

# 「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 議事要旨

1. 日時：令和6年11月21日（木）15時00分～17時00分
2. 場所：経済産業省本館17階第一共用会議室（オンライン併用）
3. 出席者：

【対面】神田座長、内ヶ崎委員、大内委員、澤口委員、武井委員、塚本委員、西村委員、三笥委員、宮地委員

【オンライン】伊藤委員、岩田委員、大場委員、神作委員、小林委員、宮島委員

（欠席：江良委員、高山委員）

4. 議題：会社法の改正に関する各論（バーチャルオンリー株主総会、社債権者集会のバーチャル化、書面決議制度、キャッシュ・アウト制度、事業報告等と有価証券報告書の一体開示、株主総会の在り方、その他の項目）
5. 議事概要：

はじめに、事務局より資料3（「事務局説明資料」）について説明した後、討議を行った。討議の概要は以下のとおり。

【大場委員】 国内社債市場における課題について、さまざまな論点が示されており、その中で国内社債市場の活発化が難しいという点に関して、コベナンツの導入という問題点が指摘されている。しかし、一番大きな課題は間接金融との競争原理の問題ではないかとの指摘がある。銀行からの借り入れが社債発行よりも非常に有利な条件であることが、社債市場の発展の障害になっているのではないか。

次に、一体開示の問題がある。これは投資家にとっても非常に重要な観点だと思うが投資家からは、一体開示を行っても株主総会の集中が分散されないと、一体開示をした内容を詳細に分析できる時間的余裕がないとの意見を聞く。そのため、一体開示と同時に株主総会の分散化をどう図るかが極めて重要ではないか。

【澤口委員】 100頁ある資料で、議論し尽くせない重要な点が多く含まれているが、私が思い入れの強い二点について述べる。

一点目は、バーチャルオンリー株主総会について。日本ではなかなか進んでいないが、米国ではコロナ後もバーチャルオンリー総会が引き続き大多数の上場会社で採用されていると理解している。国際競争の観点から、日本企業でも希望する会社はより選択可能な環境を整えてもいいのではないかと考える。資料にもあるように、最大の障害は通信障害時の影響と認識している。心配し過ぎかもしれないが、しっかり準備し対策を講じたが通信障害によって総会が実施できなかった場合の取扱いについての問題である。会社法制研究会でも議論されているが、通信が遮断され何もできなかったが、事前の議決権行使で賛否が事実上確定しているケースについて、要件が厳しくても何らかの手当てがあれば、日本でもアメリカほどではないにせよ、選択が容易になるのではないか。

二点目は、事務局資料には直接記載がないが会社法制研究会で議論されている調査者の制度について。制度そのものにもさまざまな意見があると理解しているが、少なくとも現行法の条文上では株主が招集した総会において当日の動議として調査者選任の議案を提出でき、その動議は会場出席の株主の議決権の過半数で賛否が決まるとしか読めない条文構造になっている。これは調査者の権限が広範に解釈されていることから明らかに不合理ではないかと思う。株主総会における当日提出の動議の問題点の一つかもしれないが、事務局資料には記載がないため、申し上げておきたい。

**【大内委員】** 私からは、今のお話に近いところもあるが、二点申し上げる。

稼ぐ力を高めることとガバナンスの問題は本来は次元の異なる話だ。しかし、この場は、それを承知の上で、皆で知恵を集めようという会議だと理解している。ガバナンスを強化することはチェック機能を高めることであり、通常はコンプライアンスの引き締めや、無理な投資を抑える方向に働く。しかし、それをあえて、良質な挑戦を生かすガバナンスにしようとするならば、社外取締役の役割をうまく設定するということが必要。現在の会社法は良質な挑戦を阻害する要素が多数残っており、指名委員会等設置会社について改正しようとするならば、その際、改善のメカニズムの種を仕込んで同時にやらないと機を逸すると懸念している。

バーチャル株主総会では、例えば当日、WEB 上で動議が多数出た場合にさばけない可能性がある。リアル総会の議場でさえ、担当者複数名が耳をすまして「動議」の声を確認しているが、バーチャルで何十万人が参加しているときに多数の修正動議が出されると対応は不可能である。よって、議長の議事整理権を強化しなければワークしない。例えば、事前の議決権行使で既に可決が決している場合には仮に多くの質問が出て、質疑を一定の

時間で打ち切りとしてよいこととする、あるいは動議を少数株主権化した上で議案修正動議は事前に通知しなければならないなどといったルールを作る。その際には、社外取締役の権限と権威でそれを正当化できるという角度での検討ができないか。

もう一点は、アニマルスピリットを持った良質な経営者をいかにサポートするかという論点。仮に社外取締役が取締役会の過半数を占めるようになった場合、現在の会社法のままだと、取締役の過半数の社外取締役が責任限定契約を結んでいて、執行取締役が青天井で個人責任を負う中で数兆円的意思決定を行うことになるが、これはいびつだと思う。果たして、このような責任が偏在した状況で、「同じ目線」で適切な意思決定ができるだろうか。判断が求められる重要な場面で同じ目線で考える土壌が必要ではないか。今の状況では、業務執行取締役と社外取締役が同じ目線で物事を考えることは期待できない。執行取締役にも責任軽減契約締結が必要だ。

株主代表訴訟が起こったときにも、社外取締役がプレゼンスを発揮し、ある程度事前にさばけるような仕組みを、ぜひとも仕込んでいただきたい。

社外取締役の量的拡大を求めるならば、これに伴う適切な機能改善により、ガバナンス工場とアニマルスピリット支援の両方を実現してほしい。

**【三笥委員】** 五つの項目について、それぞれ手短にお話しさせていただく。

まず一点目、バーチャルオンリー株主総会に関して。資料の 18 頁を御覧いただきたいが、上場株式投資のような日常生活に直結しない分野において、依然としてデジタルデバイドを強調することについては非常に疑問に思っている。今や、インターネットを使わないで株式投資をすることは非常にまれであるという理解である。適時開示や決算発表も含めて全てインターネット上で行われている。ごく少数のインターネットを使わない投資家に対応しようとすることで社会全体の効率性を害することになって、日本企業の生産性を向上させようという政府や社会全体の動きに逆行していることにもなりかねない。そもそもインターネットを使わないような人が株式投資をするということは、大きな情報格差のハンディを負ったまま株式投資をすることになる。こういう方にはプロが情報収集をしてくれる投資信託をお勧めするのが筋ではなかろうかと思っている。28、29 頁を見ていただきたいが、IR や SR の活動が活発化している現在では、機関投資家は定時株主総会以外の場においても、上場企業の経営陣と意見交換する機会を持つことができる。したがって、機関投資家がわざわざ定時株主総会で個人株主に混ざって挙手をして質問をするという現実的な必要性があるとは思われない。バーチャルオンリー株主総会にすれば、海外機

関投資家も海外から参加可能となり、むしろプラスになるはずである。少し厳しい言い方になるが、バーチャルオンリー株主総会に対して批判的な立場を取る機関投資家や、個人投資家ではなく機関投資家に助言する立場の議決権行使助言機関において、空中戦ではなく、そもそも物理的な出席にいかほどの意味があるのか、それから、大半の定時株主総会においていかなる水準の質問や審議がなされているのかという事情を踏まえて合理的に御判断いただくと、この種の議論は建設的な方向に動くのではないかと思う。

二点目、株主総会の書面決議に関して。資料の 44 頁、46 頁を御覧いただきたい。スタートアップや非上場中小企業について株主総会招集期間の中一週間も待てずに緊急に株主総会決議が必要になるという事態が本当にそれ程あるのか疑問に思っている。スタートアップでは、資金繰りについて少なくとも数か月先までは見通しを立てているのが普通だと思うので、一、二週間もたないということだと、それは倒産間際ではないかという気がする。また、49 頁の株主の利益の捉え方に関して、株主総会において決議に向けた審議を行う機会が奪われることが取り上げられている。しかし、むしろ書面決議のための同意書の期限を株主総会招集通知期間よりも短く設定することによって、株主の考慮の機会が奪われることや、反対株主による増資等の差止めを行うための準備を含む期間が短くなってしまふことのほうが問題ではないかと思っている。もし同意書による決議成立の時期を株主総会招集通知期間と同じにするというのであれば、私は導入には賛成するが、44 頁や 46 頁に書いてあるようなニーズには応えられないことになる。ということからすると、48 頁、49 頁に書いてある設問の設定の仕方は少し議論の焦点がずれているのではないかと感じている。これはむしろ上場企業において、バーチャルオンリー株主総会と併せて、書面投票で可決が確定すればその時点で決議成立とし、その後のバーチャルオンリー株主総会では決議結果の報告を行えば足りることにすると、通信障害があっても決議の有効性には影響なしということになり、かなり企業の負担は軽くなるのではないかと思う。書面決議は非上場企業ではなく上場企業のほうに大きなインパクトがある制度であると考えている。

三点目、キャッシュ・アウトについて、スライドの 60 頁、61 頁辺りを御覧いただきたい。そもそもスクイーズ・アウトを希望している株主が三分の二以上の株式を有しているにもかかわらず、株主総会を開催して特別決議を取らせるという現在の立てつけに実質的な意味は何もないというのは私も同じ理解である。他方で、三分の二の株主がスクイーズ・アウトを希望すればほぼ無条件で実行可能という現行制度もかなり緩い制度であると

いう理解である。実務家としてむやみに制度を厳しくしてくれというつもりもないが、もともとは債務超過会社の100%減資を可能とすることを念頭に置いて会社法に導入された全部取得条項付種類株式を転用すると、三分の二でスクイーズ・アウトできることに気づいた法律実務家が築いてきた実務を立法が追認した形で株式併合の改正を行ったという経緯であると理解している。しかし、それでよかったのかについてはあまりきちんと検証されていない印象を持っている。恐らく、これまではTOBが前置されていたので、金融庁（関東財務局）によるTOBの審査段階で変な取引はおおむね排除されていたから問題がなかったのではないと思われる。この論点については、動的シナリオと静的シナリオで区別が必要だと思っている。具体的には、もともとスクイーズ・アウトを希望していた非株主、あるいは少数しか株式を保有していない株主がTOBを前置して三分の二以上の株式を保有するに至った動的シナリオのケースと、もともと三分の二以上の株式を保有していた株主がある日突然スクイーズ・アウトを希望するに至った静的シナリオのケース、これらを区別して議論すべき。それから、複数株主の議決権の合算を可能にするかどうかについても、単一株主の場合よりもパターンが増えるので、ここでは詳しくは述べないが、先ほどと同様に、動的シナリオと静的シナリオを区別して議論すべき。

四点目、一体開示に関して、スライドの70頁、71頁辺りを御覧いただきたい。一体開示の問題は、企業側の資料作成及び投資家側の資料検討の工数削減という問題と、定時株主総会前に資料を一体開示することの意義の二つを区別して議論すべき。一つ目の工数削減については、一体化したほうが効率的であることは明らかなので、上場会社については会社法の特例をつくるなどして対応すべき。二つ目の定時株主総会前の一体開示の意義については定時株主総会の在り方、特に定時株主総会の開催時期の問題と紐づけて検討すべき。一般に定時株主総会での議案は、配当決議と取締役あるいは監査役の選任、この二つが主なものである。配当決議については取締役会決議で配当することにすれば、定時株主総会が後にずれ込んでも問題ない。取締役、監査役の選任についても、運用として、定時株主総会の時期にかかわらず新執行部は4月スタートと割り切ってしまうと、定時株主総会が後にずれ込んでも大きな問題はない。そうすると、実務的にも定時株主総会前の一体開示が可能になる。具体的には、配当基準日は3月末のまま、総会基準日を少し後にずらして、定時株主総会を1か月程度後ろ倒しにすれば、一体開示をして、それをもとに定時株主総会を開催することができるということになろうかと思う。

最後に五点目、株主総会の在り方について。スライドの82頁で幾つか案が出ている

が、この点についてはB案を私は支持したい。平時では、事前の議決権行使で結果が出ているケースが多い。その場合、論理的に見ると、当日の審議はいかなる意味においても決議結果に何の関係もないという現実を直視すべき。上場企業において取締役会における審議と株主総会における審議は別だと思っている。取締役会における審議はマルチディレクション、つまり、参加者が様々な方向で議論・意見を交わす形の審議になるが、株主総会における審議はハブ&スポークで、議長を中心に各株主とやり取りをするという形になる。会議体の構造が違うにもかかわらず、審議という同じ用語を使うので議論が混乱しているのではないかと思うので、この2つは区別して議論したほうがよい。

**【塚本委員】** 私からは、大きく二点、バーチャルオンリー株主総会とキャッシュ・アウトについて意見を述べる。

まず、バーチャルオンリー株主総会については、総論として、現在、産競法に基づき開催が可能であるが、コロナ禍での緊急対応によるものであり、本来的には会社法本体で受け止めるべきものであると思う。そのため、会社法に入れる方向で議論が進むのは適切なことである。その上で、既に澤口委員や三苦委員がおっしゃったことと重複するかもしれないが、23 頁の通信障害対策に関する要件については、現状、バーチャルオンリー株主総会を実際に開催している会社があまり多くない中で、要件を厳しくしてしまうと、せっかく会社法に入れても結局使われないものになってしまうことが懸念される。電子提供制度のもとでも、書面交付請求権があることとの関係で、ある程度紙を送るプラクティスが続くことになっている。先ほど三苦委員もおっしゃったようにデジタルデバイドのことをあまり考え過ぎると、逆に制度が使われず、DXに逆行することにもなってしまう。特にもし上場会社を前提として制度が入るとすると、当日出席する株主はごく一部の限られた株主、議決権の保有比率で1%程度にも満たない株主である。その株主のことを慮って、しかも、事前の議決権行使で大体は可決が見込まれているという中で、当日の運営についていろいろと会社に負担をかけるのはバランスがとれていないのではないか。万が一通信障害が起こった際に瑕疵になってしまうと会社は困る、したがって、現状バーチャルオンリー株主総会を開催する場合には、会社は、自主的にある程度対策を行っており、うまくいっている。一方で、現状あまりバーチャルオンリー株主総会が利用されていない背景として、途中で通信障害が起こって採決まで至らなかったらどうなるのか、一部の株主が通信障害で参加できなかつたら決議の瑕疵はどうなるのかといった懸念が強いと理解している。したがって、先ほど澤口委員もおっしゃっていたかもしれないが、現行会社法でも電

子公告や電子提供措置について中断に対する救済措置が設けられているので、同様の救済要件を定めるのがよい。どのように要件を定めるかは、なかなか難しいが、例えば事前の議決権行使で8割、9割の賛成があり可決が決まっていることを要件としたり、事前に受け付けた質問にあらかじめ回答する等、擬似的に株主とのコミュニケーションを取る措置を講じていたりすれば、少なくとも中断が生じても救済され、決議の成立が認められる手当てがされると、会社側ももう少し安心して利用できるのではないか。

もう一点、キャッシュ・アウトについて。60頁、61頁の辺りであるが、これも先ほど三苦委員がおっしゃったが、売渡請求に際して、現在、90%要件であるものを三分の二にして、株主総会決議なしで実施可能というのは確かに魅力的である。他方で、改正に当たってどこまで現行法を前提とするかと言う問題はあるが、現行法をベースとすると、キャッシュ・アウトの場合だけ三分の二で株主総会なしでよいというのがどこまで整合性を取れるのかは悩ましい。むしろ、90%を超えるか超えないかで株主総会決議の要否が異なるはある程度やむを得ないとしても、端数処理まで行うことになるのは結構な手間である。端数の部分について裁判所の許可を取りにいかなければいけない、あるいはそもそも端数処理というのが株主にとっても分かりづらい。このように、キャッシュ・アウトの手法自体が変わってしまうのはいかなものかと思う。売渡請求のほうはるかに簡明な手続であるので、事務局資料の案にはないが、売渡請求の自体は例えば三分の二以上の議決権を持っていればできるとして下げつつ、9割を超えているか超えていないかで株主総会決議の要否を変えるという形がよいのではないか。そのようにすると、今の略式組織再編と似た制度になると思う。そうするだけでも、実務的にはキャッシュ・アウトに当たって、進めやすく、また、株主にとっても分かりやすい手続になると感じる。

【内ヶ崎委員】。株主総会の在り方とそれを踏まえたバーチャルオンリー株主総会の二点についてコメントする。

まず、株主総会の在り方について。本研究会の目的である稼ぐ力の強化に向けたアニマルスピリット経営を促すコーポレートガバナンス改革のコンテキストで捉えると、モニタリングボードに移行した企業では、株主総会から取締役会に意思決定権の大宗が委譲され、そして取締役会から経営陣に経営執行権が大胆に委譲されている。そのため、株主から取締役に対しては主に経営の監督機能が期待されていると考える。株主総会に残る重要な意思決定機能の中心は、取締役選任を通じた人事権であり、当該議決権は書面や電磁的な方法によって事前に行使され、議案の賛否が既に決している状況にある。つまり、総会

当日に多数の株主が参加して意思決定をするというのはナンセンスだと思っており、会議体としての株主総会の意義は双方向の対話による信頼関係の構築にあると考えている。

換言すると、当日の決議事項が書面決議制度の要件を満たす場合には、みなし決議として決議を不要にする措置が考えられる。株主総会の開催自体は法的な担保のもと、一般株主にとって会社の経営陣と直接対話できる機会が提供されるものであり、有用である。このようにエンゲージメント重視の株主総会においては、総会当日に多数株主の議決権行使が保障されていない議案提案権、つまり修正動議を認める実益はないと考えられるし、総会決議取消事由の範囲もできるだけ限定的に捉えるべきだと考えている。

例えば、独立取締役が過半数の取締役会の会社等では、有能な経営人財を確保して経営陣の大胆なリスクテイクを促すために、いわゆる経営判断原則のもとでインセンティブ報酬を増加させるのと同時に、業務執行取締役や執行役にも責任限定契約の締結を認めるべきである。加えて、株主代表訴訟の判断も、一次的には独立取締役中心の委員会に委ねて、当該判断を最大限尊重するべきである。また、モニタリング型のガバナンスが機能している会社では、配当権限も取締役会に委譲すべきである。そして、経営執行の監督機能は当然、取締役会が担う役割なので、定款変更で業務執行事項への株主提案権を認める必要性はあまりなく、行使条件も総議決権の絶対基準である1%以上のみで十分だと考える。我が国は資産運用立国を目指し、貯蓄から投資を促すため個人投資家の投資単位を引き上げる方向感の中で、単位としての相対基準である議決権300個以上が存続するということになる、仮に、株主共同の利益を害するような不適切な短期志向のアクティビスト提案があった場合に、経営が膨大な時間と労力を忙殺されて、アニマルスピリット経営の足かせになる懸念を持っている。

さらには、サステナビリティ経営の観点からは、より長期視点で企業価値向上を支える株主を重視するというこれはこれまでの我が国の政策目的とも整合的であり、株主議決権の6か月保有要件を延長したり、より長期保有する株主への複数議決権を認めることも検討すべき環境にあると思っている。そして、長期経営の視点からすると、社会課題解決に向けた多様なステークホルダーの利益を重視すべきことを会社法上規定することは、株主や投資家も望むところかと思う。

次に、バーチャルオンリー株主総会の意義について。繰り返しになるが、一般株主にとって会社の経営陣と直接対話できる機会が提供されるエンゲージメント重視の株主総会という視点から考えると、広く多くの株主との対話を可能とするバーチャル株主総会をむ

しろ基本形にしてもよいのではないか。

そして、通信障害対策に関する要件については、会社法で規定されることは、個社により事情も異なるので行うべきではないと考えている。一方で、通信障害が発生した際の決議取消リスクのおそれが利用の妨げになる可能性もあるので、決議取消事由の範囲を限定するセーフハーバールールを設けて、その通信対策実務を指針等で示すことが考えられる。さらに、その他検討すべき事項について、通信障害等が発生した場合に備えて、通例、バーチャル開催の予備日が設定されるが、実際に日本全国大停電や大規模通信障害が発生した場合には、翌日や翌々日に停電や通信障害を復旧できない場合も想定されるため、少し細かい話にはなるが、例えば、本社等でのリアル総会の開催が許容されるような明文規定があるとなお望ましい。例えば、配当権限が取締役に委譲されていない会社で、バーチャルオンリー総会を開催して不可避的な通信障害が発生してした場合、配当議案が宙に浮いてしまう問題点もあるので、この観点からもリアル総会の開催で配当議案を承認することを許容する必要性が実務上ある。

**【宮地委員】** 株主総会に役員として十数年ずっと出席し、IRもずっと毎年何十回も行っている立場から意見を述べる。

IR活動にしても過去とはかなりやり方が変わっている中で、株主総会だけが旧態依然とした昔のやり方にとらわれ過ぎてしまっており、日本企業の生産性の低さの象徴的出来事というような気もしている。皆さんおっしゃっているとおり、既に議決されている中で、個人株主の方たちはそれすら知らずに、総会で決まっていると思って参加されている方が相当数いらっしゃることは間違いない。それで、拍手いただいて、議決権行使状況と併せてこれは決議されましたと言うのだが、実際に参加されている方の議決権総数は恐らく議決権の1%あるかないかというのが大企業の普通の状況と認識しているので、この議事の進め方は一体何だろうと疑問に思うことはある。既に議決されていると議決権行使の状態を伝えた後に、必要であれば個人株主様との懇談の場のような形で、直接経営者と個人株主の方が触れ合うという場にするのがよほど現実的な解だと思う。多くの企業が株主総会にもものすごい労力をかけているので、ホワイトカラーの生産性という観点から見ても非常に無駄な気がしている。昔からの株主総会対策として、どういう質問が来ても問題ないように全て準備することにかかるホワイトカラーの労力は莫大であり、総会が終わったときに、準備に携わって来た大多数の若い社員が、労力をかけた虚しさを感じているのではないか。要するに株主総会とは何なのかということをやっと考えるべきよきタイミン

グと思う。

そういう意味ではバーチャルオンリー総会がだめな理由はほぼ分からない。有事の際の過度なバックアップなども考え過ぎではないか。万々がーの場合だけ保障しておけばよく、あまり厳格に要件化すると、恐らく社長以下幹部全員が、前のおり総会をリアルで実施したほうが楽ではないかと流れてしまう。そのため、要件は割と緩い決め方のほうがいいと思う。むしろ少なくともハイブリッド型、あるいはバーチャル型のほうが推奨されて、移行を促すようにしていかないとなかなか変わっていかないだろうし、総会の本質には迫りにくいと思う。

次に、事業報告書、有価証券の一体開示について。これから有価証券報告書の中に非財務情報等が加わる。この流れからすると、開示の時期を総会前に持ってくるのは、今のままだとおよそ難しい。有価証券報告書が総会の直前に開示されても意味がなく、議決権を行使するタイミングで出さないとあまり意味がない。どうしても一体開示をやるのであれば、総会を後ろ倒しにすることが一番現実的な解だとは思う。ただし、本当に一体開示を誰がそんなに強く求めているのということは結構疑問でもある。投資家とは日常的に会話をしているが、有価証券報告書の開示が遅いから困ったという声は余り聞かないので、本当にプライオリティがそこまで高いのかは若干疑問である。

**【西村委員】** 私からは、企業経営者の観点を踏まえてお話をさせていただく。前回、会社法改正に関する検討項目に追加をいただきたいということで項目を述べさせていただいたが、加えて、今回、詳細な改正イメージを記載したものを添付資料として提出している。後日、議事録と一緒に公表していただけるとお伺いしているので、できればぜひお読みいただければと思う。

その具体的な追加いただきたい内容は、事務局資料 92 頁にあるその他に集中している。幾つか申し上げると、例えば、英国のように、会社法に多様なステークホルダーに配慮する旨の条文を追加していただく、いわゆる株主提案権の保有比率要件について現行 1%のものを英独と同水準の 5%に引き上げる、また議決権 300 個ではあまりにも安過ぎるため日本株の現状の水準やドイツの金額要件等も勘案して、例えば 8,000 万円程度に金額水準をつけて変更する、また臨時株主総会の招集請求権について保有比率を 3%から英独と同じように 5%に引き上げるということも御検討いただければと思う。

さらに、過去の日本企業の付加価値の分配状況を見ると、今まで企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上というコーポレートガバナンス改革の趣旨が必ずしも達成され

ていないのではないか、むしろ株主への配当だけが結果増えてしまっているのではないかと考えている。一橋大学の伊丹名誉教授によると、日本の資本金 10 億円以上の大企業は、バブル崩壊直後の 1992 年度は、配当額が 2.8 兆円、これに対し設備投資額は 28.2 兆円ということで、配当は設備投資額の 1 割程度であった。2012 年には配当額が 10.6 兆円、これに対して設備投資額が 17.6 兆円と、これは 6 割に達してきているが、その後、足下、2022 年度は配当額が 24.7 兆円、一方、設備投資が 22 兆円ということで、設備投資を 1 割以上も上回るような状況になってきている。また、大企業の人件費に占める配当額の割合は、2001 年頃まではせいぜい 6 % 程度であったが、2022 年度の配当の人件費比率は 47%、ほぼ半分まで来ている。なお、非上場が多い資本金 10 億円未満の中堅中小では、このように配当に偏重しているという動きはない。そういう点から、コーポレートガバナンス改革が一体、現状から見て何であったのかということについては反省しなければならないのではないかともし、いわゆる稼ぐ力と言ったときに、本当にこれでいいのかというのは感じているところ。

また、さらに日本版ウルフパックと呼ばれる問題も非常に重要。この点、我が国の制度では、欧州諸国のように議決権停止などの罰則がないということについても問題ではないかと思っている。また、近年、株主提案件数は過去最高を更新し続けているが、株主提案の中には、個人株主からの濫用的な提案、あるいはアクティビストからの目先の株主還元や短視眼的な事業戦略に関する提案もある。

現行法の株主利益最大化原則が必ずしも株主の目先の利益を追求することを容認する解釈ではないという見解はもちろん承知しているが、先ほど来申し上げているように、株主への配当ばかりが出てきた状況を考えると、我が国の会社法に明確な条文を追記することも必要ではないかと思っている。

このような問題意識から、関経連としては、我が国の会社法にマルチステークホルダーの理念を条文として明記すること、さらには、株主提案権、あるいは臨時総会の招集請求権、そして、別添資料にはまだ記載はしていないが、例えば業務調査役の選任請求権といった少数株主権が、我が国では欧米諸国と比較して提案できるハードルが極めて低く、さらに内容も幅広いのではないかと考えるため諸外国と平仄があう水準まで引き上げるということを考えてはどうかと思っている。

事務局案に対する今までのコメントに加えて、いろいろ記載されている論点、これは大変重要なテーマであり、ぜひ進めていただければと思っている

それから、実質株主の透明性、実質株主の調査について。法制度上の整備によって、実質株主を調査する法的権限を信託銀行あるいは常任代理人と言われる銀行、証券会社に与えるだけではなく、いわゆるグローバルカストディアンや海外投資家に回答義務を付与することで、実質株主が確実に把握できるようお願いしたい。

さらに、事業報告と有価証券の一体開示について。実務的な負担軽減に関して、今、63 頁に一体開示の概要の記載があるが、現行では企業の株主総会の招集通知に対しては会社法の事業報告を添付している。ただ、招集通知の電子化が今進みつつあることを踏まえると、一体開示に完全に移行するかどうかは別にして、例えばホームページで公開している株主総会招集通知に対して、いわゆる決算短信をそのまま張りつけることによって、いわゆる事業報告にかえるというような形になるとよい。我々は、この記載にあるように、短信をつくって、招集通知をつくって、それから有価証券報告書をつくっているが、大変簡素化されるということだと思うので、ぜひこの件についても御議論いただければと思っている。

**【伊藤委員】** ありがとうございます。私からは二点申し上げたい。ただし、一点は言及するにとどめ、主にもう一点についてお話しする。

一点目は、前回議論されており今回の議論のテーマではないので、触れるだけにしておくが、指名委員会等設置会社をもう少し使い勝手よくするにはどうしたらよいかは、並行して、日本取締役協会でその検討会がされている。私も一昨日、自分の意見を申し上げて、かつ、経済産業省も聞いていたので、今日はこれ以上は申し上げない。

私が今日申し上げたいのは一体開示について。私も関わり、かつて、持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会から「対話先進国に向けた企業情報開示と株主総会プロセスについて」という報告書が出ている。今日の資料にも触れられているが、その報告書によって、当時まだ差異があった有価証券報告書と事業報告の内容、に大きな差異はほとんどなくなっていると思う。言うまでもなく、稼ぐ力を高めるというのが今回の研究会の大きなテーマである。それとの関係で言えば、投資家からリスクマネーが企業に円滑に、あるいは潤沢に入ってくるということが非常に大事で、そのためには企業と投資家との質の高い対話が行われて相互理解が深まるということが必要だと思う。以前議論したときも、一体開示というのはテーマであった。今、一体開示のテーマが再び出ているということで、これはやはりある意味では積年の懸案事項だったと思う。日本の制度は、海外主要

国と比べてみると独特、あるいは場合によっては、見方によっては特殊なものになっていると思う。米国の年次開示に関する実務と制度では決算日の大体4か月ぐらい後に株主総会が開かれているし、SECへの提出書類である法務点検を組み込んだ年次報告書が決算日後50日前後で出ていて、英国も60日前後である。基準日は総会から50から60日ぐらい前にされているし、招集通知は、実態、実務としては総会の40日前に通知はされていると思う。こういう海外の実務と比べても、今では情報内容は事業報告と有報では違いがなくなってきたので、似たような情報が違う形式、あるいは違うタイミングで提供されるということは、対話を深めていくということにとっては、私は不都合な現実だと思う。有報を投資家は見ているのかというのはよくなされる質問だが、総会前には現実には見られないので、有報を見て議決権行使ということはあまりされていない。アクティブ投資家で、様々な投資家に聞いてみると、有報というのは非常に大事である。適時性ではなくて確報性という観点からも非常に重要だという声があるので、やはり円滑な建設的な対話をするには、有報が総会の大分前に開示されるということが日本にとっては大変重要だと思っている。資料でも触れられているが、会社法の監査と金商法の監査は時間軸なりが違っている。先ほどもおっしゃられたように、有報はますます非財務情報、サステナビリティ情報がどんどん組み込めるようになってきている。会社法上の監査を全部有報の全体の監査というわけにはいかないのだから、会社法の監査は有報の中の一定の範囲内のところでとどめればいいのかと思う。一体化というときには、具体的な意味、具体的にそれをどうやるかが当然想像度高く議論される必要がある。3つぐらいやり方はあって、一つは組み込み型で、一つの書類で開示された情報内容をそのまま別の書類に組み込むというやり方。先ほどの法務点検アニュアルレポートに組み込むという米国のやり方は恐らくこれに当たるのと思う。それからもう一つは、ちょっと奇異な表現だが、調和溶け込み型と言っており、一つの書類で開示された情報内容を別の書類の開示情報として活用するという。それから三つ目は統合型で、まさに書類を一体化して、同じようにして、同一のタイミングで開示するというやり方がある。これから進めていくであろう一体化を具体的にはどのように進めていくのか、どういう方法で実行するのかということは今後大いに議論されるべきだと思う。これに伴って、資料の75頁で、もう少し現行の決算日より遅れた形で基準日を設定して、6月末ぐらいに有価証券報告書を開示して、株主総会、これは前から議論されているが、3月決算で言えば、6月中下旬ではなくて、1か月遅らせた7月中下旬頃とすると、大場さんも冒頭言われていたように、株主総会の開催日

を分散させるということにも寄与するのではないかと思う。会社の人事異動は6月末でやるという実務はあるかと思うが、実務上何らかの工夫をしていただければいいと思っている。

【宮島委員】 私からは四点ほど指摘させていただきたいが、あまり実務に通じていないので、具体的な点についての提案というよりも、経産省側の原案に対する私の意見を幾つか述べることとなります。

一点目は、バーチャルオンリー株主総会に関しては、基本方向、コスト面から見ても、参加者の拡大という面から見ても強く賛成するというので、バーチャル化をぜひ進める方向でいくという案に賛成します。同様に、社債権者のバーチャル化についても賛成ですが、社債の利用が乏しいことの原因がコベンタの付与が乏しく、そのためにバーチャル化が必要とされているのは、位置づけがやや過大かと思います。バーチャル化自身に反対するものではなく、その方向で進めていいと思う。しかし、大場委員も言われていたことと関連するかと思うが、社債の利用が乏しいこと自身の問題、原因というのはもう少し本質的なところで別にあるので注意が必要という印象を持った。

二点目は、事業報告と有価証券報告書の一体開示について。これも一体開示が望ましいということでは、投資家の情報収集という観点からも、企業の資料作成のコストの観点からも合理的ということで、これもその方向は基本的に賛成します。細かい点は置いておき、これが今までうまく進んでいないことを捉えた上でどういう方向で考えていくかといったときに、決算日、株主総会日が動かせない点はかなり大きな問題になっている。引き続き動かせないものとして考えていくか、それとも一体化を進めていく上では、特に株主総会の集中開催をなるべく分散の方向に進めていくのとセットにして考えていくのかで、考え方分かれるのではないか。所与の状況は経緯があって、変更するのが非常に難しいということになると、技術的な形でどのように一体化を進めていくかというのが争点になるかと思う。しかし、そもそも総会が集中しているところ自身に、特に投資家から見ると分析の時間が乏しいという問題があるので、この問題はセットにして考える方向が望ましいというような印象を持った。

それから、三点目は株主総会の意義について。この点に関して、基本的には通常の株主総会が実質的に合議体として機能していないという認識は共通に持っている。平時について、株主総会について合議体として機能していないという認識だが、プロキシファイトを用いるような有事の場合についてはこれと違った見方を取るという考え方に賛成する。そ

いう意味で、82 頁の B 案に賛成で、実態に合わせた形で、実質的に合議体になっていないものを合議体であるという想定で制度設計していくというのは基本的には取らない。ただ、平時と有事を一定の明確な定義によって区別して、それで有事については合議体とする側面あるという認識で制度設計するという立場に賛成です。

最後に四点目として、今後議論していただきたい点ですが、長期株主保有の優遇や、株主提案制度の見直しについては、現在起きている問題からすれば、本格的に検討すべき問題なのだろうと思う。長期株主の存在が経営の安定を支える側面あるというのは広く認められていると思うが、これまでの経緯から、少額、会社が相互に持ち合うような株主相互持ち合いが経営者のエンタレチメントの温床になるというのは、指摘も多いし実証的な結果も出てきている。基本的にはそれが長期保有の株主の今後の方向にはなり得ない。他方で、例えばテークオーバーディフェンス等を見ると、機関投資家の買収防衛策に対する議決権行使の基本姿勢はやや機械的に、反対として対応するというものになっているので、事前的な買収防衛策は現在非常に採用しづらくなっている。そういう意味で、世界的に展開するようなグローバル企業の株式所有構造は 6 割とか 7 割、機関投資家が持つという状況になっているため、外側の圧力に対してかなり狭い、十分な備えがないという状況になっている。そういう状況のもとで長期保有の株主をどのように育てていくか、優遇していくかというのを考えるというのは非常に重要な点で、ぜひ新しい仕組みが必要だと思われるので、ワイドオープンな視点で今後考えていく必要があるのではないかと考える。

同じように、多様なステークホルダーの配慮ということで、西村委員からも御説明があったように、現在、資本効率の向上が一方で求められる中で、他方では持続的成長の実現というのがもう一つの課題である。二つが並立されているが、常に両立する関係であるとは限らなくて、それがトレードオフになる、対立するような関係があるというのが現状目立ってきていると思う。この問題をどう処理するかという点に関する原理が明確でなく、アドホックな対応が取られる側面があるので、これを原理的なところでもう一度見直すという意味では、会社法の目的の部分に立ち戻ってこの問題を考えていくというのが重要かと思う。それとの関係で、西村委員の御意見にもあったが、現在、R & D 投資、あるいは人的資本への投資、あるいは実物投資が、改革にもかかわらず一方で進んでいない。他方で、自社株買い、あるいは配当が 2015 年以降急速に拡大しているという現実が進んでいるので、これをどう解釈するかというのを併せて考える必要があると思う。ただ、その場合に、先ほどおっしゃられたように、投資と配当を比べるという議論は少し慎重であ

るべき側面があって、言うまでもなく、配当は利益から分配されていくもだが、人的投資、R & D含めて利益が計算される前の費用として計上される性格のものである。全般的に、例えばアメリカでもS P 500だと、投資と比べると還元が多いが、非S P 500の企業であれば、投資のほうが還元よりも多いという事実が実証的にも示されている。問題になるのは、一旦株主に戻った部分が成長企業に再投資されていくというような循環のメカニズムが経済全体としてでき上がっていけば両立するということなので、この問題も含めて稼ぐ力を高めて、それを分配と並行させながら進めていくという方向がどこにあるかという点を今後検討していく機会が持てればと思う。

**【小林委員】** まず、バーチャルオンリー株主総会については、そもそも株主総会の在り方と併せて考えていく必要があるのではないか。バーチャルオンリー株主総会はより広い株主に総会への参加を広げていくという意味で、私は認められるべきであると思う。通信障害については、必要なバックアップを取っておくということだが、全てをコントロールできるわけではないので、極端に厳しいものにすると結果的にはバーチャルオンリー株主総会を選択する企業が減ってしまう。したがって、例えば事前に決議の賛否が確定しているようなケースにおいては、通信障害についても、一般的な配慮がなされていれば大丈夫なような制度にする。一方で、選択企業によって都合のいい質問が選ばれてしまうのではないかという懸念については、質問は100%公開をしていくということで対応すればいいのではないかと思う。一方で、株主総会の在り方について、バーチャルオンリー株主総会を認めた場合、特に現行の株主総会のメリットである個人の株主が直接経営陣と対話できるという貴重な機会が阻害されるというのであれば、株主総会という形を取らなくても、別途違う形でその個人株主と経営者の懇談の場を設けることもできると思う。いずれにしても、株主総会に出席するたびに、企業が株主総会開催に関して使っている金銭的、あるいは人的リソースがここまで必要なのかと疑問に思っている。株主総会の在り方とバーチャルオンリー株主総会を併せて考えていく必要があるのではないか。

二点目が一体開示について。私自身は一体開示については進めるべきと考えている。一方で気をつけなければいけないのは、今、非財務情報の開示と補償の議論というのが行われている。事務局資料の63頁には、「一体開示を通じて開示書類作成をする効率化・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」とあるが、今の段階では各企業とも非財務情報の開示、補償について、どのようにしたらいいのか、あるいは今議論されているようなタイミングで本当に対応できるの

かと懸念を持っている。一体開示の促進については企業の声をしっかり聞いて、今後のタイムスケジュールをつくっていく必要があるのではないか。

【岩田委員】私からは二点お話ししたい。

まず一点目はバーチャルオンリー株主総会について。株主の権利を守るという観点から、私は、株主総会の在り方としては、非常時のときと平時のときに分けて企業は準備をするべきと思う。非常時のときというのは、大規模な感染症が拡大しているとき、あるいは大規模な災害が起きたときなどだが、このような事態に備えてバーチャルオンリー株主総会が開催できるように、あらかじめ準備、備えをしておくということが大事かと思う。それから平時は、理想的にはハイブリッド型が望ましい。遠隔地の株主、あるいは時間のない株主、さらには複数の会社の株を持っているが同じ日時に株主総会が開かれるといった株主の利益を考えると、オンラインでも参加できるということが望ましい。ハイブリッド型で問題なのは、参加型と、出席型の問題。要は質問や議決権行使がその場でできるという参加型を導入している企業は、私が知る限りは本当に少なく、ハイブリッドを導入しているところの大半はそれらができない出席型である。株主の利益からいけば、できれば参加型のハイブリッド型にするべきであると思うが、参加型の移行が進まないというのはバーチャルオンリー総会と共通した課題があるからであると思う。その最大の課題というのは、やはり通信障害が万が一発生したときの議決権取消しのリスクである。資料の 29 頁にあるように、企業が通信障害対策を十分に行っていた場合については、議決権の取消事由の範囲を限定して、故意又は過失に限るということを検討していただければと思うし、事前の議決権行使の結果で賛否が決まっているようなものについては総会での決議は不要となるというような手当てもしていただければ、このバーチャルオンリー株主総会だけではなく、参加型のハイブリッド型が拡大するのではないかと思う。その際、何をすれば通信障害対策として十分行ったことになるかについて、これは具体的には企業によって様々だと思うが、17 頁の左側にあるように、産業競争力強化法上の確認に際して今使われている審査基準が参考になると思う。これらはあくまでも例示であると思うが、例示としても見直していただいたほうがいいと思われることもある。例えば、オンラインで参加する株主数を想定してサーバーや回線を増強することは当然企業がやるべきことだと思うが、予備回線を用意することは負担が大き過ぎるのではないかと。また、インターネットを使えない株主のために機器を貸し出すことは、株主数の多い企業にとっては非現実的な選択肢で、例示としても不適切。一方、オンライン上のトラブルが発生したときに備えて専

用のコールセンターを設けることなどは例示としても示してよいのではないか。以上がバーチャルオンリー株主総会について。これはバーチャルオンリーだけではなく、参加型のハイブリッド型の株主総会を促進するための問題でもあるということを申し上げた。

二点目は事業報告書と有価報告書の一体開示について。意義は、企業の開示負担が今非常に重くなってきているので、統合していただければそれが軽減されるということ。そして株主にとっても情報が一元的に把握できるということ、それも株主総会の前にそれが得られるということはメリットが大きいと思う。事務局の資料で課題として挙げられている事項は、私はそれぞれあまり大きな問題ではないと思っている。まず、71 頁にある監査役等の監査対象が不明確という問題については、一体化された文書全体について監査対象が及ぶのが当然であると考えている。というのは、監査役の義務・役割というのは、会計監査についてはみずからが会計監査を行うのではなく、会計監査人の監査の方法と結果の妥当性を判断するということが監査役の義務であること、また、そもそも監査役は業務監査の責任もあるので、監査対象が一体化された文書全体に拡大されるとしてもその負担は問題ではないと考えている。同じ頁に株主総会資料の書面交付請求に関する事務負担という記述があるが、これも、負担が増えることは事実だが、許容範囲であると思っている。74 頁に進むと、取締役の選任の時期の遅れについて書かれているが、3月決算の会社では、執行役や執行役員の人事は、取締役の人事は切り離して、4月1日で行っているのが実態であるから、取引先等からの苦情が出てくるとは全く考えられない。また、同じ頁に配当の支払いの遅れについての記述があるが、これは取締役会で配当を決めることができるようにする、あるいは配当基準日を後ろにずらすということで対応できると思う。最大の問題は株主総会の日程の問題であろうかと思う。現状を見ると、一体化文書を準備するのであれば、6月の株主総会には間に合わないという企業が多いと想定され、議決権行使日、株主総会の日取り、これを後ろ倒しにすることが必要になる。後ろ倒しにすることについて、これは法的な問題は何かないのだが、株主総会はできるだけ早くやったほうがいいという根強い常識みたいなものがある。これは、法制度上の問題ではなく、実務慣行上の問題である。したがって、政府や東証その他関係する機関が、株主総会を後ろ倒しすることについて、これをよしとするものの雰囲気醸成する、さらには例えばコーポレートガバナンスコードなどでそういうことも明記するなどによって企業の意識を変えていく、それに尽きるのかなと思う。

**【神作委員】** 私からも二点コメントさせていただきたい。

第一は、今日様々な委員の方が言及された一体開示について。会社法上の事業報告とその計算書類を金商法上の有報と一体化する、そしてそれに伴い株主総会の開催前にこれらに記載された情報が提供されるようになることはいろいろな観点からメリットがあると思う。計算書類と財務諸表の一体化とともに、会社法上の会計監査と金商法上の監査人監査を一体化するということも望ましい。さらには、会社法上の内部統制制度と金商法上の内部統制制度も、現行法のもとでは両者の関係について整合的に理解するのがやや難しい面があると思うので、併せてその両者の関係を整理してはどうか。そもそも伊藤委員が先ほど御指摘されておられたが、日本のように、会社法と金商法で二元的な計算開示制度を採用しているという国は比較法的には極めて珍しいと認識している。事業報告等と有報の一体化及び監査の一体化が実現すると、次のようなメリットが期待される。第一に、開示書類作成の実務が効率化・合理化することが期待される。第二に、監査実務も合理化・効率化することが期待される。また第三に、事業報告と有報の一体化により開示と総会との間に一定の期間が確保される。開示される情報が総会前に、しかもある程度の期間を確保して提供されることは、スチュワードシップ活動及び機関投資家と投資先企業の建設的な対話をさらに豊かにし、企業の成長に結びつく可能性が高まると思われる。会社法における計算や開示関係についてだけでも、例えば事業報告等と有報を一体化する対象をどうするか、また、一体化するとしてどのような手法で一体化するか、監査についてはどのように一体化するか、監査役等の監査の対象をどのように画するか、セーフハーバールールなども含む虚偽記載等の場合の取締役等の責任ルールやエンフォースメントの在り方など数多くの論点があると考えられる。また、株主総会関係では、基準日制度や書面交付請求権の対象やその在り方なども深く関係してくるであろうし、場合によっては、これを機に、本日アジェンダに挙げられているような株主総会制度の根本に関わるような制度の見直しも議論の対象になるかもしれない。また、本日の議論の対象ではないが、言うまでもなく、会社法だけではなく、金商法上にも様々な検討すべき論点が発生する。現在、金融庁で議論されているサステナビリティ情報開示と保証が法制化され、実施されるようになると会社の計算開示と株主総会に係る現在の実務はかなり大きな見直しをせざるを得ないのではないかと拝察している。また、それによりスチュワードシップ活動やエンゲージメントの在り方にも質的な変化が生じ得るように思う。この機会を捉えて実務的にワークするかという観点を常に念頭に置きながら、合理的で円滑な事業報告等と有報の一体化に関する制度設計と実務が確立することを願っている。

第二は社債権者集会について。社債権者集会についても、株主総会と同様にバーチャル化を進める方向で議論していただければと思う。また、本日の資料では、株主総会の在り方について、先ほど述べたように、本質的な論点が挙げられているが、同様に社債権者集会の在り方についても、少なくとも中長期的には根本的な見直しをするということが考えられる。社債権者による集団的意思決定の在り方については、そもそも集会制度が必要なのかという観点も含め根本的な観点から議論する余地がある。私は、社債権者集会の集団的意思決定の在り方については、理論的には株主総会よりもさらに一層柔軟な制度設計をすることができるのではないかと考えている。

**【武井委員】** まず、本日の大きなテーマは稼ぐ力の観点から見たときに会社法がどう見えるかについて。企業の稼ぐ力、イノベーションを起こそうというのが大事というのであれば、重要なのは、企業にとっての決められる力だと思う。イノベーションを企業内で起こすにも様々な反対派がいる。その中で、企業は前に進んで決めていなければならない、調整しつつも決めていかなければならない。なので稼ぐ力の実現には企業の決められる力が重要である中、そうした観点から見たときに、現行会社法は昭和時代から変わっていない規律で問題があるものが多い。典型的なのが、全員一致という規律で、これがまだまだいっぱい残っている。これは民法の特別法であることからの名残でもあるが、全員一致ということは、要は一人の人が拒否権を持ってしまう。その瞬間、物事が決まらないし前に進まないということである。こういった規律は、本当に企業に挑戦してほしい、イノベーションしてほしい、稼いでほしいというのであれば、横串を刺して徹底的に横断的に、その必要性和合理性を検証して見直すべきである。

この点と関連するものとして今回のレジュメに出ているものが二つあって、一つ目が書面決議である。書面決議をするのにすら全員一致が必要。全員一致ということは、一人が拒否してもだめ、その人がつかまらなくてもだめ、連絡不能でもだめ。こんなことで本当に物事が前に進むのかということなので、全員一致系の書面決議も当然見直すべく議論すべきである。

二つ目が、427条の責任限定契約である。この根っこは会社法424条で、役員ของบริษัทに対する任務懈怠責任が全株主の同意がないと免責できないというもの。この余波があって、今、427条の射程が狭い。でもこんな法制のもとで企業が挑戦できるのかということを実際に考えるべきであって、特に427条に関しては、これだけアニマルスピリッツを発揮してほしいというときに、また外人の経営者の方にも来てもらわなければいけないとい

うときに、どんな軽過失でも青天井で全責任負うのか。それで本当にうまく挑戦が起きるのかという問題である。故意・重過失があるときには青天井の責任のままであり、対象が軽過失の場合に絞られている。また軽過失の場合ですら自己負担額がある。現行法制では、定款変更を経由しなければいけないわけなので、要は株主の絶対多数が、「業務執行役員の方にも責任限定契約を行って良い」と言っているのに、なお会社法が禁止している状況である。本当にそこまで法律が禁止する合理性があるのかというのは、企業の成長性に照らしても問題。これも全員一致の名残で、そういうことまで法律が禁止していることで本当に企業でイノベーションや挑戦が起きるのかということを根本的に考えなければならぬ。加えて、さきほど大内さんもおっしゃったように、ボードの中でその責任限定契約がある人となない人が分かれているというインセンティブの問題もある。この点も含めて、今回、責任限定契約も、全員一致ルールの見直しの中で横串刺して見直すということをするべきである。

あと今日のレジュメにはないが三つ目が違法配当の責任。これも株主全員一致での免責であるが、様々な形で株主還元が増えている中で、今の相当厳しい責任を見直すべき。

四つ目が、これは前にも出たが、代表訴訟の単独株主権による提訴権。これは一人の株主が提訴という業務執行行為までできるというものである。拒否権の場合は一人が止める話だが、こちらは一人が業務執行まで完遂できてしまうということであり、会社全体に影響がある行為を一株主ができてしまうということ。従って、単独株主の拒否権よりもこちらのほうが弊害が大きい。会社利益を損なう行為であっても、一株主が全部できてしまう。それもあって、大半の国は、会社利益を損なうかどうかという機軸で審査がされる制度設計となっている。会社の利益を損なうかどうかはなかなか裁判所による司法判断が難しいことはどの国でも変わらないので、先ほど大内さんの話にもあったが、ボードが一定の関与をした上で、それを裁判所が判断するという仕組みを取っている。

なお代表訴訟の単独株主権に関しては、昔はこの424条の免責の全員一致とリンクして単独株主権ではないかという議論もあったが、現時点では多重代表訴訟制度の導入等を含めて、この424条の全員一致と株主代表訴訟の単独株主権のリンクは切られてある。したがって、株主一人が何でもできてしまう。まして、今の一人ということはまさに100万分の1とか1,000万分の1の人が一人でも納得しないと物事が止まる、あるいは一人で会社利益に損なう行為でも完遂できてしまう。こういう法制で果たしてイノベーションが進むのか。今本当に会社法の方でも挑戦が求められる。企業にイノベーションを起こしていた

だきたいというのであれば、制度設計のほうもイノベティブに考えていくことが必須であり、昭和時代の商法の前提を、この全員一致ルール系の話を全部横串を刺して棚卸しをして見直すべきである。以上が一点目である。

二点目が、ボードを活用する制度設計について。昭和時代はマネジメントと株主総会の二層構造なので、マネジメントの利益相反等の問題に関して最後止めるのは株主であった。それもあり、株主総会が何でも決めろとか、何でも決めやすくしようというのを前提で昭和時代の改正ができています。昭和 56 年改正などがそう。でもこの前提は 40 年たって前提が大きく変わりつつある。特に前回、令和元年の会社法改正で社外取締役を強制し、ボードの見える化をしたので、あと 10 年間のガバナンス改革で、このボードを活用する制度設計をまじめにやらないと本当に経済成長はしないと思う。株主は企業価値向上のために何の法的義務も負っておらず、法的義務を負っているのはあくまでボードとマネジメントである。それにも関わらず、株主が決めれば企業価値が向上するような立てつけ自体がおかしい。昭和時代はボードが見える化していなかったもので、どうしても様々なマネジメントの利益相反等の処理を最後は株主で受けて制度設計されてきたが、ボードをもっと活かす形で根本的に今回制度を見直すべきである。この観点からの各論が山ほどあるが、その一つが株主提案権である。とにかく最後は何でもかんでも株主総会に挙げないといけないという発想があるから、300 個であっても全部アジェンダにして株主総会で決めるべきという話になっている。これもおかしい。300 個と言うと多くの上場企業にとって 100 万分の 1 とか 1,000 万分の 1 の提案。そんな 100 万分の 1 の人からの提案に対して、会社が会社全体のリソース、株主全体のリソースを割いて慎重なプロセスを経て全部細かく対応することを強制するのか。会社全体のリソース、株主共同の利益の観点からも壮大な非効率を強制している制度であることに根本的に目を向けないといけない。その意味で、株主提案権にしても、ボードが既にある形の中で何でもかんでも株主総会が決めないと回らないという前提を覆すという中での問題でもある。これも昭和時代の前提からこうなっている制度なので、ガバナンスコードや令和元年の会社法改正も経てボード改革がちゃんと進んでいる中で本当に成長する、イノベーションする企業、決められる企業になるという観点から、今の会社法が相当遅れているという問題意識を持って令和元年の会社法改正のアップデートとして直していくということをやすべきである。

三点目が株主総会の在り方について。この株主総会の在り方を変えるに当たって大きな根拠は、今の株主総会で何でもかんでも決めるべきという話に絡むが、バーチャルオン

リー総会を会社法で規定することになると、ネット、デジタル化ということをも今回会社法で初めて規定されることになる。そしてこの初めて書くというタイミングが重要で、このタイミングで、株主総会の在り方ということも併せて考えていくべき。その意味で、これは中長期的な課題でなく、バーチャルオンリーを含め会社法にデジタルという話を株主総会に入れるのであれば、総会の在り方も、今回、根本的に考えないといけない話だと思う。特に大きな点が、リアル出席とネット出席では起きることが全然違うということであり、デジタル社会というのはリアルが想定していた事象と全く異なる、様々なことが起こるということである。ネット出席はリアル出席とは違うので、一斉に複数社、100社とかに同時に出席できる。そこに同時に一斉に、「議長替われ」とか、「自分を役員にしろ」とか、そういう動議を一斉に出せる、こういうことが起きてしまう。DXというのは便益が高まるのと弊害が大きくなるのと両方を同時にハンドリングすることが必須であり、ネット出席による株主が享受できる便益を制度で取りにいくのであれば、ネット出席について弊害防止措置もリアルよりも強化した法制度を設計することが必須である。これは単にネットの通信障害とかについて法的瑕疵をどうするとかの話ではない。ネットによる便益を株主に与える以上は、ネットに伴う様々な弊害防止措置も一緒に手当てする形で制度設計しないとだめである。そういう意味で、今回、バーチャルオンリー総会という形でネットに関する株主総会の規律を会社法で正面から規律するタイミングである以上、この株主総会の在り方も根本的に議論しなければならない。資料に出てきている当日までに賛否が決まっているという話にも関連してくるが、米国においてバーチャルオンリー総会が成り立っている重要な前提である、冒頭決議型を認める制度整備も考えるべきである。

今の基本的な点の他に、関連する細かい各論が三つある。細かい話から入ると一つ目が、さっきの予備回線等の話。ざっくり言うと、この手のDX系の話をも事前規制でやったら絶対時代遅れになり、規制として絶対おかしくなる。御省もまさに提示されているようにアジャイルガバナンスの発想で制度設計をすべきであって、事前に決めるのはやめたほうがいい。技術進歩が早い世界で、幾ら法務省令という形であっても、これをしなければいけない、あれをしなければいけない、とDX系の話をかっちり事前に決めるのはやめるべき。二つ目が、当日までに賛否が決まっているという話に関連するが、ネットの総会では出席概念の考え方も変えなければいけない。要は、今までのリアル出席では当日来ればそれまでの書面投票は吹っ飛ぶ。しかしネット出席についてはどういう場合に書面投票が吹っ飛ぶのかは白地で改めて設計士直す必要がある。当日の朝ログインした瞬間に吹っ飛

ぶのかというのは変えないと、何となくログインしたら、自分の事前に書面投票が吹き飛ばすというのはいろいろな意味でおかしい。この点も、今のリアルの総会での考え方を変えなければならない点である。三つ目が、バーチャルオンリーとハイブリッドの出席型とを同じ議論で処理すべきでない。ハイブリッド出席型はリアルの総会の場合があり何か行いたいかたはリアル総会に出席できるので、ハイブリッド型出席型のネット出席についてはバーチャルオンリー型総会と権利を同じような改正をするのではなく、別の議論をすべきである。以上が総会関係について。

最後に四点目で一体開示について。これは本当に重要な論点で、まず小さい論点を二つ述べる。一つ目が書面交付請求権について。これをなくさないとい体開示は無理だろう。書面交付請求権を一体開示のためになくすのはさっておき、一体開示を進めるのであれば、なくさざるを得ない。紙の印刷作業等の関係上、事業報告がどうしても薄っぺらくなるので、書面交付請求権は維持するのが難しい。二つ目が、皆さんおっしゃっているが、この話はやはりサステナ開示の話を見据えてやらなければならない。サステナ開示で有報の記載事項が広がり、保証制度も入るとなると、有報提出の時期がさらに延びることを前提に考えないといけない。

有報の総会前開示は様々な社会の中での安定均衡を変えるので有形無形の変化が起きるわけで、企業側としてやりたいという気持ちがありつつも、こうした有形無形の変化の結果、株主の方、投資家の方でも様々な意見や不満が出てくる。様々な見方があるという中での調整をしなければならない。そこで本当に前に進めようと思ったら、企業の方が明確に、企業としてちゃんとやりたい、やるべきだというオールジャパンの気持ちが重要になる。その意味で、株主、投資家の方もいろいろおっしゃっていて、ここを変えればあそこが文句言うみたいな「あれを立てればこれが立たず」の話が結構多いので、本当にそれを乗り越えて、企業としてやるべきだという強い気持ちになる意味での環境整備が大事。

その観点からドライバーとなる事項だと思うのが二つあって、一つ目が、さっき神作先生もおっしゃった企業の作成の手間の問題である。要は作成作業、事業報告と有報が1つでいいとか、監査が1回になる。作成の手間に関して1つ追加して2つつくっていると情報のアップデートも必要となるが、アップデート義務も実は企業にとって結構な負担であり、1回になるとアップデートが要らないメリットがある。

また二つ目のドライバーとして、一体開示、有報の総会前開示をすることで、投資家の方が有報前開示でおっしゃっている、有報をきちんと読んで、実質的な議決権行使をす

ることになることである。今いろいろ起きてより悪化しつつある形式的な議決権行使が本当に解消されるのか。この点にまで訴求して制度設計すべき。その観点からたとえば、2017年頃の「5月基準日、7月総会」というアメリカに倣った方法だと実は議決権行使の実質化にはならない。なぜかというと、現行の実務だと名義株主の名簿を締めてから実質株主の紐づけに6週間かかる。なので間が2か月だと、6週間で紐づけしてからの対話が実際にはできないことになる。そういう意味で、有報の総会前開示が形式的な議決権行使の実質化、形式的な議決権行使がなくなるということに資するのかという観点からの議論も一緒に行うべきである。

さらには、事業報告がなくなって有報になるかはさておき、有報の法的責任と事業報告の法的責任のずれは根本的に考えなければならない。特に会社法の世界で、株主が債権者よりも先にお金を取る、もしくは一株主が会社から金を取ることには慎重な法理が基本であるが、これに対して有報の場合は、現行の金商法21条の2で、一株主が流通市場の損害で会社から金を取れる構造になっている。これはアメリカ由来のプライベートエンフォースメントの前提であるが、これをそのまま維持するのか。米国法制は過失概念でなく欺罔の意思、サイエンターまで必要としている。金商法改正をした当時よりもこれだけ非財務情報の開示が有報で広がっている中で、会社法の規律との平仄も見てどうなのかということも、事業報告と有報との統合となると論点がある。役員の責任に関しても、監査役監査の範囲の論点もそうだが、膨大な有報に関して形式的に取締役会にかかっただけで、各役員が相当な注意を払ってなかったといって巨額の責任になってしまうような話だと、開示は萎縮するし、事業報告と有報の一体化に抵抗感が出てくる。一体開示がすばらしい、有報の総会前開示がすばらしいという前提で納得感を持ってみんなで取り組むには、これから様々な論点を丁寧に整理して全部つぶしていくのが重要な環境整備だと思う。

以上

お問合せ先

経済産業政策局 産業組織課

電話：03-3501-1511（内線：2621）