

会社法改正とコーポレートガバナンス改革

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 2019年12月11日に改正会社法が公布された。施行は2021年春頃と見られる。今回の改正点は多岐にわたるが、コーポレートガバナンスの観点からは特に、①株主総会資料電子提供制度や株主提案権の濫用防止、②取締役の個別報酬に関する方針の規定や、役員報酬に関する情報開示の拡充、③社外取締役設置の義務化などが注目される。
2. 具体的な改正点としては、まず、株主総会資料の電子提供制度の創設と、一人の株主が提案できる株主提案の上限を10とすることが定められた。また、上場会社等において、取締役の個人別の報酬の内容が定款または株主総会で決定されない場合には、取締役会は、その決定方針の規定と方針の概要等の開示が求められるとともに、取締役個人別の報酬内容の決定方針等に関する事業報告書での情報開示拡充も定められた。さらに、上場企業においては最低1人以上の社外取締役選任が求められた。
3. 今回の改正は現在行なわれているコーポレートガバナンス改革の方向性を大きく変えるものではないが、株主、投資家の関心はこれまで以上に、①合理的で株主が賛同しやすい内容の株主提案、②企業価値向上と役員報酬との関係への注目度の高まり、③社外取締役の重要性が高まる中、個別企業における社外取締役の位置づけと企業価値との関係、等に向かうであろう。
4. グループガバナンスへの注目度が高まる中、少数株主の権利保護が論点として取り上げられるようになってきたものの、コーポレートガバナンス改革において「支配権の移転」に関するものは十分に議論されていない。その内容は会社法に留まるものではないが、例えば、TOB（株式公開買付）時の部分買付の問題や、事前警告型買収防衛策廃止企業が増える中での企業買収防衛の在り方などの議論が、今後進展することに期待したい。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・片寄直紀、西山賢吾「スチュワードシップ・コードの再改訂」『金融情報アップデート』（No20-01）。
- ・神山哲也「英国におけるM&Aに係る法規制と執行体制」『資本市場クォーターリー』2008年秋号。

I 会社法改正の公布（2019年12月）

2019年12月4日、第200回国会（臨時会）において会社法の一部を改正する法律が成立、同月11日に公布された。

今回の会社法改正は、前回（2015年）の会社法改正時に、当時議論のあった社外取締役設置の義務化が見送られた代わりに、『改正会社法2年経過時に、必要があれば社外取締役設置義務化等の検討を行う』という附則が設けられたことに端を発している。そして、法務大臣から法務省法制審議会へ会社法改正の諮問（2017年2月）によって検討が始まり、図表1に示した経過を経て改正が実施された。なお、実際の施行時期については、一部の改正点を除き、公布日から1年6月以内の政令で定める日となっていることから、2021年の春頃になる可能性が考えられる。

図表1 会社法改正（令和元年）の経緯

2015年5月	会社法改正（平成26年改正）施行。『施行後2年経過時に必要があれば社外取締役設置義務化等の検討を行う』との附則が設けられる
2017年2月	法務大臣から法制審議会への諮問
2017年4月～	法制審議会会社法制部会での調査審査
2018年2月	中間試案とりまとめ
2018年2～4月	パブリックコメント
2019年1月	要綱案とりまとめ
2019年2月	要綱のとりまとめ・答申
2019年11月	第200回国会（臨時会）での審議
2019年12月	改正法成立、公布
2021年春頃（注）	改正会社法施行

（注） 施行は、公布日から1年6月以内の政令で定める日から（株主総会資料の電子提供制度の創設等の一部の改正については、公布日から3年6月以内の政令で定める日から）とされている。

（出所）法務省資料を基に野村資本市場研究所作成

II 改正会社法の概要

今回の改正概要を図表2に示した。改正内容は多岐にわたるが、コーポレートガバナンスの観点から見ると、①株主総会資料電子提供制度や株主提案権の濫用防止（株主総会、議決権行使関連）、②取締役の個別報酬に関する方針の規定や役員報酬に関する情報開示の拡充（取締役（会）関連、役員報酬関連）、③社外取締役設置の義務化（取締役（会）関連）、等が特に注目できるであろう。本稿では、これらの項目について、その内容や、特に株主、投資家に対するインプリケーション等について言及していく。

図表 2 会社法改正の概要

改正の項目	改正の概要	改正の目的
株主総会資料の電子提供制度	株主総会資料を自社のホームページ等のウェブサイトに掲載し、当該ウェブサイトのアドレス等を書面で通知する方法により、株主に対して株主総会資料を提供することができる制度の創設	株主に対して早期に株主総会資料を提供し、株主による議案等の検討期間の十分な確保
株主提案数の上限	株主が同一の株主総会において提案することができる議案の数制限	株主提案権の濫用的な行使の制限
取締役等への適切なインセンティブの付与と情報開示の拡充	①上場会社等の取締役会による、取締役の個人別報酬等に関する決定方針を定める、②上場会社が取締役の報酬等として株式の発行等をする場合には金銭の払込み等を要しない、③報酬等の決定方針や、取締役決議による報酬等の決定の委任に関する事項等の事業報告による情報開示(公開会社)、等の規定を設ける	取締役の報酬等決定手続等の透明性向上、取締役等に対する業績等連動報酬のより適切かつ円滑な付与
補償契約、役員等賠償責任保険契約	役員等がその職務の執行に関して責任追及を受けるなどして生じた費用等を株式会社が補償することを約する補償契約や、役員等のために締結される保険契約に関する規定を設ける	役員等へのインセンティブ付与、役員等の職務の執行の適正さの確保
社外取締役関連	・上場会社等に社外取締役を置くことの義務付け ・株式会社と取締役との利益相反状況がある場合等において、取締役会委託業務を執行した社外取締役は社外性を失わない	我が国の資本市場が全体として信頼される環境の整備
社債管理補助者制度	会社から委託を受けた第三者が、社債権者による社債の管理の補助を行う制度の創設	社債の管理を自ら行う社債権者の負担軽減
株式交付(他の株式会社を子会社化する時)	株式会社が他の株式会社を子会社化するに当たって、自社の株式を当該他の株式会社の株主に交付することができる制度の創設	企業買収に関する手続の合理化
その他	・責任追及等の訴えに係る訴訟における和解 ・議決権行使書面の閲覧謄写請求理由表明、被請求株式会社による請求拒絶理由明文化 ・株式併合等に関する事前開示事項 ・会社の登記に関する見直し ・取締役等の欠格条項の削除及びこれに伴う規律の整備	

(出所) 法務省資料を基に野村資本市場研究所作成

Ⅲ コーポレートガバナンス改革から見た改正会社法の注目点

1. 株主総会資料電子提供制度

現行法の下で株主総会参考書類、議決権行使書面、計算書類及び事業報告、連結計算書類といった株主総会資料をインターネット等で株主に提供するには、株主個別の承諾が必要であるが、改正会社法下では個別の承諾がなくても提供することが可能になる。

提供の方法は、株主総会資料をウェブサイトに掲載し、株主に対してそのアドレス等を書面で通知する方法による。株主総会資料のウェブサイト掲載は株主総会の日の3週間前までに行う。そして、招集通知を発出(上記ウェブサイトのアドレス等を記載)は株主総会の日の2週間前までに行う。なお、書面での資料提供を希望する株主は、書面の交付を請求することができる。株式会社は総会の日の2週間前までに、株主総会の招集通知とともに、株主総会資料を書面で提供することになる。

現状、機関投資家等の事前行使等により、株主総会に上程される各議案の賛否は総会の前日までにその大部分が判明しており、株主総会場で賛否が決することは非常に少ない。株主総会資料の電子提供制度が創設されても、このような株主総会の現状が変わることは想定しにくい。しかし、株主総会資料の電子提供とともに、将来的にインターネット等によるバーチャルな株主総会が普及してくることになれば、より多くの株主が総会に出席することが可能になることや、経営陣と株主との対話の場としての株主総会の位置が強まることなどが期待される¹。

2. 株主提案権の濫用防止

1人の株主が膨大な数の議案を提案する²など、株主提案権の濫用的とも考えられる行使事例が見られていることから、一人の株主が提案できる議案の数を制限することが検討され、改正法下では、株主が提案することができる議案の上限を10とすることとなった³。議案の数え方については、役員等の選解任に関する議案や会計監査人を再任しないことに関する議案や、定款変更に関する2以上の議案について異なる議決がされたとすれば当該議決の内容が相互に矛盾する場合における議案については、それぞれ1議案とすることとされた。例えば、取締役選任議案については、取締役選任議案全体を1議案と考えるか（いわゆる親議案ベース）、それとも候補者別に1議案と数えるか（いわゆる子議案ベース）という問題があるが、その場合は、前者が採用される。

なお、改定案の時点では「目的等による議案の提案の制限」として、専ら人の名誉を侵害し、または侮辱するといった、適切ではない目的で株主提案を行うことを制限するという内容があったが、これは、経営陣による恣意的な運用の懸念があることなどから、衆議院による修正議決により削除された。

株主提案については、現在も毎年数十の提案がなされている企業があることから、そのような企業において、提案株主側が今後どのような対応を行うかが注目される。他方、2019年6月開催の株主総会において株主提案による役員選任議案が可決されるなど、多くの投資家にとって検討に値する合理的な株主提案も増えてきている。今回の株主提案権の乱用防止に関する規定は、より合理的で投資家の検討に値する株主提案を相対的に増やすことに資することが期待される。一方、株主提案が行われた企業は、仮にその提案に反対する場合には、より具体的で多くの株主が納得する理由を説明する必要性がさらに高まるとみられる。

¹ 経済産業省の「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会」において、①ハイブリッド型バーチャル株主総会に係る論点整理、②会議体としての新たな株主総会像、③内外の環境整備を踏まえた株主総会プロセスの再考、等が議論されている。これらの議論をベースに、2019年12月26日に、「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド（案）」が公表され、2020年2月7日までパブリックコメントを募集している。

² 例えば、野村ホールディングスの2012年6月開催の株主総会において、1人の株主から野菜ホールディングスへの商号変更など100を超える株主提案が出された。会社側は、これらのうち、株主総会に付議するための要件を満たすもの18議案を株主提案として株主総会に上程した。

³ 10を超える株主提案を拒絶しないことも認められ、拒絶しないことで株主総会が違法になるわけでもない（神田秀樹『「会社法制（企業統治関係）の見直しに関する要綱案」の解説（Ⅱ）』（商事法務 No2192））。

3. 取締役の個別報酬に関する方針の規定や役員報酬に関する情報開示の拡充

コーポレートガバナンス・コードの補充原則 4-2①において、「取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである」とされている。しかし、実際には法定の報酬委員会の存在しない監査役会設置会社や監査等委員会設置会社の多くでは、取締役個別の役員報酬の内容の決定について、取締役会が代表取締役に再一任し、事実上代表取締役がその内容を決定していることが少なくないと推察される⁴。

そこで、改正会社法においては、上場会社等において、取締役の個人別の報酬の内容が定款または株主総会で決定されない場合には、取締役会は、その決定方針を定め、その概要等を開示しなければならないものとした。

なお、法制審議会における会社法見直しの過程では、取締役の個人別報酬の内容決定の代表取締役への再一任について株主総会決議を要することが議論されていたが、これは見送られた。しかし、報酬等の決定方針には、「例えば、取締役の個人別の報酬等についての報酬等の種類ごとの比率に係る決定の方針、業績連動報酬等の有無及びその内容に係る決定の方針、取締役の個人別の報酬等の内容に係る決定の方法（代表取締役に決定を再一任するかどうか等を含む。）の方針」等が含まれるものと考えられる⁵。さらに、取締役の個人別の報酬の内容の決定方針の内容などについて、事業報告書での情報開示の拡充も定められた。

コーポレートガバナンスの観点から見ると、経営陣へのインセンティブ付けなど、役員報酬への関心が非常に高くなっており、ディスクロージャー面でも、2019年3月期決算企業の有価証券報告書から、役員報酬に関する情報開示が拡充されている。こうした中、株主、投資家は個別企業の取締役報酬の決め方や固定、変動の割合、報酬の決定権者（代表取締役への再一任を含む）などへの関心を高めるとともに、機関投資家によるエンゲージメントテーマの一つとして役員報酬が取り上げられる機会がさらに高まるものと考えられる。

⁴ 指名委員会等設置会社では、報酬委員会が執行役等の個人別の報酬等の内容を決定することとされている（会社法 404 条第 3 項）。

⁵ 「部会資料 27 からの変更点等の説明（法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会第 19 回会議（2019 年 1 月 16 日開催）提出資料）」より。

4. 社外取締役設置の義務化

前回の会社法改正（2015年）において、上場企業の監査役会設置会社で、社外取締役を置いていない場合には、取締役は、当該事業年度に関する定時株主総会において、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明しなければならない（会社法327条の2）とされたが、今回の改正において社外取締役の設置が義務化される。なお、監査等委員会設置会社、指名委員会等設置会社では、すでに社外取締役の設置は義務化されている。また、コーポレートガバナンス・コードの原則4-8において、上場会社は少なくとも2名以上の社外取締役の選任を求められていることもあり、図表3に示した通り、社外取締役を置いていない企業は東証1部上場企業では3社、東証2部、JASDAQ、マザーズを含めても53社に過ぎない。

参考までに、社外取締役を置いていない東証1部上場企業3社の不設置の理由は、事業環境への理解が不足した社外取締役を置くことで意思決定の迅速性が阻害されるおそれ（1社）、適任者が見つからない（2社）である（図表4）。

今回の改正により、上場会社については社外取締役1人以上の選任が必須となる。しかし、既に大部分の上場企業で社外取締役が選任されていることや、コーポレートガバナンス・コードでは2名以上の社外取締役の選任を求めていることなどから考えると、今回の社外取締役の設置義務化は事実上現状の追認とも見るができるため、新たに与える影響はほとんどないと考えられる。

図表3 社外取締役を置いていない企業数

	社数	社外取締役不 存在企業数	割合
東証1部	2,159	3	0.1%
東証2部	488	6	1.2%
ジャスダック、マザーズ	1,020	44	4.3%
合計	3,667	53	1.4%

（出所）東京証券取引所資料を基に野村資本市場研究所作成

図表4 社外取締役を置いていない理由（東証1部上場企業）

社名	社外取締役不設置の理由
A	事業環境への理解が不足した社外取締役を置くことで、意思決定の迅速性が阻害されるおそれ。社外取締役を固定するよりも適宜必要な知見を有する人材に助言を得る方が、コスト・効率性の観点から望ましい。
B	適任者が存在しない。
C	前任者の退任後適任者が存在しない。

（出所）各社コーポレートガバナンス報告書を基に野村資本市場研究所作成

むしろ、コーポレートガバナンス改革の観点から注目されるのは、①任意の委員会の活用等による監督と執行の分離（モニタリングボード化）、②独立社外取締役の人数の増員（2人から取締役員数の3分の1など）、③社外取締役への注目が高まる中、企業価値向上に資する活躍のできる社外取締役を選任する企業のさらなる増加等と考える。

IV コーポレートガバナンス改革において残された論点

ここまで会社法改正の主な内容を見てきたが、全体的には、今回の改正はコーポレートガバナンス改革の流れに沿ったものであり、その意味では改革の方向性を大きく変えるものではない。よって、今回の改正により、株主、投資家の関心は、①合理的で株主が賛同しやすい内容の株主提案、②企業価値の向上と役員報酬との関係、③社外取締役の重要性が高まる中、個別企業における社外取締役の位置づけと企業価値との関係等にさらに向かうことになるであろう。

一方、コーポレートガバナンス改革において残された論点もある。グループガバナンスの観点から、最近少数株主の権利保護が論点として取り上げられるようになってきたものの、コーポレートガバナンス改革において「支配権の移転」の関連の議論はまだあまり行われていない。その内容は会社法に留まるものではないが、例えば、TOB（株式公開買付）実施時における全部買い付け義務の問題や、事前警告型の買収防衛策が考えられる。

まず、TOB 時の全部買付義務については、現在日本では金融商品取引法によって、買付後の株式の所有割合が3分の2以上になる場合には公開買付者に全部買付義務があるが、反対に、3分の2未満であればその必要はない。そのため、すでに一定数の株式を保有している相手であれば、比較的少額で支配権を獲得できる可能性がある。一方で、買付株式数に制限があるため、売りたいくても売れない株主が現出する可能性があり、そうした株主は、スクイズ・アウトなどの局面で不利に扱われる懸念も生じるであろう。

一方、事前警告型の買収防衛策については最近、特に機関投資家保有比率が高く、時価総額の相対的に大きな企業での非継続が増える一方、オーナー企業や支配株主が存在する企業、安定株主が多い企業では、少数株主の意向にかかわらず買収防衛策の新規導入や継続ができる可能性が相対的に高いこともあり、買収の懸念があまり高くなくとも買収防衛策を継続する形になっているように見受けられる。

他方、持ち合いの解消などにより、市場全体で安定株主が減少する中、企業価値や既存の株主の利益を毀損する企業買収が発生する可能性は否定できるものではない。このような状況を考えると、事前警告型の買収防衛策は、その基本となる仕組みが示されてからほぼ15年が経過している⁶。その間の企業買収等をめぐる環境の変化を考えると、もう一度その在り方を検討する時期が来ているのではないかと考える。

そうした観点からは、例えば、英国で採用されている買収者が議決権の30%以上を取

⁶ 経済産業省、法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（2005年5月27日）。

得する場合に課される全部買付義務や、M&A における買収提案を受け入れるか等で争いが起きた時、それらを検討し、適切な処理を行うことなどを目的に設けられる「テイクオーバーパネル」など、かつて日本でも検討された諸制度にもう一度目を向けることも有用ではと思われる。コーポレートガバナンス改革が「形式から実質へ」の動きをさらに進める上でも、残された課題への取り組みが進むことに期待したい。