・報酬の最終決定権限を有する状況は海外主要国の制度設計とも異なるところであり、指名委員会等設置会社の制度についても、海外投資家にとってわかりにくい制度となっている。

**【優先的な見直しは不要とする意見の例】**

- 取締役全員で指名・報酬の最終決定をしたいのであれば、取締役全員を指名委員とし、(必要に応じて) その一部の委員で事前審議を行う運用で解決できることから、喫緊の問題とは言えない。
- 多くのプライム市場上場企業では、監査等委員会設置会社や監査役会設置会社においても指名委員会が設置され、そこで取締役候補者の決定が実質的に行われており、取締役会はそれを形式的に承認しているにすぎないという点で、実態は指名委員会等設置会社と相違なく、それ自体に問題はない(指名の詳細な議論は委員会における少人数の議論が適している。)

一部の取締役のみが参加する委員会が取締役候補者の決定をすることについて問題が生じているのであれば、それは、取締役会・委員会での

議論の仕方や、委員会における議論が適切に取締役会に報告されていないこと等に起因する問題、すなわち運用上の問題であり、制度上の問題ではないのではないか。

### 3.2. 指名委員会等設置会社の委員会の権限を優先的に見直す場合の方向性

- 指名委員会等設置会社の委員会の権限を優先的に見直す場合、以下のとおり、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取締役候補者の指名権限は取締役会に帰属させるべきである<sup>30</sup>。
  - 本来的には、取締役会の中の一機関である指名委員会ではなく、取締役会自体が取締役候補者の指名権限を有するべきである。
  - 前述のとおり、現行制度は社外取締役の適任者が少なかった背景に鑑みて創設されたものであるが、環境が変化し、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が増加した現在において制度創設時の趣旨は妥当せず、このような会社では指名権限を取締役会に帰属させるべきである。
  - なお、この場合においても、企業が、指名について少人数での議論を必要と考える場合に、諮問委員会としての指名委員会を設置し、そこで指名の議論を行い、発議・勧告等をさせることは十分考えられる。
- また、同様に、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は取締役会に帰属させることも考えられる。この場合、監査役会設置会社や監査等委員会設置会社においては、社外取締役が過半数を占める場合も株主総会において取締役の報酬等の金額を定める必要がある<sup>31</sup>とされているため、当該機関設計との整合性について留意する必要がある<sup>32</sup>。

---

<sup>30</sup> 取締役候補者の指名権限を取締役会に帰属させる場合の詳細な制度設計（取締役の過半数が社外取締役である場合に①取締役会が指名委員会の決定を覆せることとする、②定款で、指名委員会の権限を(i)最終決定権限（現行の指名委員会を維持）とするか、(ii)取締役の選解任の発議・勧告権限のみとするかを選択可能とする、等）については、今後の検討が必要となる。

<sup>31</sup> 株主総会においては、取締役全員に支給する総額の上限額のみを定めればよいと解釈されており、実務上、各取締役に対する具体的な配分については取締役会の決定に委ねることが一般的である。

<sup>32</sup> 研究会では、指名委員会等設置会社は主としてモニタリングモデルを志向する会社が「社外取締役が過半数を占める機関が一定の事項の決定権限を有する機関」と位置付けることにより、監査役会設置会社や監査等委員会設置会社との差異を説明することができるとの意見があった。

### 3.3. 機関設計制度全体を見直す場合の方向性

- 機関設計制度全体の見直しについて検討する場合は、現行の機関設計制度について、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。その際、（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）株主総会と取締役会の権限配分のあり方、ひいては株主権の在り方等との関連性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。
- なお、現行の機関設計については、例えば以下のような指摘が見られることから、機関設計制度全体の見直しを行う場合は、必要に応じて、これらの指摘についても考慮した検討を行うことが考えられる。
  - 3つの機関設計制度が存在することで、特に海外投資家にとって複雑でわかりにくい制度となっている。
  - 監査役会設置会社であっても、社外取締役が取締役の過半数を占め、モニタリングモデルを志向する企業が存在するにもかかわらず、執行に対して権限委譲が可能な範囲が制限されており、迅速な意思決定の妨げとなっている。

## 4. エンゲージメント（対話の実質化・効率化）

### 4.1. 実質株主の情報開示制度

#### 4.1.1. 改正の意義

- 「稼ぐ力」を強化し、中長期的な企業価値の向上を図るためには、株主とのエンゲージメントを通じて経営を改善していくことも重要となる。とりわけ、企業が株主に対して、長期ビジョンや具体的な経営戦略を含む価値創造ストーリーを示し、エンゲージメントを通じてこれらをブラッシュアップしていくことは有意義である。
- 企業が株主とのエンゲージメントを行っていくためには、株式の議決権の指図権限を有する実質株主が誰であるかを把握することが必要であり、また当該エンゲージメントに際しては、実質株主の保有株式比率も踏まえて実施することも考えられる。
  - 現に、実質株主の情報を踏まえて株主に対して対話を申し入れて実際に応じてもらっている事例<sup>33</sup>や、株主との対話に際して、当該株主の保有比率やその動向を踏まえて対話を実施する事例等も存在し、実質株主の情報は株主との対話において活用されている。
- 他方で、現行制度上、大量保有報告制度<sup>34</sup>の適用対象となる場合を除き、企業が実質株主を把握する制度が存在しない。また、そもそも、大量保有報告制度は市場の透明性・公正性を高め、投資者を保護することを目的とする制度であり、当該制度に基づき開示されている情報は、企業がエンゲージメントの際に利用する情報としては、以下のような理由から不十分な場合もある。
  - 大量保有報告制度の適用対象となるのは、保有割合が5%を超える実質株主であるが、企業によっては、保有割合が5%以下の実質株主の間でもエンゲージメントを行うことが重要である場合がある。
  - また、大量保有報告書の提出遅延は相次いでおり、大量保有報告制度の

---

<sup>33</sup> 例えば、企業規模が小さく、機関投資家側からは対話を打診されないような企業において、実質株主情報を活用することで、企業側から対話を打診している企業も見られる。

<sup>34</sup> 大量保有報告制度とは、株券等の大量保有者に一定の開示を求める制度であり、実質株主を含めて、株券等保有割合が5%超である者は大量保有報告書の提出が義務付けられている。



実効性が確保されていないとの指摘がなされている<sup>353637</sup>。

- その結果、令和5年度CG委託調査によれば、50%以上の上場企業が定期的に実質株主判明調査を行っている<sup>38</sup>。もっとも、実質株主判明調査は、把握できる株主の範囲に限界があることや、調査に多額の費用負担が発生することが課題として指摘されており、企業が効率的かつ正確性をもって実質株主の情報を取得することを可能とする制度を整備する必要がある。

#### 4.1.2. 制度設計

- 具体的な制度設計としては、欧州諸国の制度を参考に、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とすべきである<sup>3940</sup>。
- また、このような制度を整備する場合は、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る。
  - 研究会において、制度の実効性を確保するためには、当該質問に対して回答しない株主や、意図的に虚偽の回答を行う株主の議決権を停止すべきとの意見が見られた。
  - 議決権の停止は、強力な制裁ではあるが、制度の実効性を確保する観点からは、(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違反した株主の議決権を停止することが可能な制度とすることが望ましい<sup>41</sup>。

<sup>35</sup> 金融庁「金融審議会 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ 報告」14頁(2023年)

<sup>36</sup> このような指摘を踏まえて、共同保有者の認定に係る立証の困難性の問題を解決すべく、役員兼任関係や資金提供関係など、一定の外形的事実がある場合に「共同保有者」とみなす規定を政令において整備することが予定されている。

<sup>37</sup> 金融庁が公表した「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム 2024」(2024年6月7日公表)においては、「建設的な目的を持った対話に資する協働エンゲージメントの促進や、実質株主の透明性確保に向けて、スチュワードシップ・コードを見直すべきである。」としている。金融庁は、現在「スチュワードシップ・コードに関する有識者会議」を開催し、実質株主の透明性確保に向けた見直しを含め、スチュワードシップ・コードの改訂に向けた議論を行っている。

<sup>38</sup> プライム市場上場会社及びスタンダード市場上場会社が対象(有効回答数:730社)。

<sup>39</sup> 金融庁「金融審議会 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ 報告」においても同趣旨の提言がなされている。

<sup>40</sup> 実質株主の情報の必要性や重要性は企業によって異なるところであり、全ての企業に対して、実質株主の調査義務を課すような制度とすることは望ましくない。

<sup>41</sup> また、研究会において、「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

- 加えて、このような制度を整備するに際して、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あり方についても検討されることが期待される。

## 4.2. 一体開示

### 4.2.1. 検討の意義・方向性

- 企業が開示・提供する会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報は株主とのエンゲージメントを行う上での基盤となるものであり、企業が株主とのエンゲージメントを、中長期的な企業価値の向上に資するような建設的・実効的なものとするためには、そうした情報を、分かりやすく有用性の高い形で開示することが重要である。
- 日本企業は、会社法に基づく事業報告及び計算書類（以下「事業報告等」という。）、金融商品取引法に基づく有価証券報告書（以下「有報」という。）、東京証券取引所の定めるコーポレートガバナンス報告書等、様々な媒体を通じてこれらの情報を開示している。
- これらのうち、事業報告等と有報の記載事項は大部分において重複しているにもかかわらず、両書類を別個に作成し、別日に開示する実務が定着している。その結果、一部の企業や株主において負担が生じている可能性がある
  - 企業の観点からは、両書類の記載事項が重複している一方で、細目において細かい差異が存在し、また両書類の一般的なフォーマットも異なるため、企業によっては実務上の負担が生じているとの意見がある<sup>42</sup>。
  - 株主の観点からは、企業との対話や議決権行使を行うための情報の開示媒体が分散していることで、分かりにくいものとなっている可能性がある<sup>43</sup>。
- そのため、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（一体

---

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の素性を、エージェントである経営陣が知ることは、当然に認められてしかるべきである。この考えに立てば、議決権の停止は当然に認められるべきだ。」との意見があった。

<sup>42</sup> 研究会では、事業報告等と有報の記載内容や用語の共通化は進展してきているため、一体開示を実施したとしても、企業によっては、それによる効率化・合理化の効果は限定的との意見もあった。

<sup>43</sup> グローバルな機関投資家によって創設された国際コーポレートガバナンス・ネットワーク（ICGN）は、日本において議決権行使のための情報が分散している状況を踏まえ、情報を有価証券報告書に統合することを推奨している。

開示)を通じて開示書類作成を効率化・合理化することを志向する企業が、それを任意に進めることができる環境整備を行うことは有意義と考えられる。それにより企業負担が軽減した場合は、非財務情報の充実等、企業が重視する他の開示事項についての開示の質を高めることに人材と時間を充てることが可能となり、株主との間で、企業の中長期的な成長に向けた実効性の高い、建設的な対話が促進される可能性がある。

- このような観点から、経済産業省はこれまで法務省・金融庁と連携し、一体書類の記載例の公表(2018年12月)や、一体的開示のFAQの公表(2021年1月)等、一体的開示<sup>44</sup>や一体開示の実現を可能とする取組を進めてきた。
- それにもかかわらず、現時点で一体開示を行った企業は存在しないところ、一体開示を志向する企業にとって、制度上・実務運用上の課題・障壁となっている事項を整理することは重要と考えられる。

#### 4.2.2. 制度上の課題・障壁

- 有報は事業報告等に比べて詳細な事項が記載される場所、一体開示をした場合に、監査役等<sup>45</sup>の会社法上の監査義務の対象が、有報の全部なのか、それとも有報の一部なのか(その場合、どの部分なのか)についての解釈が不明確となっている。また、もし有報の全部について監査を行う必要があるとすると、今後、有報の非財務情報が増加していく状況において、監査役等の監査の負担が重くなり、一体開示を志向する企業がそれを任意に行う際の障壁となる可能性がある。
  - 一体開示をした場合には、監査役等の監査対象が有報の一部に限定されるよう、会社法・会社法施行規則の改正又は解釈の明確化を行うことも考えられる。
- 電子提供措置を行った場合でも、株主から株主総会資料の書面交付請求を受けた場合は、招集通知に際して、当該資料の書面交付を行う必要がある。そして、一体開示をした場合、(分量の多い)有報全体を書面交付する(印刷等の負担増)か、書面交付用の書面<sup>46</sup>を別途作成する必要がある。書面交付

---

<sup>44</sup> 「一体的開示」とは、両書類を同時かつ一体の書類として作成する「一体開示」に限らず、事業報告等と有報の記載内容や用語を共通化するなど、両書類を別個に作成する場合や、段階的に開示する場合も含む。

<sup>45</sup> 監査役、監査等委員、監査委員をいう。以下同じ。

<sup>46</sup> 書面交付請求を受けた場合の交付書面は、事業報告等(一体開示をした場合は一体書類)のうち、一部の事項のみを記載すれば足りることとされている。

請求に対応する場合、その作成・印刷に少なくとも1～2週間の期間を要するため、招集通知の発送（株主総会の15日前まで）の1～2週間以上前に有報を完成することが必要となり、（現行の株主総会日程を維持する場合）一体開示を志向する企業がそれを任意に行う際の障壁となる可能性がある。

➤ 一定の要件のもと、書面交付請求の規定を不適用とすることが考えられる。他方で、後述のとおり、株主総会を後ろ倒しすれば、本制度は一体開示を進めるに際してさほど大きな障壁とはならないと考えられることから、改正の要否については今後検討を深めていく必要がある。

#### 4.2.3. 実務上の課題・障壁

- 一体開示を行う場合は、株主総会の3週間前までに有報を作成・開示する必要がある<sup>47</sup>が、有報の作成負担は重いため、株主総会開催日を後ろ倒ししない限り、対応は困難な場合が多い。
- 現行法上も、議決権行使基準日を変更することで、株主総会を後ろ倒しすることも可能であるが、株主総会を後ろ倒しした場合は、例えば、取締役人事や、配当の支払時期が後ろ倒しされることで問題が生じる可能性が指摘されている。
- しかし、研究会では、取締役人事や配当の支払時期が後ろ倒しされるとしても大きな支障は生じないのではないかと、との意見があった。そのため、一体開示を志向する企業が、株主総会日程の後ろ倒しを進めるに当たって、真に何が課題・障壁となっているかを特定し、適切な施策を検討していくことが考えられる。

#### 4.2.4. 今後の検討の方向性

- 研究会では、概要以下のような意見も見られた。このような指摘も踏まえ、建設的で実効的な企業と株主の対話を促進するという観点から、企業は、いつ、どのような情報を、どのような形式で開示し、それを踏まえて、企業と株主の間で、いつ、どのように対話（株主総会プロセスを通じた対話を含む。）を行っていくべきか、それを後押しするための制度設計はどのようにあるべきか、という開示と対話の在り方の全体について今後検討をより深めていくことが期待される。
- 会社法と金融商品取引法で二元的な計算開示制度を採用しているとい

---

<sup>47</sup> 事業報告等は遅くとも株主総会の3週間前までに電子提供措置をとる必要があるが、一体開示の場合は、それまでに有報のEDINET開示が必要となる。

う国は比較法的に極めて稀であることを踏まえ、上場会社については法制度の見直しを通じて事業報告等と有報等の法制度上の一本化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、慎重に検討すべきである。
- ▶ 一体開示を行った場合に、企業と株主の対話を促進されるようにするためには、株主総会の相当期間前に一体書類の開示がなされることが重要である。
- ▶ 一体開示がなされた場合も、株主総会の開催日が集中している現状では、株主総会前にその全てを検討することは難しく、株主総会開催日が分散されない限り、株主総会日までに、当該開示を踏まえた対話や議決権行使を行うことは困難である。
- ▶ 政策保有株式の保有状況、役員報酬等は招集通知等でも総会前開示が進むと、株主の適切な意思決定に資すると考えている。
- ▶ 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どの程度、どのような意義があるかについて整理されることが望ましい。
- ▶ 金融庁において、非財務情報の開示の在り方について議論がなされているため、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。

### 4.3. バーチャルオンリー株主総会

#### 4.3.1. 改正の意義・方向性

- 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、開催に多額の費用・人員が必要となり、非効率を指摘する声も見られるところ、バーチャルオンリー株主総会（物理的な会場を設けることなく、取締役や株主等がインターネット等の手段を用いて出席する株主総会）では、物理的な会場の確保が不要となり、運営コストの低減を図ることができると考えられている。
- また、バーチャルオンリー株主総会を実施している企業からは、株主総会をバーチャルで開催する場合は文章での質問がなされるため、口頭による場合に比べて、質問の趣旨が明確となり、株主とのコミュニケーションが円滑になったとの意見もあった。
- 加えて、感染症の拡大や天災地変が発生した場合にも、毎年の開催が必要な株主総会をバーチャルのみで開催可能とすることは有意義と考えられる。

- 現行会社法に基づきバーチャルオンリー株主総会を開催することはできないとの意見が有力であるところ、産業競争力強化法は、会社法の特例を措置し、これを可能としているが、同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、経済産業大臣及び法務大臣の確認を受けることが必要とされており、企業にとって一定の負担が生じている。
- そこで、会社法上、バーチャルオンリー株主総会の開催を可能とし、確認手続を不要とすることに加えて、バーチャルオンリー株主総会の開催に際してその他に課題となっている事項がある場合には、それを解消することにより、株主総会のバーチャル化を志向する企業において使いやすい制度とすることが望ましい。

#### 4.3.2. バーチャルオンリー株主総会の開催要件

- 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するところ、会社法の改正によって逆にこれらの企業における負担が増加することのないよう、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とするべきである<sup>48</sup>。
  - 例えば、デジタルデバイドの株主の利益確保への配慮措置として、事前の書面による議決権行使を推奨するにとどまり、通信機器の貸出しや電話での出席を認めていない企業も存在することに鑑みると、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。
- また、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、審査基準に例示された通信障害対策が備わったシステム<sup>49</sup>を用意するには、企業に相応の負担が生じているとの意見もあるところであり、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<sup>50</sup>。

<sup>48</sup> また、現行法上、ハイブリッド出席型バーチャル株主総会は通信障害対策等について特段の要件なく開催することが可能と解釈されているところ、ハイブリッド出席型バーチャル株主総会に係る規律を会社法に規定する場合も、同様に、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とするべきである。

<sup>49</sup> 審査基準では、①通信の方法に係る障害に関する対策に資する措置が講じられたシステム（例えば、十分な通信キャパシティを有するシステム）を用いることや、②通信の方法に係る障害が生じた場合における代替手段（例えば、予備回線）を用意すること等が例示されている。

<sup>50</sup> 研究会では、通信障害対策を開催要件として厳格に設定した場合は、企業にとって過度な負担となり、バーチャルオンリー株主総会が利用されない可能性がある、との意見があった。

- そもそも、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（結果的に通信障害が一切発生しなかった場合でも、通信障害対策を怠っていたことを理由に株主総会決議が取り消される可能性があることは合理的ではない。）。
- 他方、下記「**4.3.3. 通信障害が発生した場合の取扱い**」のとおり、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。この場合も、合理的に求められるべき通信障害対策の内容は、会社の規模や各時代における通信技術レベルによって異なってくると考えられるため、硬直的な要件とするのではなく、各企業の状況に応じて適用されるような柔軟な制度設計とすることが望ましい。

#### 4.3.3. 通信障害が発生した場合の取扱い

- 通信障害対策を十分に講じて実施されたバーチャルオンリー株主総会であっても、通信障害が発生するリスクは払拭できないところ、通信障害に起因する株主総会決議の取消しリスクがバーチャルオンリー株主総会の利用の障壁になっている可能性がある<sup>51</sup>。
  - 現に、令和5年度CG委託調査によれば、バーチャルオンリー株主総会開催のハードルとして、通信障害のリスクを指摘する企業は約8割存在した<sup>52</sup>。
  - また、バーチャルオンリー株主総会を開催している企業においても、通信障害による株主総会の決議取消のリスクを不安に感じているとの意見も多く見られた。
- そのため、企業が通信障害の対策を十分に行っていた場合は、通信障害に起因する株主総会決議取消事由の範囲を限定する（例えば、故意又は重過失による場合に限る）ことが望ましい<sup>53</sup>（なお、ハイブリッド出席型バーチャル

<sup>51</sup> 研究会でも、日本企業におけるバーチャルオンリー株主総会の開催事例が多くないのは、通信障害に起因する株主総会決議の取消しリスクを懸念しているためとの意見が多く見られた。

<sup>52</sup> プライム市場上場会社及びスタンダード市場上場会社が対象（有効回答数：731社）。

<sup>53</sup> 研究会では、事前の議決権行使によって決議結果が確定している場合には、大規模な通信障害により、株主総会が不存在と評価されるような場合であっても、決議が適法になされたものとするべきとの意見が見られた。

株主総会でも同様の問題が生じうることから、ハイブリッド出席型バーチャル株主総会においても同様の手当てを行うことが望ましい。)

#### 4.3.4. その他

- バーチャルで出席する株主については、リアル株主総会の出席者に比べて、物理的に議長と対峙していないことや、他の株主の動向や挙動について確認が困難であるなど、質問等の心理的ハードルが下がるため、個人的な攻撃等、濫用的に質問権が行使される事例が多く見られるとの指摘がある<sup>54</sup>。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<sup>55</sup>。
- 逆に、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を懸念する投資家の意見が存在する。このような投資家の懸念を解消する観点からは、各企業の判断により、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と考えられる。

### 4.4. 株主提案権

#### 4.4.1. 背景

- 近年、以下のとおり、株主総会において濫用的に株主提案権が行使された結果、企業において多大な対応コストが発生し、他の株主との建設的・実効的なコミュニケーションに時間と労力を割くことが妨げられている事例が見られるとの指摘がある<sup>56</sup>。
  - 株主提案権が行使された場合、提案株主との折衝、株主提案に対する取締役会の意見の検討・作成、株主提案を踏まえた議事運営の準備等、対

<sup>54</sup> 研究会では、ハイブリッド出席型バーチャル株主総会を含めてバーチャルで参加する株主は、リアル株主総会の出席者に比べて濫用的な動議や質問権の行使が多くなされているため、議長の議事整理権を広く解釈する等、リアル株主総会とは異なる取扱いをするべきとの意見が見られた。

<sup>55</sup> 例えば、「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」(2020年2月26日策定)では、質問を取り上げる際のコエ方、個人情報が含まれる場合や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コエ方について、あらかじめ運営ルールとして定め、招集通知や自社ウェブサイト上で通知するといったコエ方を提示している。

<sup>56</sup> 例えば、経営法友会会社法研究会「会社法改正に関する提言 株主総会における議決権の事前行使制度および株主提案権について」(2024年9月)。



応に相当の時間・コストがかかり、会社にとって大きな負担となる。

- ▶ 濫用的な株主提案がなされた場合も、企業は上記のような多大なコストをかけて対応することが必要となり、他の株主との建設的・実効的なコミュニケーションに時間と労力を割くことが妨げられている。

#### 4.4.2. 現行制度の課題・改正の方向性

- 現行法上、総議決権の1%以上又は議決権300個以上を6か月以上保有する株主は株主提案が可能とされている。
- 他方で、近年、個人投資家が投資しやすい環境を整備するため、多くの会社において投資単位を引き下げるために株式分割を行っており<sup>57</sup>、その結果、非常に少数の議決権割合しか有しない株主であっても株主提案が可能となり、濫用的な株主提案がなされているとの指摘がある<sup>58</sup>。
- また、そもそも議決権数を基準として要件を設定する場合、株式分割等の事由によって、株主提案を行うために必要となる議決権割合や必要投資額が大きく変動することになり、合理的ではないと考えられる（現に、米国や欧州諸国（英国、フランス、ドイツ）では、株主提案権の議決権要件として議決権数を基準とした要件は設定されていない<sup>59</sup>。）。
- 令和元年の会社法改正に係る法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会において、議決権数を基準とした要件の削除について議論が行われたが、以下のような理由から改正が見送られた<sup>60</sup>。
  - ▶ 令和元年の会社法改正における、株主提案議案数の制限に関する規定の新設によって濫用的な株主提案は一定程度排除することができる。
  - ▶ 個人株主による株主提案権の行使を過度に制限してしまうおそれがある。
- そのため、濫用的な株主提案の実態を踏まえ、（令和元年の会社法改正後においても）現にそのような事態が発生している場合は、濫用的な株主提案を防止し、他の株主との建設的・実効的なコミュニケーションに時間と労力を

<sup>57</sup> 株式会社東京証券取引所は、個人投資者が投資しやすい環境を整備すべく、上場会社に対して投資単位の引下げに係る検討の要請を行うとともに、投資単位が100万円以上の企業のリストを公表している。

<sup>58</sup> 2024年6月の株主総会において株主提案を受けた企業数は、2014年と比べて3倍以上となっている（株式会社大和総研「2024年6月株主総会シーズンの総括と示唆」10頁（2024年））。

<sup>59</sup> 一般財団法人比較法研究センター「株主提案権の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書」138-139頁（2016年）

<sup>60</sup> 竹林俊憲『一問一答 令和元年改正会社法』69頁（2020年）

割くことを可能とするという観点から、株主提案権の要件のうち、議決権数を基準とする要件（議決権 300 個）は廃止すること望ましいと考えられる。

- 他方で、その場合には、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る、例えば、代替的に、投資金額の要件（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<sup>61</sup>等）を設定することの要否等も含めて、今後検討をする必要がある。
- また、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、取締役会を通じて価値創造ストーリーやそれに基づく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。

## 4.5. 書面決議制度

### 4.5.1. 改正の意義・方向性

- 非上場会社は、相対的に少数の株主により株式が保有されていることにより、迅速な意思決定に基づく柔軟な経営を行うことができると考えられているところ、このような非上場会社のメリットを活用できるような制度を整備することで、非上場会社を含む日本企業の「稼ぐ力」の強化を後押しすることが可能と考えられる。
- 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として、株主総会の書面決議制度（株主の全員が株主総会議案について書面等により同意の意思表示をした場合は、実際に株主総会を開催することを要しないとする制度）が活用されている<sup>62</sup>。
- 他方で、非上場会社であっても、ごく少数の株主の同意が得られないこと等により書面決議を利用することができない事例がある。特に、スタートアップ

---

<sup>61</sup> 例えば、アメリカでは「市場価格 2000 米ドル又は 1%以上の議決権付株式の保有」が、イギリスでは「①議決権総数の 5%以上を有する株主、又は②1 人あたりの平均払込済金額が 100 ポンド以上の議決権付株式を有する 100 名以上の株主」が、ドイツでは「5%又は持分価格が 50 万ユーロ以上の保有」が株主提案権の要件とされている（一般財団法人 比較法研究センター「株主提案権の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書」138-139 頁（2016 年））。

<sup>62</sup> 本制度は、株主全員の同意がある場合に、株主総会決議の原則（株式総会を会議体として開催し、審議・採決・決議のプロセスを経ること）の例外を認めるものである。

プ企業は、特に経営のスピード感が求められるにもかかわらず、古い創業メンバーや個人のエンジェル投資家、海外のベンチャーキャピタル（VC）を含め、株主が多数となっていることも多く、株主のうち1名に連絡が取れない等の理由により書面決議が利用できず、株主総会決議を必要とする事項について迅速な意思決定が妨げられるようなケースが生じている<sup>63</sup>。

- このように、非上場会社では、創業者等の特定の株主が多数の議決権を保有していることにより、決議の結果が予め決まっているにもかかわらず、非常に少数の株主と連絡がとれないために書面決議を利用できないケースが典型的に存在し、機動的な経営を妨げられているため、非上場会社について書面決議要件の緩和を検討することが望ましい。

#### 4.5.2. 制度設計

- 非上場会社におけ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、以下の措置等を含め、制度設計について検討していく必要がある。
  - 全株主に対して書面決議の対象とする議案の（書面又は電磁的な方法による）通知を義務付ける。
  - 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。
  - 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<sup>64</sup>。
  - 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。

#### 4.6. 株主総会の在り方

---

<sup>63</sup> 研究会では、増資等の株主総会決議事項の決定が約1週間（株主総会の招集に要する期間）遅れることで重大な支障が生じるような緊急性のあるケースは通常想定しがたい、との意見もあった。

<sup>64</sup> 例えば、米国デラウェア州会社法では定時株主総会における取締役の選任が、英国会社法では、任期満了前の取締役、会計監査役の解任が例外として規定されている（公益社団法人商事法務研究会「令和元年度産業経済研究委託事業（持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究）（株主総会に関する調査）成果報告書」38頁、57頁（2020年））。

#### 4.6.1. 株主総会の在り方

- 上場会社における株主総会についても非効率性が指摘されており、例えば、事前の議決権行使によって決議の帰趨が見えているような場合であっても、多額の費用をかけて、厳格な手続に則り（また、それに備えた周到な準備を行い）、株主総会を開催することの必要性を疑問視する声がある<sup>65</sup>。
- そもそも、株主総会において厳格な手続が必要とされているのは、株主総会に意思決定機関としての側面に加えて、会議体としての側面があるためと考えられている。ここでいう会議体とは、主として意思決定に向けた審議の場を意味しているが、株主総会当日がこのような審議の場としての役割を果たすことのできるよう、会社法では、以下の権利・権限が認められており、これらが公正に機能することを確保するために（これらの手続を遵守しなかった場合に株主総会決議を取り消すことができるよう）、株主総会決議取消の訴え等の規定が存在する。
  - 株主が、株主総会当日に、取締役等に質問等を行う権利（株主の質問権・取締役等の説明義務）、
  - 議長が、審議を行うにあたって必要な秩序を維持し議事を整理する権利（議長の議事整理権）
  - 株主が、株主総会当日に、議案提案を行う権利（株主による議案提案権（いわゆる動議））
- 他方で、会議体の構成員である株主が極めて多数に及ぶ上場会社においては、以下のとおり、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の指摘がある。
  - 取締役の選任等の株主総会決議事項に関する意思決定に向けた審議は、実質的には、年間を通じた情報開示や、企業と株主との対話、及びそれを踏まえた事前の議決権行使によって果たされており、株主総会議案の帰趨は（株主総会当日の質問・説明内容等にかかわらず）株主総会当日以前に決していることも多い。
  - また、株主総会当日に株主よりなされる質問には、議案の内容に直接関係しないものが含まれることも多く見られる<sup>66</sup>。

<sup>65</sup> 研究会では、年間を通じた投資家との対話等、株主とのコミュニケーションの在り方が昔と大きく変わっているにもかかわらず、株主総会を多額な費用を開催することの不合理性を指摘する意見が非常に多く見られた。

<sup>66</sup> 株主総会において質問を受けた上場企業のうち、少なくとも 56.7%の企業が、議案の関係

- このような実態を踏まえ、会議体としての機能を果たすために認められている規律の意義・在り方を見直したうえで、現行の株主総会の実態に沿った形で、株主総会の手続を効率化、合理化するよう、さらに検討を深めていくことが望ましい。
- 他方で、会社提案や株主提案の賛否が拮抗し当日の議決権行使により結論が左右される状況の場合、株主総会当日の質疑や説明の内容が重要となる可能性もあるため、見直しにあたっては、様々な状況を想定しながら検討していく必要がある。
- なお、株主総会における質疑プロセスは、個人株主を含む株主との対話・コミュニケーションの場としての役割としても機能しているが、このようなコミュニケーションを株主総会内で行う必然性はなく、株主総会の外でそのような場を措置することも考えられる<sup>67</sup>。

#### 4.6.2. 株主総会の在り方を見直す場合の影響

- 上記のとおり、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、例えば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。
  - 当日の決議手続の省略  
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、株主総会当日に意思決定に向けた審議を行う必要性は乏しく、事前の議決権行使により株主総会の決議があったものをみなす制度を創設することが考えられる。また、会議体としての側面ではなく、意思決定機関としての側面を重視するのであれば、株主総会を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。
  - 株主の質問権・取締役等の説明義務  
株主総会における株主の質問権や、取締役等の説明義務は、株主総会の当日に決議に向けた審議を行うことを前提として規定されている。株主総会について、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、

---

のない質問を受領している（全国株懇連合会「2024年度全株懇調査報告書～株主総会等に関する実態調査集計表～」21頁（2024年））。

<sup>67</sup> 米国においては、株主総会の決議終了後に、（決議事項と直接関係のない）会社の事業や業務全般に関する質疑応答の時間を設けるものが一般的である（公益社団法人 商事法務研究会「令和元年度産業経済研究委託事業（持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究）（株主総会に関する調査）成果報告書」18頁（2020年））。

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。

- 株主総会当日の議案提案権（いわゆる動議）  
株主総会当日の議案提案権は、株主総会当日に決議に向けた審議を行うことを前提として認められている。株主総会について、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。
  
- 株主総会決議取消の要件  
株主総会の手続に瑕疵があった場合は株主総会決議取消訴訟の対象とされている<sup>68</sup>。株主総会について、会議体としての側面ではなく、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、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。

---

<sup>68</sup> 現行法上も、違反が重大でなく、かつ決議に影響を及ぼさない場合は決議取消請求を棄却することができる。とされている。

## 5. その他

### 5.1. 長期保有株主の優遇

- 前述のとおり、企業と株主との対話は、価値創造ストーリーをブラッシュアップする機会となるものであり、企業の経営を改善していくうえで重要な意味を有しているが、そのような建設的・実効的な対話を実施するためには、企業と株主の双方が、中長期的な企業価値を高め、持続的成長を促すことを目的として対話に臨むことが重要となる。
- このような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が意思決定のプロセスにおいて重要な役割を果たすことができるようにするとともに、そのような株主を増加させるため、長期間（例えば2年間）継続して株式を保有する株主に対して、複数の議決権を付与する等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、慎重に検討していくことが必要である。

### 5.2. その他

- 上記で記載した論点のほか、研究会では、以下の論点についても改正を検討すべきとの意見があった。
  - 調査者の制度（会社法 316 条第 2 項）<sup>69</sup>の見直し  
会社法 358 条に規定される検査役<sup>70</sup>の選任手続・権限との均衡も踏まえた制度（選任手続・権限等）の見直し等<sup>71</sup>。
  - 多様なステークホルダーへの配慮  
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。

---

<sup>69</sup> 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、会社の業務及び財産の状況を調査する者（調査者）を選任することができる」とされている。

<sup>70</sup> 会社の業務執行に関して、不正行為や法令定款違反となる重大な事実があることを疑うに足りる事由があるときに、一定の株主による裁判所への申立てにより、会社の業務及び財産の状況を調査する者（検査役）を選任することが可能とされている。

<sup>71</sup> 調査者は、裁判所が選任するわけではないため、客観性・自律性が確保されていないとの指摘や、調査権限が広く解釈されて濫用のおそれがあるといった指摘がある。

- 株主総会招集請求権制度の見直し  
株主総会招集請求権の行使条件（総議決権の3%以上）を引き上げ。
  - 株主代表訴訟制度の見直し  
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<sup>72</sup>の創設等。
  - 大量保有報告制度違反への罰則の強化  
大量保有報告制度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。
- 日本企業の「稼ぐ力」を強化し、中長期的な企業価値の向上につなげていくという観点から、上記の論点についても、今後必要に応じて検討を深めていくことが考えられる。

---

<sup>72</sup> 独立性の担保された会社の機関が、株主代表訴訟の継続が会社の利益に反すると判断した場合に、裁判所が当該株主代表訴訟に係る訴えを却下することができる仕組みをいう（商事法務研究会 会社法研究会資料 8 「株主代表訴訟に関する検討」 9-10 頁）。



## 6. おわりに

- 企業を取り巻く外部環境が複雑化し、グローバル競争も激化する中で、日本企業が持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現するためには、経営者が迅速・果敢な意思決定を行い、中長期目線での攻めの成長投資を実行し、グローバルな市場で売れるモノ・サービスを作るための環境づくり、すなわち「稼ぐ力」の強化に必要なコーポレートガバナンス体制の実現に向けて常に変革を行っていく必要がある。
- 企業活動の基盤である会社法は、このような企業を取り巻く外部環境の変化や、各企業自身の変革を正確に捉まえ、各時代において、各企業が価値創造ストーリーを構築・実行することを後押しするとともに、各企業が抱える課題の解決に資するものとなるよう適時に見直していくことが求められている。
- 本報告書では、このような観点から、主として今般の会社法の改正において期待される事項を取りまとめている。日本企業の「稼ぐ力」の強化に向けて、経営者の大胆なリスクテイクや、積極的な成長投資を後押しするため、「企業経営・資本市場一体改革」の一環として、これらの事項について適切な見直しを早期に図ることが重要である。
- 加えて、我が国企業の企業経営や企業を取り巻く資本市場の今後の変化も踏まえつつ、企業経営の根幹となる機関設計や株主総会の在り方についても、成長投資を通じた企業の「稼ぐ力」の強化、ひいては、企業価値の向上に向けた取組を後押しする観点から、更なる検討が行われていくことが期待される。

添付 「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会 委員一覧

(50音順 敬称略)

座長：神田 秀樹	東京大学名誉教授
伊藤 邦雄	一橋大学 CFO 教育研究センター長／一橋大学名誉教授
岩田 喜美枝	味の素株式会社社外取締役／株式会社りそなホールディングス社外取締役
内ヶ崎 茂	HR ガバナンス・リーダーズ株式会社代表取締役社長 CEO
江良 明嗣	ブラックロック・ジャパン株式会社インベストメント・スチュワードシップ部長
大内 政太	一般社団法人日本経済団体連合会経済法規委員会企画部会長（日本製鉄株式会社特任顧問）
大場 昭義	一般社団法人日本投資顧問業協会会長
神作 裕之	学習院大学法学部教授
小林 いずみ	ANA ホールディングス株式会社社外取締役／株式会社みずほフィナンシャルグループ社外取締役／オムロン株式会社社外取締役
澤口 実	森・濱田松本法律事務所弁護士
高山 与志子	ジェイ・ユーラス・アイアール株式会社副会長
武井 一浩	西村あさひ法律事務所・外国法共同事業弁護士
塚本 英巨	アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業 弁護士
西村 義明	公益社団法人関西経済連合会経済財政委員会副委員長／企業制度委員会副委員長（住友理工株式会社特別 顧問）
三笥 裕	長島・大野・常松法律事務所弁護士
宮地 伸二	公益社団法人経済同友会幹事（AGC 株式会社代表取締役副社長執行役員）
宮島 英昭	早稲田大学商学学術院教授

【オブザーバー】

渡辺 諭	法務省民事局参事官
野崎 彰	金融庁企画市場局企業開示課長
渡邊 浩司	株式会社東京証券取引所上場部長