

「稼ぐ力」の強化に向けた コーポレートガバナンス研究会 第3回事務局説明資料

2024年11月21日

経済産業政策局 産業組織課

用語の定義

本資料で用いる用語は、別段の記載のない限り、以下のとおりとする。

| 用語 | 定義 |
|-----|-------------|
| 金商法 | 金融商品取引法 |
| 産競法 | 産業競争力強化法 |
| 東証 | 株式会社東京証券取引所 |
| 有報 | 有価証券報告書 |

1. 前回の研究会の振り返り等

従業員等に対する株式の無償交付に関する意見

- 本社の従業員のみならず子会社の役職員も対象に含めた形で株式の無償交付を制度化すべきで、また、無償交付に際して（少なくとも閾値以下の範囲であれば）株主総会決議は不要とすべきとの意見が多く見られた。

本研究会における主な意見（要旨）

改正の意義・目的に関する意見

- 【企業】 株式報酬の活用拡大は、日本企業が優秀な人材を獲得して長期的に定着させることで競争力を強化させ、「稼ぐ力」を高めるための重要な施策である。
- 【投資家】 企業価値向上に向けたインセンティブをつけるという意味では奨励すべき。

無償交付の手續に関する意見

- 【企業】 仮に株主総会決議が必要とされると、会社が従業員に株式を円滑に交付できる制度改正の目的が達成されなくなる可能性がある。
- 【弁護士】 C案（閾値以下の範囲であれば株主総会不要）、D案（株主総会不要）を支持する。時価総額1兆円の上場会社が10億円分の株式報酬を出したところで、株式価値の希釈化の問題が生じることは事実上あり得ないので、枠を定めるか否か、また、（定める場合は）どのように定めるかの問題である。
- 【投資家】 潜在的な希釈化は、株主としては気になるので、ある程度の閾値を超えるような場合であれば、総会決議を求めるといった考え方が妥当と思う。

対象者に関する意見

- 【企業】 グループ全体で企業価値をどう上げるかということ意識して経営することは一般的になっているので、そのような会社が使いにくい制度はおかしい。
- 【有識者】 グループ経営の観点からは、子会社の役職員も対象に含めるのが欧米との比較としてもよいし、実務上のニーズもある。

実質株主の情報開示に関する意見

- 実質株主の情報開示義務に違反した場合の罰則として議決権の停止を認めるべきという意見が多く見られたが、いかなる場合に議決権の停止が正当化されるかについては慎重に議論すべきとの意見も見られた。

本研究会における主な意見（要旨）

改正の意義・制度趣旨に関する意見

- 【企業】 **企業と株主・投資家の対話の促進が最重要の目的**になると考えている。企業が投資家と対話を行うにあたり、投資家の行動や主張を把握することが必要である。
- 【投資家】 コーポレートガバナンスコードで株主との対話を促進しているにもかかわらず、企業が実質株主を把握できないというのは矛盾した話である。
- 【弁護士】 実質株主の情報開示はいろいろな要素が入っており、**対話の向上もあるがそれだけではなく、市場の透明性がないという問題でもある。**

制度設計に関する意見

- 【企業】 罰則については、実効性の観点からは議決権停止しかないと思う。
- 【企業】 A案を基本としつつ、**エンフォースメントを機能させるためにも、例えば、虚偽回答をした実質株主の議決権部分のみ停止する**という措置も考えられるのではないか。
- 【弁護士】 海外の投資家にとって、日本のペナルティを払うか否かはどうでもいいので、**議決権の停止がないとエンフォースメントが効かない**。議決権停止が常になされるとするのではなく、**開示しなかった情報の中身や対応によって議決権停止の有無を決めることも考えられる。**
- 【投資家】 議決権の停止は、投資家側から見ても、局面によっては合理的に感じるケースもあるが、非常に強いものであるので、**どういう局面で認められるかについては慎重な議論が必要。**

(参考) 企業の意見 (1/3) (実質株主関連)

- 実質株主判明調査で実質株主の情報を取得することにより、様々な形でIR・SR活動に活用する企業が見られた。

実質株主判明調査の実施企業(※)の意見(要旨)

実質株主情報の利用方法

- 投資家と対話をしていると、対話の中では非常にフレンドリーな対応をされても、直後に株式を売却されているようなことがある。実質株主の情報を取得し株式の動向を把握することで、対話の中では必ずしもわからないような株主の真意が推測できるようになり、IR活動、SR活動の改善に利用している。
- 投資家が対話を要請してきた場合には、当該投資家の保有比率も踏まえて対話を行うことが必要となるため、そのような場合においても実質株主の情報が重要となる。
- **実質株主の情報を基に**(特に国内の機関投資家に対して) **エンゲージメントを申し入れており、実際に応じてもらっている**。また、実際にエンゲージメントまでは行わない場合も、どのような投資家がどの程度保有しているかがわかれば、IR活動、SR活動に有益である。
- **保有いただきたい投資家を考えながらIR活動を常日頃から行っている**(例えば、当社の株式を保有していない投資家に対しても積極的にアプローチする等)ので、**実質株主の情報はその成果の把握、すなわち健康診断のようなものだ**と思っている。

(※) ヒアリング対象企業は時価総額1000億円程度～9000億円程度

(参考) 企業の意見 (2/3) (実質株主関連)

- 実質株主情報を他の株主に開示することに懸念を示す企業も存在する一方、特に問題はないと考える企業も多く見られた。
- 情報開示義務の違反時の罰則を過料（罰金）とした場合は、意図的に違反する投資家への抑止力にならず実効性が伴わないとの意見が多く見られた。

実質株主判明調査の実施企業の意見（要旨）

実質株主情報の開示範囲に関する意見

- 株主に実質株主の情報が開示された場合は、**ウルフパック（※）**が助長される可能性はあるが、本来は同じ情報が双方に見えていることが制度としてはフェアなものになるのではないかと。
- **株主名簿閲覧請求と同様の手続を踏んでくれるのであれば特に懸念はない。**
- **実質株主の情報を隠す必要はないのではと考えている。**
- 企業の立場からすると、**実質株主の情報が他の株主に公開されるのは抵抗感がある。**

実質株主の情報開示制度の罰則に関する意見

- 罰金では、**意図的に潜脱しようとする投資家に対する抑止力にはならないと思う。**
- **違反によってそれ以上の利益を生むことができるのであれば罰金は抑止力にはならないのではないかと。**
- **意図的に潜脱する投資家からすれば、多少の罰金は痛くも痒くもないのではないかと。**

(※) ウルフパックとは、複数の主体が協調して特定の株式を買いあげ、大量取得する行為をいう。協調しているにも関わらず金融商品取引法上の「共同保有者」として大量保有報告書等で適切に開示しない事案が近年目立っているとの指摘がある。（出所：大和証券株式会社「買収対応方針（買収防衛策）の近時動向（2024年9月版）」）

(出所) 企業に対して行ったヒアリングより経済産業省作成

(参考) 企業の意見 (3/3) (実質株主関連)

- 実質株主が株主総会に出席することについて、懸念を示す企業も存在する一方で、（出席権の有無の確認等において）実務負担が過度に増加しないのであれば、株主総会に出席・発言等を行うこと自体は問題ないとする企業も多く見られた。

実質株主判明調査の実施企業の意見（要旨）

実質株主の株主権に関する意見

- 現状は、実質株主から要請があった場合には株主総会の傍聴のみ認めている。実質株主の出席を認めた場合に、総会周りの負担が多少重くなる可能性はあるが、会社が株式の議決権行使に関する決定権を有する実質株主が誰かを把握し、その実質株主に対して株主総会の出席権を認めることが、会社と株主の本来の関係ではないかと思う。
- 実質株主が株主総会に出席するとなると資格審査が非常に大変になるように思うが、その点について会社側のコストにならない形で対応が可能なのであれば問題はない。
- 実質株主が本当に株主総会に出席するということにもしなればコストは増加する可能性はあるが、出席いただくこと自体に問題はない。御意見のある投資家の方々は総会の場で正々堂々のご発言いただければよいと考えている。
- 株主総会に出席したいのであれば、実質株主ではなく、株主名簿上の株主になるべきと思う。

株式対価M&Aの拡大に関する意見

- 株式対価M&Aは、上場株式の流動性を活用して、国内外の企業との統合再編や連携を行ううえで有効な手段であり、株式交付の対象を海外の会社等に拡大するとともに、手続要件を緩和するべきとの意見が見られた。

本研究会における主な意見（要旨）

改正の意義・目的に関する意見

- 【企業】 近年、わが国産業の国際競争力強化や、GX（グリーントランスフォーメーション）・DX（デジタルトランスフォーメーション）に向けたイノベーション創出の観点から、国内外の企業による統合再編や連携の重要性が一層高まっている。株式対価M&Aは、これらの目的を達成するための有効な手段の一つである。
- 【投資家】 日本の上場会社は自社株の流動性に関するメリットを享受してこなかった。今は、GX、DXの時代で、いろいろな企業と組まなくてはいけないので、自社株を活用すべき。

改正の内容に関する意見

- 【弁護士】 どれだけ、対象を明確にしようと制度をカチカチにつくっても、事後的に、無効の訴え等により効力を争われるリスクは完全に払拭できない。そうであれば、株式交付の対象が多少不明確でも問題はないのではないか。
- 【企業】 外国会社の子会社化は、あくまで対象会社株主（出資者）の同意が前提であり、対象会社の株式を強制的に移転させるわけではないので、対象会社の準拠法は大きな問題にならないと考えられる。

株式交付と現物出資の差異に関する意見

- 【弁護士】 組織再編の株式交付の対象にすべきであり、現物出資でやることは絶対駄目。その大きな理由の一つは、会社法上の組織再編であるために税制措置がついているからだ。
- 【弁護士】 株式交付制度の拡大は組織再編行為の理念に関わる問題も多いので、現物出資規制の見直しで解決すべきではないか。現物出資構成であれば、外国会社の買収でも準拠法の問題は出てこない。そもそも現物出資規制は、誰を何から保護するための制度なのかがあやふやで、もはや時代遅れである。

指名委員会等設置会社の権限見直しに関する意見

- ・ 指名委員会等設置会社の権限を優先的に見直すべきという意見も見られた一方で、指名委員会等設置会社の権限を濫用しているケースは非常に限られたケースであり、優先的に見直す必要はないとの意見も見られた。

本研究会における主な意見（要旨）

優先的に見直す必要があるとする意見

- 【弁護士】 指名委員会等設置会社に移行したいが指名委員会に最終決定権があることがネックになっている、というのは実際に一番よく聞く話であり、優先的に議論してもよいのではないか。
- 【有識者】 機関設計を一つにまとめたほうがよいというのは、理想的ではあるが、かなり時間がかかるので、まず、できるものからやるというのが現実的ではないか。

優先的に見直す必要はないとする意見

- 【企業】 指名委員会・報酬委員会は、任意であろうが法定であろうが、実際にやっていることはほとんど変わらない。指名委員会等設置会社の中には、その権限を濫用しているのではないかとというケースも時々見受けられるが、本当に限られたケースであるので、あえて今の時点で見直す必要はないのではないか。
- 【企業】 指名委員会等設置会社以外の形態の会社も経験したが、実態の差もない。どの形態でも、実質的に審議をして決めているのは委員会であり、取締役会ではほとんど議論がなされていない。もし、一部の取締役会だけで決めていることが問題化しているのであれば、法制上の問題ではなく、（指名委員会から取締役会への報告の在り方とか、取締役会での議論の仕方等の）運営上の問題である。

その他の意見

- 【企業】 立法の経緯を踏まえても指名委員会等設置会社における委員会の権限はおかしいので、直すなら直せばいいと思う。他方で、今度は監査等委員会設置会社との違いがわからなくなり中途半端にもなりかねないため、本当に高いプライオリティかはわからない。
- 【投資家】 現行法上の3つの機関設計について、それぞれの位置づけ・役割を再整理するのがよいのではないか。場合によっては、その検討の中で、（委員会型と監査役設置会社型とするのがいいかは分からないが）制度自体を集約していくことも視野に入れながら、制度の見直しをある程度図っていくという方向性がいいのではないか。

本研究会における検討事項

赤字項目：今回検討する項目 黒字項目：前回検討した項目

株主総会に関する見直し

バーチャルオンリー株主総会……

株主総会のバーチャル化

書面決議制度……

株主総会の省略による意思決定の合理化・迅速化

キャッシュ・アウト制度……

株主総会の省略による、M&A手続の合理化

株主総会の在り方……

会議体としての株主総会の役割の見直し

会社と株主の関係に関する見直し（総会以外）

実質株主の情報開示制度……

議決権指図権限等を有する者（実質株主）の把握による企業と株主の対話の促進

事業報告等と有価証券報告書の一体開示……

事業報告等と有価証券報告書の一体開示による、企業と株主の対話の促進・合理化

その他……

株主提案権制度の見直し／長期保有株主の優遇／多様なステークホルダーへの配慮

機関設計制度の見直し

指名委員会等設置会社における適切な権限配分の実現。その他、「稼ぐ力」の向上に向けた機関設計制度の実現。

その他の企業の成長戦略の実現に向けた諸制度の見直し

従業員・子会社役職員に対する株式の無償交付……自社株式を活用した人的投資の促進

株式対価M&Aの拡大……自社株式を活用した成長投資（M&A）の促進

社債権者集会のバーチャル化……社債権者集会の効率化による、社債市場の活性化

責任限定契約の対象拡大……執行サイドの法的リスクの軽減による、適切なリスクテイクの促進

今回の研究会における検討事項

| 項目 | 概要 |
|--------------------|---|
| バーチャルオンリー株主総会 | 会社法上、バーチャルオンリー株主総会の開催を可能とし、経済産業大臣・法務大臣の確認を不要とするべきか。その場合、どのような制度設計とするべきか。 |
| 社債権者集会のバーチャル化 | 会社法上、バーチャルオンリー型・ハイブリッド型社債権者集会の開催を可能とするべきか。その場合、どのような制度設計とするべきか。 |
| 書面決議制度 | 書面決議（株主総会議案について株主全員が書面等により同意の意思表示をした場合は、当該議案について株主総会の決議があったものとみなすことができるという制度）の要件を緩和するべきか。 |
| キャッシュ・アウト制度 | キャッシュ・アウトの方法のうち、株式等売渡請求権による場合の議決権要件を90%から3分の2に引き下げるべきか。また、複数株主の議決権割合の合算を可能とするべきか。 |
| 事業報告等と有価証券報告書の一体開示 | 現行法の下で、事業報告等と有価証券報告書の一体開示を行う上で、どのような法的問題、その他の課題・障壁があるか。 |
| 株主総会の在り方 | 株主総会の役割（特に、会議体としての株主総会の役割）についてどのように考えるか。当該役割を踏まえて、株主総会に関連する制度をどのように見直すことが考えられるか。 |
| その他の項目 | 責任限定契約の対象の拡大／株主提案権制度の見直し／長期保有株主の優遇／多様なステークホルダーへの配慮 |

(参考) 前回の研究会における検討事項

| 項目 | 概要 |
|------------------------------|---|
| 従業員・子会社役職員に対する株式の無償交付 | 従業員や、子会社の役職員に対して株式を無償で発行することを認めるべきか。認める場合、既存株主保護等の観点から手続要件を設定する必要があるか。 |
| 実質株主の情報開示制度 | 企業やその他の第三者が、議決権指図権限や投資権限を有する者（実質株主）について把握する制度を導入すべきか。導入する場合、どのような制度設計とするべきか。 |
| 株式対価M&Aの拡大 | 自社株を対価として海外会社の買収や、子会社の株式の買い増しを行う場合に、会社法上、現物出資規制を適用しないこととするべきか。その場合、どのような制度設計とするべきか。 |
| 指名委員会等設置会社の権限の見直し | 指名委員会等設置会社における指名（・報酬）権限を取締役に帰属させるべきか。その場合、他の機関設計の見直しを含めた、制度設計全体の見直しを行う必要があるか。 |

2. 会社法の改正に関する各論

(1) バーチャルオンリー株主総会

バーチャルオンリー株主総会とは

- バーチャルオンリー株主総会とは、物理的な会場を設けることなく、取締役や株主等がインターネット等の手段を用いて出席する株主総会をいう。
- 物理的な会場の確保が不要となり、運営コストの低減を図ることができるほか、感染症のリスクを低減できる等のメリットがある。

リアル株主総会

- 物理的な会場を設ける。
- 株主は、物理的な会場に赴き出席。

ハイブリッド（参加・出席）型 バーチャル株主総会

- 物理的な会場を設ける。
- 株主は、物理的な会場に赴き出席するほか、インターネット等の手段により参加・出席することが可能。

バーチャルオンリー株主総会

- 物理的な会場を設けない。
- 株主は、インターネット等の手段により出席。

バーチャルオンリー株主総会のメリット

- 物理的な会場の確保が不要で運営コストの低減を図ることができる
- 株主や取締役等が一堂に会する必要がなく感染症等のリスクの低減を図ることができる
- 遠隔地の株主を含む多くの株主が出席しやすい（ハイブリッドにも妥当）

現行会社法上の整理

- 現行会社法上、株主総会を招集する場合には、株主総会の「場所」を定めなければならないとされているため、現行会社法に基づきバーチャルオンリー株主総会を開催することはできないとの意見が有力。

会社法第298条第1項

取締役（中略）は、株主総会を招集する場合には、次に掲げる事項を定めなければならない。

一 株主総会の日時及び**場所**

- 株主総会の「場所」は、物理的に入場することができる場所でなければならないと解されている
- 現行会社法上、バーチャルオンリー株主総会を開催することができないとの意見が有力

現行産競法上の整理

- 産競法は、経済産業大臣及び法務大臣の確認を受け、株主総会を「場所の定めのない株主総会」とすることができる旨を定款に定めた上場会社に限り、バーチャルオンリー株主総会の開催を可能としている。

バーチャルオンリー株主総会の要件

- 上場会社であること
- 省令要件の該当性について経済産業大臣と法務大臣の確認を受けること
※ なお、定款変更の際に確認を取得すればよく、株主総会の開催の都度確認を取得する必要はない。
- 定款の定めがあること
- 招集決定時に省令要件に該当していること

省令要件の内容

- 通信の方法に関する事務（(ii)(iii)の方針に基づく対応に係る事務を含む。）の責任者の設置
- 通信の方法に係る障害に関する対策についての方針の策定
- 通信の方法としてインターネットを使用することに支障のある株主の利益の確保に配慮することについての方針の策定
- 株主名簿に記載・記録されている株主の数が100人以上であること

産競法上の確認に係る審査基準

- 確認に係る審査基準において、通信障害対策についての方針や、デジタルデバイドの株主の利益保護に関する方針に関して定める事項を例示しているが、これらの事項を全て記載することを確認の要件とするものではない。

産競法上の確認に係る審査基準

第2 通信の方法に係る障害に関する対策についての方針

(中略) 例えば次のような事項が考えられるが、これらのいずれかに限られるものではない。

- ① 通信の方法に係る**障害に関する対策に資する措置が講じられたシステムを用いること。**
- ② 通信の方法に係る**障害が生じた場合における代替手段を用意すること。**
- ③ 通信の方法に係る障害が生じた場合に関する**具体的な対処マニュアル**を作成すること。
- ④ 場所の定めのない株主総会において法第66条第2項の規定により読み替えて適用する会社法(中略)第317条括弧書(中略)の決議(※1)について諮ること。

- (※1) 通信障害により議事に著しい支障が生じた場合に、議長がバーチャルオンリー株主総会の延期又は続行を決定することができる旨の決議。
(※2) 事前の書面による議決権行使を推奨することを意味する。

第3 通信の方法としてインターネットを使用することに支障のある株主の利益の確保に配慮することについての方針

(中略) 例えば次のような事項が考えられるが、これらのいずれかに限られるものではない。

- ① (中略) インターネットを使用することに支障のある株主については同法第311条第1項(中略)の規定による議決権の行使を推奨する旨を通知すること。(※2)
- ② 場所の定めのない株主総会の議事における情報の送受信をするために必要となる機器について貸出しを希望する株主の全部又は一部にその貸出しをすること。
- ③ 通信の方法として出席株主の全部又は一部のために電話による出席が可能であるものを用いること

デジタルデバイドの株主の利益の確保への配慮

- 産競法に基づくバーチャルオンリー株主総会でもデジタルデバイドの株主の利益確保への配慮の観点から、事前の書面による議決権行使を推奨するにとどまり、通信機器の貸出しや電話での出席を認めていない企業も存在。
- 事前の書面による議決権行使を認めている企業（※）においては、デジタルデバイドの株主への配慮に関する要件を必要としないことが考えられる。

※ 上場会社は、上場規程において事前の書面による議決権行使を認めることが義務付けられている。

デジタルデバイドの株主利益の確保への配慮の方針の例（日本オラクル株式会社）

インターネットを使用することに支障のある株主様のご参加方法 (利益の確保に配慮することについての方針の内容の概要)

- ① インターネットの使用に支障がある株主様を含めすべての株主様に招集通知に記載することにより書面による事前の議決権の行使を推奨するものとします。行使の方法は3ページをご参照ください。
- ② バーチャルオンリー株主総会へのアクセスを容易にするためQRコードを採用いたします。
- ③ バーチャルオンリー株主総会へのご出席、ご質問に支障をきたすことのないよう、お問合わせに適切に対応します。
- ④ バーチャルオンリー株主総会に先立ち、事前のご質問を受け付けるものとし、当日のご質問とともに、事後的に質問と回答を当社ホームページに掲載することとします。
- ⑤ 後日、当日の様様を自社ホームページにおいて公開します。
- ⑥ インターネットを使用することに支障のある株主様に配慮するため、電話によるご参加（ただし、「会社法上の出席」には該当しないものとします）を受け付けるものとします。

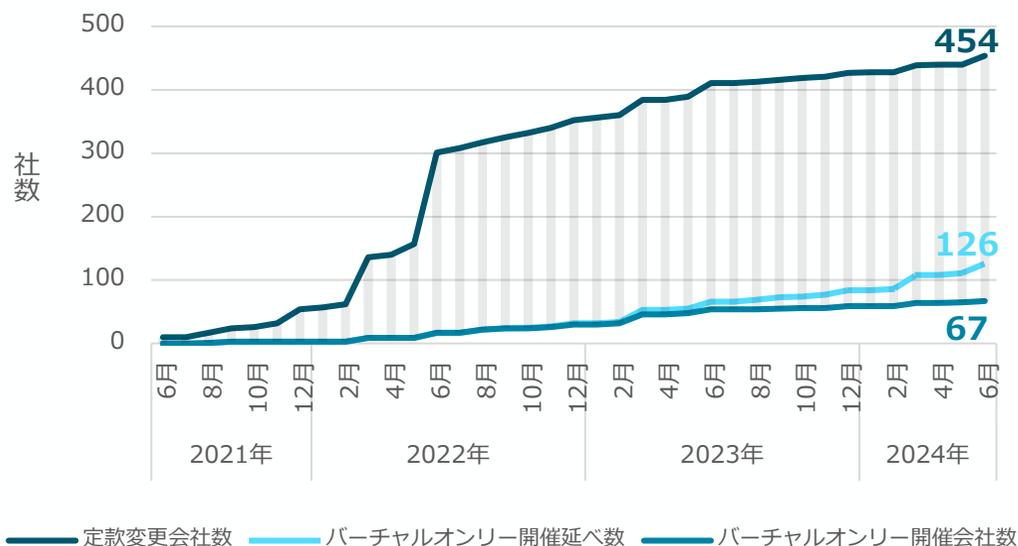
通信機器の貸出し
に関する記載なし

電話による参加は傍聴のみ
(議決権行使・質問等は不可)

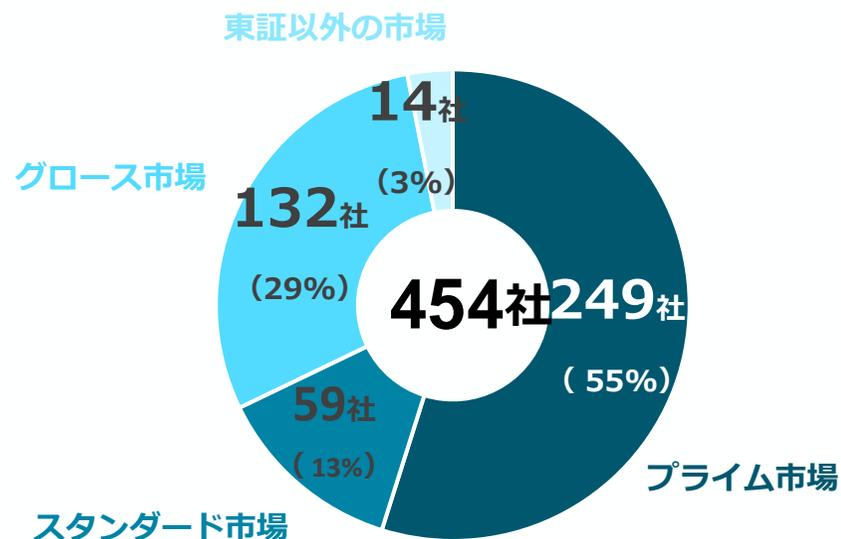
(参考) バーチャルオンリー株主総会の状況

- バーチャルオンリー株主総会を開催した会社は67社。また、開催数は延べ126回。(いずれも2024年6月末日時点)
- また、同時点までにバーチャルオンリー株主総会の開催を可能とする定款変更議案を総会で決議した会社は454社。

バーチャルオンリー株主総会開催及び定款変更決議の推移



定款変更した企業が上場している市場



(注) 2024年6月30日現在 (経済産業省調べ)

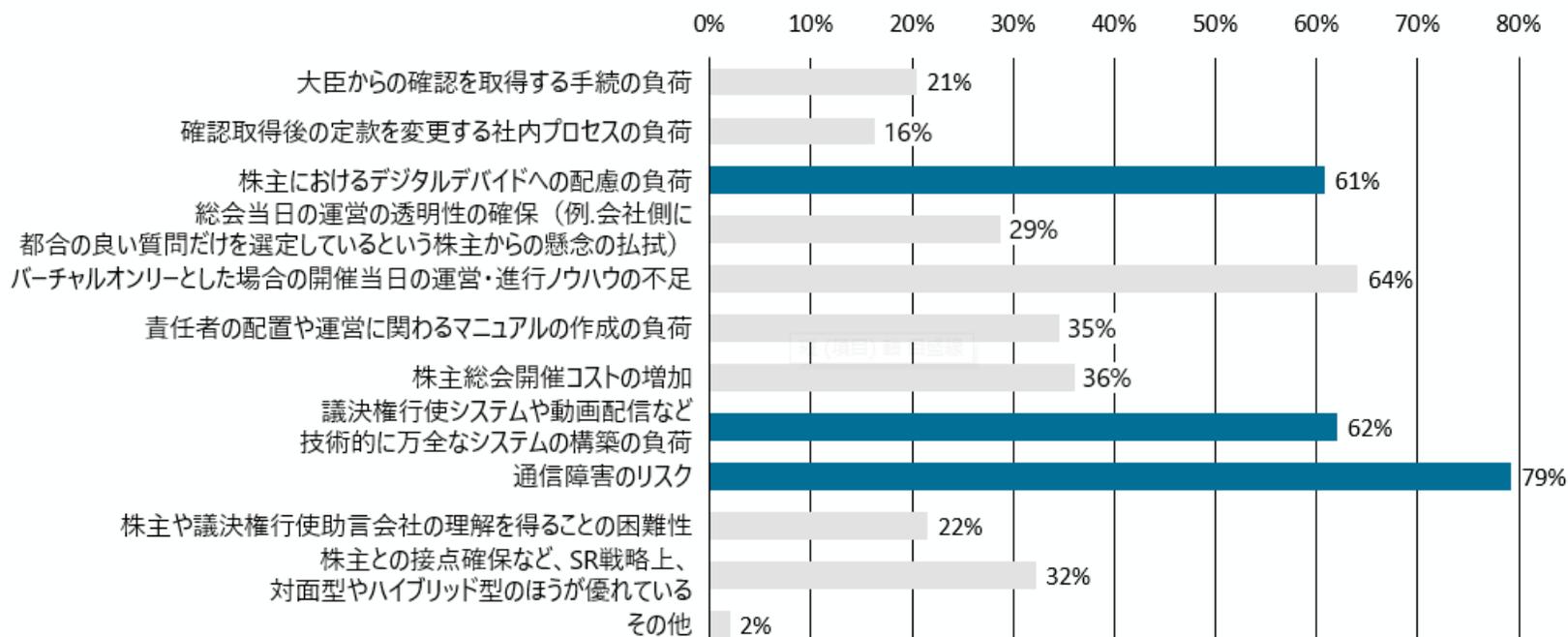
(注) バーチャルオンリー株主総会開催延べ数は、同一社が複数開催した場合について別々に計算したものの。

バーチャルオンリー株主総会開催のハードル

- バーチャルオンリー株主総会の開催のハードルとして、通信障害のリスクや、通信システムの整備の負荷、デジタルデバイドの株主への配慮の負荷を指摘する企業が多い。

バーチャルオンリー株主総会におけるハードル

有効回答数：731社



※プライム市場上場会社及びスタンダード市場上場会社が対象

議論事項① 改正の意義・目的

- 企業の「稼ぐ力」を高め、企業価値の向上へとつなげるという観点から、バーチャルオンリー株主総会の意義とは何か。

本研究会における主な意見（要旨）

バーチャルオンリー株主総会に関する意見

【企業】 企業は株主総会にこれだけお金を使うのであれば、従業員や株主への還元を使うべき。そういう意味でも、バーチャルオンリー株主総会を広く認めるべきではないかと思う。

(参考) 企業の意見

- バーチャルオンリー株主総会では、①運営コストの削減が可能であることに加えて、②株主からの質問の趣旨が明確になることで、株主とのコミュニケーションが円滑になったとの意見が見られた。

企業の主な意見（要旨）

- ハイブリッドで開催していた時期もあったが、ハイブリッドではほとんどの株主がオンラインで参加していたので、会場費の節約という観点から、バーチャルオンリー株主総会を導入した。**通信障害対策にはコストがかかるものの、それを踏まえても、リアル株主総会よりは低コストで開催が可能である。**
そのほかには、役員がリラックスして総会に臨めることのほか、**株主とのコミュニケーションが円滑になる**といったメリットもある。リアル株主総会では、株主も緊張をしていたり、また、口頭での発言であるので趣旨が不明確なことが多くあった。**バーチャルオンリー株主総会の場合はテキストで質問を送るので、口頭に比べて趣旨が明確であるし、会社側も（リアル株主総会より思考時間があるので）より適切な回答をすることができる。**
- 会場費がかからないので、リアル株主総会に比べて費用を抑えることができている。また、株主からの質問も、**口頭の場合より整理して送られてくるため、株主とのコミュニケーションも円滑になるし、重複する質問についてはまとめて回答する等、効率的な運営も可能**となった。

議論事項② 通信障害対策に関する要件

- 通信障害対策に関する観点から、要件を設定する必要があるか。設定する場合はどのような手続要件を設定する必要があるか。
- また、手続要件が設定された場合、実務上の負担をどのように考えるか。

A案. 通信障害対策に関する要件は必要としない

通信障害が生じ、株主総会における審議、決議が妨げられた場合はその株主総会決議取消訴訟等の対象となり得るが、会社が当該リスクの程度に鑑みて必要な通信障害対策を講じればよく、要件とする必要はない。

※ この場合も、（次々頁に記載のとおり）通信障害が発生した際の株主総会決議取消事由の範囲を限定する場合は、その前提として、十分な通信障害対策を行っていたことを要件とすることが考えられる。

B案. 通信障害対策に関する要件を必要とする

バーチャルオンリー株主総会は、典型的に通信障害のリスクを伴う開催方法であるところ、株主総会決議取消事由に至らない程度の通信障害が発生した場合、株主の権利利益を害する可能性がある。

産競法上の審査基準（以下）を参考に、通信障害対策に関する要件を設定すべきである。

- 通信障害対策が講じられたシステム（十分なキャパシティを有するシステム）や、通信障害生じた場合における代替手段（予備回線等）の用意
- 通信障害発生時のマニュアルの用意
- 株主総会の冒頭で、通信障害により議事に著しい支障が生じた場合に議長が当該総会の延期又は続行を決定することができる旨の決議を取得すること

(参考) 企業の意見

- 企業からは、通信障害対策として予備回線を用意することが、相当程度負担となっているとの意見が存在。

バーチャルオンリー株主総会実施企業の主な意見（要旨）

通信障害対策に関する意見

- 通信障害対策として、審査基準も踏まえて予備回線を引いている。従来の設備だと足りなかったため、工事を行って株主総会用の回線を引いた。リアル開催するよりは低コストであるが、それでも相当の費用がかかった。
- 当社は、グループ会社の、スタジオを利用して開催している。また、当社のグループ上場会社においてもバーチャルオンリー株主総会を開催しているため、株主総会システムの利用料について、ボリュームディスカウントが効いているため、リアル株主総会で開催するより低コストで開催ができていますが、企業によってはリアル株主総会の開催費用のほうが安いということがあるかもしれない。
- 審査基準を満たすような通信障害対策が施されたシステムの提供会社が限られており、システム利用料が相当高価なので、（当社の場合はリアル開催より低コストで実施できているが）小さい会社だとリアル開催よりコストがかかってくると思う。

議論事項③ その他検討すべき事項

- バーチャルオンリー株主総会に関してその他検討・留意すべき事項として何があるか。

その他のバーチャルオンリー株主総会の要件

- **導入時の株主意思の確認**
バーチャルオンリー株主総会の開催に関する定款の定めがあることを要件とすることが考えられる。
- **デジタルデバイドの株主の利益への配慮**
事前の書面による議決権行使を認めている企業においては、デジタルデバイドの株主への配慮に関する要件を必要としないことが考えられる。なお、非上場会社を対象に含める場合、どのような措置を義務付けるかについて検討が必要となる。
- **その他の要件**
産競法に基づきバーチャルオンリー株主総会を開催している企業が一定数存在することから、会社法の改正によって、当該企業における負担が過度に増加しないような制度設計とすることが考えられる。

バーチャルオンリー株主総会の利用の障壁の解消

- **通信障害が発生した場合の株主総会決議取消訴訟における取扱い**
通信障害が発生した場合に株主総会決議が取り消されるおそれがあることがバーチャルオンリー株主総会の利用の障壁となっている可能性がある。そのため、企業が通信障害の対策を十分に行っていた場合は、通信障害に起因する株主総会決議取消事由の範囲を限定する（例えば、故意又は重過失による場合に限る）ことも考えられる。

バーチャルオンリー株主総会に対する投資家の懸念への対応

- **質問のチェリーピッキングのおそれ**
バーチャルオンリー株主総会の場合、株主の行った質問のうち、企業において都合の良い質問のみを取り上げている可能性を懸念する投資家の意見が存在する。
このような投資家の懸念を解消する観点からは、各企業の判断により、受領した質問の概要やその回答について、自社ウェブサイト等で公開することも考えられる。

(参考) 企業の意見

- 通信障害時の株主総会決議取消のリスクを懸念する意見が見られた。
- 質問のチェリーピッキングへの懸念に対応するため、原則として、受領した全ての質問とその回答をウェブサイトで公開している企業も存在した。

バーチャルオンリー株主総会実施企業の主な意見（要旨）

通信障害時が発生した場合の株主総会決議取消訴訟のリスクに関する意見

- 通信障害についてできる対策はすべてやっているが、通信障害に関して、100%ということはないので、**通信障害による株主総会決議取消のリスクは、非常に不安に感じている。**

質問のチェリーピッキングのおそれに関する意見

- 質問のチェリーピッキングがあってはいけないので、**株主総会に関連する質問については、ウェブサイトで概要及びその回答を全て公開するようにしている。**
受領した質問をリアルタイムで公開していないのは、バーチャルオンリー株主総会を導入して以降、個人名を出して攻撃するような不適切な質問がなされる事例が見られるようになったためである。
- 現状、**質問数はさほど多くないので、いただいた質問については総会内で全て回答できている。**
チェリーピッキングはよくないと思うので、**今後質問数が増えた場合は、受領した質問や回答をウェブサイト上で事後的に公開することも検討したい。**

(参考) 質問の取り扱い方針

- LIXILは、「ご質問の取り扱い方針」を定め、原則として全ての質問及びその回答を、自社ウェブサイトに掲載することとしている。

株式会社LIXIL 株主総会招集通知

【交付書面】

第 **82** 回
定時株主総会招集ご通知

開催日時
2024年6月19日（水曜日）午後1時
オンライン配信開始：午後0時45分（予定）

開催方法
場所の定めのない株主総会
（バーチャルオンリー株主総会）

議案
取締役10名選任の件

●インターネットおよび書面（郵送）による議決権行使期限
2024年6月18日（火曜日）午後5時20分まで

●事前質問の受付期限
2024年6月14日（金曜日）午後5時20分まで

事前質問・当日出席はこちらから



(登録コード 5938)
株式会社 LIXIL

1. ご質問の取り扱い方針について

当社は、バーチャルオンリー株主総会の実施にあたり、株主様からインターネットまたは書面（郵送）によりお送りいただくご質問を以下の方針に沿って取り扱います。

(1)事前のご質問につきましては、送信1回につき1質問（300字以内、日本語または英語のみ）、送信はお一人につき合計3回まで（書面による場合を含めて合計3回まで）とさせていただきます。インターネットによる送信の場合、規定回数を超えますと、送信ができなくなりますのでご注意ください。

事前質問の受付期限：2024年6月14日（金曜日）午後5時20分まで
※書面（郵送）による場合は上記時間内に当社必着とさせていただきます。

(2)株主総会当日のご質問につきましては、当日議長が指定する方法に沿って、インターネットを通じておこなっていただきます。ご質問の送信は、送信1回につき1質問（300字以内、日本語または英語のみ）、送信はお一人につき合計3回までとさせていただきます。インターネットによる事前のご質問同様、規定回数を超えますと、送信ができなくなりますのでご注意ください。

(3)事前または株主総会当日にいただいたご質問について、本株主総会開催中、それらの全てにご回答できない場合がございますが、ご回答できなかったご質問につきましては、本株主総会の目的事項に関連しないご質問を除き、原則として全てのご質問およびそれらに対する回答を後日当社ウェブサイト[※]に掲載いたします。ただし、未公開の重要事実に関するご質問、個人のプライバシーに関するご質問、誹謗中傷を含むご質問等にはお答えできかねます。なお、事前のご質問につきましては、ご質問とそれらに対する回答を株主総会前に当社ウェブサイト[※]に掲載させていただくことがあります。

(4)株主総会当日において、ご質問に対する回答が十分におこなわれ、本株主総会の目的事項に鑑み審議が尽くされたと判断した場合には、ご質問への回答を打ち切らせていただくことがあります。

(5)複数の株主様から同様のご質問があった場合、株主総会当日または当社ウェブサイト[※]において、まとめてご回答させていただくことがあります。

(参考) 投資家の意見

- バーチャルオンリー株主総会について、株主が経営者に対して質問する機会が減少することや、質問が無視される可能性を懸念する意見が存在。
- 他方で、質問の機会が確保されるのであれば、バーチャルオンリー株主総会について特段の懸念点はないと考える投資家も存在。

投資家・議決権行使助言会社の主な意見（要旨）

- 株主総会では、**株主が経営者に質問をする機会を確保することが重要**であるが、バーチャルオンリー型であっても**それが実現されるのであれば**、バーチャルオンリー株主総会について特段**懸念点はない**。ただ、日本の株主総会のプロセスが重いことが、バーチャルオンリー株主総会の拡大を妨げていると思う。アメリカの株主総会は、議論の場として考えられておらず、決議をとるための形式的なものとなっているため、バーチャルオンリー株主総会もある程度浸透していると認識している。
- **バーチャルオンリー型で開催することで、質問が無視されたり、質問機会が減ると考える投資家もいる**。また、**バーチャルハイブリッド型に欠点がないにもかかわらず、何故バーチャルオンリー型で開催しなければならないのか分からない**という投資家の意見を聞いたことがある。

(参考) 議決権行使助言基準

- ISSはバーチャルオンリー株主総会の開催に必要な定款変更に対抗推奨しているが、グラス・ルイスは質問権の確保等の適切なプロセスが設定され、株主の権利が侵害されない場合は対抗推奨を行うことを明示していない。

ISSの議決権行使助言基準

バーチャルオンリー型株主総会⁵⁰の開催を目的に「場所の定めのない株主総会」の開催を可能とする定款変更は、下記に該当する場合を除き、**原則として反対を推奨**する。

- バーチャルオンリー型株主総会の開催を感染症拡大や天災地変の発生に限定する場合

(注50) ハイブリッド型バーチャル株主総会は、物理的な出席とバーチャルでの出席の両方を可能とするため、肯定的に判断できる。しかしながらバーチャル「オンリー」型株主総会は、**株主が物理的に出席する権利を奪う**ことになるため、肯定的に評価することは難しい。

グラス・ルイスの議決権行使助言基準

グラス・ルイスは、招集時に株主の参加要件に関する明確な手続きが開示されない限り、バーチャルオンリー株主総会は株主の権利を制限することにつながると考える。そのため、グラス・ルイスは、通常、バーチャルオンリー株主総会を可能にするための定款変更を提案する会社は、最低限、変更議案または添付書類に以下のコミットメントを含めることを期待する。

- バーチャルのみの総会に参加するための手続きと要件は、招集時に開示される。
- 株主が取締役に**質問を提出し、全ての株主がアクセス可能な形式で回答するための正式なプロセス**が設定される。

しかし、日本の場合、改正産業競争力強化法の規定により、バーチャルな総会を可能にする定款変更であっても、大臣の確認がなければ提案できないことになっており、グラス・ルイスは、このルールは株主の権利を最大限に保護するものだと考える。

ただし、**株主の権利が侵害されていると判断した場合には、グラス・ルイスは、原則として、株主総会の招集権者である取締役に対して、反対助言を行う。**

2. 会社法の改正に関する各論

(2) 社債権者集会のバーチャル化

社債市場活性化の意義

- 社債は、借入に比べ、償還年限を比較的長期に設定できるため、大規模な設備投資に適している。特に、M&A資金のリファイナンス手段（※1）として国内外で活用される等、成長投資を支える重要な資金調達手段。

※1 M&Aのための資金を借入れて調達し、M&A実施後に、社債の発行で調達した資金で借入金を返済するなどの手段

- 上場・非上場問わず、企業の多様な資金調達手法を確保する観点から重要。
- 海外ではハイイールド債（※2）も広く普及。積極的な成長投資等により格付が下がった企業の資金調達手法としても、高いポテンシャルを有する。

※2 ハイイールド債とは、格付けが低い代わりに利回りが高い投機的格付け債券のことをいう。

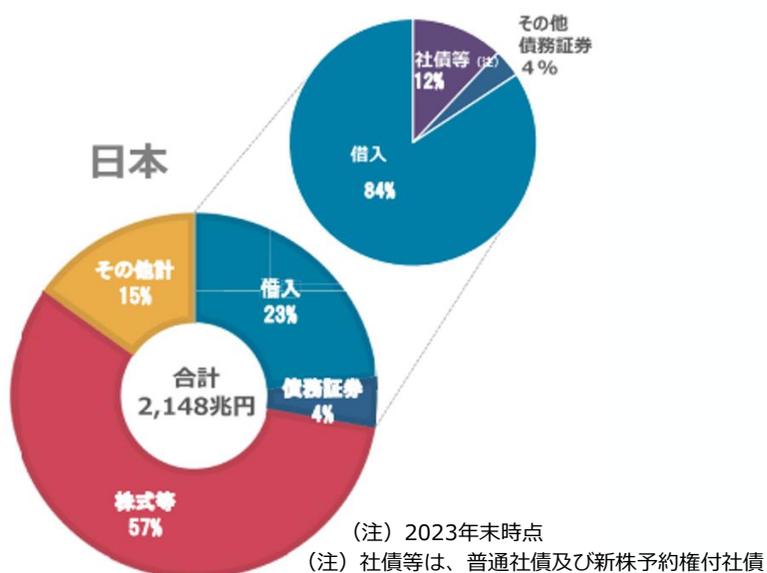
国内外における企業の成長投資に向けた社債の活用例

| 企業 | 概要 |
|----------------------------------|--|
| 昭和電工株式会社 (現レゾナックホールディングス株式会社) | 日立化成株式会社を買収した際の借入金の一部返済に充てることなどを目的として社債を発行。 |
| ソフトバンクグループ株式会社 | 英半導体設計会社のArm Holdings PLCの株式を取得した際の未払い金の一部に充てることなどを目的として社債を発行。 |
| 楽天グループ株式会社 | 携帯事業の基地局整備などに投資することなどを目的として社債を発行。 |
| SS&Cテクノロジーズホールディングス (米国企業) | ハイイールド債として7億5000万ドルの社債を発行。 |

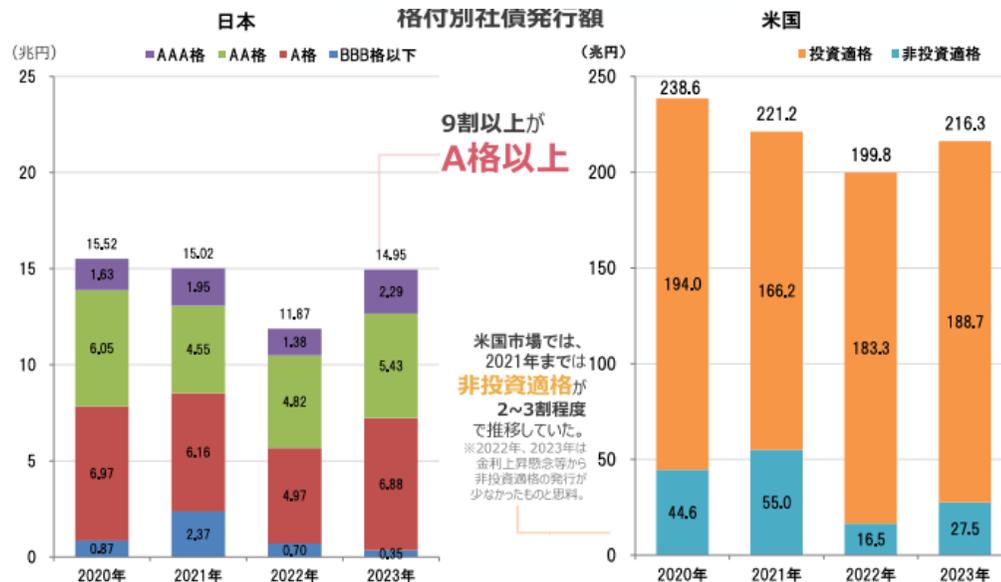
国内社債市場の現状

- 企業の金融負債構成のうち、デットファイナンスは約4分の1。このうち、8割強を借入が占めており、社債は約1割と低水準。
 - 社債の発行会社は高格付け企業（A格以上）に偏っている（9割以上）。
- ※ なお、米国では非投資適格企業による発行が2～3割。

国内の民間非金融法人企業の金融負債構成



格付別社債発行額



国内社債市場における課題

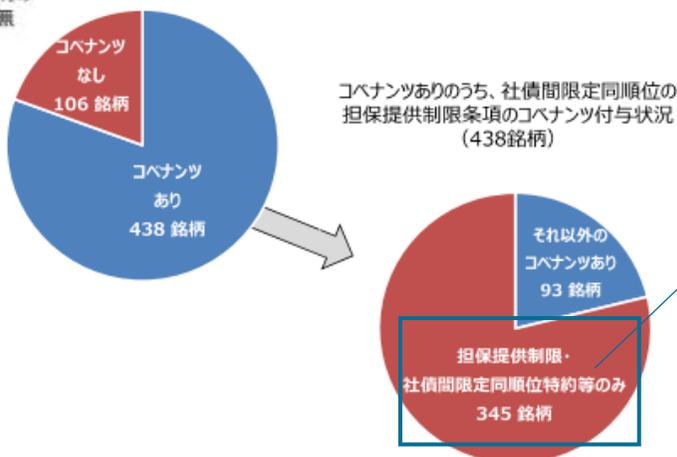
- 信用リスクが相対的に高い企業による社債発行も含め、企業による資金調達の選択肢として社債の活用を進めていくためには、社債に対してコベナンツ（※）を付与するなど、社債権者のより一層の保護が重要。

※ コベナンツとは、社債要項の内容として、発行会社に課せられる一定の義務のこと

- 国内では、コベナンツが付与されていても、その内容が不十分なケースが多く、社債権者保護に欠ける状況。

2023年発行社債のコベナンツの付与状況

2023年発行銘柄の
コベナンツの有無
(544銘柄)



コベナンツの内容が不十分な例 (社債間限定同順位の担保提供制限条項)

最も一般的なコベナンツ：

- 他の社債に担保を設定する場合には、当該社債にも同等の担保を設定しなければならない。
→銀行融資等の社債以外の債務には独自の担保設定が可能。

銀行融資等に担保が設定された場合、社債権者は銀行等の債権者に劣後する可能性があり、社債権者保護のためのコベナンツとしては不十分との指摘がある。

(注) 銘柄コードの付されていない社債、投資法人債及び非居住債を除く。

(出所) 日証協「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」報告書

実効的なコベナンツ付与の必要性

- 社債に対して実効的なコベナンツを付与し、社債権者保護の充実を図ることは、社債市場の活性化につながるとして、関係業界からも、チェンジ・オブ・コントロール条項やレポーティング・コベナンツ条項等の実効的なコベナンツ付与を求める意見が存在する。

日本証券業協会が公表した報告書の内容

日証協は、金融庁主催の金融審議会において示された課題を踏まえ、実効的なコベナンツ付与の在り方について議論を重ね、2024年7月、多様な市場参加者の意見として、**低格付け社債を中心に「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与を求める報告書**を公表。

付与すべきコベナンツ

チェンジ・オブ・コントロール条項

組織再編や大株主の異動などの事由が発生した場合、社債権者はあらかじめ定めた価格での社債の償還が可能

レポーティング・コベナンツ条項

非上場化後も、社債権者の投資判断に重大な影響を及ぼす一定の事由については、社債権者へ報告する義務を課す

対象企業

- BB格以下の社債
- BBB格の社債
(ただし、BB格への格下げ時に効力が発生する形式にすることも可能)

※ A格以上も必要に応じて適切なコベナンツを手当てする必要があることが指摘されている。

※ 報告書では、発行会社の状況等に応じて、財務コベナンツを付与することも重要であるとの認識が示されている。

実効的なコベンанツの導入の前提

- 実効的なコベンанツを導入すると、従来以上にコベンанツに抵触する機会が増加。その際、償還を要請するか支払を猶予するか等（※）について、社債権者が迅速に判断することが必要となる。
- ※ 社債全部の支払の猶予等の一定の場合には社債権者集会の特別決議が必要とされるため、機動的な社債権者集会の開催が一層重要に。

関係者のヒアリング結果

- 社債に実効的なコベンанツを付けなければ社債の活用が進みづらいが、一度付けたコベンанツの内容を変更する場合には社債権者集会が必要になるケースが多く、**その手続が重いため、実効的なコベンанツの付与が妨げられている。**
- 現行の実務は、社債権者集会の手続の重さを踏まえて、集会を実施しないように業務が組み上げられてしまっている。

コベンанツ抵触時

実際に抵触した際は、社債の償還を要請するか支払を猶予するかについて検討する必要があり、そのために社債権者集会を開催して社債権者の意思を確認する必要がある。

社債権者集会は手続的な負担が重く、開催までに時間がかかってしまうため、コベンанツ抵触時の迅速な対応が妨げられている。

コベンанツ付与が進まず、投資家保護に欠ける結果、社債の活用が停滞。

(参考) 社債権者集会の特別決議事項

- 社債権者集会の特別決議事項は、社債全部の支払の猶予や、その債務若しくはその債務の不履行によって生じた責任の免除等。典型的にみて、緊急性の高いものが多い。

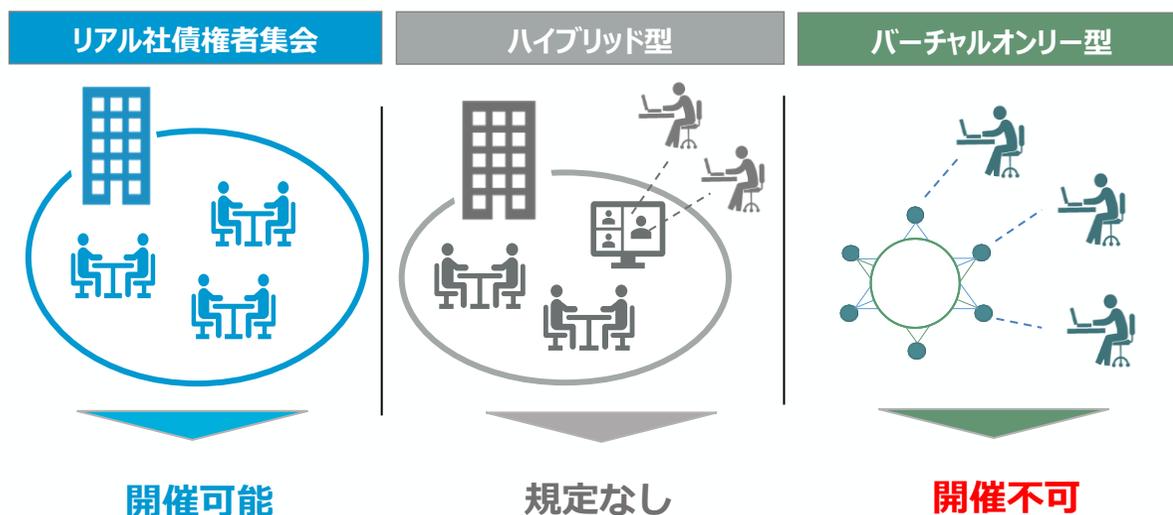
| | 決議事項 | 可決要件 |
|------|---|---|
| 通常決議 | 会社法に規定する事項及び社債権者の利害に関する事項 (ただし、特別決議事項を除く) 例：社債管理者の解任請求、社債権者集会の延期又は続行の判断など | 出席した議決権者の議決権の総額の1/2を超える同意 |
| 特別決議 | <ul style="list-style-type: none">社債全部の支払の猶予、その債務若しくはその債務の不履行によって生じた責任の免除又は和解社債全部についてする訴訟行為、破産手続、再生手続、更生手続、特別清算に関する手続に属する行為 等 | 議決権者の議決権の総額の1/5以上、かつ、出席した議決権者の議決権の総額の2/3以上の同意 |

社債権者集会のオンライン開催

- 現行法上、オンラインのみで社債権者集会を開催することはできず。
また、ハイブリッド型での開催の可否は解釈に委ねられている。
- このため、社債権者集会の開催に際しては、物理的に入場可能な会場の確保が必要となり、社債権者集会の機動的な開催の障壁となっている。

現行法の規定（会社法719条）

◆ 社債権者集会を招集する場合には、社債権者集会の「場所」を定めなければならない。



（株主総会との相違点）

| | ハイブリッド型 | バーチャルオンリー型 |
|--------|---|--------------------|
| 株主総会 | 可能 (会社法施行規則にハイブリッド型を想定した規程あり) | 可能 (産競法) |
| 社債権者集会 | 規定なし (開催の可否が曖昧なため、活用が躊躇されている) | 不可 |

社債権者集会のオンライン化の必要性

- 社債権者集会は、発行体のデフォルト時等の緊急性が高い場合に開催する必要があるところ、機動的な開催が可能となるよう、オンラインでの開催を認めるべきとの指摘が存在。
- また、オンライン化により機動的な社債権者集会の開催が可能となることで、実効的なコバナンツの付与が可能となり、企業の資金調達重要なツールの一つである社債市場の活性化に繋がると考えられる。

※ 国内機関投資家の多くがBBB格以下の社債を投資対象から除外しているため、当該社債が今後活性化した場合、個人投資家向けに発行される可能性がある。個人投資家保護の観点からも、実効的なコバナンツ付与を後押しする意義は大きいと考えられる。

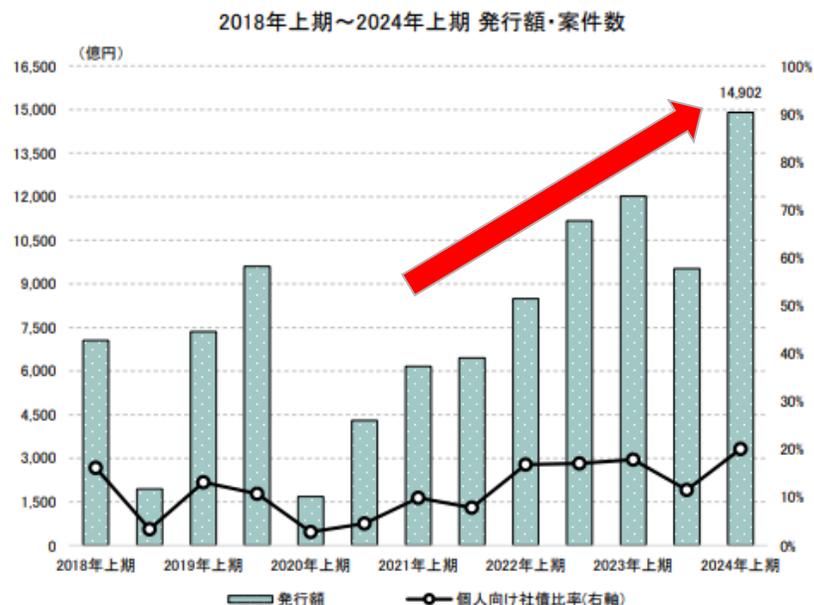
関係者のヒアリング結果

- 社債権者集会の手続の負担が大きい理由の一つとしては、**社債権者集会の会場を確保しなければならない**点が挙げられる。会場の確保が特に厳しいということは、社債管理者からも聞いている。
- 株主総会は基本的に定例で開催されるため、ある程度開催の時期を予想して会場を事前に押さえることができるが、社債権者集会は企業の信用力が低下したときに迅速に開催しなければならないものであるため、**事前に場所を確保することが容易でないという事情もある**。
- 社債権者集会の決議が必要になる事態というのは、有事に近い状況のため、**時間をかけられない**という厳しさも増している。
- 現行の実務は、社債権者集会をやらないように業務が組み上げられてしまっているが、社債権者集会の運用が変われば現行の実務が変わってくる可能性も十分あり、社債権者集会をオンライン化することの潜在的なニーズは高いと思われる。

(参考) 個人向け社債の増加

- 近時は個人向け社債が増加傾向。
- 個人向け社債では社債権者が多数に及ぶ傾向があり、オンライン化が認められないと大規模な会場確保が必要となるため、機動的な社債権者集会の開催がより一層困難。

個人向け社債の発行額の推移



個人向け社債（リテール債）の発行例

ソフトバンクグループ株式会社（2024年）

| 3月 | 4月 | 6月 | 7月 |
|--|---------------|-------------|------------|
| 国内 リテール債 | 国内 ホールセール債 | 国内 リテール債 | 外債 |
| 5,500億円 | 1,000億円 | 5,500億円 | 3,019億円相当* |
| 計1.5兆円相当 社債償還および アーム取得対価未払金の支払に充当 | | | |

* スワップレートにて換算

※SBGは23年8月にビジョン・ファンドからアーム株のおよそ25%分を161億ドル（約2兆5000億円）で取得しており、その対価を2025年8月までに4回に分けて支払う予定とされている。

(参考) 経済界・証券業界からの声

- 経団連は、社債権者集会のバーチャルオンリー型の導入を要望。
- 日証協も、多様な市場参加者の声をまとめたWGの報告書において、バーチャルオンリー型の導入及びハイブリッド型の開催が可能であることの明確化が望ましい旨を指摘している。

一般社団法人
日本経済団体連合会

2024年度規制改革要望

No. 4. 社債権者集会のバーチャルオンリー開催の容認

<要望内容・要望理由>

社債発行会社の業績や財務状況が悪化し、社債の償還や利払い、財務上の特約の履行などが懸念される場合、社債発行会社等が社債権者集会を開催し、社債権者の多数決により支払の猶予や特約事項の変更等を行うことがある。この手続は、社債権者の円滑な意思決定を可能とし、社債権者保護に資するものである。したがって、必要なときに、社債権者集会を機動的かつ効率的に開催できるようにすることが望ましい。

 日本証券業協会
JSDA Japan Securities Dealers Association

「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」報告書（2024年7月）

そのため、本WGにおいては、社債権者集会のバーチャルオンリーによる開催が可能となるよう制度的手当てが行われることが望ましい旨、また、ハイブリッド型の開催が可能であることが解釈上明確化されることが望ましい旨、認識を共有した。

議論事項 オンライン化導入の意義と制度設計

- 企業の成長投資を支える重要な資金調達手段の一つである社債の活用を促す観点から、バーチャルオンリー型社債権者集会及びハイブリッド型社債権者集会を認める意義をどのように考えるか。
- バーチャルオンリー型社債権者集会の制度設計で留意すべき点はあるか（例えば、開催要件について株主総会と同等としてよいか。）。

①. 定款の定め（バーチャル開催を可能とする旨の定款の定め）の要否について

- 例えば、社債権者集会の構成員は社債権者であり、定款の定めを設けるために株主総会を開催して株主の意思を確認する必要性は乏しいため、定款の定めは要件としないことが考えられる。

②. 定款の定めで代わる代替措置の要否について

- 例えば、定款の定めを要件としない代わりに、社債の募集事項への記載を要件とすることが考えられる。もっとも、この場合には、既発行の社債については、社債の内容を変更するための社債権者集会決議が必要となることに留意する必要がある。

③. デジタルデバインド（インターネットの使用に支障のある）社債権者の利益への配慮

- 例えば、株主総会と異なり、社債権者集会では法定の期限内であれば常に書面での議決権行使が認められているため、インターネットの使用に支障のある社債権者への配慮措置は不要とすることが考えられる。

（再掲）現行法下におけるバーチャルオンリー型株主総会の開催要件（産競法及び関係省令の規定）

【開催の要件】

- ① 上場会社であること
- ② 経済産業大臣及び法務大臣の「確認」を受けること
- ③ 定款の定めがあること
- ④ 招集決定時に「省令要件」（※）に該当していること

（※省令要件）

- (i) 通信の方法に関する事務（(iii)(iii)の方針に基づく対応に係る事務を含む。）の責任者の設置
- (ii) 通信の方法に係る障害に関する対策についての方針の策定（「通信障害に関する対策方針」）
- (iii) 通信の方法としてインターネットを使用することに支障のある株主の利益の確保に配慮することについての方針の策定
- (iv) 株主名簿に記載・記録されている株主の数が100人以上であること

2. 会社法の改正に関する各論

(3) 書面決議制度

書面決議制度の概要

- 株主の全員が株主総会議案について書面等により同意の意思表示をした場合は、当該議案について株主総会の決議があったものとみなすことができ、実際に株主総会を開催することを要しない（いわゆる書面決議）。
- 本制度は、株主全員の同意がある場合には、株主総会決議の原則（株式総会を会議体として開催し、審議・採決・決議のプロセスを経ること）の例外を認めるものである。

書面決議制度の概要

- 本条の定める書面等による決議は、前記のように決議を行う方法として書面等による決議方法によることについて総株主の同意を得ることを要求しているのではなく、**直接決議事項についての議案に対する賛否を書面等で問い、総株主の賛成が得られれば、決議が成立したものとみなす**制度である。
- **本来株主総会の決議は、会議体の構成およびそこでの議案の審議を経て、採決し、決議の成否を諮るのが原則であるが、本条が定める書面等による決議は、会議体の構成およびそこでの議案の審議のプロセスを省略するだけでなく、そのような例外的な決議方法をとることについての事前の同意を得ることをも省略して、直接決議事項についての議案に関して総株主の同意を得て、決議の成立を図る制度である。**

企業の意見（スタートアップ企業）

- スタートアップ企業は、特に経営のスピード感が求められるにもかかわらず、古い創業メンバーや海外のベンチャーキャピタル（VC）を含め、株主が多数にわたっていることも多く、機動的に増資等を行いたいにもかかわらず、書面決議が利用できない場合があるとの意見が存在。

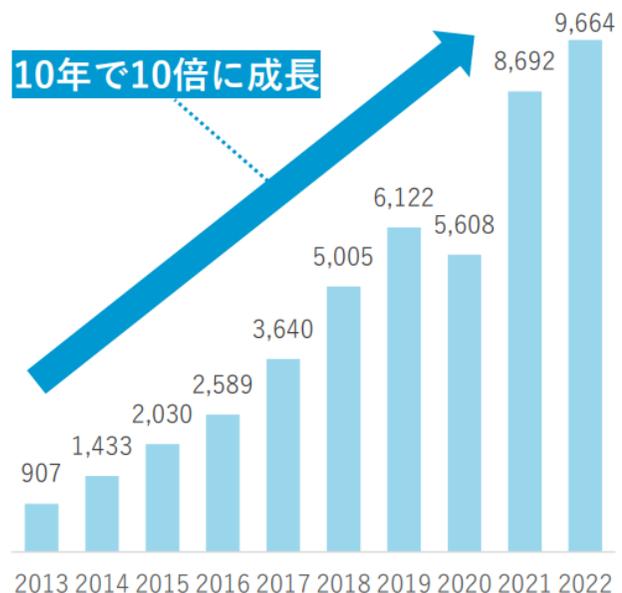
スタートアップ企業の主な意見（要旨）

- 緊急で資金繰りが必要となり、増資を行うための株主総会の決議をすぐに行う必要が生じたが、株主総会を開くとなると、会社法上、招集通知日から株主総会開催日まで中1週間空ける必要がある。この1週間の時間も惜しいという時に、書面決議を利用しようと思ったが、連絡がつかない株主がいることにより、全員の同意がとれず書面決議を利用できなかったため、希望する日までに増資を実現できなかった。
- 個人のエンジェル投資家や古い創業メンバー、海外VCなどで、少数の株式しか有していないにもかかわらず、連絡がとりにくい株主がいる場合がある。
- 書面決議を利用したいと思ったが株主全員からの同意がとれなかった時に、そこから株主総会を開催しないといけなくなると、二度手間になるので、そもそも書面決議をやりたいと思わない。

(参考) スタートアップに対する投資動向

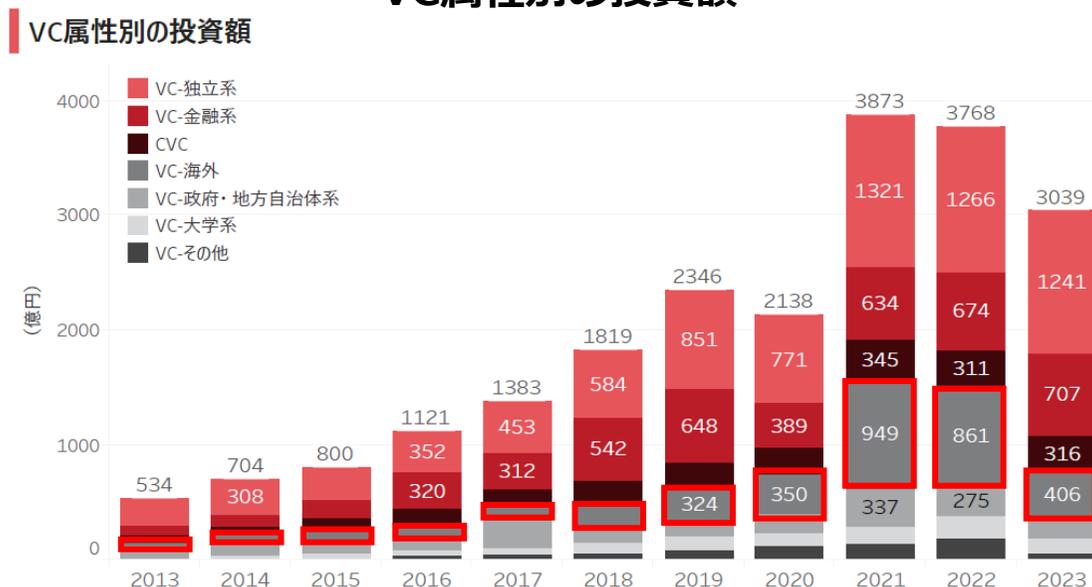
- 国内スタートアップへの投資額は、10年間で10倍に成長しており、海外VCからの投資額も増加傾向。
- 投資家の多様性も増している中、単に1名の株主との連絡がとれないために書面決議が利用できないケースが今後増加する可能性。

国内スタートアップへの投資額



出所) INITIAL 「Japan Startup Finance」 (2024年1月23日時点)

VC属性別の投資額



注1) 各年の値は集計時点までに観測されたものが対象

注2) データの特性上、調査進行により過去含めて数値が変動する。調査進行による影響は金額が小さい案件ほど受けやすく、直近年ほど受けやすい

注3) 「その他」には未分類・不明を含み、VC属性の定義は巻頭参照

注4) 投資額は「資金調達」とは含める金額の内容が異なり、INITIALによる推測を含む。定義は巻頭参照

出所) INITIAL (2024年01月23日時点)

企業の意見（非公開会社の中小企業）

- 相続等により株式が分散している非公開会社の中小企業においても、株主全員の同意が取れず、書面決議が利用できないために、経営効率が下がっているとの意見が存在。

非公開会社の中小企業の主な意見（要旨）

- 中小企業では株主に血縁関係者が多い上、相続等により分散されていて、**必ずしも会社の意思決定に関心を持たない株主も多く、中には決議内容の善し悪しに関わらず書面決議の同意を行わない株主もいる**。そのため、書面決議の全員同意の要件が緩和されるのであれば非常に助かると思う。
- 特に中小規模の会社においては、**様々な経緯で株主が分散している事があり、経営効率を下げるだけでなく、M&Aもやりづらくなっている**。そのため、株主全員の同意が得られなくても、実際に株主総会を開催せずに書面決議を可能としたらいいのではないか。弊社自身は、家族経営の中小企業であり、現状同意が取れなくて困ったところはないが、前述のとおり、**株主の分散や株主の所在不明が問題になっている中小企業も多い**。

(参考) 書面決議に関する海外制度

- 米国や英国では、各議案の可決要件となる議決権を有する株主の同意がある場合に、書面決議が認められている（英国は非公開会社に限る）。

| 国 | 日本 | 米国 (デラウェア州) | 英国 |
|---------|----------|--------------------------|---|
| 対象となる会社 | 限定なし | 限定なし | 非公開会社 |
| 主な要件 | 株主の全員の同意 | 当該議案の可決要件となる議決権を有する株主の同意 | 当該議案の可決要件となる議決権を有する株主の同意 ※ ただし、任期満了前の取締役・会計監査役の解任決議については、認められない。 |

議論事項① 改正の範囲・意義

- ・ スタートアップや非公開会社の中小企業における状況を踏まえ、非公開会社について優先的に書面決議要件の緩和を検討すべきか。

A案. 株主総会の在り方に関する議論と併せて中長期的に検討すべき

- ・ 非公開会社についてのみ、別個に議論する必要性・許容性は認められず、株主総会の在り方の議論の一環として検討すべき。

※ 84頁に記載のとおり、株主総会について会議体としての側面ではなく、意思決定機関としての側面を重視するのであれば、意思決定内容が（事前の議決権行使等により）予め決まっている場合は、株主総会を開催する必要性は乏しく、（公開会社を含めて）書面決議の対象を拡大することが考えられる。

B案. 非公開会社を対象に優先的に書面決議要件の緩和を検討すべき → 議論事項②へ

- ・ 非公開会社では創業者等の特定の株主が多数の議決権を保有していることにより、決議の結果が予め決まっているにもかかわらず、（非公開会社の中小企業やスタートアップ企業においては、）非常に少数の株主と連絡がとれないために書面決議を利用できないケースが典型的に存在し、（特にスタートアップ企業で重要となる）機動的な経営を妨げられているため、非公開会社について優先的に書面決議要件の緩和を検討する必要性が認められる。

議論事項② 制度設計

- 書面決議要件を緩和することにより、株主の利益（株主総会において決議に向けた審議を行う機会）が害される可能性がある。
- 非公開会社にて書面決議要件を緩和する場合、機動的に株主総会決議を取得する必要性と、株主の利益保護（決議に向けた審議を行う機会）の衡量の観点からどのような制度設計とすることが考えられるか。

考えられる制度設計の例

- 書面決議要件を米国・英国と同水準（当該議案の可決要件となる議決権を有する株主の同意）とするのではなく、それ以上の**大多数（例えば、特別支配株主と同水準の9割等）の同意を要件とすることが考えられる。**
- 書面決議要件を緩和した場合も、**一定の株主が請求した場合は、原則に戻り、株主総会の開催を義務付けることが考えられる。**
- **決議に向けた審議が特に重要と考えられる議案があれば、書面決議要件の緩和の例外とすることが考えられる。**
- 定款への記載を要件とする等、書面決議の要件を緩和するためには、予め株主の意思を確認する手続を義務付けることが考えられる。

2. 会社法の改正に関する各論

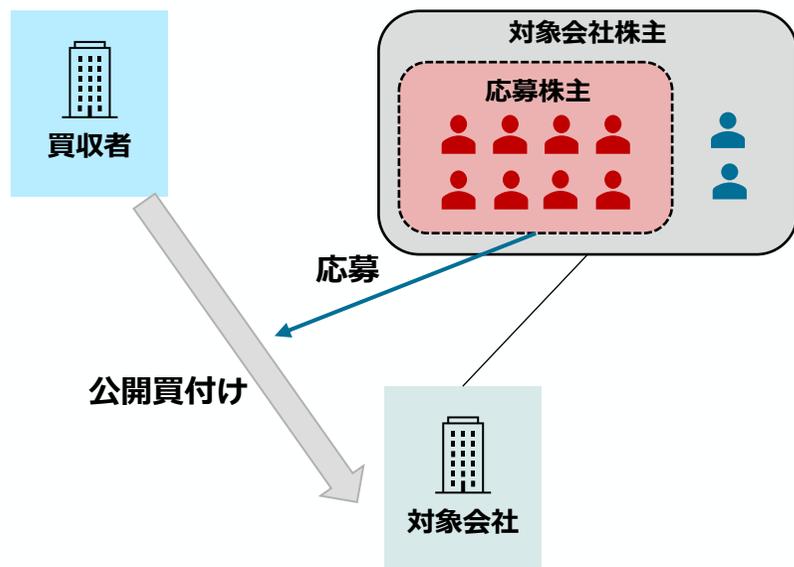
(4) キャッシュ・アウト制度

キャッシュ・アウトについて

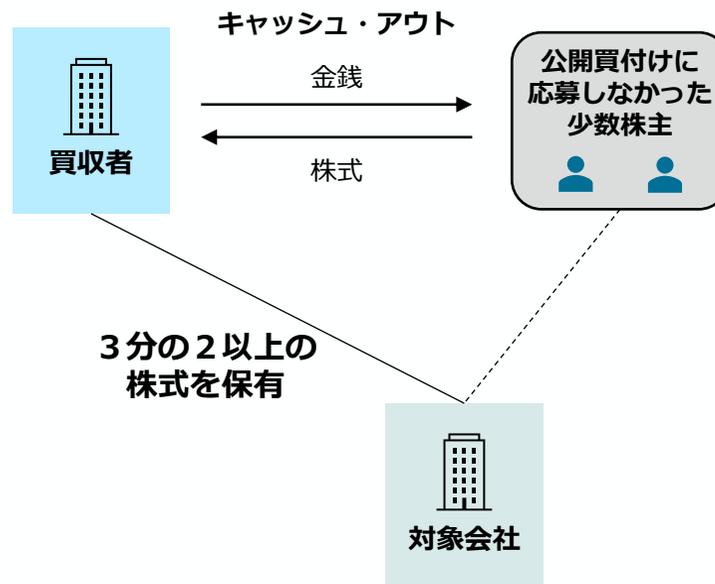
- キャッシュ・アウトとは、現金を対価として少数株主を会社から退出させることをいう。
- 上場会社の非公開化を含む、買収手続において多く利用されている。

完全子会社化のストラクチャーの例

①公開買付けにより3分の2以上の株式を取得



②キャッシュ・アウトにより少数株主より株式を取得



キャッシュ・アウトの意義

- キャッシュ・アウトにより、1者（又は少数）の株主が全株式を保有することで、長期的視野に立った柔軟な経営が可能になったり、意思決定が迅速化する等のメリットが指摘されている。

キャッシュ・アウトのメリットの例

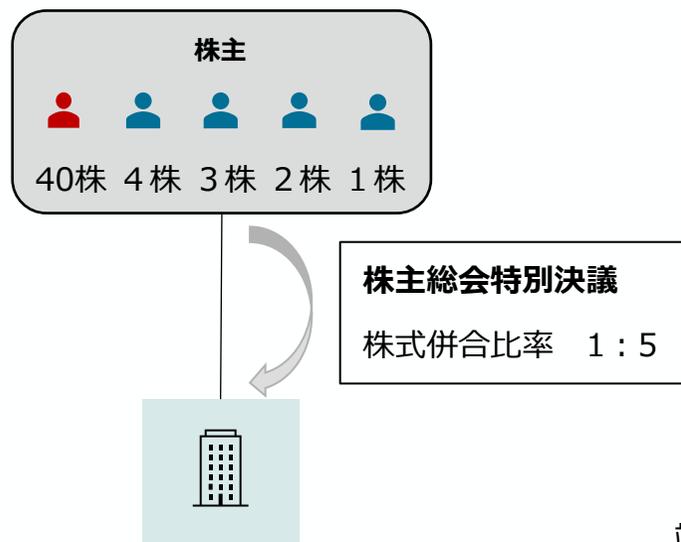
- **長期的視野に立った柔軟な経営の実現**
積極的な事業の改革等を行うことにより会社の短期的な収益が悪化する場合には、少数株主から代表訴訟等による経営責任の追及を受けるリスクをおそれて、取締役がこのような改革等を躊躇する可能性があるが、ある株主が株式会社のすべての株式を有するという支配関係を形成することにより、このようなリスクを払拭し、柔軟かつ積極的な経営を行うことができるようになる。
- **株主総会に関する手続の省略による意思決定の迅速化**
株主が1人であれば、実際に株主総会を開催するのではなく、書面による株主総会決議の制度（第319条）を利用することが容易になる。
- **株主管理コストの削減**

株式併合によるキャッシュ・アウト

- 株式併合により1株未満となった株式を会社が売却し、その売却代金を少数株主に分配することによりキャッシュ・アウトをすることができる。
- 株式併合を行うためには株主総会特別決議が必要とされている。

株式併合によるキャッシュ・アウトの例

① 株式併合に関する株主総会特別決議

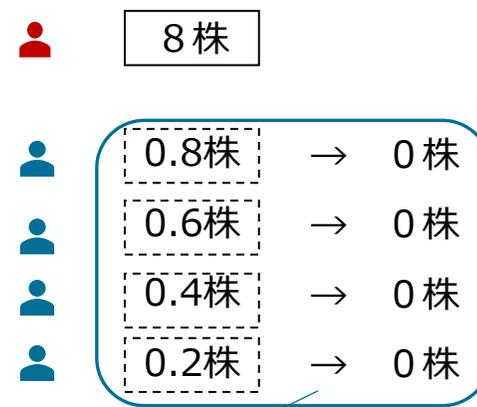


② 株式併合の実施

| | 併合前 | 併合後 |
|-----|-----|------|
| 株主1 | 40株 | 8株 |
| 株主2 | 4株 | 0.8株 |
| 株主3 | 3株 | 0.6株 |
| 株主4 | 2株 | 0.4株 |
| 株主5 | 1株 | 0.2株 |

端数株式（1株未満の株式）：合計2株

③ 端数株式の売却



端数株式（2株）をまとめて対象会社又は唯一の株主に売却し売却代金を少数株主に分配

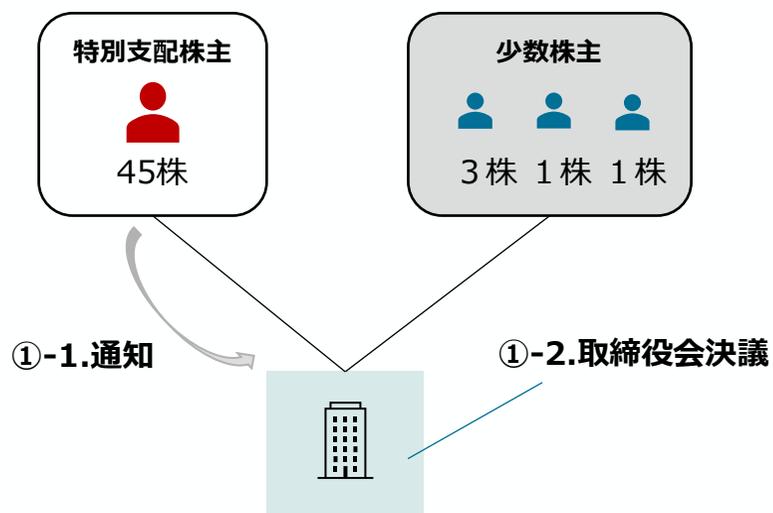
株式等売渡請求によるキャッシュ・アウト

- 特別支配株主（※）は、他の株主全員に対して、株式を自らに売り渡すよう請求することによりキャッシュ・アウトをすることができる。
- 株式等売渡請求を行うためには取締役会決議が必要とされている。

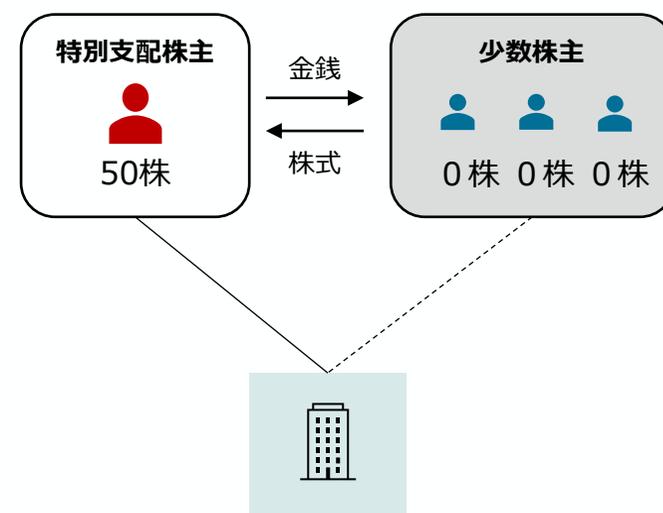
（※）会社の総株主の議決権の90%を（原則として単独で）保有する株主をいう。

株式等売渡請求によるキャッシュ・アウトの例

① 株式等売渡請求に関する取締役会決議



② 少数株主の株式の売却



(参考) 株式等売渡請求制度の制度趣旨

- 株式等売渡請求権制度は、①時間的・手続的成本を低減するとともに、②公開買付けの強圧性（※2）を緩和するため、株主総会決議を要することなくキャッシュ・アウトを可能とする目的で策定された。

株式等売渡請求制度の制度趣旨

- 全部取得条項付種類株式の取得については、キャッシュ・アウトを行おうとする株主が大多数の議決権を保有していたとしても、常に**対象会社の特別決議を要すること**になります（第171条第1項、第309条第2項第3号）。そのため、**キャッシュ・アウトを完了するまでに長期間を要し、時間的・手続的成本が大きい**という指摘がされていました。（※1）
- また、キャッシュ・アウトが行われる場合には、それに先行して公開買付けが行われることが多いところ、そのような公開買付けの完了後、キャッシュ・アウトが行われるまでに長期間を要する場合には、その間、**公開買付けに応募しない株主が不安定な立場に置かれることから、公開買付けの強圧性（※2）が高まる**との指摘もされていました。
- そこで、機動的なキャッシュ・アウトを可能とするため、改正法では、対象会社の総株主の議決権の10分の9以上を有する株主（特別支配株主）が、対象会社の株主総会決議を要することなく、他の株主の全員に対し、その有する対象会社の株式の全部を売り渡すことを請求することができるという株式等売渡請求の制度を創設することとしております。

（出所）法務省大臣官房参事官 坂本三郎『一問一答 平成26年改正会社法』

（※1）平成26年の会社法改正において株式併合の方法によるキャッシュ・アウトの手続が整備され、現在では、全部取得条項付種類株式を利用したキャッシュ・アウトは、実務上ほとんど利用されていない。（出所：西村あさひ法律事務所『M&A法大全（上）』）

（※2）「強圧性」の内容については次頁を参照

(参考) 強圧性とは (1/2)

- 強圧性とは、対象会社の株主が買収に応じないでいる間に買収が実現すると、買収に応じた場合と比較して不利益を被ると予想される場合には、たとえ多くの株主が買付価格は客観的な株式の価値より低いと考えている場合であっても、株主が買収に応じるような圧力を受けるという問題である。
- 典型的には、キャッシュ・アウト時における株式取得価格が公開買付価格より低い場合には強度の強圧性があることが指摘されている。

強圧性のある買収の例

(例) 公開買付価格：1000円 キャッシュ・アウト時における株式取得価格：800円の場合

1株当たり**1200円**の価値があると考えている株主

| | |
|--------------------------------|--------------------------|
| 公開買付けに応募した場合 | → 1株あたり 200円 の不利益 |
| 公開買付けに応募せず買収が実現（キャッシュ・アウト）した場合 | → 1株当たり 400円 の不利益 |

公開買付価格が不十分と考えている株主も公開買付けに応募するような圧力を受ける可能性

(参考) 強圧性とは (2/2)

- 公開買付価格とキャッシュ・アウト時における株式取得価格が同額である場合も、公開買付けの完了後、キャッシュ・アウトが行われるまでに長期間を要する場合には強圧性も否定できないとの指摘も存在。

公開買付価格とキャッシュ・アウト時における 株式取得価格が同額である場合の強圧性

公開買付けに応募した場合

→ 公開買付決済日に売買代金を受領

公開買付けに応募せずに買収が実現（キャッシュ・アウト）した場合

→ キャッシュ・アウトの決済日に売買代金受領

公開買付けの完了～キャッシュ・アウト完了に長期間を要する場合

公開買付価格が不十分と考えている株主も

公開買付けに応募するような圧力を受ける可能性も否定できない

TOB WGにおける意見

【学者】 日本の場合は、公開買付けからキャッシュアウトまでかなりの時間が経過するということがまま見られる現象である。厳しく見れば、そのような場合、キャッシュアウトが約束されている全部買付けであっても強圧性がないわけではない。

(出所) 金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」(第6回) 議事録より経済産業省作成

両制度の比較 (1/2)

- 株式併合の方法による場合、買付者は合計で3分の2以上の議決権を取得すればキャッシュ・アウトが可能であるのに対し、株式等売渡請求の方法による場合は単独で90%の議決権を保有している必要がある。
- 株式併合によりキャッシュ・アウトを行う場合、TOB終了～キャッシュ・アウト完了までの期間は株式等売渡請求による場合の約2倍となっている。

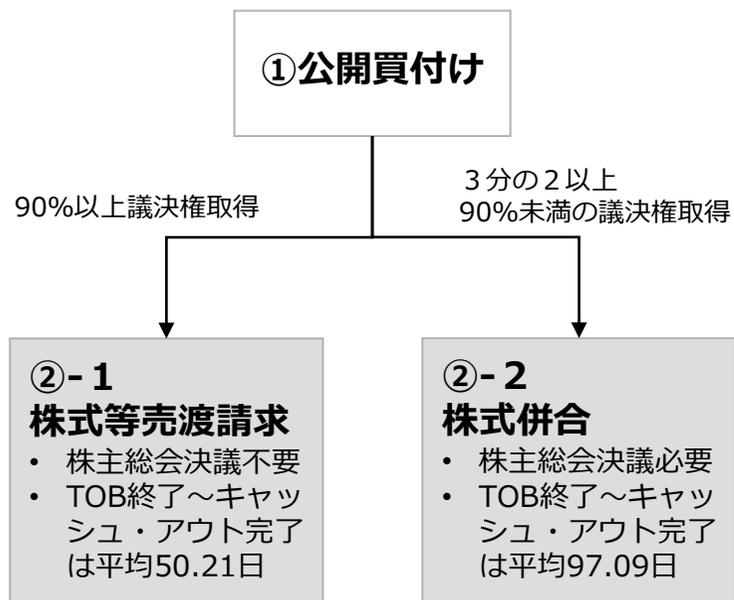
| | 株式等売渡請求 | 株式併合 |
|------------------------------------|--|--|
| 対象会社における手続 | 取締役会決議 | 株主総会特別決議 |
| 議決権に関する要件 | 特別支配株主 ※ 特別支配株主とは、会社の総株主の議決権の 90%以上 を保有する株主をいう | 株主総会特別決議を経る必要があるため、株主総会出席株主の 3分の2以上 の賛成を取得することが必要 |
| 差止事由 | 法令違反 対価が著しく不相当 | 法令定款違反 |
| TOB終了日～ キャッシュ・アウト完了日 までの平均期間 | 50.21日 (※) | 97.09日 (※) |

(※) 家田崇／川本真哉「【キャッシュ・アウト法制の実証分析(5・完)】実証分析から得られるキャッシュ・アウト法制への示唆」(旬刊商事法務2022年11月25日)

両制度の比較 (2/2)

- 買収者が単独で90%以上の議決権を取得した場合、株式等売渡請求の方法によりキャッシュ・アウトを行い、90%に満たない場合は株式併合の方法によりキャッシュ・アウトを行う事例が多く存在。

キャッシュ・アウトの 手法の選択の例



日本産業パートナーズ等による 東芝の買収の際の公開買付届出書

(4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）
(中略)

① 株式売渡請求

公開買付者は、本公開買付けの成立により、公開買付者の所有する対象者の議決権の合計数が**対象者の総株主の議決権の数の90%以上となり**、(中略) 特別支配株主となる場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、(中略)、**対象者の株主(中略)全員に対し、その所有する対象者株式の全部を売り渡すことを請求**(中略)する予定です。(中略)

② 株式併合

他方で、本公開買付けの成立により、公開買付者の所有する対象者の議決権の合計数が**対象者の総株主の議決権の90%以上を所有するに至らなかった**場合には、公開買付者は、会社法180条に基づき**対象者株式の併合(中略)を行うこと**(中略)を付議議案に含む臨時株主総会(中略)を2023年11月下旬を目途に開催することを、本公開買付けの決済の完了後速やかに対象者に要請する予定です。

議論事項① 改正の意義・許容性

- 仮に、上場会社においても書面決議の要件が大きく緩和されれば、株式併合に関する株主総会特別決議を省略し、迅速にキャッシュ・アウトをすることが可能となるが、このような検討とは別に、株式等売渡請求の要件の見直しを議論する必要があるか（どのような意義・許容性があるか）。

A案. 株式等売渡請求について要件の見直しを行うべき → 議論事項②へ

実務上、株式併合による場合、キャッシュ・アウトの完了までに長期間を要し、典型的に時間的・手続的コストが発生していることに加え、強圧性が存在する旨の指摘も存在し、書面決議要件の緩和とは別に見直しを検討する必要性が認められる。

また、キャッシュ・アウト後に少数株主は退出することになるため、買収者サイドで決議に必要な議決権を保有している場合、決議に向けた審議のみならず、決議議案以外の事項（例えば、総会後の事業運営方針等）についても株主との対話・コミュニケーションを行う必要性も乏しい。また、少数株主の利益保護の観点からは差止請求や売買価格決定の申立て等の手続が用意されており、典型的に許容性も認められやすい。

B案. 書面決議要件の緩和の一内容として検討すべき

株式等売渡請求の範囲を拡大する場合、少数株主の株主総会において決議に向けた審議の機会を損なうものであり、生じる問題は書面決議要件の緩和と共通することから、書面決議要件の緩和とは別に株式等売渡請求の要件の見直しについて検討する必要性は乏しい。

議論事項② 改正の方向性

- 株式等売渡請求について要件の見直しを行う場合、どのような見直しをすることが考えられるか。

①. 議決権要件の引き下げ（例えば90%以上→3分の2以上）

前頁のB案に記載のとおり、キャッシュ・アウト後に少数株主は退出することになるため、買収者サイドで決議に必要な議決権を保有している場合、決議に向けた審議のみならず、決議議案以外の事項（例えば、総会後の事業運営方針等）についても株主との対話・コミュニケーションを行う必要性も乏しい。また、少数株主の利益保護の観点からは差止請求や売買価格決定の申立て等の手続が用意されており、典型的に許容性も認められやすい。

②. （上限数を設定した上で）複数株主の議決権の合算を可能に

MBO等においては、複数の買収者（例えば、代表取締役とPEファンド等）で合計してキャッシュ・アウトに必要な議決権を取得するケースでは、単独では株式等売渡請求の要件を満たさない場合も存在し、複数株主の議決権を合算する必要性は典型的に認められる。合算する株主数に上限を適切に設定すれば、少数株主の利益が害されるおそれも低い。

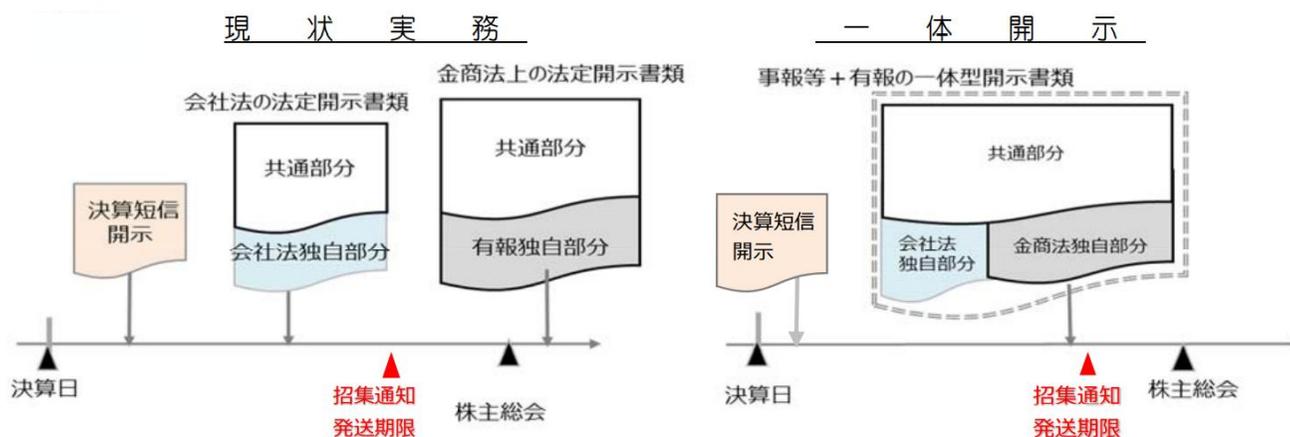
③. その他

2. 会社法の改正に関する各論

(5) 事業報告等と有価証券報告書の一体開示

一体開示の概要

- 一体開示とは、会社法上の事業報告及び計算書類（事業報告等）と金商法上の有報を一体の書類として同時に開示（すなわち、事業報告等の記載内容を記載した、有報（一体開示書類）を作成し、開示）することをいう。
- 一体開示を通じて開示書類作成を効率化・合理化することで、非財務情報の充実等のより質の高い開示に人材と時間を活用することが可能となり、企業の中長期的な成長に向けた投資家との対話の充実が期待される。



(参考) 一体的開示と一体開示の関係

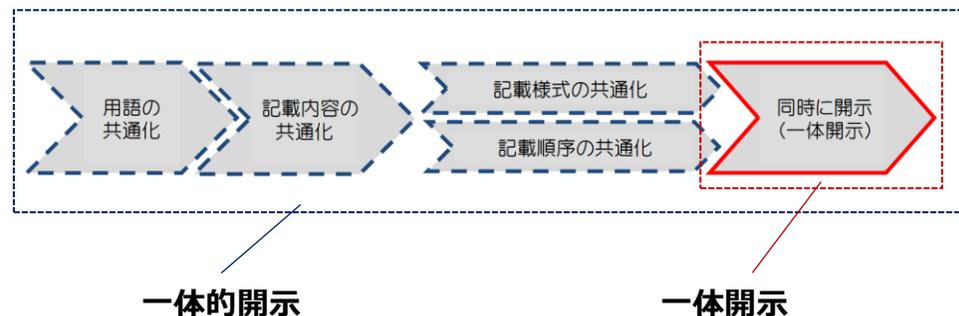
- 「一体的開示」とは、事業報告等と有報の記載内容や用語を共通化することをいい、両書類を同時かつ一体の書類として作成する「一体開示」（左下図B②）に限らず、両書類を別個に作成する場合（左下図A①、A②）や、段階的に開示する場合（左下図A①、B①）も含む。
- 現行会社法・金商法上、両書類を同時かつ一体の書類として開示（一体開示）することは可能。

一体的開示と一体開示の関係

| 開示書類 | | 開示時期 | |
|------|--------------|---------------|--------|
| | | 段階的に(別々に)開示 ① | 同時に開示② |
| 開示書類 | 別々に作成 A | A① | A② |
| | 一体の書類として作成 B | B① | B② |

一体的開示 (A①, A②, B①, B②)
一体開示 (B②)

一体的開示の取組 進め方の例



(参考) 作成・開示日の比較

- 上場会社では、（会社法上）事業報告等を株主総会の3週間前までに、有報は（金商法上）事業年度終了日から3か月以内に作成・開示する必要がある。
- 多くの上場会社では、株主総会を事業年度終了日から3か月以内に開催しているため、事業報告等の作成・開示期限は有報より早い。
- そのため、両書類を別個に作成し、相対的に作成負担の軽い事業報告等を有報に先立ち、作成・開示する実務が定着している。

＜現行のスケジュール（例）＞ ※ 3月末決算企業のケース

3月末
決算日
議決権行使基準日・配当基準日
※定款で規定

6月初旬
事業報告等
(株主総会の3週間前)
※会社法で規定

6月中下旬
株主総会
(基準日から3か月以内)
※会社法で規定

6月末
有価証券報告書の開示
(事業年度終了後3か月以内)
※金商法で規定

(参考) 記載事項の比較

- 事業報告等の記載事項と有報の記載事項は大部分において重複している。
- それにもかかわらず、細目において細かい差異が存在し、また両書類の一般的なフォーマットも異なるため、事業報告等の作成後に有報を作成する場合、様々な調整が必要となり、実務上の負担が生じている。

重複事項 **事業報告等と有価証券報告書の記載事項の比較**

| 内容 | 有価証券報告書 | 事業報告・計算書類 |
|----------------------------------|---------|-----------|
| 1 主要な経営指標等の推移 | ● | ● |
| 沿革 | ● | |
| 事業の内容 | ● | ● |
| 関係会社の状況 | ● | ● |
| 従業員の状況 | ● | ● |
| 2 経営方針、経営環境及び対処すべき課題等 | ● | ● |
| サステナビリティに関する考え方及び取組 | ● | |
| 事業等のリスク | ● | ● |
| 経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析 | ● | ● |
| 経営上の重要な契約等 | ● | ● |
| 研究開発活動 | ● | ● |
| 3 設備の状況 | ● | ● |
| 4 株式等の状況 | ● | ● |
| 自己株式の取得等の状況 | ● | ● |
| 配当政策 | ● | ● |
| コーポレート・ガバナンスの状況等 | ● | ● |
| 5 連結財務諸表、財務諸表等 | ● | ● |

大枠が共通する場合も…

有価証券報告書のための記載細目

- 政策保有株式
- 連結キャッシュ・フロー計算書
- 連結附属明細書等

事業報告等：
平均75.3ページ（※）

平均169.0ページ（※）

（※） 経済産業省「令和5年度産業経済研究委託事業（諸外国における開示の実態、及び開示と企業価値の関係に関する調査）調査報告書」を元に経済産業省が再集計。時価総額1兆円以上の上場企業20社（2022年度）をサンプル抽出

(参考) 一体(的)開示に向けたこれまでの取組

- 「日本再興戦略2014」で、持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家との対話を促進するために企業開示の実務的な検討を進めることが明記。
- これを受け、法務省・金融庁と連携し、開示負担削減や情報開示の充実の観点から、一体的開示・一体開示の実現・普及に向けた取組を進めてきた。

一体的開示・一体開示に向けたこれまでの取組

| | |
|----------|--|
| 2014年6月 | 日本再興戦略2014→企業が一体的な開示をする上での実務上の対応等を検討する旨を明記 |
| 2016年4月 | 金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」報告（金融庁） →事業報告等と有価証券報告書の開示内容の共通化や一体化を容易にすること等を提言 |
| 2017年12月 | 「事業報告等と有価証券報告書の一体的開示のための取組について」内閣官房・金融庁・法務省・経済産業省） →両書類間の類似・関連する項目について、可能な範囲で共通化を図ることとし、15項目を取りまとめ。 |
| 2018年3月 | 「有価証券報告書の開示に関する事項 –『一体的開示をより行いやすくするための環境整備に向けた対応について』を踏まえた取組–」（財務会計基準機構）→2017年12月の取りまとめを受けた記載の共通化のポイント・記載事例を公表 |
| 2018年12月 | 「事業報告等と有価証券報告書の一体的開示のための取組の支援について」（内閣官房・金融庁・法務省・経済産業省） →一体書類（有価証券報告書兼事業報告書）の記載例等の公表 |
| 2021年1月 | 「事業報告等と有価証券報告書の一体的開示FAQ（制度編）」の公表（経済産業省） |
| 2022年9月 | 株主総会資料の電子提供制度の特例（会社法325条の3第3項）の施行 →事業報告書等記載事項を含む有報をEDINETを通じて提出した場合、総会資料の電子提供措置を要しない |

(参考) 海外投資家の意見

- グローバルな機関投資家によって創設された国際コーポレートガバナンス・ネットワーク（ICGN）は、日本において議決権行使のための情報が分散している状況を踏まえ、一体開示を推奨している。

ICGN「日本のガバナンスの優先課題」（2022年）

ICGNの推奨事項

1. 企業報告

日本のコーポレートガバナンス関連情報へのアクセスは、金融商品取引法や会社法など、さまざまな当局の下で必要とされるさまざまな要素を伴うガバナンス関連の報告が分散しているという状況を考えると、困難な場合があります。**情報を有価証券報告書に統合することで、投資家はコーポレートガバナンス・コードへの準拠からの逸脱の説明を評価し、議決権行使において熟慮した判断を下すことができます。**

一体開示の実施状況と企業の意見

- 現時点において、一体開示の実績は0件。
- 企業からは、一体開示自体については肯定的に捉える意見もある一方、開示に関するスケジュールや印刷コスト等が障壁になっている声が多い。

肯定的な意見（要旨）

- 情報開示は企業に非常に負担。様々な媒体で開示を義務付けられていることが問題。同じものを形を代えて開示している。
- 事業報告・計算書類等の作成が不要になれば、確実に負担は減る。

障壁に関する意見（要旨）

- 一体開示をする場合、株主総会の3週間前に有報を開示することが必要となるが、現行スケジュールを前提とするとかなり難しい。また、今後サステナビリティ情報を有報に新たに盛り込むことになっており、さらに時間的に難しくなる。
- （有報を総会開催日の3週間前までに作成するには総会開催日を（ひいては基準日を）後ろ倒しにしないと難しいが、）それによって役員選任時期が遅れることについては取引先等の理解を得る必要もあり、法改正等により議決権行使基準日の変更の必要に迫られないと、自発的な変更は行いにくい。
- 仮に、有報を事業報告等の代わりに郵送するとなると、印刷物の量が増え、現実的でないし、書面交付用の書面を別途作成すると、招集通知の発送日から1~2週間前倒しして有報を作成することが必要となり、時間的に難しい。

議論事項① 改正の意義・目的

- 企業の中長期的な成長に向けた株主・投資家との対話の充実という観点から、一体開示にはいかなる意義が認められるか。

有識者の意見（要旨）

- 一体開示は、**企業、公認会計士・監査法人の負担を軽減**する意味を持つ。
- 特に**定時株主総会に臨む株主への情報開示**という観点からは、事業報告等に比べ企業情報が充実していると考えられる有価証券報告書の活用を図るため、2つの法定書類を一本化することが望ましい。
- 現行実務では、会計監査人が、会社法上の会計監査報告と金融商品取引法に基づく監査報告書とを、異なる日に、別個に提出している。その結果、内部統制上の開示すべき重要な不備が会社法上の会計監査報告の発行日には認識されていなかった場合で、会社法上の会計監査報告日以後に発覚した場合、**金融商品取引法の内部統制報告書のみにおいて当該不備が開示される可能性**があり、その場合**両報告書に齟齬が生じてしまうことになる**。

議論事項② 一体開示を行う上での法的問題

- 現行法の下で一体開示を行う場合、どのような法的問題があるか。

想定される一体開示を行う上での法的問題の例

①. 監査役等の監査の対象が不明確

- 有報は事業報告等に比べて詳細な事項が記載されるどころ、一体開示をした場合に、監査役等（監査役、監査等委員、監査委員。以下同じ。）の会社法上の監査義務の対象が、有報の全部なのか、それとも有報の一部なのか（その場合、どの部分なのか）についての解釈が不明確。有報の全部について監査を行う必要がある場合、監査の負担が重くなり、一体開示の障壁となる可能性。
- 一体開示をした場合には、監査役等の監査対象が有報の一部に限定されるよう、会社法・会社法施行規則の改正又は解釈の明確化を行うことは考えられるか。

②. 株主総会資料の書面交付請求に関する事務負担

- 電子提供措置を行った場合でも、株主から株主総会資料の書面交付請求を受けた場合は、招集通知に際して、当該資料の書面交付を行う必要がある。そして、一体開示をした場合、（分量の多い）有報全体を書面交付する（印刷等の負担増）か、書面交付用の書面（※）を別途作成する必要がある。別書面を作成する場合、その作成・印刷には1～2週間の期間を要するため、招集通知（総会の15日前まで）発送の1～2週間前に有報を作成することが必要となり、（現行の総会日程を維持する場合）一体開示の障壁となる可能性。
（※）書面交付請求を受けた場合の交付書面は、事業報告等（一体開示をした場合は一体書類）のうち、一部の事項のみを記載すれば足りることとされている。
- 一定の要件のもと、書面交付請求の規定を不適用とすることが考えられるか。

(参考) 監査役等の監査の対象・責任の範囲

- 一体開示をした場合に、監査役等が会社法上の監査義務の対象が、有報の全部なのか、それとも有報の一部なのか（その場合、どの部分なのか）についての解釈が不明確。
- 有報の全部について監査を行う必要がある場合、監査の負担が重くなる。

問題の所在

有報は事業報告等に比べて詳細な事項が記載されるところ、一体開示をした場合に、監査役等の会社法上の監査義務の対象が、有報の全部なのか、それとも有報の一部なのか（その場合、どの部分なのか）についての解釈が不明確。有報の全部について監査を行う必要がある場合、監査の負担が重くなり、一体開示の障壁となる可能性。

対応案

一体開示をした場合には、監査役等の監査対象が有報の一部に限定されるよう、会社法・会社法施行規則の改正又は解釈の明確化を行うことは考えられるか。

有識者の意見（要旨）

- 一体開示をした場合に、**監査役等が、有価証券報告書の内容について、監査報告の対象として、どの範囲で任務を負っており、かつ、民事責任を負うのかが明確でないという問題がある。**この点について、会社法において、責任の範囲を明確に定めることも考えられる。

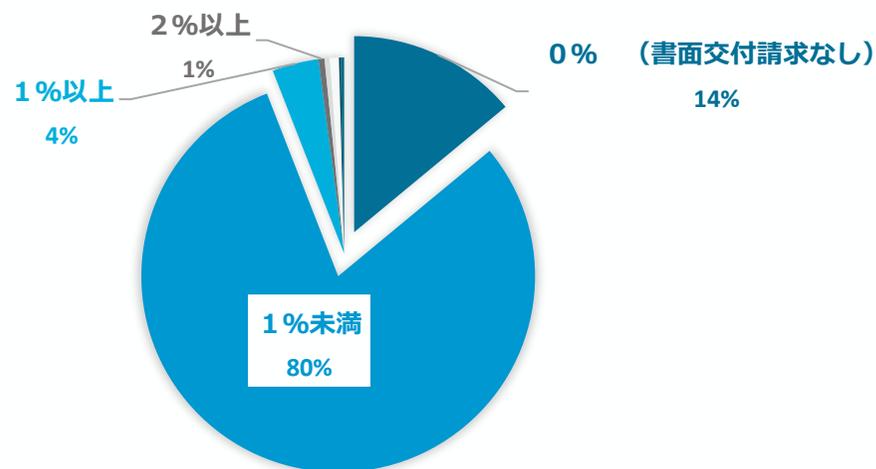
(出所) 有識者に対して行ったヒアリングより経済産業省作成

(参考) 株主総会資料の書面交付請求権

- 一体開示をした場合、（分量の多い）有報全体を書面交付する（印刷等の負担増）か、書面交付用の書面を別途作成する必要がある。
- 別書面を作成する場合、その作成・印刷に1～2週間程度要するため、招集通知（総会の15日前まで）の1～2週間前に有報を作成することが必要となり、（現行の総会日程を維持する場合）一体開示の障壁となる可能性。

書面交付請求株主数の比率（※）

| 書面交付請求株主割合 | 社数 | 全体に占める比率 |
|--------------|-------|----------|
| 0%（書面交付請求なし） | 201 | 14.0% |
| 1%未満 | 1,154 | 80.1% |
| 1%以上 | 55 | 3.8% |
| 2%以上 | 7 | 0.5% |
| 3%以上 | 6 | 0.4% |
| 5%以上 | 11 | 0.8% |
| 10%以上 | 2 | 0.1% |
| 20%以上 | 0 | 0.0% |
| 30%以上 | 4 | 0.3% |
| 合計 | 1,440 | 100% |



（※） 議決権を有する株主総数に対する割合

議論事項③ その他の課題・障壁

- 一体開示を行う場合、法的問題以外にどのような課題・障壁があるか。
(会社法上の課題を解消してもなお、実務慣行上の課題から、一体開示が進まないのではないか。)

想定される一体開示を行う上でのその他の課題・障壁の例

①. 株主総会日程の問題

- 事業報告等は遅くとも株主総会の3週間前までに電子提供措置（HPに掲載等）をとる必要がある。一体開示の場合は、それまでに有報の電子提供（又はEDINET開示）が必要となるが、有報の作成負担は重いため、株主総会開催日を後ろ倒ししない限り、対応は困難。
- なお、（議決権行使基準日を変更し）株主総会を後ろ倒しする場合、例えば、以下の問題が生じる可能性。
 - 取締役人事の確定が遅れることについて、株主や取引先から批判される可能性。
 - 配当の支払時期が後ろ倒しになることについて、株主から批判される可能性。

(参考) 一体開示に伴う株主総会の日程の変更

- 一体開示を行う場合は、株主総会の3週間前までに有報の開示が必要となるため、株主総会開催日を後ろ倒ししない限り、対応は困難。

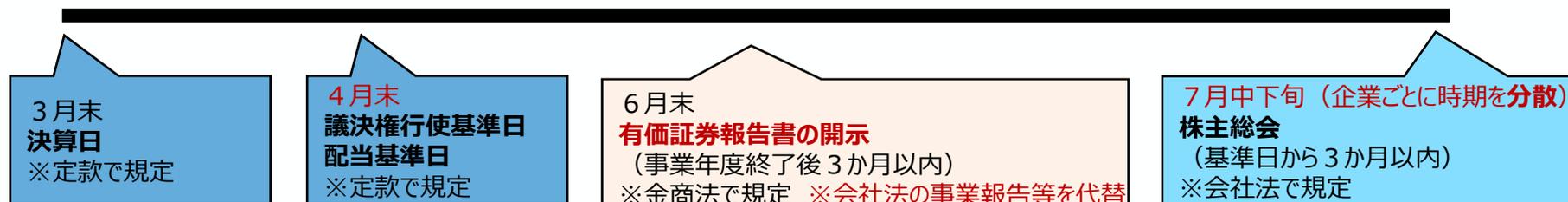
(※) 株主総会開催日を大きく後ろ倒しするためには、定時株主総会の議決権行使基準日を決算日から後ろ倒しする必要がある。なお、日本では議決権行使基準日から株主総会の開催日までの期間を3か月と長く設定することが可能であり、株主総会開催日時時点で既に株主でないにもかかわらず議決権を行使すること（いわゆるエンプティ・ボートイング）による問題が大きいとの指摘もある。

有識者の意見（要旨）

- 諸外国のように、事業年度の末日から例えば5、6か月以内に定時株主総会を開催すれば、有価証券報告書に含まれている情報を株主総会に際して株主に提供することは、タイムスケジュール的には十分に可能であろう。
- 7月総会あるいは8月総会が増えてくるならば、財務書類の作成や会計士監査に時間的余裕が生まれる一方で、株主にとっても定時株主総会において有価証券報告書からの情報が活用できるメリットが生じると考えられる。
- 日本の上場企業の大多数は慣行的に事業年度の末日を議決権行使基準日とし、当該基準日から3か月以内に開催しているが、3か月という期間が欧米諸国と比べて長いために、株主総会開催日時時点で既に株主でないにもかかわらず議決権を行使されることにより、意思決定の歪みが生じ、問題化する事案がみられている。欧米では基準日は決算日と無関係に設定されている。また、総会日と基準日の間も、米国では60日、英国では48時間とされている。

(出所) 有識者に対して行ったヒアリングより経済産業省作成

<一体開示を行う場合のスケジュール（例）> ※ 3月末決算企業のケース

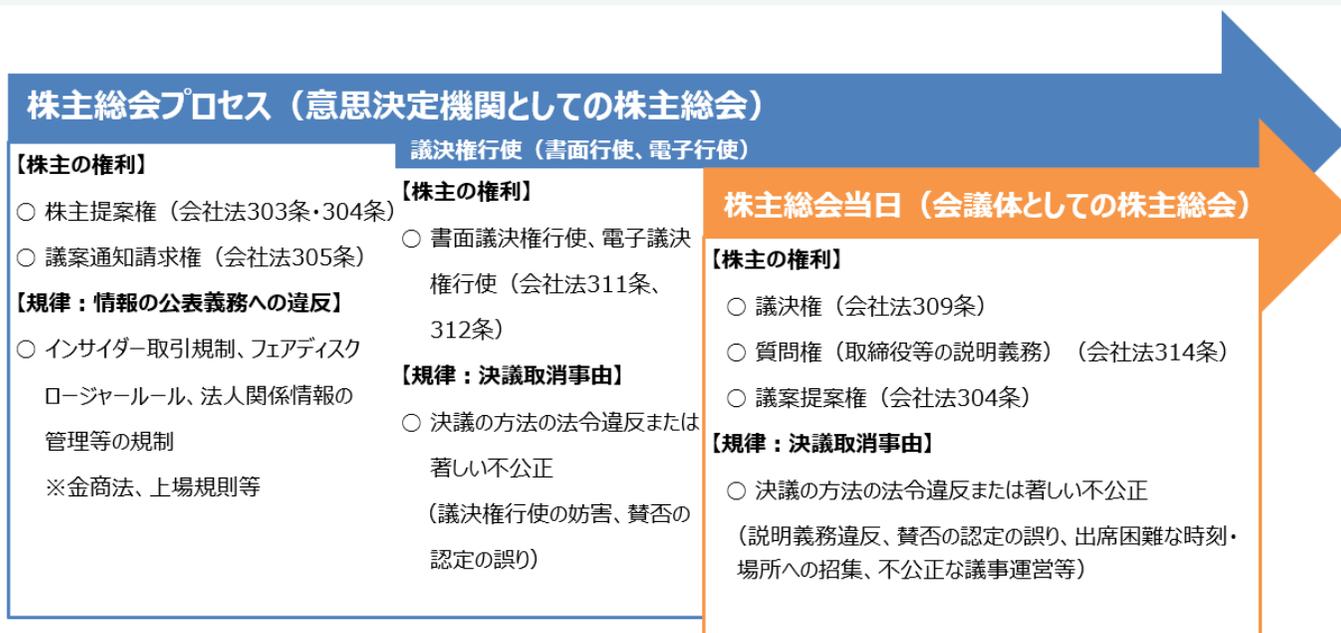


2. 会社法の改正に関する各論

(6) 株主総会の在り方

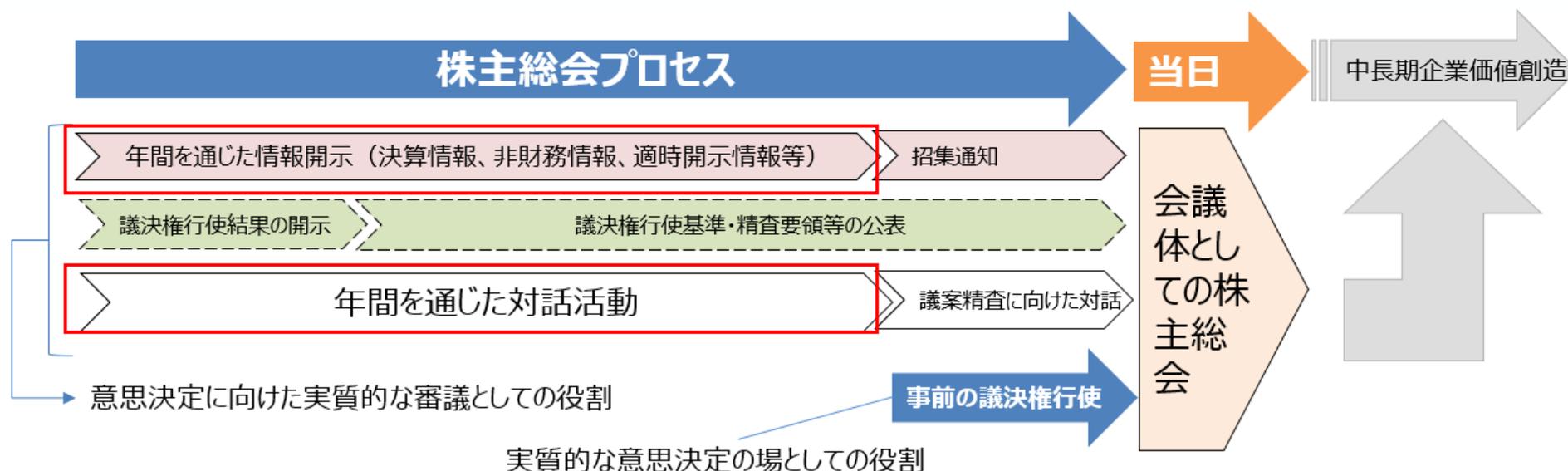
株主総会の2つの側面

- 経済産業省は「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会」を開催し、2020年、株主総会の在り方等に関して報告書において整理を行っている。
- 同報告書では、株主総会は、意思決定機関としての側面と、会議体（意思決定に向けた審議等の場）としての側面があると整理されている。



年間を通じたプロセス

- 同報告書では、年間を通じた情報開示や対話活動によって、意思決定に向けた実質的な審議は、株主総会の当日ではなく、それよりも前の時点で果たされている旨が指摘されている。



会議体としての株主総会の意義（1/2）

- 同報告書において、会議体としての株主総会の実質的な意義として、会社法が本来想定していた「決議に向けた審議の場」としての意義（①）のほか、「信認の場・確認の場」としての意義（②）や、「対話の場・情報提供の場」としての意義（③）もある旨が指摘されている。

①. 決議に向けた審議の場としての意義

審議を行い、決議を行う場。

②. 信認の場・確認の場としての意義

出席者からの信認を得る場。信認を得るための緊張感自体に、ガバナンス上の意義がある場合もある。

③. 対話の場・情報提供の場としての意義

決議に向けた審議としてではなく、株主とのコミュニケーションの場。中長期的な企業価値創造プロセスの理解を得るなど、株主との中長期的な関係構築のための場として活用されることもある。

決議に向けた審議の場としての機能を果たすために、会社法において、

- ・ 質問権・取締役等の説明義務
- ・ 議長の議事整理権
- ・ 株主による議案提案権（動議）

に関する規定が存在し、またこれらが公正に機能することを確保するために、株主総会決議取消の訴え等の規定が存在する。

会議体としての株主総会の意義 (2/2)

- 平時の株主総会においては、①の役割は、実質的に年間を通じた情報開示や対話、それを踏まえた事前の議決権行使によって果たされているため、株主総会当日は②、③の役割が重要となる旨が指摘されている。
- 他方、会社提案と株主提案が拮抗し当日の議決権行使により結論が左右される状況（以下「有事」）の場合、株主総会当日においても、①も重要な意義を有する旨が指摘されている。

①. **決議に向けた審議の場としての意義**
審議を行い、決議を行う場。

有事の株主総会において特に重要

②. **信認の場・確認の場としての意義**
出席者からの信認を得る場。信認を得るための緊張感自体に、ガバナンス上の意義がある場合もある。

平時の株主総会において重要

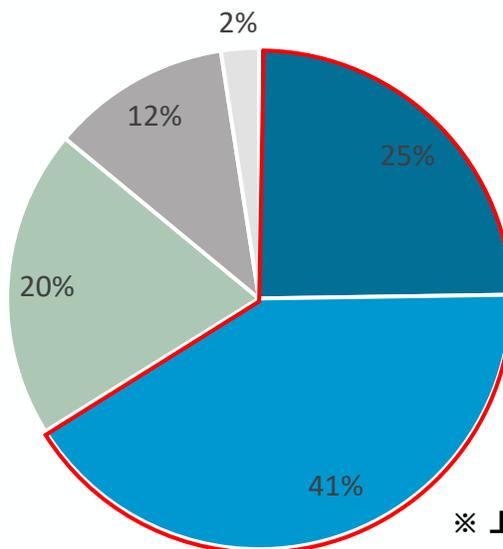
③. **対話の場・情報提供の場としての意義**
決議に向けた審議としてではなく、株主とのコミュニケーションの場。

(参考) 株主総会前の議決権行使

- 株主総会前に総議決権個数の60%以上について、事前の議決権行使（※）がなされている上場企業は約65%。

※ 議決権行使書、委任状（包括委任状に基づく当日出席を含む）、電子投票による議決権行使をいう。

株主総会前の議決権行使の割合



有効回答数：1567社

※ 上場会社（東証以外の証券取引所を含む）において2022年7月～2023年6月に開催された株主総会が対象

■ 80%～ ■ 60%～80% ■ 40%～60% ■ 20%～40% ■ ～20%

議論事項① 会議体としての株主総会の在り方

- 中長期的に、株主総会の役割（特に、会議体としての株主総会の役割）についてどのように考えるか。

A案. 会議体としての側面を重視すべきではない

多くのケースにおいて、決議に向けた審議は、実質的に年間を通じた情報開示や対話、それを踏まえた事前の議決権行使によって果たされ、株主総会議案の帰趨は株主総会当日以前に決していることを踏まえると、株主総会当日における「決議に向けた審議の場」としての意義は乏しい。

また、株主との対話・コミュニケーションについては、株主総会内で行う必要はなく、必要に応じて、株主総会の外でそのような場を制度的に措置することで足りる。

B案. 「平時」と「有事」を区別し、「平時」においては会議体としての側面を重視すべきではない

会社提案と株主提案が拮抗し当日の議決権行使により結論が左右される状況（有事）の場合、株主総会が決議に向けた審議の場としての意義が重要性を持つ。

「平時」と「有事」の違いも意識しつつ、株主総会に関する規律を検討すべきである。

※ 前記報告書では、「有事と平時の違いも意識しつつ、現在株主総会が果たしている役割を踏まえた規律の在り方を検討する余地もある」とされている。

C案. 会議体としての側面を重視すべき

株主総会当日までの突発的な事象や報道等により、株主が事前の議決権行使の判断を変更する可能性もあるため、「平時」か「有事」かを明確に区分することはできない。そのため、事前の議決権行使の状況にかかわらず、株主総会の決議に向けた審議の場としての意義を重視する必要がある。

(参考) 研究会 (第1回) における意見

- 本研究会では、株主総会の決議結果は事前の議決権行使によって確定していることも多く、株主総会を現行の態様で開催することは企業にとって過度な負担になっているとの指摘が存在。

研究会 (第1回) における主な意見 (要旨)

- | | |
|-------|--|
| 【弁護士】 | 会議体としての株主総会の在り方そのものについて議論を深めることも考えられるのではないかと。例えばバーチャルオンリー株主総会を会社法に入れるとしても、そもそも株主総会は何のためにあるのか、という点から議論をしていくとよい。株主総会の合理化が進めば、総会開催日の集中の問題や、株主総会前の有価証券報告書の開示にもつながってくる可能性がある。 |
| 【弁護士】 | 株主総会は、ほとんどのケースにおいて、 株主総会議案の帰趨は事前に見えているので、現行の態様で実施するのは無駄なように思う。 もちろん、 株主との意思疎通は重要であるが、その機会 は別の制度を設ければ足りる。今回の会社法改正に盛り込むのは難しいかもしれないが、中長期的に検討いただきたい。 |

(参考) 経営法友会の提言

- 経営法友会（※）の提言において、特に上場会社においては株主総会を会議体として開催する必要はない旨が指摘されている。

（※） 経営法友会とは、企業内の法務担当者によって組織される、法人単位の会員組織。現在の会員数は1,300社以上。

(3) 株主総会の位置づけ——「会議体」による意思決定を行う必要性は必ずしもない

現行の会社法上、株主総会は「会議体」とされており、事前の書面・電磁的方法による議決権行使だけでは決議は成立せず、株主総会当日に構成員である株主が現実に参加する「会議体」で審議・採決することによりはじめて決議が成立することになる。しかしながら、そもそも何万人、何十万人もの株主を有する上場会社においては、株主で構成される株主総会を「会議体」として位置づけ、「会議体」で意思決定を行うこと自体が現実的でなく、現に、機関投資家を含め、議決権行使の大部分は、書面・電磁的方法によりなされているのが実態である。当日出席の株主に限っても、数十人～数千人の規模となり、これでも「会議体」で意思決定を行うには人数が多すぎる。さらに、株主総会当日における質疑等も、意思決定（決議事項）に直接関しないものが多いのが実態である。

この点、そもそも、株主総会の「決議」（株式会社における集団的意思決定）について、「会議体」での審議・採決を経なければ成立しないという制度にする必要は必ずしもないと思われるし、特に、上場会社においては、招集通知・株主総会参考書類のほか、金融商品取引法、有価証券上場規程等による情報開示が充実していることも考慮すると、「会議体」を開かずとも、株主がそれらの情報開示を前提として意思決定をすることが十分に可能であるから、書面・電磁的方法による議決権行使のみによる決議の成立を認めても問題ないと考えられる。比較法的にみても、たとえば、米国デラウェア州会社法では、株主総会の議案について決議に必要な株主の書面同意があれば足り、出席株主による審議・決議が求められていない。

議論事項② 株主総会に関する規律

- 中長期的に会議体としての株主総会の在り方を見直す場合、どのような項目について検討するべきか。

- **株主の質問権・取締役等の説明義務**

株主総会における株主の質問権や、取締役等の説明義務は、株主総会において決議に向けた審議を行うことを前提として規定されている。株主総会について、決議に向けた審議の場としての役割を重視しない場合は、株主総会における質問権や取締役等の説明義務の範囲・程度について見直すことが考えられる。

- **株主総会当日の議案提案権（いわゆる動議）**

株主総会当日の議案提案権は、株主総会において決議に向けた審議を行うことを前提として規定されている。株主総会について、決議に向けた審議の場としての役割を重視しない場合は、株主総会当日の議案提案権の制度について見直すことが考えられる。

- **株主総会決議取消の範囲**

株主総会の手続に瑕疵があった場合は株主総会決議取消訴訟の対象とされている（※）。株主総会について、会議体としての側面ではなく、意思決定機関としての側面を重視するのであれば、意思決定に影響を及ぼさないような手続違反を株主総会決議取消訴訟の対象外とする等、株主総会決議取消事由の範囲を限定することが考えられる。

※ 現行法下においても、違反が重大でなく、かつ決議に影響を及ぼさない場合は決議取消請求を棄却することができる。とされている。

- **書面決議の範囲**

会議体としての側面ではなく、意思決定機関としての側面を重視するのであれば、意思決定内容が（事前の議決権行使により）予め決まっている場合は、株主総会を開催する必要性は乏しく、書面決議の対象を拡大することが考えられる。

2. 会社法の改正に関する各論

(7) その他の論点

その他の議論事項

- 以下の項目について、どのように考えるか。
- その他、CG改革の実質化や企業価値向上等の観点から、（中長期的な検討を含めて）今後検討していくべき会社法の改正事項はあるか。

A. 責任限定契約の対象の拡大

- 適切なリスクテイクを促し、また、海外の人材を確保するという観点から、業務執行取締役・執行役との間でも責任限定契約の締結を認めるべきか。

B. 株主提案権制度の見直し

- 株主提案権の行使条件（総議決権の1%以上又は議決権300個以上）を引き上げるべきか。
- 株主提案権の内容について、制限（例えば、業務執行に関する事項の制限等）をするべきか。

C. 長期保有株主の優遇

- 株主と企業の間で、中長期的な企業価値の向上に向けた対話を促進する観点から、長期保有株主を優遇する制度を導入するべきか。

D. 多様なステークホルダーへの配慮

- 会社法において、取締役が従業員や取引先等のステークホルダーに配慮する義務を規定するべきか。

3. 本日まで議論いただきたい内容

本日も議論いただきたい内容（1/4）

1. バーチャルオンリー株主総会

① 改正の意義・目的

- 企業の「稼ぐ力」を高め、企業価値の向上へとつなげるという観点から、バーチャルオンリー株主総会の意義とは何か。

② 通信障害対策に関する要件

- 通信障害対策に関する観点から、要件を設定する必要があるか。設定する場合はどのような手続要件を設定する必要があるか。
- また、手続要件が設定された場合、実務上の負担をどのように考えるか。

③ その他検討すべき事項

- バーチャルオンリー株主総会に関してその他検討・留意すべき事項として何かがあるか。

2. 社債権者集会のバーチャル化

① オンライン化導入の意義と制度設計

- 企業の成長投資を支える重要な資金調達手段の一つである社債の活用を促す観点から、バーチャルオンリー型社債権者集会及びハイブリッド型社債権者集会を認める意義をどのように考えるか。
- バーチャルオンリー型社債権者集会の制度設計で留意すべき点はあるか（例えば、開催要件について株主総会と同等としてよいか。）。

本日も議論いただきたい内容（2/4）

3. 書面決議制度

① 改正の範囲・意義

- スタートアップや非上場中小企業における状況を踏まえ、非公開会社について優先的に書面決議要件の緩和を検討すべきか。

② 制度設計

- 書面決議要件を緩和することにより、株主の利益（株主総会において決議に向けた審議を行う機会）が害される可能性がある。
- 非公開会社にて書面決議要件を緩和する場合、機動的に株主総会決議を 取得する必要性と、株主の利益保護（決議に向けた審議を行う機会）の 衡量の観点からどのような制度設計とすることが考えられるか。

4. キャッシュ・アウト制度

① 改正の意義・許容性

- 仮に、上場会社においても書面決議の要件が大きく緩和されれば、株式併合に関する株主総会特別決議を省略し、迅速にキャッシュ・アウトをすることが可能となるが、このような検討とは別に、株式等売渡請求の要件の見直しを議論する必要があるか（どのような意義・許容性があるか）。

② 改正の方向性

- 株式等売渡請求について要件の見直しを行う場合、どのような見直しをすることが考えられるか。

本日も議論いただきたい内容（3/4）

5. 事業報告等と有価証券報告書の一体開示

① 改正の意義・目的

- 企業の中長期的な成長に向けた株主・投資家との対話の充実という観点から、一体開示にはいかなる意義が認められるか。

② 一体開示を行う上での法的問題

- 現行法の下で一体開示を行う場合、どのような法的問題があるか。

③ その他の課題・障壁

- 一体開示を行う場合、法的問題以外にどのような課題・障壁があるか。（会社法上の課題を解消してもなお、実務慣行上の課題から、一体開示が進まないのではないか。）

6. 株主総会の在り方

① 会議体としての株主総会の在り方

- 中長期的に、株主総会の役割（特に、会議体としての株主総会の役割）についてどのように考えるか。

② 株主総会に関する規律

- 中長期的に会議体としての株主総会の在り方を見直す場合、どのような項目について検討するべきか。

本日も議論いただきたい内容（4/4）

7. その他の論点

① その他の議論事項

- 以下の項目について、どのように考えるか。
 - 責任限定契約の対象の拡大
 - 株主提案権制度の見直し
 - 長期保有株主の優遇
 - 多様なステークホルダーへの配慮
- その他、CG改革の実質化や企業価値向上等の観点から、（中長期的な検討を含めて）今後検討していくべき会社法の改正事項はあるか。

4. 參考資料

(参考) 責任限定契約・D&O保険契約・補償契約の比較

| | 責任限定契約 | D&O保険契約 | 補償契約 |
|---------|---------------------------|--|--|
| 対象者 | 業務執行取締役、執行役を除く役員等（注1） | 役員等（注1） | 役員等（注1） |
| 対象 | 会社に対する補償義務 | 契約内容次第 ※会社に対する補償義務に加えて 対第三者責任を含めることも可能 | 防御費用（注2） 対第三者責任の負担による損失（注3） ※対第三者責任の負担による損失のうち、会社が補償した場合、 役員等が会社に対して任務懈怠責任を負うことになる部分は対象外 （注4） |
| 悪意等の取扱い | 悪意・重過失の場合は責任限定の対象外 | 契約内容次第（注5） | 対第三者責任の負担による損失については、悪意・重過失の場合は補償の対象外 |
| 金額の制限 | 一定の限度額を下回って責任を限定することはできない | 契約内容次第 | 防御費用については通常要する額を上限とする |
| 必要手続 | 取締役会決議 | 取締役会決議 | 取締役会決議 |

（注1）役員等とは取締役、会計参与、監査役、執行役又は会計監査人をいう。

（注2）防御費用とは、役員等が、職務執行に関して、法令違反を疑われ、又は責任追及に係る請求を受けたことに対処するために支出する費用をいう。

（注3）対第三者責任の負担による損失とは、役員等が、職務執行に関して、第三者に生じた損害を賠償する責任を負う場合における一定の損失をいう。

（注4）役員等が、職務執行に関して対第三者責任を負う場合には、会社に対する関係でも任務懈怠が認められることが多いため、**補償契約に基づき、対第三者責任について補償可能な範囲は、非常に限定される**との指摘がある。（田中亘『会社法（第4版）』）

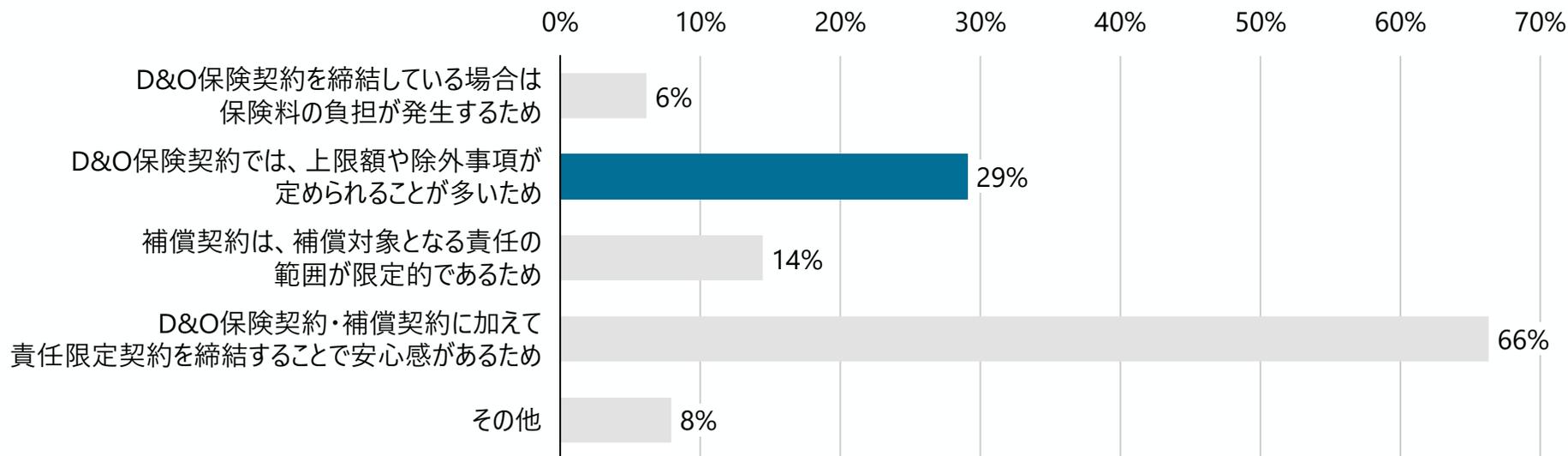
（注5）D&O保険では、役員等が法令違反を認識していた場合等、一定の事由がある場合には支払対象外とされることが一般的。（田中亘『会社法（第4版）』）

(参考) 責任限定契約締結の目的・理由

- D&O保険では上限額や除外事項が定められることが多いことを理由に、非業務執行取締役との間でD&O保険契約に加えて責任限定契約を締結している企業は3割。

非業務執行取締役との間の責任限定契約の締結の目的・理由

有効回答数：567社

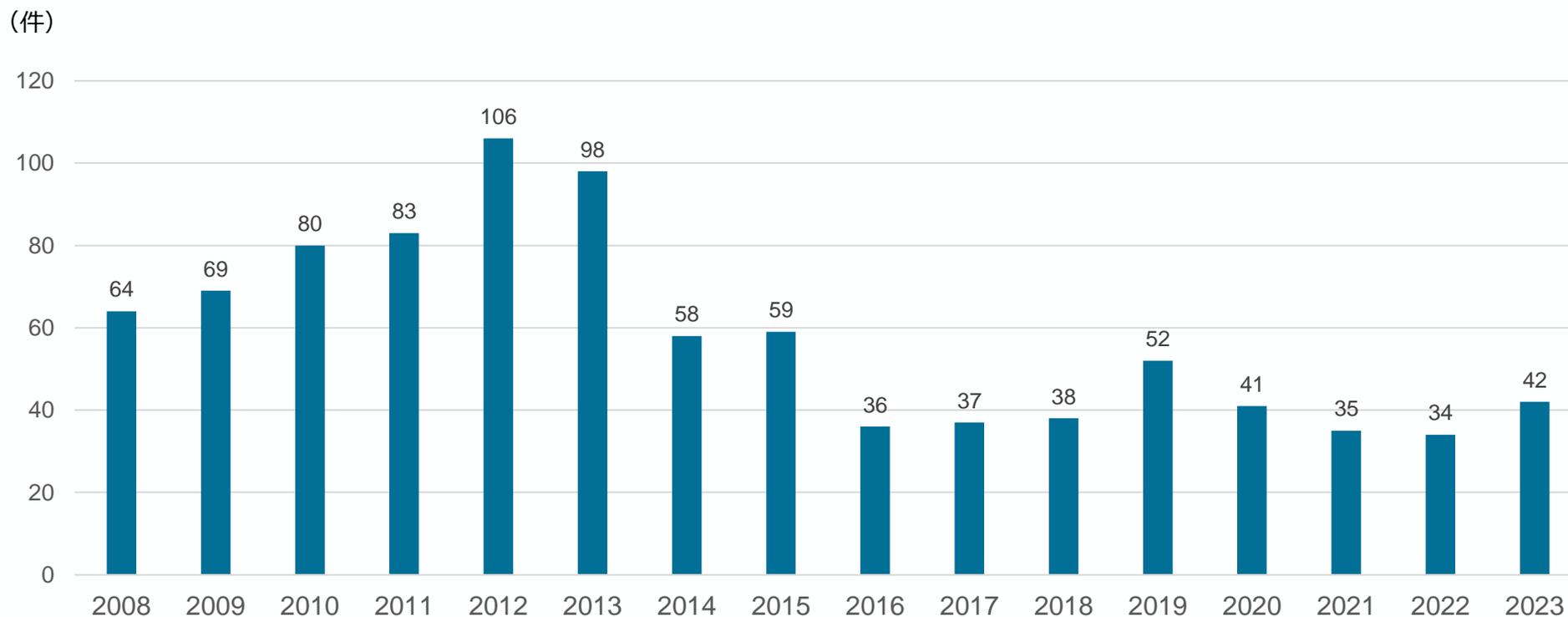


※プライム市場上場会社及びスタンダード市場上場会社が対象

(参考) 株主代表訴訟の件数

- 直近10年間の株主代表訴訟の件数は、年間34件～59件で横ばい。

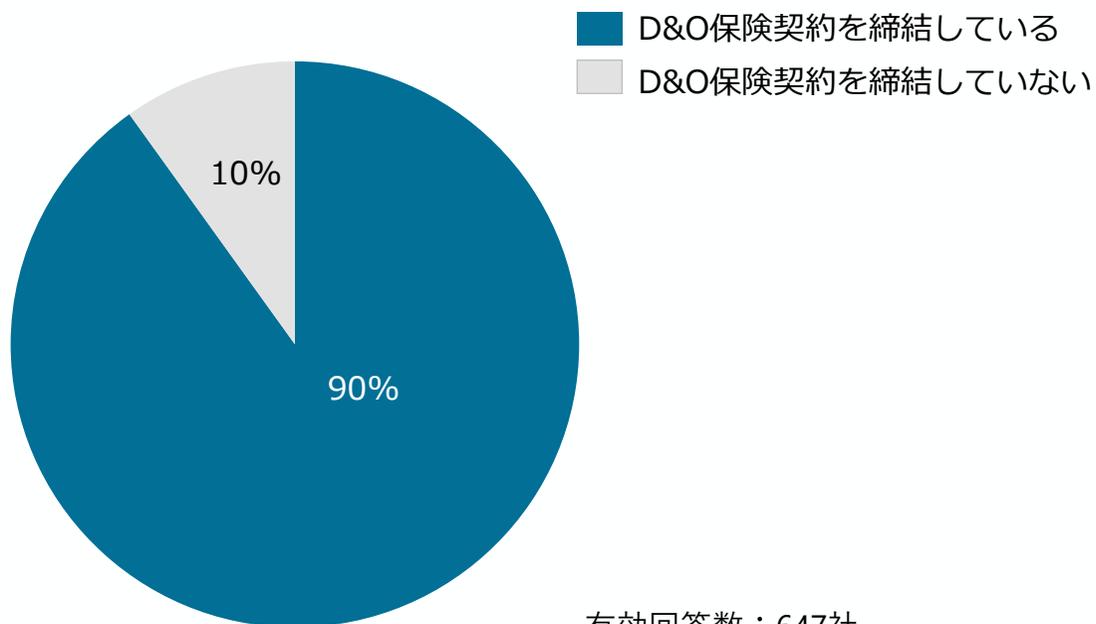
株主代表訴訟の新受任件数



(参考) D&O保険契約の締結状況

- 業務執行取締役との間でD&O保険契約を締結している上場企業は9割。

D&O保険契約の締結状況

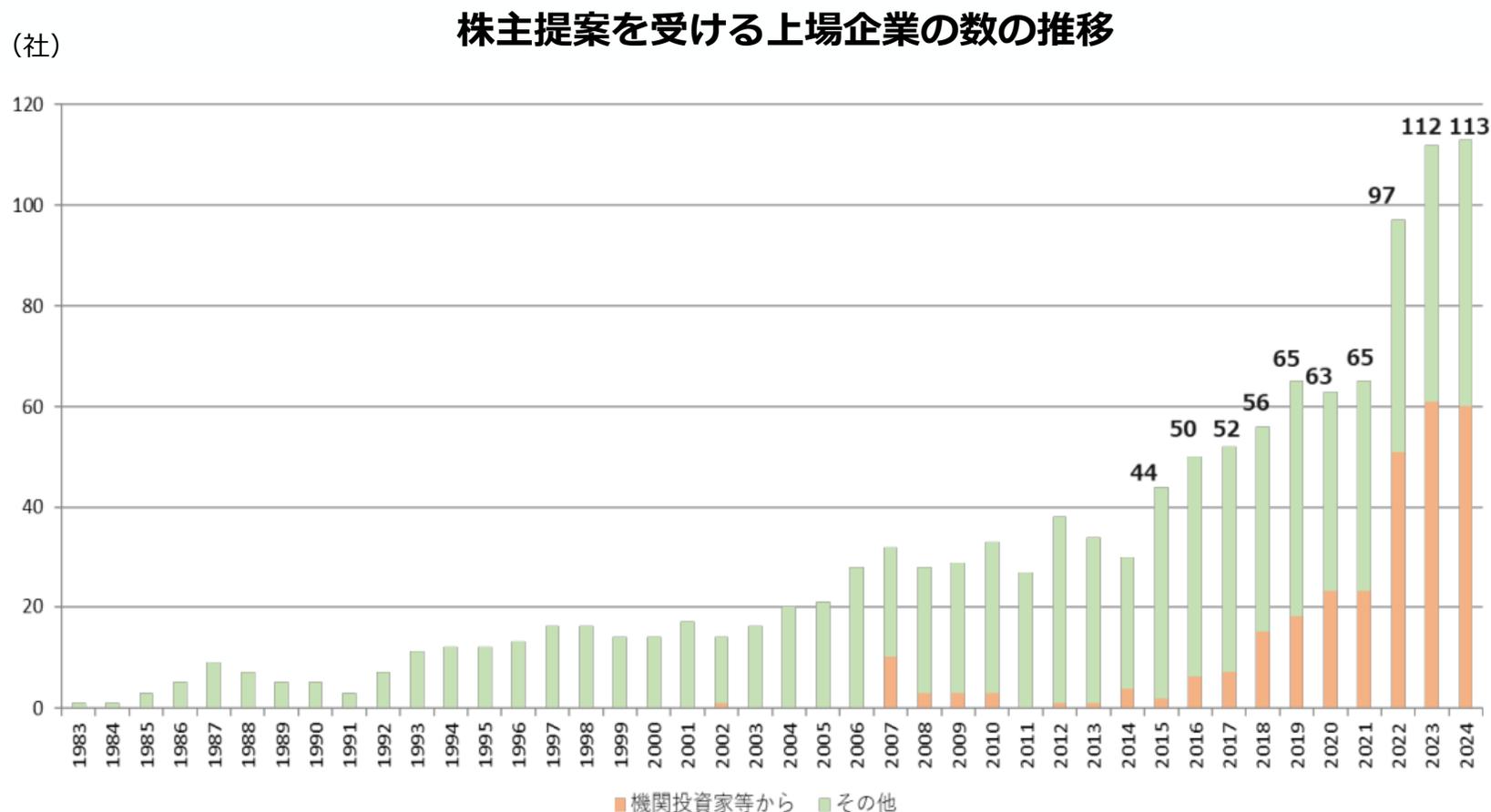


有効回答数：647社

※プライム市場上場会社及びスタンダード市場上場会社が対象

(参考) 株主提案数の推移

- 株主提案を受ける上場企業の数が増加傾向にある。



(出所) 株式会社大和総研「2024年6月株主総会シーズンの総括と示唆」(2024年10月9日)なお、各年の株主総会白書(商事法務)より大和総研作成、2020年以降は大和総研集計(2020年は7月開催の東芝を含む。)

(参考) 欧州における長期保有株主の優遇制度

- フランス・イタリアにおいては、2年以上継続して株式を保有する株主に対して、2倍の議決権を付与することが可能とされている。

欧州における長期保有株主の優遇制度の概要

| 国 | 制度の概要 |
|------|--|
| フランス | 2014年、フロランジュ法により商法が改正され、上場会社において2年以上保有されている中長期保有株式について、2倍の議決権を付与する優先株とすることをデフォルト・ルールとした（株主総会決議により排除可能）。 |
| イタリア | 2014年、イタリア統一財務法において、上場会社について、株主総会決議による定款変更により、2年以上の中長期保有株主に対して最大で2倍の議決権を付与できることとした。 |
| EU | 2015年に欧州法務委員会に対して提出された株主権利指令の改正案において、中長期株主に対する優遇策（複数議決権制度、配当政策、税制優遇措置等）の採用を各国に義務付ける案が盛り込まれたが、その後、最終的な改正指令からは削除された。 |

(参考) 英国の会社法

- 英国の会社法において、取締役は、従業員や取引先等のステークホルダーに配慮しなければならない旨が規定されている。
- 当該条項は会社の株主価値を高める過程において、他のステークホルダーに対して必要な配慮を行うことを義務付ける規定であるとの指摘が存在。

英国の会社法の規定内容・解釈

(1) 株主価値を高める義務 (s.172)

取締役は、誠実に、全体としての株主の利益のために会社の成功を最も促進する、すなわち、株主価値を高める(enlightened shareholder value)と思われる方法で行うしなければならない。この場合、特に次のことを考慮しなければならない(s172(1))。

- | | |
|--------------------------------|------------------------------|
| (i) 長期的な観点からの意思決定がもたらすと思われる結果 | (iv) 会社業務運営が、地域や環境に与える影響 |
| (ii) 会社従業員の利害 | (v) 会社の業務行為の水準の高さへの評価を維持すること |
| (iii) 仕入先、顧客その他の者との取引関係の助長の必要性 | (vi) 株主間の公平性に配慮すること |

会社・株主以外のステイクホルダーに対する考慮とは、会社・株主と同等に他のステイクホルダーの利害を考慮する義務を課すものではなく、あくまでも会社の株主価値を高める過程において必要な配慮をするのみにとどまり、仮に失敗しても取締役が責任を追及されるようなものではない。