

マルチステークホルダー資本主義の流れを後押しする会社法のあり方とは 政府会議体での企業制度に関する検討状況および当会公表の意見書について

当会では、企業が中長期的視点に立った経営に取り組みつつ、多様なステークホルダーに対して公平でバランスのとれた付加価値の分配を行うことが重要との観点から、これまでコーポレートガバナンスに関する提言の公表や会社法の研究、政府の会議体での意見発信などを行ってきた。こうした一連の取り組みの中で、2023年に公表した「コーポレートガバナンスに関する提言」や、2024年の関西財界セミナーでの議論などをふまえ、2025年2月14日には「会社法改正等に関する意見書」を公表した。今号では、政府会議体での企業制度に関する検討状況のほか、当会の今年度の活動および意見書の概要を紹介する。

企業制度関連の政府会議体での検討状況

■ スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード

金融庁「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（以下、フォローアップ会議）」では、各コードの普及状況のほか、改訂の要否が毎年議論されている。

コーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）に関しては、2023年5月のフォローアップ会議以降、さらなる細則化を招くことを防ぐ趣旨から、3年ごとに行われていた定期的な改訂は見送られている。一方、スチュワードシップ・コードについては、2024年4月に開催されたフォローアップ会議で、協働エンゲージメントの促進や実質株主の透明性向上のために改訂の必要性が議論された。さらに改訂に関しては、「スチュワードシップ・コードに関する有識者会議（以下、有識者会議）」にて2024年10月～2025年2月にかけて議論された。フォローアップ会議には松本正義 関経連会長が、有識者会議には西村義明 関経連企業制度委員会副委員長（住友理工特別顧問）が委員として参画している。両会議では、主に機関投資家に強い影響力を持つ議決権行使助言会社が、ROE水準など多くの形式的要件によって機械的に議決権行使の推奨判断を出している点などを指摘した。

また、2025年2月から開催されている経済産業省産業構造審議会「価値創造経営小委員会」では、中長期を見据えた成長投資等、この10年間の政策のうち進捗が不十分だった取り組みや課題を分析し、具体的な政策対応の要否が検討されている。同会議には、木股昌俊 関経連副会長（クボタ特別顧問）が委員として参画している。

■ 会社法改正に関する各省の検討状況

法務省

法務省「会社法制に関する研究会」において大学教授5名を委員として改正項目を策定。法務省法制審議会の検討項目とした。

金融庁

金融庁では、有識者会議での意見を集約。実質株主の透明性向上に関する会社法の整備については、法務省法制審議会に委ねられている。

経済産業省

経済産業省では、2024年9月～2025年3月開催の「『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンスに関する研究会」の第2回、第3回会合で、法務省が検討した改正項目のほか、新たに加えるべき項目についても議論された。当会からは西村副委員長が委員に就任しており、同省が取りまとめた報告書にも当会の意見が多く盛り込まれた。なお、報告書に記載された会社法改正項目についての検証・検討は、法務省法制審議会に委ねられている。

■ 企業情報開示制度など

有価証券報告書の株主総会前開示については、金融庁「有価証券報告書の定時株主総会前の開示に向けた環境整備に関する連絡協議会」にて、賃上げと価格転嫁の促進については、公正取引委員会・中小企業庁「企業取引研究会」にて検討が進められており、両会議には中島宏 関経連理事・経済調査部長が参画している。

また、「サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するワーキング・グループ」には、柿原アツ子 川崎重工業取締役が、「サステナビリティ情報の保証に関する専門グループ」には植村一之 パナソニックホールディングスグループ経理渉外部長が当会推薦委員として参画している。

会社法に関する委託研究を実施

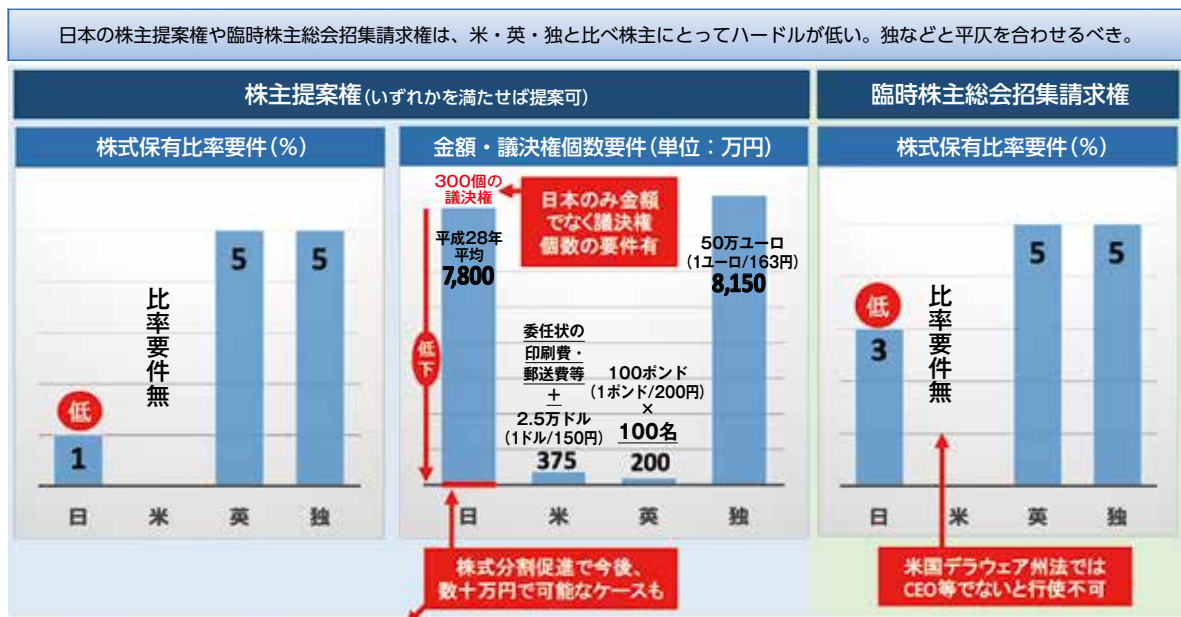
政府での検討状況等もふまえ、2024年3月～12月、当会では西村あさひ法律事務所・外国法共同事業パートナー弁護士の山本晃久氏に会社法の研究を委託した。

委託研究では、中長期視点に立ちマルチステークホルダー経営を後押しする環境を整備するにあたり、会社法および関連・周辺法規などに「過度な」株主重視になり得る解釈や規定等がないか、諸外国

(米国・英国・ドイツ)と比較しつつ洗い出しを行った。

その結果、日本の株主提案権は、米・英・独に比べハードルが低く、会社側の費用負担で株主提案をできる幅もかなり広がっていることが明らかになった。今後、個人投資家の裾野拡大のために増加が見込まれる株式分割により議決権単価がさらに下がると、諸外国と比較しても安価なコストで株主提案が可能になることも判明した。また、英国では企業は株主のみならず多様なステークホルダーに配慮すべきと明記した条文が存在することもわかった。

会社法委託研究結果：株主提案権に関する概観図



日本は米・英・独と比べ会社の費用で株主提案できる幅が広い。独などを参考に制度を見直すべき。

株主提案権 (提案内容要件)				
株主提案の内容	日	米	英	独
業務執行	○	×	○	×
取締役選任	○	×	○	○
配当	○	×	○	○

注: 米・英・独は、自らの費用負担(委任状の印刷費や郵送費等)で委任状勧誘すれば可。独は、直近年度決算関連の提案は事実上株主負担。

出所：関経連会社法委託研究資料より作成

東京にてコーポレートガバナンスシンポジウムを開催



基調講演



パネルディスカッション

多様なステークホルダーに配慮した中長期的な企業経営を後押しし、企業と株主との緊張感のある望ましい関係性の構築に資するコーポレートガバナンスのあり方や具体的な法制度改正の必要性を問題提起すべく、経団連、経済同友会、7つの経済連合会後援により、2024年12月に東京でシンポジウムを開催した。

■ 基調講演

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業のパートナー弁護士である太田洋氏が基調講演を行った。

太田氏は、日本の会社法制は、米国・英国・ドイツ・フランスと比較しても相対的に株主権が強く、資本市場でのアクティビスト活動が他の先進国と比較しても非常に活発化していると指摘した。また、株主権が強い日本の法制では、アクティビスト側の攻め手が多く、ポピュリズム的な提案が多いことや、大量保有報告規制などのエンフォースメントの実効性が弱いことから、「日本版ウルフパック」など違法行為も横行していると述べた。さらに短期的なアクティビズムによる利益追求が進みすぎて、長期的な成長基盤や投資が損なわれている可能性があるとして問題提起し、その対応策として株主提案権や臨時株主総会招集請求権の行使要件の厳格化、複数議決権制度の導入や種類株式の利用制限の緩和、大量保有報告規制の趣旨を潜脱した株主への議決権停止といった罰則強化等、会社法改正の必要性を訴えた。

■ パネルディスカッション

登壇者の意見のポイントは次のとおり。
スズキトモ氏(早稲田大学商学学術院教授)

立法手続きを経ずに、「コード」や「要請」などソフトローによって経営環境が簡単にコントロールされる状況を懸念している。CGコードは投資家へのみ便益を与え、売上や従業員給料の増加、投資の拡大につながることはなかった。付加価値の適正分配が必要であり、従業員株式報酬制度などの方策を考えるべきである。

西村義明氏(住友理工特別顧問)

日本では配当が設備投資を上回っている。人件費は上がり、企業の成長や中長期的な価値向上に資する投資が不足している。事業は5年や10年で成功するものではない。息の長い研究開発や思い切った投資を不断に続けることで新たな事業を興すとともに、複数の事業を同時並行で進めることが必要である。今後は、中長期的な観点に立ったマルチステークホルダー経営が一層重要である。

手塚正彦氏(会計教育研修機構理事長)

個々の企業は別として、マクロ的に見て日本企業が長期的な視点に立った経営をしてこなかったのは明らかである。したがって、企業に変革を促す会計ビッグバンや第2次安倍政権発足以降のコーポレートガバナンスの改革は必然だった。しかし、有報の定時総会前開示などは、依然として実質的には手がつけられていない。そろそろ総決算をすべきである。株主権の濫用が懸念されるのであれば、法的に適切に手当てをすればよい。

太田洋氏(西村あさひ法律事務所 弁護士)

法令違反をいとわない「日本版ウルフパック」の横行、アクティビティストによる株主権の濫用など、市場が不健全になって国民に不利益をもたらしている。これは明らかな病理現象である。

「会社法改正等に関する意見書」を公表

■ 意見書公表の経緯

2023年の「コーポレートガバナンスに関する提言」の発表に続き、2024年の関西財界セミナーでの議論、委託研究、政府の会議体への参画、東京でのシンポジウム開催などを経て、2025年2月、当会の会社法に関する意見を取りまとめ、公表した。これは、同月開催の法務省法制審議会に向けた意見書となっている。

■ 会社法改正に関する意見項目

■ マルチステークホルダー重視の明示

現行の会社法は、株主、債権者、銀行など資金の出し手と会社との関係について規定する一方、資金の出し手以外のステークホルダーとのかわりについて触られていない。英国で立法例があることから、わが国でもマルチステークホルダー資本主義の理念を明確にするために同趣旨の条文を追記すべき。

■ 株主提案権の行使要件の見直し

わが国は、米・英・独などの諸外国に比べ株主提案権の行使要件のハードルが低く、見直すべき。

- 保有比率要件を現行の1%から英・独と同水準の5%に引き上げるべき。
- 300個の議決権要件を廃止すべき。これに代えて、英・独を参考に、市場価格の金額要件や株主の人数要件を設定すべき。
- 保有期間を現行の6カ月から1年に延長すべき。

■ 株主提案が可能な範囲の見直し

わが国の株主提案権は、米・英・独に比べ会社側の費用負担で株主提案をできる幅が広がっている。

独の事例を参考に、取締役会の権限に属する業務執行事項を株主提案とすることは、株主が費用を負担し定款変更議案の形式をとらうとも不可とすべき。

■ 臨時株主総会招集請求権の行使要件の見直し

わが国は、米・英・独などの諸外国に比べ臨時株主総会招集請求権の行使要件のハードルが低い。

臨時株主総会招集請求権の行使要件が、発行済株式総数の3%となっている。これを、英・独と同水

準の5%にまで引き上げるべき。

■ 実質株主を把握する制度の導入

実効性を持って実質株主の透明性向上をはかるべく、グローバルカストディアンや海外投資家に回答義務を課す国際的な法制度を導入すべき。

■ 大量保有報告制度違反への罰則の強化

(日本版ウルフパックへの対応強化)

大量保有報告書の提出義務が生じる保有比率要件を、株主提案権や臨時株主総会招集請求権の保有比率要件と同水準にすべき。

英・独・仏や韓国を参考に、大量保有報告規制の趣旨を潜脱した株式保有者に対しては、議決権を停止する措置を設ける旨を会社法の条文に追加すべき。

■ 長期保有株主の優遇措置の導入の検討

中長期的な視点に立った戦略的な経営に注力することができるよう、長期保有株主を優遇する手立てを導入すべき。

わが国の株式市場における株主構成をふまえて、欧州で導入されている複数議決権制度を参考に、例えば5年超など長期で保有する株主に対し複数の議決権を付与する制度を導入すべき。東京証券取引所は、種類株式について積極的に上場を認めるべき。

■ 企業の情報開示負担の軽減

増大し続ける企業の情報開示負担を緩和すべき。

- サステナビリティ情報の追加などにより大幅な開示負担の増加が見込まれる有価証券報告書の提出期限を現実的な時期に後ろ倒しすべく金融商品取引法を改正すべき。
- その際、有価証券報告書の提出期限と第1四半期決算短信の提出時期が重なることをふまえ、四半期決算短信の提出義務付けを廃止すべき。
- 事業報告書と有価証券報告書の一体開示を可能にすべき。

■ 法制審議会会社法制部会の委員構成の見直し

法制審議会会社法制部会に、幅広い意見が反映されるよう、企業経営者側の委員を増やすべき。

マルチステークホルダー資本主義の実現に向けて

今後もマルチステークホルダー資本主義の実現に向けて、本意見書の要望活動や政府会議体に参画している委員を通じての意見発信等に精力的に取り組んでいく。

※意見書全文は関経連ホームページに掲載。

(経済調査部 黒坂亮太)