



法務省民事局参事官室  
〒100-8977 東京都千代田区霞が関1-1-1

日付：2026年5月20日

注記：本日本語訳は、英語原文の暫定的なAI翻訳であり、参考目的のみを目的として提供されるものです。英語原文のみが唯一の正式な文書です。

### 件名：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へのコメント

法務省が実施する会社法制の見直しに関する中間試案のパブリックコメントに意見を申し述べる機会をいただき、誠にありがとうございます。

ノルジェス・バンク・インベストメント・マネジメント（NBIM）は、ノルウェー中央銀行（ノルジェス・バンク）の資産運用部門であり、ノルウェー政府年金基金グローバル（GPF）の運用を担っています。2025年12月31日現在、当ファンドの運用資産総額は2兆1,100億米ドル（約329兆2,700億円）であり、うち962億2,000万米ドル（約15兆120億円）を日本の上場企業1,096社の株式に投資しています。日本は当ファンドの国別配分において第2位の投資先です。日本のコーポレートガバナンスは、規制当局、証券取引所、および企業との対話において、当ファンドが長年にわたり一貫して取り組んできた重要課題です。

中間試案は幅広い論点を取り上げています。一部の提案は、現状の設計のままでは、効果的な長期保有の基盤をなす権利を制約するおそれがあります。一方、適切に設計されれば、日本のガバナンス体制を実質的に強化する機会をもたらす提案もあります。当ファンドの詳細なコメントは別紙に記載しています。

懸念を有する提案について：議決権停止メカニズムは、法令違反の有無について独立機関による確認が行われる前に、発行会社の取締役会が一方的に株主の議決権を停止する権限を付与するものです。当ファンドはこれを不均衡かつ構造的に利益相反のある措置と考えます。事前議決権行使の合理化提案、特に案Aに含まれるみなし決議メカニズムは、とりわけ完全バーチャル形式と組み合わせられた場合、定時株主総会を手続的な形式に過ぎないものへと変質させるリスクがあります。株主提案権については、現行の持株要件を維持することを推奨し、多数派株主が定款変更を通じて要件を引き上げることを可能にするいかなる仕組みも支持しません。

支持する提案について：実質株主確認制度については、時期の限定および目的外利用の禁止に関する重要な設計条件を付した上で歓迎します。取締役会ガバナンスについては、指名委員会改革を支持するとともに、法務省が指名委員会等設置会社を採用するすべての会社について取締役会の過半数を社外取締役とすることを法律上の義務として明確に規定するよう一歩踏み込んだ対応を求めます。事業報告と有価証券報告書の一体開示提案については、開示

**Norges Bank Investment Management**  
is a part of Norges Bank – the Central Bank of Norway

**Postal address**  
P.O. Box 0179 Sentrum,  
NO-0107 Oslo

**Visiting address**  
Bankplassen 2,  
Oslo

**Tel:** +47 24 07 30 00  
**Fax:** +47 24 07 30 01  
[www.nbim.no](http://www.nbim.no)

**Registration of  
Business Enterprises**  
NO 937 884 117 MVA



情報が損なわれないことを条件として歓迎し、法務省が長期的な目標として報告書のより包括的な統合を検討されることを奨励します。

本コメントに記載した見解について、いつでも議論に応じる用意があります。日本のガバナンス改革に関する継続的な対話に期待しています。

敬具

Signed by:  
*Carine Smith Ikenacho*  
C28B267008BE42F...

カリーネ・スミス・イヘナーチョ  
最高ガバナンス・コンプライアンス責任者

Signed by:  
*Jeanne Stampe*  
3572A42F20C948F...

ジーニ・スタンペ  
政策担当上席アドバイザー

**Norges Bank Investment Management**  
is a part of Norges Bank – the Central Bank of Norway

**Postal address**  
P.O. Box 0179 Sentrum,  
NO-0107 Oslo

**Visiting address**  
Bankplassen 2,  
Oslo

**Tel:** +47 24 07 30 00  
**Fax:** +47 24 07 30 01  
[www.nbim.no](http://www.nbim.no)

**Registration of  
Business Enterprises**  
NO 937 884 117 MVA

## 別紙 – NBIM詳細コメント

---

### 1. 議決権停止メカニズム（第2部第2章第2節）

中間試案は2つの別個のメカニズムを導入しています。第1は、株主を確認し建設的な対話を促進することを目的とした会社主導型制度であり、違反には民事制裁金が科されます。第2は、強制的な通知義務であり、金融商品取引法（金商法）に基づく大量保有報告書の提出義務を負う者は、上場会社に対して写しを交付しなければなりません。第2のメカニズムには議決権停止手段が含まれています。本節では第2のメカニズムを取り上げ、第1のメカニズムについては第4節で述べます。

強制的な通知義務については支持します。金商法に基づく大量保有報告書を上場会社に同時交付することを求める規律は、均衡がとれた透明性の高い措置です。

これに付随する執行メカニズムについては懸念を有します。提案では、上場会社の取締役会が内部決議により株主の議決権を停止することが可能となります。これは、株主が大量保有報告書を期限内に提出しなかった、または虚偽もしくは重要な記載漏れのある報告書を提出したと取締役会が一方的に判断した場合に生じます。申し立てられた違反について、停止が発効する前に独立機関による確認は不要とされています。

議決権は中核的な所有権です。停止を発動する取締役会は中立な意思決定機関ではありません。特に、金商法に基づく大量保有報告書には株主の保有比率だけでなく保有目的も開示されており、取締役会はその情報を行動の判断材料として利用できることから、この問題は一層深刻です。このような重大な措置については、停止が発効する前に独立した規制当局による事前承認または司法による授権が必要とされるべきです。

最長5年の停止期間は、違反の原因が行政上または手続上の誤りである場合には不均衡です。大幅に短い期間を推奨します。違反が軽微であるか、故意の隠蔽ではなく行政上の誤りに起因する場合は、民事制裁金を主たる制裁とすべきです。議決権停止は、重大または故意の違反に限定すべきです。

### 2. 株主参加の質：バーチャル株主総会と事前議決権行使（第2部第1章および第4章）

中間試案には、合わせて考慮すると一定のリスクを生じさせる2組の提案が含まれています。そのリスクとは、定時株主総会が熟議の場から手続的な形式へと変質することです。2組の提案とは、完全バーチャル株主総会提案と、事前議決権行使の合理化提案です。



当ファンドは、会社がハイブリッド形式による対面参加の可能性を維持することを支持します。ハイブリッド形式は透明性とアカウンタビリティを確保しつつ、海外株主や国内の地理的に分散した地域に居住する株主による参加に係る実際上の障壁を低減します。当ファンドは、完全バーチャル形式の株主総会の実施条件として定款変更を義務付けることを支持します。会社法上、定款変更には株主総会の特別決議を要します。これにより、株主は完全バーチャル形式の採用前にその形式に同意する直接の機会が与えられます。完全バーチャル方式をすべての会社のデフォルトとすることは支持しません。デフォルトルール化は株主の同意メカニズムを排除することになります。

完全バーチャル形式の株主総会が開催される場合には、最低基準が適用されなければなりません。会社法第314条に基づく取締役の説明義務は完全に適用されなければなりません。会社は技術的または手続的手段を用いてこの義務を回避することは認められません。第976条第9号に基づく過料および受託者責任は、正当な理由なく答弁を拒否した取締役に対して適用されます。株主は総会中にリアルタイムで事前提出した議決権行使内容を更新できなければなりません。すべての取締役は出席し、質問に回答できる状態でなければなりません。

事前議決権行使の合理化に関する案Aについて、特に注意を喚起したいと思います。事前議決権行使は標準的かつ有益な慣行です。NBIMは保有するすべての投資先において日常的に活用しています。当ファンドの懸念は事前議決権行使そのものではありません。懸念は、案Aに含まれるみなし決議メカニズムにあります。このメカニズムの下では、株主総会の法的結果が事前議決権行使の締切時点で確定します。これは株主総会が開催される前に生じます。結果が法的に確定した後は、総会に出席している株主がそれに影響を与える実際上の能力はありません。経営陣もまた、総会での発言や聴取が結果を変えることはないため、質問に実質的に応じる誘因を持ちません。このメカニズムが完全バーチャル形式一経営陣が議事進行を管理する一と組み合わせられた場合、総会は審議目的を果たさないことになります。

法務省に対して、これら2つの提案を一体として評価されることを強く求めます。案Aが採用される場合、第314条に基づく取締役の説明義務は実際に強化されなければなりません。不可欠なセーフガードの一つは、株主が議事の経過を踏まえて総会中に事前議決権を更新できる能力です。

### 3. 株主提案権（第2部第5章）

提案権は中核的な所有権です。実際には株主は提案権をまれにしか行使しません—通常は直接の対話が奏功しなかった後のことであり、多くの場合は決議の可決への期待というよりも懸念のシグナルとして用いられます。当ファンドは、少数株主が提出した提案の賛成率が低いとの懸念を認識しており、真剣に受け止めています。しかしながら、日本における低い賛成率は、安定株主の議決行動を含む複数の要因を反映しており、提案の質のみを反映するものではありません。会社法は既に、支持率の低い提案の繰り返し提出に対して均衡のとれた抑制手段を設けています。

**Norges Bank Investment Management**  
is a part of Norges Bank – the Central Bank of Norway

**Postal address**  
P.O. Box 0179 Sentrum,  
NO-0107 Oslo

**Visiting address**  
Bankplassen 2,  
Oslo

**Tel:** +47 24 07 30 00  
**Fax:** +47 24 07 30 01  
[www.nbim.no](http://www.nbim.no)

**Registration of  
Business Enterprises**  
NO 937 884 117 MVA



現行の持株要件—6か月以上継続保有の議決権300個または1%—を維持することを推奨します。これは、株主が株主総会参考書類に提案（取締役候補者の指名を含む）を含めるための合理的な手続を会社が整備すべきとする当ファンドの議決権行使ガイドラインと整合しています。<sup>1</sup>多数派株主が定款変更を通じて要件をさらに引き上げることを可能にするいかなる仕組みも支持しません。そのような仕組みは、経営陣と安定株主が少数株主の提案権行使を妨げる障壁を構築することを可能にします。

提出期限については、案Aおよび案Bの双方を支持し、両案を合わせて採用することを推奨します。現行の8週間前の期限は、2019年に導入された3週間前の電子提供手続の期限と組み合わせることで、会社に与えられる実務上の運営期間を非常に短くしています。法務省に対し、公告されたAGM日が後に変更された場合の株主提案の提出期限の算定方法について、最終ルールで明確にされることを求めます。

#### 4. 実質株主確認制度（第2部第2章第1節）

会社主導型確認制度の政策目的を支持します。本制度は、上場会社が中間的な株主保有構造において議決権行使に係る指図を行う者を確認することを可能にするを目的としています。その目的は、会社と株主との間の直接かつ実質的な対話を促進することにあります。制度が実務上効果的に機能するために重要な設計要素について、以下の意見を申し述べます。

確認請求は固定された日付に限定することを推奨します。これらの日付はAGM基準日サイクルに合わせるべきです。年間を通じた随時の請求は認めるべきではありません。中間試案の補足説明は、随時の請求が、対話上の紛争中を含む戦略的に敏感な時期に行われる可能性があることを指摘しています。固定日付による確認は建設的な対話の目的に十分であり、このリスクを回避します。

補足説明は更なるリスクも認識しています。発行会社が確認データを金商法に基づく大量保有報告書の情報と組み合わせて、経営陣に反対票を投じた、または批判的な対話を行った株主を特定し、その株主に不利な行動をとるリスクです。補足説明はこのリスクへの対処を提案していません。当ファンドは、最終的な立法に明示的な目的外利用禁止規定を含めることを推奨します。会社主導型制度を通じて取得した確認データは、確認された株主との直接の対話のためにのみ使用されるべきです。大量保有報告書データとの他の目的での照合は禁止されるべきです。会社の株主総務機能以外への共有も禁止されるべきです。

#### 5. 取締役会ガバナンス：モニタリング型モデルの完成（第3部第1章）

---

<sup>1</sup> [グローバル議決権行使ガイドライン | ノルジェス・バンク・インベストメント・マネジメント](#)



案Aを支持します。案Aは、社外取締役が取締役会全体の過半数を占める場合に、取締役会全体の決議により、指名委員会の取締役の選任または解任に関する提案内容の決定を変更できるものです。中間試案の補足説明は、指名委員会の決定を取締役会全体に対して拘束力を持たせることとしたもとの根拠が現在では陳腐化していることを認めています。その根拠—2002年当時の適格な社外取締役の不足を補うため—は、現在の社外取締役の就任率を考えれば、もはや当てはまりません。同様の論理は、案Aで併せて取り上げられている報酬委員会にも適用されます。

法務省に対し、さらに踏み込んだ対応を求めます。案Aは、取締役会がすでに過半数の社外取締役を擁している場合に取締役会に変更権を付与するものですが、指名委員会を設置する会社にそのような過半数を義務付けるものではありません。指名委員会等設置会社を採用するすべての会社について、取締役会全体で社外取締役が過半数を占めることを必須の要件とすることを支持します。これは任意の権利を生じさせる条件ではなく、立法上の義務とすべきです。補足説明は、小委員会の相当数の委員が、これを中長期的な課題ではなく喫緊かつ緊急の事項と考えていることを記録しています。当ファンドも同意します。2025年7月現在、プライム市場上場会社のうち取締役会全体で独立取締役が過半数を占める会社は26.2%にとどまっています。<sup>2</sup> 明確なタイムラインを伴う立法上の義務は市場に重要なシグナルを与えます。

より広範な構造的観点について申し述べます。現在、上場会社は監査役会設置会社、監査等委員会設置会社、指名委員会等設置会社の3つのガバナンス形態から選択することが認められています。それぞれの形態は、取締役会構成、委員会権限、監査役選任、および経営執行責任について実質的に異なるルールを有しています。幅広い日本の上場会社に長期投資する機関投資家として、当ファンドは3つの別個の形態の存在が複雑性を生じさせると考えます。会社がどの形態を採用しているか、それが株主権利の行使にとって何を意味するかを理解するには時間と労力を要します。このような複雑性は他の主要な資本市場ではほとんど見られません。

中間試案自体、将来の検討課題として、モニタリング型指向の会社のための新たな統一ガバナンス構造の創設の可能性を認識しています。法務省がこれを長期的な課題ではなく近い将来の立法目標として位置付けられることを奨励します。上場会社向けの単一の合理的に設計されたガバナンスの枠組み—独立取締役の過半数を義務付け、委員会の権限を明確にし、株主の権利を標準化するもの—は、3つの別個の構造を引き続き改良するよりもはるかに効果的です。

監査委員会の完全性については、業務執行取締役および執行役が監査委員会の議事録を閲覧・謄写することを制限する提案を支持します。株主総会参考書類において予定される委員会構成員を事前に開示する義務付けについても支持します。

---

<sup>2</sup> [独立社外取締役・監査役の選任 | 日本取引所グループ](#)



## 6. 開示、キャッシュアウト手続、および無償株式発行

### 開示

上場会社がAGM前に提出する単一の統合有価証券報告書（有価証券報告書）によって事業報告義務を充足することを認める提案を歓迎します。現行制度では、会社は重複する内容を多く含む2つの別個の書類を作成することが求められています。この重複を解消することは会社の事務負担を軽減します。また、重要なガバナンス情報がAGM後ではなく前に株主に利用可能となります。

この統合がその目的を達成するためには、統合有価証券報告書が現在事業報告のみで義務付けられているすべての開示項目を含まなければなりません。これらの項目は必須要件として含める必要があります。取締役会の質の評価に直接関係する事業報告開示の3つのカテゴリがあります。第1に、社外取締役および監査役の年間における活動内容。第2に、社外役員が親会社から受領した報酬—この情報はそれらの役員が真に独立しているかどうかを評価するうえで重要です。第3に、年中に辞任または解任された役員の氏名およびその理由。これらの項目のうち有価証券報告書の枠組みで現在義務付けられていないものは、統合申請の途が会社に開放される前に組み込まれなければなりません。

また、この統合は日本の広範なコーポレート・レポーティングの状況の一部のみに対処するものであることを指摘します。上場会社は現在、複数の追加書類を公表しています。コーポレートガバナンス報告書、統合報告書、中期経営計画、資本配分計画、サステナビリティ報告書などです。これらのいずれにも重要なガバナンスおよび戦略情報が含まれる可能性があります。現在、これらの書類の形式または有価証券報告書との関係について標準化されたアプローチは存在しません。ここで提案されている統合を踏まえたより包括的な報告統合のアプローチは、会社の負担をさらに軽減します。また、投資家が利用できる情報の整合性を高め、AGM前の重要情報の早期開示を支援します。法務省が他の関係当局との連携のもとで、これを長期的な課題として検討されることを奨励します。

### キャッシュアウト手続

キャッシュアウト手続のための3分の2要件の導入は支持しません。90%の持株要件は維持すべきです。英国、フランス、ドイツはいずれも、株主総会を経ないスクイーズアウトについて90%またはそれに相当する要件を設けています。

仮に法務省が3分の2要件を採用することとした場合、以下のセーフガードが不可欠です。

少数株主多数決（マジョリティ・オブ・マイノリティ）条件は、必須の、客観的かつ検証可能な要件でなければなりません。より広範な総合的評価における一要素であってはなりません。客観的な基準は予測可能性を提供し、取引完了後の訴訟リスクを低減します。

**Norges Bank Investment Management**  
is a part of Norges Bank – the Central Bank of Norway

**Postal address**  
P.O. Box 0179 Sentrum,  
NO-0107 Oslo

**Visiting address**  
Bankplassen 2,  
Oslo

**Tel:** +47 24 07 30 00  
**Fax:** +47 24 07 30 01  
[www.nbim.no](http://www.nbim.no)

**Registration of  
Business Enterprises**  
NO 937 884 117 MVA



一般株主の定義は厳格に定めなければなりません。発行会社または公開買付者との持合いその他の構造的な関係を有する株主は、算定から除外すべきです。ガバナンスへの影響力は非公式な手段を通じても生じ得ます一取締役指名に関する契約や口頭合意を含め、TSEが認識しているとおりです。<sup>3</sup> そのような株主も同様に除外すべきです。これは当ファンドの2026年4月のTSE上場規程に関する回答と整合しています。<sup>4</sup>

キャッシュアウト対価は公開買付価格を下回ってはなりません。これは公開買付届出書に明示されなければなりません。反対株主が異議を申し出、裁判所に公正価値を求めることを可能にするための株式買取請求権は維持されなければなりません。

## 無償株式発行

従業員への無償株式発行の提案については、案Aより案Bが望ましいと考えます。案Bは、従業員への無償株式発行の前に株主総会の明示的な普通決議を要件とするものです。案Aは、有利発行規制の適用を条件として、株主総会の決議なしに取締役会が当該発行を承認することを認めるものです。当ファンドは、有利発行規制をバックストップとして依拠するよりも、直接の株主授権の方がより明確で確実であると考えます。これは特に、親会社の株主が当該手当について直接的な可視性が低い子会社の従業員への発行の場合に当てはまります。

当ファンドは、適切に設計された従業員株式所有計画を一貫して支持してきました。2013年以降、この分野の経営陣提案の98%に賛成票を投じています。反対票を投じたのは、計画の条件について十分な透明性が欠如している場合に限られています。<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup> [TSE 少数株主保護に関する上場規程改正（上場会社向け説明資料）](#)

<sup>4</sup> [東京証券取引所による少数株主保護に関する上場規程改正案へのコメント | ノルジェス・バンク・インベストメント・マネジメント](#)

<sup>5</sup> [従業員株式所有に関する当ファンドの見解 | ノルジェス・バンク・インベストメント・マネジメント](#)