

株主総会の在り方に関する論点について②

2025 年 7 月 30 日

経済産業省 産業組織課

1. 株主総会の在り方

(1) 上場会社における株主総会の非効率性

上場会社における株主総会について非効率性が指摘されている。企業と株主のコミュニケーションは株主総会の当日のみならず、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、株主総会の当日に参加する一部の株主のために、莫大な費用・労力をかけて、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。

例えば、当省において開催していた、「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「CG 研究会」という。）においては、以下のような意見が見られた。

- ・ ここ十数年で、IR の在り方は大きく変わっているにもかかわらず株主総会のみが旧態依然としている。総会当日の参加者の議決権総数が 1% に過ぎないような状況であっても、莫大な費用・労力をかけて総会の準備を強いられている。
- ・ 弁護士として株主総会の指導をやっているが、自分の関与するほぼ全てのケースで事前の議決権行使によって決議結果は事実上分かっている。当日の審議内容は決議結果に何の関係もないという現実を直視すべき。
- ・ 株主総会に出席するたびに、企業が株主総会開催に関して使っている金銭的・人的リソースがここまで必要なのかと疑問に感じる。

また、本審議会第 1 回においても、投資家を含む複数の委員から同様の意見が見られたところである。

このような非効率を解消し、これまで株主総会の当日に向けた準備に要していた費用・労力を、日々の株主とのコミュニケーションに振り向け、その質を向上させていくことは、建設的かつ実効的なエンゲージメント、すなわち成長戦略の実行を後押しするような企業と株主の対話を促進する上で重要と考えられる。そこで、現行の株主総会に関する規律の意義・在り方を見直したうえで、現在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・合理化する観点から、さらに検討を深めていくことが望ましい。

(2) 個人株主を含む株主とのコミュニケーション

本審議会第1回においては、株主総会の在り方を見直す場合は、企業と株主との有意義なコミュニケーションに資する改正とすることが重要であるとの意見が見られた。また、CG研究会においても、以下のように、株主総会の手続を効率化・合理化した場合は、株主総会の外で個人株主とのコミュニケーションを行うことも考えられるとの意見も見られたところである。これらは、必ずしも会社法の枠内にとどまるものではないが、建設的な株主との対話の実現（対話の実質化・効率化）に向けた議論が引き続き行われていくことが期待される。

- ・ 株主との意思疎通は重要であり、それは株主総会以外の制度でやったほうがいい。株主総会という形にとらわれないのであれば、創意工夫の余地が生まれ、株主・会社双方にとってより良い方法が出てくる可能性がある。
- ・ 個人株主と経営陣の対話を重視するのであれば、株主総会の形に限らずとも、個人株主と経営者の懇談の場を設けることも可能ではないか。

2. 株主提案権

株主提案は、適切に行使されることにより、例えば、よりふさわしい取締役の選任等を通じて、企業の「稼ぐ力」の強化に資する可能性がある一方で、濫用的な株主提案が行われた場合は、企業において多大な対応コストが発生し、企業の通常の事業活動や他の株主との対話の妨げとなる結果、企業の成長を阻害する可能性がある。

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。現行法のように、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る。現に、下記(1)のとおり、近年、投資単位の引き下げが行われていることにより、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減少していると考えられる。

少数の議決権割合しか保有していない株主が株主提案を行うことができるようになった結果、賛成率が低いような提案であっても、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あるとの指摘がある。また、議決権数を基準とした要件が設定されることにより、濫用的な株主提案への懸念を背景とし、（個人投資家が投資しやすい環境整備に向けた）投資単位の引下げのディスインセンティブとなるとの意見もある。

他方で、下記(2)のとおり、小規模な企業においては、個人株主による株主提案が重要な役割を果たしているとの意見もあるところであり、下記(1)及び(2)の観点

も踏まえつつ、株主提案の実態を踏まえ、株主提案権の要件の検討が行われることを期待する。

(1) 投資単位の引下げの傾向

別紙のとおり、個人投資家が投資しやすい環境を整備する観点から、上場会社の投資単位は 1990 年頃と比較して大きく引き下がっている。以下のような事情を踏まえると、このような傾向は引き続き継続することも考えられる。

- ・ 金融庁は 2023 年に資産運用立国実現プランを策定し、より多くの個人資産を貯蓄から投資に向けるよう促しており、今後、NISA 等の制度を利用した個人投資家が増加していくことも考えられる。
- ・ 2022 年、東京証券取引所は、上場会社に対して投資単位の引下げに係る検討を要請するとともに、2025 年 4 月に「少額投資の在り方に関する勉強会報告書」を公表し、投資単位引下げの意義や上場会社の手続き・負担等の課題、その対応等について取りまとめる等、個人投資家が投資しやすい環境を整備すべく、上場会社の投資単位の引下げに向けた取組を行っている。

(2) 保有議決権比率 1%未満の株主によりなされる株主提案

保有議決権比率が 1%未満の株主（以下「1%未満株主」という。）による株主提案については、以下のとおり様々な意見が存在する。そこで、1%未満株主による株主提案が、企業の「稼ぐ力」の向上に寄与した具体的事案の有無、逆に、1%未満株主によりなされた濫用的な株主提案の有無、これらの全体的な傾向・頻度等も踏まえた検討がなされることが期待される。

- ・ 株主提案に対する賛成率が 10%に到達しない提案の割合について、1%未満株主によりなされた場合は、その他の株主によりなされた場合の約 6 倍であり¹、他の株主からの賛同をほとんど得られない株主提案のために、会社が多大な費用を負担している状況となっているのではないかな。
- ・ 機関投資家による投資が相対的に少ない小規模な企業においては、個人株主による株主提案が重要な役割を果たしているのではないかな。

3. 書面決議

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

¹ 佐伯次郎＝得津晶「上場会社の株主提案権行使データから見る株主提案権制限の可能性」（旬刊商事法務 2396 号 26 頁（2025 年））によれば、約 6.4 倍となっている。

会社の「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が活用されているが、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、スタートアップ企業は、経営のスピード感が強く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との指摘がある。

そこで、非上場会社において、増資や組織再編等の株主総会決議を伴う成長戦略の実行を機動的に進めることを可能とするという観点から、非上場会社の書面決議要件の在り方について議論・検討していくことは有意義と考えられる。

なお、その際には、株主の利益にも配慮した議論が重要と考えられ、書面決議の議決権要件を緩和する場合も、株主の利益に配慮した制度設計（例えば、以下の措置等）を検討していくことが考えられる。

- ・ 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。

4. キャッシュ・アウト

M&A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という点において、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・アウトの手続を効率化・合理化することが有意義と考えられる。

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。

そこで、株式等売渡請求をより広範に利用可能とする（例えば、議決権要件を90%以上→3分の2以上に引き下げる等）等、キャッシュ・アウト制度の在り方に

について議論・検討することは有意義と考えられる。

(1) 現行法下におけるキャッシュ・アウトに関する制度

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、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、株式併合の方法による場合、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は株式等売渡請求の方法による場合の約2倍²となっている。

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、キャッシュ・アウトの帰趨が見えているにもかかわらず、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。

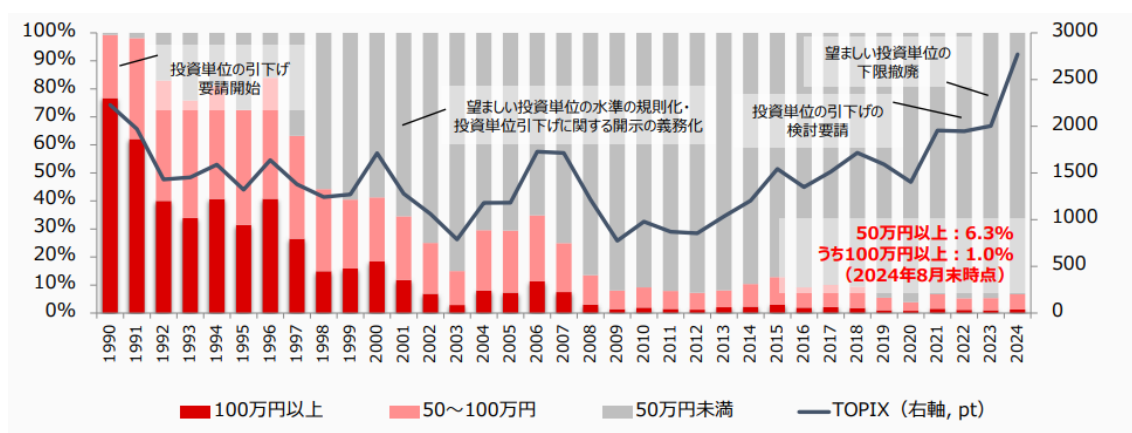
(2) 株主の利益

本制度の在り方を議論・検討する場合は、株主の利益を考慮した検討がなされることが重要と考えられる。会社法制研究会においても、株主の利益について以下のような意見が見られたところであり、株主において具体的にどのような利益・不利益が生じ得るかを踏まえた検討がなされることが期待される。

- ・ キャッシュ・アウトの際に株主総会決議を要求することにより少数株主の保護が図られるのかは疑問。株主には株式買取請求権があるし、株式併合では対価の不公正を理由とした差止請求が認められるか明らかでない一方、株主等売渡請求においてはこれが認められることが明らかになっているなど、株主等売渡請求が必ずしも少数株主にとって不利であるというわけではない。
- ・ 株式併合のスキームにより、公開買付けとキャッシュ・アウトの期間が開くことは、公開買付けの強圧性を強めるため、株主にとってはむしろ不利益である。
- ・ 少数株主の保護が担保されることが必要。3分の2の議決権を取得すればキャッシュ・アウトが可能となるが、株主総会を必要とすることが買収者の行動に影響を及ぼす可能性がある。
- ・ キャッシュ・アウトの条件に不満がある場合に、株主総会において説明を受け、質問する機会があることは重要。

² 出所：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）)

別紙 上場会社の投資単位の推移



(出所) 東京証券取引所「少額投資の在り方に関する勉強会 (第1回)」(2024年10月2日)