

「会社法制(株式・株主総会等関係)の見直しに関する中間試案」
に対する意見書(パブリックコメント)

ニコラス・ベネシュ
非執行理事/創設者
公益社団法人会社役員育成機構(BDTI)

(パブリックコメントは筆者個人の見解であり、
いかなる組織の見解を示すものではありません。)

氏名： ニコラス・ベネシュ
職業： 独立取締役、理事

はじめに

本意見書は、会社法制の見直し、以下の通り意見を提出するものです。

1. 項目：中間試案頁18

第3 株主総会のデジタル化に関するその他の検討事項

「3 株主総会の招集の電磁的方法による通知についての見直し」についての意見

意見の趣旨：

配当金を持参債務とする旨を規定する会社法457条を廃止する、株主名簿にメールアドレスの記載を義務化する等により配当金領収書(配当金計算書を含む)の廃止をご対応いただくべきと考えます。

説明：

金融庁(FSA)やFSAと東京証券取引所が策定するコーポレート・ガバナンス・コード(CGC)、そして多くの投資家は、日本の上場企業に対し、株主総会開催日の数週間・一か月前などに有価証券報告書を公表するよう促しています。しかし、定時株主総会の開催が集中する6月下旬に先立つ、6月上旬に有価証券報告書を開示することは多くの会社で実務上大きな困難が生じるため、現実的な対応策としては、①配当基準日と議決権行使基準日の双方を4月末以降に変更する方法と、②議決権行使基準日のみ4月末以降に変更する方法のいずれかが考えられます。

現在の配当金支払いの運用では、同じ基準日で2回の配当金支払いができないことになっていきますので、前者の対応方法(①)を採用する場合には、取締役会決議による配当金支払後に、株主提案による配当金支払い提案が生じると、株主提案による配当の支払いができなくなる恐れがあります。これは株主としての正当な権利行使を制限することにもなりますので、議決権行使基準日と配当基準日を分ける形をとらざるを得ないと考えます(②)。しかし、この場合、招集通知と配当金支払領収書(配当金計算書を含む)は別に郵送する必要が出てきます。

これらの郵送費については莫大な額(株主の多い会社であれば1000万円以上になることもあります)に上るため、基準日の変更に及び腰となる会社も多いと推測されます。配当金支払領収書(配当金計算書を含む)を廃止するか、少なくともメール送信で可能とすれば、招集通知の郵送1回で済ませることができると、基準日変更する際のボトルネックの一つが解消されます。

ついては、配当金を持参債務とする旨を規定する会社法457条を廃止する、株主名簿にメールアドレスの記載を義務化する等により配当金領収書(配当金計算書を含む)の廃止をご対応いただくべきと考えます。

なお、2027年3月に紙の手形・小切手が廃止され、関係団体においては「株式配当金領収証や定額小為替証書については、引き続き、関係者(ゆうちょ銀行、信託協会等)と削減に向けた協議を継続していく」(手形・小切手機能の全面的な電子化に向けた自主行動計画 9頁 直近改定日:2026年3月27日)と言及されていますので、法制審議会-会社法制(株式・株主総会等関係)部会においても配当金領収書の問題点は認識されているかと思われますが、その動きを加速する必要があると考えます。

2. 項目: 中間試案頁28~

第3部 企業統治の在り方に関する規律及びその他の規律の見直し

第1 指名委員会等設置会社制度の見直しについての意見

意見の趣旨:

【A案】は合理的であり、好ましいと考えます。

3. 項目：中間試案頁28～

第3部 企業統治の在り方に関する規律及びその他の規律の見直し・「後注」の内容についての意見

中間試案28頁の「後注」を引用します：

将来的な見直しとして、モニタリング・モデルを指向する会社のための機関形態の在り方についての全般的な見直しが課題であり、この点については、①指名委員会等設置会社において取締役会全体で取締役の過半数が社外取締役であることを義務付けること、②監査役会設置会社及び監査等委員会設置会社についても執行役の選任を許容すること、③モニタリング・モデルを指向する会社のための新たな機関形態を創設することなどの考え方があ

意見の趣旨：

- 会社法の中・長期的な進化を図るべきです。 所有と経営を分離するすべての上場会社や公開会社（ここでは会社法の定義から離れ、株式が広い範囲で分散して所有されている会社を意味します。）に関しては、世界中の投資家から資金を集めるために、「モニタリング・モデルを指向する会社」ではなく、「モニタリング・モデルを実質的に実行する会社」への移行を前提とした制度整備を進めるべき段階に至っていると考えます。
- 全ての機関設計に「執行役制度」を導入すべきです。 2017年と2018年に、経済産業省は法務省に対し、会社法の機関ではなくて善管注意義務を負わない「執行役員」の代わりに、あらゆる機関設計で利用可能な会社法上の「執行役」制度の創設を提案する意見書を会社法制部会に提出しました。その後、この制度の必要性はますます高まっています。一刻も早く、会社法上の役職である「執行役」制度をどの機関設計でも統一的に利用できるようにすべきと考えます。
- 「公開会社法」の制定のための会社法の事前整備が必要です。 上場企業のニーズやその抱える課題は上場企業以外の会社とは大きく異なっており、将来的には「公開会社法」の制定も視野に入れた検討が必要です。現在の会社法において公開会社に相応しい制度をあらかじめ整備することで、移行プロセスにかかる時間や上場企業の負担を削減できるはずで

説明:

- 会社法の中・長期的な進化を図るべきです。

上記の「後注」では「モニタリング・モデルを指向する会社のための新たな機関形態を創設することなどの考え方がある。」と書いてあります。この発想を敷衍すると、株式に譲渡制限がかかっていない公開会社・上場会社は所有と経営が分離される可能性がとて高く、これらの会社については、実質的・実効的に「モニタリング・モデルを実行する会社」として制度設計を行うべきとなります。

現在の会社法はその対象に譲渡制限株式を発行する株式会社も含めていますが、上場企業のニーズやその抱える課題は上場企業以外の企業とは大きく異なります。多くの公開会社が実質的・実効的なモニタリングモデルを備えるように促すには、「公開会社法」につながるような会社法の事前整備が必要であります。現会社法の事前整備をしなければ、移行プロセスに時間がかかり、上場企業の負担が大きくなります。

会社法の対象の広さにもかかわらず、本会社法制(株式・株主総会等関係)の見直しに関する中間試案が取り上げる多くの課題は、上場企業にしか当てはまりません。一般には、日本の上場企業市場は以下の顕著な特徴があるとよく語られています。①他の先進国と比べて日本の上場企業は、PBRなどの株主価値評価指標が(近時、多少の改善が見られるものの)長年低迷しています。②度重なる会計不正をはじめとするガバナンス関連の不祥事が発生し続け、多くの内外投資家はコーポレート・ガバナンスの更なる改革・改善を呼びかけています。

本中間試案は、上場企業が直面している課題を多く取り上げているにもかかわらず、投資家の目線からすれば上場企業にとって最も重要な課題である「信頼できる、健全かつ実効的なガバナンスの改善」を目的とする提案は、皆無に等しいと考えざるをえません。むしろ、どちらかと言えば、本中間試案の提案の多くはガバナンス改善の観点からは後ろ向き、経営陣の保身に基づく希望を反映していると投資家からは受け取られるものです。

これでは、先進国間で投資資金を惹きつける競争が激化する中、日本の株式市場ひいては日本経済の持続的な成長を確保できるはずがないように思われます。日本の株式市場の10年先のイメージを投資家に沸かせるような法的インフラ整備につき、早期の検討が期待されます。

- 全ての機関設計に「執行役制度」を導入すべきです。

2017年と2018年に、経済産業省は法務省に対し、会社法の機関ではなくて善管注意義務を負わない「執行役員」の代わりに、あらゆる機関設計で利用可能な「執行役」制度を会社法に創設する旨の提案を会社法制部会に提出しました。

2017年には、経済産業省はこの必要性について以下のように述べています：

「近年のコーポレートガバナンス改革における方向性の一つは、取締役会の監督機能の強化にあると考えられるところ、平成26年会社法改正やコーポレートガバナンス・コードを踏まえて、大多数の上場企業において社外取締役を複数選任しており、取締役会の構成員は従来の社内の業務執行者中心の状況から変化しつつある。

指名委員会等設置会社の場合、業務執行者は、取締役ではなく、執行役という別の機関が用意されている。そのため、取締役会が監督に注力できるように取締役会の構成員たる取締役に含まれる業務執行者の人数を削減する取組を行ったとしても、業務執行者を執行役として選任することで、業務執行者のうち会社法上の役員としての権限と責任を有する者を一定数確保することが可能である。

他方、監査役設置会社および監査等委員会設置会社の場合には、業務執行を行う会社法上の機関たる役員は取締役しか存在しないため、取締役会が監督に注力できるように業務執行者（業務執行取締役）の人数を削減する取組を行った場合、業務執行者の人数自体は減少しないにもかかわらず、会社法上の業務執行を担う役員の人数は減少するという状況が生じる。

そこで、監査役設置会社および監査等委員会設置会社において、取締役会の決議によって業務執行を担う役員として執行役あるいは執行役員を選任できることとし、その業務執行役員を株式会社の代表者としても選定できるようにすることを検討することが考えられる。」

上記で指摘された問題は、その後約9年を経た現在、社外取締役の比率が上がり、以前にも増して重要性が高まっています。ガバナンスの実効性を高める観点からも、執行役制度の導入は急務です。

また、権限の委譲が許されている監査等委員会設置会社制定の際、合理的に考えれば権限委譲を認める以上、これと均衡を取る形でアカウントビリティを確保するため、指名委員会等設置会社と同様の「執行役」制度を併せて導入することが、本来は合理的であったと考えられます。しかし、実際にはそのような制度整

備は行われませんでした。

いずれにしても、現在は執行役員の数と社外取締役の割合が増える一方、の時代には、上記の法改正が急務です。

ご参考：

(2017) 業統治等に関する規律についての問題意識

<https://www.moj.go.jp/content/001237422.pdf>

(2018) 会社法制(企業統治等関係)部会資料2-1に対する意見

<https://www.moj.go.jp/content/001261628.pdf>

2009年、デラウェア州の最高裁判所は判例において、執行役・執行役員(executive officers)が取締役と同等の善管注意義務および忠実義務を負うという長年の原則を、改めて確認しました。

Delaware州の裁判例：Gantler v. Stephens, 965 A.2d 695, 708-09 & n.37 (Del. 2009)¹

● 「公開会社法」の制定のための会社法の事前整備が必要であります。

上場企業のニーズやその抱える課題は上場企業以外の会社とは大きく異なります。それゆえ、「公開会社法」の制定が必要であります。しかし、現会社法の事前整備をしなければ、新しい設計に向けた移行プロセスに時間がかかり、上場企業の負担が大きくなります。

現在の会社法では、(i) 上場企業が三つの異なる機関設計から選択可能であり(他国にあまり例をみません。)、(ii) 機関設計によって経営陣への権限の委譲の可否又は要件が異なっているうえに、(iii) 善管注意義務を負う執行役の指名は機関設計のうち1つの形態(採用数が限定的な指名委員会等設置会社)に限られています。こうした特異性は投資家の間では依然として大きな混乱を招いてきただけでなく、海外投資家から見て日本の資本市場は分かりにくく評価を低下させかねない大きな要因の一つとなっています。

¹ ご参考：Gantler v. Stephens, 965 A.2d 695, 708-09 & n.37 (Del. 2009). "The Court of Chancery has held, and the parties do not dispute, that corporate officers owe fiduciary duties that are identical to those owed by corporate directors. That issue-whether or not officers owe fiduciary duties identical to those of directors-has been characterized as a matter of first impression for this Court. In the past, we have implied that officers of Delaware corporations, like directors, owe fiduciary duties of care and loyalty, and that the fiduciary duties of officers are the same as those of directors. We now explicitly so hold."

「公開会社法」を制定し、公開会社について国際的に理解しやすい一つの機関設計へ収斂させていく方向性は検討に値すると思います。機関設計として想定されるものは現在の指名委員会等設置会社を主たるモデルにしたものになると思われませんが、現在の指名委員会等設置会社の姿よりも改善されたものになるはずで

す。

この方向を推し進めるにあたっては、上記②の「執行役」制度は公開会社に進化するプロセスの第一歩になります。

更に、「公開会社法」の制定がなくても、本中間試案において（近年、社外取締役の増加によって取締役会に占める比率が低下しつつある）業務執行取締役の責任を限定する方法を検討されるのであれば、併せて機関としての執行役制度を拡張することが理論的には不可避であるはずで

す。業務執行取締役の数が減少する中、ましてやその法的責任が限定されれば、株主に対して責任を全く負わない「執行役員」が大勢いるというガバナンス上あってはならない空白地帯が生じるためです。ガバナンス実効性の観点からは善管注意義務をまず負うべきなのは毎日現場で執行者として行動している内部者ですが、現状はその反対に向かっています。

「公開会社法」を制定する際に不可欠な特徴の一つは、過半数の社外取締役を選任することを義務付けることにあると思います。その理由はガバナンスの観点からの合理性にあります。分散した株主構成のもと、所有と経営が分離していれば、取締役会は株主の代弁者にはならない可能性があります。このような状況でガバナンスを有効に機能させるためには、執行者の選解任をしっかりとコントロールできる立場が必要です。経営陣、又は会社と潜在的な利益相反関係を有し得る業務執行者ではない者が、取締役会の過半数を占めていなければ、この役割を十分に果たすことはとても困難であります。

ご参考：

会社の「機関設計」も一体化すべき ～Boys, Be Ambitious～

<https://bdti.or.jp/boys-be-ambitious/>

Japan Only Needs One Governance Format for Listed Firms, Not Three

(内容はより充実)

<https://bdti.or.jp/en/lf/>

「CEO交代困難」「現金ため込み」の欠陥を直せ！高市首相の"コストゼロ改革"で企業の投資環境は劇的改善へ

<https://toyokeizai.net/articles/-/923758?display=b>

4. 会社法第297条第1項の変更についての意見

意見の趣旨：

297条第1項の変更は必要ありません。

説明：

第5 株主提案権に関する規律の見直し（補足説明）5 その他の文章をここで引用します。）

「このほか、部会では、臨時株主総会招集請求権の行使要件について議決権保有割合が3%以上とされていること（会社法第297条第1項）について、諸外国の法制度を踏まえ、その閾値を引き上げることも検討に値するとの意見があった。』

変更は不要であると考えます。理由は以下のとおりです。

日本の株式市場は、他の主要株式市場とは大きく異なり、依然として多くの「政策保有株式を持つ株主」又はそれに類する安定株主が存在しています。そのため、必要な経営改革や余剰現金・資産の有効活用を促進する観点からは、積極的な株主との対話およびガバナンス機能を、むしろ今まで以上に強化する必要があると考えられます。

また、補足説明のこの箇所而言及されている諸外国の株式市場と日本市場を単純に比較することは適切ではありません。例えば、米国や英国では、大規模機関投資家の存在や長年の市場慣行を背景として、多様な株主との間で、非公開ベースを含む積極的なエンゲージメントや対話が、日本よりもはるかに広範に行われてきました。

他方で、他の一部の市場では、株主との対話やガバナンス改革が十分に市場の活

性化につながっているとは言い難く、上場企業数も日本を大きく下回っている例があります。

したがって、こうした比較を基礎として日本における臨時株主総会招集請求権の行使要件を更に厳格化する必要性はないものと考えます。

5. 第3部 企業統治の在り方に関する規律及びその他の規律の見直し 第2 責任限定契約制度の見直しについての意見

意見の趣旨：

中間試案の責任限定契約制度についての提案は望ましくありません。

説明：

日本では、私は社外取締役として17年間務め、また取締役および執行役員（候補者を含む）向けの役員研修を15年間実施してきました。その経験を踏まえると、日本の経営陣・経営幹部における、潜在的な法的責任およびライアビリティに対する平均的な認識は、依然として極めて低い水準にあると感じています。取締役に対する株主代表訴訟の件数は比較的少なく、米国で頻繁に見られるようなクラスアクション（集団訴訟）のリスクも存在しません。

この点は米国とは大きく異なり、それに伴って日本では、取締役が職務懈怠や知識・学習不足により生じ得る責任について、十分な理解や学習を行わないまま就任しているケースが少なくないように思われます。したがって、日本においては、責任限度額をさらに引き下げることも、むしろ既存の法的責任に対する認識を高めることの方が重要であると考えます。これは、とりわけ日常的に業務執行に携わる内部者について、より強く当てはまると思われます。

また、中間試案における「重過失ではない」という基準は極めて緩やかであり、提案されている年間報酬の4～6倍という責任上限額も、相対的に諸外国に比してかなり低い水準であると考えられます。

その一方で、現行会社法においても、取締役が善意で行動し、かつ重過失がなく、さらに①株主総会の特別決議による承認を得た場合、または②定款に責任減免の記載があり、過半数の取締役が同意し、3%以上の株主から異議の申し立て

がない場合には、会社は株主代表訴訟で敗訴した取締役に対して一定の責任の減免を与えることが可能です。しかし、実務上、この制度を利用している企業は極めて少ないものと思われます。(少なくとも、私はそのような事例を承知しておりません。)

つまり、中間試案に沿って会社法が改正された場合には、現行法の下では株主総会の特別決議による承認を得ることや責任減免の非同意の株主を3%未満に抑えることに慎重であった企業についても、株主の個別承認を経ることなく、包括的な責任軽減を可能とする制度へ移行することになります。その結果、株主の立場から見れば、本来であれば事後的に判断すべき事項について、事前かつ包括的に責任軽減が認められることとなる可能性があります。

米国と比較するのであれば、デラウェア州法では概ね以下のような整理になっています。

株主代表訴訟における損害賠償金・判決金・和解金の補償については、デラウェア州法は、取締役が会社に対して責任を負うと裁判所に認定された場合には、原則として会社はその支払いを補償することを認めていません。これは、日本の会社法において、株主代表訴訟に関する損害賠償責任について会社補償が制限されている考え方と、基本的なロジックを共有しています。

一方、訴訟対応のために支出した弁護士費用その他の防御費用については、取締役が善意で行動し、かつ「会社の最善の利益に合致すると合理的に信じ、又は少なくともそれに反しないと合理的に信じて行動した」こと等の要件を満たす場合には、補償が認められ得ます。

もっとも、取締役が裁判において会社に対する責任を認定された場合には、原則としてその費用補償も制限されます。ただし例外的に、デラウェア州衡平法裁判所(Court of Chancery)等が、具体的事情を踏まえ、「公正かつ合理的」であると判断した範囲においては、費用補償を認めることができる仕組みになっています。

したがって、取締役責任に関する現行の日本法の基本的な方向性は、デラウェア州法と比較しても、必ずしも特殊又は不合理なものとはいえません。また、現行の日本法は、日本の状況に合致しており、変更する必要はありません。

以上