

要綱案の取りまとめに向けた補充的な検討について

2026 年 9 月 30 日

経済産業省 産業組織課

5 1. 実質株主確認制度

(1) 会社から実質株主を確認する制度

実質株主確認制度について、部会資料 16 では、「有事の場面における株式会社の支配に関する重要な情報の把握」を副次的な趣旨とした上で、違反に対する議決権停止の場면을、①有事の重要議題に係る株主総会において、②株式の 0.5%以上の違反であって、③その違反が故意・重過失によるものに限定している。

実質株主確認制度の政策的目的は、実質株主の確認を通じて、(a) 株式会社と株主との建設的な対話を促進するとともに、(b) 資本市場の透明性ひいては株主総会における意思決定及び株式会社の支配に関する透明性と公正性を確保することにある。更に、我が国の上場会社に対する支配力や影響力の帰属先を明らかにすることは、我が国の経済安全保障の前提であり、その観点からも資本市場の透明性を確保することは極めて重要である。これらの政策目的を達成する上で、過料のみではその実効性を担保することはできないと考えられることから、議決権停止の措置を設けることは必要であり、賛成である。

一方、議決権停止の措置が有事の特定の場面に限定されれば、平時の状況にある大半の上場会社において実質株主確認制度の実効性が担保されていない状況となり、資本市場の透明性を確保するという政策目的は達成されないこととなる。その結果、会社は対話の相手方を特定できず、機関投資家のスチュワードシップの履行状況を確認できず、エンゲージメントの質が低下するおそれがある。また、買収や支配権争奪の局面において情報の非対称性が解消されず、ウルフ・パック型の協調行動を捕捉することは困難なままとなる。外為法上の投資審査の実効性にも影響を及ぼすおそれがある。更には、EU 各国は SRD II の下で株主特定制度を運用している中で、日本市場は制度的に劣後するおそれがある。結果として、上場会社は、平時に実質株主を確認するための私的調査に引き続き依存することとなる¹。

そもそも議決権停止は株主の権利を止める重い措置であるため、最後の手段としつつ、その効力によって（議決権停止に至ることなく）実質株主を確認できな

¹ 「実質株主判明調査を定期的に行っている/行ったことがあり、今後行う予定である」企業は 54%に上り、49%の企業が「実質株主判明調査に要する費用・負担が大きい」としている（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））。

い状態が解消されることが望ましい。このため、議決権停止を「義務違反という行為に対する制裁」と位置づけるのではなく、「補完の機会を与えてもなお指図権者を確認できないという状態が継続することの帰結」として再構成した上で、手続き面での保障を充実させることでバランスを取ることが妥当ではないかと考える。

具体的には、以下の枠組みを提案する。

(ア) 議決権停止の措置は平時における実質株主の確認請求にも及ぶものとする。指図権者の自発的申告を可能とするため、上場会社は電子公告で請求の事実を公表する。

(イ) 各層の仲介機関は、転送義務・情報提供義務に加え、新たに「転送報告義務」を負うものとし、確認請求の転送を受けた仲介機関は、(i) 自らの直近下位仲介機関に転送した旨及び当該仲介機関の名称、(ii) 直近下位仲介機関が存在せず指図権者に転送した旨、又は (iii) 転送を行わなかった旨及びその理由を、上場会社に報告しなければならないものとする。

(ウ) 上場会社は、違反株式を特定した上で、実質株主を確認できていない旨の通知（確認未了通知）を発する。通知は、(i) 通知を受けた仲介機関による直近下位仲介機関及び指図権者への転送（部会資料 16 案コ・サの仕組みを停止前の段階に前倒しするもの）、(ii) 電子公告による公示、(iii) 議決権行使プラットフォーム上での表示の 3 つの経路を併用する。

(エ) 違反株式に係る指図権者は、上場会社に対し直接必要事項を申告することができる（指図権者に対し自力で救済を受ける経路を付与）。平時においては会社が確認請求の事実自体を公表するため、指図権者は（ウ）による通知の到達を待つまでもなく、自己が指図権を有する銘柄について確認請求がされていることを知り、自発的に申告することができる。

(オ) 確認未了通知の日から 3 週間を経過してもなお指図権者を確認することができないときは、上場会社は、取締役会の決議により、議決権停止通知をすることができる。議決権停止通知の日から 1 か月を経過したときは、当該株主総会の日から 2 週間前の日に当該議決権の停止を確定するものとする。ただし、当該期間内に指図権者又は名義株主が異議を述べ、かつ、議決権停止の効力を争う訴訟手続を提起したときは、当該手続において上場会社の主張に理由があることを認める裁判所の決定又は裁判があるまでの間は、停止の効力は生じないものとする。同日までに自己申告又は情報提供がされなかった違反株式に限り、当該株主総会において議決権を有しないものとする。

(カ) 停止確定日後であっても、自己申告又は情報提供がされたときは、上場会社は遅滞なく議決権の停止を解除しなければならない。ただし、当該株主総会における議決権には影響しないものとする。

(キ) 議決権停止通知は取締役会の決議を要するものとし、停止通知には違反の内容、転送報告の状況及び情報連鎖の断絶箇所を明示する。停止した場合は株主総会参考書類等で開示する。確認により取得した情報の目的外利用を禁止し、違反に罰則を付す。平時に実質株主の確認のために請求できる回数に制限を設ける。違反株式 0.5%未満を除外する一方、同一の指図権者が複数の仲介機関に分散して指図権を有する場合の合算規定を置く。

まず、(ア)については、通年で実質株主を把握しておくことは、株式会社と株主との建設的な対話を促進するという中核的趣旨に適うものであり、株主総会の直前に確認を間に合わせる必要そのものがなくなる（株主に対話を強制するものではない）²。

(イ) (ウ) (エ) に関しては、「指図権者を確認できない」という観測困難な状態を、各層の仲介機関に課す転送報告義務により、「どの層で情報の連鎖が切れたか」という観測可能な事実に変換することで、要件違反者（誤情報を提供した仲介機関）と不利益を受ける者（議決権を停止される指図権者）とが一致しないという「名宛人のずれ」に係る問題を解消する。また、本枠組みでは、是正の主体を仲介機関に限定せず、指図権者自身に補完・訂正の機会を直接与え、補完機会を経てなお不明な株式のみが対象となるため、「仲介機関固有の違反であっても議決権が停止されるおそれがあり、帰責性のない指図権者にまで影響が及ぶ」との指摘を治癒する。実質株主の確認に係る状態に応じて措置を執る本枠組みの下では、事務過誤であれ何であれ、是正すれば停止に至らず、是正しなければ停止されるため、故意・重過失を認定する主観的要件そのものが不要となる（会社に事実認定に係る裁量の余地を与えない）³。

(オ)については、議決権停止の確定日を設けることにより、集計実務の不確実性を除去する。これにより、議決権行使書面の発送停止と集計除外の併用が時間的に可能となる。また、議決権停止措置に関して争いがある場合には、停止の効力発生が阻却され、司法判断を経なければ停止されないこととすることで、会社側が一方的に議決権停止を措置することはできない。

(カ)については、議決権停止は実質株主を確認できない状態に応じた権利の「一時停止」であることを明示し、是正すれば次回の株主総会では必ず復権する

² フランス商法典 L.228-2 条は、無記名証券の所有者の特定のため、発行会社又はその指定する第三者が、いつでも（à tout moment）、自己の費用負担において、株式及び議決権を付与する証券の所有者に関する情報の提供を求めることができる旨を定める。

³ 英国会社法第 794 条は「その者が通知に定める期間内に情報を提供しなかったこと」を要件としており、故意・重過失といった主観的要件を課していない。

ことを保証する。会社に解除を拒む裁量を与えないことにより、対称性の原理を担保する。

(キ) は、部会資料 16 の有事による場面の限定案を広げる上で必要となると考えられる一連の濫用防止措置である。

5

部会資料 16 が提案する枠組みにおける疑問点を指摘する。まず、特定の株主提案又は臨時株主総会の招集請求がされている場面のみを議決権停止措置の対象とされているが、会社法第 304 条により株主総会当日に役員選任議案の修正動議が提出されるような有事の場面は捕捉できておらず、有事の場面を捕捉するものとして必ずしも十分ではないと考えられる。また、金融商品取引法第 27 条の 26 第 1 項及び同法施行令第 14 条の 8 の 2 に規定されている重要提案行為等が行われている場面を含めることも考えられる。

次に、故意・重過失の要件については、議決権停止通知をする時点において上場会社が違反者の故意・重過失を判断するのは極めて困難であり、上場会社が決議取消しのリスクを懸念して、議決権停止通知が事実上行われなくなるおそれや、最も捕捉すべき悪質な事案ほど主観的要件を争われることにより議決権停止を免れやすくなるおそれがあり、制度の実効性確保の観点から疑問がある。仮に議決権停止の対象を故意・重過失による違反に限定するとしても、少なくとも、上場会社に立証困難な故意・重過失の立証責任を負わせるのではなく、通知に対して応答しなかった場合には故意・重過失とみなすか、あるいは違反者側が善意・無重過失の立証責任を負うこととすべきである。

実質株主による代理出席及び議決権の代理行使については、上場会社が決議取消しを懸念して制度利用が控えられることがないように、解釈に委ねるのみではなく、基準日株主が作成する証明書の記載事項等の代理出席及び議決権の代理行使に関するルールを可能な限り法務省令等で明確にすることが望ましい。

(2) 株主側から会社に対する通知を義務付ける制度

株主側から会社に対する通知を義務付ける制度（通知義務制度）の政策的目的は、「株式会社の支配に関する透明性及び株主総会における意思決定の公正性の確保」にあり、(1)の確認制度とは補完的に役割を分担すべきものとする。

通知義務制度においては、義務の名宛人と不利益を受ける者とが最初から一致しており、確認制度における「名宛人のずれ」は構造的に存在しない。このため、部会資料 16 の提案のとおり、違反行為を議決権停止措置の基準として採用することも可能である。しかし、通知義務違反の多くが、閾値の算定誤り、共同保有者の範囲の認定の齟齬、指図権の帰属に関する法的評価の相違など、悪意によらない見解の相違から生じるものだとすれば、追完の機会を前置すれば、これらは

停止に至る前に解消されるものと期待される。また、違反の認定には、共同保有者の範囲、指図権の帰属、潜在株式の算入といった法的評価を伴うが、これらは本来、金融庁及び証券取引等監視委員会が第一次的な判断権限を有する領域であり、上場会社が一方的に認定して議決権を停止することは適当ではない。これらを踏まえ、「通知されるべきものが通知されていない状態」を措置の基準とし、手続き面での保障を充実させる(1)と同様の枠組みを採ることが考えられる。

具体的には、以下の枠組みを提案する。

(ア) 上場会社は、通知義務に違反する疑いがあると認めるときは、当該株式に係る名義株主及び判明している指図権者に対し、通知未了通知をする。通知には、違反があると認める理由、対象株式、保有割合の算定根拠並びに追完及び争訟の方法を明示する。

(イ) 通知未了通知を受けた者は、3週間以内に、通知事項を追完して通知することができる。適法な追完があったときは、当該株式について通知義務は履行されたものとみなす。追完がされたときは、上場会社は遅滞なく停止を解除しなければならない。会社に解除を拒む裁量を認めない。

(ウ) 追完がないときは、上場会社は、取締役会の決議を経た上で、裁判所に対し、当該株式に係る議決権の行使を停止する旨の決定を申し立てることができる。議決権の停止は、当該決定によって、その効力を生ずる。ただし、通知未了通知の日から1か月以内に、名義株主又は指図権者から異議の申述及び争訟手続の提起のいずれもされなかったときは、上場会社は、裁判所の決定を経ることなく、取締役会の決議により議決権停止通知をすることができる。停止の対象となる株式は、当該株主総会の日(2週間前)の2週間前(停止確定日)において確定する。議決権の停止は、当該株主総会に限り、その効力を有する。

(エ) 裁判所は、必要があると認めるときは、金融庁長官に対し通知義務違反の有無に関する意見を求めることができる。

(オ) 大量保有報告書が適法に提出され、かつ、当該書類に議決権の指図権に関する法務省令で定める事項が記載されているときは、通知義務は履行されたものとみなす旨の規律(みなし履行)を置く。

(カ) 通知未了通知には、違反があると認める理由、対象株式の数及び保有割合の算定根拠を明示する。停止した場合には株主総会参考書類等で開示する。通知により取得した情報の目的外利用を禁止し、違反に罰則を付す。

部会資料 16 が提案する枠組みにおける疑問点を指摘する。まず、通知義務の対象が株券等保有割合 5%超の者に限られていることを踏まえると、議決権停止

に場面の限定を設けないことは合理的であるが、他方で、議決権停止の対象となる違反を故意・重過失による違反に限定することについては、上記(1)と同様の懸念がある。そこで、善意・無重過失による違反も議決権停止の対象とすることで、上場会社が、通知義務違反という客観的事実から議決権停止通知をできるようにしつつ、善意・無重過失による違反の場合には追完による議決権停止の解除までの期間を短期間に設定する又は追完により直ちに議決権停止を解除することにより、上場会社による客観的な判断の機会の確保と善意・無重過失の違反者の権利の確保の均衡を図ることも考えられるのではないか。議決権停止の対象を故意・重過失による違反に限定するとしても、少なくとも、上場会社に立証困難な故意・重過失の立証責任を負わせるのではなく、違反者側が善意・無重過失の立証責任を負うこととすべきである。

2. 株主提案権等に関する規律の見直し

(1) 業務執行事項に係る定款の変更に関する議案の提出の制限

上場会社について、業務執行事項に係る定款の変更に関する議案の提出を制限する規律を設けること自体に賛成である。

A 案では、制限対象が、将来にわたり又は特定の取引の相手方、条件又は内容を拘束する事項及び使用人に関する事項に限定されているが、第16回部会では、制限対象の範囲について様々な意見があり、一定の組織の設置・廃止に関する事項や開示に関する事項の中にも制限対象とすべきものが含まれ得る、日常的な事業運営に関する事項等についても制限対象にすべきなど、制限対象が不十分であるとの指摘があり、制限対象の範囲について更なる議論が必要である。他方で、こうした事項まで含めて、制限対象を限定列挙することは容易ではなく、限定列挙をしたとしても、なお対象範囲の不明確さが残るおそれがある。

これに対し、B 案は、既に一定の解釈論の蓄積がある概念に依拠するものであり、A 案と比べて制限対象の範囲が相対的に明確である上、日常的な事業運営に関する事項等も制限対象になり得るため、実務上のニーズも高いと考えられる。

B 案によっても制限対象の不明確さを完全に排除することは困難であるものの、株主総会参考書類に株主提案を取り上げなかった理由を記載することに加えて、社外取締役が過半数を占める取締役会が、経営陣から独立した立場で株主提案が取締役等に委任している業務執行事項に該当するか否かを判断するのであれば、その判断の公正性が担保され、株主の利益が不当に害されるおそれもないと考えられる。そのため、取締役の過半数が社外取締役である上場会社に限定することが合理的かつ必要十分であり、これに加えて指名委員会等設置会社又は監査等委員会設置会社であることを求める必要性はないと考えられる。

(2) 臨時株主総会招集請求権の行使要件の見直し

株主による株主総会の招集請求権の行使要件のうち、議決権保有割合 3%以上の要件を議決権保有割合 5%以上に引き上げることに賛成である。

5 諸外国においては臨時株主総会招集請求権の行使要件が大量保有に係る開示基準を下回る制度とはなっていないのに対して、我が国においては臨時株主総会招集請求権の行使要件（議決権保有割合 3%）が大量保有報告書の提出基準（株券等保有割合 5%）を下回っており、素性が明らかではない株主が臨時株主総会の招集を請求できる状態にあり、現に議決権保有割合 3%以上で株券等保有割合 10 5%以下の株主による濫用的な招集請求事例が発生している。

行使要件の引上げによりこれらの濫用的な事例については相当程度の解消が可能であると考えられることから、議決権保有割合 3%以上の行使要件については、少なくとも大量保有報告書の提出基準と同等程度の議決権保有割合 5%以上に引き上げることが必要かつ合理的である。

15