

2025年6月 定時株主総会の動向

株式会社宝印刷D&IR研究所 上席研究員 企業内弁護士 六川 浩明

(前東海大学法科大学院教授)

(東京都立産業技術大学院大学講師)

2025年6月における上場会社の定時株主総会では、過去最多の114社に、過去最多の399議案の株主提案が提出され、過去最多の7件の株主提案が可決された。

第1 2025年6月の定時株主総会

一 株主提案

1 2025年6月に定時株主総会を開催した上場会社2262社のうち、株主提案を受けた上場会社は、昨年の91社より増加して114社となり、過去最高であった。そして、株主提案の数は、昨年の343議案より増加して399議案となり、過去最高であった（注1）。

2 このうちアクティビストを含む機関投資家等から提案を受けた上場会社は、52社、168議案となり、過去最多となった。取締役の選任解任などのガバナンス関連議案が、41社、104議案で最多であった。なかでも、社外取締役が取

締役会の過半数を占めるように定款変更を求めた議案が、昨年の4社から、12社に増加した（注2）。株主還元に関する提案も54件（前年同期では58件）存在していた（注3）。

3 米投資銀行ラザードによると、アクティビストによる株主提案は、2024年に世界で258件存在していた。アクティビストによる株主提案は、ここ数年アジア圏で急増しており、日本はその6割強を占める（注4）。

二 株主提案の可決状況

1 2025年6月における定時株主総会において、過去最多の、7件の株主提案が、次のとおり可決された。

	提案株主	提案議案	賛成率	参考
栄研化学（東証プライム）	Asset Value Investors（英国）が運営するAVI Japan Opportunity Trust Plc	取締役会決議のみならず、株主総会決議でも、配当を決議することができる定款変更	73%	1 同社は、Dalton Investmentsが提案していた役員案の一部を採用したことから、Daltonは役員選任議案を取り下げた。 2 AVIは自社株買いについても提案していたが、37%の賛成にとどまった。
ホギメディカル（東証プライム）	Dalton Investments（米国）が運営するNippon Active Value Fund Plc	社外取締役3名の選任	52%	3名のうち1名（DaltonのCIO）が可決された。
東京コスモス電機（東証スタンダード）	Swiss-Asia Financial Services Pte Ltd（シンガポール）の運営ファンドであるGlobal ESG Strategy 及び 成成	取締役8名選任、及び、取締役報酬年額2億円以内。	52%	会社提案の取締役5名選任議案が否決されたため、取締役全員が交代した。

nmsホールディングス（東証スタンダード）	前社長	取締役選任	51%	
イー・ロジット（東証スタンダード）	役員	取締役選任	76%	
エージーピー（東証スタンダード）	日本航空	非公開化（株式併合）、取締役選任		エージーピー社は上場廃止となる。
駅探（東証グロース）	（株）Bold Investment	取締役選任、監査役選任	80%、74%	

2 太陽ホールディングス社の2025年6月21日での定時株主総会では、オアシスマネジメントが提出した、社長を解任しようとする取締役解任議案は、否決された。一方、社長を取締役として再任しようとする会社提案も否決された。その結果、社長交代となった。

3 株主提案の可決が増える背景には企業のガバナンス改革がある。大和総研によれば、2024年3月末の上場企業における機関投資家の保有比率は43%となり、事業会社や金融機関などの安定株主（40.1%）を逆転した（注1）。

三 会社提案の支持率の低迷事例

フジテック社の定時株主総会では取締役2名の再任議案の賛成率が53%、ソフトバンクグループ社の役員報酬議案の賛成率は56%、シャープ社の副会長の取締役選任議案の賛成率は56%であった。

四 フジ・メディア・ホールディングス社の株主総会

2025年6月25日におけるフジ・メディア・ホールディングス社の株主総会においては、会社提案候補者11名が選任され（賛成率は81～88%）、Dalton Investments（7%を保有）による株主提案候補者12名はいずれも選任されなかった（賛成率は10～27%）。

五 定時株主総会開催集中日

2025年6月における定時株主総会の開催日は、

6月27日（金）が25.2%、6月26日（木）が23.6%、6月25日（水）が18.2%、6月24日（火）が12.9%となった（注5）。最集中日の集中率（25.2%）は、1983年以降において最低水準となった。一昨年（26.1%）、昨年（29.7%）と比較しても、大幅に低下した。

六 株主総会資料の電子提供の開始予定日の状況

東証プライム市場では、4週間前までに電子提供を開始した上場会社が35.3%であり、昨年の33.0%を超えるに至っている。東証プライム市場において、3週間前までに電子提供を開始した上場会社は64.7%である。

東証スタンダード市場では、4週間前までに電子提供を開始した上場会社が8%であり、3週間前までに電子提供を開始した上場会社は92%である。

東証グロース市場では、4週間前までに電子提供を開始した上場会社が4.4%であり、3週間前までに電子提供を開始した上場会社は95.6%である（注5）。

七 株主宛発送書類提供の状況

東証プライム市場では、「アクセス通知のみ」が8.5%、「アクセス通知とサマリー資料」が56.3%、「フルセット・デリバリー」が35.2%であった。「フルセット・デリバリー」については一昨年の59.4%、昨年の44.5%から、大幅に減少している。

東証スタンダード市場では、「アクセス通知のみ」が7.2%、「アクセス通知とサマリー資料」が20.7%、「フルセット・デリバリー」が72.1%である。「フルセット・デリバリー」については、昨年の71.3%から微増している。

東証グロース市場では、「アクセス通知のみ」が14.0%、「アクセス通知とサマリー資料」が14.0%、「フルセット・デリバリー」が71.9%である。「フルセット・デリバリー」については、昨年の61.2から大幅に増加している（注5）。

八 英文招集通知の提供状況

東証プライム市場では、「招集通知本文及び株主総会参考書類」の英訳をした上場会社は97.2%、「事業報告及び計算書類を含む招集通知の全て」を英訳した上場会社は29.5%であり、いずれも昨年に比べて増加している。

東証スタンダード市場では、「招集通知本文及び株主総会参考書類」の英訳をした上場会社は18.1%、「事業報告及び計算書類を含む招集通知の全て」を英訳した上場会社は2.1%であり、いずれも昨年に比べて増加している。

東証グロース市場では、「招集通知本文及び株主総会参考書類」の英訳をした上場会社は9.2%、「事業報告及び計算書類を含む招集通知の全て」を英訳した上場会社は4.4%であり、いずれも昨年に比べて増加している（注5）。

九 議決権の電子行使の状況

東証プライム市場では、機関投資家向けの議決権電子行使プラットフォームを利用する上場会社は97.6%、個人投資家向けにインターネットによる議決権行使を可能とする上場会社は99.6%である。

東証スタンダード市場では、機関投資家向けの議決権電子行使プラットフォームを利用する上場会社は21.1%、個人投資家向けにインターネットによる議決権行使を可能とする上場会社は82.7%である。

東証グロース市場では、機関投資家向けの議決権電子行使プラットフォームを利用する上場会社は11.1%、個人投資家向けにインターネットによる議決権行使を可能とする上場会社は72.6%である（注5）。

十 実出席総会・ハイブリッド総会・バーチャル総会

1 実出席総会

2025年6月において、実出席のみの定時株主総会を実施した上場会社は、81.9%（1437社）である（注5）。

2 実総会+バーチャル総会

物理的な会場において総会を行いつつ、会場出席をしない株主は、インターネット等の通信手段を用いて、参加（傍聴）又は出席する形式は、会社法の下で可能と解されている。

(1)参加型

参加型は16.4%（288社）である。

この参加型では、株主が、単に会場の様子を視聴できる方式であり、総会において質問や動議をすることができない。また、総会当日の決議には参加することができないから、総会の事前に、議決権行使書面や電磁的方法によって議決権行使をしておく必要がある。

(2)出席型

出席型は0.9%（16社）である。

この出席型では、インターネット等の通信手段を用いて参加する株主は、総会当日、質問・動議の提出・議案の採決へのリアルタイムでの参加が、可能となる。

3 バーチャル・オンリー総会

0.7%（13社）がこの方式を採用した。米国の上場会社の97%がこの方式である。

この方式は、令和3年の産業競争力強化法の改正によって認められた。経済産業大臣・法務大臣の確認（同法66条1項）は、①通信方法に関する事務責任者の設置、②通信障害対策の方針、③通信方法としてのインターネットの使用につき支障のある株主の利益確保への配慮の方針、④株主数100名以上、の各要件について行われる（産業競争力強化法に基づく場所の定めのない株主総会に関する省令1条）。

十一 個人株主、海外株主

1 東京証券取引所などが2025年7月4日に発表した株式分布状況調査によると、2024年度末の個人株主数は前年度末から914万人増え、延べ8359万人となった。11年連続で増加し、過去最

高を更新した。前年度比の増加率は1987年度(13%)以来の大きさであった(注6)。

企業の株式分割が進んで少額でも株式を買いやすくなったほか、株高によって投資への関心が高まったためとみられる。

新NISA開始前の2023年12月から2025年5月にかけて、年代別で最も増加率が大きかったのが20歳代であり、27%増であった。

株式分割は、個人株主数を267万人押し上げた。2024年度はソフトバンク社が1株を10株に分割するなど、株式分割が相次いだ。

日経平均株価は2024年7月に史上最高値(4万2224円)をつけた。新NISA(少額投資非課税制度)の利用拡大もあり、個人株主の増加につながった。

2 東京証券取引所などが2025年7月4日に発表した株式分布状況調査によると、外国人投資家が前年度比0.6ポイント増の32.4%となり、過去最高を更新している(注6)。

第2 株主総会前の有報開示

1 2025年3月28日、金融大臣が、各上場会社に対し、「株主総会前の適切な情報提供について(要請)」という文書を発した。その内容は、次のとおりである。

「有価証券報告書には、役員報酬や政策保有株式等のガバナンス情報等、投資家がその意思を決定するに当たって有用な情報が豊富に含まれており、上場会社においては、投資家が株主総会の前に有価証券報告書を確認できるような限り配慮することが望ましいと考えられます。

この点、有価証券報告書の提出は、本来、株主総会の3週間以上前に行うことが最も望ましいと考えられますが、多くの上場会社がただちにこうした対応を行うことには実務上の課題も存在すると承知しており、現在、金融庁では、官民の関係者と連携し、企業負担の合理的な軽減策を含め、課題の洗い出しや対応策の検討等を行っているところです。

他方、足元の有価証券報告書の提出状況を見ると、株主総会同日又は数日以内の提出が9割以上を占めていることから、現状でも、株主総会の前日ないし数日前に提出することには日程上の大きな支障はないのではないかと考えられま

す。これまで株主総会前の開示に取り組んでいない上場会社におかれましては、有価証券報告書を株主総会前の望ましい時期に開示する取組を進めるための第一歩として、今年から、まずは有価証券報告書を株主総会の前日ないし数日前に提出することをご検討いただくようお願いいたします(傍線筆者)。

なお、金融庁としては、2025年3月期以降の有価証券報告書の提出状況について実態把握を行い、有価証券報告書レビューの重点テーマ審査において株主総会前の提出を行わなかった場合の今後の予定等について調査を行うなどの対応を検討してまいります。」

2 2024年、3月期決算の上場企業2312社のうち、2%に相当する42社が、定時株主総会の前に、有価証券報告書を開示していたのみであった。

3 2025年、3月期決算の上場企業2262社のうち、55%に相当する1241社が、定時株主総会の前に、有価証券報告書を、開示した。

1241社のうち、3週間以上前に開示する会社が1社(HOYA社)、2週間以上前に開示する会社が1社、1週間以上前に開示する会社が39社、2日~6日前に開示する会社が411社、前日に開示する会社が789社(64%)である(注7)。

4 アドバンテスト社は、2025年6月の定時株主総会において、「当会社の定時株主総会の議決権の基準日は、毎年3月31日とする。」という定款規定を「当会社の定時株主総会の議決権の基準日は、毎年5月15日とする。」へ変更するという、定款変更議案を提出して、可決された。

これにより、アドバンテスト社では、来年度以降、3月末日を決算期とし、6月末に有価証券報告書を提出し、そのうえで、7月下旬から8月上旬に(会社法124条2項)定時株主総会の招集を可能にすることが可能となる。

第3 機関投資家による議決権行使基準の厳格化

2025年6月の定時株主総会において各機関投資家が適用した議決権行使基準は、昨年より厳格化しており、例えば、次の内容となっている(注8)。

1 ROE基準

(1)業績基準において、キャッシュリッチ企業に対するROEの閾値を「直近3期連続してROEが

8%未満かつ業界の50%タイル未満」に引き上げ（野村アセットマネジメント）。

(2)3期連続で業績（ROE）基準を充足しない場合の取扱いについて、ROEの判定値をTOPIX構成企業の上位75%タイルから上位2/3タイルに引き上げるとともに、新たにPBRを導入し、2つの指標により評価する基準に変更（三井住友トラスト・アセットマネジメント）。

(3)効率的な企業経営が行われていない企業（3年連続でROEが8%未満）の中で、ネットキャッシュが過大（3年連続で総資産の25%以上）または業種別でROEが3年連続下位25%以下である企業の取締役選任にあたっては、合理的かつ納得性ある説明がなければ、在任3年以上の代表取締役に反対（りそなアセットマネジメント）。

2 PBR基準

(1)2027年4月より、TOPIX500の代表取締役の再任の取締役選任議案において、3期連続ROE8%未満かつPBR1倍未満の場合、反対（三菱UFJ信託銀行）。

(2)直近決算期末のPBRが1倍未満で、資本コストや株価を意識した経営を行っていないと判断する企業（＝東証の開示要請未対応）の代表の再任に反対（大和アセットマネジメント）。

3 配当基準

(1)資本効率が低く（ROE8%未満）、かつ、ネットキャッシュが過大（総資産の25%以上）にもかかわらず、更なる内部留保の蓄積を図る場合、合理的かつ納得性ある説明がなければ取締役の再任に反対。但し、自己株式取得を含む総還元性向が50%を上回る場合は、この限りではない（りそなアセットマネジメント）。

(2)2026年4月以降、低還元が継続している場合、剰余金処分議案の株主総会への上程有無にかかわらず、再任取締役全員に反対（第一生命）。

4 女性取締役基準

(1)2025年11月以降、女性取締役の人数の最低基準を1名から10%に引き上げとし、抵触する場合は、会長・社長等の取締役再任に原則反対（野村アセットマネジメント）。

(2)プライム市場上場企業について、取締役会全体に占める女性取締役の比率が10%に達していない場合、代表取締役の選任に反対（りそなアセットマネジメント）。

(3)2026年より、東証プライム上場企業についてジェンダー・ダイバーシティ基準の基準値を20%に引き上げ、東証プライム市場以外の上場企業に対しては女性取締役を1名以上求める（グラスルイス）。

5 その他

(1)不祥事など有事の際において重大なガバナンス不全が認められる場合、エンゲージメントの内容次第では、適切な対応が認められない社外取締役や指名委員である取締役に反対する可能性があることを明記（三井住友アセットマネジメント）。

(2)社外役員の取締役会または監査役会等への出席率について「75%未満」から「85%未満」に引き上げ（大和アセットマネジメント）。

(3)決算説明会を実施していない企業の代表の再任に反対（大和アセットマネジメント）

(4)サステナビリティに関する基準として、自然資本に関する取り組みについての対話プロセスの導入、並びに、TCFDに準拠した開示のさらなる精査として情報開示の範囲や環境マネジメントの妥当性に関する対話の強化（三井住友DSアセットマネジメント）。

(5)2026年2月以降、独立性基準に、在任期間12年基準を導入（ISS）。

(6)社外取締役全員または社外監査役全員の在任期間が連続12年以上の場合、取締役会議長等に反対助言を行う場合がある（グラスルイス）。

第4 会社法の改正に向けて（2025年4月）

一 令和7年4月23日、法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会第1回会議が開催され、次の各事項について、会社法改正の協議が開始されることとなった。

1 株式の発行の在り方に関する規律の見直し。

(1)株式の無償交付の対象範囲の見直し、(2)株式交付制度の見直し、(3)現物出資制度の見直し。

2 株主総会の在り方に関する規律の見直し。

(1)バーチャル株主総会制度、(2)実質株主確認制度、(3)その他の株主総会の在り方に関する規律の見直し。

3 企業統治の在り方に関する規律の見直し。

(1)指名委員会等設置会社制度の見直し、(2)その他の企業統治の在り方に関する規律の見直し。

4 企業の選択肢の拡大・成長戦略実行の障壁の解消

(1)責任限定契約、(2)書面決議、(3)キャッシュ・アウト。

5 企業と株主との建設的・実効的なエンゲージメントの促進（対話の実質化・効率化）

(1)株主総会の在り方、(2)株主提案権。

6 その他の論点

(1)調査者制度、(2)臨時株主総会招集請求権、(3)株主代表訴訟、(4)有価証券報告書の株主総会前開示に向けた環境整備、(5)長期保有株主の優遇、(6)大量保有報告書制度違反の罰則強化、(7)多様なステークホルダーへの配慮。

二 実質株主について。

上記の「2(2)実質株主」について、現在の法制度においては、上場会社の株式保有割合が5%を超える株主に情報開示を義務づける「大量保有報告」制度が存在しているが（金商法27条の23）、5%以下の実質株主を上場会社が把握する制度は存在していない。

そこで、2025年6月25日に開催された、法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会第3回会議において、株式会社がいわゆる実質株主を確認するための制度（実質株主確認制度）を創設することについて協議が開始された。

三 株主提案権制度について。

1 上記の「5(2)株主提案権」について、株主総会で議案を提出する権利（株主提案権）は、議決権の1%以上または300個以上の議決権を6カ月前から所有する株主がこの権利を持つと規定されている（会社法303条2項）。

2025年6月、わかもと製菓社の定時株主総会で、0.3%の株式を保有する株主から株主提案が提出されており、否決されたものの、これは、議決権300個を有すれば株主提案ができるという、1981年商法改正で新設された規定が、現在でもそのまま残存していることに基づくものである。

2025年1月17日に経済産業省の「『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会」が「会社法の改正に関する報告書」（経産省報告書）を公表し、同年2月14日には、関西経済連合会から「会社法改正等に関する意見書」（関経連意見書）が公表されている。いずれの報告書も、

議決権300個の保有を要件とする株主提案権制度の廃止を提言している（注9）。

2 米国SECの規則では、株主提案をするには、2,000ドル以上の株式を保有していれば3年以上、15,000ドル相当以上であれば2年以上、25,000ドル相当以上の保有なら1年の保有で、株主提案権を得られる。

2025年5月、米国テキサス州法において、株主提案権制度を州法の規制下に置こうとし、株主提案権の乱発に歯止めをかけるべく、100万ドル以上の株式を保有する、又は、議決権の3%以上を保有する、と定められた（注10）。

3 今年度中に、中間とりまとめを行い、2026年を目途に、改正法案を国会に提出することを目指すと思われる（注11）。

第5 来年の定時株主総会対応に影響を及ぼす可能性のある諸事項

一 配当性向とDOE（株主資本配当率）

1 一般的に配当水準を示す指標としては、当期純利益に対する配当額を表す「配当性向」が使われてきた。「配当性向」とは、会社が税引後の利益である当期純利益のうち、どれだけを配当金の支払に向けたかを示す指標であり、1株当たり配当額を1株当たり当期純利益で除して求められる（1株当たり配当額÷1株当たり当期純利益×100（%）＝配当性向）。

2 しかし、当期純利益は業績により変動幅が大きいため、より安定した指標として株主資本を基準にしたDOEを採用する企業が増えている。

即ち、株主資本配当率（DOE＝Dividend on Equity ratio）は、企業が、株主の持ち分である株主資本のうち、どの程度の配当を支払っているかを示す財務指標であり、年間配当総額÷株主資本×100（%）＝DOEとして算出されることから、1株あたりの当期純利益が計算式に加わることがない。

2025年3月期の上場企業のうち、決算短信や決算説明資料のなかでDOEを導入して公表している企業は412社となり、昨年同期に比べ、57%増となっている（注12）。

二 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示状況（2025年5月末時点）

1 東証は、2023年3月31日、プライム市場・スタンダード市場の全上場会社に対し、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関する御願について」と題する文書を公表した。

2 東証は、2025年6月13日、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示状況(2025年5月末時点)を、公表した。

東証プライム市場の92%(1496社)、東証スタンダード市場の51%(809社)が、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を開示している。

東証は、「機関投資家からのより活発なコンタクトを希望する」として申請があった企業について、開示企業一覧表上で明示しているところ、2025年5月末時点において、東証プライム市場の15%(246社)、東証スタンダード市場の3%(50社)が、申請をしている。

三 「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会(2025年4月)

2024年9月から2025年4月まで、経済産業省において、「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会が開催され、「稼ぐ力」の強化の観点から、コーポレートガバナンスの取組の進め方や会社法改正に関する議論を中心に行い、2025年4月30日、以下のとおり、とりまとめが行われた。

(1)「稼ぐ力」を強化する取締役会5原則【企業としての取組】

(2)「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンスガイダンス(「稼ぐ力」のCGガイダンス)【企業としての取組】

(3)会社法の改正に関する報告書【政府としての取組】

(4)CG研究会において問題提起があった事項【企業・政府・資本市場等の関係者としての取組】

四 スチュワードシップ・コードの改訂(2025年6月)

1 金融庁の「スチュワードシップ・コードに関する有識者会議」(令和6年度)では、令和6年10月より「『責任ある機関投資家』の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>~投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために~」の第三次改訂に向けて議論を行った。その後、

第三次改訂案について、令和7年3月21日(金)から令和7年4月20日(日)までの間、意見の募集を行った。

2 その結果、令和7年6月26日、第三次改訂版のコードが確定された。

3 第三次改訂版では、大量保有報告制度における「共同保有者」の範囲の明確化を含む金融商品取引法等の改正も踏まえつつ、アクション・プログラム2024において改訂の必要性があるとの指摘があった、「協働エンゲージメントの促進」及び「実質株主の透明性向上」に向けた見直しが行われた。他方で、初の試みとして、「コードのスリム化/プリンシプル化」のための見直しも行われた。

このような、スチュワードシップ活動の実質化の観点からの見直しにより、署名機関の自律的な意識改革が促進され、企業と投資家との建設的な対話が更に深度ある実効的なものとなっていくことが期待される。

五 政策保有株式

2025年2月期の有価証券報告書において、上場の政策保有株式を売却したと開示した上場会社は45社であり、合計626億円を売却した。売却額は、2024年2月期比で2.5倍であったが、2025年2月期企業の政策保有株式は合計9000億円を超えていることから、売却額は1割に満たない(注13)。

六 自社株買い

2023年においては8.6兆円、2024年においては16.4兆円が、自社株買いとして実施された。

2025年1月~5月においては、上場会社785社(昨年比20%増)が、過去最高額となる12兆1000億円の自社株取得枠設定を設定した。これは、2024年通年の7割弱に相当する。2026年3月期に最終減益を見込みつつ、自社株買いを公表した企業は90社となり、前期の期首時点より1割増加した(注14)。

七 投資単位と、少額投資の在り方(2025年4月)

1 東証は、2025年4月24日、「少額投資の在り方に関する勉強会」の報告書を公表した。それによれば、個人投資家が求める投資単位の水準について、10万円程度とする回答が最も多かったことを明らかにしており、これを踏まえたアクションプランとして、投資単位の水準の在

り方や引き下げに向けた検討を上場会社に働きかけることとしている。

2 なお、東証の現在の規程では、上場会社に対して投資単位を50万円未満の水準とすることを努力義務として定めており、これを上回る場合には、当該水準へ移行するための投資単位の引下げに関する考え方及び方針等の開示を義務付けている。即ち、(1)上場内国会社は、上場内国株券の投資単位が50万円未満となるよう、当該水準への移行及びその維持に努めるものとする(有価証券上場規程第445条)。(2)上場内国会社は、上場内国株券の最近の投資単位として施行規則で定める価格が50万円以上である場合は、事業年度経過後3か月以内に、第445条に規定する水準へ移行するための当該発行者の投資単位の引下げに関する考え方及び方針等を開示しなければならない(有価証券上場規程第409条)。

3 東証の上記報告書によれば、上記各規程を見直しすることは予定されていないことから、各上場会社が自発的に対応していくことが求められている。

第6 中期経営計画

1 会社法及び金融商品取引法において、株式会社又は上場会社は、中期経営計画を定めなければならない、という規定は存在していない。

2 この点、東証グロース市場に上場申請する際において、事業計画の合理性等が審査対象とされており(有価証券上場規程219条1項4号、上場審査等に関するガイドラインIV5(1))、上場申請書類として中期経営計画書を提出することが予定されている(注15)。

3 また、東証スタンダード市場に上場申請する際において、企業の継続性及び収益性並びに事業計画の適切性等が審査対象とされており(有価証券上場規程207条1項1号、上場審査等に関するガイドラインII2(1))、上場申請書類として中期経営計画書を提出することが予定されている(注16)。

4 東証コーポレートガバナンス・コード【原則3-1 情報開示の充実】において、「上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うことに加え、会社の意思決定の透明性・公正性を確保し、実効的なコーポレートガバナンスを実現するとの観

点から、(本コードの各原則において開示を求めている事項のほか、)以下の事項について開示し、主体的な情報発信を行うべきである。」と定め、「(i) 会社の目指すところ(経営理念等)や経営戦略、経営計画」と規定されている。

5 加えて東証コーポレートガバナンス・コード【原則5-2 経営戦略や経営計画の策定・公表】において、「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。」と規定されている。

6 この点、東証のFAQにおいて、「コーポレートガバナンス・コードの原則5-2の「実施」にあたっては、「経営戦略や経営計画の策定・公表」が必要ですか。」という質問に対し、「原則3-1(i)において「経営戦略や経営計画」の開示を求めており、原則5-2にはこの「経営戦略や経営計画」の策定・公表に当たって盛り込まれるべき内容を明示するものです。したがって、原則5-2を「実施」するためには、「経営戦略や経営計画」の策定・公表を行うことが前提になるものと考えられます。「経営戦略や経営計画」にはいわゆる「中期経営計画」が含まれることが想定されるものの、必ずしもそれに限られるものではなく、広く会社の経営戦略や経営計画を示すものであればこれに該当するものと考えられます。」と回答されている。

7 中期経営計画という用語の「中期」を定義づける法令や規則等は存在していないが、「中期」を3年～5年として捉えている上場会社が多いようである。

8 この点、「中期」を、3～5年よりも、10年以上の長期目線で経営に取り組む企業の方が、利益の伸び率が大きいことが報道されている(注17)。

9 なお、味の素社は、2023年、精緻に数字を積み上げる中期計画策定を廃止し、2030年に向けての中期ASV(Ajinomoto Group Creating Shared Value)経営(経営方針)を定めた。「ASV

指標」とは、味の素グループが事業を通じて得た財務パフォーマンスを示す経済価値指標と、提供・共創したい価値に基づく社会価値指標、それらを支える無形資産強化指標から成る。新たな価値や事業モデル変革（BMX）を追求し、ASV指標への挑戦をし続ける中期ASV経営を推進しながら、企業価値向上を目指す、と公表されている。

10 日立製作所社は、2019年に公表した、2021中期経営計画において、売上高や純利益に係る目標値を設定することを止め、社会価値・環境価値・経済価値を重視した経営を主張し、ROICを導入し、それ以降の中期経営計画では、事業間の連携で成長を目指す戦略及び財務KPI（重要業績評価指標）を中心に説明をしている。2024中期経営計画の後の計画は、「中期経営計画2027」ではなく、「Inspire 2027」として公表されている。

11 伊藤忠商事社は、2024年4月より、中期経営計画を廃止し、単年度の経営計画を開示している。

第7 同意なき買収事案（ニデック社による牧野フライス製作所社へのTOB）

一 経済産業省の買収行動指針（2023年8月）：敵対的買収から同意なき買収へ

1 経産省では、2023年8月に「企業買収における行動指針」（「買収行動指針」）が策定された。具体性・目的の正当性・実現可能性のある買収提案という「真摯な買収提案」を取締役会が受けた場合、「真摯な検討」が求められるとしている。

2 この「買収行動指針」においては、上場会社の買収において尊重されるべき3つの原則が明記されている（「買収行動指針」7頁）。

第1原則：企業価値・株主共同の利益の原則・・・望ましい買収か否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に判断されるべきである。

第2原則：株主意思の原則・・・会社の経営支配権に関わる事項については、株主の合理的な意思に依拠すべきである。

第3原則：透明性の原則・・・株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から適

切かつ積極的に提供されるべきである。そのために、買収者と対象会社は、買収に関連する法令の遵守等を通じ、買収に関する透明性を確保すべきである。

3 対応方針に基づく対抗措置の発動については、買収行動指針においては、次の2点が指摘されている。

(1)株主意思の尊重

会社の経営支配権に関わるものであることから、株主の合理的な意思に依拠すべきである。そして、対応方針の導入の段階、又はこれに基づく対抗措置の発動の段階で、株主総会における承認を得ることは、株主の合理的な意思に依拠していることを示すための措置といえる。これまでの裁判例を踏まえると、株主総会における決議を経ることで、対抗措置の発動の適法性が相対的に認められやすくなるものと考えられる。

なお、株主総会を経る場合においても、取締役会は、形式的に株主総会の判断に委ねるのではなく、対抗措置の必要性や、公正性の確保（例えば、独立性の高い取締役会や特別委員会の関与）等について慎重に検討し、十分な説明責任を果たすべきである。

(2)必要性・相当性の確保

対応方針に基づく対抗措置の発動は、株主平等の原則、財産権の保護、経営陣の保身のための濫用防止等に配慮し、必要かつ相当な方法によるべきである。対抗措置の発動の差止め事由は、著しく不公正な方法による発行（不公正発行）又は法令違反（株主平等原則違反）（会社法247条1号2号類推適用）であるが、従前より日本の裁判所は、不公正発行又は株主平等原則違反に該当するかについて、必要性和相当性の観点から審査を行っているものと考えられる。

二 ニデック社とTAKISAWA社の事案

2023年7月13日、ニデック（旧日本電産）社が工作機械のTAKISAWA（旧滝沢鉄工所）社に対し、TOBを提案した。TOB価格は2600円であり、発表前日の株価1447円に対して80%のプレミアム、直近1か月の平均株価1269円に対して105%のプレミアムを上乗せしていた。

複数回にわたり書面や口頭でやりとりし、TAKISAWA社の特別委員会で審議した結果、

ニデック社の提案が企業価値向上や株主共同の利益につながると判断した。

TAKISAWA社は、2023年9月13日、ニデック社から受けていたTOBの提案を受け入れると発表した。TAKISAWA社は株主にTOBへの応募も推奨した。TAKISAWA社の原田社長は「経済産業省の指針に沿って対応したら、賛同するしか答えはなかった」とご発言されていた。2023年11月14日にTOBが終了し、子会社となり、2024年1月31日に上場廃止となった。

三 ニデック社と牧野フライス製作所社の事案

1 事実関係

2024年12月27日、ニデック社が、牧野フライス製作所社に対し、事前交渉なく、1株1万1000円でのTOBを意向表明し、TOBの開始予告をした。

2025年1月15日、牧野フライス製作所社の特別委員会が、ニデック社に対して要望書を送付した。

同年1月17日～3月17日、両社間において、複数回にわたり、要望書と回答書が送受信され、面談も実施された。

同年2月末日 牧野フライス製作所社は、ニデック社とは別の複数の企業から、買収提案を受領していた。

同年3月19日 牧野フライス製作所社が、買収への対応方針を導入した。

同年4月3日 ニデック社が、牧野フライス製作所社に対し、TOB（1株あたり1万1000円）を開始した。

同年4月10日 牧野フライス製作所社の取締役会は、本件特別委員会の同日付答申に基づき、取締役全員の一致に基づき、(1)本件TOBへの反対を表明し、(2)対応方針に基づき新株予約権無償割当てを実施すること、(3)定時株主総会において本件新株予約権無償割当ての発動について株主意思を確認する議案を提出すること、を決定し、公表した。

同年4月16日 ニデック社が、東京地裁に、新株予約権無償割当ての差止仮処分を申し立てた。

同年4月30日 東京地裁で、第1回審尋期日が開かれた。

同年5月7日 東京地裁は、ニデックによる新株予約権無償割当ての差止仮処分を却下した。

同年5月8日 ニデック社が、TOBを撤回した。新株予約権無償割当てが実施された場合、ニデック社に損害を生じさせるおそれがあり、TOBを維持することは著しく経済合理性を欠くことになりかねないことを踏まえ、公開買付届出書において定めていた撤回事由に基づき、TOBを撤回した。

同年5月8日 牧野フライス製作所社が、ニデック社による買収への対応方針を、撤回した。

同年5月29日 カーライルが、牧野フライス製作所社に対し、TOBによる買収提案（1株1750円）を行った。

同年6月3日 MBKパートナーズは、牧野フライス製作所社に対し、TOBによる買収提案（1株1751円）を行った。牧野フライス製作所社は、これに賛同を表明した。

同年12月 MBKパートナーズが、牧野フライス製作所社に対して、TOBを開始する予定である。

2 東京地裁の判断内容は、次のとおりである。
(1)争点1：本件新株予約権無償割当てが、株主平等原則に違反するか（会社法247条1項1号違反）について。

まず、最判平成19年8月7日を前提として、特定の株主に対する差別的取扱いが株主平等原則の趣旨に違反する違法なものといえるか否かについては、当該差別的取扱いの是非について、株主の意思を確認するための株主総会が予定されている場合には、当該株主総会において示されることとなる株主意思が尊重されるべきことを前提に、①当該差別的取扱いによって確保されることになる株主共同利益の有無やその内容、程度等に照らし、当該差別的取扱いが必要であるといえるか、②当該差別的取扱いによってもたらせることとなる当該株主に生じる不利益の内容、程度等に照らし、当該差別的取扱いが、その必要性に見合う相当な範囲を逸脱しないものといえるか、をそれぞれ評価した上で判断すべきものと解される、と述べた。

そして、牧野フライス製作所社においては、事業計画を新たに策定して、競合提案候補者を探索し、DDに応じるなどして、競合提案候補者による検討を促す努力を払っており、競合提案を検討中の競合提案候補者が現在も存在するの

であるから、ニデック社による本件TOBの開始が約1か月延期され、又は当初買付期間が約1か月間延長されることにより、競合提案がなされるであろう一定の蓋然性が生じ、又は高まるといえる。そして、そのことによる株主共同利益の重要性に照らせば、ニデック社による本件TOBによる利益を享受し得る時期を同程度の期間延期することは、株主共同利益の観点から合理性があると認められるから、合理的時間の確保が必要であることを理由とする本件無償割当ての中間的効果の必要性を肯定できる。

そして、ニデック社が合理的時間確保への協力を明示的に拒否している本件状況下で、牧野フライス製作所社が合理的時間確保のために取り得る手段としては、ニデック社が最後まで合理的時間確保に応じず、かつ、損失回避のための合理的行動（本件TOBを延長した上、本件定時総会において、本件無償割当てを承認する議案が可決された場合には、本件TOBを撤回すること）もとらない場合には、本件取引の目的達成を阻害することになる仕組みを用意するほかないから、本件無償割当ての本来的効果についても、その必要性を肯定できる。

（中略）以上の次第で、本件無償割当てについて、ニデック社による本件TOBと、競合提案との比較検討等を通じて、企業買収に伴う正当な利益を、牧野フライス製作所社の株主が享受する機会を確保するための必要かつ相当な差別的取扱いというべきであるから、これが株主平等原則の趣旨に違反する違法なものであるということではできず、会社法247条1項1号に違反しない。

(2)争点2：本件新株予約権無償割当てが著しく不公正な方法（会社法247条1項2号）により行われるものであるか、について。

本件無償割当てについて、合理的時間確保が必要であることを理由とする本件無償割当ての必要性が肯定される上に、本件無償割当ては、ニデック社が損失を受けることを回避して合理的に行動する限り、結局のところ、競合提案を待つための時間を1か月程度確保できるにすぎず、牧野フライス製作所社の一般株主にとって有利な競合提案を現れない限りはニデック社による買収を阻止する効果を待ち得ないのであるから、本件無償割当ての主要な目的は合理的時

間確保にあり、牧野フライス製作所社の現取締役らの経営支配権維持は、本件無償割当ての主要目的ではないと認められる。したがって、本件新株予約権無償割当ては著しく不公正な方法（会社法247条1項2号）に該当しない。

3 以上のとおり、東京地裁の決定は、牧野フライス製作所社が実施した対応策は、伝統的な意味での買収防衛策ではなく、時間確保を目的とした対応にとどまる、としてニデック社の申立てを却下した。

（注1）日経新聞朝刊2025年6月10日17面、産経新聞朝刊2025年6月8日5面。

（注2）朝日新聞朝刊2025年6月28日6面。

（注3）日経新聞朝刊2025年6月21日14面。

（注4）日経新聞朝刊2025年6月7日1面。

（注5）東京証券取引所上場部「2025年3月期決算会社の定時株主総会の動向について」（2025年4月25日）。

（注6）日経新聞朝刊2025年7月5日3面、読売新聞朝刊2025年7月5日8面。

（注7）読売新聞朝刊2025年6月12日。

（注8）吉川英徳他（大和総研）「2025年6月株主総会に向けた論点整理」（2025年5月29日）

（注9）鈴木裕（大和総研）「株主提案権制度の改正提言相次ぐ：議決権 300 個で株主提案ができる現行制度の改正を期待する」（2025年3月28日）。

（注10）鈴木裕（大和総研）「株主提案天国は終了か？：テキサス州法改正 株主提案権制度をSEC規則による規制から州法による規制に変える」（2025年5月19日）

（注11）「週刊 金融財政事情」2025年5月20日号11頁。

（注12）日本経済新聞朝刊2025年7月3日20面。

（注13）日経新聞朝刊2025年6月26日20面。

（注14）日経新聞朝刊2025年6月12日1面。

（注15）東証「新規上場ガイドブック2024 グロース市場編」192頁。

（注16）東証「新規上場ガイドブック2024 スタンダード市場編」171頁。

（注17）日経新聞朝刊2025年7月6日1面。

Disclosure & IR

Disclosure Watch

人的スキルの保有根拠とスキル複線化

金融商品取引法

- ◎ディスクロージャー制度論（第11講）
- ◎気候変動関連等の開示事例分析
- ◎経営陣のための「MBOの基礎知識」
- ◎有価証券報告書におけるサステナビリティ開示基準の適用について

会計・監査

- ◎訂正事例分析2024
- ◎企業価値の最大化に資する「サステナビリティ開示」の歩き方
- ◎IFRS S3を人的資本と考える理由と備えるべきこと
- ◎サイバーセキュリティ対策の内部統制システム構築と開示義務

会社法・企業法務

- ◎株主総会電子化と株主エンゲージメント
- ◎コーポレートガバナンスが問われた事例についての発生メカニズム、今後の課題と提言
- ◎2025年6月 定時株主総会の動向

IR・サステナビリティ

- ◎今から始める、IR組織立ち上げの初歩の初歩
- ◎サステナブル経営における未財務指標の財務影響を明らかにする財務インフルエンス分析
- ◎S（社会）に関する情報開示と機関投資家の期待
- ◎なぜ今企業が適応に動くべきか
- ◎経営戦略に沿った人的資本投資で「なりたい会社」になる

取引所

- ◎サステナビリティ情報開示実践を通じ上場会社に期待されること