

規制改革推進会議 スタートアップ・イノベーション促進WG 御中

会社法改正について

2026年3月2日

弁護士 武井 一浩

今日の話

注 弊職個人としての見解等であり、弊職が属する事務所としての見解ではない

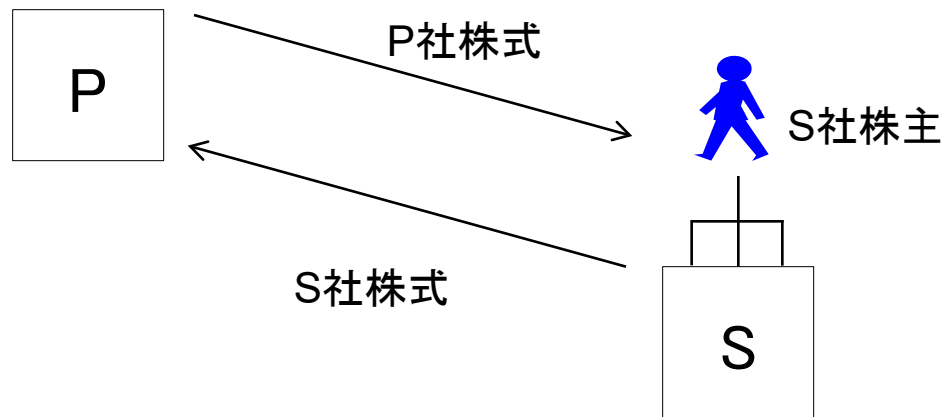
株式交付制度の見直し

成長投資促進のためにきわめて重要な株式交付制度

- 1 令和7年規制改革推進に関する答申 <基本的考え方>:株式対価M&Aは、買収者の株式又は株式と現金を組み合わせ対価とすることで、手元に十分な現金がないスタートアップ等が買収者となる場合であっても、その成長力を担保にして、効率的に大規模な事業再編を行うことが可能となる。また、逆に、他社に買収された後も当該他社の株式の保有を通じて経営に参画することによるシナジーの創出などが期待でき、特にスタートアップにとってはIPOによらないエグジットを活性化できる可能性もある。他方で、会社法に規定された株式対価M&Aの一類型である株式交付は、外国会社を買収する場合には活用できないなど活用範囲が狭く、また、株式と現金を組み合わせた混合対価によるM&Aにおいて株主総会が不要となる場合が限定されているなど手続負担が重いといった指摘がある。このため、我が国企業による海外企業に対するM&Aの手法の多様化や我が国スタートアップのエグジットの多様化を図る観点から、現行制度を見直す必要がある。
- 2 成長投資促進は現在の最重要政策の一つ。上場会社が価値創造ストーリーを踏まえた成長投資を行うことが重要。成長投資は自社単体で行うものだけでなく他社とのコラボで価値を生み出すべきものも多い。株対価M&Aは日本企業(P社)にとって成長投資の重要な選択肢の一つ。日本企業(P社)が株対価M&Aを行うにあたってグローバル企業とのイコールフットINGの観点から、制度的阻害要因を除去する喫緊の必要性・重要性がある。

成長投資促進のためにきわめて重要な株式交付制度

- 株対価M&Aは、買収時点での金銭換算という一種の手切れ金的性格を有する現金対価と異なり、株対価(エクイティ対価)では、S社株主がP社株を持つ結果、S社株主はM&Aによるシナジー(相乗効果)を享受できる。両者協働によるオープンイノベーション促進やエコシステム形成等の前提となる重要な選択肢である。



成長投資促進のためにきわめて重要な株式交付制度

- 部会資料11等を見ていると、株式交付制度について、下記の事項など、成長投資促進に照らしてもとても前向きな、素晴らしい改正議論が進んでいると思料。
 - 1 50%超子会社化するときだけでなく、連結子会社化する場合も含める
 - 2 持分会社も含める
 - 3 外国会社も含める
 - 4 子会社化した瞬間だけでなく、子会社化した後の追加の取得も含める
 - 5 P社側の債権者保護手続を廃止する(株式交換を含めて)

P社株主の株式買取請求権撤廃については難しいのか？

1 令和6年規制改革実施計画

- 買収会社が上場会社である場合、当該上場会社の株式流通市場における株式売却の機会が担保されていることを踏まえ、当該買収会社の反対株主の買収会社に対する株式買取請求権を撤廃する。

注 P社総会特別決議を経ている場合の話（簡易再編の場合はすでに撤廃済）

- ### 2 P社株主の株式買取請求権撤廃は、改正の余地がおよそない話なのか（成長投資促進が重要である現在、「5-10年先の次の会社法改正の機会にまた」というわけにはいかない）

- Q 株対価M&A（混合対価を含む）の経済成長戦略上の重要性及び海外企業とのグローバルなイコールフットィングの要請（大半の海外法制で株対価M&Aの際にP社側の株式買取請求権は付与されていない）に鑑み、株対価M&Aという成長投資行為を行うにあたって、日本の法制だけ、「組織再編行為である以上、株式交付であってもP社株主に退出の機会を会社法で保障しないといけない（＝P社株主の株式買取請求権は廃止できない）」と硬直的に規制を残すのではなく、組織再編行為の中でも一定の態様（たとえばP社が上場会社の場合の[株式交換及び]株式交付など）について、P社株主の株式買取請求権をナシとすることを改めて検討できないか？

P社株主の株式買取請求権の撤廃の重要性

- 1 P社側の買取請求権の存在は、株対価M&Aを行う際の障害となる。
 - (1) 大規模買収の場合やP社の手元資金に余裕がない場合に、株式交付を行うこと自体の障害となる。特にP社が上場会社の場合、株式交付のアナウンスをしたことで、P社株主がイベントドリブンのように会社(P社)からお金を得られる。スタートアップで上場したP社などが(手許現金を使う代わりに)株対価M&Aを行う際に、自社から無用な現金の拠出(+裁判対応)が必要となり、株式交付を行う障害となる。

P社株主の株式買取請求権の撤廃の重要性

2 P社側の買取請求権の存在は、株対価M&Aを行う際の障害となる。

- (2) 株対価M&Aで最も実務での重要性が高いのは現金と自社株とを混ぜた混合対価であって、混合対価の利活用が進まないといふ意味での株対価M&Aの利活用促進の法改正にはおよそならない。

P社側の反対株式買取請求権が残ったままでは、混合対価の利活用に重大な障害となる。現に日本で行われた大型の株対価M&A事案の武田シャイアーの買収事案があるが、(当時の産業競争力強化法下での)株対価M&Aが断念された最大の理由が、この反対株式買取請求権の存在であった。

- 「武田薬品・シャイアーの買収は、その実行後における(有利子負債や財務格付に表れるような)財務的な健全性の確保及び既存の武田薬品の株主に生じる希釈化の程度等について緻密な検討が行われた上で、シャイアー株式一株当たり武田薬品株式0.839株及び30.33米ドルという混合対価が交渉・合意されたものであるところ、武田薬品の既存株式について最大で3分の1に及ぶ株式買取請求権での買取義務が生じるという不確実性は許容しがたいものであった」(太田他「武田薬品によるシャイアー買収の解説(Ⅲ)」商事法務2201号35頁)

P社株主の株式買取請求権の撤廃の重要性

- 3 株対価M&Aにおける海外法制でも、P社株主に株式買取請求権を付与していない(P社が株対価M&Aを行ったからと言ってP社株主に退出の機会まで保障していない)国が大半である。
- (1) 英国での株対価M&Aとしてスキームオブアレンジメント(SOA)があるが、SOAでP社株主に株式買取請求権を付与していない。欧州では、P社株主に株式買取請求権を付与していない国が多い。米国はP社株主に買取請求権がそもそもない州、P社が上場会社の場合にはP社株主に買取請求権を付与していない州(いわゆるマーケットアウト)などがある。
- (2) 日本でも令和3年の産業競争力強化法において、P社が上場会社の場合に買取請求権はナシとされている。
- 上場会社等で過度に株主還元に関わり成長投資の原資となる資金が流出していることも問題視されている。株対価M&Aという成長投資行為を行うと、その一事で、P社株主が容易に会社(P社)から現金を得られる法制を日本だけが取っているというのはおかしい話。

P社株主の株式買取請求権の撤廃の重要性

- 4 会社法制研究会(令和7年2月)33頁のB案の整理はロジカルで説得力があり素晴らしいと思うが、難しいのか？
- 会社法制研究会34頁で「株式買取請求権の制度趣旨は、会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為に反対する株主に投下資本を回収する機会を与えることにあるが、何が「会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為」であるかは必ずしも自明なことではない」とご指摘されている通り。P社の総会特別決議でその組織再編が承認されていながら、P社株主に退出する機会まで法的に保障することが必須なのか、どこまでの影響度があればP社株主に退出する機会を与える必要があるのかは、立法政策の問題ではないか。
 - B案に対する反対意見についても、会社法制研究会36頁記載のとおり、①現物出資規制との平仄については、今回、現物出資規制も(総会特別決議を経た場合の検査役調査廃止等)あわせて見直す方向性であり当たらない、②P社取締役の不足額填補責任も、株式交換・株式交付であってもP社取締役は善管注意義務を負っており、株式買取請求権制度を堅持すべき理由とならない、③株式発行差止制度については法令定款違反の場合のP社株主の差止権がすでに法定されており不要(なお、対価不公正での差止規定創設は、P社株主総会での多数決を一株主が止める話なのでおかしい)。

P社株主の株式買取請求権の撤廃の重要性

- 5 会社法制研究会の33頁のB案はロジカルで説得力があり素晴らしいと思うが、難しいのか(続)?
- 株式買取請求権を廃止できないという議論の中に、株式買取請求権は投資回収の機会の確保だけでなく対価の不公正(P社の株の出しすぎ)を救済するためでもあるから、撤廃すべきでないという議論がある。しかしP社が対価としてP社株式を発行しすぎるという現象はP社による株式の有利発行行為であって、現行会社法において、P社株式の有利発行に対して株式買取請求権はそもそも手当てされていない(またP社の総会特別決議があれば有利発行をすることが許容されている)。有利発行の懸念でP社の株式買取請求権が絶対必要とはならないのではないか。
 - 「株式交付だけ対価が不当となる可能性が低いとは言えない」ということが理由ならば、株式交換等の他の組織再編も併せてP社株式の買取請求権を外すことがなぜ不可なのか?

P社株主の株式買取請求権の撤廃の重要性

- 6 仮に「P社株主に対する影響が小さいとは言えない」と整理するのだとしても、手段として「P社株主が会社に株を売却する法的権利を持つ」までの必要性があるのか(海外法制でおよそ付与していない法定の退出権まで会社法が付与する必要があるのか)が論点である。規制改革実施計画にもある通り、P社が上場会社の場合に限定して株式買取請求権を撤廃することはなぜ不可なのか？
- P社が上場会社の場合にはP社株主がその保有する株式の売却が容易であり、株式売却の機会が確保されている。
 - 海外法制ではおよそ付与していない法定退出権まで日本の会社法があえて付与し続けて、日本における株対価M&Aの選択肢の有用性を損なわせる必要性がある法制度なのか？
- 7 成長投資の重要な選択肢である株対価M&Aの実施に当たって、P社株主の買取請求権の撤廃は重要である。また少なくともP社が上場会社の場合にまで、P社が株対価M&Aを行った場合にP社株主に株式買取請求権を付与している主要国はない。
- ⇒ 「P社が上場会社の場合に限定」での、P社側の株式買取請求権の撤廃(なおP社株主の差止権は現行法のままで新設しない)について再検討をお願いしたい

子会社株式の追加取得

1 刻みを設けないA案に強く賛成。B案のような刻みをあえて設けて、成長投資促進の選択肢としての利活用の阻害とならないように期待。

● B案のような刻みを入れると、そこまでに至らなかった場合の株式交付の法的効力がかえって否定されやすくなり、法的安定性を害し株主たちにも迷惑

2 会社法制研究会23頁に言及されている、「関係当事者間の法律関係が集团的に規律されるということ」という組織再編概念の法制的整理はロジカルで素晴らしい。

● 「集团的権利処理がなされている」というのは、株式交付についていうと、① P社が(応募があった)S社株式をパラパラ取得するのではなく(株式交付計画の記載に従い)指定された株式交付期日に一斉・一律に取得すること、② 計画に定めた取得下限に至らない場合には株式交付の効力はおよそ生じないこと、③ S社株式の移転についてS社株主側の個別の意思表示の瑕疵などをパラパラ争えることを認めるのではなく、株式交付無効の訴えに一元化されていること、④ 仮に意思表示等の瑕疵があってもS社株主の個別の株式移転行為が否定されるのではなく移転に応じたS社株式の全移転が丸ごと否定されることなどが挙げられる。

子会社株式の追加取得

3 「B案のような刻みがないと組織再編とはいえない」ということではないと思料。

- 「親子関係が一回創設されたら次は2/3とか90%になるときでないと組織再編に該当しない」や「当初から計画している行為でないと組織再編としての実質がない」等ということではない。親子関係が創設されてもその後にS社株式を追加取得する要請はPS間の状況によって異なっており、集団的な規律に服して、広い意味での組織再編的な行為としてその有用性、当該行為を迅速かつ円滑に行う高度の必要性がある点に変わりがない。組織再編概念において、移転する対象の規模の大小等がそもそも問われていない(不動産しか保有していないS社との吸収合併や一つだけの権利義務の移転の会社分割なども組織再編。部会資料6の11頁)し、「あらかじめ先まで定めておかないと組織再編ではない」というものでもない。なお部会資料11で「規制を潜脱する意図で株式交付を複数回に分けて実施する場合にはそれら全体を一個の株式交付とみて簡易要件を判定するという解釈によって対処」とも記載。
- 成長投資促進の一つの選択肢として株式交付が重要であるという政策目標に照らし、PS間の適切な関係を柔軟にとれる制度設計(=A案)にして、株式交付が制度として積極的に活用される(成長投資が積極的に進む)法改正内容となることを期待。

実質株主確認制度

実質株主確認制度

1 令和7年規制改革推進に関する答申 <基本的考え方>

近年、我が国においては、企業の持続的な成長及び中長期的な企業価値向上のため、企業経営及び資本市場に関する制度整備及び環境整備が進められており、その一環として、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめた「コーポレートガバナンス・コード」(平成27年6月1日制定、令和3年6月11日最終改訂、株式会社東京証券取引所)等により、株式会社と株主との間の対話が促進されている。一方で、株式会社と株主との建設的かつ実効的な対話を促進する上で、株式の議決権の指図権限等を有する者(以下「実質株主」という。)の把握方法や株主提案権の行使要件について課題があり、見直しが必要であるとの指摘がある。

具体的には、株主名簿上の株主(以下「名義株主」という。)と実質株主が一致しないケースも多く見られる中、株式会社と株主との建設的かつ実効的な対話を行うため、実質株主に関する情報を把握する必要性が高まっているが、現行法上、実質株主については、金融商品取引法(昭和23年法律第25号)第27条の23等に基づく株券等の大量保有の状況等に関する開示制度の適用対象となる場合を除き、株式会社が自らの実質株主を把握することを可能とする制度が存在しておらず、また、①大量保有報告書の提出遅延も多いことや、②公開情報や任意の協力に基づく株主への照会等を通じた情報収集により実質株主を特定しようとする場合には、把握可能な実質株主の範囲に限界があることなどが課題であり、実質株主を正確かつ効率的に把握することが可能となる制度の導入が必要であるとの指摘がある。

実質株主確認制度

2 令和7年規制改革実施計画

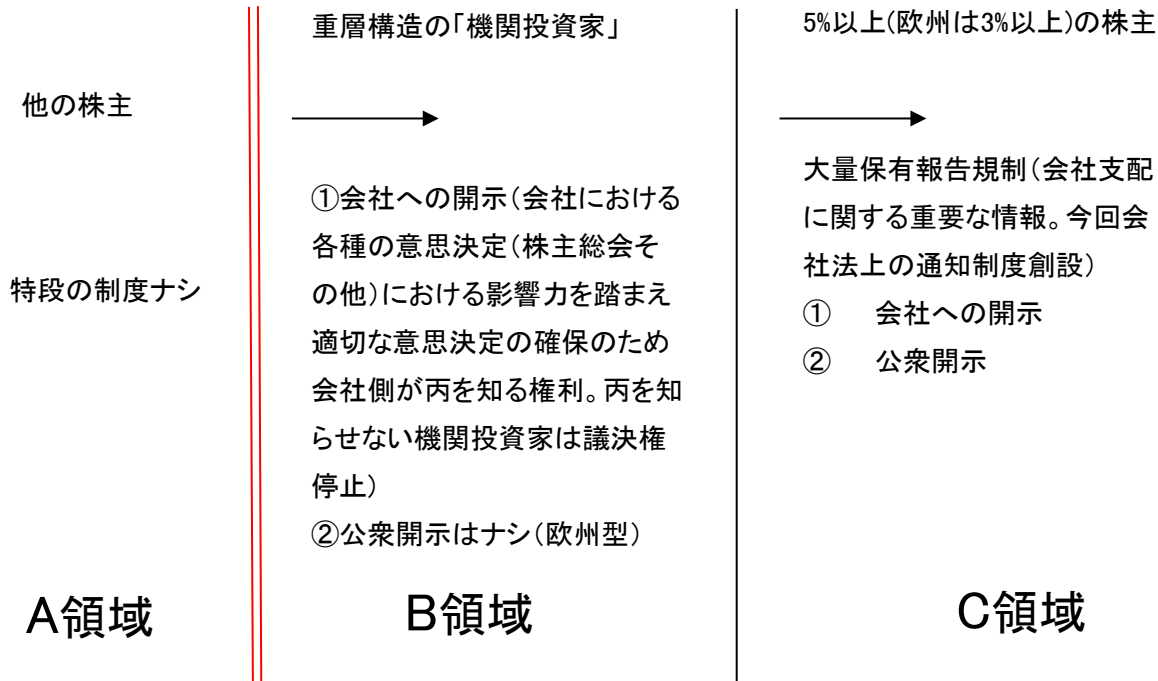
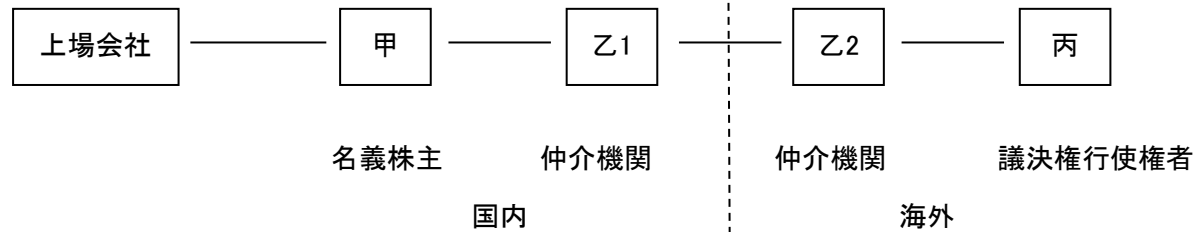
a 法務省は、持続的な成長及び中長期の企業価値向上に向けた株式会社と株主との建設的かつ実効的な対話を促進するため、法制審議会において、以下の各事項を含む会社法の改正を検討し、令和8年度内を目途にできるだけ早期に結論を得て、速やかに必要な法案を国会に提出する。

①実質株主を正確に把握するため、株式会社が名義株主等に実質株主の情報の提供を請求することができる制度（以下「実質株主確認制度」という。）を導入すること。その際、株式会社が適切な対話の相手方をより正確かつ確実に把握するため、例えば、株式会社が実質株主であると考える者その他の対話の必要があると考える者に対して、情報の提供を直接請求することを可能とする制度など、実質株主確認制度を補完する制度の要否についても検討する。

②実質株主確認制度の実効性を担保する観点から、名義株主が実質株主の氏名・名称、住所、連絡先、議決権を有する株式数などの基本的な情報について、単に事務処理の誤り等の場合を除き、情報の提供をせず、又は虚偽の情報を提供した場合には、当該実質株主に係る株式について議決権の停止を可能とすること。その際、議決権停止の対象となる名義株主及び議決権数について、株主総会までに株式会社が適切に判断することが可能な制度となるよう留意する。

実質株主確認制度

3 欧州制度は、B領域(+C領域)の甲(重層構造の機関投資家)について丙の見える化法制(資本市場の見える化法制)を置いている。



実質株主確認制度の制度設計

- 1 今回の実質株主確認制度は、既存の制度の改正ではなく、新しい法制度をつくるものであり、法制度の設計においても難易度が高い。
- 2 こうした中、C領域（支配に関する情報の把握。公衆縦覧もされる情報）について、議決権停止措置付きの見える化の案が進められている。大量保有報告義務制度の実効性確保のため、議決権停止措置の導入は長年の政策課題であったところ、今回その点の解決が併せて図られており、素晴らしい重要な進展がみられる。
- 3 さらにB領域についても制度導入に取り組まれている。欧州に入っている議決権停止措置導入も議論されたが、現案では見送り（過料案）。
- 過料について、部会資料3で「甲や丙が外国居住者や外国法人である場合には、これらの者を過料で処することは現実的に困難であり、制裁としての実効性に欠ける」とされている。
- 4 これまで先行して制度設計してきた欧州において、「丙の情報を円滑に流通させるためには議決権停止措置以外に実効的な選択肢がない」とされているのに、なぜ日本だけ議決権停止措置を導入できないのか？

実質株主確認制度（制度の実効性）

- Q1 海外の丙の情報も円滑に流通させる必要性が高いところ、議決権停止措置を伴わない過料案のままでも、海外の丙の情報が円滑に流通するか？
- 海外の乙2や丙には実質的に効力が及ばず、丙の情報が円滑に入手されない非効率性が生じる懸念をどう考えているのか。
 - 乙2が丙との間で締結されている守秘義務契約において、海外に執行可能性がおよそない過料で、海外の乙丙間の守秘義務が解除されないまま（また乙にとって丙はお客さんであり強く言える立場でもない）、乙が問い合わせても情報を回答してこない海外の丙が続出する事態が懸念されないか。
 - 大量保有報告義務違反等を確信犯的に行う海外の丙に対して、実効性に欠けるのではないか。

実質株主確認制度（制度の実効性）

Q2 部会資料11(28頁の注5、31頁)に書かれている、大量保有報告義務株主の会社への通知制度における「議決権停止を総会決議に反映するための手当については引き続き検討課題とする」としてはどのようなことを検討されているのか？

- C領域における通知義務違反に対して議決権停止を導入するにあたって、丙が違反することが多い中、違反をした丙についてどの甲(どの名義)の議決権を停止できるのかの紐づけができないと、議決権停止措置自体が事実上空振りとなる懸念がある。この点はこれまでの部会資料等でも記載されている。通知義務違反(大量保有報告義務違反)を行う丙が自主的に甲を会社に伝達することは通常考え難い
- 事後的な総会決議取消での対応だけでは、いったん行われた意思決定が事後に覆る話で会社経営上の不安定要因となるだけ(通知義務違反に対する抑止効果・実効性担保措置とはならない)
- 欧州はC領域の実効性確保のためにもB領域での議決権停止措置を行っている。部会でも支持する意見が複数あったと理解。B領域に議決権停止措置を入れたらC領域もカバーされる話。

実質株主確認制度(制度の実効性)

● 議決権停止措置を置かない点の部会資料11の説明「議決権停止を課すことを正当化するには、会社と株主との間の建設的な対話の促進という制度の趣旨だけでなく、支配に関する重要な情報の把握などの趣旨を加える必要がある。その場合、①実質的に最終的な指図権を有する者まで遡って確認できる制度とすることや、②情報の提供の対象となる実質株主(指図権者)に議決権の割合や支配目的等の付加的な要件を設けることを検討する必要があると思われるが、既存の諸外国の主要な制度と比較しても投資家に対して過度な負担を課すこととなり、日本市場に対する投資が敬遠され、資金調達や資本市場の発展が妨げられるおそれがあるとの指摘や、回答を行う仲介機関の負担を踏まえて検討する必要がある」

→ Q3 B領域で丙から取得できる情報範囲を欧州大陸制度と同等とする案(支配に関する情報を含まない)となってきた。それなのに欧州と同様のB領域での議決権停止措置が導入できない障害は何なのか？

● ドイツも記名株式について、丙の情報を会社に適時に伝えない機関投資家は議決権が停止される制度となっている。記名株式はドイツで株主名簿制度の対象であるところ、日本も(記名株・無記名株の区分なくすべての株を対象とする)株主名簿制度(株主を会社が把握できる制度)を採用している国である。

実質株主確認制度（制度趣旨）

Q4 「経営判断を行うに当たって重要な判断材料となりえる丙の情報を知る権利を会社に与えることにより、充実した判断材料に基づく企業価値向上に資する経営判断を促すこと」（部会資料3の18頁）→この趣旨が妥当する具体的場面は「支配権争いの局面である」→「ならばC領域で対応」という流れに見えるが、支配に関する情報の把握でないと議決権停止措置を伴う丙の見える化はできない話なのか？

● 機関投資家には①重層構造が必然・大半で真の株主が見えにくい、②企業経営に与える影響度が大きい、③議決権行使をする義務を負う者もいるなどの特性がある。

上場会社に対する機関投資家の保有が増大し企業（ひいては社会）に対する影響力が増大する中、真の株主権を有する者の不透明性の放置は企業価値向上の点でも企業統治の点でも看過できないことから、甲と丙とが必然的にずれる機関投資家の特性を踏まえ会社が丙を知る権利の創設である。またC領域と異なり公衆縦覧される情報でもない。

「5%以上保有でないと企業価値向上に資する経営判断を促す情報にならない」という線引きでないといけない話ではないのではないか。

実質株主確認制度（制度趣旨）

1 実質株主確認制度は、グローバルにつながっている資本市場において、透明性確保のインフラとして、グローバルレベルのもの。

● B領域の見える化制度として、公衆縦覧（基準は一定規模以上）の米国型と会社だけに知る権利がある欧州型とがある（英国は中間的）。今回の日本の案は、機関投資家等が売買手口等が他にわかることを懸念していること等に配慮し、米国型ではなく欧州型が選択されている（機関投資家側に配慮した案）。

● グローバルなルールであって、欧州大陸型を日本が導入したことで、「機関投資家の投資が敬遠される」などという話ではないのではないか（逆に敬遠する投資家がいるのなら、日本の資本市場が不透明だから投資している者ではないか）

2 資本市場の透明性の制度整備は、国家経済安全保障の観点からも重要。

● 欧米の法制でも、国家経済安全保障を含む透明性確保は公法と私法とが車の両輪。公法側が制度改正等に取り組むだけでなく、資本市場の透明性に関する会社法などの私法分野も重要。資本市場はグローバルにつながっている中、日本の上場会社法制も、グローバルレベルでの資本市場の透明性の制度を整備する必要があるのではないか。

実質株主確認制度（制度趣旨）

- Q5 「建設的対話が制度趣旨では議決権停止措置は入れられない」と議論されているが、実質株主確認制度（B領域の見える化）に議決権停止措置を導入する法制的制度趣旨が日本では本当に何もないのか？
- 建設的対話は制度導入の一つの効果ではあるが、建設的対話自体が制度趣旨なのか？また制度趣旨を株主側の事情だけに寄せて見ていないか？今回は機関投資家側の要請で米国型の公衆縦覧でなく会社だけが知る欧州型が選択されており、株主側への情報提供とは異なる。部会ではシンプルに「透明性向上のための会社の側から丙を知る権利」ではないかという意見も出ていた。
 - 上場会社における持続的成長・中長期的企業価値向上のための適正な意思決定等のインフラ整備・見える化が、議決権停止の法制的根拠（会社利益ひいては株主共同の利益）とならないのか。
- 注 前記の「経営判断を行うに当たって重要な判断材料となりえる丙の情報を知る権利を会社に与えることにより、充実した判断材料に基づく企業価値向上に資する経営判断を促すこと」（部会資料3の18頁）との異同は、当該趣旨の内容次第。

実質株主確認制度（制度趣旨）

- 欧州制度は、機関投資家の透明性向上＋それに紐づいた「ショートターミズム抑制のための」エンゲージメント改善。パッシブ投資の増加（＋議決権行使助言会社への依拠）に伴う形式主義化が進展。各種の形式基準で〇×が決まる形式的議決権行使基準が個別企業的意思決定に多大な影響力を持ち、個別企業の実態とは異なる判断、短期的利益が最優先される事態、中長期目線を含む各種成長投資の否定や企業の持続可能性への脅威等への懸念が生じていた。これらの改善のため、丙を見える化し企業と丙との直接的コミュニケーションを可能とした。
- 日本でも、上場会社の過半の株を機関投資家が保有し、また上場会社の経営方針に与える影響も甚大。パッシブ投資の増大による機関投資家側の各種形式的行動等からの各種弊害は、欧州と同様、日本でもまさに現実化している。
- 人的資本投資等を犠牲にした短期志向の進展も重要な問題。部会では労働者の権益の観点からも、機関投資家の見える化制度の実効性に関心が高いとの意見があったと理解している。
- 成長投資促進は重要な政策課題。サプライチェーンの強靱化投資や持続性維持への投資など、成長投資には中長期目線を要するものも多い。
- 短期保有株主が中長期保有株主の利益を害するコンフリクトも顕在化している

実質株主確認制度(制度趣旨)

- 株主総会という重要な意思決定において、議決権助言会社の推奨結果に従うのか否かは丙の判断であるが、日本では、上場会社は議決権行使PF等での反論書掲載にとどまり丙にリーチできない。本制度導入で会社は基準日が打たれる機会に(丙が対話に応じれば)丙と対話を行い、自らの経営方針として、丙に会社が行おうとしている成長投資の正当性等について説明でき、他方で中長期目線がある丙からは「もっと成長投資をすべき」と言われる機会にもなる。持続的成長・中長期的企業価値向上(=「会社利益ひいては株主共同の利益」)のための上場会社における意思決定等のインフラである。また成長投資促進のために重要なインフラである。
- 「丙側には対話に応じる義務がないから議決権停止措置(実効的規律)を課せられない」という話なのか？
- 株主の議決権は絶対不可侵の権利ではなく、企業価値向上に向けた共益権であり、会社利益ひいては株主共同の利益からの合理的制約を受ける。上場会社の株主には、グローバルレベルで服すべき規律(透明性の規律等)があり、別に日本だけ何か株主に特別な制約をかけようとしているわけではない(逆に実効的規律をかけないことは、日本だけ不透明な世界を放置しようという話となる)。グローバルにつながっている世界で、日本も実効的規律のある制度であるべきではないか。

実質株主確認制度（議決権停止の適切な運用）

Q6 議決権停止に関連してこれまで出されてきた実務的指摘について、制度設計の内容が（たとえば欧州大陸型の情報範囲や確認頻度など）相当明確になってきた現時点で、①果たしてどういう懸念があるのか、②当該懸念への対応は C 領域での議決権停止通知制度等と同様の措置では足りないものなのか、③仮に足りないものがあるのならどういう追加方策が考えられるのか、④欧州大陸が現に議決権停止措置がある形で制度運用している中で、日本だけ議決権停止措置をおよそ放棄した制度設計をしないといけないレベルの懸念なのか？

● 議決権停止案の議論の過程で運用の負担等の懸念も出されているが、議論の時点では、情報の範囲、数珠繋ぎ型か直接問い合わせ型か、英国型か欧州大陸型かなども未確定であった（非公開会社の実質株主まで入っていた）。今は上場会社の機関投資家＋欧州大陸型と同等の範囲内の情報＋甲から始まる数珠繋ぎ型。また確認の頻度も現時点では、「株主名簿が更新されて名義株主が確定する時点における直近仲介機関や指図権者のみを情報提供対象とする」という案が示されている。議決権停止濫用の懸念についても、議決権停止通知制度も（C 領域で）提案。

● 議論の過程では、上場会社側も、総会決議取消や善管注意義務違反リスクを考えると、濫用的に軽々に議決権停止措置を行えるものではないとの指摘もあった。

実質株主確認制度（議決権停止の適切な運用）

● 欧州大陸型では丙に求められている情報は基本的にサクッと出せるもので、欧州でも現に議決権停止にまで至った例はほとんどない。円滑に情報が流通する仕組みであることは関係当事者すべての利害であり、議決権停止措置が実効性担保措置として機能している（議決権停止にとどまらず配当などの自益権までも止めることができる国（フランス等）もあるが、日本の案は共益権の議決権停止にとどめている）。

● 議決権停止通知制度の現案→①不提出や「重要な事項」の虚偽記載等など「違反者」の対象を限定→②違反者に対する議決権停止通知→③3週間や1か月の期間（丙側が是正等の各種対応を行える期間の確保）の経過→④「追完」されるまで議決権停止（「追完」されたら議決権停止はなくなる）。

※ 部会では「全」機関投資家を射程とした議決権停止への慎重意見も出ていたが、上記の議決権停止通知制度で対応可能か、何か追加の方策を置くのか（閾値を置くなど。ただ仏独は閾値はなく制度運営の円滑性の観点もある）。

● 過料という執行可能性が乏しい中で開示された海外の丙に、他方で名義株主的な権限を新たに付与する（定款代理人制限規定の排除）案では、開示する義務が不十分なのに権利だけ付与していないか。

実質株主確認制度創設の重要性と期待

- 1 新しくてかつきわめて難しい制度に積極的に取り組まれている(大変なご苦労があると思料)
 - 2 会社に対する通知制度(C領域)の創設は創造的でとても素晴らしい内容
 - 3 B領域について(欧州制度で情報が円滑に流通させるため重要な)議決権停止措置がないままで、海外の丙を含めてこの制度において情報が円滑に流通するのか(＋議決権停止措置の有無はC領域の会社通知制度の議決権停止の実効性ともリンクしている)
- 議決権停止措置が(限定的な形であれ)存在していることでも、この仕組み内で情報が円滑に流通することに資する vs. 過料の結論で「議決権停止ゼロ＝抑止力の観点で機関投資家の見える化が十分に図られない懸念」との重要な分水嶺
- 4 実質株主確認制度は、現在の政府の重要政策課題である①上場会社における成長投資促進の観点からも②グローバルレベルと同等の資本市場の透明性の確保(国家経済安全保障にもリンク)の観点からも、重要性が高い制度。特に②の透明性の話は、日本だけ不透明性が放置されることが容認される時代ではない。

実質株主確認制度創設の重要性と期待

5 議決権停止措置を導入する法制的趣旨が、「支配に関する情報の把握」以外に本当に何もないのか。

(1) 「経営判断を行うに当たって重要な判断材料となりえる丙の情報を知る権利を会社を与えることにより、充実した判断材料に基づく企業価値向上に資する経営判断を促すこと」はなぜ支配に関する情報の話に限定されるのか。部会資料3の段階とは異なり、今は上場会社の機関投資家、取得する情報の範囲や頻度等、射程・輪郭が明確になってきている。

(2) 上場会社における持続的成長・中長期的企業価値向上のための適正な意思決定インフラ整備としての、機関投資家の見える化（上記(1)との相違の有無は(1)の内容次第）。成長投資促進の観点にも資本市場の透明性の観点にも直結。

(3) 株主の議決権は絶対不可侵の権利ではなく共益権であり、会社利益ひいては株主共同の利益（上場会社の持続的成長・中長期的企業価値向上）からの合理的制約を受けるのではないか。

6 議決権停止の運用のインフラ（前記スライド28p-30p）

従業員への株式無償交付制度

従業員への株式無償交付

令和7年規制改革実施計画

- 1 従業員等に株式の無償交付を可能とする際の既存株主への配慮に関して、(i) 当該交付は経営判断の範疇と整理し得るとの指摘に加え、(ii) 特に公開会社においては募集株式の発行は取締役会の決議で可能とされていること、(iii) 従業員等の労働意欲の向上その他の効果が得られると考えられるのであれば、会社側が適正な便益を受領しているものと評価することができ有利発行とはならないとの指摘を踏まえ、株主総会決議を不要とすること。
- 2 子会社役職員を株式の無償交付の対象とするに当たっては、子会社役職員であっても当該子会社の企業価値向上を通じて親会社の企業価値向上に貢献しており、親会社に対して便益を提供している一方で、完全子会社の役職員のみを制度の対象とした場合、子会社において他社の出資を受け入れて新規事業を行うときや、外国法人が現地法人を完全子会社化することができない法制度を採用している国において制度を利用できなくなるため、法改正の意義が失われるとの指摘を踏まえ、完全子会社以外の子会社役職員に対しても株式の無償交付を可能とすること。

注 「なお、この規制緩和は現行の現物出資方式に伴う課題を解決するためで、新たな規制が追加されることになっては本末転倒である」(吉田修平「従業員向け株式報酬」金融法務事情2251号4頁)。

従業員への無償交付→B案への懸念

- 1 B案には(A案+B案の同時導入を含めて)重大な懸念がある。
- 2 ①株式と新株予約権、②役員と従業員、③現物出資構成と無償構成の2x2x2の全部で8マスあり、そのうち7マスについてすでに「有利発行に該当しないのが通常である」という公的解釈が定着し、約20年ほど実務も完全に定着している。従業員等の労働意欲の向上その他の効果が得られると考えられる以上、会社側が適正な便益を受領しているものと評価することができ、これまでの公的考え方を変更すべき事象・立法事実等は生じていない(有利発行であると問題となった事例もない)。

注 今回の部会資料11(5頁)では新株予約権の無償交付についても今回の株式無償交付の整理と揃えると言及されている。

1 新株予約権＋役員＋現物出資型	2 新株予約権＋役員＋無償交付型
3 株式＋役員＋現物出資型	4 株式＋役員＋無償交付型
5 新株予約権＋従業員＋現物出資型	6 新株予約権＋従業員＋無償交付型
7 株式＋従業員＋現物出資型	8 株式＋従業員＋無償交付型

従業員への無償交付→B案への懸念

- 3 今回の8マス目の制度措置(しかも射程は上場会社株式に限定されている)になって突如、B案のように、これまでの公的解釈等を変更し、「有利発行の疑念があるから、今後は総会決議制度の選択肢を創設する」というのは、立法事実の乏しい解釈変更・規制強化になると強く懸念する。
- B案は、A案+B案の選択制であっても、法改正を行うということは「総会普通決議を経ることで株式交付は有利発行とならない＝総会普通決議を経ない株式交付は有利発行の疑義がある」という公的説明を行うこととなり、実務への現実的影響として、総会決議を経ない自社株・新株予約権の交付はおおよそ行えない事態となる。
 - これまでの7マスについて、これまでの公的解釈等を変更すべき事象は何ら生じていない。上場会社株式(新株予約権よりも評価上の疑義等がより少ない)に限定した8マスめの立法措置を行うときに、B案はこれまでの約20年間の公的解釈や実務の積み重ねをすべてちゃぶ台返しするかのよう破壊するものであり、立法事実に乏しい規制強化でもある。

従業員への無償交付→B案への懸念

4 100%子会社従業員と50%超子会社従業員との区別への違和感

- 従業員への株式交付は法的性格が福利厚生であるという公的整理(2008年のいわゆるESOP指針)で実務が15-20年定着している。

注 2008年ESOP指針が定める3要件を満たした従業員への株式交付は福利厚生であるというのが公的整理。なお今回の会社法改正案で、労働基準法を遵守する旨が開示項目として明記されており、公的整理の遵守もより担保される。この公的整理を変更すべき事象・立法事実等はおよそ生じていない。

- 100%子会社従業員も50%超子会社従業員も同じく企業集団の企業価値向上に寄与している存在。50%超子会社従業員は「親会社の福利厚生を使える筋合いにはない(だから有利発行の疑義がある)」というのはおかしい。

従業員への無償交付→B案への懸念

- 5 B案は、従業員の処遇について、取締役会決議を超えて株主の了解がないと決められない事項を会社法で新たに創設するという法改正となる。現行の授権資本枠制度に対して新たな重大な例外の創設でもある。公開会社において株式発行は授権資本枠制度のもと取締役会決議で行われる。従業員の処遇に関する事項は純然たる経営判断事項である。また株主に拒否権を新たに与えると株主が自らの利益を図って、従業員の処遇を犠牲にする懸念もある。人的資本投資を犠牲にした過剰な株主還元が問題視されてきている中、真逆の法改正となる。
- 6 B案のロジックが現行法制に照らして無理がないのか？
- 7 今回の改正で会社法上の情報開示規制が強化される。有利発行の疑義がある場合がもしあるのなら、A案で提訴等を経て決着をつければよい。
- 8 B案は、A案+B案の同時導入を含め、特段の立法事実等もなくこれまでの公的解釈を変更しこれまでの実務を破壊する規制強化である。A案で進めるべきであると思料する。

株主総会関連について

株主総会（バーチャルオンリー総会）関連

- 1 バーチャルオンリー総会（VO総会）の円滑な利活用に向けて、開催にあたって定款規定を求めないなどの閣議決定があったと理解。部会資料11では、定款規定ナシにVO総会が開催できるためには、単独株主又は複数株主からの「物理的場所総会」の開催請求権の付与を併せて検討する必要があるとされている。
- 2 コロナ的事象や大震災等の事象がある時にまで、「定款規定がないと、物理的場所で開催することが強要される」ことはおかしいのではないか。コロナ等の事象では、物理的場所にまで出席する株主の不利益以外に、物理的場所で開催準備・対応をする会社の役職員側の不利益を考える必要がある（それこそ株主共同の利益に反している）。コロナ的事象等のときにVO総会を行うことは定款規定不要ではないか。
- 3 今回のVO総会の措置では、①即時性＋双方向性について物理的総会と同等の総会となる規律が置かれている、②通信障害や記録保存等の措置もある。VO総会には数多くの株主がアクセスできる便益や費用面のメリット等がある。それなのに単独株主等が物理的場所総会に変更できるというのは、多くの株主の便益を単独株主等が奪う話であって（諸外国だと当該単独株主等が開催費用等を負担すべき話であり）開催請求権者の閾値を単独等でなく相当高い比率にすべきでないか。

(VO総会にも関連する)総会当日の運営

- 1 VO総会において株主が、総会当日になって初めて出してくる(自分を役員に選任してくれなどの)議案修正動議について、賛否の処理等がすべて強制されている現行法では、VO総会は現実問題として開催不可能。ここまで事前書面投票が進んでいる世界(+機関投資家との建設的対話も促進)で、「総会当日に議案修正動議(要は三択目)も出せる」という昭和時代からの規律はアップデートが必須。この点は現在、会議体としての総会等に関する規律として議論されていると理解。
- 2 総会前日までの特定時点における賛否確定(総会当日は決議結果報告)の制度以外に、「総会当日の出席者を勘案しても決議結果が変わらないことが確認できた場合に、総会当日に議案修正動議を受け付けずに決議を行える制度」は、定款規定ナシに導入できないのか。
- 部会資料11の40頁(3「その他」)では、当該決議に定款規定を要するとされている。しかし、すでに議案の賛否(○×)が確定しているのに総会当日に議案修正動議(要は三択目)を付議するのは、書面投票した機関投資家等にとっても迷惑であり、また出席いただいている合理的株主の時間も奪っている。出席株主の皆様に関心をもって議論等していただける時間の長さは有限な中、総会の時間を重要な経営方針・経営課題等の合理的株主の関心事項に集中させることは、合理的株主の意思にも適っている。定款変更がないと法的に許容されないという話ではないのではないか。