

日本取引所金融商品取引法 研究

第 24 号

2022年2月25日 開催

バーチャル株主総会(産業競争力強化法改正を含む)(1)－実務的検討－

経済産業省 経済産業政策局 産業組織課長 安藤元太

1

2022年3月25日 開催

バーチャル株主総会(産業競争力強化法改正を含む)(2)－理論的・法的論点の検討－

立教大学法学部教授 松井秀征

63

2022年4月22日 開催

会社法・金融商品取引法の最近の判例

有価証券届出書の虚偽記載と元引受業者の免責の可否－エフオーアイ事件

大阪大学大学院高等司法研究科教授 久保大作

107

2022年5月27日 開催

2021年改訂コーポレートガバナンス・コード

学習院大学法学部教授 小出篤

135

2023年3月

株式会社日本取引所グループ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会メンバー（五十音順）

2022年5月1日現在

氏名	所属
飯田 秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田 眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史	同志社大学法学部教授
梅本 剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木 晴彦	広島大学人間社会科学研究科実務法学専攻特任教授
加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口 恭弘	同志社大学法学部教授
北村 雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保 大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出 篤	学習院大学法学部教授
齊藤 真紀	京都大学大学院法学研究科教授
志谷 匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井 正和	京都大学大学院法学研究科教授
洲崎 博史	京都大学大学院法学研究科教授
高橋 陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
船津 浩司	同志社大学法学部教授
前田 雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井 秀征	立教大学法学部教授
松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下 徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
山下 友信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤 一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林 泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

バーチャル株主総会（産業競争力強化法改正を含む）（1）－実務的検討－

2022年2月25日（金）15:00～16:58

オンライン開催

出席者（五十音順）

石田	真得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
舩津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

バーチャル株主総会（産業競争力強化法改正を含む）（1）

－実務的検討－

経済産業省経済産業政策局産業組織課長

安藤元太

目 次

I. 背景

- ・インベストメントチェーンの全体像
- ・株主・投資家との対話を促進するうえでの問題意識
- ・株主総会の在り方を巡るこれまでの取組状況
- ・新時代の株主総会プロセスに向けて
- ・バーチャル株主総会とは
- ・会社法上の整理
(参考) 会社法の解釈に関する国会答弁

II. ハイブリッド型バーチャル株主総会

- ・新時代の株主総会プロセスの在り方研究会
- ・現代における株主総会の意義
- ・ハイブリッド型バーチャル株主総会のメリットと留意事項
- ・実施ガイドで整理した主な論点
- ・実施ガイドの主な内容
- ・「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド（別冊）実施事例集」の策定
- ・ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド（別冊）実施事例集
- ・2021年6月のバーチャル株主総会の実施状況
- ・株主総会のオンライン配信の実施状況
(日経 225 銘柄)
- ・ハイブリッド型で実施する理由

- ・ハイブリッド型に関する企業の課題意識

III. 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の実施意向
- ・株主総会の在り方に関する企業の意見
(参考) 通常の株主総会の会場・運営費用
- ・バーチャルオンリー株主総会実現に向けた政府方針・民間提言
- ・バーチャルオンリー株主総会の創設経緯とその趣旨
- ・制度の概要
- ・制度の詳細
- ・Q&A の主な内容
- ・両大臣の確認に関する手続の流れ
- ・「投資家と企業の対話ガイドライン」における記載
- ・バーチャルオンリー株主総会の実施・定款変更の状況
- ・バーチャルオンリー株主総会を開催した3社の状況
- ・定款変更を行った企業一覧
- ・各企業が示している方針の概況
- ・バーチャルオンリー株主総会の実施状況
(日米比較)
- ・欧米のバーチャルオンリー株主総会との違い

討論

○前田 定刻になりましたので、日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

きます。

本日は、既にご案内のとおり、「バーチャル株

主総会について」と題しまして、経済産業省の安藤元太産業組織課長にご報告をお願いしております。

それでは、安藤課長、どうぞよろしくお願いたします。

○安藤 ご紹介にあずかりました経済産業省産業組織課長の安藤でございます。本日は非常に貴重な発表の機会を賜りましてありがとうございます。

最初に、少し自己紹介をさせていただきますと、我々は産業組織課という部署でして、金融庁、法務省と一緒にコーポレート・ガバナンス関係の政策を立案したり、あるいは役員報酬であるとかM&A に関する税制といった施策を主に担当している部局でございます。

今日、本来ならば、産業組織課だけでなく、企業会計室という株主総会関係の業務を長年やってきた部署と一緒にお話しさせていただき予定でしたが、諸般の事情によりまして、私の方でまとめてご説明を申し上げます。

I. 背景

まず、背景からお話しさせていただければと思います。

・インベストメントチェーンの全体像

改めて株主総会というものがコーポレート・ガバナンス全体の中でどう位置付けられるのかということですが、企業と機関投資家、この両者の間の対話の非常に重要な場であるということがあろうかと思えます。もちろん、そこで議決権を行使して、株主総会での決議事項について決定をしていくということですが、単に議決権行使をするというだけではなく、株主総会、あるいはそこに向けた1年間のプロセスの中で機関投資家と企業が建設的な対話をしていくことが極めて大事なのだろうというふうに思っております。

・株主・投資家との対話を促進するうえでの問題

意識

これまでから経済産業省は、バーチャル株主総会だけでなく、株主総会プロセスに関係するような政策を種々行ってきたところです。どういう問題意識だったのかというと、先ほど申しましたように、株主総会当日に限定せずに、株主とのコミュニケーションというのがますます重要だということでした。

そのような中で株主総会のプロセスについては、正確性と効率性が求められるにもかかわらず、電子化が進んでいないのではないかとということが大きな関心事でございます。総会そのものの電子化もありますし、議決権行使プロセスの電子化、そして招集通知の電子提供、そうした全体について電子化と透明性を高めるということをどのように実現していけるのかを考えてきました。

もう一つ、決算日から3か月以内、つまり6月総会の会社であれば、3月末で決算を締めてから6月末までの間に株主総会を開催することになっていますが、結果として非常にタイトなスケジュールの中で総会が集中をしている。その中で議決権行使のための判断をしなければいけない、総会直前の対話をしなければいけないということで、ややもすれば株主総会における議論や意思決定が形骸化する、空洞化するという懸念がないかということで、様々な環境整備をやってきたわけでございます。

・株主総会の在り方を巡るこれまでの取組状況

これはもちろん経済産業省の話だけではありませんけれども、改正会社法で総会資料の電子提供制度が実現し、あるいは機関投資家・個人株主による電子的な議決権行使が進展するとともに、コーポレートガバナンス・コードの方でも議決権行使のプラットフォームの利用が盛り込まれて、実態として進んできています。

平成29年の税制改正では、申告期限の延長が可能になりましたし、会社法上の事業報告と金融商品取引法の有価証券報告書の一体的開示というところも、記載例の公表というような形で、徐々

にはありますけれども進んできているところでございます。

こういう大きな流れの中で、新しい時代の株主総会プロセスはどのようにあるべきかを考えてきましたのが、ここ数年の動きです。

・新時代の株主総会プロセスに向けて

～新時代の株主総会プロセスの在り方研究会報告書のまとめ～

こちらは経済産業省の研究会の報告書のまとめでして、大きく4点ございます。

1点目は、株主総会の実態に応じて規律の考え方を整理してはどうかということの問題提起してございます。

2点目は、将来的な会議体としての株主総会の規律や実務の在り方について、特に意思決定機関としての株主総会の規律を重視して、当日の会議体の開催方法については、一定の双方向性が保たれている限り、企業による選択の幅を広げる方向を目指すべきだという見解があったということでございます。

3点目に、より多くの株主がバーチャルでの参加や出席を希望するという可能性も念頭に置いて、ルールの在り方の検討やIT基盤・通信インフラ整備などの対応を急ぐべきとの指摘があったということです。

そして4点目に、会社法改正で予定されている株主総会資料の電子提供制度の導入も見据えて対応をしようということです。

・バーチャル株主総会とは

こうした動きの中で、特に当日の株主総会の開催を電子化する、いわゆるバーチャル株主総会があり、大きくは、国際的にも「バーチャルオンリー型」と「ハイブリッド型」とに分かれてございます。

「バーチャルオンリー」という言い方はあまり良い表現ではないのではないかとご指摘をいただくこともありますけれども、海外でもこういう言い方が普及しているので、「バーチャルオン

リー」というふうには呼ばせていただいております。

これはリアルの株主総会とは異なって、そもそも物理的な場所・会場を設けずに、取締役や株主がインターネットなどの手段を用いて株主総会に出席するというものです。日本の場合、基本的にハイブリッドもバーチャルオンリーも、映像を用いた動画配信の形式でなされていますが、海外の場合は、音声のみということが通例だと思います。

ハイブリッド型は、リアル会場と同じように物理的な会場を設ける一方で、追加的にインターネットなどの手段を用いてオンラインで参加・出席することを許容するというものです。

さらに、ハイブリッド型は、参加型と出席型に分けることができます。ハイブリッド参加型は、審議の確認・傍聴ができるけれども、議決権行使や質問・動議はできない。したがって、会社法上の出席には当たらないことになります。

ハイブリッド出席型は、会社法上の出席に当たるということで、議決権行使や質問・動議がオンラインの中で電子的な手段を使って実施可能です。

ちなみに、ここに書いていない分類ですけれども、単に動画配信だけをしているケースもあります。つまり、リアルタイムで参加または出席できるということではないけれども、株主総会の模様を動画で事後的に配信するというケースです。こういったものも、企業サイドからは、一種のバーチャル株主総会だというふうに捉えている向きもあります。一番取り組みやすいものとしては、事後的な動画配信をする。そこからハイブリッド参加型を試してみて、会社法上の出席とカウントできるハイブリッド出席型、さらにはバーチャルオンリー株主総会を検討するという、6ページの下図で言えば、右に行けば行くほど一種のハードルが上がるような形になっているということかと思っております。

・会社法上の整理

前述のように、リアル株主総会やハイブリッド型バーチャル株主総会の開催は、現行の会社法上でも可能ですけれども、バーチャルオンリー株主

総会の開催は難しいと判断されております。ご案内のように、会社法 298 条に、株主総会の招集を取締役会で決定するに当たって、「場所」を定めなければならないとされています。

なぜ「場所」なのかということですが、株主の方が質問して説明を聞く機会を確保するために、物理的に入場できる場所が必要であり、ある意味、その場所に行けば参加することが保障されているという発想であろうと思います。もちろん、遠隔地にいらっしゃる方とか、例えば身体に不自由のある方は、現実にはそのハードルが高くなるということではありますけれども、場所があることが株主総会へのアクセスを広く保障するという考え方になっているのではないかと思います。

(参考) 会社法の解釈に関する国会答弁

平成 30 年に法務省の民事局長が国会で答弁された内容ですが、ハイブリッド型の株主総会は会社法上許容され得るものと解されるとされています。

一方で、バーチャルオンリー株主総会を許容できるかどうかについては、会社法上、場所を定めなければならないとされていることなどに照らしますと、「解釈上難しい面があるものと考えております」ということです。ある意味、場所というのをオンライン空間も含むのかどうかというふうにと考えると、解釈上そういうものを含めるのは難しいという趣旨でこのように答えられているのではないかと思います。これが今の会社法の解釈でございます。

II. ハイブリッド型バーチャル株主総会

ハイブリッド型バーチャル株主総会に関する取り組みをご紹介します。

・新時代の株主総会プロセスの在り方研究会

2019 年 8 月に「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会」を立ち上げまして、早稲田大学の尾崎先生に座長になっていただき、北村先生をはじめ多くの関係者の方に入らせていただきご議論

をいただきました。弁護士の方や企業の方に加えて、投資家の方にも入らせていただきまして、とりわけ機関投資家の方との対話が重要であるという問題意識からこのように議論を行った経緯がございます。

この研究会は、必ずしも新型コロナウイルスの感染拡大を想定して始めた研究会ではないのですが、実際には 2020 年 2 月、まさにコロナ禍が日本でも広がろうとしている時期に、「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」を出していくことになったわけです。

・現代における株主総会の意義

現代において株主総会の意義がどこにあるのかということをご議論いただきました。その際に、大きく 3 つぐらいの見解があったかと思えます。

1 点目は、株主と取締役等が対面するある種の緊張感の下で決議に向けた審議が行われることが重要であるということです。ですので、決議と一体として行われる当日の討議が重要である、あるいは当日により多くの株主に参加いただくことが重要であるということです。これはある種、今の会社法の前提になっている考え方ではないかと思えます。

2 点目は、もう少し広く株主総会プロセス全体の中で対話が十分行われていることが重要だということで、現実には、事前の書面での議決権行使によって当日の決議は事前に決せられていることが多いと思いますので、総会当日だけではなく、プロセス全体を見て対話が行われているかどうかというところが大事だという考え方です。

結果として、事前のプロセスで十分対話がなされ、そこで株主と会社側での調整がなされれば、当日の会議体としての側面は弱まる面もあるかもしれないということがございます。

3 点目は、決議に向けた審議だけではなく、株主との良好な関係構築のための対話の場として活用すべきだという考え方でございます。

海外、特に米国などはそういうところがあるか

と思いますが、動画を使うとか、あるいはエンターテインメント性を持たせる、おみやげを配布する、あるいは招集通知についても、単に株主総会の案内というだけではなく、会社にとって PR したい情報を併せて送るということで、株主との関係構築を重視するというような考え方でございます。

・ハイブリッド型バーチャル株主総会のメリットと留意事項

そういうことも議論しながら、この研究会でハイブリッド型バーチャル株主総会について一定の整理をしていただきました。

まず、ハイブリッド参加型のバーチャル株主総会のメリットと留意事項ですが、ハイブリッド参加型の場合、これはハイブリッド出席型とも共通しますけれども、遠方の方が出席しやすいと言えます。また、移動時間を考慮せずに近接した時間帯で複数の株主総会を傍聴することが容易になります。特に日本の場合には集中しますので、こういうメリットは大きいと思います。そして、参加方法を多様化させることで株主重視の姿勢をアピールでき、株主総会の透明性が向上する、情報開示が進展するといったことです。

一方、留意点ですけれども、株主の方がインターネットを活用できるということが前提になることや、肖像権への配慮、特に株主の方が画面に映り込む場合にはそういう問題が出てくるということがあります。

ハイブリッド出席型は、さらに会社法上の出席と扱う上での留意点というものが出てまいります。例えば、質問の選別による議事の恣意的な運用につながるのではないかと。すなわち、ハイブリッドでオンラインから出席されている株主からの質問については、議長がその質問内容を見た上で取り上げていくことが通常想定されますので、そういったものが恣意的な運用につながるのではないかと。ということです。

また、円滑なバーチャル出席に向けた関係者等との調整やシステム活用等の環境整備が必要になります。仮にシステムがダウンするような場合に、

それをもってハイブリッド出席型のバーチャル株主総会が成立しなくなるということでは必ずしもありませんが、株主の方の出席の機会が奪われることになることをどう考えるのかという点も留意する必要があります。

あとは、濫用的な質問が増加するのではないかと。といった懸念です。インターネットから簡単に入れるため、多くの会社に同じような質問を事前に送るといったことを心配する向きがあったところでございます。

・実施ガイドで整理した主な論点

実施ガイドでは、新しい出席の態様であるということと、あくまでリアルな会場がある前提での追加的な出席の手段であるということを中心に、一定の整理をいただいています。

まず前提になるのは、開催場所での株主との間において、情報伝達の双方向性と即時性の確保が必要であるということです。もちろん、技術的に数秒程度の遅れなどはあるわけですが、情報伝達には即時性が必要であり、質問を受けとすれば、双方向のやりとりができないと質問になりませんので、双方向性の確保が必要ということでございます。

・実施ガイドの主な内容

まず、「前提となる環境整備」ということで、心配されるのが通信障害です。通信障害が発生して、その結果バーチャル出席株主が審議等に参加できない事態が生じた場合に、決議取消事由に当たる可能性も否定できません。しかし、バーチャル出席株主がリアル出席という選択肢がある中でそれを選んだということは、特に会社側が合理的な通信障害対策をとっていた場合には、決議取消事由には当たらないと解することも可能ではないかということです。

これは、後ほど出てきますけれども、バーチャルオンリー株主総会との対比において非常に重要なポイントでございまして、バーチャルオンリー株主総会の場合には、それしか選択肢はありませ

るので、システム障害が生じたときに決議取消事由に当たるという可能性が、ハイブリッドと比べると格段に高くなるということだと考えております。

2点目に、「本人確認」について、議決権行使書面にID・パスワードを記載して送付して、ログインするときにそれを持っていれば本人であると考えて差し支えないということです。これは実際にリアル会場で開催するときにも、議決権行使書面を持って現れた方は、それを持っていることをもって本人であると考えているわけですので、同様の扱いをしているということになるかと思っております。

3点目に、「質問・動議」ですけれども、質問については、例えば今の経営陣に対して敵対的、批判的な質問であるというだけで、それを理由に取り上げないのは不適切であるということです。前述のように、質問や動議が濫用的に行われる可能性も否定できないわけですけれども、これまで我々が把握している中では、ハイブリッド型あるいはバーチャルオンリー株主総会だからといって、質問・動議が濫用的に行われているという感覚はあまり持っておりません。日本の場合には、バーチャルオンリー株主総会、あるいはハイブリッド型株主総会を使って議事を妨害するような事例は、今のところあまり生じていないと思っております。

最後に、1人が提出できる質問の回数や文字数などについてあらかじめ運営ルールとして定めて、招集通知等で周知することも考えられるとしております。これは、技術的に質問をいただく際の文字数の制限が生じるというときに、それに対しての理解を事前に株主から得ておこうということですので。

・「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド（別冊）実施事例集」の策定

ここからは少し細かい話になりますが、今申しました実施ガイドを踏まえて、実際にハイブリッド型を実施した企業の実施事例を収集し、実施ガイド別冊の実施事例集という形で策定して

ございますので、それをご紹介します。

・ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド（別冊）実施事例集

〔参加型・出席型共通の論点〕

配信方法として、インターネットのみならず、e-mail、チャットといったものを組み合わせて実施することが考えられます。

インターネット等で出席する取締役等は、当日、会社側の取締役の席に座っていますので、通常の株主と同じようには投票しづらい部分があります。そこで、ほかの株主とは異なる方法によって行使をする、例えば誰かに頼むといったことですが、それをしたとしても株主平等原則に反するとまでは言えないとしております。

出席希望株主の事前登録ですが、オンラインでつなげることのできるキャパシティーに限りがあるような場合を想定してということですが、オンラインでの出席について事前登録制にしても構わないということを示しています。

最後に、配信について、プライバシーの問題などもありますので、撮影・録音・転載等を禁止することや、あるいは、配信によって株主の氏名が公開される場合には事前に通知をすることが重要であると整理しております。

〔出席型の論点〕

配信遅延が起こり得ますので、それに対応して余裕を持たせる。通信障害対策として、事前の書面による議決権行使を促す。あとは、バックアップ手段の確保、事前の通信テストの実施といったことが重要であると掲げられております。

それから、これはバーチャルオンリー株主総会の場合にも論点になりますが、事前の書面による議決権行使と当日出席での議決権行使との効力の関係をどのように整理するのかというところがございまして。

具体的によくあるケースとしましては、事前に書面での議決権行使を行いつつ、当日、ハイブリッド出席型のログインをされたときに、そのログ

イン時点をもって事前行使分を無効にするのか、それとも当日のログインだけでは無効とせずに、実際に議決権行使をしたときに事前行使分を無効とするのかということです。これは、両方の考え方があり得ると思いますが、それをどちらにするのかをあらかじめ決めて株主の方に通知しておくことが重要ではないかということでございます。

もちろん、リアル会場においてもこういった問題は生じるわけですし、実際にそれが議論になる事案もあったわけですが、特にバーチャルで実施をするときには、事前に議決権を行使しつつ、当日ログインをするということが非常に容易にできますので、この点について重要性が増しているのではないかと思います。

最後に、動議の取扱いです。当然、動議は会社法に基づいて行うことができるわけですが、実施ガイドでは、原則として動議の提出については、リアル出席株主からのそれを受け付けることで足りるというふうに整理をしているところでございます。

・2021年6月のバーチャル株主総会の実施状況

まず、過去3年間の状況でございますけれども、ハイブリッドの「出席型」「参加型」をそれぞれ6月総会について比較をしますと、出席型は非常に少数にとどまっています。企業側からしますと、出席型にすると、仮に通信途絶があったときの影響をより重視して考えなければなりません。一方、コスト・ベネフィットということで考えると、ハイブリッドの出席型と参加型であまり変わらないというふうに受け止められているようでございます。その結果、多くの企業が参加型を選んでいるということです。

・株主総会のオンライン配信の実施状況（日経225銘柄）

日経225銘柄に絞ってももう少し詳しく見ていきますと、大企業が中心になりますが、リアル総会のみという会社は31%と少なくなっていて、参

加型の会社が45%と多くなっています。また、リアル総会だけでも、冒頭申しましたような事後配信を行っている会社も21%あるという状況でございます。特に規模の大きい会社については、オンライン配信のコスト負担に堪えられるということだと思いますけれども、こういう形でかなり浸透してきている状況です。

・ハイブリッド型で実施する理由

これは毎年恒例の「2020年版株主総会白書」（商事法務研究会編 旬刊商事法務第2256号（2021））の中で質問いただいていたものですが、**「新型コロナへの対応」**（87.6%）が一番多く、**「株主に対する参加・出席機会の拡大」**（74.1%）がそれに続いています。一方、**「開催に係るコスト・手間の削減」**（6.9%）を挙げている会社は非常に少なく、ハイブリッドの場合、リアルの準備もしなければならぬし、オンラインの準備もしなければいけないということで、コストの面で言うとむしろコスト増の要因になっているということではないかと思います。

・ハイブリッド型に関する企業の課題認識

同様に株主総会白書における回答ですが、「システム等の技術的な環境整備」（86.2%）、「開催に係るコスト・手間の増加」（82.7%）、「通信障害等による決議取消リスク」（66.7%）を課題として挙げている会社が非常に多いということです。

Ⅲ. 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の実施意向

バーチャルオンリー株主総会についての開催意向を調査したもの（東証一部・二部上場企業に対する経済産業省のアンケート調査）で、2020年12月から2021年1月にかけて行われていますので、この後ご説明する産業競争力強化法に基づく会社法の特例が創設される前の状況での調査になります。企業の方からすると、バーチャルオンリーというものにどこまで実現味があるかよく分からない状態で質問されている状況ですが、

「実施したい」(2%)、「検討したい」(19%)を合わせると、2割ぐらゐの会社に関心を示していらっしやったということです。

・株主総会の在り方に関する企業の意見

将来的な株主総会の在り方について、前述の調査で東証に上場している企業にお聞きしています。多いものから順に、「議決権行使の電子化がより普及することが望ましい」(67%)、「修正動議の提出は、一定割合の議決権を有する株主等に限定することが望ましい」(27%)、「バーチャルオンリー型株主総会が認められることが望ましい」(23%)、「事前の修正動議提出の機会は確保しつつ、当日の修正動議提出は認めないこととすることが望ましい」(22%)といった順番になっています。「株主総会を特定月から分散させることが望ましい」というのは12%にとどまっています。

これは企業の方にお聞きしている関係で、企業関係者が関心を示しそうな選択肢を多めに盛り込んでいるわけですが、その中でバーチャルオンリー型株主総会が23%の方から希望されているということで、当時はまだ制度を創る前の段階ですが、一定のニーズがあるのではないかと捉えていたところです。

(参考) 通常株主総会の会場・運営費用

同じ調査で株主総会の会場の準備・運営にかかる費用はどれくらいかということをお聞きしております。かなりばらつきがあるというのが結論でございます。「5,000万円以上」かかるという会社も5%ある一方で、最も多いのは「200万円以上500万円未満」の21%で、「50万円未満」と答えている会社も19%いらっしやるといことで、企業規模あるいは株主数、特に個人株主の数によって非常に大きなばらつきがあるということかと思っております。

コストがかかっているという会社の方からお話をお聞きしますと、会場の費用もさることながら、株主に入っただけだけの規模の会場を事前に確保することの難しさについてお聞きすること

が非常に多くございます。6月に株主総会を開催しようと思つたと、その1年あるいはそれ以上前から場所の確保に動かないといけないということとして、特に規模の大きな企業にとっては、会場確保のための時間的なスケジュールの余裕が必要だという点が株主総会の開催に当たっての大きなポイントになっているということでございます。

・バーチャルオンリー株主総会実現に向けた政府方針・民間提言

そうした中で、バーチャルオンリー株主総会につきましては、新型コロナウイルス感染症の拡大を契機に、幾つかの観点から、そうしたものが必要ではないかということが言われてきました。

例えば新経連からは、デジタル化を実現していくという文脈で必要ではないかと言われております(「コロナ問題を契機とした規制・制度/経営・業務改革～デジタルXの未来を今に～」(令和2年4月9日))。

「成長戦略フォローアップ」(令和2年7月17日閣議決定)では、もう少し一般的に、バーチャルオンリー株主総会を新たな株主総会の在り方の一つとして検討すべきだといふふうに書かれています。

経団連からは、バーチャルオンリー株主総会を選択的に開催可能とするための措置ということで、あくまで選択肢の一つとして使えるようにすべきではないかということ(「株主総会におけるオンラインの更なる活用についての提言」(令和2年10月13日))が指摘されています。

加えて規制改革の文脈でも、当面の規制改革の実施事項ということで、バーチャルオンリー株主総会を開催できるように適切な措置を講じるべきだという提言をいただいていたところです(「当面の規制改革の実施事項の概要」(令和2年12月22日政府の規制改革推進会議において取りまとめ))。

・バーチャルオンリー株主総会の創設経緯とその趣旨

こうした流れを受けて産業競争力強化法を改正いたしましたして、会社法の特例を創設する形でバーチャルオンリー株主総会が開けるようにするという制度を創りまして、昨年6月に法律が成立、公布・施行されております。

制度の趣旨ですが、1つ目にバーチャルオンリー株主総会は、ハイブリッドも含めてそうですが、遠隔地の株主を含む多くの株主が出席しやすいということがあります。国内はもちろん、国外からということも考えられるかと思えます。

2つ目は、物理的な会場の確保が不要でコストの低減を図れる。加えて、コストの低減だけでなく、事前に会場を確保するという負担がかなり軽くなるということもかなり大きいかなと思っています。

最後に、実際に人が集まることが必要でないので、感染症のリスクの低減を図れるということです。

こういった意味で株主総会の活性化・効率化・円滑化につながるということなので、株主の利益の確保に一定の配慮をしながら産業競争力を強化するというところで、こういう制度が創設されたところでございます。

・制度の概要

制度の概要を少し詳しく説明させていただきますと、特に諸外国の制度などに比べますと、かなり対象を限定するようなものになってございます。まず、株式会社の中でも上場会社に限定しております。加えて、経済産業大臣及び法務大臣の確認を受けた場合に限るということです。さらに、バーチャルオンリー株主総会を開催することができる旨を、定款変更をして定款に記載することを必要としています。

したがって、まず上場会社でなければならないし、行政の確認、そして何より、株主意思に基づいて特別決議を経て定款に定めるということがハードルになっています。

ただ、施行後2年間においては、これは新型コロナウイルス対策ということですが、確認

を受けることを前提に定款の定めがあるものとみなすことができるということにしておりまして、リアルな株主総会を開いて定款変更の決議を行わなくても、バーチャルオンリー株主総会の開催ができることになってございます。

ある意味、「特例の特例」のような話でございまして、会社法の原則に則れば、そもそもバーチャルオンリー株主総会の開催はできないわけですが、この法律における原則は、定款変更をすれば開催できるということであり、さらに施行後2年間については、特にコロナを考慮して、定款の定めがあるものとみなすことができ、定款変更をせずに開催が可能ということになってございます。

・制度の詳細

幾つか要件を設けておりまして、先ほどと重複しない部分を中心にご説明します。

1. 場所の定めのない株主総会の開催の要件

（産業競争力強化法 66 条1項・2項、省令1条・2条）

- ①「上場会社」であること
- ②（③の前提として）「省令要件」該当性について経済産業大臣及び法務大臣の「確認」を受けること
- ・「省令要件」…

以下のいずれにも該当するものであること

- (i) 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
- (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
- (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

省令要件の1つ目ですが、要はバーチャルオンリー株主総会について会社側で責任を持って対応

できる人を1人ちゃんと置いてくださいということです。

2つ目は、通信障害についてどのような対策をとるのかということについての方針を定めてくださいということです。例えばバックアップシステムを使うであるとか、そういったことについて事前に方針を決めておく必要があります。

3つ目は、インターネットを使用することに支障のある株主、例えばパソコンを持っていないといった株主の利益の確保に配慮することについての方針を策定してくださいということです。

最後に、株主数が一定以上ということで、ここでは100名以上というふうにしています。

③「定款の定め」があること

これは、株主総会の特別決議が結果的に求められているということです。

④招集決定時に「省令要件」に該当していること

先ほど申しました大臣の確認というのは、定款変更をするために、その前提として確認を受けることになるわけですが、それに加えて、実際に株主総会をバーチャルオンリーで開催すべく招集をするときに、省令の要件、前述の(i)から(iv)を満たしておく必要があるということです。ただ、この省令要件に該当しているかどうかについて、改めて行政庁の確認をとる必要はなく、招集決定時点において招集決定者が自ら確認をするということをご想定してございます。

2. 招集の決定事項

(読替後の会社法298条1項、省令3条)

取締役会における決定事項ですが、場所を決定することにならないので、場所の定めのない株主総会とする旨を決定することになります。

また、会社法上の決定事項に加えまして、以下の3点を決定する必要がございます。

(i) 書面による事前の議決権行使を認めること (ただし、全株主に金融商品取引法に基

づき委任状勧誘をしている場合を除く。)

(ii) 通信の方法

(iii) 事前の議決権行使をした株主が(株主総会当日に)通信の方法を使用した場合における事前の議決権行使の効力の取扱いの内容

先ほどハイブリッドのときに一つの論点として申し上げましたけれども、ログインした時点で事前行使分が無効になるのか、それとも当日投票した時点で無効になるのか、そのどちらかを決めて、事前に明らかにしておくことも必要です。

3. 招集通知の記載・記録事項

(読替後の会社法299条4項、省令4条)

先ほど申しました招集の決定事項をそれぞれ招集通知に書いていただくことに加えて、ログインに必要なURLやID・パスワードといったものを記載・記録いただくこととなります。また、両大臣の確認時に記載した通信障害の対策の方針とインターネットの利用に支障のある株主への配慮の方針というものの概要を記載いただくことにございます。こういうことを株主の方に説明いただくことによって、一定の実効性を担保しようという発想です。

4. 延期・続行

(読替後の会社法317条)

通常の株主総会に比べますと、通信障害のリスクへの対応が必要になってくるという点がバーチャルオンリー株主総会において重要な点でして、そこへの配慮から、通信障害で議事に著しい支障が生じた場合に、議長が延期・続行を決定することができるという旨の議長一任決議を総会冒頭で採るとすることも想定した制度としております。このような決議を採っておけば、実際に当日支障が生じた場合に、株主総会決議を経ずに延期・続行ができるように手当てをしているということをございます。

5. 議事録の記載・記録事項

（読替後の会社法 318 条 1 項、省令 5 条）

株主総会の日時・場所等（会社法施行規則 72 条 3 項 1 号に加えて、以下の事項を記載・記録することとなります。

(i) 株主総会の日時

(ii) 株主総会を場所の定めのない株主総会とした旨

(iii) 通信の方法（前記 1 ②(ii) (iii) の方針に基づく対応の概要を含む。）

・Q&A の主な内容

詳細について、Q&A の形でお示しさせていただいております。

主要なものだけ申しますと、Q1-9 は、確認を受けた後で方針の内容に変更があった場合に、改めて確認を受けることや、両大臣に変更の内容を報告する必要があるかという質問ですが、その必要はないということです。ただし、バーチャルオンリー株主総会を開催しようとするときには、その招集決定のときに省令要件を満たしている必要があるため、変更後の責任者であるとか方針の内容についてそれぞれ省令の要件を満たしていることについて、先ほど述べたように自社でセルフチェックいただくこととなります。

Q4-6 は、先ほどのログインの時点との関係の話ですけれども、記載のような内容を定めてくださいということです。

Q6-2 は、ハイブリッドのときにも議論になった情報伝達の双方向性、即時性について具体的にどのような要請を満たす必要があるのかということですが、例えば株主からの質問や動議をテキストメッセージで受け付けることも実務上想定されますが、テキストメッセージで受け付けるからといって、それでもって双方向性がない、あるいは即時性がないと考える必要はないということです。あるいは、システムの性質として情報に軽微なタイムラグがあるというときにも、それをもって即時性が失われるものではないという整理をしてございます。

Q8-1 は、通信障害が生じた場合に、決議取消事由、あるいは決議不存在事由に当たるかどうかという論点です。こちらは、なかなか一律に結論付けられないのではないかとということで、あまりはっきりしたことは言えないだろうというふうに思っております。

ただ、最低限、ここは白でここは黒だというようなことを書いているのがこの内容でございまして、株主側の事情、例えば株主のご家庭の Wi-Fi などの機器の故障で通信できなくなった場合など、株主側の通信環境の不具合の場合は、決議取消事由となることはないかと解することもできるのではないかとということ。他方で、採決のタイミングで、通信障害により大多数の株主の議決権行使が妨げられたような場合には、反対に決議の不存在事由と評価される可能性もあるのではないかとということでございます。

・両大臣の確認に関する手続の流れ

詳細は割愛いたしますが、事前の相談をいただき、正式に申請をいただいて、両省における審査を経て確認書の交付に至るまで、現状ですと一般に 1 ヶ月半程度時間を見ていただいております。

参考に、産業競争力強化法の条文を付けてございます。

・「投資家と企業の対話ガイドライン」における記載

昨年 6 月に改訂されましたコーポレートガバナンス・コードと併せて発表されました金融庁の「投資家と企業の対話ガイドライン」（2021 年 6 月 11 日改訂）ですが、金融庁の有識者会議でも、バーチャル株主総会については一定程度議論になりまして、透明性・公平性の確保が大事ではないかということが特に機関投資家の方から出てきました。そうしたことを背景に、対話ガイドラインの中で、「株主の利益の確保に配慮し、その運営に当たり透明性・公平性が確保されるよう、適切な対応を行っているか」ということが取り上

げられております。

・バーチャルオンリー株主総会の実施・定款変更の状況

これまでにバーチャルオンリーで実施した会社は3社で、いずれも経過措置を利用しての実施でございます。加えて、今我々のところに申請が来ているもので言いますと、この3月に4社が実施予定です。

そのほか、先ほど申しましたように定款変更が必要になりますので、定款変更議案を決議している会社は非常にたくさんございまして、12月総会の会社で22社、3月総会の会社で今のところ55社が予定されているところです。全体を見ますと、例えばIT企業など、特にこういう情報技術に対しての親和性の高い会社が多いという印象はございます。

実施及び決議した企業が上場している市場としては、東証一部の会社が過半数(54%)を占めていますけれども、先ほど申しましたようなことを背景に、マザーズ上場の会社もかなり多い(32%)という状況です。背景には、会社側の関心の持ち方ということもあると思いますし、IT企業の場合には、株主の方の受容性が高いということもあるかなというふうに思っております。

・バーチャルオンリー株主総会を開催した3社の状況

実際にバーチャルオンリー株主総会をこれまでに実施した3社に我々の方でお聞きした状況をまとめてございます。

まず、出席株主数は、従前に比べて非常に大きく増加をしているようです。3社とも本社は東京にあるわけですが、特に関東以外の株主の方の割合が増加をしているということです。

質問・動議の対応ですけれども、事前の質問をネットで受け付けて、当日のWebサイトへの入力により実施したり、あとは、回答を口頭で実施するとともに、全ての質問への回答をホームページで後日公表することや、別の会社ですけれども、

議題に関する質問には全て回答したというところもございます。動議の提出は、3社ともなかったということです。

通信障害対策としては、バーチャルオンリー株主総会対応のシステムを提供するベンダーが出てきておりまして、そういう実績のあるところに委託をするとか、そのバックアップとしてZoomの会議システムを用意する、あとは、通信障害に備えて別回線を用意するようなことをしております。

インターネットを使用することに支障のある株主への配慮として、インターネットだけではなく、電話会議システムでも傍聴できるような仕組みにしたり、あるいは本社の会議室を視聴室として設けて、そこでパソコンを置いて視聴できるようにしたところもあったということです。視聴室まで設けると、通常のリアルの株主総会と比較するとある意味逆転をしているというか、どちらがメインかということではありますけれども、実際の場所もあるということで、そこまでデジタルデバイドの株主に対する対策をしているという会社も一部あったということでございます。

・定款変更を行った企業一覧

詳細は割愛しますが、定款変更を実際にしている会社を一覧表で付けさせていただいております。これまで61社ありまして、いずれも特別決議ですけれども、議案への賛成比率は平均で93%ということで、いずれも賛成多数で可決をしているところでございます。

・各企業が示している方針の概況

行政庁が確認をする際にお聞きしています方針について、大体こんなことが方針で書かれているということを書かせていただいております。

通信障害に対する対策としては、バックアップの回線を設けるとか代替手段を用意する、また、対処マニュアルを作成している会社も多いですし、延期・続行の議長一任決議を総会冒頭で諮るようにするという会社も多い状況でございます。

デジタルデバインド対策として何をしていच्छるかということですが、書面による事前の議決権行使を推奨するとか、必要な機器の貸し出しであったり、視聴室を設ける、電話でも参加できるようにする、問合わせ窓口の設置などなど、細かなことも含めて、様々なそれぞれの企業での取り組みが方針として書かれているところです。

・バーチャルオンリー株主総会の実施状況（日米比較）

最後に、少し海外の状況ということで、米国と日本の上場会社のバーチャルオンリー株主総会の開催件数の比較をさせていただいております。

アメリカの場合、これは Broadridge という大手ベンダーのプラットフォームを使った会社についてのデータですので、必ずしもアメリカのバーチャルオンリー株主総会の全体像をつかんでいるわけではないかもしれませんが、2020年、2021年のいずれも、上場会社の98%に当たる約2,000社がバーチャルオンリーで実施をしているという状況でございます。

日本は、2021年6月の時点では、産業競争力強化法の改正が株主総会シーズンに間に合いませんでしたので、バーチャルオンリー株主総会はゼロでしたが、ハイブリッド型は徐々に増えてきているという状況です。

・欧米のバーチャルオンリー株主総会との違い

欧米の場合、バーチャルオンリー株主総会は音声のみで開催されているものがほとんどです。例えば、前述の Broadridge という最大手のベンダーのプラットフォームを利用した会社ですと、99%が音声のみということですが。

日本の場合、映像配信を行っているものがほとんどでして、我々が知る限り、全て映像配信がされていると思います。

質問・動議の取扱いですが、欧米では実際に質問や株主提案を認めなかった事例があるということで、質問のチェリーピッキングが生じているのではないかといった指摘もあったところござい

ます。その背景には、これは先生の方がお詳しいかと思いますが、米国デラウェア州などの会社法では、株主からの質問、動議、株主提案について必ずしも取り上げる法的な義務はないと解されているということで、そのあたりの株主総会の位置付けについての日本との法的な違い、認識の違いというものがあるのかなと思います。

日本の場合、当然ながら、バーチャルオンリー株主総会であっても会社法の原則は変わりませんので、株主からの質問、動議、株主提案については受け付ける必要があるということになっております。

最後に参考として、ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド別冊の実施事例集の主な記載内容を付けさせていただきますが、説明は割愛をさせていただきます。私からの説明を終わらせていただきます。この後、ご質問いただければと思います。

~~~~~

【討 論】

○前田 安藤課長、大変貴重なご報告をいただきまして、どうもありがとうございました。

それでは、ただいまのご報告につきまして、ご質問、ご意見をよろしくお願いたします。

【会社法制の改革と経済産業省】

○前田 今回、産業競争力強化法の改正で創設されましたバーチャルオンリーの制度は、会社法の特例という位置付けになるのですけれども、経済産業省では、これまでも会社法の特例的な措置を立法で実現し、それが後々、例えば最低資本金制度の撤廃ですとか、あるいは株式交換制度とか株式交付制度の創設というように、会社法本体の改正につながったことがございました。

今回、バーチャルオンリーの制度が創設されたのは、コロナ対策といった目先の目的ではなく、26 ページでご説明くださいましたように、株主



総会の活性化・効率化・円滑化という、望ましい株主総会制度の在り方を目指してのことだというお話でした。そういたしますと、経済産業省としては、いずれは法務省に働きかけて、あるいは法務省と協力して、バーチャルオンリーの制度を会社法本体の制度として組み込むのが望ましいと考えておられるのでしょうか。

もちろん、会社の範囲ですとか要件は修正する必要はあるでしょうけれども、ゆくゆくは会社法本体の制度にするのが望ましい、今はまだそういう予定はなくても、考え方としてはそういう方向なのかなと推測するのですけれども、いかがでしょうか。

○安藤 望ましいか、望ましくないかと言われると、その方が望ましいのだろうと思います。

ただ、そのときの前提は、少なくとも会社側が選択できるということだと思いますので、当たり前ですけれども、バーチャルオンリーでやりたくないという会社はリアルでできるということだろうと思います。

そのうえで、特に非上場の会社をどのように扱うのかというところは、現実問題として悩ましいなというふうに思います。

上場会社に限定しました趣旨は、本日も説明の中では申し上げませんでした。上場会社は株主の数が多いので、バーチャルオンリーで行うことによる効率化の余地が大きいとか、あるいは活性化の意義があるということで、非上場に比べるとバーチャルオンリーで株主総会をできるようにする意義が高いということだと考えています。

一方で、例えばコロナ対策としては、非上場会社だってバーチャルオンリーで開催できたらいいじゃないかという意見は、それはそれであるような気はしています。ただ、上場会社の場合には、例えば招集通知とか、決議の結果であるとか、様々なものが公開されていますので、透明性が高い状況が確保できると思いますが、非上場の会社がバーチャルオンリーで株主総会を開催したときに、どれほど恣意的な運用がされているとか、あるいは、そもそも開催したのかどうかというこ

とも含めて、やや外部から分かりにくくなるというところの問題はあるかもしれないなというふうに思っています。

そういう意味で、今回は、産業競争力強化法で措置するということなので、産業競争力強化に関係しそうなところ、それはもっぱら上場会社だと思いますので、そこに限定する制度にしていますけれども、会社法ということになると、今申しましたようなところも含めて改めての議論が必要なのではないかと思います。

○前田 どうもありがとうございました。よく分かりました。

○川口 私も、今の前田先生の質問に関連してお聞きしたいと思います。経済産業省が産業競争力強化法で今回の改正を行ったという点です。本日も報告がありましたように、会社法について、これまで、法務省、金融庁、経済産業省が複合的に関連した改正などを実施してきました。経済産業省が会社法の分野についての改正を行おうとするときに、その基準みたいなものを何か持っておられるのでしょうか。

すなわち、産業の競争力を強化するとなると、何でも入ってくる、それを理由に、何でもできることになるのではと思います。こうした中、会社法関連で、どのようなものであれば、経済産業省が主体となって行うべきとお考えなのでしょうか。例えば、迅速性が求められるというようなもの、あるいは、経済界からの要望が強いようなもの、そういうものについては、法務省などに任せず、経済産業省が主体となってやっていくというような方向性みたいなものがあるのでしょうか。

今回の改正については、政府が法案を出すのだと言っていたわけですが、それがなぜ経済産業省に下りてきたのかということに関連する話なのです。この点、お教えいただければ幸いです。

○安藤 実態と法制論に分けてご説明するのがいいかなと思いますので、まず実態の方で申しますと、歴史的に、これまで産業競争力強化法やその前身の産業活力再生特別措置法で手当てしてきた会社法の特例の多くは、M&A や事業再編に関係

するものが多かったように思います。それは、そのあたりの分野が当時の産業政策として特に重要度が高かったということだと思います。

すなわち、産業政策上、政策対応する重要度・必要性が高いと考えられているものが対象になり、一方で、そうでないものはあまり対象にならないということです。

それでは、今回なぜバーチャルオンリー株主総会だったのかといいますと、やはり新型コロナウイルス感染症が間違いなく大きく影響していると思います。恐らくコロナなかりせば、株主総会をバーチャル化する、電子化するという、あるいはこれは経済産業省に限らず、電子化に関する一連の動きもそうですけれども、いろいろなものを電子化していくことの政策的な位置付けがそこまで高くなかったのではないかと思います。これが実態の話でございます。

制度的にといいますか、法制的に申しますと、産業競争力強化法で何かをするためには、会社法の一般原則というのが大原則としてある中での特例としての位置付けが明確になっていないといけないというところがあるかと思います。今回の場合は、例えば上場会社に限るであるとか、大臣の確認を受けた場合に限定をするという形で一定の範囲に限ったうえで、特例的に可能にしています。そういう制度であるから特例として作ることができているという側面が非常に強く、そういう限定がない形のより一般ルールに近い形のを産業競争力強化法に設けていくというのは、これはハードルが高いのではないかと思います。

○川口 ありがとうございます。

#### 【デジタルデバイドの弱者保護】

○北村 詳細なご報告をいただき、ありがとうございます。

産業競争力強化法のもとのバーチャルオンリー株主総会の制度の中身について少しお伺いしたいと思います。

28 ページに、場所の定めのない株主総会の開

催の要件が幾つか挙がっています。このうち②の省令要件の(iii)は、「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」ですから、デジタルデバイドの弱者の保護をどのように考えるのかについての方針を策定することが必要になるということですね。

その方針としてどういうものが具体的に必要なのかということについて、この制度ができたときに経済産業省のホームページに、電話回線を使うとか、書面投票を推奨するということが例示されていたと記憶しています。

一方で、デジタルデバイドの弱者保護ということになりますと、会社法では、令和元年の改正で株主総会資料の電子提供制度というのができまして、今年の9月に施行されますけれども、そこでは、デジタルデバイドの弱者のために書面交付請求制度を設けました。そして、書面交付請求権は定款をもってしても排除できないということになっています。

このように、会社法ではデジタルデバイドの弱者の保護はできているということと対比したとき、上場会社でバーチャルオンリー株主総会を開いて、デジタルデバイドの弱者、パソコンもインターネットも全く知らないという株主に対して、例えば「書面投票をしてください」というだけで済むのでしょうか。インターネットを使用することに支障のある株主のための方針について、大臣の確認を受けるためには最低限どの程度の方針が必要かということに関して基準のようなものがあるのか、あるいはとにかく方針を策定していれば、それで大臣の確認は得られるのか、そのあたりはいかがでしょうか。

○安藤 まず、電子提供制度における書面請求権に相当するようなものとして、例えばリアルな場所として視聴室みたいなものが用意されている、あるいは電話でのアクセスが保障されているとか、そういうものがないと認めないということにはしていないところです。もちろん、そういうことをやっていただくのは、大いに結構ですけれども、

それがないとだめだというような形には、今のところしていません。

そうしますと、デジタルデバイドの株主に対する保護として適切なのか、という趣旨でのご質問だと思いますが、これをどこまでのレベルで求めるかというのは、なかなか難しいところがあるかなというふうに思っております。もちろん、視聴室を用意してくださいとか、電話でのアクセスを保障してくださいということを求めることにした場合には、企業側も一定程度の対応はできるのかもしれませんが、例えばそれを全ての株主に対して用意するというのは、少し現実的ではないように思っております。

そもそもリアル株主総会でどうなのかということで考えますと、本社から遠隔な場所に住んでいらっしゃる株主の方は、実際には、株主総会に行こうと思っても、かなりの出費をしなければ行けないという現実があります。それとの比較において言うと、今、例えばスマートフォンなどの普及の状況というようなことを考えると、機器の貸出しであったり視聴室の準備、電話でのアクセスを要件にするという必要まではないのかなというふうに判断をして、そういうふうに行っているところがございます。

それで果たして本当に適切なのかというところは、実際に株式投資をしておられる方がどれぐらいアクセシビリティがあるのかとか、困っている方がいらっしゃるのかというところを見ながら考える必要があるのではないかと考えております。

○北村 ありがとうございます。

○伊藤 ご報告ありがとうございました。

今の北村先生のご質問に関連して、ふと思ったことがありますので、伺いたいと思います。

デジタルデバイドのある株主への配慮のところですけども、「我が社では一切配慮しません」という方針は、認められないという前提だと考えておいてよろしいでしょうか。それはそういうことなのですかね。

○安藤 そういうことです。

○伊藤 この点は、将来的にバーチャルオンリ

一型株主総会についてのルールを会社法の本体に移すとしますと、一つ問題になるところだと思います。

先ほどのお話では、このようなルールを会社法の本体に移すとして、あとはそれぞれの会社で、我が社ではバーチャルオンリーでいきますとか、我が社では物理的な総会を開きますとか、そういうことを会社ごとに選択できるようにするのが重要だというお話でした。そうしますと、デジタルデバイドに一切配慮せず、かつバーチャルオンリーだけでやるという選択をする会社があったとしても、それはおかしくはない話かと思えます。

ですので、将来的に会社法本体にこういうルールを移すことを考えるときには、そういうことまで許容するのかを、恐らくは検討することになるのかなと思いましたので、少しこういう質問をさせていただきました。

○安藤 なるほどそういう論点があるのかというふうに思いながら今伺いしておりましたが、我々はそこまで考えが及ばなかったといえますか、ある意味、今の会社法を前提に株主になっていらっしゃる株主の方が多くいらっしゃるという現状の中で考えていました。そうしますと、一定程度デジタルデバイドの株主の方に対する配慮を会社側には期待をしたいということで、こういう方針を定めてくださいというふうに言っております。定めるつもりはないと言われてしまうのは、少し対象外というふうに考えているというのが現状でございます。

○伊藤 どうもありがとうございます。

【バーチャルオンリー株主総会を実施する会社】

○片木 今日はありがとうございました。

実際に定款変更をされた会社の一覧(38、39ページ)を出していただいております。聞き及ぶ限りでは、端的に、我が社においてはバーチャルオンリー株主総会を開催することができるというふうに定款規定を変えたという会社と、感染状況等の特定の状況でやむを得ないと思われるときにはバーチャル総会でやるというふうにやや限定し

た書き方をしている会社とがあると聞いております。

それから、あくまで「できる」ですので、実際にやるか、やらないかという問題はあると思うのですが、今既に開催されている会社も幾つかあるということで、3月にも予定されているということのようです。それで、実際にもしある程度集計があるのならば、ということですが、一つは、定款で限定型にしているところと端的に「できる」と書いているところのどちらが多いのかということ。また、実際に端的に「できる」と書いたところでも、今はバーチャル総会を開かない、現実には、今はとりあえず普通の開催をしているということもそれなりにあるのかというのが質問の第1点です。

それからもう一点、先ほどの伊藤先生のご質問に関わるところですが、規則とか省令等の規定では、バーチャルオンリー株主総会を開くときには必ず議決権行使書面について規定することとなっておりますし、そのことを明記するわけですね。そのうえで、インターネットの利用が不便な株主の方にとってはということ、その議決権行使書面を使ってくださいということでも一応構わないということになっているわけですが、既に議決権行使書面を用意しておりますと書いておくわけですので、それ以上何もしませんということがそんなに違法なことなのか、困るという話なのかというのを少し疑問に思ったというところがあります。これも感想みたいなことかもしれませんが、以上2点でございます。

○安藤 1点目ですけれども、しっかり集計しているということではないのですが、肌感覚としてざっと見ている限りでは、条件付きの、例えばコロナのような感染症の場合にのみバーチャルオンリーで開催するといった形での条件を付けている会社というのは少数派だと思います。そういう条件を付けていない会社の方が、定款の内容としては多いと思います。

ただし、議案の説明資料であるとか、あるいは株主総会の案内をするときのプレスリリースとか、

そういったものの中で、実際に株主総会をバーチャルオンリーで開催する場合には、これこれこういったことに配慮して、必要不可欠な場合に限って実施しますといったことを書いていらっしゃる会社もあります。そういう意味では、グラデーションがあるというか、定款にまではそういうことを書かないけれども、説明資料には書いている、という会社もあるということですね。

そして、定款変更されている会社が実際にバーチャルオンリー株主総会を実施しているのかということですが、制度上、定款変更をするための株主総会はリアルで開催しなければいけないということにしていまして、要するに、一度もリアルで株主に定款変更について聞かないのに、全てバーチャルオンリーでできるようにするのはだめだということにしています。このため、この1年間で定款変更をされた会社が定時総会をバーチャルオンリーで実施するとすれば、来年以降の株主総会ということになり、それをどちらでやるのかというのは、少しまだつかみかねているところですね。早いところは、今年の6月からどちらか選べるようになってきますので、そういう会社がどっちにするのか非常に興味がありますけれども、まだ動向がつかめていないところですね。

2つ目のご質問ですが、おっしゃっていただいたように、書面投票が必要な制度ですので、そこは最低限保障されているというのはご理解のとおりです。

デジタルデバインド対策として書面投票をすることを推奨する、株主の方にお勧めするということが方針として書いている会社があり、それはそれで一つの方策ではあるのかなと思います。おっしゃっていただいたように、書面投票ができるということは、そもそもデジタルデバインド対策に一定程度なっているというのは、おっしゃるとおりかなというふうに思います。

○片木 ありがとうございます。

【バーチャルオンリー株主総会と株主の質問】

○小出 本日はありがとうございました。大変

勉強になりました。

質問の回答方法というところで、素朴な質問をさせていただければと思います。

実務として、濫用的な質問が出てしまうとか、質問が乱発されるといったことに懸念を持っているらっしゃるのは非常によく分かりますし、それに対する対応として、今回示された回答の方法は一般的にはこれで十分な対策になると思いますけれども、一方で、株主総会の場合、経営者と株主との間のコミュニケーションの場という観点以外に、最近では、株主同士のコミュニケーションというか、一部の株主が自らの考える会社の経営方針なんかをほかの株主にアピールする場として質問を行っているとか、必ずしも濫用的なものでもなく会社に対する現状の問題意識なんかを他の株主に知ってもらおうという場として用いられていることもあったのではないかと思います。

それがもしバーチャルオンリーでやった場合に、一つは質問の字数制限という問題もあったりしますし、それから、自分で質問をしゃべるのではなくて、あくまで文章に書いて、それを経営者に読んでもらおうというふうにすると、どうしてもこれまでのようなほかの株主に対するアピールとしての性質が弱まってしまわないかという気もしないではないです。

それから、経営者が質問を恣意的に取り上げるのはまかりならんというのは当然だと思うのですが、本当に質問が恣意的に取り上げられていないのかどうかということを株主が確認できるのかという問題もあるように思います。

例えば、通常の株主総会であれば、有名な株主が手を挙げているのにずっと当てないということがあれば、明らかにほかの株主もおかしいなと思うのでしょうけれども、バーチャルオンリーの場については、どれだけ無視されても、ほかの株主には分からないということもあり得るかもしれません。

もちろん、基本的には経営者が一定の基準に従って取り上げる質問を判断すればいいと思うのですが、例えば、これこれこういう人から質

問が出た、ただしそれは取り上げなかったと、その理由や内容まで必要かはわかりませんが、そういったことを事後的に開示する仕組みなんかを設ける必要はないのかなと少し思ったのですけれども、いかがでしょうか。

○安藤 1点目の方は、恐らく確かにそういう影響はあると思います。対面で見ていることによって、あるいは自ら言葉で発することによって、より趣旨が伝わりやすいといったことは当然あると思いますので、それがテキストに置き換えられることによる性質の変化のようなことはあるかと思えます。

そういうことは、技術が進めば改善できるようになるのかもしれませんが、テキストメッセージで質問を送るというのが唯一解ということではないのだと思いますけれども、質問をされた方とつないで顔を映してということをするのは、現状ではハードルが高いのかなというふうに思います。

2点目ですけれども、おっしゃっていただいたように恣意的に質問を取り上げるということに対する防止策として、全ての質問を開示することが考えられ、海外でもそういう制度にしている国がありますので、考えられるのではないかと思います。

実際に、株主側から疑念を持たれることを避けるために、これまでにバーチャルオンリー株主総会を行った3社の中でも、質問及びそれに対する回答を全てホームページで開示している会社もあるところです。

今回の産業競争力強化法では、そこまで義務付けをするかどうかということは検討しましたが、そこまではしませんでした。しかし、産業競争力強化法に基づいて行われる株主総会の中でそういう問題が実際に出てくるようであれば、例えば会社法改正の議論のときには、そういうことも含めて議論の俎上に上り得るのではないかと思います。我々の方でも実態を把握して、問題のある事例が出てくるようであれば、対策を講じるべきかどうかということを考えてみたいと思っております。

○小出 ありがとうございます。

### 【バーチャル株主総会と修正動議】

○洲崎 本日は貴重なご報告をいただき、ありがとうございました。

私が伺いたいのは、23 ページの将来的な株主総会の在り方についてのアンケート調査に関してです。

2つ目の項目の「修正動議提出は、一定割合の議決権を有する株主等に限定することが望ましい」が27%、4つ目の項目の「事前の修正動議提出の機会は確保しつつ、当日の修正動議提出は認めないこととすることが望ましい」が22%で、4分の1程度の会社がこれに賛成しているのですけれども、これは恐らく、バーチャルで参加する株主が増えると、総会当日の議場での提案権行使のハードルが下がって、有象無象の修正動議が出されることを警戒されてのことかなと推測しております。

一方、41 ページの資料では、2020年に122件、2021年に323件、ハイブリッド型で株主総会が開催されているのですけれども、そこで議案提案が当日バーチャルで参加する株主からなされた、あるいはリアルな株主総会よりもたくさんなされたというようなデータがもしございましたら、そのあたりのことについてお教えいただければと思います。

○安藤 まず、定量的なデータの収集はしていないのですけれども、確かに、バーチャル株主総会になるに当たって、産業界からは心配をされていたところだと思います。動議が出やすくなるのではないとか、あるいは濫用的な質問が出やすくなるのではないとかという心配をされていたのですけれども、ふたを開けてみると、あまりそういうことにはなっていないというのが一般的な認識だと思います。

実際に何件ぐらい出てきていたのかとか、あるいはバーチャルでやっているケースとリアルの比較というものをしていないのですが、あまりそういう心配は今のところ現実化していないというふうにお聞きしているところがございます。

○洲崎 どうもありがとうございました。

### 【通信障害への対応】

○前田 バーチャルオンリー株主総会について、やや細かなことになるのですが、29 ページの「延期・続行」について質問させてください。

延期と続行について議長一任決議をとっておけば、支障が生じてから改めて株主総会決議を経ることを要せず、議長の決定で延期・続行できるという手当てを改正法ではなされたというお話でした。確かに、バーチャルオンリーでは障害が生じる危険がリアルの場合よりも定型的、類型的に高いと考えられますので、何らかの手当てをするのが合理的であると思います。

ただ、議長一任とはいってしましても、あくまで株主総会決議は必要なのです。ですから、通信障害でおよそ株主総会を開催できないわけです。他方で、通常のリアルな株主総会であっても、障害が生じることを条件として、例えば会議の冒頭で延期・続行の決議を採っておくことはできるはずですね。ですので、今回せっかく延期・続行について手当てをされたのですけれども、結局この手当てでは、実際にはほとんど意味がないのではないかと感じるのです。

つまり、せっかく立法で手当てをされるのであれば、例えば株主総会を招集する決議で、通信障害が生じたときの予備日をあらかじめ決定しておくことができるというような方法を検討すべきだったのではないのでしょうか。現行法のままで予備日を定めることができるかどうかについて、実務でも議論があるとお聞きしていますが、今回、この改正産業競争力強化法であくまで議長一任にも株主総会決議が必要だとしたことに現れていますように、本来の株主総会の開催日と別に会議を開くためには、その都度株主総会決議が必要だというのが会社法及び改正産業競争力強化法の考え方なのであって、解釈で予備日を設けることは結局難しいのではないかと思うのです。予備日を設けますと、株主の方からしますと、その日も予定を開けておかなければいけないので、株主に

負担を生じさせるからです。

このように、今回せっかく延期・続行のための手当てをされたのですけれども、この手当てでは実務上あまり役に立たないのではないかという疑問を持つのですけれども、いかがでしょうか。

○安藤 今の点は、私の認識が少し違っていたかもしれませんが、この手当てがあることによって、総会で議長一任決議を採っておけば、実際に支障が起きたときに、何も決議を採らなくても議長判断で延期・続行できると思っています。こういう手当てがないと、解釈によっては通常の会社法に基づくのと同様のことはできないかなと思っていましたので、そこの認識が誤っているようであれば、改めて教えていただきたいと思っておりますけれども。

○前田 現在の会社法 317 条の通常のケースでも、株主総会の開催又は続行に支障が生じることを条件として、延期・続行しますという決議を、あらかじめ例えば会議の冒頭で採っておくことはできると思うのですね。日時・場所の決定を議長に委任できるかどうかはまた争いがあり得ると思いますけれども、今でも、条件付で延期・続行の決議を採れるわけですから、今回の手当てにあまり意味はないのかなと思ったのです。

確かに、317 条の下で日時・場所の決定を議長に委任できないという固い解釈をとれば、日時・場所の決定を議長に委ねられるという点に今回の改正法の意味はあるのだろうとは思いますが、いずれにせよ株主総会決議が必要だとして以上は、あまり大きな意味はないと思います。バーチャルオンリーの場合は、開催又は続行が困難になる危険が定型的に大きいのですから、せっかく手当てをされるのであれば、予備日の設定を認めるなど、もう少し思い切った措置をとられた方がよかったのではないかと思った次第です。

○安藤 分かりました。立法過程においては、実はその点は検討をいたしましたけれども、最終的には、そこまで措置するのは少し難しいのではないかということであきらめて、今のような条文に落ち着いたということでございます。

そのうえで、予備日の設定との関係で申しますと、産業競争力強化法ではこういう条文を設けましたけれども、会社によっては予備日を招集通知の中に書いている会社もありまして、この条文を書くことによって予備日を設定することができなくなったということではないというふうには思っております。この点は法務省も含めて、確認申請に対する確認をいただいておりますけれども、同じような認識を持っていらっしゃると思います。

確かに実務上、予備日の設定というのは適法なのかどうなのかということについて争いがあるというふうには聞きます。実際にどこまで許容されるかということはさておき、そういう実務が現状で行われていることは確かだと思います。

○前田 予備日の設定は不可能ではないというお考えをお示しくございましたけれども、それはバーチャルオンリーに限っての話なのでしょうね。通常のリアルの株主総会で、招集を決定する取締役会で予備日まであらかじめ決めておくのはだめだというのが恐らく多くの論者の採る考え方かなと私は考えていたのですけれども。

○安藤 そうですね、おっしゃるように、バーチャルオンリー株主総会のときに予備日を設定することを明文で否定しているということにはなっていないと、そういう趣旨です。

○前田 予備日を定めることができるという解釈をとるのであれば、それが一番簡単ですから、議長一任決議を採る必要もなくなりますよね。本来の日と別の日に株主総会を開くには、その都度株主総会で株主の意思を確認せよという手続を改正法が要求した以上は、予備日の設定は、バーチャルオンリーであっても解釈で認めるのは難しいと私は考えますけれども、考え方は分かれるところなのだと思います。どうもありがとうございます。

○北村 前田先生から延期・続行と予備日のお話が出ましたので、その点に関して若干コメントをさせていただきたいと思っております。

延期・続行と予備日設定は別で、延期・続行の場合の延会・継続会はもとの株主総会と同じ株主

総会だという位置付けになります。一方、予備日に開催される株主総会は、予定されていた株主総会とは違う株主総会になりますので、基準日との関係でも異なることになります。そこで、延期・続行と予備日は違うものなのだろうと思っております。

私自身は、予備日の設定はリアル株主総会でも可能なのではないかと考えていまして、前田先生から、それは必ずしも学会の多数意見ではないと言われれば、そうかなとも思いましたけれども、以上がコメントです。

#### 【両大臣の確認】

○北村 あと一点、レジュメ 30 ページの Q1-9 についてお伺いいたします。大臣に確認を受けた後で方針等について変更があっても、改めて確認を受ける必要はないという制度になっているということですが、経済産業省令とか法務省令で定めている要件は、バーチャルオンリー株主総会の招集を決定する場合にその都度満たしていなければなりません。大臣に確認を受けたものであれば、そこから変更がなければ大丈夫だろうと思うのですが、確認を受けた後に方針等を変更したけれども、それが省令の定める要件を満たしているかどうかは招集権者が判断することになります。

しかし、招集権者は満たしていると思っていたけれども、後で実は満たしていなかったとなると、これは決議取消事由になると私は思っております。つまり招集手続に法令違反があるということになります。そうすると、変更があったときに何らかの確認を受けるというシステムを作るということは想定されないのでしょうか。もし何かお考えがありましたら、お願いいたします。

○安藤 まず、結論から申しますと、変更があったときに確認をするということにはしていません。もしそれを確認しようと思えば、バーチャル株主総会を開催するたびに確認をしなければいけないという、恐らくそういう制度になる訳でして、制度の考え方が変わるということだと思います。

例えばですが、責任者や、どういうシステムを使うのかといった点に変更があるならば再度確認を受けるという制度にするということは、かなり細かい内容、この会社のこのシステムを使いますといったことを書いて確認するというやり方になると思います。しかし、今回の法律はあくまで定款の変更をするに当たっての確認だという位置付けです。ですので、毎回の株主総会の開催の仕方は細かく見ていくと用いているシステムなど変わるかもしれないけれども、大きな方針としては、うちの会社はこういう大方針の下でやりますということを書いてもらう、そういうレベル感のものだと捉えています。そういう前提で考えると、使うシステムに変更があったからといって、改めて確認を出す必要はないということです。

その上で、確認の要件を満たしていなかったとなったときに決議取消事由に当たるのではないかと、そういうリスクがないように、それぞれの会社で、今年の株主総会だけで守れる要件ということではなく、その後も守れる要件をきちんと考えて書いてくださいというふうをお願いすることをもって、実務上は対応できるのではないかと、思っております。

ですので、今年はこちらですが、来年以降は絶対変わるような内容を書いたりする場合には、そういう趣旨のものではないですよということはお伝えをしているところです。

お答えになっているかどうか分かりませんが、この確認の位置付けというのがどういふものなのかと言うと、端的には、毎回の株主総会の確認なのか、定款変更に際しての確認なのかというところで性質が変わってくるということでございます。

○北村 ありがとうございます。大臣の確認を受けたときは、例えばインターネットを使用することに支障のある株主は電話回線を使えるようにするという方針を作っていたけれども、それを実際にやってみたところ、電話回線を使う人が多過ぎて対応できないから、書面投票を推奨するだけにしようというように方針を変えたときに、これで



セーフなのかなという不安が生じるかもしれないと思って、質問させていただきました。

制度としては、定款変更のときだけに確認が必要となっているというご説明でしたので、そこについては理解いたしました。

#### 【バーチャル株主総会の今後の動向】

○伊藤 上場会社のバーチャル株主総会を巡る今後の動向についてどのように予想されるのか、よろしければ教えていただきたいと思います。

今日ご報告いただいた中で、例えば 18 ページの実施状況の数字を見ていると、ハイブリッドの参加型がほとんどで、出席型は少ないですね。あるいは、22 ページの企業の実施意向についての調査を見ますと、バーチャルオンリー型を実施したいというふうにはっきりと述べたところは 2%にとどまっています、つまり全体的に見ると、現状では、ハイブリッドの参加型であるとかバーチャルオンリー型というのは、さほどは好まれていないとも言えるかと思います。そこで気になるのは、その傾向が中長期的に変化していくかどうかというところです。

例えば、20 ページの課題認識についてのアンケートを見ますと、ハイブリッド型があまり好まれない理由というのは、技術的な環境整備が追いついていないとか、開催のコストがかえって増えるとか、決議取消しのリスクがあるということかと思えます。しかも、1つ目の「システム等の技術的な環境整備」と3つ目の「通信障害等による決議取消リスク」というのは、バーチャルオンリー型にも妥当するところです。

また、実際のリアルの総会の開催コストはどうかといいますと、24 ページを見ますと、8割近くの会社が 1,000 万円以下なのですね。ですから、これを削減するメリットが、バーチャルオンリーに移行するコストに比べてどこまでメリットとして感じられるのかということが少し分からないなというふうにも思うところです。

他方で、上場会社で物理的な会議を開く意味というのは、そもそも大きくないですし、株主との

対話は別に総会当日に限られないということもそのとおりでしょうから、環境整備がもっと進んで、かつ事例が少しは蓄積されて、決議取消リスクが減少すれば、バーチャルオンリー型を好む会社は今より増えるかもしれないとも考えられるのですね。そのあたり、何か予想されていることがありましたら教えていただければと思います。

○安藤 まず、参加型でやる、ないしは事後配信をするという会社は増え続けるのではないかと思っています。これはやはり、株主総会プロセス全体の中で株主との対話をしていくということの非常に分かりやすい株主への訴求になると思いますので、ある程度コストはかかっても、特に規模の大きい企業は積極的にやられるのではないかなというふうに思います。

もう一つ進むだろうと思いますのは、バーチャルオンリー株主総会ができるようにするための定款変更をされる会社で、いざというときのためにというふうに考えれば、実際にバーチャルオンリーで開催するつもりはなくても、定款変更だけはおこなう会社さんは増えるのではないかなと思います。

ISS が必ずしも賛成推奨しないという点がありますので、外国人投資家の株式保有比率の高い企業は様子見ということはあるかもしれませんが、全体としては、機関投資家の動向を見ながら徐々に進んでいくのではないかと思います。

そのうえで、実際にバーチャルオンリーで開催するかどうかは、幾つかの要因に左右されるかと思っています。今のところは私もあまりはっきり見えていないのですが、一つは、先ほどおっしゃっていただいたシステムの問題で決議取消リスクが実際のところどれぐらいあるのかということ。二つ目は、機関投資家にどれぐらい受け入れられるかということです。特に、やや争いのある場合とか、あるいは株主提案の議案が含まれている場合とか、そういうときに積極的に使おうと思えるのかという点は、機関投資家のバーチャルオンリー総会への受け止めを会社としてはかなり気にされるのではないかなと思います。

最後に、ベンダーの対応能力も関係してくると思っています。オンライン配信の業者は、実際に配信するために現場に張り付いて、機材を持って行ってやっておられるということなので、特に時期が集中すると、ベンダーが対応可能な数が限られるという意味で一つの制約要因になるのかもしれないと思います。ただ、そういう業者は必ずしもバーチャルオンリー株主総会だけをやっているわけではなく、様々なイベントの配信もやっておられると思いますので、その全体の中のキャパとしてどうなっていくのかだと思います。

今申しましたような取消リスク、機関投資家の受け止め、ベンダーのキャパシティーの関係といったことを見ながら、徐々にやりたい企業から増えていくという感じではないかと思っています。

いずれにしても、絶対リアルでやりたいという会社は相当程度あると思いますので、あくまで選択肢の一つという位置付けにとどまり続けるのではないかとは思います。

○伊藤　　どうもありがとうございます。

○前田　　安藤課長、本日は明快なご報告、ご回答をいただきまして、どうもありがとうございます。これで本日の研究会を閉会とさせていただきます。

○安藤　　先生方に非常に多くのご示唆をいただいたと思っております。どうもありがとうございました。

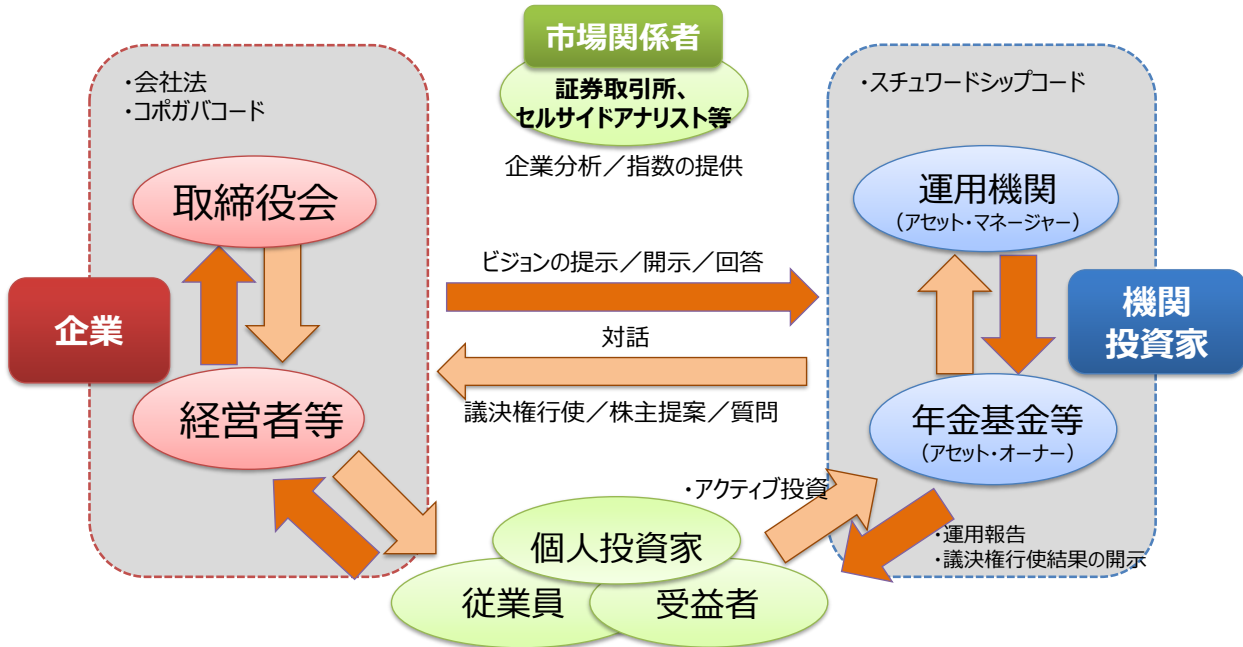
# バーチャル株主総会について

2022年2月25日  
産業組織課長 安藤元太

## 1. 背景

## インベストメントチェーンの全体像

- 企業が稼ぐ力を高め、持続的な企業価値を向上させるためには、企業における適切なガバナンス機能の発揮と、企業と投資家との建設的な対話を促すことが重要。



2

## 株主・投資家との対話を促進する上での問題意識

- コーポレートガバナンスの進展、情報開示要請の拡大、機関投資家との対話の取組等を踏まえて、株主総会の当日はどのような意味があるのか。
- 株主総会当日に限定しない株主とのコミュニケーション（個人、機関投資家）がますます重要になってきているのではないかと。
- **株主総会プロセスは、重要な意志決定が複数の関係者によってなされるプロセス。正確性と効率性が求められるにもかかわらず、電子化が進んでいないのではないかと。** 欧州では、株主総会プロセスについて、電子化と同時に透明性を高める政策がとられている。
- 決算日から3ヶ月以内に株主総会を開催するというのは、国際的にみても非常にタイトなスケジュール。その中で、事業報告等と有価証券報告書という二つの法定書類を作成しており、それぞれ監査も受けている。事業報告等と有価証券報告書の記載事項を一体化させて一つの書類とするのも合理的ではないか。この場合に総会日程を後ろ倒しすることが行いやすい環境整備も必要ではないか。

3

## 株主総会の在り方を巡るこれまでの取組状況

- これまで、企業と投資家・株主との企業価値向上に向けた建設的対話を促すことを目的に、各種の環境整備を実施してきたところ。

### 対話期間・議案検討期間の確保に向けた検討

- ◆ 株主総会の招集通知関連書類の電子提供の促進
- ◆ 議決権行使プロセス全体の電子化の促進
- ◆ 株主総会日程の適切な設定に向けた環境整備
  - ✓ 決算日から3か月を超えた日に株主総会を開催することを現実的な選択肢に

### 企業情報の開示の在り方、対話の深化に向けた検討

- ◆ 事業報告等と有価証券報告書の一体的開示
  - ✓ 短信、事業報告・計算書類等、有価証券報告書という一連の流れについて、いかに効果的・効率的な開示や対話に結びつけるかを検討
- ◆ 企業の持続的成長を支える情報開示や対話の促進

- ✓ 株主総会資料の電子提供制度等を盛り込んだ改正会社法が成立。
- ✓ 機関投資家、個人株主による電子議決権行使が進展中。
- ✓ 平成29年度税制改正により、申告期限の延長が可能に。
- ✓ 全国株懇連合会による基準日変更に関する実務対応の整理。
- ✓ 一体的開示を行いやすい環境整備として、関係省庁が事業報告等と有価証券報告書の一体的開示の記載例を公表
- ✓ ESG/非財務情報と無形資産投資を含む開示・対話のガイダンスとして、価値協創ガイダンスを策定

4

## 新時代の株主総会プロセスに向けて

～新時代の株主総会プロセスの在り方研究会報告書のまとめ～

- 株主総会の実態に応じた規律の考え方を整理することに関する問題提起。
- 将来的な会議体としての株主総会の規律や実務の在り方については、意思決定機関としての株主総会の規律を重視し、当日の会議体の開催方法については、情報開示や事前の一定の双方向性が保たれている限り、企業による選択の幅を広げる方向性を目指すべきとの見解。
- より多くの株主がバーチャル参加や出席を希望することになる可能性も念頭におき、ルールの在り方の検討やIT基盤・通信インフラ整備などの対応を急ぐべきとの指摘。
- 今後予定されている株主総会資料の電子提供制度導入も見据えた対応。

5

## バーチャル株主総会とは

- **バーチャル株主総会は、取締役や株主等がインターネット等を利用して遠隔地から株主総会に参加・出席することを許容する形態**である。

### 【バーチャルオンリー型】

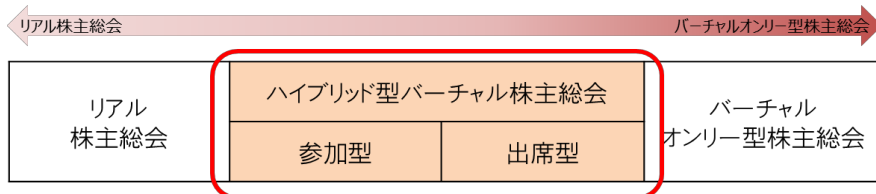
- ・ リアル株主総会とは異なり、物理的な会場を設けずに、取締役や株主等が、インターネット等の手段を用いて株主総会に出席するもの。

### 【ハイブリッド型】

- ・ リアル株主総会同様に物理的な会場を設ける一方で、追加的に取締役や株主等が、インターネット等の手段を用いて株主総会に参加・出席することを許容するもの。

ハイブリッド参加型：審議等を確認・傍聴することができる（議決権行使や質問・動議は不可）

ハイブリッド出席型：議決権行使や質問・動議ができる。



6

## 会社法上の整理

- **現行会社法において、リアル株主総会やハイブリッド型バーチャル株主総会の開催は可能であるが、バーチャルオンリー株主総会の開催は難しいとされる。**

### 現行会社法の規定

- ・ 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（会社法298条1項1号）。

（参考）会社法第二百九十八条

取締役（前条第四項の規定により株主が株主総会を招集する場合にあっては、当該株主。次項本文及び次条から第三百二条までにおいて同じ。）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、株主が質問し説明を聴く機会を確保するため、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。

7

## (参考) 会社法の解釈に関する国会答弁

### 国会答弁 (抄)

(第197回国会 衆議院 法務委員会 第2号 平成30年11月13日)

○小野瀬政府参考人 (法務省民事局長)

まず、委員御指摘のハイブリッド型についてでございますが、取締役が実際に開催する株主総会の場所を決定し、これを株主に通知した上で、その場所に来ていない株主等についても、情報伝達の双方向性及び即時性が確保されるような方式によって株主総会に出席することを認めることは、会社法上許容されるものと解されます。したがって、実際に開催されている株主総会に株主がオンラインで参加することを許容すること、いわゆる御指摘の**ハイブリッド型の株主総会を行うことは、会社法上許容され得るものと解されます。**

これに対しまして、実際に開催する株主総会の場所がなく、バーチャル空間のみで行う方式での株主総会、いわゆる**バーチャルオンリー型の株主総会を許容することができるかどうかにつきましては、会社法上、株主総会の招集に際して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ことなどに照らしますと、解釈上難しい面があるものと考えております。**

8

## 2. ハイブリッド型バーチャル株主総会

9

## 新時代の株主総会プロセスの在り方研究会

- 2019年8月に、「**新時代の株主総会プロセスの在り方研究会**」を立ち上げ。
- 研究会における議論等を踏まえ、2020年2月に**ハイブリッド型バーチャル株主総会を開催する際の法的・実務的論点を明らかにした「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」を策定・公表。**

### 【新時代の株主総会プロセスの在り方研究会の委員構成】

（座長）

尾崎 安央 早稲田大学 法学学術院 教授

（委員）

市川 章人 日本生命保険相互会社 株式部長

井上 卓 三菱重工業株式会社 IR・SR室長

猪越 樹 ソニー株式会社 財務部IRグループSRチーム  
シニアマネジャー

江良 明嗣 ブラックロック・ジャパン株式会社 マネージング・ディレクター  
運用部門インベストメント・スチュワードシップ部長

北村 雅史 京都大学大学院 法学研究科 教授

佐々木 徹 ENEOSホールディングス株式会社 法務部長

澤口 実

高野 雄市

武井 一浩

田中 亘

塚本 英巨

寺沢 徹

弥永 真生

森・濱田松本法律事務所 弁護士

三井物産株式会社 法務部長

西村あさひ法律事務所 弁護士

東京大学 社会科学研究所 教授

アンダーソン・毛利・友常法律事務所 弁護士

アセットマネジメントOne株式会社 運用本部

責任投資グループ長

筑波大学 ビジネスサイエンス系 教授

（オブザーバー）

法務省、金融庁、一般社団法人信託協会、株式会社 I C J



10

## 現代における株主総会の意義

- 大多数の会社においては、株主総会の開催前までに各議案に係る決議の趨勢が判明しているのが現状。**会議体としての株主総会について、ハイブリッド型バーチャル株主総会についての検討を行うことにより、改めて議論。**

### 【会議体としての株主総会についての複数の見解】

- ① **株主と取締役等が対面する緊張感の下で決議に向けた審議が行われることが重要。**
  - ✓ 決議と一体として行われる討議を重視。
  - ✓ 当日により多くの株主参加を促す。
- ② **株主総会プロセス全体の中で対話が十分行われていることが重要。**
  - ✓ プロセス全体の中で対話が行われることを前提に、当日の会議体としての側面が弱まることを許容。
  - ✓ 当日の株主総会については規模を縮小するといった会社における資源配分の見直しの可能性。
- ③ **決議に向けた審議ではなく、株主との良好な関係構築のための対話の場として活用するべき。**
  - ✓ 決議に向けた討議の場としてではなく、より一般的なコミュニケーションを重視。
  - ✓ 動画の活用やエンターテインメント性のある株主総会を開催し、株主に向けた自社PRの場として活用。

11



## ハイブリッド型バーチャル株主総会のメリットと留意事項

### 【ハイブリッド参加型バーチャル株主総会のメリットと留意事項】

| メリット                                                                                                                                                                            | 留意事項                                                                                                                                                                                      |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>遠方株主の株主総会参加・傍聴機会の拡大。</li> <li>複数の株主総会を傍聴することが容易になる。</li> <li>参加方法の多様化による株主重視の姿勢をアピール。</li> <li>株主総会の透明性の向上。</li> <li>情報開示の充実。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>円滑なインターネット等の手段による参加に向けた環境整備が必要。</li> <li>株主がインターネット等を活用可能であることが前提。</li> <li>肖像権等への配慮（ただし、株主に限定して配信した場合には、肖像権等の問題が生じにくく、より臨場感の増した配信が可能。）</li> </ul> |

### 【ハイブリッド出席型バーチャル株主総会のメリットと留意事項】

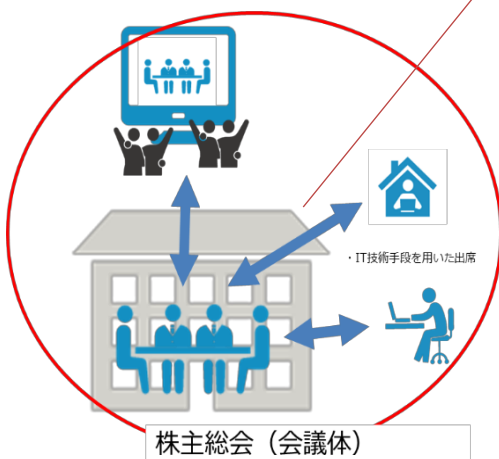
| メリット                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 留意事項                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>遠方株主の出席機会の拡大。</li> <li>複数の株主総会に出席することが容易になる。</li> <li>株主総会での質疑等を踏まえた議決権の行使が可能となる。</li> <li>質問の形態が広がることにより、株主総会における議論（対話）が深まる。</li> <li>個人株主の議決権行使の活性化につながる可能性。</li> <li>株主総会の透明性の向上。</li> <li>出席方法の多様化による株主重視の姿勢をアピール。</li> <li>情報開示の充実。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>質問の選別による議事の恣意的な運用につながる可能性。</li> <li>円滑なバーチャル出席に向けた関係者等との調整やシステム活用等の環境整備。</li> <li>株主がインターネット等を活用可能であることが前提。</li> <li>どのような場合に決議取消事由にあたるかについての経験則の不足。</li> <li>濫用的な質問が増加する可能性。</li> <li>事前の議決権行使に係る株主のインセンティブが低下し当日の議決権行使がなされない結果、議決権行使率が下がる可能性。</li> </ul> |

12

## 実施ガイドで整理した主な論点

- 実施ガイドでは、リアル株主総会で一般に行われている実務を応用することを基本に考えつつ、**新しい出席態様であることと、バーチャル参加・出席は追加的な出席手段であること**を前提に、現在利用可能な技術の中での具体的取扱いと、その根拠となる法的考え方を整理した。

「開催場所と株主との間において、**情報伝達の双方向性と即時性の確保**が必要」



### 【実施ガイドで整理した主な論点】

- 前提となる環境整備（通信障害についての考え方）
- 本人確認
- 株主総会の出席と事前の議決権行使の効力の関係
- 質問の取扱い
- 動議の取扱い
- その他（招集通知の記載方法、お土産の取扱い等）

13

## 実施ガイドの主な内容

### 前提となる 環境整備

- 会社側の通信障害が発生し、その結果バーチャル出席株主が審議等に参加できない事態が生じた場合には、会社法831条1項の**決議取消事由に当たるとされる可能性も否定できない**。
- しかし、バーチャル出席株主はリアル出席という選択肢がある中でそれを選んだことから、その**決議取消に係る要件の充足性について、リアル株主総会が前提の解釈とは異なった解釈が可能と考えられ**、会社が通信障害防止のために**合理的な対策を取っていた場合には、決議取消事由には当たらないと解することも可能**。

### 本人確認

- 事前に株主に送付する議決権行使書面等に株主固有のID・PWを記載して送付し、株主がインターネット等の手段でログインする際に、当該**ID・PWを用いたログインを行う**ことが妥当。

### 質問・動議

- バーチャル出席株主から質問・動議を受け付ける場合、例えば**現経営陣に対して敵対的な質問であるという理由のみで取り上げないといった恣意的な議事運営が許されない**ということは当然であるが、リアル出席株主に比べ、質問や動議の心理的ハードルが下がることや、議事運営の妨害といった不当な目的で同じ質問や動議を複数回送ることが容易であることから、**質問や動議が濫用的に行われる可能性も否定できない**。
- そこで、**1人が提出できる質問回数や文字数などの事務処理上の制約を予め運営ルールとして定め、招集通知等で周知する**ことも考えられる。

14

## 「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド（別冊）実施事例集」の策定

- ハイブリッド型バーチャル株主総会の更なる実務への浸透を図るため、2021年2月3日に実施ガイドの別冊として、**株主総会における実施事例や実際の運用における考え方等を示した実施事例集を策定**。



### 【実施事例集のイメージ】

各論点に関する考え方を簡潔に示している。

#### 3.(6) 肖像権等への配慮 【参加型・出席型共通】

実施ガイド P.7

- 審議等の状況が外部に向けて配信された場合、映像等で配信される**株主の肖像権等に関して留意事項が存在**。
- 実施ガイドでは、**株主に限定して配信した場合には、肖像権等の問題が生じにくい**としている。
- そのほか、例えば、①**撮影・録音・転載等を禁止すること**や、②**配信により株主の氏名が公開される場合には事前に通知をする**等の対応をとることが考えられる。**通知の方法としては招集通知によることも考えられる**。

#### 【実施事例】

- 招集通知において、バーチャル株主総会参加用URLを第三者に共有すること、バーチャル株主総会の模様を録音、録画、公開等することは、お断りさせていただく旨を記載した。

#### 【アドウェイズの招集通知における記載】

- ①バーチャル出席された株主様の行為が株主総会の秩序を乱すと議長により判断された場合、通信を強制的に途絶させていただく場合もございます。
- ②当社がやむを得ないと判断した場合、バーチャル株主総会の内容を一部変更又は停止とさせていただきます。
- ③バーチャル株主総会参加用URLを第三者に共有すること、バーチャル株主総会の模様を録音、録画、公開等することは、お断りさせていただきます。

14

2020年株主総会における実施事例を紹介している。

15

## ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド（別冊）実施事例集

- 実施ガイドの別冊として、**論点ごとの実施事例・考え方を示した実施事例集**を2021年2月に策定・公表。

### 実施事例集で整理した主な論点

#### 参加型・出席型共通の論点

##### 配信方法

- インターネット等の手段として、電話やe-mail、チャット、動画配信等や、**これらを組み合わせて実施**することが考えられる。

##### インターネット等で出席する取締役等の議決権行使

- インターネット等で出席する取締役等が、他の株主とは異なる方法によって議決権行使することを認めたとしても、**株主平等原則に反するとまではいえない**。

##### 出席希望株主の事前登録

- インターネット等で出席を希望する株主に対してその**登録方法について十分に周知**し、株主総会に出席する機会に対する配慮を行うことが重要。

##### 配信方法

- 株主に限定して配信した場合には肖像権等の問題が生じにくいとされているものの、問題発生を回避するために、**撮影・録音・転載等を禁止することや、配信により株主の氏名が公開される場合には事前に通知**することが考えられる。

#### 出席型の論点

##### 配信遅延への対応

- 数秒から数十秒程度の軽微な配信遅延が生じることが考えられるため、**議決権行使の締切時間をあらかじめ告知することや、議決権行使から賛否結果表明までの間に余裕を持たせる**ことが考えられる。

##### 通信障害対策

- 通信障害のリスクを避けるため、**事前の議決権行使を促すことが重要**。
- **一般に利用可能なライブ配信サービスやウェブ会議ツール**を利用すること、**通信障害に備えたバックアップ手段の確保、事前の通信テスト実施、対処シナリオの準備**等が考えられる。

##### 出席時の議決権行使と事前の議決権行使との効力の関係

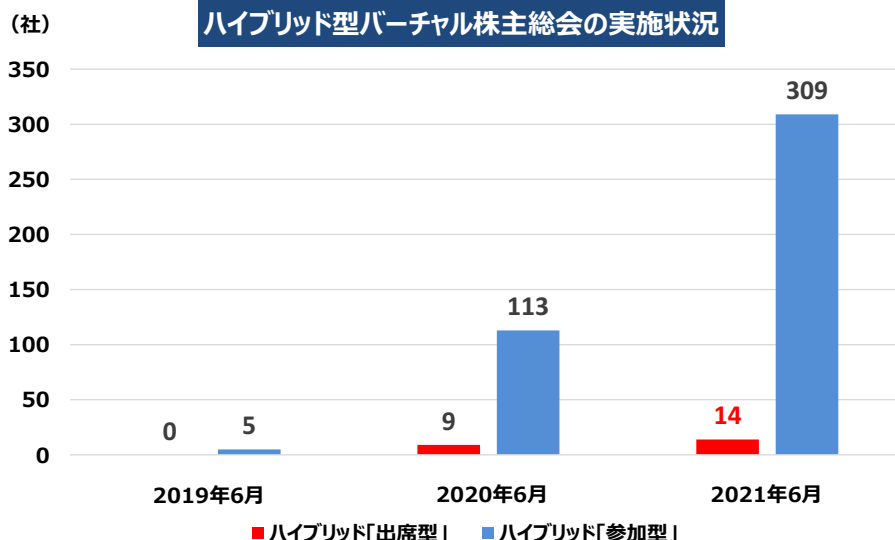
- **議決権行使の効力関係について、あらかじめ招集通知等で株主に通知**しておくことが重要。

##### 動議の取扱い

- バーチャル出席株主による動議については、会社の合理的な努力で対応可能な範囲を超えた困難が生じることも想定される。
- そこで、実施ガイドでは、原則として**動議の提出については、リアル出席株主からのそれを受け付けることで足り**ると示している。 16

## 2021年6月のバーチャル株主総会の実施状況

- 2021年6月の株主総会において、ハイブリッド「出席型」は2020年6月の9社から14社に、ハイブリッド「参加型」は2020年6月の113社から309社に増加。
- バーチャルオンリー株主総会は法律の施行が6月となったため、実績無し（その後3社が実施）。



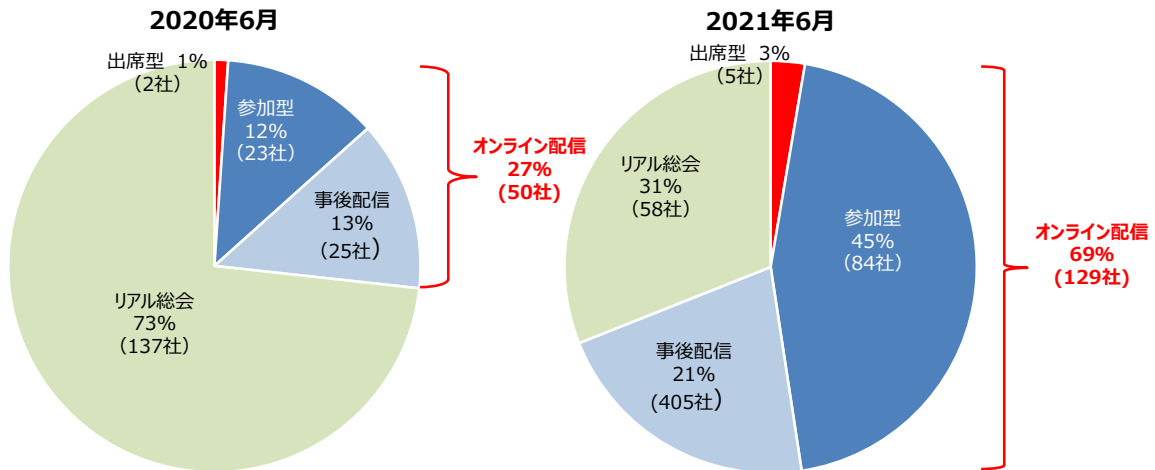
(出所) 三菱UFJ信託銀行「証券代行情報No.200 2021年6月総会の状況(確報版)」を基に経済産業省にて作成

17

## 株主総会のオンライン配信の実施状況（日経225銘柄）

- 日経225銘柄（2021年6月総会187社）のうち、5社がハイブリッド「出席型」を、84社がハイブリッド「参加型」を実施。
- ハイブリッド「出席型」、ハイブリッド「参加型」、事後配信のいずれかを実施した企業は計129社にのぼり、過半数を超えた。

日経225銘柄における株主総会の実施状況



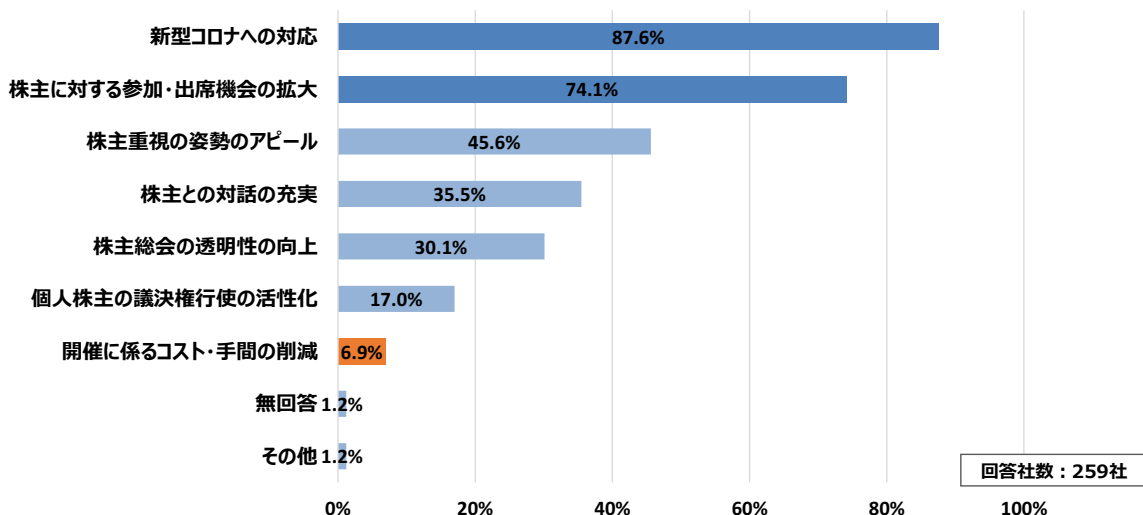
（出所）三菱UFJ信託銀行「証券代行情報No.200 2021年6月総会の状況（確報版）」を基に経済産業省にて作成

18

## ハイブリッド型で実施する理由

- ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施（予定）の理由としては、「新型コロナへの対応」や「株主に対する参加・出席機会の拡大」を挙げている会社が多く、コスト削減を挙げる企業は少ない。

ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施理由（複数回答）



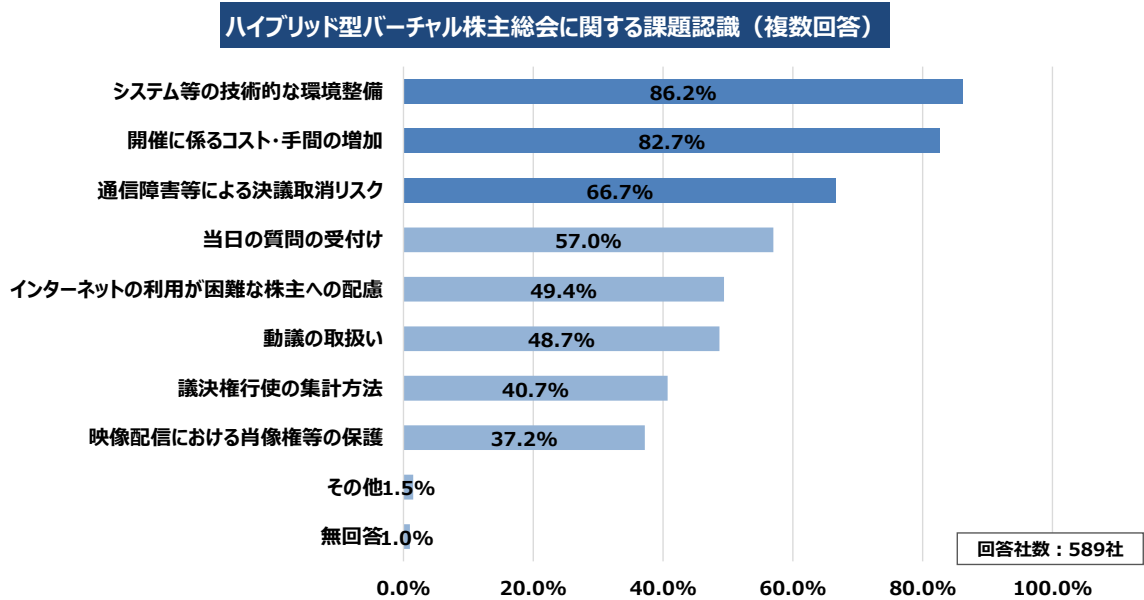
（備考）実施予定の場合を含む

（出所）商事法務研究会編「2020年版株主総会白書」（旬刊商事法務2256号（2021））185頁図表189を基に経済産業省にて作成

19

## ハイブリッド型に関する企業の課題認識

- ハイブリッド型バーチャル株主総会に関する課題認識としては、システム等の環境整備、開催に係るコスト、通信障害等による決議取消リスクを挙げている会社が多い。

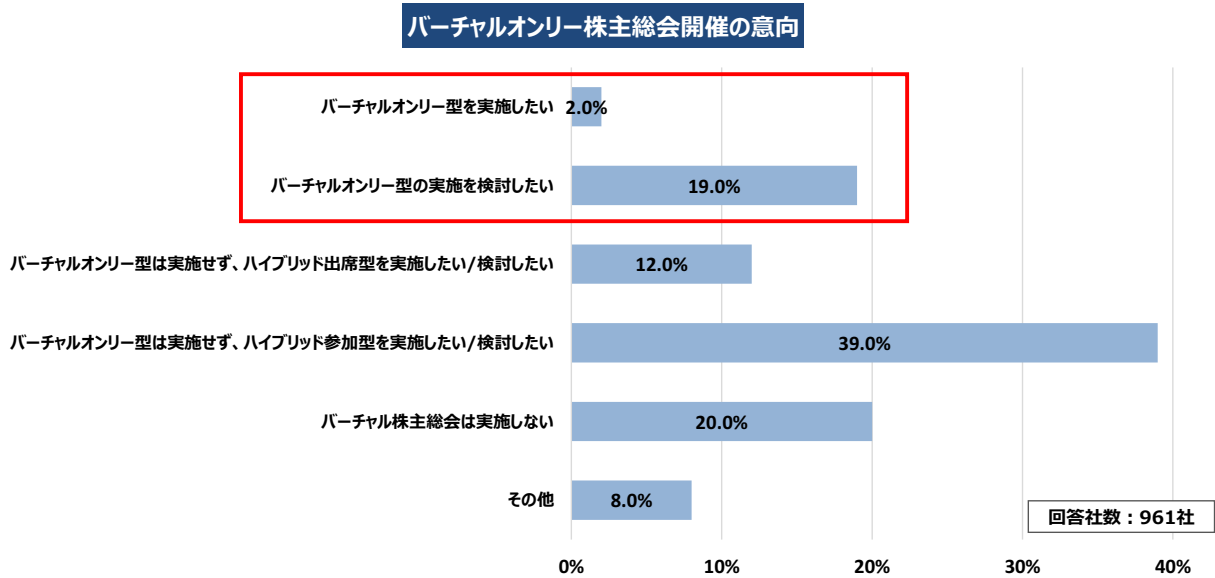


(出所) 商事法務研究会編「2020年版株主総会白書」(旬刊商事法務2256号(2021)186頁図表190)を基に経済産業省にて作成

## 3. 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の実施意向

- 多くの会社はハイブリッド型を実施・検討したいと考えている一方で、バーチャルオンリー株主総会を実施・検討したいと回答した企業も21%に上る。

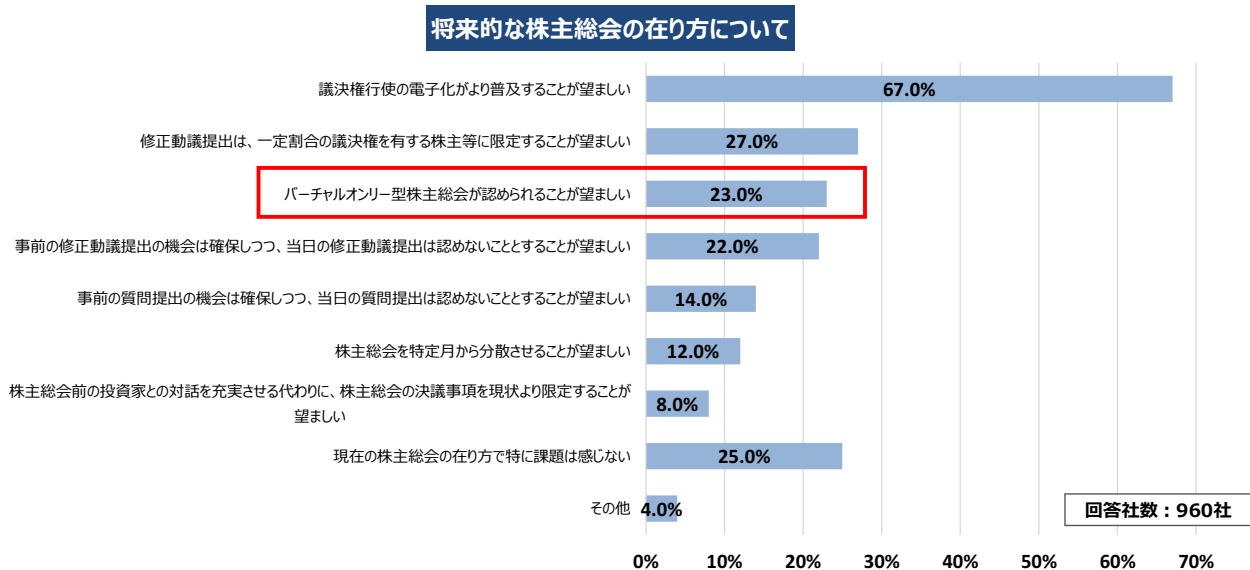


(出所) 東証一部・二部上場企業に対する経済産業省のアンケート調査（回答期間2020年12月～2021年1月）より作成。  
 (備考) アンケートはバーチャルオンリー株主総会に関する法案提出前に行われたもの。なお、その他としては「バーチャルオンリー株主総会の実施は、法整備の状況や株主からの要望、他社動向等を勘案しながら慎重に検討したい」というものが多かった。

22

## 株主総会の在り方に関する企業の意見

- 将来的な株主総会の在り方について、議決権行使の電子化の普及やバーチャルオンリー総会の制度の創設など、株主総会のオンライン化を希望する声が多い。

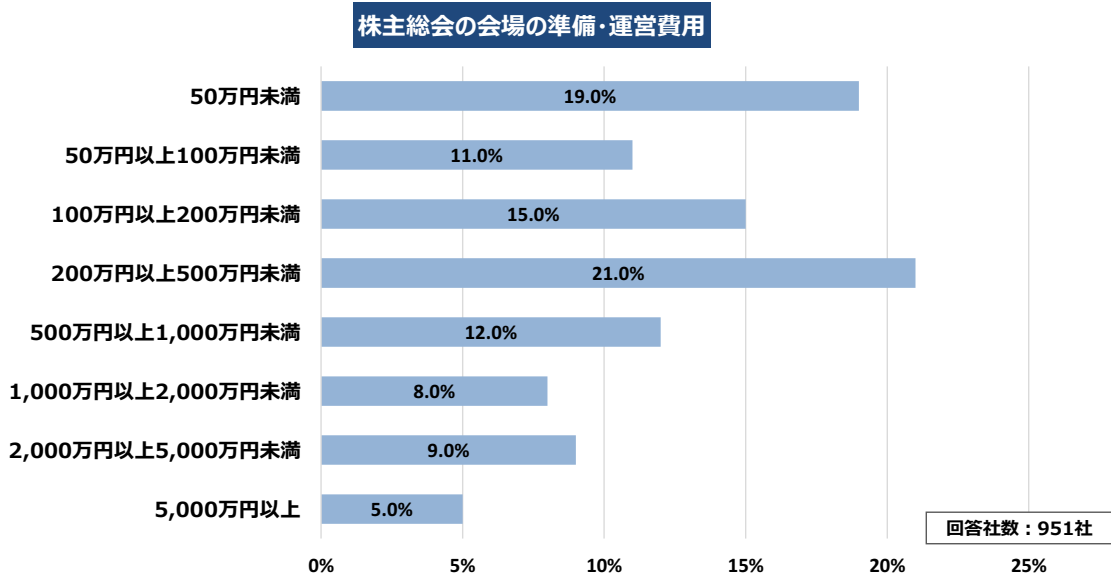


(出所) 東証一部・二部上場企業に対する経済産業省のアンケート調査（回答期間2020年12月～2021年1月）より作成。  
 (備考) アンケートはバーチャルオンリー株主総会に関する法案提出前に行われたもの。

23

## (参考) 通常の株主総会の会場・運営費用

- 株主総会の会場の準備・運営に掛かる費用はかなりばらつきがある。**200万円以上500万円未満が最も多いが、1～2億円が9社、2億円以上も6社あった。**



(出所) 東証一部・二部上場企業に対する経済産業省のアンケート調査 (回答期間2020年12月～2021年1月) より作成

(備考) アンケートはバーチャルオンリー株主総会に関する法案提出前に行われたもの。

(注) 5,000万円以上の内訳は、5,000万円以上1億円未満15社、1億円以上2億円未満9社、2億円以上6社

24

## バーチャルオンリー株主総会実現に向けた政府方針・民間提言

- 新型コロナウイルス感染症拡大の影響等も踏まえ、政府全体の「成長戦略フォローアップ」や「実行計画」において、バーチャルオンリー株主総会についての方向性が示されるとともに、新経連や経団連といった経済団体からもその実現に向けた提言がなされた。

### ■ 「コロナ問題を契機とした規制・制度／経営・業務改革～デジタルXの未来を今に～」(令和2年4月9日 新経連)

- 「バーチャル完結型の実施に向けて検討を行い、実施する」

### ■ 「成長戦略フォローアップ」(令和2年7月17日 閣議決定)

- 「バーチャルオンリー型株主総会を含む株主総会プロセスにおける電子的手段の更なる活用の在り方、情報開示の充実のための方策など新たな株主総会の在り方について検討を行い、2020年度中に一定の結論を得る。」

### ■ 「株主総会におけるオンラインの更なる活用についての提言」(令和2年10月13日 経団連)

- 「特例法等による対応によりバーチャルオンリー型を選択的に開催可能とするための措置を検討することが考えられる。」

### ■ 「実行計画」(令和2年12月1日 政府の成長戦略会議において取りまとめ)

- 「ウィズコロナの中で、バーチャルオンリー型の株主総会(インターネット上のみで株主総会を開催)が米欧で認められていることに鑑み、我が国においても、来年の株主総会に向けて、バーチャル株主総会を開催できるよう、2021年の通常国会に関連法案を提出する。」

### ■ 「当面の規制改革の実施事項の概要」(令和2年12月22日 政府の規制改革推進会議において取りまとめ)

- 「バーチャルオンリー型株主総会を開催できるよう、適切な措置を講じる。【次期通常国会に法案提出】」

25

## バーチャルオンリー株主総会の創設経緯とその趣旨

- バーチャルオンリー株主総会に関する制度が盛り込まれた「産業競争力強化法等の一部を改正する等の法律」が、2021年6月9日に成立。
- 制度の利用を通じて、**株主総会の活性化・効率化・円滑化**につながることを期待されている。

### 法案成立までの経緯

- 2021年2月 5日 第204回通常国会に提出
- 2021年6月 9日 第204回通常国会にて成立
- 2021年6月16日 公布、施行（場所の定めのない株主総会に関する規定の施行日）

### 制度の趣旨

バーチャルオンリー株主総会は、(i)遠隔地の株主を含む多くの株主が出席しやすく、(ii)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、また、(iii)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。

このように、**株主総会の活性化・効率化・円滑化につながる**ことから、株主の利益の確保に配慮しつつ、産業競争力を強化する観点から、**本制度において、バーチャルオンリー株主総会の開催を可能**としている。

26

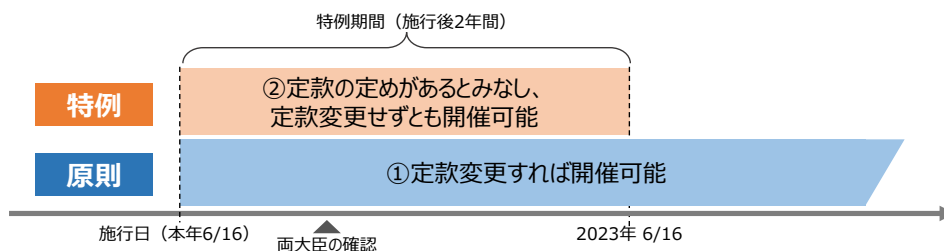
## 制度の概要

- **上場会社は、両大臣の確認を受けた場合に限り、バーチャルオンリー株主総会を開催することができる旨を定款に定めることができる。**
- ただし、**施行後2年間**においては、**上記の確認を受けた上場会社は定款の定めがあるものとみなすことができ、定款変更決議を経ることなく、開催することが可能。**

### 制度の内容

確認要件  
①通信の方法に関する事務の責任者の設置  
②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  
③インターネットの使用に支障のある株主の利益の確保への配慮についての方針の策定 等

- ① **上場会社は、経済産業大臣及び法務大臣の確認を受けた場合に限り、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ることができ、この定款の定めのある上場会社については、バーチャルオンリー株主総会の開催を可能**としている。
- ② **新型コロナウイルス感染症拡大の影響を踏まえ、施行後2年間は、上記①の確認を受けた上場会社については、上記①の定款の定めがあるものとみなすことができる**こととしている。この場合、定款変更の株主総会決議を経ることなく、**バーチャルオンリー株主総会の開催が可能**となる。なお、当該みなしに基づく場所の定めのない株主総会においては、上記①の定款の定めを設ける定款変更の決議を行うことはできない。



27



## 制度の詳細（1）

- 場所の定めのない株主総会の開催にあたっては、以下の要件を充足する必要がある。

### 1. 場所の定めのない株主総会の開催の要件

〔産競法66条1項・2項、  
省令1条・2条〕

#### ①「上場会社」であること

- ・「上場会社」…  
金融商品取引法2条16項に規定する金融商品取引所に上場されている株式を発行している株式会社

#### ②（③の前提として）「省令要件」該当性について 経済産業大臣及び法務大臣の「確認」を受けること

- ・「省令要件」…  
以下のいずれにも該当するものであること
  - 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

※なお、②の「確認」は、③の前提として必要になるものであり、場所の定めのない株主総会の開催の都度、経済産業大臣及び法務大臣の「確認」を受けるものではない。

#### ③「定款の定め」があること

- ・「定款の定め」…  
株主総会（種類株主総会を含む。）を場所の定めのない株主総会（種類株主総会にあつては、場所の定めのない種類株主総会）とすることができる旨の定款の定め
- ・「定款の定め」を設けるためには、株主総会の特別決議による定款変更が必要。  
ただし、施行後2年間は、②の「確認」を受けた上場会社については、「定款の定め」があるものとみなすことができる（附則3条）。

#### ④招集決定時に「省令要件」に該当していること

- ・②の「確認」時に加えて、場所の定めのない株主総会の招集決定時に、②の「省令要件」に該当している必要がある。
- ・この時点での「省令要件」該当性については、招集決定者において確認することとなる。

28

## 制度の詳細（2）

- 招集の決定事項、招集通知の記載・記録事項、延期・続行、議事録の記載・記録事項については、以下の規律を定めている。

### 2. 招集の決定事項

〔読替後の会社法298条1項、  
省令3条〕

- ・株主総会の「場所」に代えて、「株主総会を場所の定めのない株主総会とする旨」を決定。
- ・会社法上の決定事項に加えて、以下の事項を決定。
  - 書面による事前の議決権行使を認めること（ただし、全株主に金融商品取引法に基づき委任状勧誘をしている場合を除く。）
  - 通信の方法
  - 事前の議決権行使をした株主が（株主総会当日に）通信の方法を使用した場合における事前の議決権行使の効力の取扱いの内容

### 3. 招集通知の記載・記録事項

〔読替後の会社法299条4項、  
省令4条〕

- ・会社法上の記載・記録事項（「場所」を除く。）に加えて、以下の事項を記載・記録。
  - 前記2の招集の決定事項
  - 株主総会の議事における情報の送受信のために必要な事項（例：URL、ID・パスワード等）
  - 招集決定時における前記1②(ii)(iii)の方針の内容の概要

### 4. 延期・続行

〔読替後の会社法317条〕

- ・株主総会決議で延期・続行を決定する通常の手続に加えて、以下の手続が可能。
- ・すなわち、場所の定めのない株主総会において、通信の方法に係る障害により議事に著しい支障が生じる場合に議長が延期・続行を決定することができる旨の議長一任決議があるときには、実際に当該支障が生じた場合には、別途の株主総会決議を経ることなく、議長の決定により延期・続行が可能。

### 5. 議事録の記載・記録事項

〔読替後の会社法318条1項、  
省令5条〕

- ・株主総会の日時・場所等（会社法施行規則72条3項1号）に代えて、以下の事項を記載・記録。
  - 株主総会の日時
  - 株主総会を場所の定めのない株主総会とした旨
  - 通信の方法（前記1②(ii)(iii)の方針に基づく対応の概要を含む。）

29

## Q&Aの主な内容①

- ・ 本制度に関するQ&Aをウェブサイトで公表している。以下、主なものを紹介する。

Q1-9. 両大臣の確認を受けた後に、省令第1条第1号の責任者や、同条第2号及び第3号の方針の内容に変更があった場合には、改めて両大臣の確認を受けることや、両大臣に変更の内容を報告することが必要になりますか。

- A 本法令において、当該場合についても、改めて両大臣の確認を受けることや、両大臣に変更の内容を報告することは必要とされていません。ただし、上場会社が両大臣の確認を受けており、当該上場会社の定款に本定款の定めがある場合（附則第3条第1項の規定により当該上場会社について本定款の定めがあるものとみなされる場合を含みます。）であっても、場所の定めのない株主総会を開催しようとするときには、その招集決定の時に省令要件を満たしている必要がある（法第66条第2項の「その招集の決定の時に前項の経済産業省令・法務省令で定める要件に該当しない場合を除く」の部分。Q4-1. 参照）ため、変更後の責任者や方針の内容について、場所の定めのない株主総会の招集決定の時に、それぞれ省令第1条第1号から第3号までの要件を満たしている必要があります。

Q4-6. 省令第3条第3号の「取扱いの内容」については、どのように定めれば良いですか。

- A 株主が事前の議決権行使（会社法第311条第1項又は第312条第1項の規定による議決権行使）をした上で、当該株主が場所の定めのない株主総会の通信の方法を使用した場合に、事前の議決権行使の効力をどのように取り扱うかについての内容のことであり、具体的には、①当該株主が場所の定めのない株主総会のシステムにアクセス（ログイン等）をした時点で、事前の議決権行使の効力を失わせるという取扱いや、②当該株主が場所の定めのない株主総会の中で議決権行使をした時点で、事前の議決権行使の効力を失わせるという取扱い等が考えられます。なお、同号の「取扱いの内容」は、株主総会の招集通知の記載・記録事項となっています（省令第4条第1号）。

30

## Q&Aの主な内容②

Q6-2. 場所の定めのない株主総会における議事の送受信に用いる通信の方法は、議長や取締役等と株主との間の情報伝達の双方向性や即時性を確保するものである必要がありますか。

- A 株主総会が開催されると評価されるためには、情報伝達の双方向性や即時性を確保する必要があると考えられ、場所の定めのない株主総会における議事の送受信に用いる通信の方法も、そのような要請を満たすものである必要があると考えられます。ただし、情報伝達の双方向性や即時性を具体的にどのような手段により確保するかについては、議長の権限（会社法第315条）に属する事項として議長の合理的な裁量に委ねられると考えられ、例えば、株主からの質問や動議をテキストメッセージで受け付けることとしても、そのことをもって双方向性や即時性が失われるものではないと考えられます。また、システムの性質として情報の送受信に軽微なタイムラグが生じる場合であっても、議事への参加に支障がないように運営がされているときには、軽微なタイムラグがあることのみをもって、情報伝達の即時性が失われるものではないと考えられます。

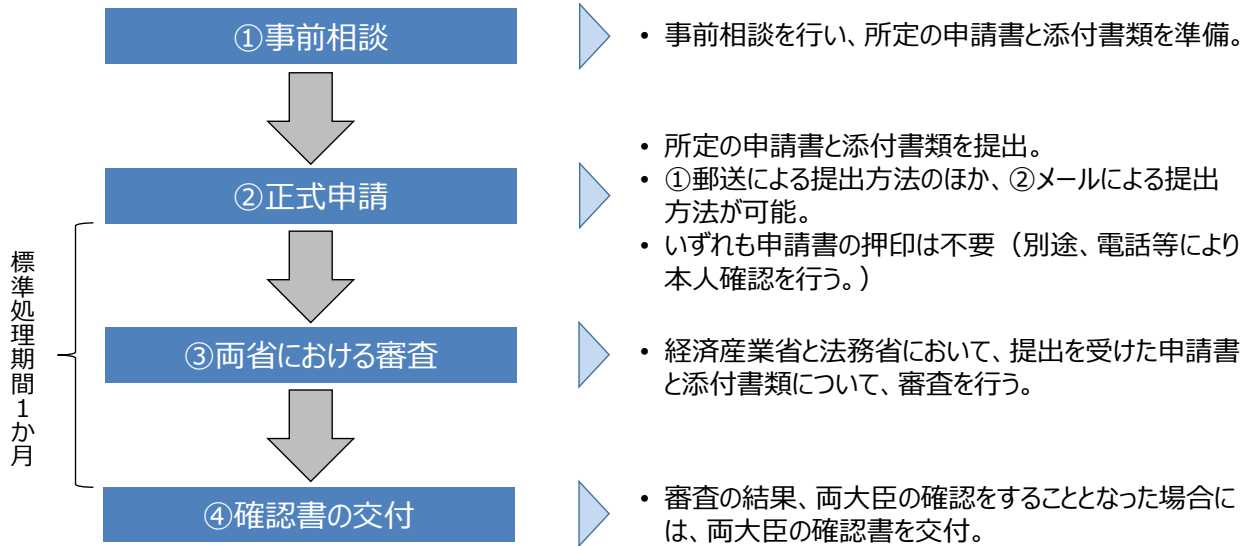
Q8-1. 場所の定めのない株主総会において通信障害が生じた場合に、どのようなときに決議取消事由（会社法第831条第1項）や決議不存在事由（同法第830条第1項）に該当し、どのようなときにこれらに該当しないと解することができますか。

- A 場所の定めのない株主総会において通信障害が生じた場合における決議取消事由（会社法第831条第1項）や決議不存在事由（同法第830条第1項）の該当性については、通信障害が生じたタイミングや通信障害が議事に与える影響等にも左右され、一律に結論付けることは困難であると考えられます。その上で、例えば、株主側の事情（株主側の通信環境の不具合等）により通信障害が生じた場合等には、それが決議取消事由となることはないと解することも可能と考えられます。他方で、採決のタイミングで、通信障害により大多数の株主の議決権行使が妨げられたような場合等には、決議不存在事由と評価される可能性があると考えられます。

31

## 両大臣の確認に関する手続の流れ

- 経済産業大臣及び法務大臣の「確認」を受ける手続の流れとしては、①事前相談、②正式申請、③両省における審査、④確認書の交付を想定。
- 活用を検討しておられる上場会社の皆様は、早めのご相談をお願いします。



32

## (参考) 産業競争力強化法の規定 (抄) ※本則

### 第四節 場所の定めのない株主総会等の活用

第六十六条 金融商品取引法第二条第十六項に規定する金融商品取引所に上場されている株式を発行している株式会社（以下この条において「上場会社」という。）は、株主総会（種類株主総会を含む。以下この項及び次項において同じ。）を場所の定めのない株主総会（種類株主総会にあっては、場所の定めのない種類株主総会。以下この項及び次項において同じ。）とすることが株主の利益の確保に配慮しつつ産業競争力を強化することに資する場合として経済産業省令・法務省令で定める要件に該当することについて、経済産業省令・法務省令で定めるところにより、経済産業大臣及び法務大臣の確認を受けた場合には、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で定めることができる。

- 2 前項の規定による定款の定めがある上場会社の取締役（会社法第二百九十七条第四項（同法第三百二十五条において準用する場合を含む。）の規定により株主が株主総会を招集する場合にあっては、当該株主）が場所の定めのない株主総会を招集する場合（その招集の決定の時に前項の経済産業省令・法務省令で定める要件に該当しない場合を除く。）における同法（中略）の規定の適用については、次の表の上欄に掲げる同法規定中同表の中欄に掲げる字句は、それぞれ同表の下欄に掲げる字句とするほか、必要な技術的読替えは、政令で定める。

|                     |         |                                             |
|---------------------|---------|---------------------------------------------|
| 第二百九十八条第一項各号列記以外の部分 | 次に掲げる事項 | 次に掲げる事項及び株主の利益の確保に資するものとして経済産業省令・法務省令で定める事項 |
| 第二百九十八条第一項第一号       | 場所      | 株主総会を場所の定めのない株主総会とする旨                       |
| (後略)                |         |                                             |

- 3 (略)

33

## （参考）産業競争力強化法の規定（抄） ※附則

附 則

（施行期日）

第一条 この法律は、公布の日から起算して三月を超えない範囲内において政令で定める日から施行する。ただし、次の各号に掲げる規定は、当該各号に定める日から施行する。

一 第一条中産業競争力強化法目次の改正規定（「事業活動における知的財産権」を「場所の定めのない株主総会等」に改める部分に限る。）及び同法第三章第四節の改正規定並びに附則第三条、第十九条及び第二十条の規定 公布の日

二～四 （略）

（産業競争力強化法の一部改正に伴う経過措置）

第三条 附則第一条第一号に掲げる規定の施行の際現に金融商品取引法（昭和二十三年法律第二十五号）第二条第十六項に規定する金融商品取引所に上場されている株式を発行している株式会社（以下この条において「**上場会社**」という。）である株式会社又は同号に掲げる規定の施行の日（以下「**第一号施行日**」という。）から二年を経過する日までの間において上場会社となった株式会社が、**第一号施行日から二年を経過する日**（当該日までに上場会社でなくなった株式会社にあつては、上場会社でなくなった日）**までの間に**第一条の規定（同号に掲げる改正規定に限る。）による改正後の産業競争力強化法（次項において「**新産競法**」という。）**第六十六条第一項に規定する経済産業大臣及び法務大臣の確認を受けた場合には、当該株式会社は、当該期間においては、その定款の定め（株主総会又は種類株主総会の場所の定めがある定款の当該定めに限る。）にかかわらず、その定款に同項の規定による定めがあるものとみなすことができる。**

2 **前項の規定によりその定款に新産競法第六十六条第一項の規定による定めがあるものとみなされた株式会社**の取締役（会社法（平成十七年法律第八十六号）第二百九十七条第四項の規定により株主が株主総会を招集する場合にあつては、当該株主）が**当該定めに基づいて招集する場所の定めのない株主総会においては、新産競法第六十六条第一項の規定による定めを設ける定款の変更の決議をすることはできない。**

34

## 「投資家と企業の対話ガイドライン」における記載

- 昨年6月に、コーポレートガバナンス・コードに併せて改訂された「投資家と企業の対話ガイドライン」において、バーチャル株主総会一般について、透明性・公平性の確保について記載されている。

### 金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」（2021年6月11日改訂）

本ガイドラインは、コーポレートガバナンスを巡る現在の課題を踏まえ、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードが求める持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた機関投資家と企業の対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめたもの。

#### 4. ガバナンス上の個別課題

##### （1）株主総会の在り方

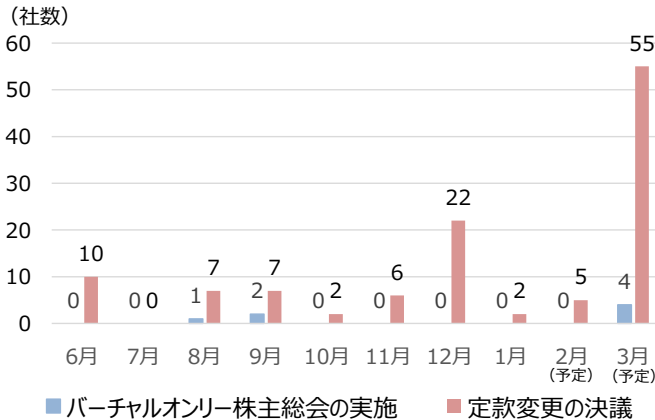
- 4-1-4. 株主の出席・参加機会の確保等の観点からバーチャル方式により株主総会を開催する場合には、**株主の利益の確保に配慮し、その運営に当たり透明性・公正性が確保されるよう、適切な対応を行っているか。**

35

## バーチャルオンリー株主総会の実施・定款変更の状況

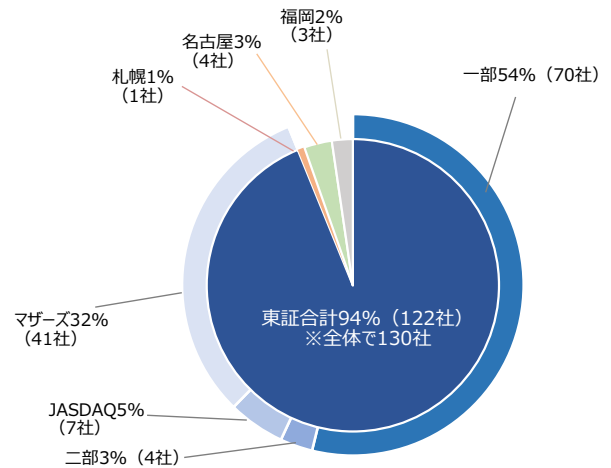
- バーチャルオンリー株主総会を実施した会社はこれまで3社（いずれも経過措置を利用して実施）。加えて、2022年3月には4社が実施予定。
- また、同年3月までにバーチャルオンリー株主総会の実施を可能とする定款変更議案を総会で決議した又は決議する予定の会社は130社。

バーチャルオンリー総会実施及び定款変更決議の推移



(注) 2月15日現在 (3月までに実施予定の会社 (経済産業省調べ) を含む)

実施及び決議した企業が上場している市場



(注) 複数の証券取引所に株式を上場している企業は、上場している市場ごとに1社とカウントしているため、合計は左のバーチャルオンリー株主総会実施件数及び定款変更決議件数とは一致しない。件数はバーチャルオンリー総会の実施件数と定款変更決議件数の合計 (2月15日現在 (3月までに実施予定の会社 (経済産業省調べ) を含む) )。 36

## バーチャルオンリー株主総会を開催した3社の状況

- これまでに3社がバーチャルオンリー株主総会を実施し、大きなトラブルは発生していない。
- 質問への回答を事後的にHPで公表することで総会運営の透明性を向上させるなどの取組も行われている。

### 実施した3社の状況と主な取組

#### 【出席株主】

- ・出席株主数は、従前に比べ増加。
- ・出席株主の居住地について見ると、関東以外の株主の割合が増加。

#### 【質問・動議】

- ・事前質問を受付。当日の質問はWebサイトへの入力により実施。
- ・当日の回答は社長から口頭で実施。これらの質疑の模様や、全ての質問への回答を同社ホームページで後日公表。
- ・事前質問も含め、寄せられた質問のうち、議題に関する質問には全て回答。
- ・動議の提出はなし。

#### 【通信障害対策】

- ・通信障害対策の講じられたシステムを利用したうえで、映像配信のバックアップとしてZoomを用意。
- ・実績のあるシステムベンダーにシステムを委託。昨年の参加型総会と比較し、配信のタイムラグを数十秒短縮することに成功。
- ・主回線に通信障害が生じた場合に備え、別の回線や予備のモバイルルーターを用意。

#### 【デジタルデバイドの株主への配慮】

- ・インターネットによる出席のほか、電話会議システムによる傍聴と可能とした。また、本社会議室を「視聴室」として設け、「視聴室」に設置した同社パソコンによる視聴を可能とした。
- ・アクセス・操作方法等について解説を行うため動画を作成し、公開。

#### 【株主からの評価】

- ・出席株主へのアンケート調査では、バーチャルオンリー株主総会を実施したことを「評価する」という回答が99%を占め、バーチャルオンリーでの開催を評価する声が多い。

## 定款変更を行った企業一覧①

- これまでにバーチャルオンリー株主総会の実施を可能とする定款変更議案を総会で決議した会社は61社。**平均の議案賛成割合は93%**であり、**いずれも賛成**されている。

| 会社名                    | 株主総会開催日    | 会社名                        | 株主総会開催日 |
|------------------------|------------|----------------------------|---------|
| 株式会社アイ・アールジャパンホールディングス | 2021年6月10日 | 株式会社チェンジ                   | 8月26日   |
| 株式会社リクルートホールディングス      | 6月17日      | メディアファイブ株式会社               | 8月26日   |
| Zホールディングス株式会社          | 6月18日      | Sansan株式会社                 | 8月31日   |
| 株式会社LIXIL              | 6月22日      | 株式会社ユーザーローカル               | 9月24日   |
| ソフトバンク株式会社             | 6月22日      | 株式会社スカラ                    | 9月27日   |
| ソフトバンクグループ株式会社         | 6月23日      | 株式会社アバント                   | 9月28日   |
| リスクモンスター株式会社           | 6月24日      | 株式会社サニーサイドアップグループ          | 9月28日   |
| アステリア株式会社              | 6月26日      | 株式会社さちりホールディングス            | 9月29日   |
| 武田薬品工業株式会社             | 6月29日      | 株式会社メルカリ                   | 9月29日   |
| 株式会社三井住友フィナンシャルグループ    | 6月29日      | 株式会社アンビションDXホールディングス       | 9月29日   |
| アスクル株式会社               | 8月4日       | 株式会社エイチーム                  | 10月27日  |
| 日本オラル株式会社              | 8月20日      | 株式会社クロスフォー                 | 10月29日  |
| 株式会社フィードフォース           | 8月25日      | 株式会社global bridge HOLDINGS | 11月18日  |
| 株式会社GameWith           | 8月25日      | 株式会社ココナラ                   | 11月25日  |

(注) 定款変更実施件数は、2月末日までに開催予定の会社を含む。  
賛成率は2月15日時点において判明している会社について、各社の臨時報告書を基に経済産業省にて作成。

38

## 定款変更を行った企業一覧②

| 会社名                  | 株主総会開催日 | 会社名                       | 株主総会開催日    |
|----------------------|---------|---------------------------|------------|
| 株式会社良品計画             | 11月26日  | 株式会社FPG                   | 12月22日     |
| 株式会社SHIFT            | 11月26日  | 株式会社オリエンタルコンサルタンツホールディングス | 12月23日     |
| 株式会社出前館              | 11月29日  | 株式会社キャリア                  | 12月23日     |
| 株式会社チームスピリット         | 11月30日  | 株式会社フリークアウト・ホールディングス      | 12月23日     |
| 株式会社サイバーエージェント       | 12月10日  | 株式会社LIFULL                | 12月23日     |
| 株式会社ブランジスタ           | 12月14日  | Retty株式会社                 | 12月23日     |
| 株式会社メタップス            | 12月14日  | 株式会社エアトリ                  | 12月24日     |
| 株式会社ネクシーズグループ        | 12月15日  | 株式会社サンワカンパニー              | 12月24日     |
| 株式会社CRI・ミドルウェア       | 12月16日  | 株式会社ピアズ                   | 12月24日     |
| 株式会社アトラエ             | 12月17日  | 株式会社プロレド・パートナーズ           | 2022年1月25日 |
| 株式会社コロプラ             | 12月17日  | 株式会社モルフォ                  | 1月31日      |
| 株式会社プラスアルファ・コンサルティング | 12月17日  | 株式会社マネーフォワード              | 2月21日(予定)  |
| BEENOS株式会社           | 12月17日  | アステナホールディングス株式会社          | 2月25日(予定)  |
| GMOフィナンシャルゲート株式会社    | 12月17日  | クックビズ株式会社                 | 2月25日(予定)  |
| GMOペイメントゲートウェイ株式会社   | 12月19日  | 日本毛織株式会社                  | 2月25日(予定)  |
| ナレッジスイート株式会社         | 12月21日  | 株式会社ファンドクリエーショングループ       | 2月25日(予定)  |
| 人・夢・技術グループ株式会社       | 12月22日  |                           |            |

(注) 2月15日時点

39

## 各企業が示している方針の概況

- 要件の(ii)及び(iii)について、各企業が示している方針を見ると、例えば以下のような方針が盛り込まれている。

### (ii) 通信の方法に係る障害に関する対策についての方針

**<通信障害対策の講じられたシステムの構築・利用>**  
 ・通信環境の冗長化（バックアップ用の予備回線等）を行う。  
 ・予め見込まれる数よりも出席株主が増加することを考慮した上で、通信環境を整備する。

**<通信障害が発生した場合における代替手段の用意>**  
 ・通信障害が発生した場合における対応状況等を周知するとともに、当該周知の方法を事前に告知する。  
 ・開催が困難な場合に備え、予め予備日を設け、招集通知等に記載することで事前に株主へ周知する。  
 ・システムが使用できなくなった場合に備え、問合せ窓口を用意し、招集通知等で通知する。

**<対処マニュアルの作成・周知>**  
 ・通信障害が発生した場合において株主の混乱を最小限に抑える観点から、通信障害への対処方法、意思決定方法、株主への周知方法等を定めたマニュアルを作成する。

**<延期・続行の議長一任決議>**  
 ・延期・続行に関する議長一任決議（産業競争力強化法第66条第2項の規定により読み替えて適用する会社法第317条括弧書）を総会冒頭で諮る。

### (iii) 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

**<書面による事前の議決権行使の推奨>**  
 ・事前の議決権行使を認めた上で、インターネットの使用に支障のある株主について書面による事前の議決権行使を推奨する旨を招集通知で通知する。

**<必要となる機器の貸し出し>**  
 ・本社会議室に「視聴室」を設け、事前申し込みした株主は同社のパソコンから視聴することを可能とする。  
 ・アクセスに必要な機器の貸し出しを希望する株主に対し、可能な範囲で貸し出しを行う。

**<電話回線の利用>**  
 ・電話会議システムによる音声配信も選択できるようにする。

**<問合せ窓口の設置>**  
 ・電話相談窓口を設置する。

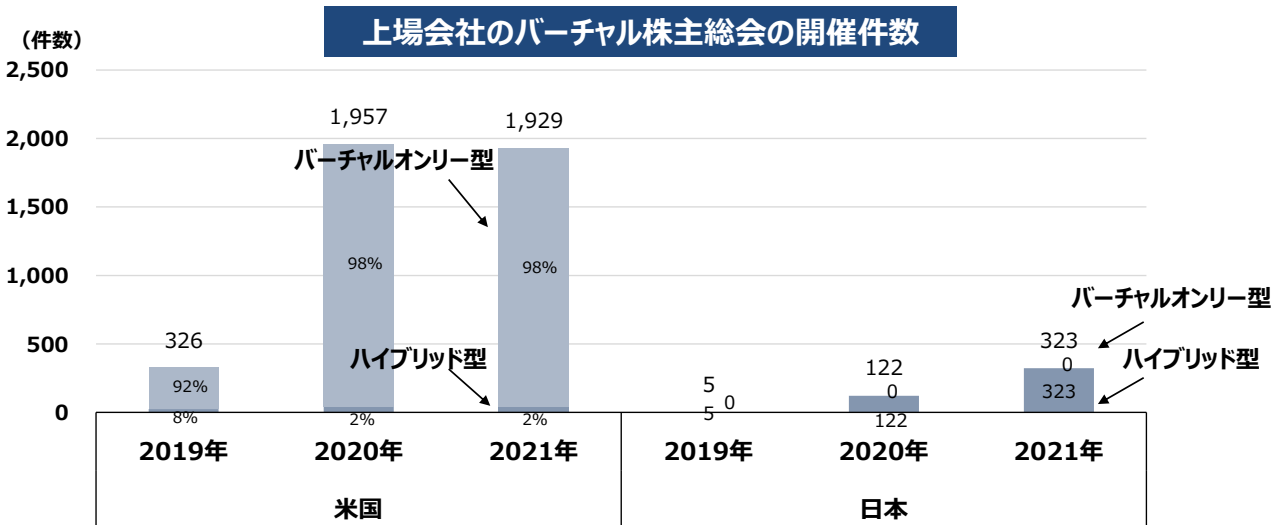
**<操作解説の充実>**  
 ・招集通知、ウェブサイト等に、ログイン、質問、議決権行使等の操作に関する分かりやすい説明文や絵を掲載する。

**<質問の公表>**  
 ・議案に関する事前質問及びその回答を、総会后に全て公表する。

40

## バーチャルオンリー株主総会の実施状況（日米比較）

- 日本の会社法では、これまで「オンリー型」の開催が認められていなかったため、物理的に会場を設けた上で、インターネット等を通じた参加・出席も認める「ハイブリッド型」が開催されていたが、2021年に制度が整備されて以降、「オンリー型」は3件の開催実績がある。
- 一方、米国は大部分が「オンリー型」で実施されている。



(注) 日本は、2019年、2020年、2021年ともに6月に実施した株主総会に関する件数。なお、2021年においてオンリー型が3件（7月1件、8月2件）実施されている。  
 米国は、米国上場会社に株主総会の運営プラットフォームを提供するBroadridge社のサービスを利用した企業のうち、2019年、2020年は年間の開催件数、2021年は1～6月までの開催件数を元に、それぞれが占める割合を表示。  
 (出所) 米国：Broadridge社資料、日本：三菱UFJ信託銀行資料を基に作成。

41

## 欧米のバーチャルオンリー株主総会との違い

- ・ 欧米と日本のバーチャルオンリー株主総会には、配信の方法や質問・動議の取扱いにつき、違いが見られる。

### 配信の方法

- ・ 欧米におけるバーチャルオンリー株主総会は、音声のみのものがほとんど。例えば、2020年にBroadridge社のプラットフォームを利用した会社では、99%が音声のみ。
- ・ 日本のハイブリッド型バーチャル株主総会は、映像配信を行っているものがほとんど。

### 質問・動議の取扱い

- ・ 欧米では、実際に一部の会社でバーチャル株主総会における質問・株主提案を認めなかった事例があり、質問のチェリーピッキングが生じているのではないかという指摘もある。この背景には、米国デラウェア州などの会社法では、株主からの質問、動議、株主提案について取り上げる法的な義務はないと解されていることがある。
- ・ 日本のバーチャルオンリー株主総会は、会社法の原則通り、株主からの質問、動議、株主提案を受け付ける必要がある。

(備考) ICGN “Shareholder Meetings and Investor Dialogue: The New Normal”、Broadridge “Virtual shareholder meetings 2020 facts and figures”、CII “Virtual and Hybrid Meetings: Concerns from 2020 Proxy Season”、商事法務研究会「令和元年度産業経済研究委託事業 成果報告書」などを元に作成

42

## (参考) ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド (別冊) 実施事例集における主な記載内容

43



## 1. バーチャル株主総会の配信方法 【参加型・出席型共通】

- 実施ガイドでは、**インターネット等の手段とは、「物理的に株主総会の開催場所に臨席した者以外の者に当該株主総会の状況を伝えるために用いられる、電話や、e-mail・チャット・動画配信等のIT等を活用した情報伝達手段」としている。**
- 具体的な手段の選択に当たっては、動画配信システムに限らず、電話会議やインターネットを通じた音声の配信の活用も可能と考えられる。
- また、例えば、審議等の状況を動画配信しつつ、質問の受付は電話を利用する等、**いくつかの手段を組み合わせることも考えられる。**

### 【column】米国におけるバーチャル株主総会

米国では、デラウェア州をはじめ30州において「バーチャルオンリー型」の株主総会の実施が認められている。2019年に「バーチャルオンリー型」の株主総会を実施した企業のうち、音声のみのウェブキャスト方式を採用した企業も多く見られたとの調査結果<sup>(※)</sup>がある。音声のみによる場合には、プレゼン資料等はインターネット上で表示されるものの、議長をはじめ役員の様子を見ることはできない。

(※) Broadridge Financial Solutions, Virtual shareholder meetings 2019 facts and figures

44

## 2. 取締役等のバーチャル出席 【参加型・出席型共通】

- **議長を含む、取締役や監査役等についても、株主に対する説明義務を果たすための環境を確保しながら、インターネット等の手段により出席する事例もみられた。**

【参考】

● 会社法施行規則

第72条 法第318条第1項の規定による株主総会の議事録の作成については、この条の定めるところによる。

2 株主総会の議事録は、書面又は電磁的記録をもって作成しなければならない。

3 株主総会の議事録は、次に掲げる事項を内容とするものでなければならない。

一 株主総会が開催された日時及び場所（当該場所に存しない取締役（監査等委員会設置会社においては、監査等委員である取締役又はそれ以外の取締役、第四号において 同じ。）、執行役、会計参与、監査役、会計監査人又は株主が株主総会に出席をした場合における当該出席の方法を含む。）

二～六（略）

4（略）

### 【実施事例】

- 新型コロナウイルス感染症対策の一環として、議長を含めたすべての役員は、ウェブ会議システムを通じて遠隔から出席し、リアル会場には来場しなかった。

(ソフトバンクグループ)

#### 【ソフトバンクグループの招集通知における記載】

<ご来場自粛のお願い>  
新型コロナウイルス感染症の拡大防止のため、株主総会会場へのご来場はご遠慮くださいますようお願い申し上げます。

・議長を含めすべての出席役員は、ウェブ会議システムを通じた遠隔からの出席となり、来場いたしません。

・議決権行使・ご質問等は、当社指定のウェブサイト等からも受け付けておりますので、ご利用ください。

新型コロナウイルス感染症対応での株主総会運営の詳細につきましては、同封のリフレッフトをご参照ください。

45

47

### 3. インターネット等で出席する取締役等の議決権の行使 【参加型・出席型共通】

- 株主である取締役等の議決権の行使は、事前に議決権行使書を提出したり包括委任状を用いることがあるが、株主総会に取締役として出席するだけでなく、株主としても出席し、その場で議決権行使をする場合もある。
- **ハイブリッド出席型バーチャル株主総会**においても、インターネット等で出席する取締役等が、株主としても出席して議決権を行使することができると思われる。
- しかし、取締役等が株主総会に出席している間に、別途、バーチャル出席のためのシステムにアクセスするのは簡単ではない。**義務として株主総会に出席している取締役等**については、その議決権行使は、**他の株主とは異なる合理的な方法**（例えば、インターネット等を通じての音声や行動、書面・メール等での確認）によったとしても、株主平等原則に反するとまではいえないと考えられる。
- **ハイブリッド参加型バーチャル株主総会**においても、上記と同様に、義務として株主総会にインターネット等で出席する取締役等について、他の株主とは異なる方法（例えば、インターネット等を通じての音声や行動、書面・メール等での確認）によって議決権行使を認めたとしても、株主平等原則に反するとまではいえないと考えられる。

46

### 4. 株主のバーチャル参加・出席の事前登録 【参加型・出席型共通】

- 動画配信システム等に**アクセスが集中した場合における通信回線の安定性への懸念の声**がある。
- 通信の安定性等を確保するためにも、**バーチャル参加・出席を希望する株主に対し、事前登録を促すこと**も考えられる。
- この場合には、**全ての株主に登録の機会を提供するとともに、登録方法について十分に周知し、株主総会に出席する機会に対する配慮を行うことが重要**である。

#### 【実施事例】

- 事前登録用の電話回線を用意し、バーチャル出席を希望する株主からの問合せに対して、本人確認を実施した上で、当該株主に対して、バーチャル出席専用のURL等をメールで送付した。  
(ガイアックス)
- 自社の株主専用サイトURLを招集通知に記載し、バーチャル出席を希望する株主からは当該サイトにおいて事前申込を受け付けた。株主総会当日、事前申込済の株主のみが、当該サイトからバーチャル出席用サイトへ遷移できる仕様とした。なお、全ての株主に平等に登録の機会を提供するため、事前の出席申込は、招集通知の発送日ではなく、発送日から2日後に受付開始した。  
(グリー)

47

## 5. インターネット等の手段による株主への周知等 【参加型・出席型共通】

- **招集通知に記載すべき法定事項以外の株主への周知や申込受付等に当たっては、自社のウェブサイト上での掲載等の様々な方法が可能である。**

【参考】新型コロナウイルスの感染拡大防止に関する対応については、「株主総会運営に係るQ&A」を参照。  
[https://www.meti.go.jp/covid-19/kabunushi\\_sokai\\_qa.html](https://www.meti.go.jp/covid-19/kabunushi_sokai_qa.html)

### 【実施事例】

- 「新型コロナウイルスの感染拡大防止に関して、今後の状況により株主総会の運営に大きな変更が生じた場合には、自社のウェブサイトに掲載する」旨を、また、「バーチャル出席に関して、今後詳細が決定したものや、変更内容その他のお知らせは随時、自社のウェブサイトに掲載する」旨を招集通知等に記載した。  
(ラクーンホールディングス)
- リアル出席を希望する株主及びバーチャル出席を希望する株主のいずれに対しても、自社ポータルサイトから事前申込みを求める方式（事前登録制）を採用した。  
(グリー)

48

## 6. 肖像権等への配慮 【参加型・出席型共通】

- 審議等の状況が外部に向けて配信された場合、映像等で配信される**株主の肖像権等に関して留意事項が存在。**
- 実施ガイドでは、**株主に限定して配信した場合には、肖像権等の問題が生じにくい**としている。
- そのほか、例えば、**①撮影・録音・転載等を禁止することや、②配信により株主の氏名が公開される場合には事前に通知をする**等の対応をとることが考えられる。通知の方法としては招集通知によることも考えられる。

### 【実施事例】

- 「バーチャル株主総会参加用URLを第三者に共有すること、バーチャル株主総会の模様を録音、録画、公開等することは、お断りさせていただく」旨を招集通知に記載した。  
(アドウェイズ)

#### 【アドウェイズの招集通知における記載】

- ⑦バーチャル出席された株主様の行為が株主総会の秩序を乱すと議長により判断された場合、通信を強制的に途絶させていただく場合もございます。
- ⑧当社がやむを得ないと判断した場合、バーチャル株主総会の内容を一部変更又は中止とさせていただく場合がございます。
- ⑨バーチャル株主総会参加用URLを第三者に共有すること、バーチャル株主総会の模様を録音、録画、公開等することは、お断りさせていただきます。

49

## 6. 肖像権等への配慮 【参加型・出席型共通】

### 【実施事例】

- 質疑応答に先だって、議長から「発言する際には株主番号と氏名を名乗るとともに、リアルタイムで配信される旨を了承いただきたい」旨を告知した。  
(GMOインターネット)
- リアル出席株主の姿が映り込まないように、議長及び進行スライドの映像のみ配信した。  
(ソフトバンクグループ)
- ウェビナーツールを利用し、株主総会の会場の様子を映像で見られるようにしていたが、リアル出席株主もバーチャル出席株主も互いの姿は映らないよう配慮した。  
(フューチャー)
- 「会場後方からの撮影とし、可能な範囲において、リアル出席株主の容姿が撮影されないように配慮するが、会場都合等により撮影されてしまう場合がある」旨を招集通知に記載するとともに、株主総会の冒頭で告知した。また、オンデマンド配信（事後配信）では、質疑応答部分は編集でカットした。  
(ブイキューブ)

50

## 7. リアル株主総会の会場 【参加型・出席型共通】

- ハイブリッド型バーチャル株主総会の開催に伴い、一定数の株主はバーチャル参加・出席を選択することが見込まれる。
- 実務的には、物理的な会場の規模は例年の出席株主数等を基に設定されることが多い。ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施に当たっても、**例年のリアル出席株主数等に加え、バーチャル参加・出席が想定される株主数を合理的に予測した上で、リアル株主総会の会場を設定することを考える余地がある。**また、会場の設定に当たっては、**円滑なバーチャル株主総会の実施に向けたシステム活用等の環境の観点も重要**である。
- 新型コロナウイルスの感染拡大の中で、ハイブリッド型バーチャル株主総会が活用されてきた。**新型コロナウイルスの感染拡大防止に必要な対応をとるため**、やむを得ないと判断される場合には、合理的な範囲内において、自社会議室を活用するなど、例年より会場の規模を縮小することや、会場に入場できる株主の人数を制限することも、可能と考えられる。

【参考】新型コロナウイルスの感染拡大防止に関する対応については、「株主総会運営に係るQ&A」を参照。  
[https://www.meti.go.jp/covid-19/kabunushi\\_sokai\\_qa.html](https://www.meti.go.jp/covid-19/kabunushi_sokai_qa.html)

51

## 7. リアル株主総会の会場【参加型・出席型共通】

### 【実施事例】

- 従来の株主総会では外部のイベントホールを会場としていたが、ハイブリッド出席型バーチャル株主総会を実施するに当たって、安定的な通信環境や、総会運営全体に係る設計自由度の確保の観点等から、自社内のイベントスペースに会場を変更した。
- (グリーン)
- 例年は5,000人収容できる会場を用意し、出席者数は例年1,500人前後であったが、新型コロナウイルス感染症の拡大の状況を鑑み、その社会状況を踏まえた判断として、感染拡大防止のため自社内のセミナールームに会場を変更した。また、「リアル会場へのご来場はご遠慮いただきたい」旨を招集通知等に記載するとともに、リアル出席株主は事前登録制により20人に限定して開催した。

(Zホールディングス)

52

## 8. 配信遅延への対応【出席型】

- 動画配信システム等を用いた配信では、**数秒から十数秒程度の軽微な配信遅延（タイムラグ）が生じることが想定**される。
- 軽微な配信遅延によって、直ちに議事進行に支障が生じるものではないが、**議事進行を円滑に行うためも、例えば、①議決権行使の締切り時間をあらかじめ告知すること、②議決権行使から賛否結果表明までの間に一定の時間的余裕を持たせること**といった運用方法等が考えられる。

### 【実施事例】

- 株主総会の冒頭から議決権行使やテキストによる質問を可能とするとともに、あらかじめ議決権行使や質問の締切り時間を告知した。
- (グリーン)
- 議決権行使の締切時間を設定した。時差を考慮すると、余裕を持った締切時間の設定が必要であり、5分間の締切時間を設定し、その間、ムービーを流すことで対応した。

(パイブDHD)

53

## 9. 通信障害対策【出席型】

### 【しばしばお聞きした懸念】

- 通信障害が発生した場合、決議取消訴訟のリスクはないか。

### 【具体的な取扱い】

- ◆ 会社が経済合理的な範囲において導入可能なサイバーセキュリティ対策。
- ◆ 招集通知やログイン画面における、バーチャル出席を選択した場合に通信障害が起こりうることの告知。
- ◆ 株主が株主総会にアクセスするために必要となる環境（通信速度、OSやアプリケーション等）や、アクセスするための手順についての通知。

また、実施ガイドでは、会社が通信障害のリスクを事前に株主に告知し、かつ通信障害の防止のために合理的な対策をとっていた場合には、決議取消事由には当たらないと解することも可能であるとの考え方も示している。

例えば…

- ・ 通信障害が発生した場合でも審議又は決議の継続ができるようにバックアップ手段を確保した事例、
- ・ 通信障害発生時の対処シナリオを準備した事例などが見られた。

54

## 9. 通信障害対策【出席型】

- 実施ガイドでは、会社が通信障害のリスクを事前に株主に告知し、かつ通信障害の防止のために合理的な対策をとっていた場合には、決議取消事由には当たらないと解することも可能であると示している。
- 事前の議決権行使により株主の意思が事前に表明されることから、事前の議決権行使を促すことが重要であるが、具体的な対策については個別の事情等に応じて検討する必要がある。例えば、以下のような対策が考えられる。

### <システムやバックアップ>

- ① システムに関する自社の理解度等を考慮しつつ、一般に利用可能なライブ配信サービスやウェブ会議ツールを利用することや、第三者が提供する株主総会専門システムのサービスを利用すること
- ② 通信障害が発生した場合でも代替手段によって、審議又は決議の継続ができるように、インターネットの代替手段や電話会議等のバックアップ手段を確保しておくこと

### <株主総会当日に向けた備え>

- ① 事前に通信テスト等しておくこと
- ② 実際に通信障害が発生した場合を想定し、考えられる想定パターンの対処シナリオを準備しておくこと

等 55

## 9. 通信障害対策【出席型】

### 【実施事例】

#### ● 株主への事前の告知

- 「通信環境の影響や大量アクセスにより、議決権行使サイトがつながりにくくなったり、インターネット中継の映像が乱れる等、通信障害や通信遅延が発生する可能性がある」旨を招集通知等に記載した。また、可能な限り、事前に議決権行使を済ませた上で出席するように推奨した。

(パイブドHD)

- 「ウェブ会議ツールのアカウントの取得方法、アプリのインストール方法、接続方法、機能等に関する問い合わせについては、一切サポートできない」旨、また、「株主総会の当日において株主側の環境等の問題と思われる原因での接続できない、遅延、音声が届かない、発言ができない、議決権行使ができない等のトラブルについてもサポートできない」旨を招集通知等に記載した。

(ガーラ)

#### 【パイブドHDの招集通知における記載】

##### <インターネット出席に関する注意事項>

- ・インターネット出席に対応している言語は、日本語のみとなります点、ご了承ください。
- ・通信環境等の影響により、株主総会ライブ中継の映像や音声の乱れ、中断又は停止などの障害が発生する可能性があります。当社としては、これらの障害によってインターネット出席株主様が被った不利益に関し、一切の責任を負いかねますことをご了承ください。なお、株主総会前においても事前質問及び議決権行使を受け付けております（詳細は3頁～5頁ご参照）。万一の場合に備えたご活用もご検討のほどお願いいたします。

56

## 9. 通信障害対策【出席型】

### 【実施事例】

#### ● システム等の環境整備

- 株主と会場間は一般に利用可能なライブ配信サービスを利用しつつ、役員と会場間はウェブ会議ツールを利用した。

(アステリア)

- 一般に利用可能なウェブ会議ツールを利用し、ウェブ会議形式で実施した。

(ガイアックス)

- 第三者が提供する株主総会専門システムのサービスを利用し、質問・動議の取扱い等について、自社のニーズに併せてカスタマイズして実施した。

(グリー)

- 事前登録制を採用し、当該登録者数をもとに必要なサーバーを構築した。

(ソフトバンクグループ)



57

53

## 9. 通信障害対策【出席型】

### 【実施事例】

#### ●バックアップ手段の確保

- 配信に使用するモバイルWi-Fiを複数台用意し、通信接続ができなくなった場合に備え、代替で用意したモバイルWi-Fiを利用できる体制を整えた。また、ネットワークだけではなく、バックアップとしてウェビナーツールのホストを共同ホストで二重化し、不測の事態に備えた。

(フューチャー)

- すべての役員がオンラインで出席したが、議長には、通信障害に備えたバックアップとして、インターネット回線を複数用意（Wi-Fi、有線、4G）した。

(アステリア)

#### ●事前の通信テスト等

- ウェブ会議ツール、会場の機器の接続及びネットワーク等に問題がないように複数回にわたってリハーサルを実施した。

(フューチャー)

- 株主側の通信環境等によって接続ができない可能性も考え、事前にテスト用URLを発行し、ウェブ会議ツールの接続テストの機会を2回設けた。

(アドウェイズ)

58

## 9. 通信障害対策【出席型】

### 【実施事例】

#### ●通信障害発生時の対処シナリオの準備等

- 事前に登録された出席者数を基にサーバーを構築し、通信障害が発生しないように万全を期した。その上で、あらかじめ招集通知で通信障害の可能性について記載した。さらに、通信障害が発生した場合のシナリオを用意した上で、短時間で復旧可能であれば休憩後に再開とし、また復旧が困難と判断した際には、リアル出席株主のみで議事進行する旨を議場に諮った上で、リアル会場のみで株主総会が成立するように準備していた。

(ソフトバンクグループ)

- サーバ及びネットワークを常時監視し、万が一、株主総会の当日に障害が発生した場合には、議決権行使システムの技術担当者が当日スタッフ席に待機し、ただちに対応できるようにした。

(パイブHD)

59



## 10. 本人確認（なりすまし対策を含む）【出席型】

### 【しばしばお聞きした懸念】

- インターネット等の手段を用いた場合、なりすましの危険が高くないか。

リアル株主総会では…

本人確認書類の提示を求めることはせず、議決権行使書面を所持している者を本人とみなしている。

### 【具体的な取扱い】

- ◆ **バーチャル出席株主の本人確認にあたっては、事前に株主に送付する議決権行使書面等に、株主毎に固有のIDとパスワード等を記載して送付し、株主がインターネット等の手段でログインする際に、当該IDとパスワード等を用いたログインを求める方法を採用するのが妥当。**



他にも

- **株主に固有の情報（株主番号、郵便番号、株式数等）を複数用いた事例、**
  - **画面上に本人の顔と整理番号を映し出すことにより本人確認をした事例、**
- など、実施ガイドとは異なる取扱いも見られた。

60

## 10. 本人確認（なりすまし対策を含む）【出席型】

- 実務ガイドにおいて示したとおり、事前の電磁的方法による議決権行使において、ID・パスワード（又は固有のQRコード）を用いたログイン方法が採用されていることと同様に、バーチャル出席時の本人確認についても、基本的には**ID・パスワード等を用いたログイン方法が相当である。**
- そのほか、個別の事情等に応じて、例えば、①**株主に固有の情報（株主番号、郵便番号等）を複数用いること、**②**画面上に本人の顔と整理番号を映し出すこと**等によって本人確認を行うといった運用方法も考えられる。
- **一定数以上の議決権を有する株主**については、**より慎重な本人確認を実施**することも可能と考えられる。また、法人株主のID・パスワードの管理を容易にするための工夫として、議決権行使書面等でID・パスワードの記載面を再貼付が不可能なシールで覆うといった工夫も考えられる。
- これらの場合であっても、**なりすまし対策等に慎重を期すべきと考える場合には二段階認証やブロックチェーンの活用といった方法を採用することも可能。**

61

## 10. 本人確認（なりすまし対策を含む）【出席型】

### 【実施事例】

#### ● ID・パスワードを用いる方法

- リアル会場においても本人確認書類の提示を求めることはなかったため、議決権行使書に記載したID及びパスワードを入力することにより、ログインできるようにした。

(パイプHD)

#### ● 株主固有の情報を用いる方法

- 「株主番号（4桁+4桁）」、「郵便番号」、「株式数」にて認証を行う仕様とした。

(Zホールディングス)



#### ● その他の方法

- バーチャル出席の事前申込みの際に、株主番号、氏名住所のほか、本人確認を兼ねて、議決権行使書の画面キャプチャの提出をさせた。
- バーチャル出席の受付時に画面上に顔と整理番号を画面に映し出すことにより本人確認を行った。

(ガーラ)

(グローバルウェイ)

#### ● ブロックチェーン技術の活用

- 議決権行使データの改ざん防止を図り、より透明性の高い議決権行使を実現するため、ブロックチェーン技術を利用した議決権行使システムを活用した。

(アステリア)

62

## 11. 株主総会の出席と事前の議決権行使の効力の関係【出席型】

### 【しばしばお聞きした懸念】

- 出席株主が書面や電磁的方法による事前の議決権行使をしていた場合、バーチャル出席の場合には、リアル出席株主に比べて途中参加や途中退席の可能性が相対的に高いと考えられることから、ログイン時点で出席扱いとすると、無効票を増やす懸念。

リアル株主総会では…

受付を通過する際に出席のカウントを行い、その時点で事前の議決権行使の効力を破棄している。

### 【具体的な取扱い】

- ◆ 審議に参加するための本人確認としてのログインを行うが、その時点では事前の議決権行使の効力を取り消さずに維持。
- ◆ 当日の採決のタイミングで新たな議決権行使があった場合に限り、事前の議決権行使の効力を破棄する。
- ◆ その場合、ログインしたものの、採決に参加しなかった場合には、当然事前の議決権行使の効力が維持される。

なお、実施ガイドでは、「他の取扱いが望ましい場合もあり得る」とも示している。

いずれにせよ、議決権行使の効力の関係について予め招集通知等で株主に通知しておくことが重要。

63

## 1 1. 株主総会の出席と事前の議決権行使の効力の関係【出席型】

### 【実施事例】

#### ● 当日に議決権行使があった場合に事前の議決権行使の効力を破棄

- 事前の議決権行使をしている場合の優先順位は、①バーチャル出席中の議決権行使、②事前のインターネットによる議決権行使、③議決権行使書用紙の郵送による行使の順序とした。バーチャル出席中に議決権行使をしなかった場合には、事前の議決権行使の効力は取り消さず維持する取扱いとした。

(パイプドHD)

- バーチャル出席株主について、質疑応答の手段として電話受付とただけではなく、不測の事態における連絡先として事前に電話番号を伺い、何らかの不具合で議決権行使ができないことがないように、コールセンターを設置して備えた。実際に議決権行使が確認できなかった株主には、コールセンターから確認を実施した。

(富士ソフト)

64

## 1 1. 株主総会の出席と事前の議決権行使の効力の関係【出席型】

### 【実施事例】

#### ● ログイン時点で事前の議決権行使の効力を破棄

- 事前に議決権行使した株主が、株主総会当日の朝9時以降、一般のライブ中継配信ページとは別の出席専用サイトにアクセスした時点で事前の議決権行使の効力を破棄した。その後、出席専用サイトから議決権行使がされた場合は賛否内容を算入、議決権行使がされなかった場合は棄権として算入した。

なお、出席専用サイトからの議決権行使に当たって、株主が個別議案ごとに賛否を選択し送信をクリックすることで議決権を行使する仕様とした。また、混乱を避けるため議決権行使の送信は一度までとし、株主が送信されたことを視認できるよう、送信と同時に送信された旨が表示される仕様とした。

(Zホールディングス)

65

## 1 2. 質問の受付・回答方法【出席型】

### 【しばしばお聞きした懸念】

- 処理できないほどの質問が出されるのではないか。
- より多くの株主にとって有意義な質問を取り上げることは建設的な対話に資する一方で、恣意的な議事運営になる（という批判も含む）ことはないか。

リアル株主総会では…

質問や動議については挙手した株主を議長が指名するスタイルが一般的であり、挙手した株主が必ずしも発言できるわけではない。また、議長は株主が発言するまで質問等の内容を把握することができず、議案に関係の無い質問も。

### 【具体的な取扱い】

- ◆ 1人が提出できる質問回数や文字数、送信期限（リアル株主総会の会場の質疑終了予定の時刻より一定程度早く設定）などの事務処理上の制約や、質問を取り上げる際の考え方、個人情報が含まれる場合や個人的な攻撃等につながる不適切な内容は取り上げないといった考え方について、あらかじめ運営ルールとして定め、招集通知やweb上で通知する。
- ◆ バーチャル出席株主は、あらかじめ用意されたフォームに質問内容を書き込んだ上で会社へ送信する。受け取った会社側は運営ルールに従い確認し、議長の議事運営においてそれを取り上げる。

66

## 1 2. 質問の受付・回答方法【出席型】

- 実施ガイドでは、**質問を取り上げるための準備に必要な体制や時間を考慮し、リアル出席株主とバーチャル出席株主の出席する株主総会を一つの会議体として運営するための合理的な取扱い**を示している。もちろん**恣意的な運営は許容されない**。
- 例えば、1人が提出できる質問回数や文字数、送信期限などの事務処理上の制約や、質問を取り上げる際の考え方、個人情報が含まれる場合や個人的な攻撃等につながる不適切な内容は取り上げないといった運営ルール等を示している。
- また、事前の質問受付を実施したり、会社のおかれている状況によっては、適正性・透明性を確保するための措置として、後日、株主の関心の高かった質問で、受け取ったものの回答できなかった質問の概要を公開するなどの工夫を行うことが考えられる。

### 【実施事例】

#### ● 質問の回答方針についての株主への通知

- 「バーチャル出席株主からの質問が株主総会の目的に関しない場合、質問への回答に詳細な調査が必要な場合、質問が重複する場合、質問に対して回答することが顧客や従業員等の権利・利益を侵害するおそれがある場合、又は株主総会の運営を妨げる目的が明らかな濫用的な質問の場合には、質問を取り上げず、回答を差し控えることがある」旨を招集通知等に記載した。

（ガーラ）

67

## 1 2. 質問の受付・回答方法【出席型】

### 【実施事例】

- 「株主総会の運営を妨げる発言や不適切な質問や不規則発言が繰り返されるなど、バーチャル出席株主の発言により議事の運営に支障をきたすと議長が判断した場合には、会社からバーチャル出席株主との通信を強制的に遮断する場合がある」旨を招集通知等に記載した。

(富士ソフト)

### ● 質問の回数制限、文字数制限等

- プルダウンで報告事項、第1号議案などを選択し、テキストボックスに質問を入力後、送信をクリックすることで質問ができる仕様とした。質問は1人1問までとし（従来の議事采配との平仄）、文字数を200文字までとした。また、社長プレゼンテーションへの質問検討時間の確保のため、質問の受付時間を株主総会開始の1時間前から質疑応答開始の5分後までとした。

(Zホールディングス)

【質問の操作ボタンのイメージ】

(画像提供：Zホールディングス)

68

## 1 2. 質問の受付・回答方法【出席型】

### 【実施事例】

### ● 事前の質問受付の実施、事後に質問等を公表

- 事前の質問受付を実施し、株主の関心が特に高い事項については、株主総会当日に回答した。なお、個別の回答はしかねる旨を事前に招集通知等に記載した。また、総会後に自社サイトで質問と回答をセットで公表した。

(グリー)

- 株主から株主総会の質問締め切りまでに寄せられた質問等について、総会中に取り上げた質問が恣意的な選択ではないこと示すため、後日、自社サイトにおいて投稿内容をそのまま掲載した。

(ソフトバンクグループ)

69

59

## 1 2. 質問の受付・回答方法【出席型】

- また、投稿フォームではなくリアル出席における質問の取扱いと同様に、①ウェブ会議システムの挙手機能を利用すること、②電話を利用すること等によって、リアル出席の場合の取扱いと同様に、議長の指名があった場合にはじめて質問・発言ができるようにすることといった運営方法も考えられる。

### 【実施事例】

- バーチャル出席株主は、マイク機能がミュートに設定されており、原則として発言はできない。しかし、質問受付のタイミングで、ウェビナーツールの挙手機能により挙手し、議長が指名した株主に限りミュートを解除し、質問を受け付けるよう準備していた。  
(フューチャー)
- 固定電話、携帯電話から会場のオペレーターに電話し、議長の許可を得て、質問を受け付けた。  
(富士ソフト)

70

## 1 3. 動議の取扱い【出席型】

### 【しばしばお聞きした懸念】

- 動議は、提案内容についての趣旨確認や理由説明を求めることが必要になる場合がある。また、動議対応のためのシステムや対応人員などの体制整備にあたり、会社の合理的な努力で対応可能な範囲を超えた困難が生じることも想定されるのではないか。

### 【具体的な取扱い】

#### <動議の提出>

- ◆ 「バーチャル出席者の動議については、取り上げることが困難な場合があるため、動議を提出する可能性がある方は、リアル株主総会へご出席ください。」といった案内。
- ◆ 原則として、動議についてはリアル出席株主からのものを受付。

実施ガイドの脚注では、「将来的なシステムインフラの整備状況等によっては、バーチャル株主総会の動議の取扱いについても、リアル出席株主と同様に取扱うことができることも考えられる」とも示している。

71

### 1 3. 動議の取扱い【出席型】

- バーチャル出席株主による動議については、会社の合理的な努力で対応可能な範囲を超えた困難が生じることが想定される。
- このため、実施ガイドでは、原則として動議の提出については、リアル出席株主からのものを受け付けることで足りると示している。

#### 【実施事例】

##### ● 動議の提出はリアル出席株主に限定

- 「バーチャル出席株主の動議は、取り上げることが困難なため受け付けない」旨、また、「当日、リアル出席株主から動議が提出された場合など、招集通知に記載のない件について採決が必要になった場合には、バーチャル出席株主は賛否の表明ができず、棄権又は欠席として取り扱う」旨を招集通知等に記載した。
- (富士ソフト)
- 「バーチャル出席株主による動議は、株主総会の手続きに関するもの及び議案に関するものを含め、全て提出できず、動議を提出する可能性のある株主はリアル出席の方法で出席いただきたい」旨、また、「動議の採決についてもすべて参加することができないため、動議の採決を希望する株主はリアル出席の方法で出席いただきたい」旨を招集通知等に記載した。

(ラクーンホールディングス)

72

### 1 3. 動議の取扱い【出席型】

- ただし、将来的なシステムインフラの整備状況等によってはバーチャル出席株主からの動議の受付も可能とすることも考えられる。
- その際、リアル株主総会と同様に濫用的であると認められる場合には取り上げない等の運用は許容されるほか、会社の合理的な努力で対応可能な範囲を超えた困難が生じると判断される場合に、招集通知等による事前の通知を前提として、そのような困難に対処するために必要な限度でバーチャル出席における動議に制限を設けることは許容されると考えられる。

#### 【実施事例】

##### ● 動議の提出はバーチャル出席株主も可能

- プルダウンで手続的動議、第1号議案修正動議などを選択し、テキストボックスに動議を入力後、送信をクリックすることで動議を提出できるようにした。同種の動議につき1人1提案までとし、文字数を200文字までとした。手続的動議が提出された場合にはリアル出席株主からの質疑の後に採決をすることとし、そのタイミングで賛否操作ボタンを自動的に表示する仕様とした。そして、株主が賛否を選択し送信をクリックすることで議決権を行使し、動議の採決を行うこととした。なお、修正動議が提出された場合には、原案を先に採決することとした。

(Zホールディングス)

- 動議の受付は、株主総会当日の一定の時間（質疑応答開始後〇分後）までを期限とした。

(ソフトバンクグループ)

73

## 1 4. 賛否の確認方法 【出席型】

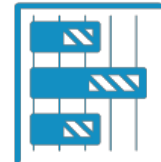
- 議決権行使データのシステム連携等を図ることによって、バーチャル出席株主による議決権行使分も含め、**リアルタイムで賛否の議決権数を示すことは、バーチャル出席に臨場感を与える効果がある**と考えられる。
- 他方、リアル株主総会と同様に、**事前の議決権行使等の状況を勘案し、簡便な方法を選択し、賛否の結果のみを示すことでも足りる**と考えられる。
- この場合であっても、バーチャル出席に一体感を与えることを重視する場合には、例えば、**議決権行使とは別に拍手ボタンを設置すること**等の運用方法も考えられる。

### 【実施事例】

#### ● 議決権行使結果をリアルタイムで公表

- 自社の議決権行使システム上において、あらかじめインポートした事前の議決権行使分のデータに加え、当日に議決権行使サイトを通じて行使されたデータを集約し、株主総会中にリアルタイムで結果を公表した。

(パイプドHD)



74

## 1 4. 賛否の確認方法 【出席型】

### 【実施事例】

#### ● 簡便な方法により賛否を確認

- 事前の議決権行使等によって可決の判断は可能であったことに加え、アンケート機能を利用し、結果はデータで残すようにした。通常、リアル出席株主の賛否の確認は拍手・質疑の有無等で判断していることも踏まえ、バーチャル出席株主による議決権行使分についてもウェビナー上で同様の取り扱いとし、可決の判断をした。

(フューチャー)

#### ● 一体感を高めるため拍手ボタンを設置

- バーチャル出席株主がリアル出席株主と同じ会議体に参加している一体感を得ることができるよう、議決権行使とは別に、「拍手」ボタンを設置した。

(グリーン)

【拍手ボタンのイメージ】



(画像提供：グリーン)

75



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

バーチャル株主総会（産業競争力強化法改正を含む）（2）  
－理論的・法的論点の検討－

2021年3月25日（金）15:00～17:02

オンライン開催

出席者（五十音順）

|    |    |                          |
|----|----|--------------------------|
| 飯田 | 秀総 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授       |
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授              |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授               |
| 梅本 | 剛正 | 甲南大学共通教育センター教授           |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授 |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授        |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授               |
| 北村 | 雅史 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授         |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授          |
| 齊藤 | 真紀 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 白井 | 正和 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 洲崎 | 博史 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 高橋 | 陽一 | 京都大学大学院法学研究科准教授          |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授               |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 松井 | 秀征 | 立教大学法学部教授                |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授         |
| 山下 | 徹哉 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授           |

【報 告】

バーチャル株主総会（産業競争力強化法改正を含む）（2）

理論的・法的論点の検討

立教大学法学部教授

松井秀征

目 次

- |                                                                                                       |                                                                                                                                              |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| I. はじめに<br>課題の設定                                                                                      | 2. バーチャル総会を論ずるに当たっての<br>会議体の考え方                                                                                                              |
| II. バーチャル総会を巡る議論の変遷<br>1. バーチャル総会の許容性に関する議論<br>2. 株主総会プロセスの見直しに関する議<br>論<br>3. コロナ禍に伴う状況の変化<br>4. まとめ | IV. バーチャルをめぐる若干の法的論点<br>1. 個別の法的論点を考えるに当たっての<br>現在の前提<br>2. 株主の質問権／取締役等の説明義務<br>(会社法 314 条)<br>3. 株主による修正動議（会社法 304 条）<br>4. 総会議事に瑕疵がある場合の扱い |
| III. バーチャル総会の理論的基礎<br>1. バーチャル総会を論ずるに当たっての<br>前提                                                      | 討 論                                                                                                                                          |

○前田 定刻になりましたので、JPX 金融商品  
取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、既にご案内のとおり、立教大学の松井  
秀征先生に、バーチャル株主総会に関する検討の  
第2回目としてご報告をいただくことになってお  
ります。

なお、本日の研究会には、前回2月の研究会で  
ご報告くださいました、安藤元太課長ご所属の経  
済産業省産業組織課の方が傍聴しておられますこ  
とをご了承ください。

それでは、松井先生、よろしくお願いいたします  
ます。

○松井 立教大学の松井でございます。本日は、  
ご報告の機会を頂戴いたしましてありがとうございます

います。よろしくお願いいたします。

当初、前田先生からお話をいただきましたとき  
には、バーチャル株主総会の理論的な検討ができ  
ないだろうか、ということでした。また、  
その後事務局の皆様とやりとりをする中で、産業  
競争力強化法（産競法）の問題を入れるかどうか、  
そして法的論点について触れるかどうかといった  
ような話が出てまいりましたので、今回、産競法  
を含め理論的・法的な論点を検討するという形で  
表題を付けさせていただきました。

前回の経済産業省・安藤課長のご報告の中で既  
に個々の産競法の条文などにも触れられており、  
これに関するやりとりもあったと思いますので、  
条文のテクニカルな論点にどこまで立ち入るのか  
は悩んだところでございます。ただ、産競法上の

論点は理論的な面と密接に関連するものもあるものですから、若干、触れてまいりたいと思っております。また、本日のご報告は、当方が様々なところで書いたり話したりした話が何度も出てくるので恐縮でございますけれども、少々お時間をいただければ幸いです。

## I. はじめに

### 課題の設定

まず、そもそもバーチャル総会の話がどうして出てくるのかということからお話いたします。これは、皆様既にご存じのことだと思しますので、繰り返すまでもないのですが、バーチャル総会に関する議論が今非常に盛んになされていること、コロナ禍によって実際にも必要性が出てきたということ、それゆえの重要性もあって学界でも議論されるべき状況になっていること、このように議論の必要性を理解しています。

そういった実務的な必要性や重要性がある中で、我々が何を検討しなければいけないのかということになりますが、この点では2つの指摘ができます。

第1に、バーチャル総会は法的に許容されるのかどうか、ということです。そして、法的に許容されるという場合、実際に開催されるバーチャル総会——これには参加型、出席型双方を含むハイブリッド型バーチャル総会、あるいはバーチャルオンリー型株主総会があります——を巡る個別の法律上の論点、解釈問題について解を与えていかなければならず、これが我々研究者に課せられている課題だろうと理解しております。

より具体的には、例えばバーチャル総会において動議を出されたときにどう扱えばよいのか。質問に対してどういう対応をとればよいのか。あるいは、バーチャル総会固有の問題として、通信障害という問題があるわけですが、これが生じたときの対応をどうすればいいか。このような問題が法的な問題として出てくるだろうということです。

第2に、こういった個別論点についての解釈問

題を考えるに当たって、そもそもバーチャル総会なるもの、あるいは株主総会なるものの理論的な考え方がベースにないといけないだろうということです。例えば動議や質問というのは、総会の会議体性ということと密接に関連しておりますから、そうだとしますと、株主総会が会議体であることの理論的な意味をきちんと考えておかないと、個別の解釈問題に関する解は導けないのではないかという感じがしております。そこで、我々のもう一つの課題としては、バーチャル総会ないし株主総会を巡る議論を理論的に深めていくことが必要だろうと思うわけです。

より詳しく言えば、動議や質問に対する制約を課することができるかどうかというのは、結局、総会という「会議」を開催することの意味それ自体を問うている面がありまして、ひいては株主総会が会議体であるということの意味を問うことになるだろうという話です。

あるいは、通信障害があった場合、それは法的にどう意味付けられるのかということが論じられてきているわけですが、結局、総会の瑕疵とは何だろう、あるいは瑕疵を争うときに取消しの訴えという方法が置かれていることはどういうことなのだろうかといったことをやはり一度問うてみる必要があるのではないか、このように考えている次第です。

後者の議論は、今日、あまり扱えないのですが、ここではこういった論点があるということ指摘するにとどめたいと思います。

更に、バーチャル総会に関する個別の解釈問題、それから、それに対する理論的な基礎付けの問題を論ずるに当たっては、現在の我が国のバーチャル総会に関する議論がどのような文脈でなされているのかということも確認しておく必要があるかと思っております。

実は、我が国のバーチャル総会に関する議論の展開は、やや分かりにくいところもあり、どういう目的でこれがなされているのかというのが少し見えにくいところもあります。ですので、ここでこれらを整理しておくことによって、我々がどの

ような形でこのバーチャル総会に対して理論的な基礎を与え、それに対する解釈をしていくのかということの方向性が見えてくるようになってきていると思います。

例えば、コロナ対応である解釈が必要だということであれば、ある程度特殊な、緊急の事情でなされた解釈問題だという位置付けも出てき得るわけです。そうなりますと、総会制度に関するそもそもの理論的な基礎付けのような問題は、あまり詰めて考えるというのはしにくいかもしれない。要は、ある対応がコロナ禍の緊急対応だから許されるというような話ですと、それが理論的にどう評価されるかを一般的に論ずるのは難しいということもあるわけです。そうだとしますと、例えばこのようなコロナ禍という事情を議論の中に入れるのかどうかということも文脈の上では大事だということになるかと思えます。

他方で、より一般的にバーチャル総会の必要性、重要性というものが肯定できるのであれば、つまり我が国の文脈が今、そのような文脈にあるならば、それは解釈論や理論的な基礎付けもその文脈でなされるべきだし、コロナ禍ということを経更取り上げる必要もないのだろうという感じがしております。

以上のようなこともあり、バーチャル総会に関して我が国がどういう議論を重ねてきたのか——これは皆様既にご存じのことかと思えますけれども——今日の報告との関連で、ざっと眺めておきたいと思っている次第です。

## II. バーチャル総会を巡る議論の変遷

### 1. バーチャル総会の許容性に関する議論

まず、バーチャル総会の許容性というところから議論をしていきたいと思えます。

そもそもバーチャル総会が可能かどうかという議論は40年前にはなかった議論であります。これが理論的、実務的に認識されるようになったのは、インターネットという通信手段ができたからであり、これは言うまでもないことかと思えます。インターネット自体は1990年代からの話ですけ

れども、更にこれが総会等に適用できるという話になっていくのは、高度情報化社会への対応という課題が出てきた2000年前後、この当時の議論だと思われます。

当時の我が国は、分野を問わず、情報化社会への対応をしていきたいと思いますということで、政府が国を挙げて行っておりました。その中の一つのメニューとして、企業組織及び活動の面について対応しようということで、平成13（2001）年11月の商法改正——この年は3回改正をしていますが——つまり、この年の2回目の商法改正の際、会社関係書類の電子化や計算書類のウェブ公開といった対応をとったわけです。

ただ、この改正では、紙の電子化という話にとどまりました。物理的な株主総会の議事そのものを電子化する、今で言う「バーチャル化する」という議論は、なかったわけではないけれども、当時の技術的な問題もありましたし、そもそもそのようなことができるのかしら、ということであったわけです。

その「できるのかしら」ということの意味は、要は、物理的に開いている株主総会をバーチャルに置き換えるということについて理論的に可能かどうかという議論そのものがなかった。その制度化の前提となる理論的な蓄積がないものですから、結局のところできない、少なくとも制度化するまでには至らないということだったわけです。

更に法律上も、当時の商法には「招集地」という規定がありまして（平成17年改正前商法233条）、これを根拠にして、電子株主総会は許容されないという話になりました。

しかし、電子株主総会、バーチャル株主総会ができるというのであれば、法律を変えればいいだけの話ですから、これは後付けの理由になっていたのも事実です。そういう意味で申しますと、当時、理論的な蓄積がまだなかったというのが、株主総会のバーチャル化を妨げる一番大きい事情だったのだろうと私は理解をしているところです。

そのようなこともあってなのかもしれませんが、当時の学界で電子株主総会に関する理論的な研究

が進められたということは、我々もよく知っているところです。岩村充先生、神田秀樹先生が編まれた『電子株主総会の研究』（弘文堂 2003 年）は、当時のトラスト 60 で研究会が開かれ、時間をかけて研究したものがこのような形で書籍になっているというものです。ですから時期的には、恐らく平成 13 年改正とほぼ重なる時期に研究会での議論がなされ、その成果としてこの本が出来上がったということかと理解しています。

本日は、当時の議論や当該書籍の研究内容をつまびらかにする余裕はありませんし、私自身、別のところで書いたりしていますので、適宜ご覧いただければと思いますが、株主総会を完全に電子化する場合、物理的な総会と同等の条件が技術的に可能であることが必要だということがまず言われています。

これは、先に触れた書籍にさらっと書かれておりますけれども、非常に重要な含意を持っていて、株主総会を電子化したときには、物理的な総会と電子化された総会は等価であるということを行っているわけです。これは物理的な総会、要は会議体として開かれる総会は非常に重要性が高い、それは必要不可欠なものであって侵し難いものである、というようなことが多分含まれていて、そうだとすると、株主総会を電子化しても、これは物理的な総会をそのまま移行させなければいけない、平たく言えばこういうことだと思います。しかし、果たして本当にそうなのかというのが私の問いかけたいところでありまして、これは後ほどまたお話をしたいと思っています。

ただ、いずれにしても、この研究で物理的な総会と電子化された総会が等価であるということが株主総会を電子化するための許容性の前提になっていた、これが打ち出されていた、というのは非常に重要な点だろうと思っています。

また、この当時、株主総会に「出席」をするというのはどういうことなのか、ということも論じられています。物理的な場があれば、株主の体がその場に行ったということで「出席」になるわけですが、そういった議場がないときに、何

をもって「出席」「退出」という話になるのかというようなことが問題になっています。あるいは、株主総会がバーチャルでなされた場合に、質問や動議への対応は、対面で行っている場合に比べてやはり扱いが難しくなるのではないかと、ということも言われています。それは、参加する株主数が増えた場合もそうですし、その質問や動議を把握できるかどうかという問題もあって、これにどう対応するかというようなことが問われていたわけです。さらに、質問や動議への対応漏れがあったときに、それが瑕疵になるかどうかということも念頭に置かれていたかと思います。

この当時の議論については、繰り返しで恐縮ですが、株主総会が電子化、バーチャル化される場合は、それは物理的なリアルな株主総会でなされるものがそのまま引き継がれるべきであるという前提が採られていたということが非常に重要です。したがって、物理的な株主総会で可能となっている質問や動議については、電子株主総会の場合でも同等に確保されるべきだという議論になる。恐らくは、株主総会による意思決定は会議体のプロセスを経てなされなければならないということが前提になっているということです。

これが、今の議論も引き継がれている。制度の検討に当たっても引き継がれているし、解釈に当たっても引き継がれていると、こういうことかと理解しています。

## 2. 株主総会プロセスの見直しに関する議論

この 2000 年前後はちょっと高揚したような雰囲気の中で議論だったのですが、制度的には書類の電子化という形をとり、理論的には電子株主総会に関する試論がなされ、議論の整理がなされるわけですが、この後 10 年くらい、株主総会を巡ってこれといった議論はなされていません。

これには幾つか理由があって、株主総会を巡る問題が、そこまで喫緊の課題になっていなかったこともあります。また当時は、会社法改正がどんどん進んでいましたし、取締役の義務や責任とい

ったガバナンス関係の議論がホットイシューであったということもあります。その他にも会社法上の様々な論点があって、とても株主総会のような悠長な話にはいかなかったということもあるのかもしれませんが。いずれにしても、10年ぐらい議論はなかった。

この総会の電子化に関する議論が再び議論として挙がってくるのは2010年代の半ば頃でありまして、当時の経済産業省がここに火をつけたというところがあるかと思います。

火がついた背景には、我が国の上場会社における機関投資家の株式保有割合が引き続き上昇し、上場会社に対するその影響力が非常に強まっていたということがあります。このこと自体は、何も我が国に限った話ではないですし、2010年代の半ばに突然そうなったという話でもありません。2000年代からこの機関投資家の影響力の問題は意識され、様々な議論がされてきたわけですが、それが株主総会のフェーズまで上ってきたのが2010年代の半ば頃だった、という理解ができるだろうと思います。

この機関投資家の株式保有割合が上がって影響力が強まった、それが株主総会まで及んできたという段階でなされた議論が、定時株主総会に向けたプロセスの中で、会社と機関投資家とが対話をする方向性を目指しましょうという議論だったわけです。要は、機関投資家にも会社のガバナンスに対して責任を持って対応してほしい、と。もともと、この話も特にこの時期に始まった話ではなくて、ヨーロッパ、とりわけイギリスなどで以前から出てきている議論がここに溶け込んできたというわけです。

投資家に対して議案等の吟味の時間を確保するために、株主総会関係書類を電子化する。電子化すれば、書類を刷って送るという時間が省略できるので、その分だけ検討の時間を確保できますね、というロジックだったわけですが、そういった意味での書面の電子化が改めて議論になりました。もちろん、書面の電子化は平成13年商法改正の段階で実現していたのですが、これは株主

の個別同意をとってやるような話だったわけで、そのような形ではない、より広範な電子化ということを検討しようということになったわけです。先ほど、バーチャル総会の議論の展開や背景が見えにくくなっているという話をしましたけれども、その話はここからです。経済産業省で2014年以降に進められた総会関係書類の電子化に向けた動きというのは、研究会等の報告書になり、その後も検討が継続され、最終的には令和元（2019）年の会社法の改正に結実しています。原則として書類を電子化して、もし書類が欲しいという人は書面交付請求をすればいいという制度に変わって、書面の電子化は進んだわけです。

これで書面の電子化というレベルでの対応は一段落したのですが、経済産業省では、更に株主総会の電子化・IT化を議事運営の局面にも拡大していきましょうという議論を展開されています。この展開について、私はいろいろと書類を調べてみたのですが、この展開がよく分からないのです。

前回の研究会でも経済産業省からの報告で経緯等が書いてありましたが、経済産業省で「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会」が2019年8月から始まりまして、この検討結果が「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」（2020年2月26日策定）につながるわけです。この2019年の研究会の前に、経済産業省の内部で勉強会組織等があって、更にこの議論の前提があるので、いざいざにしても、2017年、18年、19年あたりに継続してこの議論が続けられたという背景があります。

何が分かりにくいかというと、2014年の段階での議論、すなわち株主総会プロセスの見直しをしましょう、そこで株主総会関係書類の電子化を一層進めましょうという議論は、機関投資家に対して検討の時間を与えて、それによって会社とのやりとりを進めていく、こういった視点があり、これで一貫した議論なのです。

要は、会社と機関投資家との関係性は、総会の6月下旬の特定日のみにあるわけではなくて、年

間を通してであると。年間を通して情報開示はされるべきだし、年間を通してやりとりはされるべきだし、その一つの過程の中に株主総会のプロセスが入っていると、こういう議論ですから、書面の電子化も含め、これで一貫した議論になっているわけです。

ところが、総会の当日を電子化するという話は、この文脈では語りにくいのではないかという気がします。総会当日の議事を電子化するか、しないかというのは、機関投資家と会社との対話のプロセスをどうするかということと全く関係しないとは思いますが、それまでの機関投資家と会社との間で恒常的にやりとりをしていきたいと思いますという議論とはちょっと違うのではないかと。総会当日のやりとりの話は、対面だろうと、電子化しようと思わないわけですし、そもそも総会当日のやりとりがどれだけ機関投資家の意思決定に影響を及ぼすかということ、そこは甚だ疑問の余地なしと思わないわけです。

そうだとしますと、実は、経済産業省で2019年から始められてきたバーチャル総会に向けての動きというのは、当初の株主総会プロセスの見直しの議論とはすでに違う議論をしているのだという気がします。もちろん、経済産業省は、2019年以降も対話型株主総会プロセスのような話をしていますし、その後も株主総会プロセスという表現を使っていて、その中で当日の会議体の役割ということも議論してはいます。しかし、これは2014年頃に言っていた株主総会プロセスの話とは明らかに内容において変わっているだろうというのが私の見立てです。

まとめますと、株主総会プロセスの見直しという議論、1年間を通じた会社と機関投資家との対話というところから始まった議論は、書面の電子化という議論につながって、ここで一旦議論としての役割は終わった。他方で、総会の電子化というところにひっかけて、今度は総会当日の議事の電子化を考えていきたいと思いますという議論に入っていく、ここで新しいフェーズの議論をやっている、総会の会議体性をそもそもどうするかという議論

をしている。要は、会議体は本当に対面でないといけないのか、というすぐれて理論的な話に入り込んでいるという感じがしています。

この段階の議論では、機関投資家の会社ガバナンスへのコミットメントという話は出てこなくなりますし、総会当日の電子化という方向性を置くことで、その会議体の意義を問い直すということになっています。結局、これは何をやっているのかということ、平成13年の商法改正当時には理論的な蓄積がなかったがゆえにできなかった総会そのものの電子化という課題について、経済産業省が改めて総会プロセスの見直しの議論の延長線上の議論という仕掛けの下で取り組んでくれている、このような見立てになるのかな、と思っています。

### 3. コロナ禍に伴う状況の変化

ともあれ、同じ株主総会プロセスという文言の下で、従前とは違うように見える議論が2018年前後から始まるわけですが、その結果、「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」が2020年2月にでき上がります。これは、もちろん経済産業省も意図していなかったと思うのですが、これが完成した直後の3月から新型コロナウイルス感染症が日本でも深刻になりました。幸いにもこのガイドがあったおかげで、日本でもコロナ禍でのバーチャル総会に対応できたということがあるわけです。

このガイド自体は、バーチャル総会の中でもハイブリッド型と言われるもの、リアルがあってバーチャルもあるというハイブリッド型バーチャル株主総会が念頭に置かれていました。そしてバーチャルオンリー型については、中長期的な課題です、という位置付けがなされていたのですが、コロナ禍が生じた結果、ほどなくバーチャルオンリー型も必然的に検討しなければいけないということになったわけです。

ともあれ、ハイブリッド型バーチャル株主総会について、2019年以降、実務的、理論的な議論が幸いなことに深まっていたので、バーチャルオンリー型に関する制度設計を論ずる余地もできてい

たということになります。

ということで、2018年ごろから経済産業省でたまたま進んでいた議論があり、それによって理論的な素地が深まっていた。更に、コロナ禍でバーチャル総会、バーチャルオンリー型総会を開くべき必然性が生じたということで、一気に議論が変わったということになります。これは、平成13（2001）年当時とは明らかに異なる状況かと思えます。

また、このバーチャルオンリー型株主総会に関する議論が進んでいく中で、その議論自体もだんだん従前の株主総会プロセス論から離れていっていることが分かります。

まず、政府から「成長戦略フォローアップ」というのが令和2（2020）年7月に出てきます。これは前回の経済産業省のご報告の資料の中にも入っていましたが、**「コーポレート・ガバナンス改革の推進」**という部分で、「2020年2月に実施ガイドが示されたハイブリッド型バーチャル株主総会の実務への浸透の推進に加え、バーチャルオンリー型株主総会を含む株主総会のプロセスにおける電子的手段の更なる活用の在り方……」とされていて、ここにはまだ**「株主総会プロセス」**という表現は残っているのですが、要は、電子的な手段をどう活用するかということを考えてください、という話になっています。

更にその3か月後、「成長戦略ワーキング・グループの当面の審議事項について」という資料、これは令和2年10月の資料ですが、ここでは、以下のように述べられています。すなわち**「成長戦略を実現する観点から、現下の新型コロナウイルス感染症への対応を阻害する規制・制度の見直しを断行する。また、ポストコロナ時代のデジタル・トランスフォーメーションを見据え、分野横断的かつ効果の大きい規制・制度改革に取り組む」**ということが運営の基本方針になっていて、この運営基本方針の中でバーチャルオンリー型総会も扱われていくという、こういう流れになっています。

以上のような議論を経て、令和3（2021）年の

産業競争力強化法の改正につながり、これに伴い「場所の定めのない株主総会」が許容されまして、これによって「株主総会の活性化・効率化・円滑化」を図れます、という議論になっていくわけです。その際に、経済産業省の白岩氏が書かれた説明をご覧くださいますと（白岩直樹「産業競争力強化法に基づく場所の定めのない株主総会（バーチャルオンリー型株主総会）に関する制度の解説」商事2269号5頁（2021年））、産競法改正の意味が3つ書いてあります。

①遠隔地に存する株主や多忙な株主を含む多くの株主が出席しやすくなる。②物理的な会場の確保が不要のため、運営コストの低減、臨時株主総会を含む株主総会の機動的な開催の実現を図ることができる。③株主や取締役等が一堂に会する必要がなく、感染症のリスクの低減を図ることができる。こういった説明がなされていて、2014年ごろの会社と機関投資家の対話というような株主総会プロセスの話とは相当に変わってきていることが分かります。

ですので、現在我々が向き合っている課題というのは、コロナ禍を契機としまして、20年前に検討ができていればよかったかもしれない総会そのものの電子化の議論が、その後の議論の蓄積もあり、改めて2020年になって進めることができている、ということなのだと思います。そうだとしますと、我々が向き合わなければいけないのは、コロナ禍もあるけれども、純粋に総会が会議体で開かれることの意味は何であり、その会議体の意味を踏まえたうえで、それをバーチャル化するというのはどういうことを意味しているのかということなのだと思います。

そういう意味で言うと、コロナ禍が契機にはなっているのですが、本来我々が抱えていた課題が、2020年を経て一気に加速度的に進んだ。それはコロナ禍という文脈にとらわれず、問題を一般的、総合的に判断しなければいけない状況にあり、我々はそのような立ち位置にあるのではないかと思った次第です。これは恐らくコロナが落ち着いた後も不可逆的でありまして、我々としては、株



主総会についてはバーチャルの段階に入ったということを前提にして議論をしていかなければならなくなったということなのだろうと思っています。

#### 4. まとめ

2000年頃の高度情報化社会への対応という段階では、総会の議事そのものを電子化するという議論は、当時の理論的な蓄積を欠いた状況では行うことができなかった。そのこともあって、学界で若干の議論がなされるに至り、しかしそれにとどまったのだろうと思っています。

この次の段階は、2010年代半ばからの株主総会プロセスの電子化の議論、これは機関投資家の影響力が高まる中で総会にもこの議論が及んでいくという段階です。ここでは、機関投資家の会社ガバナンスへのコミットメントを高めるという観点から、株主総会関係書類の電子化をより広範にするということが念頭に置かれていた。そのため、総会の議事そのものの電子化というのは、本来は念頭に置かれていなかった。それは、視野に全くなかったわけではないかもしれませんが、少なくとも最初の議論としては念頭に置かれていなかった。

それが、書面の電子化の議論が一段落した後、電子化の拡大という方向に議論が転換し、総会の議事そのものの電子化の議論が展開され、それが2000年頃の議論を補う形で進んでいる。それが加速度的に進んだのは、コロナ禍を経て必要性が明確化し、またデジタル化の推進という、改めての方向付けが与えられたからだ、ということかと思っています。

2000年頃には必要性も明確ではなく、議論の蓄積もなかったために検討が深まらなかったバーチャル総会について、コロナ禍という喫緊の必要性と2010年代中頃からの総会に関する議論、特に電子化の範囲を拡大する議論が積極化する中で理論的な蓄積が積み重なり、その議論が可能となって現在に至っているわけです。その結果、繰り返しになりますが、我々としては、このバーチャル総会を一般的、総合的に検討すべき必要性が出て

きているということだと思います。

### III. バーチャル総会の理論的基礎

さて、ここから理論的・法的な話に入りたいと思います。

#### 1. バーチャル総会を論ずるに当たっての前提

まず、バーチャル総会を論ずるに当たって、どういったことをまず押さえておかなければいけないか。これには、そもそも会社の意思決定機関である株主総会について、何を決定するのかという問題と、それをどう決定するのかという問題があると理解しています。

端的に言うと、前者の「何を決めるか」というのは、総会の権限の話でありまして、いわゆる権限分配論などがこの話になる。私は、以前「組織体としての総会」ということを言っておりますが、「機関としての総会」と言ってもいいですし、「意思決定機関としての総会」と言ってもいいかと思っています。ここは皆様、いろいろな呼び方をされているところかと思っています。

これに対して、後者の「どう決めるか」というのは、株主総会の会議体性の話であるかと思えます。要は、会議を開いて決めてください、ということになっているという点であります。この点をもう少し掘り下げてみると、会社の意思決定事項というのが法律上書かれているわけですが、これを株主が決めるというときに、この株主による決め方は1つではないということが大事です。

株主による決め方としてすぐ思い浮かぶのは、株主全員の同意をとるという決め方です。例えば、総会の会議を開かないで決めようと思ったらそうですし、あるいは取締役の責任の免除とかもそういう話になっているわけです。これらは、会社法319条1項、424条にそれぞれ規定があります。このような株主全員の同意による決定というのは会社法上も組み込まれていて、この場合であれば会議を開かなくてもいいのですね。

そもそも319条の場合は、会議を開かないために同意をとるわけですから当然ですが、424条の

責任免除のような場合も、総会を開くことは想定していません。

そうすると、会議を開くというのはどういうときかと言いますと、多数決を採るときであって、この場合に会議を開くと会社法は言っているわけです。株主の多数決による場合というのは、会社法 309 条 1 項から 4 項にそれぞれのメニューに従って書いてあるわけですが、この場合には、総会を開いて決議を採るという会社法が用意した方法をとらなければならない（309 条）、それは必然的に会議体を利用すべきことが会社法の 296 条以下に規定されているわけです。多数決による場合には総会決議、総会決議を採るには会議体、これがパッケージになっているということです。

今回この報告をするに当たって考えてみましたが、会社の意思決定というときに、その他に総会を開かずに株主がイニシアチブをとる場合もあるな、と思ったことがあります。その一つが、各種会社訴訟の提起という局面です。

例えば代表訴訟とかはその典型ですが、取締役の責任を迫及するというのは、本来的には会社の請求権の行使ですから、会社の意思決定事項です。代表訴訟は、株主がその提起を決めることができますが、これは単独でできるわけです。単独でできるけれども、もちろん単独の株主の意向がそのまま会社に反映するということは正当性がないので、訴えの提起までは単独でできるけれども最終的には、法律の規定に従って裁判所が責任の有無を判断することによって正当性が担保される、という仕組みになっていると考えました。

つまり、会社の意思決定というのにもいろいろなレベル感があって、①全員一致でやって会議を開かなくてもいいし、②多数決でやって会議を開いてもいいし、③単独で始めてもいいけれども、裁判所の判断を挟むというのものもあるし、これはいろいろありうると思った次第です。

株主全員一致の場合とか、あるいは株主が単独でイニシアチブがとれる場合というのは今日の議論の対象ではありませんので、思考の整理にとど

めますけれども、多数決の場合については今から少し考えたいと思います。これは、当方が 10 年ほど前に出した本（松井秀征『株主総会制度の基礎理論』（有斐閣、2010 年））で申し上げたことの繰り返しで恐縮ですが、改めて皆様のご意見やご批判を仰ぎたいと思っていますところです。

会社意思決定を株主が決めるというときに、それが多数決でなされるのはなぜなのだろうか。これは、本当に初歩的な、ある意味で非常に幼稚な問いなのかもしれません。このようなことをつらつら考えますと、まず株主は、会社の所有者、持分権者です。そうであれば、その持分権を持っているがゆえに、会社の意思決定に関与できる、差配できるはずである。ただ、この理屈を貫こうとすると、それぞれの株主の意向をきちんと反映しなければいけないので、究極的には全員一致でなければならないという話になりかねません。

会社意思決定事項を全員一致とした場合には、各株主が拒否権を持つことになりますから、日常的な会社の意思決定ができないことになります。ですから、日常的な意思決定を行う経営者を選ぶこととし、この経営者を選ぶところについては、もちろん多数決で選ばせる。重要な会社の意思決定事項も株主総会に留保されるわけですが、これも多数決でできるようにする。

ある意思決定について多数決でできるようにすることの意味は、反対派を拘束できる点にあるわけです。つまり自分の持分権に従って自分の意向を反映できるべき人間であったとしても、その意向が反対派、少数派である場合、多数の意向に従って拘束していいということです。

ただ、これだけですと必要性の話にとどまりません。多数決で意思決定をする必要性は分かりました。では、それはどうして正当化されるのだろうか。これが次の話です。ここに試論を書いています。

- ①会社意思決定事項を全員一致とした場合には  
およそ会社の意思決定ができず不合理であるから、「法律」がその不合理さを回避するた

めに多数決を認めている。

②株式会社は株主の「契約」によって成立しているのだから、多数決で決めることが当初の「契約」の内容になっている。

必要性があるから法律に書きます、法律に書いてあるからオーケーですというのが①です。②は、必要性があることを前提に、株主は株主となるとき、それは原始株主でもいいですし、株を買うときでもいいのですが、そこに契約があるのだと。黙示の契約と考えるのでしょうけれども、契約があって、ある一定の会社意思決定事項は多数決で決めますよということがある種の契約になっているのだと、こういう考え方です。①と②は二者択一の話ではなくて、実際はこれらが相互に重なり合っているのですが、このような説明ができるだろうと思います。

今日は歴史的な話をくどくどしないようにしますが、歴史的に見た場合、ある時期から19世紀中ごろまでの会社というのは契約的結合とは解されてきませんでしたから、①のような説明が多分優勢で、必要性があるがゆえに多数決を認めるし、それは法的に裏付けをしましょうという話になるのだと思います。

他方で、19世紀後半から、会社は契約的結合ですぬというような議論が出てくるわけです。この種の議論は最近でもなされているのですが、そうだとすると、多数決で決めるということは合意しているじゃないか、少なくともそのことを分かっただけで会社に入ってきているのではないかというような説明もなされるわけです。

恐らくこれらの説明が相まって、今、多数決による意思決定の制度が認められているのだらうと思います。要は、会社に入ってくるときに多数決が支配することは分かっているだらうし、それは法的にもきちんと裏付けがなされているので、多数決で決められるということです。

ただ、これで議論を終わりにすると、会議体は要らなくなってしまうのです。多数決であることだけが決まっていれば、別に全部書面投票でもい

いわけです。では、なぜ会議体が必要なのか。これはもちろん歴史的には説明できるのですが、理論的に言うと、法律で決めるのであれ、契約でいくのであれ、恐らく次のようなことが裏にはあったのではなかろうか。

つまり、ある意思決定に関して反対の株主を拘束するためには、少なくとも会議体においてきちんと自分の意思を表明して、他者に働きかけをして、場合によっては自分の意見を多数派の意見にすることができるという機会が与えられていたということが必要だろう、と。

先ほどの②のように全部契約の問題ですというと、こういう説明は実はあまり要らないのではないかという気がしているのですが、そういう契約的なものではないという前提をとると、やはり反対派を拘束するためには、きちんと反対派にも多数派になるような機会が与えられていたというようなプロセスがないと、その拘束のための正当化ができないのではないかと、こういうことを考えたわけです。

これは、比較的参加者が少ない会議体であれば、われわれも経験的に知っているわけです。例えば、今、この研究会で私がしゃべっているのですが、ほかの方から意見をいただいて、「そういう意見があるのね」と言って私が意見を変えれば、当然多数派、少数派が変わったりすることは幾らでもあるわけです。皆さんが大学やその他の会議体で話をする場合にも、議論の過程で多数派と少数派がひっくり返ることは幾らでもあることかと思えます。会議体の機能というのはここにあって、要は、議論の機会が与えられ、いつでも自分の持っている所有の権能を貫徹する機会がある、他者の意見に影響を与えうるそのプロセスに意味があるのだと思われま

す。そうだとすると、会議体において他者に働きかけて自分の意見を貫徹するというような機会が事実上ほぼない、要は極限にまで形式化されている場合はどうだろうか。簡単に言ってしまうと、上場会社のように株主数が非常に多い会社を想定すればいいのですが、こういう会社になると、

会議体で他者に働きかけができるから反対派も拘束できるというような説明が果たしてどこまで妥当性や説得力を持つのだろうかというのが、私の根本的な疑問です。つまり、株主数の多い上場会社においては、会議体であるということがもはや反対派を拘束する正当化の論理になっていないのではないかという気がするわけです。

そうだとすると、多数決で決めるということを実行していれば、そもそもそんな仕掛けは要らないだろうし、更に多数決による意思決定が会議体でなされることの理由が歴史的に説明されても、理論的に詰めていくと、もうその必然性は見出しにくいのではないかと、というのが今の私の議論です。

アメリカなどでは、株主総会の会議体性みたいな議論はあまりしないですね。私自身論文を書くときに非常に苦労したのはここなのですが、例えばアメリカのケースブックをとっても、シェアホルダーズ・ミーティングに関する説明などはほとんどない。シェアホルダーに関する議論は、議決権の話がほとんどで、その議決権をどう行使するかとか、それを例えばプロキシ（委任状）でどう扱うとか、あるいは敵対的買収で議決権を集めるとどうなるか、といったこういう話になっていくわけです。招集手続があって、質問権があって、動議が出されて、決議の成立過程でこれらがどういう意味を持つのかという話というのは、アメリカではほとんど出てこない。そういうものを知りたいければ、弁護士用のハンドブックか何かを見ないと出てこないという世界なのです。そうだとすると、もうアメリカは先に行っちゃって、彼らの発想では、会社は契約的な結合だし、意思決定も多数決で決まることは分かっているし、問題なのは議決権なのであって、会議があるかどうかではない。こういう発想が多分ベースにあるのではないかと推測をしています。

彼らは、早々にバーチャル総会も入れていますし、そのバーチャル総会も電話でいいといった話になっています。会議体のところが、非常に矮小化されているというところがあるような気が

がします。そういう意味では、われわれと前提にある考え方が恐らく違うのだろうなという感じがしています。

他方で、そうは言っても、アメリカも株主総会が会議体であることを放棄しているわけではないので、このあたりはまだ詰めて考えていかなければいけないかな、とも思っている次第です。ちょっと脇道にそれましたが、会議体の意味は以上のように考えられるのではないかと、というのがここでの話です。

要は、会議体は意思決定が多数決で行われるときの反対派を拘束するための仕掛けである。ただ、この仕掛けはある程度会議体を実質的に機能しているところには意味があるけれども、そうでなかったら形式的な説明になってしまう。また、会社が契約的な結合であることを前提として、株主が了解しているなら、そもそも会議体でなくてもいいのではないかと。このような議論はできるだろう、と考えています。

さて、ここからは付随的な話ですので簡単にしたいと思いますが、会議体に関する位置付けは、我が国の中だと、昭和 56 年の商法改正当時に議論がなされています。当時の議論では、株主総会のコミュニケーション機能を大事にしたい、あるいはそれを回復したいということから、この会議体であることの意味を論じていました。この議論をどう見ればいいのか。

今でも時々、株主総会のコミュニケーション機能のような話がありますので一応触れますが、昭和 56 年の商法改正当時は、総会屋の時代です。総会屋にお金を払わなければ、株主総会で暴れます。総会屋にお金が払ってあれば、しかもそれが与党総会屋であれば、総会でうるさいことを言う株主が出てくると、その与党総会屋が議論を封じ込めにかかる。どちらにしても総会屋がいる状態の総会が前提ですから、基本的に質問や議論ができないという状況だったわけです。そうだとすると、この総会にコミュニケーション機能を回復しましょうという議論には非常に説得力がありますし、当時の議論としては当たり前のわけです。総

会屋を排除して総会を議論のできる場にするのが昭和 56 年改正の主眼ですから、そうであれば、コミュニケーション機能を回復することが株主総会の正常化だと、こういう議論になるわけです。

ただ、今日の議論から言えば、この議論は株主総会が会議体であることを所与としていて、そもそもその方がいいのかどうかということが問題なのだと思えば、少なくとも昭和 56 年当時はそのようなことは考えてもいなかった、ということかと思えます。また、うがった見方をすれば、会議体であることの理論的な根拠が非常に弱いので、会議体であるということは所与としなければいけないし、その会議体がなぜ必要かといえば、コミュニケーション機能を回復するという説明をせざるを得なかったという見方もできるのかもしれませんが。当時の担当官に怒られてしまいそうですけれども（笑）、このような考え方もできるということです。

## 2. バーチャル総会を論ずるに当たっての会議体の考え方

2010 年代半ばからのバーチャル総会の議論も、従前からの会議体としての株主総会の考え方を所与として進められているだろうと思えます。ハイブリッド出席型のバーチャル株主総会においては、リアル株主総会が会議体であることを前提にして、バーチャル株主総会に制約をかけることもあり得るという議論をしているわけです。

また、産競法においては、場所の定めのない株主総会とすることを許容しますという議論をしていますけれども、同法が定めるのはそれ以上でもそれ以下でもないもので、それ以外は会社法に定められた総会の仕組みがそのまま妥当します。そうすると、やはり昭和 56 年の商法改正と一緒になのですが、会議体であることは所与なのですね。これは、先ほど申し上げた 2003 年に出ている電子株主総会の研究でも同じです。この点で、我が国はずっと一貫して変わっていないということがあります。

従前からの会議体性を所与としてバーチャル総

会を考えるととなりますと、質問であっても、動議であっても、瑕疵の争い方であっても、解釈論のレベルでは、リアル総会でされていた議論が全てバーチャル総会にそのまま流れ込んでくることとなります。ただ、ハイブリッド型であれば、リアルが存在しているので、リアルに行ってもらえれば全部権利が担保されますといった形でリアルがバーチャルに流れ込むことを回避できるのですけれども、バーチャルオンリーになってしまうと、リアルが存在しないので、リアルの話がそのまま流れ込むという話になって、実務的にはとても苦勞する話になるのだと見ています。

ここからは試論ですけれども、仮に株主総会において会議体であることを所与にするとしても、バーチャルオンリー総会に関しては考え方を転換してもいいのではないかという気も少ししています。

それは、私自身がそもそも会議体に対する非常に懐疑的な考え方があるからですけれども、会議体が反対派を拘束するための仕組みとして形式的にしか意味を持たないのであれば、質問や動議の機会をリアルと同じように与えるということが本当に必然なのだろうか。ここは疑う余地があるのではないか。反対派を拘束するためには、むしろ情報開示を丁寧に行うことが大事であって、きちんと情報を見て判断する機会が与えられていれば、そのうえで判断した結果について拘束されるというのは当然あっていいだろうというふうに考えることもできるわけです。

そうすると、例えば総会場で出てくる質問権などは情報開示の補完的手段でしかないのであって、およそ株主から奪うことのできない重要な権利です、といった言い方をしない可能性も出てくるのではないか。そうすると、時間を区切って合理的な範囲で質問を受ければ足りるということは当然出てきますし、場合によっては、アメリカであるように、事前に総会の質問を受け付けておいてから答えますとか、総会後に回答しますとか、そういう方法もあっていけないわけではないという話になるのかもしれないということです。

それから、動議に関しては、そもそも総会における議案提案権をどう考えるかというところかと思えます。日本は、株主提案権が非常に重要な権利になっていて、事前に出すのであれば、総会の8週間前までの手続が必要ですが、総会に出席すれば、議案提案は基本的にできる、修正動議が出せるということになっていて、これも非常に強い権利になっているわけです。

ただ、そもそも上場会社などで株主が自由に修正動議を出せるのが本当にいいのかということもあります。つまり、総会に何を諮るかというのは高度な経営判断事項であって、本来的には取締役会の権限なのだ、という考え方です。だから、議案提案権を通じてここに株主が自由に入っていけるというのは本来おかしくて、議案の追加とか変更というような動議は基本的に認める必要はないのではないか、ということも言えるかもしれません。これはまだアイデアベースですが、このように考える可能性も探っています。

そうすると、バーチャル総会における修正動議に制約をかけられますし、手続的な動議についても——これは会議体である程度取り上げていかないといけないのでしょうか——議事運営の権限として議長の裁量で扱えるようにすれば、かなりこれをコントロールすることはできるかと思えます。ですので、リアルな総会で考えられている質問権や動議に関する権利については、バーチャルになったこの機会に、もう一回考え直してもいいのではないかとというのが、ここでの理論的な話になります。

また、先ほど、あらかじめ株主が契約で同意していればよいだろうという話が出てきましたけれども、例えば今回の産競法を見ますと、バーチャルオンリー型総会というのは定款変更をしないとできない。みなし定款変更が入ってくると別ですが、一応定款変更の手続が入りますから、そこで株主は同意しており、会議体における一定の制約があることは想定される、といった議論もできるかもしれないとか、いろいろこのあたりは理論的に考える余地が出てくるかもしれない、と

いうことです。まだざっくりした雑な議論ですが、考え方の方向性、理論的な方向性としてこのような考え方があるのではないかとというのが、ここでの話になります。

ここは余談ですが、今、バーチャルオンリー型総会について、会議体としての意義を形式的に捉えて、質問や動議について制限的に考えていきまじという話をしてはいるわけですが、そうすると、この議論ははね返ってハイブリッド型バーチャル総会とかリアル総会も同じように言えるかもしれないという気はしています。

会議の形式化というのは、リアル株主総会の場合も変わらないわけですから、伝統的には質問や動議について非常に丁寧に大事に扱ってきたのですが、リアルの場合でも制限的に考えてもいいのではないかと個人的には思っています。さらに言えば、私自身、株主総会は会議体でなくてもいいと思っている人間なので、どうしても乱暴な議論になってしまうのですが、バーチャルを機に考えていったこの議論は、いずれリアルにもはね返る議論なのだろうと思っています。

ただ、リアルにはリアルの固有の意味があるのだと考えれば、やはりバーチャルの場合とリアルの場合で分けるという議論も一つあります。ですので、このあたりはもう少し議論を詰めなければいけないだろうということで、ここではあくまでも可能性としてこのようなことがあります、ということをお話しております。

#### IV. バーチャル総会を巡る若干の法的論点

##### 1. 個別の法的論点を考えるに当たっての現在の前提

繰り返しになりますが、ハイブリッド型バーチャル株主総会の場合については、リアル株主総会において株主の権利が保障されているので、そのリアルへの出席権が認められる限りにおいて、バーチャル総会における議事に関する制限、質問が制約されることがあり得る、という理解が採られています。他方、バーチャルオンリー型株主総会に関しては、リアルの場合の定めがないという

特例がなされているだけです。リアルで認められている権利は全部バーチャルでも認められなければいけないということになります。仮にこの考え方を变えるのであれば、先ほどのように会議体に関する考え方を变えないといけないという状況になっており、これが前提です。

## 2. 株主の質問権／取締役等の説明義務（会社法314条）

ここからは、個別の論点を見ていきます。まず、株主の質問権、取締役等の説明義務はどうなるかということから扱います。これは早くから認識されていた問題で、ハイブリッド出席型バーチャル総会とかバーチャルオンリー型株主総会では、特にここが論点となっています。ハイブリッド参加型バーチャル株主総会ですと、株主総会を傍聴しているだけに近いので特段の問題はないのですけれども、ハイブリッド出席型で議事に関与できる状況になっているとこの問題が出てきますし、バーチャルオンリー型であれば当然出てくることとなります。

株主の質問権をどこまでの範囲で保障することが求められるのかについて、ハイブリッド出席型の場合であれば、リアルで質問の機会があるからということでここは何とか解釈上すり抜けています。ですので、バーチャル総会において質問の機会に制約があっても許容され、瑕疵にはならないと解するところまでいっているわけです。

バーチャルオンリー型の場合については、会社法314条の適用があるので、リアルと同等の機会が与えられなければならないということになります。これを前提に、今、実務的には、質問をどうやって受け付けるか、あるいは答え方をどうするかといったことが問題になっているわけです。より具体的には、Zoomの挙手機能とかチャット機能、あるいは電話等、様々な方法で質問を受け付けて、それにどう答えていくかというようなことが問題になっています。その際には、恣意的にある質問だけ受け付けて、他は受け付けなくなったら困るね、といった話が論じられている状況ですが、

このような議論がなされているのも、バーチャルオンリー型の場合はあくまでも法的にリアルと同じように質問を受け付けて答えなさいという前提になっているからです。

ただ、私自身は、こういう問いかけもできるのではないかと、と思っています。それは、バーチャルオンリー型が特に問題になるわけですがけれども、会社法の仕組みでいく限りは、総会中に全ての質問を受け付けて答えなければいけないということになっているところ、本当にそれが合理的なのだろうかという問いです。

考えてみれば、リアル総会の場合でも、質問の個数を制限するとか、質問の時間に制限を課すということはできるわけです。それは総会の合理的な運営の範囲内で、議長の議事整理権の範囲内で行えると解されていて、それを基にして、例えばバーチャルオンリー型の場合であっても、チャットに書き込まれたり挙手したりした質問について、ある程度、制約を課していく。例えば質問の個数に制約を課すとか、ある時点までに受け付けたものだけに答えるとか、多分いろいろあると思いますが、ある程度は現在の解釈論でもできるはずですが、

ただ、ハイブリッド型の場合もそうですが、特にバーチャルオンリー型の場合には、質問が簡単にできてしまうので、濫用の危険性が高くなる。そういうことからすると、リアルと同様に質問権が保障されているというところから出発することそれ自体を疑ってもいいのではないかと、思うわけです。

例えば、定款変更でバーチャルオンリー型を採用した時点で、株主に認められている質問権というのは議事整理権の合理的な行使の下に服するので、事前に質問を受け付けるという方式を認めるとか、総会の時間的な制約その他の事情によって合理的な理由があるならば、総会後に回答することも認めるとか、そういった議論——立法論——はあり得るのではないかと、いうふうに思っています。

ちなみに、株主の質問に対して総会後の回答を

認めるという話になると、そもそも何のために株主の質問権があるのかという話になってきます。今は、議決権行使のための必要な情報提供だからという説明をしていますので、総会後に回答するというのは論理的におかしな話になってしまいます。そこで、事後の回答を認めるとすると、株主の議決権行使のための必要な情報は、原則として事前の情報開示をもって足りるのだという議論をしなければいけなくなるでしょう。その意味で、このあたりの議論はかなりデリケートなのですけれども、ただ、こういった可能性も、会議体のありよう、意味を考えてくると導けない話ではない。少なくとも立法論的にあり得ない話ではないと思ったりしています。

### 3. 株主による修正動議（会社法 304 条）

修正動議に関しても、質問権と同じように考えられていまして、ハイブリッド型の場合は制約の可能性はあるけれども、バーチャルオンリー型だと制約できませんというのが現在の議論の前提かと思えます。

動議については、やはり定款変更でバーチャルオンリー型を採用した場合については、議事整理権の下、無限定に出すことを制約するという解釈もあり得るのではないかと私は思っています。

そもそも立法論的には、株主総会の議案については、取締役会設置会社においては取締役会の専断的な判断事項であって（会社法 298 条 4 項）、出席株主であれば誰でも当然に修正動議を出せるという制度設計そのものが問題ではないか。ここを少数株主権化するみたいな話があってもいいのかもしれないと思っています。

ただ、手続的動議に関しましては、こういった説明がなかなかつきにくいとも思っていて、バーチャルオンリー型でもリアルと同じような対応をしなければならないということは感じています。ただし、実務的には、修正動議、例えば議長を解任するような動議を出したいときにプルダウンでカチッとやって選べるようにするというように、定型化することである程度対応することがで

きそうなので、このあたりは実務の工夫に任せるといってもあり得るのかなと思っています。

### 4. 総会議事に瑕疵がある場合の扱い

総会の議事に瑕疵がある場合の扱いについては、私も生煮えなのですけれども、まず基本的に取消事由になるところ、会社法上、会社側の救済可能性として与えられているのは裁量棄却の制度だということです。

裁量棄却の範囲というのは、まだ判例を見てもぼんやりしているところもあるのですが、文献等によれば、例えば議決権の数え間違いその他の数的な処理ができるようなものであれば、決議への影響可能性というのもある程度定型的に判断ができるし、その重大性というのもある程度限られるので、裁量棄却は可能だろうとされています。

これに対して、例えば期日の 2 週間前に送るべき招集通知について、3 日足りなかったといったときには、それが決議にどう影響したかというのは判断しようがないので、そういう場合は裁量棄却の対象になりにくいというような説明がされており、説明義務違反なども、そういう意味で言うと、定量的な判断がしにくいので、裁量棄却の対象にはなかなかなりにくいのではないかということが言われているわけです。

ただ、バーチャルオンリー型の場合においてリアルと同じように質問や動議を受け付けるという話になると、質問や動議が濫用的にたくさん出されてくる可能性も否定できません。そうだとしますと、合理的な時間、これら質問や動議に誠実に対応していて、それでもなお対応し切れなかったものがあって、それを見落とししたり、あるいは打ち切ったりしたときに、果たしてこれをどう考えるべきか。そもそもその場合には説明義務違反がないとか、不公正な取扱いではないということになればいいのですけれども、それが説明義務違反という評価を受けることが仮にあった場合、裁量棄却の可能性を探っていくという、このあたりの解釈論を改めて考えていくということはあるのではないかと気がしています。



雑な説明になって恐縮ですけれども、本日の段階で私の方で整理させていただいた内容は以上でございます。まだまだ至らない部分、非常に雑駁な部分等がありますので、皆様のご批判等をいただければと思います。どうぞよろしく願いいたします。

~~~~~

【討 論】

○前田 松井先生、大変明快なご報告をいただきまして、どうもありがとうございます。

それでは、ただいまのご報告につきましてご質問、ご意見をよろしく願いいたします。

【デジタルデバイドの問題】

○前田 資料 26 ページのところで、松井先生は立法論として、会議体としての意味を考えるのであれば、バーチャルオンリー型で質問とか動議の機会を与えることは必ずしも必要ないのではないかというお話をなされました。このご提言の射程に関してお尋ねしたいのですけれども、ここでおっしゃったご提言は、バーチャルオンリー型で株主が質問に制約を受けるとか、あるいは株主提案が事前の提案に限られるとか、リアルな株主総会に比べて質問とか動議の機会に相当程度の制約がかかることも許容されるのではないかというご趣旨であるとお聞きしました。

そうしますと、いわゆるデジタルデバイドの弱者も、松井先生がお示しくくださった論理で対応することができるのでしょうか。つまり、デジタルデバイドの弱者は、特に手当てをしなければ、単に相当程度の制約がかかるというよりも、審議中の質問などもおよそできなくなるのですね。書面投票制度を使って議決権行使はできるかもしれませんが、およそ審議に参加できなくなってしまう。そういうデジタルデバイドの弱者保護についても、お示しくくださった論理で対応すれば済むのか、あるいは、デジタルデバイス弱者保護というのは少し特殊な問題があって、何か現実に審議に参加で

きるような手当てを別途考えないといけないのか、お考えをお教えいただければ幸いです。

○松井 ご指摘をありがとうございます。非常に重要な論点かと理解をしております。本日の議論は、かなり抽象化した議論ですので、デジタルデバイドの弱者の話がうまく拾い上げられていないところはあるかと思えます。ただ、基本的な考え方としては、本当に趣味で投資しているような零細な株主、例えば 100 株だけ持っていますとか、1,000 株だけ持っていますというような株主——恐らく高齢者の方が多いと思うのですが——そういった方について特段の配慮が必要かというのと、それはあまり配慮する必要はないのではないかと、という感じがしております。

つまり、無機能化している投資家であるので、そういう投資家であれば、それはデジタルデバイドの弱者かどうかということをお問はずある程度定型化して、総会への参与権は限定的でよいのではないかと考えています。

ただ、先生のご質問を伺っていて、例えばデジタルデバイドの弱者なのだけれども非常に大量の持分を持っている株主が出てきたときに、同じような議論で何も配慮しなくていいのかと言われると、これはなかなかデリケートな問題です。

例えば、先ほどバーチャルオンリー型とリアルは分けて解釈ができるのではないかという議論をした際、その後、バーチャルで特別な議論をすると、それはリアルにもはね返ってきて、同じように考えられるのではないかという議論をいたしました。要は、バーチャルとリアルの役割を分けておくということですが、より具体的には次のようなイメージです。まずリアルは、やはり従前どおりきちんと審議をする機会を与える。つまり、質問権や動議もフルセットで与えます。これに対してバーチャルは、バーチャルだからこそここは簡易化するわけです。このことを前提に、例えばデジタルデバイドの問題を抱えている多くの持分を持った株主がおり、この株主がきちんと審議をしたいという場合、例えばリアル株主総会開催権のような権利を少数株主に与えて、実際に開かせて

はどうか。もちろんこれを認めるとなると強力な権利となり、それによって何千万という費用を会社にかけるので、本当にそれでいいのかという批判は別途あるかと思いますが、そのような制度設計はあり得るのかなという感じがしています。むしろ、そうすると、相当な割合の持分を持っている株主でないと、そのような権利は認められないという感じはしています。

それで、リアルを開催した場合についてバーチャルと違う扱いをできるようにしておけば、ある程度、前田先生がおっしゃったような話には対応できるかなと思います。少数株主権にすることによって、株主のイニシアチブでそれを開かせるということもありますし、今はちょっと思いつきなのですが、ある会社がそういうデジタルデバイドの問題を非常に重要視している、特に個人投資家が多くて、しかも年齢層が非常に高いといったことが分かったときに、任意でやはりリアルを開いてハイブリッド型にするとか、そういった配慮をするということはあるかなとは思いました。

○前田 今お話にありましたリアル株主総会招集権という考え方は、立法論として非常に興味深いと思いました。

令和元年改正で株主総会資料の電子提供制度を導入したときの議論を見る限り、まだ今はデジタルデバイドの弱者を切り捨てるという議論にまでは進みにくい。そうすると、リアル株主総会招集権のようなものを考えざるを得ないのかなと思ったのですが、ただそうすると、実際にはハイブリッド型と大きく変わらなくなってしまうようにも思いました。どうもありがとうございました。

【株主総会プロセス論とバーチャル総会】

○船津 バーチャル総会を経済産業省が検討をし始めた際に、それまでプロセスを中心に検討していたものから突然違う議論が始まっているのではないかという松井先生の分析、問題提起はなるほどと思いました。

他方で、バーチャル総会をプロセスの中に無理

やり位置付けたらどうなるかということを考えてみた場合に、一つあり得るのが、機関投資家は当日の議決権だけではなくて、プロセスの中で1年間なり何か月なりを通じて意思形成をしていって議決権行使をしていくのだというようなことであるとすれば、当日は問題ではない。したがって、当日はできるだけ軽く済ませればいいのではないかな。だから、コストがかからないような、それこそデジタル・トランスフォーメーションのような発想で、会場コストの低減とかを含めてバーチャル総会のあり方の議論をしていこうという発想が一つあり得るのかなと思いました。

他方で、そこで少し気になりましたのが、そういう議論をしていったときに、全部バーチャルでやるということになると、極端な話、当日まで議決権行使を留保できるということでもある。仮に、バーチャル総会で事前に誰も議決権を行使していないとなると、バーチャル総会でこの議案について賛否を示してくださいという形で、実は当日の議論がものすごく大事になってきたりするのではないのでしょうか。そういうバーチャルオンリーのパラドックスといいますか、何かそういうものが生じてこないかなというのを、プロセスという観点から考えたときに少し感じましたので、そのあたりの松井先生のご意見をお聞かせいただければと思います。よろしくお願いします。

○松井 経済産業省の議論の流れのところでコメントをいただきまして、ありがとうございます。

まず、当日をできる限り軽くしていくというような考え方というのは、なるほど思いながら伺っていました。そうすると、確かに一応の説明がついていくのだなと思ったところです。ここは非常に参考になる議論です。

これと同時に思いましたのが、機関投資家、あるいは特に議決権行使助言会社がそうなのだと思いますが、バーチャルオンリー型を基本的に嫌がるのですね。ですので、機関投資家などが考えている考え方とバーチャルオンリー型の実際の動きとが今は若干ミスマッチを生じているので、私自身は、機関投資家との対話の議論と今のバーチャ

ル化の話というのは少し乖離しているのではないかと思ったりもしたのです。けれども、これは今、船津先生がおっしゃったような説明の中で理解が得られれば、また議論も変わっていくのかなと思った次第です。

船津先生が後段でおっしゃった、当日まで議決権が留保され、当日の議論が非常に実質化する可能性というのは、考えていなかったというのが正直なところです。ただ、リアルでやる場合に比べてその可能性が格段に上がるというのは、おっしゃるとおりだと思います。

そうだとすると、その場合、大株主である機関投資家など、実質的に会社に対するコミットメントのある人たちが議論に出てくるので、会議体の実質化してくるのですね。そうだとすると、私の考えから言いますと、そういった大株主が会議体に参加してくるという前提があるならば、総会の会議体としての意味は失われたいと思っています。

そうであれば、会社としてはバーチャルを使わない方がいいのですよね。今の話で言うと、バーチャル総会については、会議体性が形式化していることを前提にしてバーチャル特有の論理で動きましようという話なので、船津先生がおっしゃるとおり、実際に機関投資家などの議決権行使の動向が当日まで分からなくて、総会で会議をしたいということであれば、それはバーチャルではなくてリアルを開いた方がいい。要は、バーチャルというのは、そういう具体的な会議体としての機能することを前提にしない場として使いたいということなのです。

では、実際にどうするかというと、先ほどの前田先生とのやりとりにもつながってくるところがあるのですけれども、やはり会議体が会議体として機能する局面というのはリアルに残しておく。そのための招集権を株主に与えるか、会社が任意で開くかという形で解決するというのが一つの解決かなというふうには思っています。

その理由は、結局、会議体の形式化といった事情がないからなのです。

○船津 分かりました。ありがとうございます。

【株主に対する情報開示】

○久保 私もまだ考えがきれいにまとまっていない中で反射的に手を挙げてしまったので、きれいな質問になるかどうか分からないのですが、松井先生のお考えを押ししていくと、バーチャル総会であれ、あるいはリアル総会でもそうなるのかもしれないですが、当日の議論が余り重視されないというか形式化している中で、当日に質問を受けたり何なりということはあまり重視しないのだと。そこでもう決まっちゃっているじゃないかという話にはなっているのだらうと思うのですけれども、他方で、そういうふう当日の議論ができない、ほかの株主に対するアピールができないのだということになると、むしろ事前の情報開示の段階にどこまで株主が参加していけるのかということが非常に重要になってくるという話になるのではないかという気がするのですね。

つまり、今はとりあえず当日会議体があってその場で説得ができるのだから、そこで議論すればいいじゃないかという前提があって、事前の情報開示の際に、例えば株主の意見開示とかそういうことというのは、限られた範囲で株主提案をするときだけできるような形になっていると思うのですけれども、もしその議論の場をすっ飛ばすということになると、当日にできたはずのことをどこかで代替する機能というものを与えなきゃいけないのか、それとも、もう会議体じゃないのだから、それは別にいいのだと。会社が言ってきたことに対してイエス、ノーというのを出すのが株主総会の役割なのであって、議論するのは株主総会の役割じゃないのだということまで突き抜けていってしまうのか、そこはどうなるのでしょうかというのが私の疑問です。

ちょっと変な言い回しになっているかもしれませんが、そこはどのようにお考えなのかということをお教え願えたらと思います。

○松井 とてもよく分かる問題意識だと思います。どこからお答えしていいのかというのはあり

ますが、今、久保先生がおっしゃってくださったとおり、会議体であるがゆえに果たされている機能というのが一応ある。それは、まさに会議体で質問もできるし、一応フィクションですけれども、議論もできるし、場合によってはそれによって決議が影響を受けることだってあるかもしれない、ということです。

そのような機能があるゆえに、株主としてはその会議体を経てなされた会社の意思決定にきちんと従っていくのですと、こういう道筋になるのですけれども、仮にそれを事前の情報開示にスライドしていくと、その部分に先の機能が全部含まれなければいけないのではないかと。おそらく、このような問題提起をいただいたのではないかと理解をいたしました。

ここからは、おそらくもう一段議論しなければいけないと思っています。第1の考え方として、久保先生がおっしゃるとおり、会議体であれば、一応、その場で株主からのインプットがあって、それに対する会社からのアウトプットがあって、このような双方向性があるのです。これに対して、事前の情報開示だけになると、この双方向性がなくなるのですね。一方的な内容になる。ですので、これに対する回答としては、その事前の情報開示の段階でも、何らかの会社とのやりとりの機会をつくるという制度設計はひょっとしたらあるのかもしれませんが。例えば書面で質問を出したら、会社がホームページで公表しますといったことで、これは多分制度化することもできるし、任意にやることもできる。こういう形が一つかと思います。

第2の考え方は、もう少しシニカルな見方になるのですが、今までの前田先生や船津先生とのやりとりとも通ずるのですけれども、零細な株主との間でのやりとりというのは、そこまで会社にコストをかけてやらせる必要はないという話にして、基本は情報開示を充実させることで対応する。大株主であれば、個別にアクセスをして個別に情報をとることもできるので、そこは制度外の問題としてやってもらえばいい、ということがある。

私自身は、どちらかというと第2の考え方に近

いのです。ただ、久保先生の問題提起を伺っていて、任意の仕組みとして、ある程度会社に株主からインプットをして事前に情報を出させるという仕組みがないかといえば、ないこともないとは思った次第です。

答えが長くなって恐縮ですけれども、会議体をなくしていくという方向性をとる、あるいは会議体を形式化していく方向性をとるというときに念頭に置いていたのが、選挙の制度です。選挙というのは、まず、情報を候補者の側に出させて、投票者はその情報を頼りに投票していくわけです。むしろ実際には、選挙という制度はそれだけででき上がっているわけではなく、マスコミというサブシステムがあって、あるいは世論調査が実施されて、投票をする人と投票を受ける人の間のコミュニケーションの仕組みがいろいろなところにビルトインされています。そうだとすると、会社の場合もそうすることによって株主の意思決定が全うなものになるし、ガバナンスが評価されるというのであれば、そういうサブシステムみたいなものを入れる可能性はあるのかもしれないと思った次第です。

私もまだ可能性レベルのお話しかできないのですが、今の久保先生のご指摘、ご質問を伺って思ったことは以上です。どうもありがとうございます。

○久保 ありがとうございます。

【決議事項に応じた議論の可能性】

○伊藤 今日のご報告の資料の23ページあたりの話をもう一度私なりにまとめますと、松井先生のお考えというのは、会議体としての株主総会が要求される理由は、例えば反対派を拘束するための仕組みというふうに説明はされてきているのだけれど、少なくとも上場会社のような会社については、そういう説明はフィクションにすぎないというお考えなのかなと思います。そして、そういったことから、26ページにお書きになっているように、反対派を拘束することを正当化する仕組みとしては、情報開示を適切に行うことで足りる

のではないかということにお考えが進んでいるか
と思います。

つまり、情報開示を適切に行うのであれば、会
議体における発言の機会などはさほど保障しなく
てもいいし、多数決によって少数派を拘束するこ
とも許されるだろうという発想かと思いますが。確
かに、上場会社を念頭に置きますと、これは現実
に根差したご提案かと思いますが。

ただ、一つ私が気になりますのは、株主が意思
決定を行うべき事項というのは様々なものがあり
ますので、意思決定を行うべき事項の種類を問わ
ずにそのようなご提案で大丈夫なのかというところ
です。

今の会社法のシステムでは、私が申し上げたよ
うな問題意識というのは、例えば決議事項の重要
度や株主への影響の深刻さに応じて決議要件を変
えますとか、あるいは基礎的変更については更に
株式買取請求権を与えるということで対処されて
いるかと思いますが。そこで、松井先生がご提案さ
れるようなシステムを仮に採用するとして、多数
決に拘束される反対派を保護するための仕組みを
今より手厚くする必要はあると、松井先生はお考
えでしょうか。あるいは、そこは現状を変えなく
とも不都合は生じないと予想されますでしょうか。
○松井 非常に重要なご指摘で、難しいところ
かと思いますが。まだアイデアベースの議論なので、
詰めたところまできちんと説明できるかどうか分
からないのですが、私自身、総会が会議体である
ことに対する疑義を呈して、情報開示で対応しま
しょうといったとき、典型的に念頭に置いていた
のは、取締役の選解任の話なのですね。

もちろん念頭に置いているのは上場会社であっ
て、その経営事項を取締役に任せるということが
前提になっているわけですが、会社の経営
事項に関して基本的に株主はそうそう口を出すべ
きでもないし、出すことが好ましいとも思わない。
ですので、取締役の選解任というところに実は全
ての判断が集約していくのだと。そうだとしたら、
まさに取締役の評価に関する開示事項を充実させ
て、あとは選挙投票をしてくださいと。それによ

って、きちんと株主としては吟味をして判断して、
多数決で決めたらそれでいいでしょうという仕組
みなのです。

恐らく伊藤先生の問題提起は、会社の基礎的変
更のような重要事項、あるいはそこまでいかない
までも、かなり株主に慎重な判断を求めなければ
いけないような事項、例えば役員報酬などについ
てどう考えるかというところかと思いますが。

まず、以上に挙げた2つの例で言うと、例えば
役員報酬に関しては、ある程度は開示でいくべき
だろうと思っています。それは前提として、株主
の判断というのは、ある種の形式的承認、お墨付
きを与えるという意味はあったとしても、実質的
な判断はやはりできないと思っているからです。

他方で、会社の基礎的な変更にあたるような事
項というのが実は非常に難しいところです。ここ
は、買取請求権が入っている点の一つ大きなポイ
ントだと思います。これは、皆様には釈迦に説法
ですけれども、大昔、19世紀に、まだ基礎的変更
が株主の全員一致でしかやれなかった時代、買取
請求権というのは、この株主の全員一致を外すた
めにでき上がった制度であるわけです。だから、
多数決と買取請求権という制度は親和性が高く、
この制度の使い方というのは、株主を拘束する際
の一つの理由付けにはなるかと思いますが。

先生のご質問に対して言えば、さっきのサブシ
ステムのような話になりますが、どうしても提案
に反対であるし、反対であるがゆえにこれに拘束
されることは正当化できないという株主につい
ては、退出権を与えて経済的な利益を保証すること
によって、それで対応するというのはいちあり得
るかと思いますが。何らかのそういうサブシステム、
補完的な制度をつくるということはあるかな、と
思っています。

そのほかに何か合理的な補完的な制度があるか
という、今すぐには思い浮かびませんので、ひと
まず以上でお答えとさせていただければと思い
ます。

○伊藤 どうもありがとうございます。

【バーチャル総会とリアル総会との関係】

○飯田 3つぐらい簡単な質問をさせていただければと思います。

1点目は、上場会社の場合はフィクションなのではないかという今の伊藤先生とのやりとりは、まさにそうだと思ったのですが、昨今の例の関西スーパーの件のような、1人の投票行動で結論が変わることは極めて例外的な場面ではあるとは思いますが。松井先生のお考えでは、そういう例外的なことは無視していいという話になるのか、それとも何か別の仕掛けを考慮しておく必要があるのかについてはいかがでしょうか。

○松井 おっしゃるとおりで、今回の説明自体、かなり抽象化された話をしておりまして、上場会社を一般的に対象にしています。あるいは会社法的に言えば、取締役会設置会社であって有報提出会社であれば、という話になり、一般的にはそれで議論を進められると思います。

ただ、キャスティングボードを握っているような株主がいるとか、あるいは先ほどの伊藤先生の話とも関係してくるのかもしれませんが、案件によって株主の重要な判断を仰がなければいけないときに、バーチャルではない場を用意しておく。株主がきちんと対面でコミットできるような場があることによって、その判断も正当化されるという議論はあるかもしれません。

そうしますとなおのこと、リアルを全部なくしてしまって、バーチャルだけで形式化された世界ですというのは多分考えにくい。そういう特殊な局面においては、ちゃんとリアルの開催権が担保されるような仕組みが必要だと。それは少数株主権にするのか、伊藤先生のご質問のときには答え切れなかった、特殊な案件のときには必ずリアルを開きますという形にするのか、それは何らかの制度的な手当てを考える場合があるのだろうというふうにと考えた次第です。

【株主による会社意思決定のあり方】

○飯田 2点目に、レジュメの18ページで、会議体を開かない形で会社意思決定事項を株主が

決める例として、会社訴訟の例を出していただいたと思うのですが、ほかにも、そもそも議決権行使書面制度というのは、ある意味会議体をやらなくても論理的には意思決定できるという制度だと思えますし、また最近の例で言えば、公開買付けとかで2段階買収をしていくというようなときであれば、ゴーイングプライベートをすとか支配権を移転するということを事実上公開買付けの成否で決しているわけなので、会社法上の決定事項ではありませんけれども、株主の総意を反映させるメカニズムとしてそういった仕組みもあったのですが、そういうのも先生の整理で言うところの18ページあたりの話で含まれてくることになりそうですでしょうか。

要するに、会社法ないしは裁判所も含めて、必ず会議体を開かないと株主の意思決定とは呼ばないという発想は必ずしもとっていないようにも思ったところでありまして、そのあたり、もしご感触があれば伺いたいというのが2点目ですが、いかがでしょうか。

○松井 どんどん難しい球が飛んできて、なるほどと思って伺ったのですが、議決権行使書面に関して言えば、それ自体は基本的に多数決を前提にしている話でありますし、株主総会の議決権の行使方法の選択肢なので、18ページで言うと多数決の話になるのだと思います。しかも会議体があることが前提になっているので、このような説明でいけるのかなと思っています。

これに対して、公開買付けの話はなるほどと思いつながら伺っておりました。お答えになるかどうか分からないのですが、恐らく説明としては2つあるかと思います。まず、公開買付け自体は議決権を集めるプロセスですので、18ページとの関連で言うと、多数決の方法によるという制度を前提にして、多数を獲得するためのプロセスなのだという事になると思います。ですので、ここの全員一致なのか、多数決なのか、単独でイニシアチブをとれるのかというようなことで言えば、多数決が進められることを前提として、その前段階のプロセスなのだろうと考えました。

ただ、ここから先が飯田先生のお話を伺ってなるほどと思ったところなのですが、そうは言っても、公開買付けに必ずしも、ある種の判断事項が事実上決まるのです。そうであるがゆえに、日本の場合であれば、そこに金商法が手を伸ばして行って、プロセスを規律していると理解できるかもしれません。ただ、この部分の制度の作り方はいろいろあって、例えば裁判所の判断を一回挟むという仕組みを作るとしてもいいでしょう。しかし、それだと制度が事実上動かなくなってしまうので、ある種の市場規制的な観点からそこをコントロールするというのが、多分アメリカであったり、日本であったりの考え方なのだろうなと思いました。

ヨーロッパなどでは、経済的な価値の保証みたいなところに裁判所が入ってきたりもしますので、多分いろいろな制度の作り方はあると思いますが、いずれにしても、今飯田先生がおっしゃったような話で言えば、事実上株主の意思決定がなされてしまうがゆえに市場規制が置かれていて、それによって意思決定の公正さを担保しているのだと説明ができるかと思いました。

もうちょっと私も詰めて考えたいと思います。非常に興味深いご示唆をありがとうございます。

【株主の質問権の位置づけ】

○飯田 最後に、質問権の位置付けとして、事実上これがある種一般株主のエンゲージメントの唯一の機会だというような捉え方を考える考え方もあり得るのかなと思います。つまり、普通は機関投資家とかの株主とだけ経営者は会うわけですが、株主総会は少なくとも年に1回開かれ、対面でやりとりできます。しかも、それは持株数に応じずに、誰でも質問できるという機会なので、それはもう意思決定の在り方とかと全然関係のない次元として、事実上そういう機能を果たしているというような見方もあるのかなと思ったのですが、そういうことに対する先生のお考えを伺えればと思います。別の形で質問のやりとりの場を確保すべきだということをおっしゃっていると思

ったので、既にご回答済みかとも思いますけれども、そのあたりを改めて伺えればと思います。

○松井 3点目にご質問をいただいた点は、恐らく以前から言われているところかと思いますが、幾つかご回答できることがあるかと思うのですが、一つは、先ほど久保先生とのやりとりで申し上げました通り、仮にそこが非常に重要な要素であるということであれば、例えば会議体の部分を形式化したときには、別の仕組みで補完をしていくという話になるのかもしれませんが。私自身は実はそう思っていないのですけれども、それはあり得る議論だと思います。

もう一つの考え方は、私自身、随分前から疑問に思っているのですけれども、株主とのやりとり、コミットメント、エンゲージメントの機会であるというのは、そうであるとしてもそのハンドリングを会社が間違えてしまうと、例えば説明義務違反という評価をなされて、それによって総会決議そのものが取り消されてしまうという、こういうエンフォースメントになっているわけです。これは非常に厳しくて、そうであるがゆえに、株主には不相当に強い交渉権が与えられていて、会社からするとそこは非常に防御的に反応しなければならない。そこに疑問があったのです。

株主とのエンゲージメントが大事であると考えた会社は、コロナ以前、総会の後に懇親会を開いたりしていました。このエンゲージメントは、そういったもので幾らでも代替できるのです。ですので、株主のエンゲージメントを重要視する会社は、総会決議取消しという強いエンフォースメントを与えない限りで幾らでもエンゲージメントをやればいいし、それは恐らく個人株主育成策みたいな文脈でやればいいというふうに私は思っています。

逆に、うちはそういうことは考えていないという会社は、それはそれで放っておけばよくて、株主に見放されてしまえばそれまでですし、配当をたくさん配って株主をつなぎ止めるでもいいですし、そこは会社の裁量に任せるのが良いのではないかと、というのが個人的な感触です。いささか冷たい立

場になってしまうのですけれども、私の感触は以上でございます。

○飯田 どうもありがとうございました。

【バーチャルオンリー型採用に関する定款変更】

○北村 非常に深遠なご検討を拝聴しまして、非常に勉強になりました。どうもありがとうございました。

報告資料の30ページ、それから26ページでもおっしゃっていることですが、バーチャルオンリー型の場合は、産競法では定款変更が必要であるということについてお伺いします。定款変更でバーチャルオンリー型を採用した時点で、例えば事前の質問受け付け、総会後の回答等も許されるという立法論を考えてもよいかもしれない、と述べておられます。この立法論というのはどういうものなのか、少し詳しくお聞きしたいと思いました。

というのは、現在バーチャルオンリー型の定款変更自体、途中で言及されましたように、議決権行使助言会社は推奨しないということです。それはバーチャルオンリー型が株主の権利を制限するからというのが理由ですが、松井先生ご主張の内容を定款変更の中に盛り込んでしまうと、実務としてはますますバーチャルオンリー型採用の定款変更はやりにくいという問題が生じるのではないのでしょうか。

あるいは、この立法論のもとでの定款変更というのは2段階あって、株主の権利は制限しないでリアルをバーチャルオンリーにするだけの定款変更と、それに加えて株主の権利を制限する内容の定款変更をするのと、どちらでも選択できるということをお考えなのかもしれません。

そのように2段階で考えるのであれば、リアル株主総会だって、定款変更をすれば株主の権利を制限できるという方向に行きそうなのですが、このあたりはどのようにお考えでしょうか。

○松井 私自身、整理が行き届いていなかった点を北村先生に整理していただいた感じがいたしまして、本当に感謝申し上げます。

まず、前者の話で、定款変更で株主の権利を制

限するというの意味合い、それからそれが2段階考えられるのではないかという話についてですけれども、そこは本当におっしゃるとおりです。

バーチャルオンリー型総会をもっと普及させたいというときに、バーチャルオンリー型を株主の権利をある程度制限できるようなものとして設定する。しかし、その際に定款変更を必ず入れさせるということになると、実は利用を抑制する効果が発生し得るというのは、おっしゃるとおりだろうと思います。

ですので、本当にこれをやろうと思ったら、バーチャルオンリー型をデフォルトルールにしておいて、バーチャルオンリーから外れるときに何らかの手当てをする、例えば少数株主権でも何でもいいのですけれども、そういう形にしておかないといけないだろうということはあります。ただ、そこまで割り切ってしまうと、恐らく先ほどの理論的な説明というのがクリアできないだろうという感じもしてまして、定款変更という、今産競法が持っている仕組みを手がかりに考えてみたというところがあります。

ですので、実際に定款変更ができるのは、例えば機関投資家の反対が強くない会社でありますとか、ベンチャー企業などでオーナーがいて、ある程度フットワークの軽い会社になっていくのだろうとは思っている次第です。

2点目の、リアルの場合も定款変更があればできるのではないかというのは、結論から言うとおっしゃるとおりです。私は、このバーチャルで行っている議論は、巡り巡ってリアルに返ってくるのではないかというのは、途中で少し申し上げたところですが、あるのだろうと思っています。

ただ、本日皆様と議論させていただいて改めて感じたのですが、リアルはリアルで残しておかないと、対応できない場合というのも恐らく多々ある。そうだとすると、やはりバーチャルは、バーチャルを選択して非常に軽装備でいけるような場合を想定する。そして、株主構成であったり案件の特殊性があつたりして、会議体を開くことが妥当な場合、すなわち実質的な議論ができるような

場合というのがあるので、そういうときにはリアルを残しておく。そうすると、リアルについて定款変更して制限ができてしまうような仕組みというのは、実際に定款変更ができるかどうか分かりませんが、制度としてはあえてそれを用意しなくてもいいのかもしれないと思った次第です。

ただ、非常に重たい問題でもあるので、もう少し考えさせていただければと思います。貴重なご質問、ご意見ありがとうございます。

○北村 どうもありがとうございます。

【バーチャル総会と総会検査役】

○梅本 松井先生のご報告、大変興味深くお聞きしておりました。常日頃、上場会社の株主総会のセレモニーの意義は一体どれくらいあるのだろうかと考えていたものですから、先生の思い切ったというか、かなり割り切ったご提案は、とても説得的なものとお聞きしておりました。

私の質問させていただく内容は、これまでのような本質的な質問ではなくて、申し訳ないですがすごく瑣末な話です。ご承知のように、賛否の拮抗した株主総会では、総会検査役が選任されるのが通例です。関西スーパーの件では、総会検査役の報告書が途中で修正されましたが、検査役の報告書は総会の現場で何が起きたかを記す客観的かつ信頼できる記録で、その後の裁判などでも重要な資料とされることもあり、大きな注目を浴びておりました。ところで、バーチャル空間に株主総会が移るとなると、総会検査役の行う仕事・担うべき役割というのは、どうなるのでしょうか。全く意味がなくなるわけではないのでしょうかけれども、電磁的な記録として保存される側面が多いと思われれますので、リアルに比べるとあまり大きな意味はなくなるのかなとぼんやりと思ったのです。これについて、先生のお考えをお聞かせいただければ幸いです。

○松井 総会検査役の問題は、私も考えることがあって、今回、梅本先生からご指摘をいただいて、改めてそこは大事なのだなと思った次第です。

まず、バーチャルオンリー型になったときに、

議決権のカウントがある程度システム化されてしまえば、先生がおっしゃるとおり、リアルの場合に比べれば、総会検査役の仕事は軽減されるだろうと。ただ、委任状と書面投票はどうしても残るでしょうから、あくまでも現在と比較して相対的に楽になるのだろうと思いました。

また、ここからはご質問いただいているところまで私の考えを述べることになって申し訳ないのですが、仮に完全書面投票制度のようなものができたらどうなるかと昔考えたことがあります。そうすると、議決権行使が全く会社の中でブラックボックス化するように思いました。

これは裏返して言うと、会議体の一つの機能として、議決権行使のプロセスが見える、ということがあるということです。つまり、会議体を開けば——それはリアルでもバーチャルであってもですが——一応、株主がそこにおいて、投票をする瞬間がある。皆さんよいでしょうかと聞いて拍手をするような機会があれば、議決権行使がなされたということが見えるわけです。書面投票とか委任状とかは、どちらにせよ会社がカウントするのですけれども、少なくとも議決権行使の機会があったことは、ある程度プロセスとして見えるようになる。ところが、書面投票になるとその機会がなくなるので、果たして会社に全て任せてしまっただけよいか、ということを考えてことがあります。

先ほどの久保先生のご質問に対するお答えのときだったでしょうか、私としては、選挙をモデルとして考えているということをお申しましたけれども、選挙のときには、やはり選挙の公正さを担保する仕組みというのがあります。選挙管理委員会という形で各都道府県におかれているわけです。完全書面投票になると、同じものが株主総会の場合も必要になってしまうのではないかと。総会検査役を必ず置かなければならないと思ったりしたこともあります。ですので、総会検査役の位置付けというのは、総会のありようによって変わる可能性があり、梅本先生がおっしゃったように、バーチャルになったときには多少軽減されたりする可

能性もあるでしょうし、バーチャルの会議体すらなくなったら、また非常に重みが出てきたりもするかもしれません。いずれにしても総会検査役の制度は、サブシステムを考えるとときには避けては通れない問題かなというふうに思っている次第です。

○梅本 ありがとうございます。

【情報開示及び勧告的決議の問題】

○行澤 大変興味深いご報告をありがとうございます。

私が質問申し上げたいのはレジュメの 30 ページですが、そのご趣旨は、リアルの場合に比べてバーチャルオンリーの場合は質問権の扱いについてより軽くていいということをおっしゃっているのかなと思いました。ただ、そこで書かれていることを見ますと、リアルであっても、合理性の基準から質問権というものに一定の制約を課すことができるのではないかと思います。

つまり、リアルであるかバーチャルであるかにかかわらず、いずれにしても同じ合理性の基準の下で、一定の場合に濫用的な質問権の行使とか、過剰な質問権の行使とかを規制できるのではないのかということです。

そこで質問なのですが、先生は、リアルの場合に比べてバーチャルの方が合理性の基準も低下するとか、あるいはバーチャルの場合は、そもそも質問権そのものが保障されているという発想が要らないのだということを提案されているのでしょうか。これが一点です。

それともう一点が、それに関連しまして、松井先生のご見解によりますと、事前の情報開示が充実していれば、当日の質問権の保障とかはそんなに重要視しなくてもいいのではないのかということでした。しかし、情報開示となりますと、特に経営者側と株主側が潜在的に利益相反に立つような場合には、やはり情報開示といっても、完全な、つまり株主にとって必要十分な情報が提供されるとは限らない。そのような場合に、質問権が補完的な役割を果たすのではないのかというふうに思い

ました。

更に言うと、機関投資家が総会以外のところで質問すればいいじゃないかということになるのですけれども、それほど会社経営にコミットメントしていない個人株主等からすると、やはり総会の場で機関投資家等に質問をしてもらうことによって初めて、「あっ、そういう問題があるのか」、「こういう点が情報開示に欠落しているかもしれない」などということに気づく、それでひよっとしたら意思決定を変えるかもしれないという、そういう情報開示の補完的な機能があり得るだろう。そしてそれは、リアルであるから、もしくはバーチャルであるからといって、取り扱いを変えていいということにはならないのではないのか、という点が第2点です。

第3点は、補足的に少しお聞きしたいと思ったのですけれども、昨今のように株主総会で勧告的な決議ということが結構利用されていて、それが重要な、例えば買収防衛策の採択の正当化理由に用いられるというような場合に、勧告的決議なんかは、それだから軽装備のバーチャル総会でやっていいのだというふうになるのか、それとも、そういう利用のされ方からすると、やはりリアルが望ましい、あるいはバーチャルであっても、リアルと同等の権利を株主に保障していかないといけないのか、どのようにお考えなのかということです。

多岐にわたりましたけれども、よろしくお願います。

○松井 いずれも非常に興味深いご質問、そして重要な点をご指摘いただき、ありがとうございます。

まず1点目ですけれども、合理的な範囲で質問等の制限がかけられるのではないのか、それは実はリアルとバーチャルオンリーとの間で何らかの差がないのではないのかというご趣旨だったかと思いますが、基本は私も先生のおっしゃるとおりだと考えています。

30 ページの書き方がやや分かりにくくなっているところがあり、申し訳ないのですが、考え方と

しては、リアルでなされている解釈論はバーチャルの場合でも妥当するはずです。ですので、仮にバーチャルになって濫用的な質問が増えたりしたときには、合理的な範囲内で制限はできるだろうということで考えています。

その先、例えば事前に質問を受け付けたものだけ答えますとか、あるいは総会後に答えます、といった話になってくると、これは恐らく質問権の意味そのものを変えていかなければいけないかと思っております。先ほど北村先生とのやりとりにもあったのですけれども、株主にあらかじめその了解をしておいてもらうプロセス、すなわち定款変更等のプロセスがどうしても入ってこないとやれないだろうと思っております。1点目については、基本的に行澤先生のおっしゃるご趣旨に、私も同感です。

2点目ですが、事前の情報開示と実際に会議体の場で質問してもらうことによって中小の株主に与える影響の点は、私もなるほどと思ながら伺っておりました。ただ、ある議案について判断するのに必要な情報というのは、一義的に決まるわけではないにしても、一応、このレベルまでの情報が開示されていれば判断できますというところで開示させれば、もうそれで足りるのだ、という考え方はあるかと思っております。

ですので、質問をしてやりとりをすることによって初めて出てくるような情報というのがあったとしても、それは議決権行使のうえではあくまでも補完的であって、必要不可欠なものではないという前提なのです。ただ、これは頭だけで考えているところもあって、行澤先生がおっしゃったような場合が全くないかと言われると、多分ないこともないだろうという感じがします。

例えば、先ほど取締役の選解任が非常に重要な要素になるという話を伊藤先生との間でしましたけれども、その取締役としての適性を判断するための情報というのは多岐にわたると思うのです。そうしますと、行澤先生がおっしゃるとおりで、質問をすることによって出てきた情報が、実はある種の株主にとっては非常に重要な意味を持って

くるということはあると思うのですね。

そうだとすると、幾つか仕組みはあるのですが、例えば事前の情報開示をしたときに、何らかの付加的な情報を出させるような仕組みをつくるかどうか。これは久保先生とのやりとりで出てきたことです。あるいは、デリケートな案件のときには、リアル総会を開かせて質問の機会をフルで与えるとか、多分幾つかの方策はあるのかなとは思いました。

ただ、簡単にリアル総会を開けばいいではないかという話をすると、バーチャルを進めていこうという話と矛盾してしまうので、あまり軽々に話してはいけないなと今日は何度も話しているのですけれども（笑）、行澤先生の先ほどのご指摘に対しては、そのようなことを考えたりもしたところです。

最後の3点目、勧告的決議のところは、この前の東芝の例を見るまでもなく、非常に論争の対象となることが多いのでなかなか難しいのですが、ここに関して言えば、私は結構冷めているところがございます。要は、勧告的決議を採りたいときというのは会社がそれを採りたいわけなので、会社が決めればいい。さらっとこれを採りたいのならバーチャルを使えばいいですし、対面できちんと議論をして、そのようなプロセスを経たことを会社が残したいのならリアルを開けばいい。結局それは、経営判断の問題かな、と思っております。

大変貴重なご指摘、ありがとうございます。

○行澤 どうもありがとうございました。勉強になりました。

○前田 それでは、まだご質問があるかもしれませんが、時間になりましたので、これで今月の研究会は閉会とさせていただきます。

松井先生、大変貴重なご報告をいただきまして、どうもありがとうございました。

○松井 こちらこそ、貴重な機会をありがとうございました。

バーチャル株主総会 （産業競争力強化法改正を含む）（2） －理論的・法的論点の検討－

2022.3.25

立教大学 松井秀征

1 はじめに

▶ 課題の設定

現在のわが国では、バーチャル総会をめぐる議論が盛んになされており、その実際の開催が実務的にも必要であり、また重要性が論じられている状況にある

- ① 以上のような状況の下では、法的に許容され、実際に開催されるバーチャル総会（それがハイブリッド型バーチャル株主総会〔参加型・出席型を問わず〕であるか、あるいはバーチャルオンリー型株主総会であるかはひとまず問わない）について、個別に生じる法律上の解釈問題について、一定の解を与えることが求められる

（バーチャル総会における動議や質問に関する扱いをどうするか、あるいは通信障害が生じたときにどうするか、といった点に関する法的な問題を議論するのはこちらの問題）

1 はじめに

▶ 課題の設定

- ② 他方で、個別の解釈問題を考えるにあたっては、バーチャル総会なるもの、ひいては株主総会なるものの理論的な位置づけが与えられないことにはうまく解を導けない可能性があり、バーチャル総会ないし株主総会をめぐる議論を理論的に進化させることも求められている

(たとえば、動議や質問に対する制約を課すことが可能か、という問題は、株主総会という「会議」を開催することの意味を問うている面があり、そうすると株主総会が会議体であることの理論的な意味が問われることにもなる。あるいは、通信障害の時の対応を考えた場合、総会の瑕疵とは何を想定しているのか、あるいはその瑕疵を争う方法が取消しの訴え等の方法によるべきことになっている点をどう評価するか、が問題になる)

3

1 はじめに

▶ 課題の設定

バーチャル総会に関する個別の解釈問題（①の課題）、及び個別の解釈問題を考えるにあたっての理論的な基礎づけに関する問題（②の課題）を考えるにあたっては、現在のわが国のバーチャル総会に関する議論がどういう文脈でなされているかを踏まえておく必要もある

→たとえばコロナ対応という文脈で考えるならば、それはある程度特殊な緊急的事情でなされる解釈問題となるし、株主総会制度に関するそもそもの理論的な基礎づけはある程度後掲に退くことにもなりそうである

→他方で、より一般的にバーチャル総会の必要性や重要性を認識したうえで上記問題が論じられるのであれば、やはり解釈論はその文脈でなされるべきであるし、理論的な基礎づけもコロナの文脈から切り離されて一般的になされるべきであろう

※バーチャル総会に関する議論の変遷を確認し、わが国における当該議論の位置づけを確認しておく必要がある

4

2 バーチャル総会をめぐる議論の変遷

▶ ① バーチャル総会の許容性に関する議論

バーチャル総会が可能かどうかという議論が、理論的ないし実務的に認識されるようになった端緒は、インターネットの普及が急速に進み、高度情報化社会への対応が課題となった2000年前後から

→当時のわが国では、分野を問わず上記の対応が進められ、企業組織及び活動の面においては、平成13（2001）年11月（法律第128号）の改正において会社関係書類の電子化、及び計算書類のウェブ公開という形をとった

→他方で、物理的な株主総会を電子株主総会に置き換えるという議論は、技術的な問題のほか、この当時にそれを可能とする理論的な蓄積もなく、その結果、当時の招集地の規定（平成17年改正前商法233条）などを根拠に電子株主総会は許容されないとの結論が採られた

5

2 バーチャル総会をめぐる議論の変遷

▶ ① バーチャル総会の許容性に関する議論

ただし理論的には、当時の学界で検討が進められ、岩村充＝神田秀樹編『電子株主総会の研究』（弘文堂、2003年）として結実した研究成果がある

→株主総会を完全に電子化するとした場合、物理的な総会と同等の条件が技術的に可能であることがその許容性の前提とされていた

→また、この当時から、株主総会への「出席」をどのように考えるか（議場がない場合に何をもって出席（参加）、退出とするかの問題）、あるいは株主によって出される質問や動議にどのように対応するかということが問題とされていた

6

2 バーチャル総会をめぐる議論の変遷

▶ ① バーチャル総会の許容性に関する議論

この当時の議論の中には、株主総会の会議体性に関するいくつかの前提が隠されているのではないかと（そして、この前提は大なり小なり現在の議論にも引き継がれているのではないかと）。

- 株主総会が電子化（バーチャル化）される場合、それは物理的な（リアルの）株主総会でなされるものがそのまま引き継がれるべきであるとの前提
- したがって、物理的な株主総会で可能となっている質問や動議については、電子株主総会の場合でも同等に確保されるべきだとの前提
- （おそらくは）株主総会における意思決定が会議体のプロセスを経てなされるのが当然であるとの前提

7

2 バーチャル総会をめぐる議論の変遷

▶ ② 株主総会プロセスの見直しに関する議論

その後、株主総会の電子化に関する議論は表立ってなされることはなくなり、再び議論の対象として上ってくるのは、2010年代の半ばごろから

- わが国上場会社における機関投資家の株式保有割合が上昇し、その影響力が強まる中、定時株主総会に向けたプロセスの中で、会社と機関投資家とが対話することを目指す方向性が示される
 - 投資家において議案等の吟味の時間を確保するためには、株主総会関係書類の書面を電子化することが必要だとの認識が示された
- （企業の持続的な成長を促す観点からは、幅広い機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすべきだ、との当時の議論の方向性と軌を一にしている〔日本版スチュワードシップコード（2014年2月26日策定）〕

8

2 バーチャル総会をめぐる議論の変遷

▶ ② 株主総会プロセスの見直しに関する議論

経済産業省において2014年以降に進められた株主総会関係書類の電子化に向けた動きは、最終的に令和元（2019）年会社法改正に結実

→株主総会関係書類の電子化に関する議論が一段落した後、経済産業省においては、株主総会の電子化・IT化をその議事運営の局面に拡大するという議論に展開

→経済産業省における「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会」（2019年8月～）の検討結果が、経済産業省『ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド』（2020年2月26日策定）につながる

9

2 バーチャル総会をめぐる議論の変遷

▶ ② 株主総会プロセスの見直しに関する議論

株主総会プロセスの見直しに関する議論からバーチャル株主総会の議論に向けての展開で共通する視点は「株主総会の電子化」

→ただし、株主総会プロセスの見直しに関する議論は、機関投資家の会社ガバナンスへのコミットメントの観点からなされており、その目的は書類の電子化による情報開示の充実と判断のための時間の確保にあった

→株主総会当日の議事それ自体を電子化するとの話は、当初の株主総会プロセスの見直しで想定していた目的からは離れている面があるのではないかと（前ページに示した研究会に先立つ、経済産業省『さらなる対話型株主総会プロセスに向けた中長期的課題に関する勉強会 とりまとめ～ハイブリッド型バーチャル株主総会に関する論点整理』（2019年5月）では、株主総会当日の会議体の役割を議論している）

10

2 バーチャル総会をめぐる議論の変遷

▶ ② 株主総会プロセスの見直しに関する議論

経済産業省で株主総会プロセスの見直しに関する議論から出発し、「株主総会の電子化」という共通項で進められた株主総会当日の議事それ自体の電子化の議論は、わが国の株主総会における会議体性そのものを正面から問う議論に「変化」している

→機関投資家の会社ガバナンスへのコミットメントという文脈からは、切り離された議論になっている

→株主総会当日の議事を電子化するとの方向性を置くことで、純粋に株主総会の会議体としての意義を改めて問い直している。それは同時に、平成13年商法改正当時にはできなかった株主総会そのものの電子化の議論を改めて行っているという側面がある

11

2 バーチャル総会をめぐる議論の変遷

▶ ③ コロナ禍にともなう状況の変化

経済産業省『ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド』が公表されて間もなく生じた新型コロナウイルス感染症の拡大の問題

→当該ガイドにおいては、ハイブリッド型バーチャル株主総会を主に念頭に置いており、バーチャルオンリー型株主総会については、中長期的な課題としての位置づけが与えられていたが、コロナ禍により後者の検討をすべき必要性が生じることとなる

→他方でハイブリッド型バーチャル株主総会であれ、2019年以降、バーチャル株主総会に関する実務的、理論的な議論が深化していたこともあり、バーチャルオンリー型株主総会に関する制度設計を論ずる素地が整っていたともいえる

12

2 バーチャル総会をめぐる議論の変遷

▶ ③ コロナ禍にともなう状況の変化

バーチャルオンリー型株主総会に関する議論が展開する中で、その位置づけに関しては明確に従前の株主総会プロセス論から先に進んだことが伺える

(例) 『成長戦略フォローアップ』（2020（令和2）年7月17日閣議決定）

「vi）コーポレート・ガバナンス改革の推進

（中略）2020年2月に実施ガイドが示されたハイブリッド型バーチャル株主総会の実務への浸透の推進に加え、バーチャルオンリー型株主総会を含む株主総会プロセスにおける電子的手段の更なる活用の在り方、情報開示の充実のための方策など新たな株主総会の在り方について検討を行い、2020年度中に一定の結論を得る」

13

2 バーチャル総会をめぐる議論の変遷

▶ ③ コロナ禍にともなう状況の変化

(例) 「成長戦略ワーキング・グループの当面の審議事項について」

（規制改革推進会議に設置された当該WGにおける第1回（2020（令和2）年10月12日）資料より）

「1. 運営の基本方針

成長戦略を実現する観点から、現下の新型コロナウイルス感染症への対応を阻害する規制・制度の見直しを断行する。また、ポストコロナ時代のデジタル・トランスフォーメーションを見据え、分野横断的かつ効果の大きい規制・制度改革に取り組む。」

※なお、バーチャルオンリー型株主総会については、当該WG第2回（同月20日）において取り扱われ、法改正に向けた動きが求められるに至っている。

14

2 バーチャル総会をめぐる議論の変遷

▶ ③ コロナ禍にともなう状況の変化

産業競争力強化法改正による「場所の定めのない株主総会」の許容（同法66条）により、「株主総会の活性化・効率化・円滑化」につながる、との理解
 →遠隔地に存する株主や多忙な株主等を含む多くの株主が出席しやすくなる
 →物理的な会場の確保が不要なため、運営コストの低減、臨時株主総会を含む株主総会の機動的な開催の実現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、感染症のリスクの低減を図ることができる

（白岩直樹「産業競争力強化法に基づく場所の定めのない株主総会（バーチャルオンリー型株主総会）に関する制度の解説」商事2269号5頁（2021年））

15

2 バーチャル総会をめぐる議論の変遷

▶ ④ まとめ

- 1) 2000年ごろの高度情報化社会への対応という段階では、総会の議事そのものを電子化するという議論は、当時の理論的な蓄積を欠いた状況では行うことができなかった（そのこともあって、学界で若干の議論がなされるに至った）
- 2) 2010年代半ばからの株主総会プロセスの電子化の議論がなされた段階では、基本的に株主総会関係書類の電子化（それにより機関投資家の会社ガバナンスへのコミットメントを高めること）が想定されていたため、総会の議事そのものの電子化の議論が中心的な目的ではなかったが、前者の議論が一段落した後、電子化の拡大という観点に議論が転換し、後者の議論が展開するに至った

16

2 バーチャル総会をめぐる議論の変遷

▶ ④ まとめ

3) 総会の議事それ自体の電子化という議論は、コロナ禍を経て必要性が明確化する中で、デジタル化の推進（DX）という改めての方向付けが与えられて、制度的な対応に至っている

→2000年ごろにはその必要性も明確ではなく、また議論の蓄積がなかったために検討が深まらなかったバーチャル総会（当時の用語では「電子株主総会」）について、コロナという喫緊の必要性和2010年代中頃からの株主総会に関する議論（とりわけその電子化の範囲を拡大する議論）が積極化する中で理論的な蓄積が積み重なって現在に至っている、と言えるのではないかと

17

3 バーチャル総会の理論的基礎

▶ 1 バーチャル総会を論ずるにあたっての前提

意思決定機関である株主総会については、「何」を決定するのかという問題と、それを「どう」決定するのかという問題がある

→端的に言えば、前者が株主総会の権限の話（いわゆる権限分配論。「組織体としての株主総会」の話）であり、後者が株主総会の会議体の話（「会議体としての株主総会」の話）である

→会社意思決定事項を「株主が決める」という場合、その方法は1つではなく、株主全員の同意をとっても良いし（会社法319条1項、424条等参照）、株主の多数決によってもよい（会社法309条1～4項）。ただし、多数決の方法によるならば、「株主総会の決議」という方法をとる必要があり、会議体のプロセスを経ることが要求される

→広い意味で言えば、各種会社訴訟の提起も会社意思決定事項を株主が決める側面があるが、単独でも提起できるので、裁判所の判断が必要であるし、逆に裁判所の判断という担保があるから単独で提起できるといえるのかもしれない

18

3 バーチャル総会の理論的基礎

▶ 1 バーチャル総会を論ずるにあたっての前提

会社意思決定事項を株主が決めるべきだとされた場合に、それが多数決でなされることの意味

→株主が会社の「所有」者なのであれば、会社の持分を持っている株主は、その会社の意思決定事項を自ら差配できるはずである。そうなると、会社意思決定事項は究極的には全員一致（総株主の同意）でなければ決定できないことになる

→会社意思決定事項を全員一致とした場合にはおよそ会社の意思決定ができないことになるから（各株主に拒否権が発生する）、日常的な会社意思決定を行う経営者の選出についても、重要な会社意思決定事項についても、多数決によってこれを行うことができることとし、それによって反対する株主も拘束できるものとしている

19

3 バーチャル総会の理論的基礎

▶ 1 バーチャル総会を論ずるにあたっての前提

会社意思決定事項を株主の多数決で決めることについてその必要性はわかるけれども、制度的な正当化はどのようになされるのだろうか

① 会社意思決定事項を全員一致とした場合にはおよそ会社の意思決定ができず不合理であるから、「法律」がその不合理さを回避するために多数決を認めている

② 株式会社は株主の「契約」によって成立しているのだから、多数決で決めることが当初の「契約」の内容になっている

→歴史的には株式会社は契約的結合と解されてこなかった（免許主義の時代、あるいは「株式会社は社団である」との議論など）、①の説明が必要となるが、契約的結合という理解がなされることによって（準則主義の導入期。あるいは“nexus of contract”的な説明など）①と②の混合的な説明、あるいは②の説明だけでも足りる

20

3 バーチャル総会の理論的基礎

▶ 1 バーチャル総会を論ずるにあたっての前提

会社意思決定事項を株主の多数決で決める場合に会議体のプロセスが求められるのはなぜなのか（それは理論的にどのように説明されるのか）

→ある会社意思決定に関して反対の株主を拘束するためには、会議体において自らの意思を表明し、他者に働きかけをできる機会があった、ということが必要だという考え方があるのではないか

（とりわけ法律の規定によって当然に多数決が採用されている場合には、そのような仕掛けによって「所有」者でもある反対派を拘束することの正当化が必要だと考えられる）

→他方で、会議体における他者への働きかけというのが極限まで形式化されている会社（たとえば株主数が非常に多い上場会社）において、上記のような「フィクション」は説得性を持つのかどうか

21

3 バーチャル総会の理論的基礎

▶ 1 バーチャル総会を論ずるにあたっての前提

会社意思決定事項を株主の多数決で決める場合に会議体のプロセスが求められるのはなぜなのか（それは理論的にどのように説明されるのか）

→さらに、一定の会社意思決定事項を株主の多数決で決定するということをあらかじめ明らかにしたうえで、株主が「契約」をするならば、そのような仕掛けは必然ではないのかもしれない

→そのような考え方によれば、株主総会が会議体であることは歴史的に説明はできても、理論的にはその必然性が見いだされない、ということにもなりうる（米国において、株主総会の会議体性に対する議論が乏しいのは、そのような背景があるとも考えられるかもしれない）

22

3 バーチャル総会の理論的基礎

▶ 1 バーチャル総会を論ずるにあたっての前提

会議体としての株主総会の基礎づけは、株式会社における株主による意思決定が、その多数決によって行われる場合において、反対派を拘束するための仕組みとして理解できる

→しかし、その仕組みは株主数が多数に上る会社等、会議体が実質的に機能しない場合には、そもそも極めて形式的な説明とならざるを得ない

→あるいは、株式会社が株主の契約的結合であると解した場合、株主が多数決であることを契約上受けれていれば、そもそも会議体であることによる正当化は必ずしも必然ではないかもしれない

23

3 バーチャル総会の理論的基礎

▶ 1 バーチャル総会を論ずるにあたっての前提

会議体としての株主総会の基礎づけについて、例えば昭和56年改正当時は、株主総会のコミュニケーション機能（を回復する）といった観点から論じられていた

→会議体であることを所与として、総会屋が跋扈しておよそ質問や議論ができなかった当時には、コミュニケーション機能を回復するという議論には説得力があった（ただし、会議体であることが所与としてよいのかどうかはこの議論からは導かれない）

→逆に会議体であることの理論的な根拠の弱さゆえ、所与となっている会議体について、上記のようなコミュニケーション機能の観点からの説明をするほかなかった、ということが言えるのかもしれない

24

3 バーチャル総会の理論的基礎

▶ 2 バーチャル総会を論ずるにあたっての会議体の考え方

2010年代半ばからのバーチャル総会の議論は、従前からの会議体としての株主総会（審議の場であり、対話の場である株主総会）の考え方を所与として進められてきた

- ハイブリッド型出席型バーチャル株主総会において、リアル株主総会に会議体があることを前提に、バーチャル株主総会に制約をかけることを許容する
- 産業競争力強化法において、場所の定めのない株主総会とすることが許容されるだけであって、それ以外は会社法の株主総会に関する仕組みがそのまま妥当する
- 従前からの会議体性を所与としてバーチャル総会を考える限り、質問であれ、動議であれ、あるいは瑕疵の争い方であれ、解釈論のレベルでは、リアル株主総会でなされていた議論が基本的にバーチャル総会にも流れ込んでくることになる（ハイブリッド型であればリアルが存在しているので、リアルへの出席という選択肢があることを前提にバーチャルはリアルと必ずしも同等の仕組みがなくとも許容され、バーチャルオンリー型ではリアルが存在しないので、リアルと同等の仕組みがバーチャルにも用意されることが求められてきた

25

3 バーチャル総会の理論的基礎

▶ 2 バーチャル総会を論ずるにあたっての会議体の考え方

だが、かりに株主総会において会議体が所与であるとしても、バーチャルオンリー型株主総会の局面でその考え方を転換する可能性はあるのではないか（立法論）

- 会議体が反対派株主を拘束するための仕組みとして、形式的にしか意味を持たないとするれば、質問や動議の機会を株主に与えることも原則として必然ではない
- 反対派を拘束するためには情報開示を適切に行えば足りると考えることができるならば、たとえば質問権はそれを補完する意味しかないとも考えることもでき、合理的な範囲で質問を受け付けば足りる、という考え方もできるのではないか
- 動議については、株主総会の議案の提案に関する権限をどのように考えるか、という問題で、それは本来的には取締役会の権限であると考えれば、議案の追加・変更等に関する動議は基本的に認める必要はないのではないか（事前の株主提案権によるものとする）。手続的動議も、議事運営に関する権限であって本来的には議長権限であって、合理的な範囲でそれを審議すれば足りるのではないか

※現在のようにバーチャルオンリー型株主総会を開催するには定款変更手続が必要だとすると、まさにこの定款変更手続が入ることで、株主としても上記の転換を許容していると解する可能性はあるのではないか

26

3 バーチャル総会の理論的基礎

▶ 2 バーチャル総会を論ずるにあたっての会議体の考え方

かりにバーチャルオンリー型総会について、会議体としての意義を形式的にとらえ、質問や動議を制限的に考えていくとした場合、ハイブリッド型バーチャル総会、あるいはリアル株主総会の場合は従前と同じ理解でよいのか
→会議体の形式化自体は、現在のリアル株主総会の場合でも変わらないので、質問や動議のあり方について、制限的に考えていくという可能性は、もちろん立法論的にはありうる

※ただし、従前のリアル株主総会において認められていた株主の権利を制約する方向での議論は、バーチャルオンリー型株主総会が出現したとはいえ、直ちにこれを認めるだけの前提事情はないかもしれない

27

4 バーチャル総会をめぐる若干の法的論点

▶ 1 個別の法的論点を考えるにあたっての現在の前提

① ハイブリッド出席型バーチャル株主総会に関しては、リアル株主総会において、通常の会議体において認められる株主の権利が保障されており、そのリアル株主総会への出席権が認められている限りにおいて、バーチャル株主総会における議事上の制限が合理的な範囲で認められる

② バーチャルオンリー型株主総会においては、リアルの場所の定めがない（リアル株主総会が存在しない）という限りにおいての特例がなされているだけであるから、リアル株主総会において通常の会議体に認められる株主の権利はバーチャル株主総会で同様に認められなければならない

→かりにこれらの前提を変更するとした場合、株主総会が会議体であることの意味について、改めて考え方を見直すこと（会議体であることの必要性や会議体に認められている株主の権利の必然性について考え直すこと）が必要となる

28

4 バーチャル総会をめぐる若干の法的論点

▶ 2 株主の質問権／取締役等の説明義務（会社法314条）

ハイブリッド出席型バーチャル総会、あるいはバーチャルオンリー型株主総会において問題となる論点の一つが株主の質問権であり、これをどこまでの範囲で保障することが求められるか、という点である

→ハイブリッド出席型の場合、株主としてはリアル株主総会において質問の機会が与えられることを前提として、バーチャル株主総会における質問の機会に制約があるとしてもそれは許容されると解釈されている

→バーチャルオンリー型の場合、リアル株主総会が存在しないけれども、会社法314条の適用はあることから、リアルと同等の質問の機会が与えられなければならない、というのが一般的な考え方（あとは質問の受け付け方の技術的問題となり、挙手機能による、チャット機能による、電話経由による等の方法があるところ、どのような受け付け方をすればよいか問題となる）

29

4 バーチャル総会をめぐる若干の法的論点

▶ 2 株主の質問権／取締役等の説明義務（会社法314条）

バーチャルオンリー型における質問の受け付け方について、基本的には総会中にすべての質問を受け付けることが原則になるが、果たしてそれは合理的か

→リアル株主総会の場合でも、質問の個数を制限したり、質問時間の制限を課すことは可能であることから、それにならって議事整理権の範囲内で挙手したチャットに書き込まれたりした質問の選別はあり得ないわけではない

→しかし、バーチャルオンリー型における質問の手軽さからすると（濫用の危険性が高いのだとすると（この点については、太田洋・商事2260号43頁参照））、そもそもリアルと同様に質問権が保障されているというところから出発することの妥当性が問われてもよいのではないか

→定款変更でバーチャルオンリー型を採用した時点で、株主に認められている質問権というのは議事整理権の合理的行使の下に服するのであり、例えば事前の質問受け付け、総会後の回答等も許されるという立法論を考えてもよいかもしれない。（それは翻って事前の情報開示をもって議決権行使を求めることになり、質問権・説明義務と議決権行使との関連性を弱めることを意味する）

30

4 バーチャル総会をめぐる若干の法的論点

▶ 3 株主による修正動議（会社法304条）

株主が株主総会の議事において提出する修正動議についても、質問権と同様の考え方によると解されている

→ハイブリッド出席型の場合にはその制約の可能性があるが、バーチャルオンリー型の場合には制約することは許されないとの理解

→動議についても、定款変更でバーチャルオンリー型を採用した場合には、議事整理権の下、無限定に出すことを制約するという解釈もありうる

→立法論的には、そもそも株主総会の議案については、取締役会設置会社においては取締役会の専権的な判断事項であって（会社法298条4項）、出席株主であれば当然に修正動議を出せるという制度設計が妥当なのかどうか（修正動議を出せる株主を少数株主権化すれば濫用的な動議が出される可能性は減少する）

※手続的動議については、バーチャルオンリー型の場合に、リアル総会の場合と同様の対応をしなければならないか。ただし、ある程度、定型的な処理をすることで対応する実務があるようである（修正動議も含め、プルダウンで選択できるようにするといった例について、太田・商事2260号42頁）

31

4 バーチャル総会をめぐる若干の法的論点

▶ 4 総会議事に瑕疵がある場合の扱い

総会の議事に瑕疵がある場合については、基本的に決議の方法の瑕疵となって取消事由となる（会社法831条1項1号）

→会社側が救済される可能性としては裁量棄却の対象となる場合であるが（同条2項）、数的な処理が可能な瑕疵であれば格別、説明義務違反などは決議への影響可能性の判断が難しく、裁量棄却の対象となりにくいと解されてきた

→かりにバーチャルオンリー型の場合について、リアルと同様の水準で質問や動議を受け付けなければならないとした場合に、さばききれない質問や動議があったとしても、合理的な時間、これらに対応していたならば、それを超えた質問や動議があったとしても（それを取り扱わなかったことが、万が一、説明義務違反等の評価を受けることがあったとしても）、もはや重大な瑕疵ではなく、決議にも影響しないとして裁量棄却とする可能性はあるのではないか

（もっとも、これはバーチャル総会の場合に限らず、リアルの場合でも同様に当てはまる議論かもしれないが、バーチャルのように無限定に質問や動議が出てくるときには会議体の要請を後退させる必要があるのではないか）

32

ご清聴ありがとうございました

33

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

会社法・金融商品取引法の最近の判例
有価証券届出書の虚偽記載と元引受業者の免責の可否ーエフオーアイ事件

2022年4月22日(金) 15:00~16:55

オンライン開催

出席者(五十音順)

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
松井	秀征	立教大学法学部教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授

【報 告】

会社法・金融商品取引法の最近の判例

有価証券届出書の虚偽記載と元引受業者の免責の可否

—エフオーアイ事件（最判令和2年12月22日民集4巻9号2277頁）—

大阪大学大学院高等司法研究科教授

久保 大作

目 次

【事実】

【判旨】 破棄差戻し

【検討】

- 一 はじめに
- 二 金商法 21 条 2 項 3 号の解釈
 - 1. 問題の所在
 - 2. 下級審判決

3. 本判決

- 三 監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報
 - 四 元引受業者が行うべき調査確認の内容
 - 五 本判決の射程
- 討論

○伊藤 それでは、定刻になりましたので、日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、大阪大学の久保先生から「有価証券届出書の虚偽記載と元引受業者の免責の可否—エフオーアイ事件」というテーマでご報告をいただきます。

それでは、よろしくお願ひします。

○久保 ただいまご紹介いただきました久保でございます。本日はよろしくお願ひいたします。

レジュメの【事実】のところは多少端折りながら説明させていただければと思います。

【事実】

F社（訴外）——エフオーアイ社は、半導体製造装置の開発、製造、販売を主たる事業とする株式会社です。この会社が平成16年3月期に初めて粉飾をしまして、その後平成17年3月期以降

も平成21年3月期までの間、売上高を実際よりも水増しする方法により粉飾決算を継続しました。

具体的な方法としましては、書類等を偽造してあたかも出荷したかのように見せかけ、また簿外資金を還流させることによって売掛金を回収しているかのように偽装するといった方法をとっていたわけです。

Y社（被告・控訴人兼被控訴人・被上告人）は、みずほインベスターズ証券、その後合併してみずほ証券ですが、平成19年5月にF社との間で「情報及び助言提供業務に係る契約」を締結しまして、マザーズ市場への上場手続についての主幹事証券会社に就任しました。そして同年8月、F社について引受審査を開始しました。

Y社の審査担当者が資料を見ましたところ、細かいところは省略しますが、幾つかの粉飾決算を疑わせるような事情があることを把握しました。そこで、これらについてF社に質問書を送付して回答を得るほか、ヒアリングを行って口頭による

説明を受けるなどの調査をし、その結果、審査担当者はこれらのF社の説明は合理的であると判断しました。

また、Y社審査担当者は、F社の会計監査人に対して同じように質問書を送付し、ヒアリング等を行うことによって、会計監査が厳格かつ適切に行われているという判断をしました。加えて、取引先等に対する調査も行っています。

Y社は、これらの審査結果を踏まえて、F社の上場適格に問題はないと判断し、上場申請手続を進めることにしました。F社は同年12月20日にマザーズ市場へ1回目の上場申請を行い、Y社は東京証券取引所に対して推薦書を提出しました。

この結果、平成20年2月18日を上場承認日とすることが予定されたわけですが、この直前である平成20年2月14日に、東京証券取引所及び日本取引所自主規制法人は「注文書偽造による巨額粉飾決算企業の告発」と題する匿名の投書を受領しました。

また、同月18日には、Y社監査役宛てにも同じ題名の文書が送付されています（以下「第1投書」という）。これには、F社における粉飾の手口及び額、本当の売上額など粉飾決算に関することが記述されていました。

これを受けまして、日本取引所自主規制法人からY社に対して、同月18日に予定されていたF社の上場承認を延期する旨の連絡がなされています。

Y社の公開引受部は、これに対して適切な対応をF社に求める必要があるということで、第1投書の内容をF社に伝達しました。その後F社から、これは社内の不満分子ないしノイローゼ的心理状態に陥っている従業員または退職従業員が行ったものだという説明を受けまして、内部者であれば処分を行うべきであるという要請をしています。

その後Y社の引受審査部は、第1投書を受けてF社の審査に当たる部員を増員しまして、F社から帳票類及び預金通帳の写しを受領したうえで、平成15年3月期から平成20年3月期までの販売案件についての受注から売上げに至る一連の帳票

類の突合を行いまして、内容に重要な矛盾点がないかなどを確認しました。その結果、重要な矛盾点はないこと、また入金記録も全件あることを確認しました。しかし、帳票類や預金通帳の写しが改ざんされたものであることには気づいていませんでした。

また、Y社審査担当者は、投書に書かれていた取引先の協力者に対する巨額のストックオプションの付与について、その事実がないことを確認しました。それらの追加審査の結果、第1投書には信憑性がないものと判断したというのがこの段階での話になります。

平成20年4月、F社は上場申請を一旦取り下げましたが、その後、Y社公開引受部は、同年5月から8月にかけて再びF社の上場についての手続を始めています。

ただ、これにつきましても、詳細は割愛しますが、同年12月に上場申請を行ったものの、売上債権を計上している海外取引先において転換社債の償還期限の延長を求めた旨の報道があったことでその信用状態にやや不安が出てきたということになって、平成21年5月、F社は上場申請を取り下げています。

Y社公開引受部は、同年6月、引受審査部に対してF社の審査依頼を行っています。これが3回目の審査依頼となります。審査担当者は、2回目の上場申請の際の海外取引先の業績悪化に伴うことだけが懸念事項であると理解したために、業績動向の把握や売上債権の回収状況などの確認といったことを審査しています。

また、Y社の審査担当者は、平成21年7月に会計監査人に対して監査の実施状況等に関する質問書を送付しまして、以前に聴取したのとおおむね同様の方法で監査が実施されたことを確認しています。このことについて、原審判決において「会計監査人から預金については本社において実査した、売上債権について通帳等と照合してその取引の実在性を確認したとの説明を受ければ、会計監査の常識からして、会計監査人が直接預金通帳の原本を確認したと認識するのが通常である」

との判示がされています。本当は会計監査人も原本を確認していなかったということのようですが、それが通常の認識だというふうに述べられています。

最高裁はこれを受けて、「(Y社審査) 担当者は、本件会計士からF社の本社において預金の実査を実施した旨の説明を受けたことなどから、上記突合は原本によって行われたと認識していた」と判示しています。また、監査概要書や四半期レビュー概要書などを受領し、会計監査人らの監査業務の従事状況を把握し、適切に会計監査が行われているものと認識しています。

Y社は、平成21年7月にF社の上場申請を進めることを決定しまして、F社は同年8月、マザーズ市場への3回目の上場申請を行いました。そして東証は同年10月16日、上場日を同年11月20日としてF社のマザーズ市場への上場を承認し、対外的に公表しました。

その後同年10月28日に、Y社は第1投書とおおむね同内容の投書(以下「第2投書」という)を受け取っています。翌29日、日本取引所自主規制法人、会計監査人、Y社が面談し、会計監査人が持参した残高確認書の原本を日本取引所自主規制法人の担当者に確認させるとともに、残高確認の方法、取引先への訪問の状況、売上債権の回収状況及びその確認方法、預金残高の確認方法、出荷状況及び在庫の確認方法などを聴取しています。また、第2投書に記載されているような規模の粉飾を行うには相当の簿外資金が必要となり、現実的には難しいと思われる旨の説明も会計監査人から聴取しています。

Y社担当者は、この面談結果なども踏まえて、第2投書も信憑性がないものと判断しました。なお、第2投書の作成者と考えられる者との面談は実施されませんでした。

同年11月11日、Y社はF社及び他の売出人との間で元引受契約を締結し、同月19日、元引受証券会社を代表して、F社に対して新株発行の払込総額として52億7,850万円を支払いました。翌20日、F社の株式がマザーズ市場に上場され

ました。

平成22年5月、F社は証券取引等監視委員会から金商法違反の容疑による強制捜査を受けた旨を公表し、同月、有価証券届出書の虚偽記載の事実を認める旨を公表しました。同年6月、F社株式は上場廃止となっています。

Y社らが元引受証券会社として行われたF社株式の募集ないし売出しに応じてF社株式を取得した者ら(A類型原告)及び上場後の取引所市場においてF社株式を取得した者ら(B類型原告)がY社に対して、A類型原告については金商法21条1項4号ないし同法17条に基づく損害賠償を、B類型原告については不法行為に基づく損害賠償を請求しています。

第1審(東京地裁平成28年12月20日判決・判時2401号45頁)は、A類型原告に対するY社の責任を認める一方、B類型原告に対する責任は否定しました。これに対して控訴審はY社の責任を全て否定したため、A類型原告、B類型原告ともに上告受理の申立てをしました。これについてA類型原告のY社に対する申立てのみが受理され、上告受理理由の中で金商法21条2項3号の解釈の誤りをいう部分以外は排除されたというのが最高裁の令和2年10月6日の決定(LEX/DB 文献番号25566857)ということになります。

【判旨】破棄差戻し

そこで判旨ですが、破棄差戻しです。ちょっと長くなりますが、読み上げたいと思います。

I 「(金商法21条1項4号において元引受業者に責任を課すとともに同条2項3号において、免責事由を定めたの)は、元引受契約を締結しようとする金融商品取引業者等有価証券の発行者である会社について引受審査を実施してその有価証券届出書に記載されるべき情報等を専門知識に基づき審査し得る立場にあることから、虚偽記載等がある場合の元引受業者の損害賠償責任について定めることで、引受審査の適正を確保し、もって元引受業者に有価証券届出書における開示情報の信頼性を担保させることをその趣旨とするものと

解される。

もつとも、財務計算部分については、有価証券の発行者である会社と特別の利害関係のない公認会計士又は監査法人（以下、併せて「独立監査人」という。）の監査証明を受けなければならないこととされているところ（金商法193条の2第1項）、公認会計士は、監査及び会計の専門家として公正かつ誠実にその業務を行うべきものであって（公認会計士法1条、1条の2）、財務計算部分に虚偽記載等があった場合、虚偽記載等がないものとして監査証明を行った独立監査人は、当該監査証明を行ったことにつき故意又は過失がないことを立証しない限り損害賠償責任を負うものとされている（金商法21条1項3号、2項2号、22条）。金商法21条2項3号は、以上のことから、上記免責事由に関し、元引受業者が免責を受けるためには、……財務計算部分に虚偽記載等がある場合には当該虚偽記載等について知らなかったことを証明すべきものとする旨規定したものであると解される。すなわち、財務計算部分に虚偽記載等がある場合についての同号の規定は、独立監査人との合理的な役割分担の観点から、元引受契約を締結しようとする金融商品取引業者等が財務計算部分についての独立監査人による監査を信頼して引受審査を行うことを許容したものであり、当該金融商品取引業者等にとって上記監査が信頼し得るものであることを当然の前提とするものというべきである。

そうすると、上記の金融商品取引業者等は、引受審査に際して上記監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合には、当該疑義の内容等に応じて、上記監査が信頼性の基礎を欠くものではないことにつき調査確認を行うことが求められているというべきであって、上記の場合に金融商品取引業者等が上記の調査確認を行うことなく元引受契約を締結したときは、同号による免責の前提を欠くものと解される。

よって、財務計算部分に虚偽記載等がある場合に、元引受業者が引受審査に際して上記情報に接していたときには、当該元引受業者は、上記の調

査確認を行ったものでなければ、金商法21条1項4号の損害賠償責任につき、同条2項3号による免責を受けることはできないと解するのが相当である。」

II「これを本件についてみると、前記事実関係によれば、本件有価証券届出書のうち本件会計士による金商法193条の2第1項の監査証明が付された本件各事業年度の財務諸表には、F社が平成16年頃以降継続して行ってきた多額の架空売上げの計上に係る本件虚偽記載が存在しているのであって、本件有価証券届出書の財務計算部分に、重要な事項について虚偽の記載があったと認められる。

そして、Y社はF社の引受審査に際して本件各投書を受け取っていた。これらは、F社の平成16年3月期以降の売上げの大半が架空計上によるものであることを指摘するものであり、上記の指摘内容は、F社が、その計算書類等において、平成16年頃以降、……売上高の粉飾の典型的な兆候といえる複数の事象が継続してみられる状況にあったこととよく符合するものであった。また、本件各投書は、……Y社において把握している事実関係と合致する記載がされており、かつ、……粉飾決算の手法、内容等を具体的かつ詳細に指摘するものであって、F社の内部の者が事実に基づき作成した可能性が十分に考えられるものであった。

そうすると、本件各投書は、F社の有価証券届出書に記載されるべき最近事業年度及びその直前事業年度の財務諸表の売上高欄等に重大な虚偽記載があることを相当の信ぴょう性をもって指摘するものであったといえ、Y社は、これらを受け取ったことにより、当該財務諸表についての本件会計士による監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接していたものというべきである。」

III「Y社は、F社の主幹事会社としてその引受審査に当たってきたものであり、本件各投書による上記疑義の内容等に応じて、F社に対して必要な資料の提示を求め、本件会計士から事情を聴取し、

本件会計士に追加の調査報告を求めるなど、上記監査の信頼性に関する種々の調査を行うことができたといえ、また、これを行うことが期待されていたといえる。

ところが、Y社は、第1投書が本件役員らの主導により粉飾決算が行われている旨を指摘するものであったにもかかわらず、その内容を把握した後、本件役員らに対して直ちに上記内容を伝え、第1投書はF社の従業員等が業務妨害の意図で送付したと思われる旨の説明を受けてその作成者の処分を求めるなど不適切な対応をしている。加えて、Y社は、第1投書の作成者と思われる者が内部監査室長を務めていた者であったにもかかわらず、第2投書を受け取ってもなおその者から事情を聴取するなどの調査確認を行っていないのであって、そもそも本件各投書の信ぴょう性の評価を大きく誤ったものというほかない。Y社は第1投書を受け取った後にその指摘に係る富士通の関係者に対するストックオプションの付与の事実がないことを確認しているものの、このことをもって本件各投書に信ぴょう性がないと直ちに評価し得るものではない。

Y社は、第1投書を受け取る前に、本件会計士の監査実績及び監査体制に特段の問題がないことを確認し、本件各投書の受取の前後を通じて、本件会計士が実施した監査手続の内容について聴取している。しかし、上記の聴取に係る監査手続は、売掛金の実在性を売掛先から本件会計士に返送されたとする残高確認書によって確認するなどしたものにとすぎず、本件偽装取引先の協力者の関与の下、注文書、検収書等を含む証ひょう類の大半を偽造するという本件各投書の指摘する手法による粉飾決算の可能性に対応したものとはいえない。また、Y社は、上記監査手続において証ひょう類の原本確認が行われたか否かすら具体的に確認していないものであって、上記手法による粉飾決算の可能性を否定するに足りる監査手続が実施されているか否かを確認したとはいえない。

Y社は、第1投書を受け取る前に、本件偽装取引先のうち2社の訪問調査等を実施し、さらに、

第1投書を踏まえた追加調査として、売上げに関する証ひょう類の突合等を実施している。しかし、上記訪問調査はF社の提案に従いその対象を選定して実施されたものであり、このうち1社は本件各投書の内容に照らして協力者であっても矛盾しない者が担当者として応対したものである。また、上記突合は証ひょう類の写しの相互に矛盾がないことを確認したにとどまるものであって、これらの調査は本件各投書の指摘する手法による粉飾決算の可能性を否定するに足りるものとはいえない。

そうすると、Y社が、F社の引受審査において、F社の本件各事業年度の財務諸表についての本件会計士による監査がその信頼性の基礎を欠くものではないことにつき、本件各投書による疑義の内容等に応じて調査確認を行ったとみることはできないというべきである。」

IV「以上によれば、Y社は、金商法21条1項4号の損害賠償責任につき、同条2項3号による免責を受けることはできない。」

【検討】

一 はじめに

本判決は、金商法21条1項4号の元引受業者の責任、そして同条2項3号に定めるその免責要件に関する初の最高裁判決です。後に述べるように、免責要件の適用の仕方については通説と有力説との間で対立が見られたところですが、この点に最高裁の一定の見解を示した点に意義があるものと言えるかと思えます。

二 金商法21条2項3号の解釈

1. 問題の所在

金商法21条1項4号は、有価証券届出書のうちに重要な事項について虚偽の記載などがある場合に、当該有価証券の募集又は売出しについて元引受契約を締結した金融商品取引業者又は登録金融機関（以下まとめて「元引受業者」という）が、当該有価証券を募集又は売出しに応じて取得した者に対して損害賠償責任を負う旨を定めています。もともと、同条2項3号により、元引受業者が記

載が虚偽であることを知らず、かつ金商法 193 条の 2 第 1 項に規定する財務計算に関する書類に係る部分（以下「財務計算部分」という）以外の部分については、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかつた場合には、賠償責任を免ぜられることとなります。

この条文を素直に解釈するならば、財務計算部分については、元引受業者は虚偽記載等について善意でありさえすれば免責されるかのようです。実際、立案担当者はそのような説明を行っていましたし、現在もそのような主張をする論者がいます。

しかし、この点については、引受審査に当たるべき元引受業者が財務計算部分について下手に調査を行って虚偽記載を知ってしまうと、かえって免責を得られなくなるということになってしまい、元引受業者による審査の消極化を招いてしまうという批判がありました。このため、学説においては、何らかの方法により財務計算部分についても元引受業者の審査義務ないし注意義務を認めるための議論がなされてきました。中でも、目論見書使用者の責任に関する金商法 17 条と関連付けて元引受業者の義務を導く議論が従来通説とされてきました。

これには、①元引受業者も目論見書を使用することが通例であることから目論見書使用者の審査義務を援用して元引受業者の財務計算部分に対する審査義務を導くもの、②単なる目論見書使用者ですら財務計算部分について相当な注意を用いなければ虚偽記載等について免責されない以上、「もちろん解釈」として元引受業者も財務計算部分について相当な注意を用いなければならないと解すべきであるとするもの、があります。

もっとも、①に対しては、元引受業者が目論見書を使用しなかつた投資者に対して注意義務違反に基づく責任を負わないことになってしまうのではないかという点が批判の対象になりましたし、②については、一定の要件を満たすライツ・オフリングにおいては目論見書の作成・交付義務が免除されており、金商法 17 条に基づく責任を負

う者がいないということになりますので、そのような場合には「もちろん解釈」を用いることができなくなるのではないかという批判がなされています。

そこで、アメリカ法における議論なども参照しつつ、金商法 21 条 2 項 3 号の免責事由のうち虚偽記載等「を知らず」の意義を「知らないことに合理的な理由があったこと」を意味するものと解する考え方が有力に主張されるようになりました。もっとも、この考え方に対しましては、21 条 2 項 3 号の文言からはやや無理があること、立法の経緯あるいは国会における説明から合理的な信頼の法理は否定されていると考えられること、21 条 2 項 3 号とは構造が異なるアメリカ法とのアナロジーで解釈するのは困難であること、などの批判が寄せられているところではあります。

2. 下級審判決

本事件の第 1 審判決である東京地判平成 28 年 12 月 20 日判例時報 2401 号 45 頁は、財務計算部分については元引受業者において相当な注意を用いた審査までは要求されていないとしつつも、「もっとも、上記の趣旨は、財務計算部分の数値そのものについての審査は必要ないということであって、……財務情報の適正な開示も引き受け審査の内容に含まれ、元引受証券会社は、会計監査の対象となっている財務情報部分についても、会計監査の結果の信頼性を疑わせる事情の有無についての審査義務を負うと解すべきであるから、財務計算部分についても、無条件にその内容を信頼することが許されるのではなく、監査証明に係る監査結果の信頼性を疑わせる事情の有無についての審査は必要である」と判示しています。もっとも、この判断が従来通説の立場に立っているのか、それとも有力説の立場に近いものなのかについては判然としません。有力説に立っているという指摘もあれば、通説に近い判示をしているところもありまして、この辺りはややあいまいな部分になっています。

これに対して原審である東京高裁の平成 30 年

3月23日判決（判時2401号32頁）では、財務計算部分については元引受業者において相当な注意を用いた審査までは要求されていないという前提は共有しつつ、「元引受証券会社としては、公認会計士等の監査証明を受けた財務計算部分については、責任を回避するためにあえて積極的な調査をしないという姿勢を招き、投資者保護の目的に欠けるとの懸念が生ずるおそれがあるが、そのような不都合は、目論見書等の使用者に対する金商法17条の責任によって補完されていると解される。」と述べており、通説の立場をとることを明確にしています。

3. 本判決

本判決は、元引受業者の免責に関する金商法21条2項3号が財務計算部分において虚偽記載等について善意であるのみで免責される趣旨について、元引受業者と独立監査人との合理的な役割分担の観点から説明しています。つまり、元引受業者の同条1項4号の責任を「引受審査の適正を確保し、もって元引受業者に有価証券届出書における開示情報の信頼性を担保させる」趣旨と解しつつ、財務計算部分については独立監査人の監査証明を受けなければならない、有価証券届出書に虚偽記載等がある場合にそれらが無いものとして監査証明を行った独立監査人が損害賠償責任を負うことに鑑みて、元引受業者が引受審査を行う際には独立監査人による監査を信頼することを許容したものである、としています。そして、このような免責の基礎には、独立監査人による監査が信頼し得るものであることが前提にあると指摘したうえで、「監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合には、当該疑義の内容等に応じて、上記監査が信頼性の基礎を欠くものではないことにつき調査確認を行うことが求められている」と述べ、調査確認を欠く場合には免責の前提を欠くとしています。

このような本判決の論理構成は、金商法17条を介さず、同法21条の解釈を通じて調査確認義務を導き出している点で、近時の有力説に近い考

え方であると評価することができます。また、第1審判決及び原審判決は、日本証券業協会が定める「有価証券の引受け等に関する規則」やその細則について「公的規制に準ずる効力を有するものと解するのが相当」としたうえで、これらの規則等から元引受業者の審査義務を引き出していましたが、本判決はこれらの規則等に言及していません。自主規制規則を基礎として法令上の注意義務を課すことについては、自主規制団体の活動の萎縮につながるという批判がなされていましたが、本判決はこの批判を回避していると言えるかと思えます。

本判決は、元引受業者が会計監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接したときに調査確認を行うべき義務を認めています。この点は、第1審判決や原審判決において、公認会計士等が行った会計監査の信頼性を疑わせる事情について積極的な調査確認を行うべきであるかのような判示をしていたのと比較すると、やや後退した表現であるように思われます。

このような判示が、元引受業者の調査確認義務が発生する場合は限定的な場合に限られ、会計監査の信頼性についての積極的な調査を行う義務は否定されていることを意味するのか、それとも積極的な調査義務については判断を示していないのにすぎないのかについては、必ずしもはっきりしません。もし前者であるとする、現行法に対して通説や有力説が批判していた「元引受業者が手を抜く」可能性を生み出す可能性を否定できないように思われます。

これについては、監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報の範囲を広くとることによってある程度カバーすることが可能であるとも考えられますが、一見疑わしい事情がない場合になお積極的に信頼性についての調査をなすべきかどうかという点で差異が出る可能性はあるように思われます。

三 監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報

本判決では、監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報として、Y社が受け取った2通の投書を挙げています。具体的には、それらの投書の記載内容がF社における売上高の粉飾の典型的な兆候とよく符合するものであったこと、またF社役員やY社担当者の個人名等の事実関係とも合致する記載があったこと、粉飾決算の手法、内容等を具体的かつ詳細に指摘するものであって、F社内部の者が作成した可能性が十分に考えられるものであったことから、各投書について相当の信憑性を認めています。

本判決では、第1審判決や原審判決において粉飾を疑わせる兆候として取り上げられていた6つの事情、すなわち売上高の異常な増加、期末期付近における多額の売上計上、売掛金期末残高の大幅な増加、売上債権回転期間の顕著な長期化、営業キャッシュフローの継続的な赤字、生産能力の不足といったものは、監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報としては扱っておらず、本件の各投書の信憑性を裏付ける事情としてのみ取り上げられています。この点については、いわゆる red flag、危険な兆候がかなり限定されているのではないかと指摘も見られるところです。

もっとも、最高裁調査官の解説によれば、red flag に該当し得るものとして「財務計算部分における重大な虚偽表示のリスクを示す事象に係る情報や、監査を実施した公認会計士等の信頼性そのものに疑義を生じさせる属性情報等」が考えられると指摘されていまして、それらが red flag とされるかどうかについては、「これらにより生ずる疑義の定性的、定量的な重大性の程度や信ぴょう性の程度等を、その内容や客観的状況との整合性の有無等から検討して判断することになると思われる」としています。そうだとすると、会計データから粉飾が疑われる場合も、red flag として扱われる可能性は否定されていないとも考えられます。

最高裁調査官の解説では「本件各投書については、その指摘する内容自体、……質的にも量的にも重大なものであったことに加え、その記載内容

がY社の把握していた客観的事実関係とよく符合するなど信ぴょう性が高いものであったから、上記情報にあたることの認定が比較的容易にできたものと考えられる」と述べており、認定が容易な点を捉えて判示したということなのかもしれません。つまり、ひょっとしたらF社が行っていた粉飾内容そのものも実は red flag にはなり得るのだけれども、それ以上に簡単に red flag として取り扱うことができる本件投書というのがあったので、最高裁はそちらによったのだという説明が可能になるかもしれません。

四 元引受業者が行うべき調査確認の内容

本判決は、監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合には、当該疑義の内容等に応じて、監査が信頼性の基礎を描くものではないことについて調査確認を行うことを求めています。そして本件では、F社に対して必要な資料の提示を求めること、会計士から事情を聴取すること、会計士に追加の調査報告を求めることなどが期待されていた、としています。

学説の中には、red flag が認められる場合には元引受業者が必要に応じて直接的・実証的な方法により調査する義務を負っているとありますが、本判決は少なくとも明示的にはそのような方法によることを求めてはいません。

もっとも、判旨が具体的に述べている内容はあくまでも本判決に対する当てはめとして示されたものでありまして、これが他の事例においても普遍的に妥当する趣旨ではないと解されます。最高裁調査官の解説においても、調査確認として求められる内容は具体的事実関係に即して検討されるべきであるとされていまして、場合によっては直接的・実証的な方法で確認することが有効かつ適切な場合もあり得る、と指摘されています。

五 本判決の射程

本判決の射程に関して、主幹事会社以外の元引受業者にも及ぶかどうかについては、見解の相違が見られます。第1審や原審において主幹事会社

以外の元引受業者についての責任が否定され、上告不受理の決定もされている（最決令和2年10月6日LEX/DB 文献番号25591542）ところから、本判決の射程は主幹事である元引受業者に限定されるとの見解も示されています。しかしながら、一般論においては主幹事であるかどうかによる限定はなされておらず、法文中でも特に差異は設けられていないことから、一般論の射程は特に限定されていないと解するべきなのかとも思われます。

もっとも、本判決は当てはめにおいて、Y社が「F社の主幹事会社としてその引受審査に当たってきたものであ」ることを前提として種々の対応が可能であったということを述べていまして、主幹事会社以外の元引受業者が監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合であったとしても、主幹事会社との役割分担を踏まえて行動することが許容されるのではないかと思います。

以上、甚だ雑駁な内容で申し訳ございませんが、先生方のご指導をいただければと思います。どうぞよろしくお願いいたします。

~~~~~

## 【討 論】

○伊藤 ご報告ありがとうございます。

ご議論いただきます前に、私から幾つか補足をさせていただければと思います。

このエフオーアイ事件については、本研究会でも一度取り上げたことがあります。2017年6月の研究会で小出先生からエフオーアイ事件の第1審判決についてご報告をいただいています。ただ、この事件は金商法についての重要な解釈問題を含む事件ですから、最高裁判決まで出された今の段階で再び議論をする価値が高いと幹事会で判断をしまして、本日の研究会で取り上げさせていただいている次第です。

エフオーアイ事件の第1審判決では、主幹事証券会社であるY社がA類型原告に対して金商法21条1項4号及び17条の責任を負うものとされた

ほかに、F社の取締役及び監査役が金商法21条1項1号及び22条1項の責任を負うものとされました。

第1審判決について、被告側としてはY社のほかF社の社外監査役1名が控訴をしましたが、社外監査役からの控訴は棄却されています。また、本件で原告らは以上に述べました者以外にも、主幹事証券会社以外の元引受証券会社ですとか、受託証券会社、売出所有者、金融商品取引市場を開設する会社、それから自主規制法人の責任も追及しました。しかし、これらの者の責任は、第1審判決以降一貫して認められていません。

先ほど述べました小出先生のご報告の折には、こういったY社以外の者の責任ですとか、Y社の不法行為責任についても扱われまして、様々な議論もされましたけれど、今回のご報告では、最高裁への上告が認められたのが金商法21条2項3号の誤りをいう部分だけであったということもありまして、基本的にその点に限って扱われています。

それでは、ご報告の内容についてまとめて議論をさせていただければと思います。ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

## 【立法の必要性】

○黒沼 ほかの方から手が挙がらなかったのも、前置きみたいなことで質問をさせていただきたいと思います。

この問題は、学説が以前から、条文の書きぶりとか、あるいはその構造を批判して、解釈論によって何とかならないかということを主張してきた問題でして、裁判で正面から争われたのは今回が初めてだったわけです。

それで、最高裁が17条を介さないで21条1項4号と2項3号の問題として判示したということ、私自身は高く評価しています。本日久保先生が分析された点も、私はほぼ賛成でして、最高裁判決の読み方としてこれで妥当なのではないかと思っています。

そうするとあまり質問することがなくなってし

まうのですけれども、最高裁判決が出たので、今後 21 条の立法についてはこのままでいいのか、それとも、従来学説はいわば立法の不備を指摘してきたわけで、正面から一定程度の元引受業者の調査義務を認めるような条文に改正すべきかという点について、どのようにお考えなのかをお教えいただければと思います。

○久保 理想的には、やはり立法で解決した方がいいのだろうなと思っています。といいますのは、報告の中でも述べましたけれども、今回の最高裁の判決では、元引受業者が財務計算部分について積極的に疑義がないことを調査しなければいけないのか、それとも消極的な姿勢であって、今回の場合ですと投書ですけれども、たまたま投書があったから重大な疑義が生じたというような場合にだけ調査すればいいのかというところが、まだはっきりしていないのではないかと気はしています。

そうであるとする、従来の学説が批判していたのは、財務計算部分であってもやはり何らかの審査が行われるべきだということなのだろうと思いますので、そのことを明確化する立法が行われてしかるべきではないかと考えております。

私の考えはこんなところです。

○黒沼 どうもありがとうございました。私も、このままでは、判例ができたので反対の方向の立法をしようという動きが出てくる可能性があるのではないかと考えていて、そういう意味で、むしろ判決の趣旨を明確にするような立法をすることが望ましいのではないかと思います。

#### 【積極的な調査義務？】

○黒沼 それと、積極的な調査をすべきか、それとも疑義を生じさせるような情報に接した場合に初めて調査義務が生じるのかという点ですけれども、確かに言葉のうえでは両者は大きく違うのですが、元引受証券会社は、発行者の事業については審査しているわけです。有価証券届出書の事業の状況の記載については調査をしているわけですし、計算書類をそれと照らし合わせて全く見な

いということはありませんと思うのです。ですから、積極的な調査義務はないとしても、少なくとも主幹事の証券会社であれば、疑わしい事例については、疑義を生じさせるような情報に接することは十分にあり得るのではないのかと思いました。

それからまた、調査官解説にあるように、公認会計士自身の信頼性に欠けるかどうかという点も、實際上、上場に関連して会計士と協力して手続を進めている元引受業者であれば、疑義を生じさせるような情報に接しやすい立場にあるのではないかと感じました。

これは感想めいたところです。どうもありがとうございました。

○久保 今回の黒沼先生のコメントはまさにおっしゃるとおりだと思います。red flag をどうとるかによって、積極的に調査しなくてもいいといっても、たしか立教大学の河村先生がおっしゃっていたかと思いますが（河村賢治「本件判批」新・判例解説 Watch29 号 130 頁注 15）、例えばこれだったら普通は粉飾が疑われる会計データだよねというような状況、まさに本判決でも問題になったような会計の粉飾のような状況に接したのであれば、これは重大な疑義に接したという解釈をとることもできます。「積極的な調査義務」とまでは言わないまでも、かなりアクティブに調べないといけない、チェックしなければいけないということにはなってくるのかなと考えております。

黒沼先生、ありがとうございました。

○梅本 先ほどの黒沼先生のおっしゃったことと関連しますが、財務情報の調査と非財務情報の調査というのはそれほど明確に区別できるものではないような気がします。特に今回のような IPO の引受主幹事のケースであれば、発行価格の決定にもかかわるわけですから、将来キャッシュフローがどうなるのかということ等も見ないわけにはいかないはずでしょう。その過程で、過去の売上や利益がどう推移してきたかとか、半導体業界なら普通はこれくらいの利益率だよねとか、証券会社の専門的な知見と照らし合わせて過去の経営成績もチェックすると思うのです。もちろん、財務

情報の正確さについて主たる調査義務を負うのは会計士ですが、発行価格の決定に関わる引受主幹事であれば、財務情報についてもそれなりの注意が求められるような気がするわけです。先ほどの積極的な調査義務、消極的な調査業務という話につながるのかもしれないのですけれども、具体的にどこまでやればいいのかという話の一つあるのかなというふうに思いました。

また、引受人も、IPO の場合と既上場の会社が公簿増資等をする際の引受人とでは、法的には同じ引受証券会社ですけれども、チェックすべき内容とか求められる注意というのは事実上違うところがあるのかなとぼんやりと考えたのですが、久保先生はどのようにお考えになるのかご教示いただければと思います。

○久保　あまり考えたことのない部分ですので、にわかにお答えしがたいところですが、最初の実務というか、財務情報と非財務情報の関連というのは、すみません、私はあまりその辺りをきちんと意識しないでやっていたので、今の梅本先生のコメントで非常に明快になってきました。そう考えると、積極的などかと言ってもあまり意味はないということはあるのかもしれないというところはあります。

IPO の場合と既上場の場合とでどう違うのかというところは確かにあるのですけれども、既上場の方がそれなりに市場に情報も出回っているから、あまり審査を厳しくしなくてもいいよねという問題はあるので、そのあたりはひょっとしたら審査基準が変わってくるのかなというところはあるかもしれません。

ただ、あまり意識して考えていなかったもので、そういう抽象的な部分ぐらいでしかちょっとお答えができないかなと思っております。

○梅本　どうもありがとうございました。

#### 【元引受業者が行うべき善意の立証】

○松井　久保先生、大変詳細なご報告をありがとうございました。非常に勉強になりました。

ちょっと素朴な疑問というか、私の考えがそも

そもとんちんかんなのかもしれませんが、金商法 21 条 2 項 3 号では元引受業者が善意であることが要件になっていて、これを元引受業者が立証しなければいけないことになっています。しかし、善意とはそもそも何を主張すればよいのだろうか。悪意があることとか過失があることを立証するというのは比較的やりやすいわけです。要するに、情報をこういう形で知り得たではないかとか、知っていたではないかということとやりやすいのですけれども、私は知りませんでしたということの立証というのは、何を言えばいいのだろうかというそもそも論がある気がしたのです。そこがまず問題としてあるのかなと思ったのですが、このあたりはどう考えればよいのでしょうか。

○久保　うーん、なかなか難しい質問をいただいたように思います。善意の立証というのは確かに難しいですね。

○松井　法文では「知らず」と漫然と書いてあるのですけれども、しかし知らないことを立証するためには、結局、まさに最高裁が言っているように、その証明を信頼しているのだということしか言いようがないということになるのかもしれませんが。そうだとすると、信頼してはいけないような場合に信頼していれば善意ではなくなると、何かこのような話になるような気がします。そしてこの最高裁判決は、実は「知らず」という文言の考え方をぎりぎり詰めていて、善意の立証をするためには、やはり「これを言わないと善意と言えないよね」ということを明確にしようとしているのかとも思ったりしたものですからお伺いしたところです。

○久保　非常に答えるのが難しい質問ですが、まず、最高裁は正面から善意の問題だとは言っていないのですよね。善意だったのかもしれないけれども、それを信頼できる状況ではなかったよねという物の言い方をしているように思います。ですから、それはちょっと条文外の要件を持ってきたのでしょうかということになるのだろうかと思うわけです。

黒沼先生のご論文で書かれていたのは、善意で



あることが合理的であるというか、信頼することが合理的であるというような状況だったかと思えますけれども、それに近いものをいわば条文外の要件として導入したような法構造に、最高裁の解釈論というのはそうなっているのかなと思います。

ただ、実際にやっていることは、恐らく松井先生がおっしゃったような話で、善意であることが合理的であるというか、こういう状況だったらそれはもう信頼しても差し支えないのだというような状況を指し示せという話になってくるのかなという感じがしております。ですので、ひょっとしたら言っていることとやっていることがちょっとずれているのかもしれないなということはあるのかもしれません。

ちょっとこの辺り、にわかのお問い合わせでギリギリと詰めた議論ではないので、半ばお茶を濁すような答えになってしまって、大変申し訳ございません。

○松井 法文上は「善意」ではなく「知らず」と書いてあるので、知らないことの立証をさせるというときに、結局、元引受業者は何をすればよいのかということを見ると、信頼という要素が出てこざるを得ない。その結果として調査義務の問題になってしまう、ということかと思いました。

冒頭に黒沼先生から、本判決の内容を法文に反映するかどうかといったご質問があったわけですが、むしろ法文に書き込んでしまうというのが一番明確であるのですが、書き込まなくても、知らないことの立証をさせると、結果として調査義務みたいなものが論理必然的に出てきてしまうのかしらとも思ったりしたものですから、お伺いした次第です。

○久保 今ふと思ったのですが、それでも、「知らないこと」といったときに、一つは、何か疑わしい状況があったけれども、きちんと調べて、それは疑わしいことではなかったんだよと解消したという、まさに調査義務みたいな話になると思うのです。もう一つは、表面上疑うべき予兆が何もなかったのに調査しませんでした、みたいなところがあると思うのです。それは調査義務を発生さ

せなかったのだ、みたいな持っていく方になるのかなというところで、結局、調査義務がある場合とない場合の両方ある。

今の松井先生の議論からすると、「知らないこと」といったときに2つのパターンがあり得るのではないかと。疑わしい兆候は何もなかったという立証をするか、あるいは疑わしいことはあつたけれども、全部疑問を解消しているから疑う余地はなかったとするか、どちらかなとはちょっと感じました。

○松井 最高裁のロジックに乗ってしまっているところもあるのですが、それでも、「知らず」というのは、要は、監査証明等の信頼ということが前提になっているのです。結局、「知らないこと」イコール「証明の信頼」。信頼できないときには、まさに久保先生のおっしゃるとおり調査の対象になってくるので、これは詰まるどころ、法文の書き方のまずさみたいな話になるのかもしれません。単純に「知らず」と書いただけだと、結局、立証する際の難しさがある、そうであるならば、今回のような最高裁の解釈もせざるを得なかったのだということになるのかなとも思ったりいたしました。いろいろご説明をいただく中でだんだんと見えてきたところがございます。ありがとうございます。

#### 【元引受業者がすべき調査の程度】

○黒沼 本件の1審と原審で元引受業者の責任の認定が異なったのは、疑義に接したときの調査の程度とか内容の捉え方に差があったということが挙げられると思うのです。それで原審は、通常元引受業者の行う程度の調査をすれば足りる、それはやった、だから責任はないと判示したわけです。最高裁判決は「疑義の内容等に応じて」という言い方をしているので、これはどこまでやるべきかというのはケース・バイ・ケースだという判断を示したと思うのですが、他方で、免責を受けることはできないと結論付けているので、本件の調査では足りないということは、結論としては明示しているわけです。

ちょっとまどろっこしい質問になって申し訳ないのですが、少し抽象化して言うと、公認会計士の監査証明に疑義が生じているような場合に、通常の証券会社が行う程度の調査をすれば足りるのか、それとも公認会計士と同程度の調査までする必要があるのかという点についてはどう考えたらいいかという質問です。よろしく申し上げます。

○久保 今回の場合ですと、今まさに黒沼先生がおっしゃっていただいたように疑義の内容に応じて調査せよということになっているわけで、しかも今回の場合には、投書の中で具体的な粉飾の手法が摘示されていたわけですので、その摘示されていた粉飾内容を否定できるかどうかということが恐らくクリティカルだったのだらうと思います。

そうすると、本件において会計士から必要な資料の提示を求め、会計士から事情を聴取し追加の調査報告を求めるなどと列挙されているわけですが、要するに、会計監査人が行った監査手続の中できちんと粉飾が否定できるのかどうかの調査を行っているのか、ということを確認しなければならなかったと思います。

そうすると、これが通常の引受会社であれば行う調査なのか、それとも違うのかというと、通常行っているのはちょっと違うような気がするのです。かといって、会計士が行うようなことをやらなければいけないのではない。いわば、通常の会社がやっているときに会計監査人が行った監査を監査役がチェックしますよというときのような気もしなくもない。つまり、会計監査人が行った監査というものが何らかの問題に応じたきちんとした監査手続を経ているのかどうかをチェックせよという判示をしたのが今回の事件なのかなと考えております。

ですので、監査人が行ったような監査をしなくてはならないというのは、今回はそこまでは言っていないのではないかというのが私の感触です。

○黒沼 どうもありがとうございました。

○伊藤 結局、最高裁判決からすれば、どのよ

うなことをY社が行えば免責されたのでしょうか。本件でY社のとった対応では足りないと言われてるのですが、最高裁からすれば、逆にどこまでのことをすれば免責されていたのでしょうか。そこが私は気になりました。原本確認をやったかどうかをきちんと会計監査人に聞けというところがまず一つでしょうかね。

○久保 そうですね。

○伊藤 最高裁判決では、投書を行ったと目されている人物からの聴取もやっていないですとか、そういったことも指摘されているのですね。しかも、Y社は、「そういうおかしな者についての処分はきちんとやりなさい」と言っているところもあって、最初の段階で不適切な対応をしている。このマイナス面はなかなか消えないのですよね。

○久保 ええ。

○伊藤 主幹事証券会社としては、少なくともさっき申し上げたように原本確認をやったかどうかをちゃんと会計監査人に聞くということと、投書を行ったと目される人物から聞き取りをやっておけばよかったということでしょうか。あとは、聞き取りの内容に応じてさらにもう少し裏をとらなければいけないかもしれないと、こういうふうを考えておけばよろしいのでしょうか。

○久保 恐らく先生のおっしゃるとおりだろうと思います。具体的に投書の中に何がどれだけ書かれているかということは、ちょっと判決文からは読み取れないので何とも言えないわけですが、恐らく原本をごまかして粉飾しているのだ、みたいなことが書かれていたのだらうと推測しています。だとすると、原本確認をきちんと行っているのかということを確認しておく必要が求められていたのだらうと思います。

それと、これも先生ご指摘のとおりですが、投書を行った人に対する聴取が重要視されているのかなというところはあります。内部通報とかでも事実確認みたいなことは非常に重要なものと考えられているわけで、それを一切行わないままに信憑性のないものとして切り捨ててしまった

ところはちょっと問題があった。だから、少なくともその2つですね。あるいは、監査人に対して投書の内容を摘示して、もう一度きちんとチェックしてほしいことを述べるとか、そういったことが考えられたのかなと思います。

○伊藤 そのあたりは投書の内容にもよるのでしょうかね。投書の内容が相当具体的で、かつ事前に主幹事証券会社が把握していたような様々なこの会社の会計上のイレギュラーな点と合致しているということは、第1審判決でも指摘されていましたし、逆に言いますと、投書の内容がもう少しおかしな内容であったとか、あるいは、会社としてもこの投書を誰が出してきたのか分からないというふうに答えられたのでは聴取のしようもありませんので、これはもう、個別の事案に応じて異なるということなのですかね。

○久保 恐らくそうなのだろうと思います。ただ、実際の内容がどうだったのかは分かりませんが、投書者が誰か分からないという場合でも、かなり内容が具体的だったようですので、それに対応することは恐らく必要だったのだろうなと思います。監査人との間のやりとりがもうちょっとあってしるべきだったのかなとは考えられます。

○伊藤 ありがとうございます。

#### 【目論見書使用者の責任(17条)との関係】

○川口 通説が目論見書の使用の責任を介して問題を解決しようとしていた理由の一つが、有価証券届出書に虚偽記載があれば目論見書にも虚偽記載が当然あるだろうという前提で、その使用者でさえも相当な注意を払わなければならないのに、より責任の重い元引受業者が善意だけで免責されるのはおかしい、というところがあったと理解しています。そのため問題の解決方法として、元引受証券会社も、目論見書を使用して当該証券を売ると考えられるので、そのときに使用者の責任を問えばよいじゃないかということが考えられます。けれども、今回の事例は、このような点は争われていないのですね。まず、これが第1の質

問です。

次に、元引受業者と目論見書の使用の責任が違ふという点ですが、最高裁が、善意の解釈なのでしょうか、会計監査人の監査は信頼できる点について、直接の論点から外れますが、これによって、17条の目論見書の使用の解釈も変わってくるのでしょうか。そこでも、善意という用語が使用されていますが、同じように、会計監査人の監査を信頼してよいというように考えることができるのでしょうか。

もし、これらの善意の解釈は同じであるとするならば、目論見書の使用の責任では相当な注意というのが残っているわけですし、要件が重たくなっていることは変わらないと思うのです。そうすると、先ほど述べた通説が批判している部分について、今回の最高裁の解釈では解決できていないと理解してよろしいでしょうか。この点、お教えいただければと思います。

○久保 まず第1点ですけれども、21条の責任と17条の責任がどう争われていたのかという話ですけれども、21条の責任と同時に17条の責任も争われていました。下級審の段階では、みずほインバスターズ証券から譲り受けた人間については17条の責任も成立するのだというような判示をしていたかと思います。

ただ、これが高裁に行って全部ひっくり返りましたので、最終的に上告審で争われたのは21条の部分だけということになりますので、21条のところでは17条の責任というのは問題にはされていないということです。

第2点の質問ですけれども、今川口先生からご質問を受けて、ああ、なるほどと思ったのですが、確かに17条の場合でも、独立監査人が監査しているのだから、その数字については信頼するのだというその考え方というのはあり得るのかなと思います。ただ、17条の方は21条2項3号のような免責体系にはなっていないので、それが相当の注意をやはり払わないといけないということになると、その相当の注意の内容というのが結局、今回示された最高裁の調査と同じことにな

るのかもしれませんが。一つ整合的に捉えようとするれば、そういう相当の注意の中身がここで示されたのだと考えるのは一つのやり方なのだろうなと思います。

そういうふうに短絡的につなげてしまっているのかという議論はあるかもしれませんが、今のところ私自身は、ぱっと答えろと言われたら、その相当の注意の中身というのが信頼のところとつながっているのだと答えていいのかなと考えております。

○川口　そうすると、両方で善意の解釈も違ってくるといえることですかね。元引受業者の要件では、財務計算に関する部分は善意しかないわけですから。

○久保　そういうことになりますかね。

○川口　それでいいのかという話で・・・。なぜそういう解釈になるのかというところをお尋ねしたかったということなのです。引受業務の中での役割分担があり、元引受業者の役割がより重いということから導かれるものなのではないでしょうかね。

○久保　そうだと思います。

○川口　ありがとうございます。

#### 【元引受業者間の情報共有】

○梅本　久保先生が最後の「本判決の射程」で書いていらっしゃる、主幹事証券会社以外の引受業者の責任に関する質問です。今回は主幹事以外の証券会社の責任も追及されたが、認められなかったということでした。ところで、先生が挙げておられる日本証券業協会の「有価証券の引受け等に関する規則」の13条を見ますと、「主幹事会員は、他の引受会員に対し、十分な期間前に引受審査のために必要な資料及び情報を細則で定めるところにより提供する等して、当該他の引受会員の引受審査に可能な限り協力するものとする。」とあるように、原則として自主規制でも主幹事以外も引受審査をしなきゃいけないという形になっています。この事件で、みずほインベスターズ証券以外の証券会社にはどの程度「引受審査のために必要な資料及び情報」が伝えられていたの

よう。端的にいうと、この投書について他の引受業者との間で情報共有はされていたのでしょうか。事実関係をもしご存じでしたら、教えていただければと思います。

○久保　直ちに下級審の判決でここにこう書いてありますとはちょっと言えないのですけれども、たしか投書の情報は行っていなかったのではないかと思います。少なくとも投書がされた先は東証と日本取引所自主規制法人とみずほインベスターズ証券だったと思います。

その投書の情報がみずほインベスターズ証券からほかの引受会社に行ったかというのは、行ったという具体的な記述はなされていないので、多分行っていないのではないかと思います。

○梅本　なるほど。それでは、仮に情報共有していたとすると、場合によると、他の引受証券会社も、追加調査等を求めるべきだったと判断される可能性はあったのでしょうかね。

○久保　これは志谷先生が評釈文の中でご指摘になっていたところですが（志谷匡史「本件判批」商事法務2258号10頁）、もしこの投書がほかの引受業者にも行っていたということであれば、当然それは問題になり得るだろうということではあると思います。

○梅本　ありがとうございます。

#### 【「相当な注意」との落差？】

○石田　ご報告ありがとうございました。

私からは抽象的な議論で大変恐縮なのですが、従来通説にいう17条ただし書、それから21条2項3号も財務諸表部分以外の部分について「相当な注意を用いたにもかかわらず」という文言を使っています。この場合、相当な注意を用いなかったことは許されなくて、相当な注意を用いたうえで知ることができなかったということを立てていけないといけないということになっていますね。従来通説でいくと、それを17条でカバーできたから、財務諸表部分についてもやはりきちんと目を通して疑わしい情報があるかどうかという確認作業をやっていけないといけな

ったということですが、久保先生のレジュメの11ページの上から5行目あたりに本判決の位置付けというのを要約されていて、その中で、元引受業者が会計監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接したときに調査確認を行うべき義務を認めていると書かれています。

そうすると、そのような情報に接したときに調査義務が発生するということであって、やはり従来の通説で考えられていた17条ただし書の注意のレベルとの間に落差が生じているような気がしてならないのですけれども、この辺は、先生のお考えはいかがでしょう。

○久保 最高裁が意図的にぼやかしたわけではないのかもしれませんが、財務計算部分についても相当な注意をもって見ないといけないよとは言っていないのですね、最高裁は。信頼が基礎にあるのだから、その信頼を揺るがすような事情があったら、それはきちんと調べないとだめよという言い方をしていることであって、あくまでも相当な注意ではないという立場は堅持しているのではないかと思うのです。

ですので、恐らく最高裁は通説的な考え方ではない。つまり、17条の相当の注意というものを持ってきているわけではないのだらうと思います。

ですので、恐らく構造としては、黒沼先生がご論文でおっしゃっていた合理的な信頼というか、それに近い考え方、つまりこれを信頼するだけの事情がきちんとあるはずなのだから、それを棄損するような情報に接したのだらば、信頼を取り戻すための調査をしないとだめですよということを少なくとも言っているわけですね。それを超えて積極的にそういう信頼の基礎を調査しなきゃいけないのか、そうでないのかは、最高裁は恐らくまだ何も言っていないのかなと思います。

少なくとも今回の事例に関して言えば、信頼を損なうような情報に接していたのだから、その部分について信頼を回復するような調査をきちんとしなければならないよとは言っているけれども、それを超えて、何もないというか、一応それなりに波風立っていない状況のときにきちんと積極的

に調べないといけないかどうかというところまでは、最高裁はまだ述べていないということなのかなと考えています。

○石田 なるほど。ありがとうございました。

#### 【会計監査人との情報共有】

○洲崎 Y社としては何をしていればよかったのかという先ほどの話が戻るのですが、Y社が受け取った投書について会計監査人と情報共有はできていたのでしょうか。レジュメの4ページの真ん中ちょっと上あたり、「Y社は同年10月28日、第1投書と概ね同内容の投書を受け取った」とあって、その翌日に会計監査人とも面談しているのですが、投書には粉飾の具体的な方法が結構書いてあったということで、それはまさに会計監査人の裏をかく方法であるわけですね。会計監査人にもこんな投書があってこういう形で粉飾がされている可能性が指摘されていると言って確認をさせていけば、別の結果もあったかもしれないという気もするわけです。

ただ、Y社が、この投書は怪文書のたぐいであるというような印象を最初から持っていたのだとすると、会計監査人との情報共有もうまくいかなかったのかもしれませんが。具体的にどの範囲の人たちがこの投書を見て、その取扱いについてどういう相談がされたのかという、その辺の事実関係は分かりますでしょうか。

○久保 そこまではっきりと分からないので推測になってしまうのですけれども、第1投書ときには、投書を受けて、Y社自身の中で審査部員を増員して帳簿の写しの全部の突合とかをやっているのですね。ただ、そこで公認会計士に問い合わせたかどうかという話が出てきていなかったもので、恐らく話は行っていなかったのではないかと。ちょっとこの辺りは判決文に書いていないので何とも分からないのですけれども、行ってないのではないかという気がするのです。

第2投書ときには、事実の4ページところでも書きましたけれども、第2投書を受け取った翌日に日本取引所自主規制法人と会計監査人とY社

の担当者として面談して、残高確認書の原本を自主規制法人の担当者に見せているのですね。ということは、恐らく第2投書の際には、公認会計士の方にも情報が行っていたのではないかという気はします。ただ、実際上どこまで情報が行っていたのかというのは、ちょっと判決文を読むだけでは分からなかったです。

○洲崎 第2投書を見て、その第2投書に記載されているような規模の粉飾をするには相当の簿外資金が必要になり現実には難しいという話を聞いてしまったので、Y社としては第2投書を余り重く受け取らず、会計監査人にもそのあたりのところをきちんと相談しなかったということかもしれない。ただし、そのあたりの事実関係は必ずしもはっきりしないということでしょうか。

○久保 判決を読んでいるだけでは、どこまで共有していたのかというのはちょっと分かりません。あるいは記録を見に行った方がよかったのかもしれませんが、その辺りまではやっていませんでした。

○洲崎 どうもありがとうございました。

#### 【主幹事会社以外の元引受業者による判断】

○白井 私も、久保先生のこの判決についての理解の部分には賛成です。ですので、判例評釈という観点から久保先生に何か質問するというのではなく、この判決の事案からは少し離れることになるのですが、先生がレジュメの13ページで、主幹事会社とそれ以外の元引受業者との間の役割分担という観点をご指摘してくださっていますので、この点について少し質問させていただければと思います。

確かに、調査官解説に指摘されているところを踏まえれば、先ほどの梅本先生のご質問だったかと思いますが、本件では、主幹事会社ではない元引受業者は投書を受け取っていないようであり、かつその存在も知らされていなかったようですので（森川さつき「判解」ジュリスト1564号（2021年）100頁）、この事実関係が正しいとすると、本件では主幹事会社の対応だけを見るとい

うことで問題はないと思います。もっとも、仮に少しだけ事案が異なって、この投書の内容を主幹事会社が他の元引受業社と共有していたようなケースを考えますと、13ページで久保先生が書かれていますように、主幹事会社以外の元引受業者にも本判決の射程は及び得るのではないかと考えます。

そのような理解が正しいとした場合に、主幹事会社以外の元引受業者としては、おそらく一般には、疑義を払拭するために情報を取ってくる部分は主幹事会社に依頼することになると思うのですが、そのような依頼（役割分担）は許されるかとして、投書による疑義が払拭できているかどうかについては、調査確認義務を負う元引受業者が個々に自己の責任で判断すべきだということになるのか。それとも、主幹事会社による疑義を払拭できたかどうかの判断について、主幹事会社以外の元引受業者は基本的には信頼することは許されるのか。要するに、レジュメで久保先生が書かれている「役割分担」という言葉について、先生はどこまでのことを想定されているのかという質問なのですが、パターンとしては今述べたようなことがあり得るかなとは思いますが、先生のお考えをご教示いただけましたら幸いです。

○久保 私自身、引受業務にあまり詳しくないので、役割分担といったときにどういうふうにか考えるのかといったことは素人考えになってしまうのですが、恐らく法の前提としては、主幹事だから、主幹事ではないからということで引受業者の責任というのは変わらないと思うのです。ただ、実務上というか、業界の慣習として主幹事が基本的には調査をして、主幹事以外の会社はその調査を信頼していいというやり方になっているのだらうと思います。

そうだとすると、主幹事以外の会社が疑義に接したときに、それを払拭するのはやはり気づいた者の責任という気がするのです。そうであるとすると、情報を取ってくる場所は主幹事をお願いするけれども、それによって疑義が払拭できたかどうかを最終的に判断するのは、やはり疑義を

指摘した主幹事以外の会社自身でやらなければいけないとなるのだらうと思います。疑義を指摘するだけしておいて主幹事にお任せというのは、さすがにちょっとどうなのかなという気が私はしています。

○白井 ありがとうございます。私も、先生と同じで、元引受業者が個々に自己の責任で判断すべきだと思います。細かい点で恐縮ですが、先生は今、「疑義を指摘した」という部分を強調されていたかと思うのですけれども、疑義の指摘を誰がしたのかという点は以上の議論に何か違いをもたらすのでしょうか。疑義の指摘自体は自社がしていなくても、例えば主幹事会社が指摘してもよいでしょうし、自社以外の元引受業者が指摘してもよいでしょうが、そのことと疑義を払拭するための調査確認および判断とがどう関係するのかが少しよく分からないのですけれども、疑義を指摘したかどうかというところはやはり重要なのですかね。

○久保 指摘のされ方がどうなのかというところにもよりますよね。最終的なミーティングのところできなり爆弾が落ちてきて、ほかの引受会社は全部気づいていたという場合もあるでしょうし、あるいは、この辺りもちょっとよく分かりませんが、複数いる引受会社の中で主幹事とこの会社だけがやりとりの中で気づいたというような場合もあり得ると思うのですね。そのときに、気づくべきだったのだからと言って、ほかの引受業者に責任が行くのかどうかについて、今回は置いているわけですが、少なくとも気づいた会社と主幹事会社は、それぞれ独立に疑義が払拭されたかどうかを判断すべきなのかなと思っております。

○白井 重大な疑義を生じさせる情報に接していたときには調査確認をしなければならないという判旨の理解かなと私は思っていたので、疑義を指摘したのが誰かという点はあまり重要ではないようにも若干思ったのですが、いずれにしても調査確認義務が発生した場合には、あくまで情報を取ってきてもらうというレベルでの役割分担はあ

り得ても、久保先生がレジュメで書かれた役割分担というのはそのレベルまでであって、調査義務を尽くして疑義を払拭できたかどうかは個別に判断すべきであるというご指摘は、私も全く賛成です。どうもありがとうございました。

#### 【立法の方法】

○伊藤 最初の黒沼先生と久保先生のやりとりで出てきた話ですけれども、この判決を経た現在の課題というのは、こういったことを金商法の法文に反映させるかどうかということに来ているのかなと思うのですね。学界としては、少なくとも最高裁が認めたレベルでの調査確認は引受証券会社に課してもよいだろうというところは恐らくは一致しているかと思しますので、私としては、法改正をするときに具体的にどういう法文にするのかということが気になっていました。その話が、先ほど川口先生や石田先生との間で行われた、相当な注意を用いる義務というのと、監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合の調査確認義務というものが同じなのかどうかという話と絡んでくると思うのです。

もし両者が同じなのだったら、改正はそれほどややこしくなくて、単に 21 条 2 項 3 号の文言の「かつ」から「相当な注意」までの部分を削れば終わりそうです。それが異なるのであれば、もうちょっとルールが複雑になるなあと思いました。先生のお考えとしては、引受証券会社については、相当な注意を用いる義務というのは、要は目論見書を使った場合にせよ、この場合にせよ、監査の信頼性の基礎に重大な疑義が生じていればそれに応じた調査確認をする義務だと読み替えて、それで基本的に問題ないという、そういうご見解なのでしょうか。

○久保 21 条 1 項 4 号の対象になる事柄に対して「相当な注意」と言った中で、従来ですと、財務計算部分について以外の部分は、「相当な注意」と言うのは、積極的にきちんと正しいかどうか調べろという趣旨だったと思うのです。それに対して、ただ単に削ればいいとなってしまうと、

信頼していいんだよ、ただし信頼を損なうような事情があったら調べなさいねという同じ文言で、対象は違うのだから別の内容なのだと読む解釈はできるだろうとは思いますが、立法技術としていいのかという問題は多分出てくると思うのです。

だから、立法技術として、これは信頼できない場合にはちゃんと調べなさいよと、常に会計士と同じように正しいかどうか調べないといけないという、そういう積極的な調査義務ではないのだということを入れたのであれば、やはり文言を変える必要があって、それをどういう文言にするのかまでは、ちょっと今回は考えていなかったというところになるのかなと思います。

○伊藤 久保先生としては、基本的には、積極的な調査義務までは求めなくてもよいという、そういうお考えでしたか。

○久保 今回、最高裁が何を言っているかというところまでしか報告の中では言っていないで、私の考え自体は留保していたのですが、少なくともかなり疑わしい事情がある、例えば今回の場合で言えば、これは前回この事件が扱われたときにも、粉飾データ自体が red flag だったよねというようなご議論もあったと思うのですが、そういう何らかの疑わしい予兆がありましたという場合に、もうちょっと具体的にきちんと調べなさいというような義務は発生させてもしかるべきなのかなと。

だからそういう意味で言うと、私自身は粉飾自体も red flag として認めるべきだったのではないかという気もしていますので、最高裁が今回言ったものよりは少し広いかなというところがあります。ただ、監査人と同じように調査しなければいけないよという義務までやるのはちょっとやり過ぎだよねという気がしています。

#### 【何が red frag か】

○伊藤 ありがとうございます。

これは最高裁のというよりは第1審判決も含めた評価になると思うのですが、久保先生からしますと、この事案でもしも投書がなかったとし

たら、結論は変わるべきだと思いませんか。第1審判決でも先生からご紹介があったように主幹事証券会社自身も様々な会計上の不正の兆候は5つぐらい見つけているのですね。見つけはしたけれども、そこまで深い確認はしませんで、これは問題ないだろうという結論に至ってしまっているのですけれど、久保先生ご自身はそのあたりどのようにお考えでしょうか。5つぐらいああいう兆候があったら、むしろ red flag ととってよいというふうにお考えでしょうか。

○久保 red flag であることは確かだろうと思います。

○伊藤 あとはそれに応じてどの程度調査するべきかというところですかね。

○久保 恐らくそちらだと思えるのです。これはちょっと私、踏み込んでどうすべきだったというところまでは定見を持っていないのですけれども、ただ、第1回の上場の際の審査で言われていたことが、第3回の上場審査の際にもずっと残っていて解消されていないというところがあって、それを見ると、かなり怪しいのかなという気はしています。ですので、あとは実際に取引先に行っても機械を見せてもらえなかったりするなど、これはかなり怪しいと見てもよかったですのではないかな。だから、それぞれの責任を認められることになってもおかしくはないなとは考えております。

○伊藤 ありがとうございます。

#### 【募集・売出し以外の方法により取得した株主の保護】

○伊藤 またこの判決で問題になったことから外れるところについての質問で恐縮ですが、B類型原告に対する損害賠償というのは、久保先生からしますと、これはやはり認められてよいというふうにお考えでしょうか。それとも、B類型原告の方はあきらめた方がよいというふうにお考えでしょうか。

○久保 今回はちょっとそこまでは検討してこなかったのですが、どうなのだろうという……。

○伊藤 こういう調査確認義務を果たしていな



い主幹事証券会社なのだから、現行法の解釈としても、不法行為責任は認めてよいという考え方も十分あり得ると思うのですね。

○久保 当然あり得るだろうとは思いますが。

○伊藤 立法論としては、その場合も法文に書き込むということもあり得ないではないですかね。

○久保 どうなんですかね。認められてしかるべきだという気もしなくもないのですけれども、それでいて結局何かディープポケットの議論のような気もしないでもないで……。

○伊藤 なるほど。

○久保 それをどんどん認めてしまうと、何か損害額がうなぎ登りになってしまうようなところもあって、ちょっとそこまでは考えあぐねているのが正直なところですよ。

○伊藤 ありがとうございます。

#### 【本判決と通説との関係】

○黒沼 最高裁判決は直接述べてはいないのですけれども、最高裁判決と従来の通説との関係はどう考えたらいいか。つまり、17条を介して相当な注意を払う義務を元引受証券会社も負っているという一般的な通説の考え方は、最高裁判決はそれを否定したというふうに見るべきなのでしょうか。それとも、それについては何も触れておらず、21条についてのみ判示したというふうに読むべきなのでしょうか。

○久保 私自身は否定されたと読むべきではないかと考えています。原審が17条に依拠する議論を明示的にとっていたのに対して、それを破棄する形で信頼の法理というか、そういったものを持ち込んでいくところからすると、私自身は、通説は否定されたのだというふうに読むべきではないかと考えています。

○黒沼 個人的な意見を言うと、私もそう思っています。

というのは、やはり17条にいう「相当な注意」と21条の「相当な注意」は違うのではないかと私は考えているのです。目論見書の使用者としての注意義務と、発行者と交渉して元引受業者にな

っている証券会社の注意義務というのはやはり根本的に違うので、最高裁の頭の中には、17条を介して注意義務を負わせるという構成では、この問題を正面から解決することにはならないという意識があったのではないかと考えています。

ですから、通説の立場からしますと、従来の解釈によって相当な注意を払う義務を負っていたのに、それが最高裁判決では後退したように見えるけれども、私は必ずしもそうではないと考えています。これにはほかの意見があるかもしれませんが、私はそのように思っております。

○久保 最高裁がどこまでの義務を課そうとしているのかは、まだちょっとあいまいなところが残っているのかなというのが私の感触ですけれども、逆に質問するようで恐縮ですが、黒沼先生はどうお考えですか。

ここはかなり消極的な形で、実際に何か疑義に関する情報が出てきたときだけ対応すればいいと最高裁は判示したととるべきなのか、あるいは、疑義に関する情報というのは積極的に調査しないといけないと最高裁は考えているととるべきなのか、そのあたりはどうですか。

○黒沼 難しい問題ですけれども、やはり最高裁は、公認会計士と元引受業者の役割分担ということも指摘し、そのことも強調していますので、財務書類以外の部分についての「相当な注意」と同程度まで求めているのではないということも明らかだと思います。初めに発言したように、私自身は、薄い調査義務を課すのと、疑義を生じさせるだけの情報に接した場合に調査義務を課すのでは、実質的にはそれほど変わりがないと思っていますので、何らかの調査義務はあると見ていいのではないかと考えています。

○久保 ありがとうございます。

○伊藤 それでは、本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。どうもありがとうございました。

有価証券届出書の虚偽記載と元引受業者の免責の可否—エフオーアイ事件

最判令和2年12月22日民集74巻9号2277頁

【事実】

F社（訴外）は、半導体製造装置の開発、製造、販売を主たる事業とする株式会社である。F社は、平成16年3月期において、決算が大幅な赤字となって銀行融資が受けられなくなること防ぐため、受注があったかのように装って架空の売上を計上することにより粉飾決算を行った。F社は平成17年3月期以降も平成21年3月期までのあいだ、売上高を実際よりも水増しして計上する方法により粉飾決算を継続した。

粉飾決算の方法は、取引先とされた企業からの注文書を偽造し、注文に係る装置をF社倉庫から搬出させたり、通関書類や納入に際して装置ごとで作成される書類等を偽造するものであった。また、会計監査人が取引先に対して行う売掛金の残高確認においては、架空売上げに係る取引先として偽装した企業の残高確認書を偽造する等していたほか、簿外資金を還流させることにより売掛金を回収しているかのように偽装していた。加えて、会計監査人による取引先実査に際しても、協力者に対し、実際には取引がないにもかかわらず取引があるかのような対応をするよう依頼し、取引関係を偽装した。

Y社（被告・控訴人兼被控訴人・被上告人）は平成19年5月、F社との間で「情報及び助言提供業務に係る契約」を締結し、マザーズ市場への上場手続についての主幹事証券会社に就任した。そして同年8月、F社について引受審査を開始した。

Y社審査担当者は、提出された資料に基づき、売上高の急増や売上計上の時期の偏り、売掛金残高の急増、同業他社と比較した売上債権回転期間の長さ、営業活動によるキャッシュフローの連続のマイナス、といった点を把握した。そしてこれらについて同年9月から11月にかけてF社に質問書を送付し回答を得たほか、ヒアリングを行い口頭による説明を受けた。また、証券アナリストに対して半導体メーカーの設備投資の動向についてのヒアリングを行った。新聞報道等も総合して、審査担当者は、F社の説明が合理的であると判断した。

またY社審査担当者は、F社会計監査人に対して質問書を送付し、回答書及びヒアリングにより回答を得ることで、F社に対する会計監査が厳格かつ適切に行われているものと判断した。

加えてY社審査担当者は、取引先の実査を要請し、F社の提案に従い国内取引先、国外取引先それぞれ1社を訪問して、担当者へのヒアリングを行った。これらの訪問先は、実際にはF社の装置を購入してはいなかったが、F社からの依頼に応じ、F社製品を購入し、高く評価している旨を説明するよう要請されていたため、審査担当者に対して虚偽の説明を行

った。

Y社は、これらの審査結果を踏まえ、F社の上場適格に問題はないと判断し、上場申請手続を進めることを決定した。F社は同年12月20日にマザーズ市場へ1回目の上場申請を行い、Y社は東京証券取引所に対して推薦書を提出した。

日本取引所自主規制法人が上場審査を開始し、F社や会計監査人に対するヒアリング、F社の実査等を行った結果、上場に問題はないものとされ、平成20年2月18日上場承認日とすることが予定された。

平成20年2月14日、東京証券取引所及び日本取引所自主規制法人は「注文書偽造による巨額粉飾決算企業の告発」と題する匿名の投書を受領した。これには、F社における粉飾の手法及び額、本当の売上額、半導体製造装置の保管場所、書類偽造の関与者、取引先担当者との関与、粉飾の経緯が述べられるとともに、調査して不正行為を正してほしい旨が記載されていた。これを受けて日本取引所自主規制法人はY社に対して、同月18日に予定されていたF社の上場承認を延期する旨の連絡を行った。

また、同月18日にはY社監査役あてにも同じ題名の文書が送付され、同月25日に開封された（以下「第1投書」という）。第1投書には、東証に対して送付された投書と同様の内容のほか、Y社における担当者、不正取引の確認方法、告発先などが記されていた。Y社公開引受部は、F社に投書に対する適切な対応を求める必要があると考え、第1投書の内容をF社に伝達した。その後F社から、第1投書は社内での不満分子ないしノイローゼ的心理状態に陥っている従業員または退職従業員が業務妨害の意図で作成したものである旨の説明を受け、内部者であれば処分を行うべきであると要請した。

Y社引受審査部は第1投書を受けてF社の審査にあたる部員を増員し、追加審査を行った。具体的には、F社から帳票類及び預金通帳の写しを受領したうえで、平成15年3月期から平成20年3月期までの販売案件についての受注から売上げに至る一連の帳票類の突合を行い内容に重要な矛盾点がないかを等を確認するとともに、同一期間のすべての代金回収済案件について入金記録の突合を行った。そして重要な矛盾点はないこと、入金記録も全件あることを確認したが、帳票類や預金通帳の写しが改ざんされたものであることには気づかなかった。

またY社審査担当者は、第1投書が言及していた取引先の協力者に対する巨額のストックオプションの付与について、その事実がないことを確認した。これらの追加審査の結果に加えて従前の審査結果も考慮したうえで、引受審査部は、第1投書には信憑性がないものと判断した。

平成20年4月、F社は、社内体制の整備・構築のためとして上場申請を取り下げた。

たと認識していた」と判示している。)また、監査概要書や四半期レビュー概要書を受領し、会計監査人らの監査業務の従事状況を把握し、適切に会計監査が行われているものと認識した。

Y社は同年7月、F社の上場申請を進めることを決定した。  
F社は同年8月、マザーズ市場への3回目の上場申請を行い、Y社は東証に対し推薦書等を提出した。そして東証は同年10月16日、上場日を同年11月20日としてF社のマザーズ市場への上場を承認し、対外的に公表した。

F社は同年10月16日、関東財務局に対して有価証券届出書を提出し、その後3度に渡り訂正届出書を提出した。この有価証券届出書の「経理の状況」には、粉飾決算を前提とする虚偽の売上高の記載がされていた。

Y社は同年10月28日、第1投書と概ね同内容の投書(以下「第2投書」という。)を受け取った。翌29日、日本取引所自主規制法人、会計監査人、Y社が面談し、会計監査人が持参した残高確認書の原本を日本取引所自主規制法人の担当者に確認させるとともに、残高確認の方法、取引先への訪問の状況、売上債権の回収状況及びその確認方法、預金残高の確認方法、出荷状況及び在庫の確認方法を聴取した。また、第2投書に記載されているような規模の粉飾を行うには相当の簿外資金が必要となり、現実的には難しいと思われる旨を聴取した。Y社担当者は第2投書の作成者と考えられる者との面談を実施しなかった。

同年11月11日、Y社はF社及び他の売出人との間で元引受契約を締結し、同月19日、元引受証券会社を代表してF社に対して新株発行の払込総額として52億7850万円を払い込んだ。翌20日、F社株式がマザーズ市場に上場された。

平成22年5月、F社は証券取引等監視委員会から金商法違反の答疑による強制捜査を受けた旨を公表し、同月、有価証券届出書の虚偽記載の事実を認める旨を公表した。同年6月、F社株式は上場廃止となった。

Y社らが元引受証券会社として行われたF社株式の募集ないし売出しに応じてF社株式を取得した者ら(A類型原告)及び上場後の取引所市場においてF社株式を取得した者ら(B類型原告)が、Y社に対して、A類型原告については金商法21条1項4号ないし同法17条に基づく損害賠償を、B類型原告については不法行為に基づく損害賠償を請求した。第1審(東京地裁平成28年12月20日判決・判時2401号45頁)はA類型原告に対するY社の責任を認める一方、B類型原告に対する責任は否定した。これに対して控訴審はY社の責任をすべて否定したため、A類型原告・B類型原告とも上告受理申立て。A類型原

その後、Y社公開引受部は、同年5月から同年8月にかけてF社にヒアリングを行ったうえで同年8月に引受審査部に対して審査依頼をした。その際、Y社審査担当者は、第1投書の内容自体について、2回目の上場申請の障害となる事情としては位置付けていなかった。また、第1投書の作成者である可能性の高い者について、内部監査室から異動させており退職予定であること、また精神的に不安定であることを聞いていたため、面談を行わなかった。

Y社審査担当者は、同年11月、会計監査人に対して質問書を送付し、これに対する回答書を受け取ることもヒアリングを行った。これにより、会計監査人が従前聴取したのと概ね同様の方法で会計監査を実施していること、また残高確認書を全社から回収したこと、取引先の1つを実施し、生産ライン自体は見られなかったものの同社がF社の装置を高く評価していることを確認したことなどを確認した。また、監査概要書や四半期レビュー概要書を受領し、会計監査人らの監査業務の従事状況を把握し、適切に会計監査が行われているものと認識した。

F社は、同年12月、マザーズ市場への2回目の上場申請を行った。しかし、売上債権を計上している海外取引先において転換社債の償還期限の延長を求めた旨の報道がなされたことが影響し、平成21年5月、F社は上場申請を取り下げた。

Y社公開引受部は同年6月、引受審査部に対してF社の引受審査依頼を行った。Y社審査担当者は、2回目の上場申請が承認されなかったのは上記の海外取引先の業績悪化に関する点だけであると理解していたため、その業績動向の把握、売上債権の回収状況及び平成22年3月期の利益計画の実現可能性を中心に審査を行うこととした。

Y社審査担当者は、F社の平成21年3月期の売上高が118億円、期末売上債権残高が228億円と増加し、売上債権回転期間が23.2ヶ月計算されること、営業キャッシュフローがマイナスであること認識した。もっとも、F社に対する質問とその回答の結果、Y社審査担当者は、売上債権の回収が順調に進んでいると理解した。

またY社審査担当者は、平成21年7月、会計監査人に対して監査の実施状況等に関する質問書を送付し、平成21年3月期についても残高確認や棚卸資産に対する監査手続を含め、従前聴取したのと概ね同様の方法で監査が実施されたことを確認した。(なお、原審判決において「会計監査人から預金については本社において実査した、売上債権について通帳等と照合してその取引の実在性を確認したとの説明を受ければ、会計監査の常識からして、会計監査人が直接預金通帳の原本を確認したと認識するのが通常である。）」との判示がされており、最高裁はこれを受けて「(Y社審査)担当者は、本件会計士からF社の本社において預金の実査を実施した旨の説明を受けたことなどから、上記実査は原本によって行われ

告のY社に対する申立てのみが受理され、そのうち金商法21条2項3号の解釈の誤りという部分以外は排除された（最決令和2年10月6日LEX/DB 文献番号25566857）。

【判旨】破棄差戻し

I 「(金商法21条1項4号において元引受業者に責任を課すとともに同条2項3号において、免責事由を定めたのは、元引受契約を締結しようとする金融商品取引業者等が有価証券の発行者である会社について引受審査を実施してその有価証券届出書に記載されるべき情報等を専門知識に基づき審査し得る立場にあることから、虚偽記載等がある場合の元引受業者の損害賠償責任について定めることで、引受審査の適正を確保し、もって元引受業者に有価証券届出書における開示情報の信頼性を担保させることをその趣旨とするものと解される。

もとも、財務計算部分については、有価証券の発行者である会社と特別の利害関係のない公認会計士又は監査法人(以下、併せて「独立監査人」という。)の監査証明を受けなければならぬこととされているところ(金商法193条の2第1項)、公認会計士は、監査及び会計の専門家として公正かつ誠実にその業務を行うべきものであって(公認会計士法1条、1条の2)、財務計算部分に虚偽記載等があった場合、虚偽記載等がないものとして監査証明を行った独立監査人は、当該監査証明を行ったことにつき故意又は過失がないことを立証しない限り損害賠償責任を負うものとされている(金商法21条1項3号、2項2号、22条)。金商法21条2項3号は、以上のことから、上記免責事由に関し、元引受業者が免責を受けるためには、…財務計算部分に虚偽記載等がある場合には当該虚偽記載等について知らなかったことを証明すべきものとする旨規定したものであると解される。すなわち、財務計算部分に虚偽記載等がある場合についての同号の規定は、独立監査人との合理的な役割分担の観点から、元引受契約を締結しようとする金融商品取引業者等が財務計算部分についての独立監査人による監査を信頼して引受審査を行うことを許容したものであり、当該金融商品取引業者等によって上記監査が信頼し得るものであることを当然の前提とするものというべきである。

そうすると、上記の金融商品取引業者等は、引受審査に際して上記監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合には、当該疑義の内容等に応じ、上記監査が信頼性の基礎を欠くものではないことにつき調査確認を行うことが求められているというべきであり、上記の場合に金融商品取引業者等が上記の調査確認を行うことなく元引受契約

約を締結したときは、同号による免責の前提を欠くものと解される。よって、財務計算部分に虚偽記載等がある場合に、元引受業者が引受審査に際して上記情報に接したときにおいては、当該元引受業者は、上記の調査確認を行ったものでなければ、金商法21条1項4号の損害賠償責任につき、同条2項3号による免責を受けることはできないと解するのが相当である。」

II 「これを本件についてみると、前記事実関係によれば、本件有価証券届出書のうち本件会計士による金商法193条の2第1項の監査証明が付された本件各事業年度の財務諸表には、F社が平成16年頃以降継続して行ってきた多額の架空売上げの計上に係る本件虚偽記載が存在しているのことであり、本件有価証券届出書の財務計算部分に、重要な事項について虚偽の記載があったと認められる。

そして、Y社はF社の引受審査に際して本件各投書を受け取っていた。これらは、F社の平成16年3月期以降の売上げの大半が架空計上によるものであることを指摘するものであり、上記の指摘内容は、F社が、その計算書類等において、平成16年頃以降、…売上高の粉飾の典型的な兆候といえる複数の事象が継続してみられる状況にあったこととよく符合するものであった。また、本件各投書は、…Y社において把握している事実関係と合致する記載がされており、かつ、…粉飾決算の手法、内容等を具体的に詳細に指摘するものであって、F社の内部の者が事実に基づき作成した可能性が十分に考えられるものであった。そうすると、本件各投書は、F社の有価証券届出書に記載されるべき最近事業年度及びその直前事業年度の財務諸表の売上高欄等に重大な虚偽記載があることを相当の信びよう性をもって指摘するものであったといえる。Y社は、これらを受け取ったことにより、当該財務諸表についての本件会計士による監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接していたものというべきである。」

III 「Y社は、F社の主幹事会社としてその引受審査に当たってきたものであり、本件各投書による上記疑義の内容等に応じて、F社に対して必要な資料の提示を求め、本件会計士から事情を聴取し、本件会計士に追加の調査報告を求めるなど、上記監査の信頼性に因する種々の調査を行うことができたといえ、また、これを行うことが期待されていたといえる。

ところが、Y社は、第1投書が本件役員らの主導により粉飾決算が行われている旨を指摘するものであったにもかかわらず、その内容を把握した後、本件役員らに対して直ちに上記内容を伝え、第1投書はF社の従業員等が業務妨害の意図で送付したものである旨の説明を受けてその作成者の処分を求めるなど不適切な対応をしている。加えて、Y社は、第1投書の作成者と思われる者が内部監査室長を務めていた者であったにもかかわらず、第2投書を受け取ってもなおその者から事情を聴取するなどの調査確認を行っていないので

解を示した点に意義があるものと言える。

## 二 金商法21条2項3号の解釈

### 1 問題の所在

金商法21条1条4項は、有価証券届出書のうちに重要な事項について虚偽の記載などがある場合に、当該有価証券の募集又は売出しについて元引受契約を締結した金融商品取引業者又は登録金融機関（以下「元引受業者」という。）が、当該有価証券を募集又は売出しに応じて取得した者に対して損害賠償責任を負う旨を定めている。もともと同条2項3号により、元引受業者が記載が虚偽であることを知らず、かつ金商法193条の2第1項に規定する財務計算に関する書類に係る部分（以下「財務計算部分」という。）以外の部分については、相当な注意を用いたにもかかわらず知らなかった場合には、賠償責任を免ぜられる事になる。

この条文を素直に解するならば、財務計算部分については、元引受業者は虚偽記載等につき善意でありさえすれば免責されるかのようである。立案担当者はそのような説明をしたいたし、現在もそのような主張をする論者もある<sup>2</sup>。

しかしこの点については、引受審査にあたるべき元引受業者が、財務計算部分について下手に調査を行って虚偽記載を知ってしまうとかえって免責を得られなくなることになってしまい、元引受業者による審査の消極化を招いてしまうという批判があった。このため、学説においては、何らかの方法により財務計算部分についても元引受業者の審査義務なしし注意義務を認めるための議論がなされてきた。なかでも、目論見書使用者の責任に関する金商法17条と関連づけて元引受業者の義務を導く議論が従来通説とされてきた。これには、①元引受業者も目論見書を使用することが通例であることから目論見書使用者の審査義務を援用して元引受業者の財務計算部分に対する審査義務を導くもの<sup>3</sup>、②単なる目論見書使用者ですら財務計算部分について相当な注意を用いなければ虚偽記載等について免責されない以上、「もちろん解釈」として元引受業者も財務計算部分について相当な注意を用いなければならないと解すべきであるとするもの<sup>4</sup>、がある。もともと、①に対しては元引受業者が目論見書を使用しなかった投資者に対して注意義務違反に基づく責任を負わない

<sup>1</sup> 渡辺豊樹ほか『改正証券取引法の解説』69頁（奥村光夫）。

<sup>2</sup> 松尾直彦『金融商品取引法（第6版）』219頁。

<sup>3</sup> 河本一郎『証券取引法の基本問題』神戸法学雑誌21巻3・4号222頁など。

<sup>4</sup> 神崎克郎『証券取引法の民事責任』大森忠夫先生選歴記念論文集『商法・保健法の諸問題』233頁、神崎克郎ほか『金融商品取引法』559頁。

あって、そもそも本件各投書の信ぴょう性の評価を大きく誤ったものというほかない。Y社は第1投書を受け取った後にその指摘に係る富士通の関係者に対するストックオプションの付与の事実がないことを確認しているものの、このことをもって本件各投書に信ぴょう性がないと直ちに評価し得るものではない。

Y社は、第1投書を受け取る前に、本件会計士の監査実績及び監査体制に特段の問題がないことを確認し、本件各投書の受取の前後を通じて、本件会計士が実施した監査手続の内容について聴取している。しかし、上記の聴取に係る監査手続は、売掛金の実在性を売掛先から本件会計士に返送されたとする残高確認書によって確認するなどしたものにすぎず、本件偽装取引先の協力者の関与の下、注文書、検収書等を含む証ひょう類の大半を偽造するとする本件各投書の指摘する手法による粉飾決算の可能性に対応したとはいえない。また、Y社は、上記監査手続において証ひょう類の原本確認が行われたか否かすら具体的に確認していないものであって、上記手法による粉飾決算の可能性を否定するに足りる監査手続が実施されているか否かを確認したとはいえない。

Y社は、第1投書を受け取る前に、本件偽装取引先のうち2社の訪問調査等を実施し、さらに、第1投書を踏まえた追加調査として、売上げに関する証ひょう類の突合等を実施している。しかし、上記訪問調査はF社の提案に従いその対象を選定して実施されたものであり、このうち1社は本件各投書の内容に照らして協力者であっても矛盾しない者が担当者として対応したものである。また、上記突合は証ひょう類の写しの相互に矛盾がないことを確認したにとどまるものであって、これらの調査は本件各投書の指摘する手法による粉飾決算の可能性を否定するに足りるものとはいえない。

そうすると、Y社が、F社の引受審査において、F社の本件各事業年度の財務諸表についての本件会計士による監査がその信頼性の基礎を欠くものではないことにつき、本件各投書による疑義の内容等に応じて調査確認を行ったとみることとはできないというべきである。

IV「以上によれば、Y社は、金商法21条1項4号の損害賠償責任につき、同条2項3号による免責を受けることはできない。」

### 【検討】

#### 一 はじめに

本判決は、金商法21条1項4号の元引受業者の責任、そして同条2項3号に定めるその免責要件に関する初の最高裁判決である。のちに述べるように免責要件の適用の仕方については通説と有力説との間で対立が見られたところであるが、この点に最高裁の一定の見

これに対して原審である東京高判平成 30 年 3 月 23 日判時 2401 号 32 頁では、財務計算部分については元引受業者において相当な注意を用いた審査までは要求されないといいう前提は共有しつつ、「元引受証券会社としては、公認会計士等の監査証明を受けた財務計算部分については、責任を回避するためにあえて積極的な調査をしないという姿勢を招き、投資者保護の目的に欠けるとの懸念が生ずるおそれがあるが、そのような不都合は、目論見書等の使用者に対する金商法 17 条の責任によって補充されていると解される。」と述べており、通説の立場をとることを明確にした。

### 3 本判決

本判決は、元引受業者の免責に関する金商法 21 条 2 項 3 号が財務計算部分について虚偽記載等について善意であるのみで免責される趣旨について、元引受業者と独立監査人との合理的な役割分担の観点から説明している。すなわち、元引受業者の同条 1 項 4 号の責任を「引受審査の適正を確保し、もって元引受業者に有価証券届出書における開示情報の信頼性を担保させる」趣旨と解しつつ、財務計算部分については独立監査人の監査証明を受けなければならず、有価証券届出書に虚偽記載等がある場合にそれらがなくないものとして監査証明を行った独立監査人が損害賠償責任を負うことに鑑みて、元引受業者が引受審査を行う際には独立監査人による監査を信頼することを許容したものである、としている。そして、このような免責の基礎には独立監査人による監査が信頼しうるものであることが前提にあると指摘し、「監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合には、当該疑義の内容等に於いて、上記監査が信頼性の基礎を欠くものではないことにつき調査確認を行うことが求められている」と述べ、調査確認を欠く場合には免責の前提を欠く、としている。

このような本判決の論理構成は、金商法 17 条を介さず、同法 21 条の解釈を通じて調査確認義務を導き出している点で、近時の有力説に近い考え方であると評価できる<sup>5</sup>。また、第 1 審判決及び原審判決は日本証券業協会が定める「有価証券の引受け等に関する規則」や

と評価するものとして、小出篤「本件判批」金法 2169 号 69 頁、志谷匡史「本件判批」商事 2258 号 8 頁・9 頁、和田宗久「本件判批」法律のひろば 2021 年 3 月号 57 頁。いずれの理論構成が明らかでないといふ評価するものとして萬澤陽子「第 1 審判批」ジュリ 1518 号 117 頁。

<sup>6</sup> 森川さつき「本件判解」ジュリ 1564 号 99 頁、小出篤・前掲注 11・69 頁、志谷匡史・前掲注 11・9 頁、和田宗久・前掲注 7・59 頁、湯原心一「本件判批」金判 1624 号 4 頁、松岡啓祐「本件判批」ビジネス法務 2021 年 5 月号 57 頁。

ことになるのではないかという点が、②については一定の要件を満たすライツ・オフアライングにおいては目論見書の作成・交付義務が免除されており、金商法 17 条に基づく責任を負う者がいないことから、そのような場合にはもちろん解釈を用いることができなくなっているのではないかと批判がなされている<sup>5</sup>。

そこで、アメリカ法における議論なども参照しつつ、金商法 21 条 2 項 3 号の免責事由のうち虚偽記載等「を知らず」の意義を「知らないことに合理的な理由があったこと」を意味するものと解する考え方が有力に主張されるようになった。もともとこれに対しては、21 条 2 項 3 号の文言からはやや無理があること<sup>7</sup>、立法の経緯あるいは国会における説明から合理的な信頼の法理は否定されていると考えられること<sup>8</sup>、21 条 2 項 3 号とは構造が異なるアメリカ法とのアナロジーで解釈することは困難であること<sup>9</sup>、などの批判が寄せられている。

### 2 下級審判決

本事件の第 1 審判決である東京地判平成 28 年 12 月 20 日判時 2401 号 45 頁は、財務計算部分については元引受業者において相当な注意を用いた審査までは要求されないといいつつ、「もともと、上記の趣旨は、財務計算部分の数値そのものについての審査は必要ないことであって、…財務情報の適正な開示も引き受け審査の内容に含まれ、元引受証券会社は、会計監査の対象となっている財務情報部分についても、会計監査の結果の信頼性を疑わせる事情の有無についての審査義務を負うと解すべきであるから、財務計算部分についても、無条件にその内容を信頼することが許されるのではなく、監査証明に係る監査結果の信頼性を疑わせる事情の有無についての審査は必要である」と判示した。もともと、この判断が従来の通説に立っているのか、それとも有力説の立場に近いものなのかについては判然としない<sup>11</sup>。

<sup>5</sup> 黒沼悦郎「有価証券届出書に対する元引受証券会社の審査義務」岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹（編集代表）『会社・金融・法』下巻 361-362 頁。

<sup>6</sup> 黒沼悦郎・前掲注 5・367-368 頁。

<sup>7</sup> 弥永真生「第 1 審判批」ジュリ 1503 号 3 頁、戸本幸亮「第 1 審判批」築波法政 70 号 185-186 頁。

<sup>8</sup> 戸本幸亮・前掲注 7・186-187 頁。

<sup>9</sup> 弥永真生・前掲注 7・3 頁。

<sup>10</sup> 遠藤元一「原審判批」法研 91 巻 10 号 129 頁。

<sup>11</sup> 有力説に立っていると評価するものとして、弥永真生・前掲注 7・3 頁、戸本幸亮・前掲注 7・184-185 頁、山下徹哉「第 1 審判批」法教 441 号 125 頁など。通説に近い考え方は

その細則について「公的規制に準ずる効力を有するものと解するのが相当」としたうえで、これらの規則等から元引受業者の審査義務を引き出し出していたが、本判決はこれらの規則等に言及していない。自主規制規則を基礎として法令上の注意義務を課すことについては、自主規制団体の活動の委縮につながるのと批判がなされているが<sup>13</sup>、本判決はこの批判を回避している。

本判決は、元引受業者が会計監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接したときに、調査確認を行うべき義務を認めている。この点は、第1審判決や原審判決において、公認会計士等が行った会計監査の信頼性を疑わせる事情について積極的な調査確認を行うべきであるかのような判断をしていた<sup>14</sup>のと比較すると、やや後退した表現であるように思われる。このような判断が、元引受業者の調査確認義務が発生する場合は限定的な場合に限り、会計監査の信頼性についての積極的な調査を行う義務は否定されていることを意味するの<sup>15</sup>、それとも積極的な調査義務については判断を示していないのに過ぎないのか<sup>16</sup>については、必ずしもはっきりしない。もし前者であるとすると、現行法に対して通説や有力説が批判していた「元引受業者が手を抜く」可能性を生み出す可能性を否定できないように思われる。これについては、監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報の範囲を広くとることによってある程度カバーすることが可能であると考えられるが<sup>17</sup>、一見疑わしい事情がない場合におお積極的な信頼性についての調査をなすべきかどうかという点で差異が出る可能性はあるように思われる。

### 三 監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報

本判決では、監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報として、Y社が受け取った2通の投書をあげている。具体的には、それらの投書の記載内容がF社における売上高の粉飾の典型的な兆候とよく符合するものであったこと、またF社役員やY社担当者の個人名等の事実関係とも合致する記載があったこと、粉飾決算の手法、内容等を具体的かつ詳細

に指摘するものであって、F社内部の者が作成した可能性が十分に考えられるものであったことから、各投書について相当の信憑性を認めている。

本判決では、第1審判決や原審判決において粉飾を疑わせる兆候として取り上げられたいた6つの事情(売上高の異常な増加、期末期付近における多額の売上計上、売掛金期末残高の大幅な増加、売上債権回転期間の顕著な長期化、営業キャッシュフローの継続的な赤字、生産能力の不足)そのものは、監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報としては取っておらず<sup>18</sup>、本件の各投書の信憑性を裏付ける事情としてのみ取り上げられている。この点については、いわゆる red flag がかなり限定されているのではないかと指摘も見られる<sup>19</sup>。もっとも最高裁調査官の解説によれば、red flag に該当するものとして「財務計算部分における重大な虚偽表示のリスクを示す事象に係る情報や、監査を実施した公認会計士等の信頼性そのものに疑義を生じさせる属性情報等」が考えられる、としており、それらが red flag とされるかどうかについては、「これらにより生ずる疑義の定性的、定量的な重大性の程度や信びよう性の程度等を、その内容や客観的状況との整合性の有無等から検討して判断することになると思われる」とする<sup>20</sup>。そうだとすると、会計データから粉飾が疑われる場合も red flag として扱われる可能性は否定されていないと考えられる<sup>21</sup>。最高裁調査官の解説では「本件各投書については、その指摘する内容自体、…質的にも量的にも重大なものであったことに加え、その記載内容がYの把握していた客観的事実関係とよく符合するなど信びよう性が高いものであったから、上記情報にあたることの認定が比較的容易にできたものと考えられる<sup>22</sup>」と述べており、認定が容易な点を捉えて判断したということなのかもしれない。

### 四 元引受業者が行うべき調査確認の内容

本判決は、監査の信頼の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合には、当該疑義の内容等に応じて、監査が信頼性の基礎を描くものではないことについて調査確認を行うことを求めている。そして本件では、F社に対して必要な資料の提示を求めること、会計士

<sup>18</sup> 得津品「本件判批」法教487号155頁、小出篤・前掲注11・69頁。

<sup>19</sup> 遠藤元一「本件判批」NBL1189号9頁注16。

<sup>20</sup> 森川さつき・前掲注12・100頁。

<sup>21</sup> 河村賢治・前掲注17・130頁注15は、引受審査に際して財務情報に疑わしい点があった場合には職業的懐疑心を持って監査が行われたのかなどの調査確認が求められる旨を指摘している。

<sup>22</sup> 森川さつき・前掲注12・100頁。

から事情を聴取すること、会計士に追加の調査報告を求めることなどが期待されていた、と述べている。

学説のなかには、red flag が認められる場合には元引受業者が必要に応じて直接的・実証的な方法により調査する義務を負っているとするものがある<sup>23</sup>が、本判決は少なくとも明示的にはそのような方法によることを求めてはいない。もともと、判旨が具体的に述べている内容はあくまでも本判決に対する当てはめとして示されたものであり、これが他の事例においても普遍的に妥当する趣旨ではないと解される。最高裁調査官の解説においても、調査確認として求められる内容は具体的事実関係に即して検討されるべきであるとされており、場合によっては直接的・実証的な方法で確認することが有効かつ適切な場合もありうる、と指摘している<sup>24</sup>。

#### 五 本判決の射程

本判決の射程に関して、主幹会社以外の元引受業者にも及ぶかどうかについては、見解の相違が見られる。第1審や原審において主幹会社以外の元引受業者についての責任が否定され、上告不受理の決定もなされている（最終令和2年10月6日LEX/DB文献番号25591542）ことから、本判決の射程は主幹会社である元引受業者に限定されるとの見解も示されている<sup>25</sup>。しかしながら、一般論においては主幹会社であるかどうかによる限定はなされず、法文中でも特に差異は設けられていないことから、一般論の射程は特に限定されないと思われる<sup>26</sup>。もともと、本判決は当てはめにおいてY社が「F社の主幹会社としてその引受審査に当たってきたものである」ことを前提として種々の対応が可能であることを述べており、主幹会社以外の元引受業者が監査の信頼性の基礎に重大な疑義を生じさせる情報に接した場合であっても、主幹会社との役割分担を踏まえて行動することが許容されるかと思われる<sup>27</sup>。

<sup>23</sup> 和田宗久「原審判批」法律のひろば2018年9月号70頁、遠藤元一・前掲注10・135頁。

<sup>24</sup> 森川さつき・前掲注12・100頁。

<sup>25</sup> 志谷匡史・前掲注11・10頁。

<sup>26</sup> 森川さつき・前掲注12・100頁、湯原心一・前掲注12・6頁。

<sup>27</sup> 森川さつき・前掲注12・100頁、湯原心一・前掲注12・6頁。



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

2021年改訂コーポレートガバナンス・コード

2022年5月27日(金) 15:00~17:06

オンライン開催

出席者(五十音順)

|    |    |                          |
|----|----|--------------------------|
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授              |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授               |
| 梅本 | 剛正 | 甲南大学共通教育センター教授           |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授 |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授        |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授               |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授         |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授          |
| 小出 | 篤  | 学習院大学法学部教授               |
| 齊藤 | 真紀 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 白井 | 正和 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 洲崎 | 博史 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 高橋 | 陽一 | 京都大学大学院法学研究科准教授          |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授               |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授         |
| 山下 | 徹哉 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授           |
| 若林 | 泰伸 | 早稲田大学大学院法務研究科教授          |

【報 告】

2021年改訂コーポレートガバナンス・コード

学習院大学法学部教授

小 出 篤

目 次

- |                      |                       |
|----------------------|-----------------------|
| 1. はじめに              | 4. サステナビリティ           |
| (1) コーポレートガバナンス・コード  | (1) 「サステナビリティ」        |
| (2) 改訂の経緯            | (2) 人的資本・知的財産への投資、事業  |
| (3) 2021年改訂の概要       | ポートフォリオ               |
| 2. 取締役会の機能発揮         | 5. 上場子会社における少数株主保護    |
| (1) 独立社外取締役割合（人数）の増加 | 6. 監査・内部統制・リスクマネジメント関 |
| (2) 取締役会の構成、取締役会の必要ス | 係                     |
| キル                   | (1) 内部統制・リスクマネジメント    |
| (3) 経営陣幹部や取締役の指名・報酬決 | (2) 監査役               |
| 定プロセス                | 7. 株主総会の電子化・英文開示      |
| (4) 対話ガイドライン改訂に反映された | 8. まとめ                |
| 事項                   | 討論                    |
| 3. 中核人材におけるダイバーシティ   |                       |

○伊藤 それでは、定刻になりましたので、5月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。本日は、「2021年改訂コーポレートガバナンス・コード」というテーマで小出先生からご報告をいただきます。

よろしくお願ひします。

○小出 学習院大学の小出でございます。本日はどうぞよろしくお願ひいたします。

まず先に、お配りしているものをご確認ください。私が作成しました簡単なレジюмеと、附属資料として4種類のPDFファイルを付けてあります。1つが本日のテーマとなっている「2021年改訂コーポレートガバナンス・コード」で、2021年度の改訂と以前のものと見え消しでつく

ったものです。非常に分かりやすいと思いますので、こちらを参照したいと思います。それから、今回の改訂の前提となったものということで、いわゆるフォローアップ会議による意見書及び対話ガイドライン改定案です。こちらにつきましては後ほど説明させていただきたいと思います。

1. はじめに
- (1) コーポレートガバナンス・コード
- このあたりは、先生方は十分ご承知のことかと思ひますので、簡単に済ませたいと思ひます。
- そもそもコーポレートガバナンス・コードとは何かということですが、コーポレートガバナンス・コードは、今回の改訂後の数字ですけれども、「基本原則」が5原則、「原則」が31原則、

「補充原則」47原則により構成されており、このほか、基本原則の中に「考え方」というものが付されています。

これらにつきましては、東証から「コーポレート・ガバナンス報告書」において遵守状況の開示が求められていますが、今回の2021年改訂コードにつきましては、2021年12月末までにこの報告書で回答することが求められています（上場規程436条の3）。そういった意味で、こちらは東証の上場規則の一部をなすものであるという理解ができます。

それから、今回の改訂は、4月から始まったプライム市場に上場している企業（以下「プライム企業」）に対して適用される原則ができたということが一つの特徴ですけれども、こちらについては、プライム市場は2022年4月から始まったものですので、4月以降に開催される各社の株主総会終了後速やかにこれらの新しいコードについての遵守事項を記載したコーポレート・ガバナンス報告書の提出が求められるということになっています。

いずれも「〇〇するべきである」という規定になっているのですが、特に「開示すべきである」とされている項目の開示については、それぞれの内容に応じて行わなければならないというふうに書いていまして、コーポレート・ガバナンス報告書内で行ってもいいですし、ほかの方法によって行っても構わない。例えば有価証券報告書を使ったり、ホームページを使ったりする方法でも構わないとされています。

各原則は「～べきである」規定となっていますが、これについて適用会社にはいわゆる“comply or explain”が求められます。complyもexplainもしないと、上場規則違反となって実効性確保措置（公表措置（上場規程508条1項(2)など））の対象となり得るということです。

それから、各原則については、2022年4月の東証市場区分見直し以降は以下のとおりの適用がなされます。すなわち、①「プライム企業」については、今回のコードの「基本原則」「原則」「補

充原則」全てについて適用されます。一方で、②スタンダード市場上場企業は、「基本原則」「原則」「補充原則」の全てが適用されるのですが、後述しますプライム企業のみを対象とした原則は適用されないことになります。そして、③グロース市場上場企業については、「基本原則」のみが適用され、「原則」や「補充原則」については必ずしも適用が求められないということになります。

それから、「基本原則」には「考え方」があると言いましたが、「考え方」自体は規範ではありませんので、これについてはcomply or explainは求められないことになっています。

## （2）改訂の経緯

2021年になされた改訂の経緯を時系列に沿って簡単に説明します。

コーポレートガバナンス・コードは2015年に策定されましたが、この時点で既に基本的に3年に一度の頻度で改訂をすることが予定されていました。そのために、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」（以下「フォローアップ会議」）が同時に立ち上がりまして、定期的に検証が行われ、その3年に一度の改訂の予定の中で、2018年に第1回の改訂がなされたということです。

2018年のコーポレートガバナンス・コードの改訂に当たっては、同時に、「投資家と企業の対話ガイドライン」（以下「対話ガイドライン」）が策定されています。コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの附属文書として両者をつなぐものということで、投資家と企業が対話するための望ましいガイドラインが策定されているということです。

今回の2021年の改訂は2回目の改訂ということで、前述のとおり、基本的には、当初より予定された定期的な見直しの一環であるということかと思えます。

2018年の第1回の改訂の後、以下のような動きがありました。

まず、フォローアップ会議は定期的に行われて

いたわけですが、2019年の段階で、2018年会議で積み残された今後の課題というものが指摘されています。こちらが添付しました意見書（4）になります。

それから、2018年から2020年にかけて、東証の市場区分見直しという議論が始まりました。その議論の中で、市場ごとにふさわしいコーポレート・ガバナンスの在り方があるのではないかといった問題意識が提起されるようになりまして、2022年4月から新しい市場区分となったということです。

この市場区分については、ご承知のとおり、時価総額で示される「流動性」や「経営成績・財政状態」といった数値的なもので決まるのに加えて、採用している「ガバナンス」によって市場区分が決まるといったことになっていまして、特に流動性や財政状況などの一定の基準を満たせば、ガバナンスの部分については基本的に各企業が選択をするというような位置付けになっています。したがって、プライム企業に相当するガバナンスを用意するつもりがあるのであれば、プライム市場に上場すればいいのですけれども、そうでないのであれば、あえてスタンダード市場を選ぶことも可能であるということになっています。

この東証の市場区分見直しにつきましては、飯田秀総先生が昨年の『ジュリスト』（1563号22頁「資本市場の再編とコーポレート・ガバナンスのあり方」）の中でいろいろと検討されていますが、特にコーポレート・ガバナンスの側面に関しては、プライム企業であればこういうガバナンスをとっているという意味でのシグナリング機能があるということを書かれていました。ガバナンスは選択できるということですから、コーポレート・ガバナンスのシグナリング機能としての市場区分といった考えは今回の制度設計と整合的に見られるように思われます。

2020年には、令和2年度の金融庁の行政方針において、コーポレートガバナンス・コードを予定どおり改訂する検討をするという方針が示されました。

それでフォローアップ会議で引き続き検討が行われまして、2020年には、資料として添付しています意見書（5）で、コーポレートガバナンス・コード見直しについての提言がなされています。ここでは、前述の2019年の意見書（4）での指摘のほかに、新たな指摘がなされています。

そして、意見書（4）、意見書（5）を踏まえてさらにフォローアップ会議で検討が進められ、2021年4月に、フォローアップ会議から「コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイドラインの改訂について」（以下「改訂案」）が公表されました。こちらも資料として添付しています。改訂案では、意見書（4）（5）にそれぞれ挙げられている改訂提案のほかに、さらに新たな指摘もなされているということになります。

2021年6月には、改訂コーポレートガバナンス・コードが公表され、同時に、2018年に策定された対話ガイドラインについても一定の改訂がなされ、公表されています。

### （3）2021年改訂の概要

以上のような経緯を踏まえてなされた改訂ですけれども、時系列に沿ってその概要を見ますと、中身というよりは、どういう経緯で示されたかということでの分けですが、以下の4つのことが取り入れられたということになります。

①2018年改訂の積み残しとして意見書（4）で指摘された事項としては、監査に対する信頼性を一層確保する必要があるという指摘（後述の6）、あるいはいわゆるグループガバナンスについての指摘（後述の5、6）があり、支配株主がいる会社の少数株主の保護とか、あるいはグループ全体の内部統制も含めたガバナンスの話が今回のコードに反映されているということになります。

②2020年の意見書（5）によって新たに指摘された事項としましては、取締役会の機能発揮という項目（後述の2）、それから取締役会自身のダイバーシティの話もあるのですけれども、それ以外に幹部社員のような中核人材のダイバーシティ（後述の3）といったことが取り上げられていま

す。

③2021年の改訂案でさらに加えて指摘された事項としては、今回導入された大きなものとしてサステナビリティ（後述の4）に関する項目があります。

そして、今回同時並行として市場区分の見直しが行われましたが、その市場区分がガバナンスに着目をしているところがありますので、④市場区分の見直しに対応するために、コーポレートガバナンス・コードの中にも、特にプライム市場は、我が国を代表する投資対象として優良な企業が集まる市場として高い水準のガバナンスが求められるという問題意識の下、プライム企業を対象としたコードを新設しています。下記の6つが新設されたということで、後ほどそれぞれの項目のところで少しお話ししたいと思います。

- a. 機関投資家向けの議決権電子行使プラットフォーム採用
- b. 英文開示
- c. 気候変動関連リスク開示
- d. 独立社外取締役割合の上乗せ
- e. 支配株主がいる場合のガバナンス体制上乗せ
- f. 独立した指名・報酬委員会の構成及びその開示について

以下、各論的に改訂された項目を見ていききたいと思います。

## 2. 取締役会の機能発揮

ここでは幾つかの項目が改訂されていますので、項目に分けてお話ししていきたいと思います。

### (1) 独立社外取締役割合（人数）の増加

まず、今回の改訂によって求められる独立社外取締役の割合ないしは人数が増加されるという改訂がなされています。こちらは原則4-8で示された改訂です。

これまでの、上場企業については2名以上の独立社外取締役が求められていましたが、プライム企業については、それに上乗せして3分の1以上

の独立社外取締役が要求されることになりました。

一方で、プライム企業以外のスタンダード・グロース市場の上場企業については、これまでと変更はなく、2名以上の独立社外取締役が求められることになっています。

ただし、業種・規模・事業特性・機関設計・環境等を踏まえて必要と考える会社は、さらに多くの独立社外取締役を選任するのが望ましいとされていまして、その目安が今回のコードによってさらに上乗せがなされています。すなわち、プライム企業については3分の1以上の独立社外取締役が望ましいとされたところ、過半数の独立社外取締役を選任すべきであるということになっています。一方で、プライム企業以外についてはこれまでと同じ3分の1以上の選任が望ましいとされています。

ここは改訂とは関係ないのですが、「独立社外取締役」という言葉が使われていまして、これは会社法上の言葉ではありません。社外性という部分、すなわち「社外取締役」の部分については、基本的には会社法上の定義と同一であると考えられますが、「独立」とは何かについては、会社法にもコードにも規定はないということで、各企業で判断されることになるのかと思います。

なお、今回の改訂事項ではありませんが、原則4-9においてその判断基準の策定や開示が求められることとなります。ヒントとなるものは幾つかありまして、東証の「上場管理等に関するガイドライン」における基準がミニマム・スタンダードとなって、それを各企業で参考にしたうえで独立性を判断するという建付けになっているということです。

さて、こちらの改訂について問題となるのは、なぜ3分の1という数字が出てきたのかということかと思っています。

これは独立社外取締役に期待されている機能は一体何なのかということも関わってくると思います。一応考えられるものとしては、よく言われる話ですけれども、社外取締役はもともと、いわゆる監督機能、独立した立場で社内の取締役の

経営に対して監督を行うといったことが期待されるということです。仮に独立社外取締役に要求されているのもこの監督機能だとしますと、3分の1という数字はやや謎な数字です。なぜならば、取締役会は株主総会と違いまして、特別決議要件（3分の2の多数決）があるわけではありませぬので、社内取締役主導による不当な決議を阻止するという監督的役割が期待されるのであれば、3分の1という数字にはあまり意味がない。上乘せするのならば、少なくとも過半数の独立社外取締役としなければ、監督という意味では機能しないと言えそうだからです。

そう考えますと、今回3分の1とされたのは、独立社外取締役にはどうやら監督以外の機能が期待されるようになってきていることを反映しているのではないかということが、今回の改訂の経緯のいろいろな議論からは見て取れます。

すなわち、フォローアップ会議などでのいろいろな委員の方々の発言や、その後書かれているようなものを見ますと、主に以下の2つのことが言われています。

①プライム企業においては、特に監査役会設置会社とか監査等委員会設置会社においては、任意の指名委員会、報酬委員会を置くことが求められているわけですが、その構成メンバーとして委員の過半数を独立社外取締役とするという改訂が今回なされています。2つの委員会それぞれに過半数の独立社外取締役を置くことを考えますと、ざっくりとではありますが、大体3名ぐらいは独立社外取締役がいけないのではないか。だから、その3名という人数の方がまず先に来ているということです。

②取締役会に必要なスキルを特定し、各取締役のスキルをスキルマトリックスによって開示するとされたこととの関係で、独立社外取締役チームの中で適切に分散したスキルをマトリックスとして書くためには、やはり3名程度はいなければ、それぞれ違ったスキルを持って、お互いに欠けたところをうまく補い合いながら望ましい役割を果たしていくということは実現できない。そうする

と、やはりここでも3～4名という数字が必要になってくる。

そして、現在上場企業、特にプライム企業になるような会社の1社当たりの取締役の平均人数が9名程度であるというデータがあるようで、そうすると9名の3分の1は3名であるから、3分の1という数字が出てきたのだと、そういうことが書かれていたりします。

これがそうなのかどうかは少し何とも言いえないところではあるのですけれども、仮にこういう考え方に基づくのだとすると、一応理解できるものではあると思います。そうしますと、独立社外取締役に求められることが、伝統的ないわゆる監督機能だけではなく、中長期的な企業価値向上のためのより戦略的な部分に関与することに変容しつつある。すなわち、「守りのガバナンス」から「攻めのガバナンス」に独立社外取締役の役割が変容しつつあるということの表れが、今回の3分の1以上という数字になっているというふうに理解できます。

一方で、独立社外取締役が増えるということは、取締役会の中で独立かつ社外という人が多くの割合を占めることになります。本来的に、独立社外取締役は日常的に会社の経営判断に積極的に関わることは想定されていないと言われていました。そうすると、取締役会が経営判断を行うという立付けと独立社外取締役が増えるということはある意味では矛盾します。したがって、今回の3分の1以上に増やすという改訂の背景には、プライム企業はいわゆるモニタリング・モデルに移行していく必要があるということを示唆しているのではないかという指摘もあります。すなわち、取締役会の機能というものを経営判断中心のものから、徐々に監督に特化させていく。その上で、将来的には監査等委員会設置会社あるいは指名委員会設置会社に移行したうえで取締役会の権限を監督に絞っていくことが、実は求められているのではないかということです。

そうかなという感じもしますし、そういう企業も多分出てくるだろうと思います。独立社外取締

役を増やすとともに、そこで経営判断することはなるべくやめて、監督機能に特化させてモニタリング・モデルに移行するという事は、確かに説明としてもうまくいきますし、そういうこともあり得るかと思いますが、必ずそうしなければいけないということまでは、今回の改訂は含意していないだろうと思われまます。

逆に前述のとおり、独立社外取締役にはむしろ今後は積極的に経営戦略、経営判断といったものに関わってくることが求められているとしますと、3分の1程度の独立社外取締役を置いた上で、取締役会で引き続き経営判断をして、それに独立社外取締役が積極的に関与していくようなこともあり得るのではないかという感じもします。

どちらを想定しているのかは、今回独立社外取締役に与えられる機能というものをどのように考えていくのかということと関わってくる論点かと思えます。

なお、独立社外取締役の人数が増えると言いましたけれども、実際は多くの会社が既に3分の1程度は選任しているという実態がありますので、それほど現状と変わるわけではないという指摘もあります。そうだとしましても、今回のコード改訂によって、独立社外取締役に要求されることはいろいろな側面で増えてきています。想定以上に多くの会社がプライム企業に移行しましたので、プライム企業がそのような高度な重責を背負う独立社外取締役をそれぞれ多数そろえるということには、かなりの困難が伴うように思われます。

独立社外取締役の責務が重くなっていることから、形式的に数をそろえるのではなく、実効的なスキルを持っている人を選ぶことが求められることとなります。独立社外取締役としての人材プールというものをどうやって確保していくのが、恐らくこれまで以上に問題となってくるのではないかと。プライム企業に移行した会社は近くそういった問題に直面するのではないかとこのように考えられます。

## (2) 取締役会の構成、取締役の必要スキル

次に、取締役会の構成あるいは取締役の必要スキルについての改訂です。原則4-11では、「多様性」という要素の中に職歴や年齢を加えるという改訂がなされ、補充原則4-11①では、必要な「スキル」を特定したうえでスキルマトリックスを開示するという改訂がなされています。それで、ここでは「スキル」と「多様性」という2つの要素が出てきていますが、この2つがそれぞれどういう関係であるか、どういうものであるのかというところからまず出発したいと思います。

「スキル」というのは、今回の補充原則4-11①の記載などを見ますと、取締役会の役割・責務を実効的に果たすための知識や経験や能力ということになっています。そのうえで、各企業における取締役会の役割、これは具体的には基本原則4に大きく分けて3つの役割が要求されています。

- (1) 企業戦略の大きな方向性を示すこと
- (2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと
- (3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役員及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効的な高い監督を行うこと

それぞれの取締役会の機能に資するスキルが取締役には要求されていて、それは当然会社によって違うということが前提となっているのだと思います。

一方で、「多様性」というのは元から求められていたのですが、原則4-11で、今回その多様性の要素に「職歴」「年齢」が加えられました。

その多様性という要素については、「スキル」とは少し理解が違う可能性もあるのではないかと思います。すなわち、多様性というものは、恐らく企業ごとに異なるものではない普遍的な要素だろうと思います。したがって、どの会社においても、基本的に多様性は必要であって、考慮する必要があるということになるのだと思います。そうだとしますと、その多様性を確保するというときに、スキルの場合のように、その多様性の要素が自社の取締役会の役割に資するののかについて企業が判断することが求められるのかということが問

題になってきます。

仮に多様性が普遍的な要素だとしますと、それが取締役会にとって望ましいかどうかではなく、多様性を維持すること自体に価値があり、非常に極端な話をすれば、多様であればそれでよいということになります。

そうではなく、取締役会の役割に資するかどうかという観点から多様性が大事だとしますと、例えば、うちの会社はあくまで企業価値向上が取締役会の機能だと考えるので、やはり実力重視ということになり、無理にジェンダーバランスを整えたりはしないのだということを explain する、あるいは、うちの会社は国内事業しかやっていないので国際性は必要ないというふうに言うてしまう、ということになります。こうした対応が認められるべきなのかは、多様性をどのようなものとしてとらえるかによって変わってくるのではないかと思います。

ここはなかなか難しい問題だと思うのですが、この多様性というものは、必ずしもその会社の企業価値あるいは取締役会の役割に資するかどうかが求められているものではなく、多様性を確保すること自体が目的なのだというふうに考えることもあり得るように思われまして、そうだとすると、前述のような explain は認められるべきではないということにもなりそうだと思います。

だからといって、どの会社も女性役員を何割以上、あるいは外国人の採用が必ず必要なのかというと、多分そうではないと思われます。多様性の重要性を認識することが今回求められているので、それが現実に可能かどうかはまた別であって、多様性の重要性を認識していれば、今回のこの「多様性」の項目については comply したというふうに言えるとするとも考えられるのではないかと思います。

ここは結局、「多様性」を要求する意味はどこにあるのかということと関わってくる問題のように思います。もちろん、やはり多様性は企業価値の向上とか取締役会の役割に資するものというふうに見るべきだと考えられるのかもしれませんが

が、そのように考えますと、前述のような explain が認められることになります。パブコメ回答はそれも認められると言っているようです。しかし、それが本当に望ましいのかどうかについてはやや疑問があるように思います。

一方、「スキル」については、取締役会が経営戦略に照らして必要なスキルを特定したうえで、各取締役のスキルを一覧化することが求められることになりました。

それについては、スキルマトリックスを作るといったことが例示として挙げられています。スキルマトリックスは取締役のスキルを表にしたものですが、これを必ずしも作らなければいけないというわけではなくて、あくまでも必要なスキルに照らして各取締役がどういうスキルを持っているのかが分かればよいとなっています。ただ、スキルマトリックスは分かりやすい表ですし、今回の改訂以前からこういったものを公開する会社も多かったようで、そういう実務が広がっているようです。

スキルマトリックスはもともと、インターナショナル・コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（ICGN）など、外国ではかなり広がっていたものでもあるということで、日本においても非常に参考になるものとして取り上げられているようです。

今回の改訂において一番重要な要素は、取締役会が必要なスキルを特定することであり、スキルマトリックスを作ること自体が目的ではありません。こういったお手本的なマトリックスや表があると、実務の感覚として、この表をとにかくきれいに作りたいというところから出発する可能性はあると思います。しかし、そのために取締役の持っているスキルをまず洗い出して、それを一覧表化して、このように各取締役は全てのスキルを持っていますよというふうに表を作るのは、ある意味では本末転倒です。まずは、うちの会社にとって必要なスキルは何かということ洗い出したうえで、各取締役がそのスキルを持っているかどうかをチェックしていく、そのためのコードの原則



なのだということを理解することが大事です。

その意味で、必要なスキルを特定したうえで、現段階ではそのスキルを持った取締役が存在しない、つまりスキルマトリックスの中に空白があるということは、今回のコードの改訂に照らして決して悪いことではありません。まさにそれを認識し、今後の取締役選任に当たってそのスキルを有する人材を少しずつそろえていくというプロセスが重要なのではないかと思います。

これは、後ほどお話しする取締役会メンバーの後継者計画 (succession plan) といったものとも関係する話であり、必要なスキルを持った取締役がそろっていないこと自体で explain が求められるわけではないということで、このあたりをきちんと理解していないと形式主義に陥りやすいということはしばしば指摘されているところかと思えます。

もう一つ、独立社外取締役についても今回スキルの開示が必要だということです。恐らく、独立社外取締役に求められるスキルとそのほかの取締役に求められるスキルは違ってくるだろうと思えます。ですから、取締役会はその経営戦略に従って、うちの会社では社内取締役にこういうスキルが求められる、独立社外取締役にこういうスキルが求められるということを適切に洗い出したうえで、それを現在の取締役会メンバーの中で一覧化していくということが求められるのではないかと思います。

「多様性」については、今回のコード改訂で、前述のように「職歴・年齢」が考慮要素として加えられました。職歴は、中途採用者登用という意味では多様性の要素ですがけれども、一方で、職務経験という意味ではスキルともなるのだろうと思えます。その意味では、スキルと多様性というのは重なる部分もあるということかと思えます。

それから、今回のもう一つの改訂として、独立社外取締役に他社での経営経験を有する者を含めるべきであるということが補充原則4-11①で求められています。他社での経営経験が求められる要素に入ったということは、やはり独立社外取締

役に会社の実質的な経営への関与が求められることの反映だろうと思えます。その意味でも、先ほどの独立社外取締役を3分の1以上選任するというのもそうですけれども、独立社外取締役の位置付けが今回変わってきていることを表しているように思います。

ここでの他社での経営経験については、広く解してよいと言われています。例えばCEO経験者に限らず、専務や常務レベルでもいいとか、あるいは経営コンサルティングの経験者など、経営に関与していればよいというふうに考えられています。最近のはやり言葉との関係で言えば、いわゆるBoard3.0というものがアメリカなどの学界で論じられていまして、日本にも影響を与えているようです。いわゆるアクティビスト投資家のファンドマネージャーなどに対して適切なインセンティブを与えたいと、彼らを独立社外取締役に迎えて、会社の経営に対して積極的に関与してもらおうと、そういう独立社外取締役の在り方というものが提言されているわけです。

もしこのようなものを導入した場合、アクティビスト投資家としての経験が必ずしも経営経験かという問題はありますけれども、アクティビストである時点で様々な会社の経営に関与しているというふうに言えますので、恐らくこうしたBoard3.0の社外取締役というのは、ここでの他社での経営経験に含まれるのではないかと思います。その意味で、Board3.0的な在り方というものも、もちろんそれを求めたわけではありませんけれども、今後コードの中に位置づけることができるようには思われます。

ただ、Board3.0のそもそもの問題提起というのは、別にアクティビスト投資家を入れること自体が目的ではありませんで、現在の独立社外取締役に次の3つの要素が欠けているということです。第一に、必ずしも十分な経営に関する能力があるとは限らない。第二に、独立社外取締役に適切に社内の情報が入ってこない可能性がある。第三に、独立社外取締役は企業価値の向上に対して適切なインセンティブを備えていない。これらのこ

とが問題であって、だからこそ Board3.0 では、アクティビスト投資家に対してインセンティブを与えるという提案がなされているわけです。この問題意識こそが重要なポイントだと思います。

そのうち第一の能力の面というのは、まさに今回のコードの他社での経営経験というところに反映されているように思われます。そして第二の情報については、後ほどお話しします内部監査部門からの情報の提供といったところである程度反映されているようにも思われます。

一方で、第三の独立社外取締役のインセンティブの側面については、今回のコードの中ではあまり取り上げられていないように思いますので、これは今後、また次の改訂のときなどには課題となり得るのではないかと思います。他社での経営経験を有する人が積極的に経営に関与していくことができるとしても、その能力を本当に発揮するかどうかはまた別問題ですので、それがなされない限りは十分な影響を期待できないということを考えれば、インセンティブをどう与えていくかについても各企業で工夫して考えていくということが今後の課題となるように思われます。

### (3) 経営陣幹部や取締役の指名・報酬決定プロセス

取締役会関連の3つ目として、経営陣幹部及び取締役の指名あるいは報酬の決定プロセスについての改訂ということで、補充原則4-10①がその改訂事項になります。

まず、もともと補充原則4-10①では、監査役会設置会社あるいは監査等委員会設置会社において任意の指名委員会、報酬委員会を設置するというに関する原則が書かれていたわけですが、今回の改訂は少し書きぶりを変えているところがあります。

2018年の改訂は、その設置が原則とされ、指名委員会、報酬委員会を設置させるところに眼目が置かれた改訂ということになります。こういった改訂が入りますと、実際に多くの会社がこれを導入していくこととなりますので、データによれば、

東証一部上場企業では約7割の企業がこれらの委員会を任意に設置するようになったことが報告されています。そうだとしますと、指名委員会、報酬委員会は既に設置されていることを前提としたうえで、それによって適切な関与・助言を得ることが重要になり、今回の改訂はそれを目的としている。したがって、設置するということを強調するのではなくて、既に設置があることを前提として、そのうえでそのやるべき職務といったものを書いていくというのが今回の改訂であると思われます。

それでは、具体的にどういうことが権限として明確化されたのかということですが、独立した指名委員会・報酬委員会に関与・助言すべき経営陣幹部や取締役の指名・報酬の件において検討すべき事項に、①後継者計画と②ジェンダー等の多様性やスキルの観点を含むべきことを明確化したということになります。

後継者計画 (succession plan) については、2つの要素があると思います。一つは、次の CEO を誰にするのかということについてあらかじめプランを立てておく。もう一つは、取締役会の構成メンバーについての後継者計画。特に後者に関しては、前述のように必要なスキルとの関係で、足らざるスキルを選んでいくようなことが今後求められるようになるのではないかと思います。

この後継者計画については、パブコメによりますと、comply のために必ず入れなければいけないというわけではないようでして、そうすると、入れなかったとしても常に explain が求められるわけではないことになります。そうだとすると、どのような位置付けなのかはやや不明な点もあります。

なお、この指名委員会・報酬委員会については、実は意見書(5)の段階では、主に報酬委員会の活動状況や策定した報酬体系の開示というように、開示について改訂をしていくという提案がなされていましたが、今回の改訂においては、むしろ権限を具体化するような改訂がなされました。もともとは、開示によってこれらの委員会が果たすべ

き役割を果たしているかどうかを見られるようにしようという間接的なことが要求されていたのだと思いますが、より直接的に果たすべき権限というものを規定したというのが今回の改訂の内容とということです。

それから、プライム企業についてはさらに上乘せの規定があり、①指名・報酬委員会の過半数は独立社外取締役とすることを基本とすること、及び②委員会構成の独立性に関する考え方や委員会の権限・役割についての開示を求める、という改訂がなされています。

こちらでも委員会の過半数を独立社外取締役にすることは必須ではないとされていまして、例えば独立社外取締役の数は委員会の半数以下だけれども、委員長を独立社外取締役とすることによって独立性を担保するといった方法もあり得るということで、どういう形で独立性を担保するのかは、独立性に関する考え方の開示において求められることになるという説明がされています。

これらの指名委員会・報酬委員会は、独立社外取締役自身の指名あるいは報酬についても検討することが求められます。そう考えますと、独立社外取締役の「独立性」を担保するという観点からは、現経営陣の影響が指名・報酬委員会に及ぶことはなるべく避ける必要があります。したがって、指名委員会・報酬委員会は必ずしも全員が独立社外取締役である必要はないのですけれども、少なくともCEOは入ってはならないなどのことは独立性の考え方の中で示されるべき事項の一つのように思われます。

#### (4) 対話ガイドライン改訂に反映された事項

このほか、意見書や改定案の段階では示されていたものの、でき上がったコーポレートガバナンス・コードそのものには反映されなかった事項があります。そちらは、今回同時に公表された対話ガイドラインの方に反映されています。詳細は省略しますが、①筆頭社外取締役が投資家と対話をするべきであるとか、②独立社外取締役が取締役会議長に就任するべきであるとか、③取締役会の

自己評価・外部評価に関する事項です（cf. 補充原則4-8②、4-11③）。

ここでは、社外取締役に求められている機能がやはり大分大きくなってきている、責任が重くなってきているということだけ、指摘をしておきたいと思います。

### 3. 中核人材におけるダイバーシティ

中核人材におけるダイバーシティの問題は、補充原則2-4①で改訂がなされています。

具体的には、中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方と、「自主的かつ測定可能な目標」とその状況、これは実際には進捗状況だと言われていますけれども、これらを開示することが求められるようになりました。

なぜ中核人材なのかということですが、取締役会のダイバーシティについては先ほど少しお話ししましたが、取締役会のみならず、それを支える幹部従業員についてもダイバーシティが重要であることが認識されていることと、また、取締役会のダイバーシティを実現していくためには、その人材プールとして、中核人材についてもダイバーシティが必要なのだということも問題意識としてはあるのではないかと思います。

具体的にこの「多様性」の中身についてですが、どういう多様性が大事かについては各企業が判断する必要があるのですけれども、特に女性・外国人・中途採用者の管理職への登用については、コード上に例示されていますので、これらについては必ずその「自主的かつ測定可能な目標」や「その状況」の開示が求められることになります。

今回非常に注目されるのは、「中途採用者」が加わったことです。中途採用者は、他社での職務経験から、企業固有の価値に縛られない意見を通じて果敢な意思決定が可能となるとの考え方に基づいて求められたのだと説明がされています。

同時に、今回の改訂においては、多様性確保に向けた人材育成方針・社内環境整備方針、これは中核人材に限らず、会社の中の従業員全体の育成、あるいは従業員の労働環境といったところで多様

性確保という要素を方針の中に入れ込み、そういった実施状況を開示するべきであるとされました。

これは、中長期的な企業価値の向上にとって人材戦略が重要であるとの考え方が基礎にあるように思います。後ほどお話する企業価値に資するサステナビリティとも関連する要素かと思えます。具体的には、女性人材確保のための福利厚生、例えば男性の育休なども含めた様々な福利厚生制度の導入ですとか、あるいは外国人人材を確保するための環境整備、例えば日本における生活の援助なども含まれることが説明されています。

女性人材の確保については、これまでも定められていたのですけれども、今回それについて具体的な考え方やその目標・方針・実施状況の開示などが求められるようになったということです。

ここでは、多様性というものは、どうも企業価値向上のための手段としても捉えられているように思われます。このあたり、取締役会の多様性というのは、スキルの開示とは違って、私は企業価値向上とは必ずしも一致しないのではないかと申し上げたのですが、ここでの多様性というのは、むしろ企業価値向上のために必要なのだと、つまりサステナビリティとの関係で必要なのだというふうにも捉えられているようにも見えます。「企業価値向上」との関係に着目すると、取締役において要求される多様性というものと、それから会社全体の多様性というものは、少し違った要素に基づいているのではないかと私には思えます。

そうだとしますと、ここでは、当該企業における企業価値の向上と幹部従業員の多様性との関連をやはり「考え方」において開示していく必要があるのではないかと感じます。

#### 4. サステナビリティ

サステナビリティについて、今回幾つかの項目にわたって改訂がなされています。これも非常に大きな改訂だと思いますが、大きく2つの要素がありまして、一つは「サステナビリティ」そのもの話です。もう一つは、コードの同じところで、人的資本や知的財産への投資、あるいは事業ポ-

トフォリオといったものについての改訂がなされていますので、この2つを併せて「サステナビリティ」とあえて申し上げたいと思います。

あえてというのは、後ほど話すように、一般的な意味で言われるサステナビリティと今回コードが考えているサステナビリティとは、少しずれがあるのではないかと思います。サステナビリティのところに、併せて事業ポートフォリオとか人的資本への投資が書かれていることがその表れではないかと思うからであります。

##### (1) 「サステナビリティ」

まず、基本原則2の「考え方」の中で、サステナビリティを中長期的な企業価値の向上の文脈で捉え、それを「経営課題」と位置づけました。それを受けて補充原則2-3①では、取締役会の「〜べき事項」として、サステナビリティ対応が「リスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題である」と認識し、中長期的な企業価値向上の観点から取り組むことが求められるという改訂がなされています。

ここは、これまでの補充原則2-3①とは大分違っていて、これまではグローバルな社会・環境問題への要請あるいは関心の高まりという問題意識に基づいて、サステナビリティ対応というのは「重要なリスク管理」だとされていたのが、今回は、これはリスク管理だけではなくて、収益につながる重要な経営課題なのだという認識に変えています。

すなわち、サステナビリティ要素あるいはESG要素については2つのアプローチがよく言われています。一つは、企業価値（株主価値）向上の方向とは必ずしも同じ方向を向いていないようなステークホルダーの価値も考慮すべきなのだという、多元的ステークホルダーアプローチと呼ばれるもので、ここでは、ESG要素は、企業価値向上につながるようなものであっても、異なる価値として追求すべきなのだと言えます。もう一つは、株主価値の向上のためにESG要素が必要なのだという、いわゆる「啓蒙された株主価値アプ

ローチ」とも言われるものです。

今回の改訂では、サステナビリティが会社の収益機会につながるということを強調していますので、どちらかというとも後者のアプローチ、すなわち株主価値というものが究極の目標であり、その一要素としてサステナビリティを捉えるというようなアプローチをとっているように思われます。

今回の改訂では、補充原則2-3①では、サステナビリティ課題について、気候変動のほか、人権問題なども含めて様々な課題の例示がなされています。

それから、開示に関しては、経営戦略の開示と併せて「自社のサステナビリティについての取組み」の開示が求められます（基本原則3-1③）。ここについては後ほど触れたいと思います。

また、同じく取締役会において、「自社のサステナビリティを巡る取組み」について基本的な方針決定をすることが求められています（基本原則4-2②）。

開示関係についてはもう一つ、プライム企業に対しては上乗せの規制がありまして、気候変動リスク及びその収益機会の自社への影響について必要データの収集分析を行ったうえで、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）等の枠組みに従って開示することが今回求められています。

今回 TCFD を挙げているということは、プライム企業には、国際的な基準に従って開示の質・量を向上することのみならず、国際的な比較可能性を向上させるということも求められるのだという認識が前提にあるのだと思います。

ただ、ここに関して、私は一つよく分からないところがあります。なぜ今回気候変動リスクだけを取り上げているのかという話です。今回のコードを見る限りでは、気候変動リスクについては、TCFD に限定はしていませんが、TCFD などの枠組みに従って開示しようと言っているのですが、ほかの ESG 要素についての開示は求められていません。これはなぜなのかというのがよく分からない。

TCFD は気候関連財務情報開示ですから、これが気候関連リスクについての開示基準であることは

間違いないのですが、グローバルの世界で今登場しつつある開示基準はこれだけではありません。例えば、今は統合して VRF（価値報告財団）になりましたが、SASB（サステナビリティ会計基準審議委員会）が策定したスタンダードとか、IIRC（国際統合報告評議会）が策定した統合報告フレームワークとか、また、GRI（Global Reporting Initiative）スタンダードなどは、いずれもグローバルな開示基準で、気候変動開示も含まれていますが、それだけを対象としているわけではありません。

あるいは、今後日本に大きく影響を与えそうなものですが、IFRS 財団が2021年11月に「国際サステナビリティ基準審議会」（ISSB）の設置を決定し、国際サステナビリティ開示基準の開発を開始しました。つまり、会計に関する IFRS に相当するものとして、サステナビリティに関して基準を作ることを始めたということです。

これに応じまして、日本の財務会計基準機構は、企業会計基準委員会とは別に「サステナビリティ基準委員会」（SSBJ）を今年立ち上げています。こちらについても、当面は気候変動開示についての作業を進めると言われていますが、将来的には、より広い ESG 開示基準を策定することを明言しています。そう考えますと、気候変動リスクのみを今回取り上げて、その開示を求めるということで十分なのか。早晩、恐らくこの改訂が求められて、ESG 全体の開示が求められるようになるのではないかと私は考えています。

さて、以上が改訂の概要ですが、今回の改訂で言われている「サステナビリティ」というのは一体何のサステナビリティなのかということです。

ここには、2つのサステナビリティというものが有り得るように思います。一つは、一般的な a. 社会・環境等の「サステナビリティ」で、つまり社会や環境の長期的な持続可能性です。今回の「サステナビリティ」が、こういう意味だとするならば、前述の「自社のサステナビリティについての取組み」の開示、あるいは取締役会における基本的な方針決定というのは、『自社の、「サス

テナビリティについての取組み』)、うちの会社が一般的なサステナビリティ (ESG) についてどう取組みをしているのかということを開示する、あるいは策定することを求められるというふうに読むべきであるように思います。

しかし、ここでの「サステナビリティ」というのは、実は a. の社会・環境のサステナビリティというよりは、b. 「自社のサステナビリティ」、つまり自社が長期的に持続可能な形で経営していることを言っているのだというふうに読むことも不可能ではないというか、どちらかというところ、こちらの意味ととった方が今回の改訂には合致しているようにも思われます。これは一般的なサステナビリティとは少し違うもののように思うのです。このように見るとするならば、「自社のサステナビリティ」についての取組み状況を開示あるいは策定することが今回求められることになるように思います。

もし b. の方と捉えるのだとしますと、これによって分かってくることがあります。すなわち、補充原則 2-3 ①では、例えば気候変動とか、社会的な話とか、いわゆる一般的な社会・環境等の ESG の課題について多く例示しています。そういったものを挙げながら、しかし、今回のサステナビリティの意味が「自社のサステナビリティ」であると読むのだとすると、今回の改訂は、いわゆる「啓蒙された株主価値アプローチ」をとって、社会・環境等のサステナビリティはそのための一要素だと見ているということが示されるように思います。

つまり、あくまで自社のサステナビリティについて開示・策定しなければいけないが、一方で、そのための課題として社会・環境のサステナビリティを挙げているのは、それが会社自身のサステナビリティにつながるのだと理解しているのということです。自社のサステナビリティが最終目的だとするならば、社会・環境のいわゆる ESG 要素が自社のサステナビリティにどのようにつながるのかということ、各企業は個別に検証していく必要が出てくるのかもしれない。

すなわち、社会・環境のサステナビリティ自体が目的ではありませんので、うちはこんなにいいことをやっていますよという伝統的な CSR の開示だけでは不十分であり、それがその会社の企業価値にどういう影響を与えていくのかということについてもきちんと検討し、プランを策定して開示していくことが求められるようになるように思います。

そうなりますと、いわゆるサステナビリティ開示については、何にとっても重要なことを開示すべきなのか、いわゆるシングルマテリアリティ、ダブルマテリアリティの両方の考え方がありますが、このどちらをとるべきかにも関わってくるように思います。つまり、企業価値にとって重要な要素を開示していくというシングルマテリアリティで考えるべきなのか、それとも、企業価値にとって重要な要素のほかに、社会・環境全般にとって重要なものも開示すべきだというダブルマテリアリティの考え方でいくべきか、ということについて、今回 b. と捉えるのであれば、あくまでシングルマテリアリティ、すなわち企業価値にとってどのような影響があるのかという観点で開示を行うべきだということになります。

それから、「自社のサステナビリティ」が問題になるのだとすると、いわゆる ESG 要素以外の、その会社の持続可能性にとって重要なほかの要素についても取り組まなければいけないことになりそうです。その意味では、伝統的な ESG 要素だけではなくて、会社の経営の中身について、持続可能な形で長期的に実現できるようなことも、自社のサステナビリティの中に読み込めるということになりそうです。

今回の改訂では、どうやらサステナビリティの意味を「自社のサステナビリティ」と捉えているように見えます。それは幾つかのところから読み取れます。一つは補充原則 4-2 ②が、原則 4-2 の「経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備」を補充するものとして位置付けられているということです。経営陣幹部による適切なリスクテイクをすることが何のために役立つか

という、これはやはり自社の中長期的な成長に役立つということであると思います。そうだとするならば、原則4-2は自社の中長期的な成長、持続可能性が目的となっているというふうに読んだ方がやはり自然だということになり、原則4-2の補充原則としてのサステナビリティ要素もそのためのものであると言えそうです。

それから、前述のように、補充原則2-3①で例示された課題については、いわゆる ESG 要素に加え、実はもう一つ「自然災害等への危機管理」といったものが挙げられています。これは一般的なサステナビリティ要素とは違うように思われます。ここにはいわゆる BCP (Business Continuity Plan) のようなものも含まれると思いますが、これはどちらかというと、自社に何か緊急時があったときでも事業が継続できるようにというまさに自社の持続可能性が問題となっていて、これが例示として挙げられているということは、やはり目的は自社のサステナビリティなのではないか。

それから、経営資源の配分や事業ポートフォリオへの開示・監督と同じ文脈というか、同じ補充原則の中で「自社のサステナビリティについての取組み」についての開示・基本の方針策定が定められています(補充原則3-1③、補充原則4-2②)。つまり、経営資源の配分、事業ポートフォリオへの開示・監督というものとサステナビリティの取組みとかについての開示は同じ目的なのだというふうに読めそうです。特に経営資源の配分・事業ポートフォリオの開示というのは、まさに企業が持続可能な形で経営できるためのものと理解できますので、そうだとすると、サステナビリティについても自社の持続可能性というものが目的となっているように読めるということです。

そのように考えると、ここでいうサステナビリティというのは、一般的な ESG よりもちょっと広いものを想定しており、目的は自社の持続可能性であって、そのために必要な取組み、あるいは開示をすることが求められるということになり、いわゆる ESG 要素だけを開示すればよいということではないのではないかとということが読み取れそう

な気がしています。それが妥当なのかどうかも含めて、その影響について今後検討していく必要があるように思います。

それとの関係で、最近、サステナビリティ目標達成度と取締役の報酬を関連付けるというような実務が一部の会社で行われていたり、株主提案が行われたりしています。今お話ししたように、自社のサステナビリティ、いわゆるシングルマテリアリティ的な発想でこれを読むのであれば、こういった実務を導入するのは、サステナビリティの目標がその企業価値に本当に関連するのかどうかということを慎重に検討したうえでなければ望ましくないのではないかと思います。これが社会・環境の維持そのものに価値があるというふうに考えるのであれば、別に企業価値に直結しなくても、これを入れること自体がいいことだと言えるのですけれども、そうでないとするならば、このような制度の導入が本当に企業価値の向上につながるのかということをきちんと検討する必要があります。

## (2) 人的資本・知的財産への投資、事業ポートフォリオ

こちらについても、人的資本・知的財産への投資等について情報開示を求めるとか、その経営戦略の実行について監督することが求められているなどの改訂がなされています。

もともと人的資本への投資については、株主に対する説明を原則4で求められていたのですけれども、今回その位置付けを企業の持続的成長とつながる形でより明確化し、取締役はそれに関与すべきこと、あるいはその開示について明示された(補充原則3-1③)というところにポイントがあるように思われます。

これは今回のコードとは関係ありませんけれども、これらの項目は、今回のコード以外にも様々なところで課題として挙げられている話でして、例えば経産省の事業再編ガイドラインは、事業ポートフォリオというものを積極的に見直していくべきこと、さらにそれに社外取締役が積極的に関

与することも求めている、そのうえで、それを実現しやすくするために事業再編を使うべきだという発想になっているわけです。

今回これらの項目がコードの中にも取り入れられたというのは非常に注目すべきことであり、そして前述のように、これは自社のサステナビリティに関する重要な要素であるというように読めるように思われます。

#### 5. 上場子会社における少数株主保護

これも非常に重要なポイントだろうと思います。今回の改訂では、まず、支配株主が「会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならない」ことを明示したうえで、少数株主保護のためのガバナンス体制整備を基本原則4の「考え方」において求めました。これは「考え方」ですが、そのうえで補充原則4-8③で、支配株主からの少数株主保護という文脈で、a. 独立社外取締役を3分の1以上（プライム企業は過半数）置くか、b. 支配株主と少数株主との利益が相反する「重要な」取引等について審議・検討を行うために独立性を有する者（独立社外取締役を含む）で構成された特別委員会を設置するか、ということが具体的に求められているわけです。

ここでは、「会社」からの独立性と「支配株主」からの独立性の両方が求められていることが注目すべきところかと思えます。「会社」からの「独立性を確保するために、特別委員会についても独立社外取締役は必ず1名は必要となります。

さらに今回ターゲットになっているのは、支配株主との取引に関する話ですけれども、改訂案の中では、支配株主に準ずる支配力を有するいわゆる支配的株主についても同様の対応が求められるという意見もありまして、こういった支配株主からの少数株主の保護という要素は、今後さらに重視されていく可能性があると言えそうに思います。

これについてちょっと検討したいのは、今回、独立社外取締役に少数株主の保護という機能を期待しているということの是非であります。

ここにはいろいろな指摘があるのですが、

まず一つ言えることは、独立社外取締役は本当に少数株主保護のためにうまく機能するのだろうかというそもそも論であります。そもそも独立社外取締役も、取締役である以上は支配株主を含む株主によって選任されていることを考えますと、独立社外取締役がいるからといって、独立社外ではない取締役と違って特に支配株主から少数株主を保護するために働いてくれるのだろうかという、当然にそうとは言えないように思います。

そうだとしますと、独立社外取締役に多くを期待するという考え方はあまり機能しない可能性があるということになり、どちらかというと特別委員会制度を原則とするべきなのではないかというような意見が一部で見られます。

一方で、逆にあくまで独立社外取締役に多く指名することが原則なのだと、そういうふう述べている見解もあります。たとえば神作裕之先生は、あくまで原則は独立社外取締役の選任であって、委員会というのは代替案にすぎないのだとされています（「コーポレート・ガバナンスコード改訂とガバナンス改革」商事法務2264号16頁）。

これについては、高橋陽一先生が昨年『ジュリスト』（1563号40頁「企業グループとコーポレート・ガバナンス——従属会社の少数株主保護のあり方を中心に」2021年10月）において非常に精緻に検討をされています。私の理解が誤ってなければ、高橋先生の問題意識というのは、結局これは支配株主と少数株主との間の利益相反関係をどのようにしたらクリアできるのかという問題であり、独立社外取締役に多く置くという先ほどのa.案と、委員会を置くというb.案は、それぞれメリットとデメリットがあるということかと思えます。

本来であれば、支配株主がいるというのは、支配株主による適切なガバナンスがなされて、株主と経営者との間のエージェンシー問題が解決できるというメリットがあったはずなのに、独立社外取締役に増やしてしまうと、その支配株主によるガバナンスが阻害されるというデメリットがある。つまり、支配株主との利益相反関係がない事項に



ついてまで独立社外取締役が多く口を出すことになって、それは望ましいガバナンスにつながらないのではないかとということです。

一方で、委員会型のガバナンスを採るとすると、これは重要な取引のみについて委員会がチェックすることになるので、先ほどお話ししたような支配株主によるガバナンスに対する阻害という問題は少なくなる代わりに、「重要な取引」というトリガーがうまく機能しない可能性があって、利益相反取引を見逃してしまう可能性があるというデメリットがある。

そのように考えていくと、利益相反取引の危険性に依拠してどちらかのシステムを選ぶということを各企業において検討すべきなのではないかというご趣旨なのではないかと私は理解しました。

具体的には、例えば支配株主との利益相反取引が日常的に行われている場合、例えば同業や関連の事業を営んでいる会社が支配株主であれば、かなり頻繁に利益相反取引が行われうるので、それに対してチェックが漏れないように独立社外取締役を取締役会の中に増やすという解決策を採るべきである。一方で、例えば支配株主が子会社と同じ事業をやっているわけではないような、利益相反取引はめったに起きないような会社であれば、独立社外取締役を増やすよりは、委員会型で必要ときだけチェックをする方が望ましいのではないかと分析をされておられて、非常に説得的であると私は思います。

このような考え方に基づくのであれば、どちらを選択したのかということ自体、今回のコードの趣旨から考えれば、会社が実情に応じて選択し、説明する必要があるように思われます。

非常に説得的であると思う反面、果たしてこれで本当にワークするのだろうかと思わないわけでもなくて、特に今回問題が想定されているいわゆる親子上場のような場合ですと、大体親子上場というのは、親会社の事業と子会社の事業が非常に関連している場合が多いです。すなわち、親子間で利益相反取引の危険性が非常に高い場合が多いのではないかと思います。そうだとすると、先ほ

どの高橋先生の分析からすると、なるべく独立社外取締役を増やすという解決策が望ましいことになりそうです。

この場合、親子上場において独立社外取締役を増やすことになると、親会社の方も上場企業ですから、親会社の方からは、いわゆるグループガバナンスというものを今後強く求められるようになります。このグループガバナンスを親会社から実効的に行わなければいけないと一方で言われつつ、子会社の方では、親会社の影響力を排除するという方向に行かなければいけない。その矛盾関係をどうすればいいのかということが、実務的には非常に難しい問題になるのではないかと思います。

この解決策は非常に簡単でして、そもそも親子上場をやめるべきだということがここから導かれるのであれば、非常にすっきりするわけですし、あるいはそれを想定しているのだということも言えるのかと思いますが、親子上場をあくまで維持したいという会社にとっては、非常に難しい選択を迫られるようになると思われます。

なお、高橋先生はほかにもいろいろと研究をされていまして、今回のコードでは、今お話をしたように取締役会における独立社外取締役の増加、あるいは委員会というものの選択が求められているわけですが、子会社の株主の保護というのはほかの方法も考えられます。例えば、少数株主によって選任される取締役を一定数選ぶというような提案、あるいは一定の利益相反的な取引についてマジョリティ・オブ・マイノリティの決議を採るとするような提案、あるいは支配株主に対する責任追及を認めるというような提案、こういった提案もアメリカではなされていたり、また実務上もあったりするわけです。

難しいのは、日本ではこれらについて会社法上の基盤がありませんので、これを導入するとしても、どのようにそれを実効的に行っていくのかということが問題となり、これをもし実現しようと思えば、それはもはやコードではなく、会社法の改正によって行わなければいけない事項なのかなという感じがします。

いずれにせよ、高橋先生のご論文について、非常に勉強になりました。

## 6. 監査・内部統制・リスクマネジメント関係

これも重要なポイントだと思うのですが、大きく2つに分けます。

### (1) 内部統制・リスクマネジメント

内部統制及びリスクマネジメントとの関係ですが、今回の改訂においては、取締役会の構築すべき内部統制、もともとコードでは「財務報告に係る内部統制」となっていたのですが、その「財務報告に係る」という限定を削除しまして、かつリスクマネジメントに「全社的」という言葉を補充しました（補充原則4-3④）。

この考え方というのは、いわゆる内部統制の在り方として、金商法における内部統制を超えて働かせようという発想があるように思います。この発想は、内部統制については、ガバナンスやリスクマネジメントなどと連携させて、会社全体の全ての業務プロセスを対象とするという世界的な流れとも一貫しているように思われ、COSOの2017年改訂『全社的リスクマネジメント』で示されたような、いわゆるERM的な考え方を日本の会社においても導入すべきという考え方と整合的な話であると思います。

これに関しては、今後日本における内部統制制度の見直しにおいて反映されるであろう事項であると思いますし、それを先取りしたのが今回のコードであるようにも思われます。

それから、グループガバナンスの構築を求めたということも今回の改訂の内容になっています（補充原則4-3③）

また、「内部監査部門」の活用というのも今回明示されることになりました（補充原則4-3③）。特に注目されることは、内部監査部門というのは、現行の実務では取締役会の指揮下にある場合と監査役会室にある場合の両方があると思うのですが、内部監査部門がどちらの指揮下にあるかに関わらず、取締役会、監査役会の両方に対し

てきちんと直接報告する必要があるのだということが、この内部監査部門の活用の例示として挙げられています（補充原則4-13③）。これは例示ですので、必須ではないのですが、内部監査部門というものを取締役会・監査役会の情報収集のために活用していくことが必要なのだという問題提起をしたものと理解をしています。

なお、今回は取締役会・監査役会への報告が求められていて、独立社外取締役に対しての報告ということは特別には書かれていません。これも意見書（4）には記載がありました。前述のように、独立社外取締役についてBoard3.0的な発想があるのだとすると、適切に独立社外取締役に情報を提供していくということも重要な要素だと思われます。そう考えますと、独立社外取締役が内部監査部門をうまく使えるための制度設計というものも、今後の課題としては求められていくように思われます。

それから、取締役会は、内部統制体制についてはこれまで「運用が有効に行われているか」という監督が求められていたのですが、今後は「運用状況」を監督するべきであると書き換えられました。

これも、運用が有効に行われているかという書き方だと、それが有効だったかどうかというのをあたかも内部統制構築義務違反の判断において要素とするように読める。つまり、結果的にうまく機能しなかったら義務違反だというような考え方にも読めそうな記述であったように思われます。しかし、日本システム技術事件を考えれば、リスクに応じて内部統制体制を構築したかどうか自体が問題とされ、それが有効だったかどうかは判断に影響しないとされたわけですので、「運用が有効に行われていた」という表現をやめて「運用状況」にしたというのは、こういった判例（最判平成21年7月9日判時2055号147頁）の考え方をより明確化したものと評価できるのではないかと思います。

### (2) 監査役

こちらはレジュメに書いてあるとおりですので、割愛いたします。

## 7. 株主総会の電子化・英文開示

今回、プライム企業に対して、機関投資家向けの議決権電子行使プラットフォームの採用と英文開示が求められるようになりました（補充原則1-2④）。これには、やはりプライム企業には機関投資家、特に外国人機関投資家が多いことを想定し、それらの者に対して適切に株主権を行使できるための体制を整えるべきだという背景があるのだらうと思います（補充原則3-1②）。

これ自体、全く反対ではないのですけれども、今回これをプライム企業に限定したことにはやや疑問があります。もちろん、私も全ての会社にこういったものを導入しようと言っているわけではなく、そもそも議決権電子行使プラットフォームの採用にせよ、英文開示にせよ、結局 comply or explain なわけですから、全企業に求めたうえで、例えば外国人機関投資家がいらないような会社であれば、そういうことを理由にして対応しませんでしたという explain を求めるということでもよかったように思われます。特に議決権電子行使プラットフォームの採用については、そういった形で全企業に求めることで少しでもその浸透を図るということがあってもよかったのではないかと少し思いました。

## 8. まとめ

全体として私が感じたことは、「守りのガバナンス」から「攻めのガバナンス」へという考え方がより濃厚になって、その文脈の中でサステナビリティやダイバーシティというものも位置付けられているということが一つ特徴のように思われます。

それでやはり一番大事なのは、今回、独立社外取締役の任務がいろいろなところで加重されているということとして（取締役の指名・報酬決定、投資家との対話、少数株主保護、取締役会議長への就任など）、独立社外取締役というものの位置

付けについて改めて検討することと、それから「攻めのガバナンス」というものが新しくその対象となったということ踏まえて、ふさわしい人材をどのように選んでいくのかということが、今後の実務における課題であろうというふうに考えています。

~~~~~

【討 論】

○伊藤 それでは、ご報告の内容についてまとめて議論させていただければと思います。ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

【独立社外取締役に期待される役割】

○前田 レジュメの3ページの中ほどで、コードが独立社外取締役に何を期待しているのかということについて、ご説明くださいました。一般に監査役設置会社で社外取締役に何を期待するのかということは、今なお明確ではないところだとは思いますが、コードの考え方は、今回の改訂の対象ではない原則4-7のところに、独立社外取締役の役割・責務として4つ挙げられています。そのうちの2番目が「経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと」となっており、ここの「経営の監督」というのは、もちろん効率性の監督も含まれていると思うのですね。

ですからコードは、特に「守りのガバナンス」の方を期待してきたわけではないでしょうし、むしろ、改訂前からリスクテイクというようなことを盛んに言っていますので、コードは当初から、効率性の監督、すなわち「攻めのガバナンス」の方に重きを置いてきたのではなかったのかと思うのですけれども、いかがでしょうか。

○小出 全く前田先生のご指摘のとおりでございまして、あたかも今まで「守りのガバナンス」であったかのような言い方をしてしまったのは、私の表現がよくなかったと思います。

この3ページの文脈というのは、もともと「攻

めのガバナンス」という要素はコードにおいて考慮されていたのだけれど、今回の改訂では「攻めのガバナンス」というものについて、さらにそこで期待すべき中身を増やしていっているということなのだろうと思います。

ただ、一方で、もちろん「守りのガバナンス」の要素がなかったわけではないと思います。もともとあった原則4-7にも守りのガバナンスはもちろん入っていると思いますし、それが全く否定されたわけではありませんが、おっしゃるとおり、もともと求められていた攻めのガバナンスの機能がより重視されるようになったということなのかなと思います。

今回の3分の1という話についても、私のレジュメの表現も、守りから攻めに変容したみたいに書いてしまいましたが、その点は先生のご指摘のとおりだと私も思います。

○前田 ありがとうございます。

【「多様性」の考え方について①】

○船津 ご報告ありがとうございます。

私がお伺いしたいのは、4ページの多様性のところについてです。

全く理解が正しくないのかもしれないのですが、多様性は何のために求められているのかというあたりで、小出先生はたしか、多様性は要らないと言うことはできないとおっしゃったように思います。そのことの意味についてちょっとお聞きしたいのです。

ご報告の中であったと思うのですが、4ページの例示のところ「企業価値向上の観点からは実力重視なので、ジェンダーバランスは考えない」とか、「国内事業だから外国人は要らない」といった explain は認められるべきかという点に関して、小出先生はどういうお立場だということなのか、まずその点だけ確認させていただければと思います。

○小出 私が少し思ったのは、スキルと多様性というものに分けたうえで、多様性については、私としては、スキルとは異なって、取締役会にお

いては企業価値の向上とつながるものとして必ずしも読まなくてもよいのではないかと思ったということです。

あまり確信はないのですが、先ほどお話ししたように、中核人材の方では、どちらかという企業価値の向上というものとリンクするような形で多様性の規定が書かれています。それは取締役会についても同じなのだというふうに見た方が自然なのかもしれないと思うのですが、取締役会の多様性については、これが企業価値に直接リンクするようには書かれていないようにも読めて、どちらなのかがよく分からないところがあります。

○船津 私がお伺いしたかったのは、企業価値と結びつかないものとして多様性が尊重されている、いわばこの部分に関してはダブルマテリアリティのような考え方をとっているのだとしたときに、例えば具体例で挙げられたような説明は認められないとしますと、それは事実上強制力を持つことになる。そうなってきたときに、うちの会社では取締役として外国人は要りませんと言ってしまうような会社はもう市場から出ていって欲しい、そういう強い意志まで含むことになりかねないのかなど。

そうかどうか自体は議論があると思いますけれども、仮にそうだった場合には、今度は市場の方の多様性がなくなってくるのではないかなど。女性だけの会社があってもいいだろうし、外国人のいない会社があってもいい、というのが多様なのではないかと考えていった場合に、社外取締役の数の話も含めて、全体的にコード自体に言える話であるかもしれないのですが、comply or explain を超えて何か強い拘束力を持つということになってしまいますと、市場における多様性という観点から、むしろ東証の戦略としてもあまり適切ではないような感触を持ったということで、この点について少し質問させていただきました。

○小出 つまり、今回、ジェンダーバランスとか国際性といった多様性を考えるということが求められているので、その検討をしていけば、

それである意味 comply だと言えるという考え方もできるのかなと思ったのです。そうすると、ここで言っていることというのは、多様性について重視し、ちゃんと意識をしていればそれで足りるという程度のものを想定しているのかなと思ったということです。

ですので、ある意味ではこれは普遍的な要素として置いておいた方が、実は女性や外国人がいなくても explain を求められるわけではないという説明がしやすくなるのではないかというふうに思ったのですけれども、ただ、余りうまく説明になっていないのかもしれませんがね。また、そもそもコードが想定していることと違って、ちょっと混乱しているところがあるかもしれません。すみません。

○船津 ありがとうございます。

○伊藤 今のご議論ですが、私も船津先生と同様のことを質問したいと思っていました。例えば多様性について言いますと、小出先生のご報告では、国内事業のみを行っている企業だから外国人取締役は採用しないといった explain は認められないとされていましたが、それは、こういう説明は論理的に explain になり得ないという意味合いなのかなと思いました。そうだとすると、このルールへの企業の対応は、comply をするのか、explain できない不遵守をしているのか、いずれかしかないことになります。しかし、それは comply or explain というルールの在り方からはかなり外れるのではないかと感じます。恐らく船津先生もそういうふうにお考えなのだろうと感じたのですね。

他方で、小出先生はその後のところで、多様性確保を必要と認識しているのなら、comply と言えるのだというふうにおっしゃっています。しかし、「多様性確保の必要性は認識していて、それに向けて努力はしているけれど、いまだ実現しておりません」というのは、むしろ explain なのではないかと私は感じるのですね。しかも、努力をしていますという状態がたとえば 10 年続いても、comply だと考えるのはいかにも無理があります。

このあたりは、原則のルールの内容が分かりづらいところからも来ていて、なかなか具体的に企業が何をすればガバナンスコードを遵守していることになるのか、explain できているのかというところが、極めて不明確なルールなのではないかと感じるどころです。

また、少し細かいのですが、原則 4-11 を見てみますと、取締役会は多様性と規模を両立させる形で構成されるべきであるというのが原則なのです。この原則からすると、例えば国内でのみ事業を行う予定であって、かつ取締役会規模も小さいので、だから外国人は採用していないというふうな立場をとることは、comply していると考えて大丈夫でしょうか。あるいは explain と考えるのがよろしいでしょうか。

○小出 ありがとうございます。おっしゃるとおり、多様性と適正規模を両立という、この適正規模というのは、企業の規模というよりは、取締役会の適正規模なのかなと理解しています。

○伊藤 そうですね。

○小出 ですので、取締役会メンバーの中で、女性とか外国人と言った特定の多様性要素を持つメンバーを揃えようとしてしまうと、全員そういうメンバーだけになってしまうから、それは現実的には難しいケースがありますよねというのは、おっしゃるとおりかなと思いました。

原則 4-11 の 1 行目というのがよく分からないのです。取締役会がやるべきことというのは、やはり知識・経験・能力を全体としてバランスよく備えて構成しようというふうなことは言っていると。そうしたスキルに「役割・責務を実効的に果たすための」というところがかかっているので、取締役の役割・責務というのはまさに企業価値の向上なので、そのためのスキルの要素についてはきちんと揃えろと言っているわけです。

しかし、ジェンダーや国際性云々の多様性については、それと「両立」させる形でという言い方をしているので、取締役としての役割・責務を実効的に果たすという目的とは違うことを言っているようにも読めたのです。ですので、ここは、

取締役会の役割・責務である企業価値の向上と必ずしも連携しなくても、多様性というものは求められるのだというふうに読めるのではないかということですが、

それは原則2-4の中核人材の方で言うと、やはり書き方が大分違って、中核人材の方は企業価値の向上のためにということを中心に強調しているのですけれども、そこは原則4-11のような係り結びになってなくて、会社の持続的な成長にスキルと多様性の両方を結びつけているということが、何らかの意味がもしかしたらあるのかなと思ったのが出発点です。

その意味では、ジェンダー、国際性のような多様性とは「両立」させる形ということなので、ちゃんと多様性については意識している、だからこれを全く無視しているわけではないけれども、適正規模の中でスキルの要素と両立し得ないので、多様性のほうは実現できませんでしたと、そういう explain はありうるのでしょうかけれども、うちにとってこれは企業価値には影響しないから、国際性とかは不要なのだ、そういう explain を想定しているわけではないのではないかというのが多分私の思った出発点だと思います。

伊藤先生に助けていただいて思い出したのですが、そういうふうに読んでいいのかどうか。つまり、原則2-4と比べて、企業価値と結び付けないという形でこれを読んでいいのか、それとも、やはりあくまで企業価値と結びつける形で読むべきなのかということにちょっと議論の余地があるのかなというふうに思った次第です。

○伊藤 ありがとうございます。

【「多様性」の考え方について②】

○川口 私も今の多様性のところでお聞きしたかったことがあります。今までの話と関連するのですけれども、小出先生は、ご報告で、中核人材において多様性が要求されているものと、取締役で多様性が要求されているものが違うように読めると言われたのですが、なぜ、多様性について、両方で違う考えになるのでしょうか。あるいは、

小出先生は、そのように考えることが間違っているとお考えなのではないでしょうか。取締役については、多様性自体に価値があるということでしたが、おそらく、それは根本的に、正義とか、公平とか、そういうものが根底にあって、だからそれ自体に価値があるというふうに考えられるのではないかと思います。

もしそうだとすると、中核人材においてもやはりそういうものは必要なのではないかと。中核人材については、企業価値向上の手段として捉えている点に分かりづらいところです。中核人材への登用についての多様性については、将来の取締役会のダイバーシティの人材のプールになり得るといふようなことまで書いておきながら、その両者を違えるという考え方に、違和感がかなりあるのですね。

若いときには企業価値を上げることに頑張れといい、取締役会になった瞬間にやはり普遍的なものが重要というのは、おかしいような気がします。
○小出 おっしゃるとおりだと思います。本来であれば、逆だったらまだ分かると思うのです。つまり、取締役会の方については、むしろ企業価値向上とつながる形で多様性が要求されるのであれば、一方で、従業員とかについてはまさにサステナビリティ要素だということで、場合によってはそれ自体に価値があるという考え方もあり得るだろうということだろうと思います。

したがって、私の理解は矛盾なのではないかとおっしゃるのは、確かにそのとおりだと思います。

私のような理解がもし間違っているのだとすると、私だけかもしれませんが、そういうふうに読んでしまう人間がいるという意味で、この記載ぶりについては、多様性と企業価値の向上といったものをもう少しまく連携させるような形で明示化していくということがあってもよかったのではないかと思います。私のような読み方ことは、全体のコードの構成からしても矛盾なのではないかということが明らかになれば、コードの記載ぶりへの問題提起に変わるのかなと思いました。

今までのご議論を聞いていて、私自身も、確か

に取締役会と中核人材とでちょっと矛盾だなと思いましたので、川口先生のご指摘のとおりだと思います。どうもありがとうございます。

○川口 ありがとうございます。そのように読めるというご報告だったということですね。分かりました。

【「多様性」の考え方について③、サステナビリティの解釈について】

○加藤 ご報告ありがとうございます。3点、コメントがあります。

1点目は、直前の遣り取りの対象であった原則4-11の改正についてです。ジェンダーや国際性など多様性に関する規定は、2018年のコード改訂で導入されたものと理解しています。小出先生の問題意識は、2021年の改訂で多様性の位置付けが変わっている可能性もあるということでしょうか。

2点目ですが、ジェンダーに関しては、既に2018年から comply or explain が要求されていますので、全て男性で構成されている取締役会の会社で実際にどういった explain をしているのかが明らかになると、これまでの議論の参考になると思いました。

3点目は、サステナビリティについてです。「サステナビリティ」という用語はスチュワードシップ・コードにも出てきますが、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの「サステナビリティ」の意味合いは同じように解釈すべきということか。それとも、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードでの「サステナビリティ」の意味合いが変わることもあるのかということについて、小出先生のお考えを伺えればと思います。よろしくをお願いします。

○小出 1点目に関してはおっしゃるとおりで、今回の改訂は年齢とかが入っただけですので、今回取り上げるような話ではなかったのかもしれませんが、おっしゃるとおり既にもう議論のあるところだし、実務もあるところだと思いますので、私ももう少し勉強したいと思います。

スチュワードシップ・コードについてはしっかり見なければいけないと思うのですが、スチュワードシップ・コードの方も、「サステナビリティ」については、企業の持続的成長、中長期的な企業価値の向上に結びつくものになるよう意識すべきであるという言い方はしています。

一方で、サステナビリティと中長期的な企業価値の向上は結びつくということと、企業のサステナビリティというものがそこに含まれるということは必ずしもイコールではないと思います。

スチュワードシップ・コードをあまりよく検討していないのですが、スチュワードシップ・コードの方はいわゆる一般的な社会・環境のサステナビリティというふうにも読んでも矛盾しないような書き方になっており、会社のサステナビリティというふうにも読むべきだという表現にはなっていないような感じはします。

一方で、今回のコーポレートガバナンス・コードというのは、サステナビリティという話をいろいろなところを出してきているのですが、その中で、いわゆる社会・環境のサステナビリティというふうにも読むと、やはり少し矛盾するのではないかと思わせる要素が3つくらいあって、これが8ページの(2)の前ところに書いたことです。このあたりのことをサステナビリティと結び付けるのだとすると、これは「自社のサステナビリティ」と読んだ方が整合的なのではないか私は思いました。その意味では、確かにスチュワードシップ・コードとは、もしかしたら意味合いを違えている可能性があるのかなと考えました。この辺、加藤先生いかがでしょうか。

○加藤 私は2つのコードで「サステナビリティ」の意味を同じように解釈する必要があるのではと考えています。比喩的な表現になりますが、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードは車の両輪と言われているので、サステナビリティについて別の考え方をとると、車輪が別々の方向に進むことになってしまい困るのではないのでしょうか。

○小出 逆にスチュワードシップ・コードの方

も、サステナビリティというのは必ずしも社会・環境のサステナビリティだけではなくて、企業そのものの持続可能性というものも含意しているというふうを読むのであれば、まだ一応理解できると、そういうことになるのでしょうか。

○加藤 結局、スチュワードシップ・コードでどこまで運用機関が企業の中長期的な企業価値向上と関係性の薄いサステナビリティ要素を考慮した活動をできるかが問題なのだと思います。この点は、意図的にスチュワードシップ・コードではぼかしているのかもしれませんが。どっちに向かうかはさておき、同じ方向を向いている必要があるのではないかというのが私の現時点での意見です。

○小出 確かにそうですね。それはそうかもしれないです。

○加藤 ありがとうございます。

【独立社外取締役と特別委員会による対処の違いについて】

○高橋 9ページの上場子会社における少数株主保護のところでも質問させていただきたいと思います。私の論文をご紹介いただきまして、ありがとうございました。

やや細かい質問になるのですが、9ページの下の方のところ、「独立社外取締役も支配株主によって選任されていることを考えると、社内取締役との違いはなく、「特別委員会」の方がより望ましいとの意見」があるとのことで、これは必ずしも小出先生のご見解ではないかもしれませんが、特別委員会についても、選任のされ方を工夫しないと、やはり支配株主からの影響力が残ってしまうような気がします。そうすると、独立社外取締役による対処と特別委員会による対処との間で、独立性という観点からは、そこまで違いはないのではないかと思うのですが、この点はどのようにお考えでしょうか。

○小出 そこはおっしゃるとおりだと思います。ですので、その意味では、委員会を置くときも、やはりその委員会の選任プロセスとか委員会のメンバー、そのところも含めてちゃんと独立性を

確保できているかどうかを判断することが求められてきますよね。形式的な要件だけ満たしていればいいわけではないという点は非常に重要なポイントだろうと思います。

この委員会については、ある意味では、別に会社法の規定に従っているわけでも何でもないので、実務の運用として、うちで置く独立社外取締役にについては、何らかの支配株主から独立した人を選ぶようなメカニズムを入れてますよといっても、具体的にどういうメカニズムならいいのかというのはなかなか難しいところがあって、これは第三者委員会一般に言える話かもしれませんが、本当に第三者性をどこまで確保できるのかということについては高橋先生のおっしゃるとおりで、その意味では、実はどちらの方法もあまりよくない可能性もある気がします。そうすると、高橋先生がご紹介されているような、少数株主によって選任されるような取締役を選ぶとかマジョリティ・オブ・マイノリティで決議するとかの方がより本質的な対応なのだろうという感じがします。

もっとも、日本の会社法の建付けの下で導入可能なのは今回の2つということだったのかなと思いますが、その中で、どちらも必ずしも十分ではない要素があるというのはおっしゃるとおりで、その意味で、どちらがいいという話ではないのだろうということもおっしゃるとおりだと思います。企業の置かれた状況に照らして望ましい形を選択すると。その選択基準というのは、どちらの方がより弊害が少ないのかというところで考えていくべきだというご論考は、大変私は納得できたというか、すっきりしたというふうに思いました。

○高橋 ありがとうございます。

【コーポレートガバナンス・コードの目的】

○行澤 私は、先ほどの多様性の問題、果たしてダブルマテリアリティなのか、シングルマテリアリティなのかという議論との関係で、恐らくコーポレートガバナンス・コードというものの自体が、やはり経験則として、企業がより成長し企業価値を向上させるにはこういうことが望ましいという

価値観で作られているのではないかと思うのです。だからこそ、攻めのガバナンスということとも結び付くのだろうと。

そうすると、小出先生がサステナビリティのところについておっしゃったことは全くそのとおりだと思うわけですし、自社のサステナビリティ、すなわち全体としてのサステナビリティをそれぞれの企業の個別性に落とし込んで、その企業にとっての重要性ということが問題になっているということだと思います。恐らく多様性の問題も、そういうことではないかなと思うのです。

つまり、ガバナンスコード全体が、「企業価値を向上させるためには、経験則からしてこういうことがよいということが幅広く共有された認識になっている」ということを前提としているのではないかというふうに考えます。

だから、結局、ステワードシップ・コードも、ガバナンスコードも、そういう観点からインベストメントチェーンの全体を企業価値向上のために動かしていくという点では一貫したものであるというふうに理解します。

それとの関係で、今議論されている PBC (Public Benefit Corporation) について、アメリカ法その他の比較法に基づいて、日本でも公共的利益のための株式会社というようなものを作ったらどうかということが政府で検討されていると承知しております。あるいは ESG についても、既にグリーンボンドやソーシャルボンドなどが成長していると言われていています。そうすると、それらとの対比において、一般的な株式会社の場合には、やはり会社の目的としては、企業価値向上、つまり先生もご指摘の通り、「啓蒙された株主価値アプローチ」に収れんするのではないかと思うのですが、その点はどうでしょうか。

○小出　ご指摘のとおりで、多様性のところについてはちょっと私自身も混乱した書き方をしましたが、ここまでのご議論を承って、確かにここだけ企業価値に関連しないものをコーポレートガバナンス・コードの中に入れていけるとすると、それはそもそも入れるべきものではな

いような感じがしますので、コーポレートガバナンス・コードの目的から考えても、これはやはり企業価値に関係する形で理解するという方が自然なのだろうと思います。

その意味では、先ほどのご指摘へのお答えの繰り返しになってしまっていますが、私の問題意識をもし活かすのだとすると、前述のとおり、少しコードの書き方を工夫をする必要があったのではないかと。多様性というものの位置付け、特に取締役会における多様性の位置付けも、今回の中核人材における多様性と同じように、きちんと企業価値向上と連携付ける形で書いていくということは、私のような理解をする人に対する啓蒙という意味でも非常に重要なことだったように思われ、そういった形の書き方をした方がいいのではないかとというのが1つ目です。

もう一つは、PBC などの新しい動きがもし出てきますと、おっしゃるとおり、株式会社というものの位置付けが変わっていく可能性というのは確かにあると思います。ただ、一方で PBC がどうなるかまだよく分かりませんが、仮に PBC ができたとしても、今の会社法上の株式会社は必ず利益を追求して企業価値の向上を追求しなければならないのかということ、そこは少し分からない感じもします。少なくとも会社法には全くそのようなことは書かれていないので、公的な利益を追求する会社を設立するとしても、会社法というガバナンスの仕組みと PBC のガバナンスの仕組みのどちらがより望ましいのかというのを判断して、どちらを使ってもいいし、中には株式会社を選択しながら公共的な利益を追求することも、必ずしも否定されるわけではないのではないかと現時点では考えています。

もともと、PBC の制度化に基づいて会社法も変わる可能性もありますし、PBC 自体がどうなるのかということもまだ見えませんので、この辺については、先生のおっしゃるとおり、議論を注目して見ていく必要があるかなと思います。

○行澤　いわゆる PBC が制定されようとしているということは株式会社の特別法的な規範を作ら

うとしているのであって、やはりガバナンスコードとかスチュワードシップ・コードというのは会社と連携して、株式会社にとっての一般法的規範を提示するものであり、やはり基本的には企業価値向上を追求すべきものとして位置づけられるのではないのかと思うのです。だからこそ、それとは重点の違うものを別の制度・別の体制をもって新たに、今度は社会的な ESG を追求する器を作っているのではないのかという、こういう質問だったのですけれども。

○小出 社会的な ESG というのは、企業価値と必ずしも連携しないようなものことでしょうか。

○行澤 そうですね、別に利益を上げてくれなくても、地球環境の向上とか社会的正義を追求してくれたらそれでいいと思う投資家のニーズを受ける受け皿として PBC を創ろうとしているのかなと思ったのですけれど。

○小出 なるほど。そうだとすると、やっぱり株式会社の方はより純化した形で企業価値に直結したことだけを求めていくようなことになるということですかね。

○行澤 だけというか、それはエンライテッドな株主価値であって、ステークホルダー全体の価値向上を含みますよ、という前提ではございます。ありがとうございます。

【独立社外取締役の割合、事業ポートフォリオの見直しについて】

○黒沼 私からは2点ほど質問させていただきたいと思います。

第1点は、補充原則4-8③で、支配株主を有する上場会社の話です。この部分で小出先生からは、支配株主と上場会社が似たような業務を行っているようなときには特別委員会が有効で、そうでないときには社外取締役の強化が有効だということのご説明がありました。私は、似たような業務を行っているときは特別委員会は必要だけれども、そうでないときであっても、例えば3分の1以上の社外取締役が必要だと言うのならよく分かるのですけれども、今回の補充原則では、「ま

たは」でこれは結ばれているのですね。そうすると、特に重要な取引がないときには特別委員会は働かないと思うので、社外取締役が少ない状態のままだと思うのですが、これでは不十分ではないかと思うのですけれども、ご意見があったらお聞かせいただければと思います。

第2点は、最後の補充原則5-2①で、事業ポートフォリオの見直しを含む補充原則が定められています。どうも5-2では、もともと事業ポートフォリオの見直しという言葉は入っていたようですけれども、この見直しというのは、要するに不採算部門を売れという話ですよ。これに基づいて経産省はガイドラインなどを作っているのですけれども、これはガバナンスの話なのでしょうか。これは事業経営そのものの話であって、企業価値に結び付く話ではあるとしても、コーポレート・ガバナンスの話ではないように思うのです。これがコーポレートガバナンス・コードの中に入っている意義といいますか、そんなものがあるのかという点について、私は疑問に思うのですけれども、もしご意見があったらお聞かせいただければと思います。よろしくお願いします。

○小出 まず1点目に関しては、私の理解したところによりますと、要するに、利益相反が割と頻繁に起こる可能性があるときは、都度委員会を設置する形だと、一定数を漏らしてしまうことがあるので、取締役会に独立社外取締役を多く置いて常時チェックしていくという方向でやっていくべきであろうと。一方で、例えば支配株主が同業ではないとか、それほど利益相反が起きない状況であるならば、必ずしも独立社外取締役が取締役会内に3分の1存在しなくても構わなくて、利益相反のたびに委員会の形で都度都度していけば、たまに発見漏れはあるかもしれませんが、そもそも頻度が多くないので、もし発見漏れがあったとしても、それほど影響は大きくないだろうと、そういうご趣旨だというふうに私は理解しました。

○黒沼 分かりました。私が勘違いしており、逆にとっていました。

○小出 申し訳ありません。私の説明がよくな

かったかも分かりませんが、そういう趣旨だと理解しております、それは、私は非常に納得できたところですよ。

○黒沼 必ずしも3分の1は要らないということですね。

○小出 要らないということだと思います。

○黒沼 分かりました。

○小出 2点目の事業ポートフォリオに関しては、おっしゃるとおり、今回、まさに何を目的としたガバナンスなのかということで、もともと取締役会の責務として、企業戦略等の大きな方向性を示すというようなことは、含まれています。そして、その中に収益力、資本効率等の改善を図るというキーワードも入っていたということを見ると、まさに事業ポートフォリオというのは、収益力、資本効率という観点からは求められる要素であると理解されているのだらうと思います。

その意味では、確かにおっしゃるとおり経営判断ではあるのですが、これは今回に限らないと思いますが、もともとコーポレートガバナンス・コードが想定しているガバナンスというのは、こういった経営判断に至る部分についても相当対象に含んでいるように思いますし、報告のまとめとして申し上げたように、今回のコード改訂は、独立社外取締役の経営への関与をより求めていく方向に見えます。そこで、経営判断の要素である事業ポートフォリオについても、全体としてそういった大きな意味でのガバナンスの要素として今回取り込まれているのではないかと。独立社外取締役についてはこれまでとは違った、まさにBoard3.0の議論のような近傍が求められていく方向の話とも親和的なのかと思いました。

○黒沼 分かりました。ありがとうございます。

【「多様性」の考え方について④、社外取締役の増加に伴う意思決定について】

○齊藤 私は2点だけ簡単にコメントさせていただきます。多様性の捉え方は、なかなか難しく、分かりやすい説明というのは難しいところだと思いますけれども、先生がご紹介になった一連の動

きの背景にあるのは、やはり官邸における女性登用促進政策ではないかと思われま

す。一つの契機として、2013年の4月19日に安倍総理大臣と経済界の意見交換会がございまして、そこで安倍総理大臣が経済界に対して、指導的地位への女性の登用促進と、女性が働き続けられる社会の構築を要請したというのが、「ウーマノミクス」と呼ばれる一連の動きの端緒の一つと考えられているようです。

厚生労働省の「くるみん」「えるぼし」や経済産業省の「新・ダイバーシティ経営企業100選」といった様々な取組みがあり、2015年に第4次男女共同参画基本計画において、各種の分野で女性の登用をするということについての設置目標が置かれ、2015年に女性活躍推進法ができたという流れの先に、コーポレートガバナンス・コードの2018年の改訂で「国際性」とならんで「ジェンダー」という言葉が入ったという流れかと思えます。そのため、金融庁あるいは市場の関係者のご意見だけで多様性というものが企業価値に資するからという形で入ったわけでは必ずしもなく、背後にある省庁横断的な政策上の考慮があったのだらうと思われま

す。ジェンダー研究を専門とする落合恵美子先生の分析によれば、先進国は人口減少に伴う労働力不足に対応するためにこの数十年ずっと移民政策と並んで、女性の登用促進について様々な施策をしていたところ、日本は何にもしていなかった、ようやく手をつけはじめてきたが、なかなか古い家族観から抜け出せず、それでまだ途上にあるということです。現在は、取締役等の職務を担える十分な数の女性の人材が育っていない段階で、取締役への女性の登用が求められているという状況ではないかと理解しております。これはコメントの1つ目です。

2つ目ですが、独立社外取締役の役割につきまして、特に上場子会社の関係でも役割が重視されているというお話でした。利益相反の監視において独立社外取締役が大事だというのは、社外取締役の意義について誰も納得をさせやすい要素では

あるのですけれども、社外取締役も取締役のメンバーの一人として会社の重要な戦略に関わる者であるはずですが、このように社外取締役が増えてきますと、結局、重要な会社の決定につきまして、社内の社長を初めとした取締役からの情報提供に依存してそのような重要な戦略に関わっていかなければいけないことになるはずのところ、そのような社外取締役の情報収集手段をどのように充実するか、社外取締役が本当に会社の経営に必要な決定を社長を初めとした経営者に促すことができるか、という点につきましてまだ今後議論をしていかなければいけないと思いました。

2つとも感想めいた点でございますけれども、もし小出先生から何かコメントをいただけるようでしたら、頂戴できましたらありがたく存じます。

○小出 前者の女性の活用ということについては、もちろん企業価値の向上につながり得ると私は思います。しかし、それが十分に実証されているかはよくわからず、そもそも ESG 全般に言える話ですけれども、そこで想定されている企業価値向上は長期的なものですから、ESG という話が言われ出してからまだそれほど時間がたっていないので、その実証はまだできないということもあるのだろうと思います。

そのように考えると、ESG というのは資本市場に対して示唆を与える考え方であるとは思いますが、果たしてそれだけで ESG 経営というものを考えてしまってよいのかどうか。たとえばこれがもし長期的に企業価値に反映しないことが判明してしまったら、じゃあそれはやめることになるのかについては、やはり少し立ち止まって考える必要があるのだろうと思います。

それはもしかしたら、先ほどの行澤先生からご指摘いただいた PBC の発想とも関わっているかもしれないと思いますが、古くから議論されているように、企業というものが社会的な存在として、やはり多様性あるいは ESG 自体に価値があるという考え方を将来取り入れなければいけないという議論が出てくる可能性はあると思います。今回、議論をうかがってどうやら私がコードは企業価値と必ずし

も関係しないサステナビリティを規定しているというように誤読をしてしまっているように思うのですが、ある意味では、そういった誤読的な理解がむしろ今後は必要になってくるような時代ももしかしたら来るのかなというふうに伺っていて思いました。ありがとうございます。

もう一つの独立社外取締役の話に関しては、まさに先生のご指摘のとおりで、独立社外取締役に必要な要素、これまで欠けていた要素というのは、能力と情報とインセンティブであるというのは、最近の Board3.0 の議論でも注目されているところですよ。

齊藤先生のご指摘というのは、特に情報の面にてご指摘をいただいたと思いますけれども、コードではそのあたりの対応というものがまだ十分ではないということは、私もそう思っています。インセンティブに関してはほとんどまだ足りていないと思いますので、情報の面、インセンティブの面については、恐らく今後、これだけ独立社外取締役に対して期待される役割が増えたのであれば、次のコード改訂などにおいて検討していく必要があるというふうに私も思いました。

○伊藤 それでは、時間になりましたので、これで本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。どうもありがとうございました。

2022年5月27日JPX金融商品取引法研究会

2021年改訂コーポレートガバナンス・コード

小出篤(学習院大学)

- <1. はじめに>
- (1) コーポレートガバナンス・コード
 - 「基本原則」(5原則)「原則」(31原則)「補充原則」(47原則)により構成(このほか、「基本原則」に「考え方」が付されている)
 - 東証「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」において遵守状況の開示が求められる(2021年改訂コードについては、2021年12月末まで。上場規定436条の3)という意味で上場規則の一部をなす
 - * プライム市場上場企業(以下「プライム企業」)にのみ適用される原則については、2022年4月以後の各社株主総会終了後速やかにこれらの事項を記載したコーポレート・ガバナンス報告書の提出が求められる
 - * 「開示すべきである」とされている項目の開示は、それぞれに応じて行わなければならない→コーポレート・ガバナンス報告書内で行ってもよいし、他の方法(有価証券報告書などの他の開示書類やホームページなど)で行ってもよい
 - 各原則は「〜べきである」規定となっているが、適用会社にはいわゆる“comply or explain”が求められる
 - * comply も explain もしないと、上場規則違反→実効性確保措置(公表措置(上場規程508条1項(2)など)の対象となる
 - * 2022年4月の東証市場区分見直し以後は、以下のとおり適用
 - ① 「プライム企業」→「基本原則」「原則」「補充原則」のすべてが適用
 - ② スタンダード市場上場企業→「基本原則」「原則」「補充原則」のすべて(ただし、プライム企業のみを対象とした原則は適用されない)が適用
 - ③ グローブス市場上場企業→「基本原則」のみ適用
 - * 「基本原則」の「考え方」は、それ自体は規範ではなく、comply or explain は求められない
 - (2) 改訂の経緯
 - 2015年 コーポレートガバナンス・コード策定
 - * 3年に1度の改訂を予定
 - * 策定後、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」(以下「フォローアップ会議」)で定期的に検証

- 2018年 コーポレートガバナンス・コード改訂
 - * 同時に、「投資家と企業の対話ガイドライン」(以下「対話ガイドライン」)。「コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの附属文書としての扱い」策定
 - 2019年 フォロアアップ会議意見書(4)
 - * 2018年改訂で積み残された今後の課題が指摘(意見書(4))
 - 2018年～2020年 東証の市場区分見直しの議論
 - * 市場ごとにふさわしいコーポレートガバナンスのあり方があるとの問題意識
 - * 市場区分は「流動性(時価総額)」「ガバナンス」「経営成績・財政状態」によって決まるが、一定の基準を満たせば各企業が選択できる→コーポレートガバナンスのシグナリングとしての市場区分
 - * 2022年4月より新しい市場区分に
 - 2020年 令和2年度金融行政方針
 - * コーポレートガバナンス・コード改訂を検討するとの方針が示される
 - 2020年 フォロアアップ会議意見書(5)公表
 - * コーポレートガバナンス・コード見直しの提言
 - * 意見書(4)のほかにも新たな指摘がなされる
 - 2021年4月 フォロアアップ会議「コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイドラインの改訂について」(以下「改訂案」)公表
 - * 意見書(4)(5)に加えて新たな指摘がなされる
 - 2021年6月 改訂コーポレートガバナンス・コード公表
 - * 同時に、対話ガイドラインも改訂し公表
- (3) 2021年改訂の概要
 - ① 2018年改訂の積み残しとして指摘された事項
 - * 監査に対する信頼性の確保(☞下記6.)
 - * グループガバナンス(☞下記5. および6.)
 - ② 2020年意見書(5)により新たに指摘された事項
 - * 取締役会の機能発揮(☞下記2.)
 - * 中核人材のダイバーシティ(☞下記3.)
 - ③ 2021年改訂案により新たに指摘された事項
 - * サステナビリティ(☞下記4.)
 - ④ 市場構造の見直しの対応のための事項
 - * プライム市場はわが国を代表する投資対象として優良な企業が集まる市場として高い水準のガバナンスが求められる(改訂案)
 - * プライム企業を対象としたコードを新設
 - a. 機関投資家向けの議決権電子行使プラットフォーム採用(☞下記7.)

ライム企業はいわゆるモニタリング・モデルに移行するのではないかと指摘?→独立社外取締役が期待された役割は変わってきていることを踏まえれば、必ずしもそうはならないかもしれない

一方、そのような高度な重責を背負う独立社外取締役を多数揃えることには困難が伴う→形式的にそろえることより、実効的な独立社外取締役が必要となる。人材プールをどうするかがこれまでに以上に課題となる。

(2) 取締役会の構成、取締役の必要スキル

・原則 4-11

・補充原則 4-11①

➢ 「スキル」と「多様性」

* 取締役会の役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力・スキル

- 企業ごとに異なる

- 取締役会の役割 (基本原則 (4) 参照) に資するスキルであることが必要

* ジェンダー、国際性、職歴、年齢→多様性

- 普遍的な要素

- 取締役会の役割に資するかどうかについて各企業が判断するべきなのか? 多様性それ自体に価値があるのか (多様であればそれでもいいのか)?

ex. 企業価値向上の観点からは実力重視なので、ジェンダーバランスは考えない、とか、国内事業のみを行っている企業なので国際性は必要ない、という explain は認められるべきか?

ジェンダーや国際性について、その多様性確保を必要と認識しているのであれば、実際に女性・外国人が採用されていなくても comply してよいか?

- 取締役会に多様性を要求する意味?

➢ 取締役会は経営戦略に照らして必要な「スキル」を特定した上で、各取締役のスキルを一覧化 (スキル・マトリックス) するなど取締役の有する「スキル」の組み合わせを示すべきこととされた

* 必要なスキルの特定こそが重要であり、そこからスタートするべきであって、現在の各取締役のスキルを列挙することからスタートするべきものではない→必要なスキルがそろっていないのであれば、それを前提に今後の取締役選任にあたってスキルを有する人材を揃える、というプロセスが重要 (後継者計画 (下記(3)参照)とも関係する)。必要なスキルを持った取締役がそろっていないこと自体で explain が求められるわけではない

* 独立社外取締役についても、その会社の経営戦略に照らして独立社外取締役に必要なスキルに照らして、スキルを開示する必要がある→実効的な独立社外取締役である

- b. 英文開示 (☞ 下記 7.)
- c. 気候変動関連リスク開示 (☞ 下記 4.)
- d. 独立社外取締役割合の上乗せ (☞ 下記 2. (1))
- e. 支配株主がいる場合のガバナンス体制上乗せ (☞ 下記 5.)
- f. 独立した指名・報酬委員会の構成およびその開示について (☞ 下記 2. (3))

<2. 取締役会の機能発揮>

(1) 独立社外取締役割合 (人数) の増加

・原則 4-8

➢ プライム企業→1/3以上 (これまでから上乗せ)

プライム企業以外→2名以上 (これまでと同じ)

* 「社外取締役」の定義は会社法上の定義と同一と考えられるが、「独立」の基準は法にもコードにも規定はない→各企業で判断する (なお、原則 4-9 で、判断基準の策定・開示が求められる) が、東証「上場管理等に関するガイドライン」における基準はミニマム・スタンダードとなる

* なお、支配株主を有する上場会社にはさらに上乗せ☞ 下記 5. (補充原則 4-8③)

➢ 業種・規模・事業特性・機関設計・環境等を踏まえて必要と考える会社が選任するべき目安もプライム企業について上乗せされた (過半数、プライム企業以外についてはこれまでと同じ 1/3 以上)

➢ プライム企業ではなぜ独立社外取締役が“1/3”必要か?

* 独立社外取締役に期待されている機能は、監督 (守りのガバナンス) か?

→ 取締役会は株主総会のように特別決議要件 (2/3 の多数決) があるわけでもないの
で、社内取締役主導による不当な決議を阻止するという監督的役割が期待されるので
あれば、独立社外取締役が過半数いなければ意味が乏しい

* ① プライム企業において独立指名・報酬委員会の過半数を独立社外取締役とするこ
ととされた (下記(3)参照) こととの関係で、独立社外取締役は3名程度は必要となる、
② 取締役会に必要なスキルを特定し、各取締役のスキルをスキルマトリックスなどに
よって開示することとされた (下記(2)参照) こととの関係で、独立社外取締役のチー
ム内で適切に分散したスキルマトリックスを書くためには3~4名が必要となる→1社
あたりの取締役の平均人数が9名程度というデータから、1/3 という数字が設定さ
れた?

→ 独立社外取締役に対して求められる機能が、監督 (守りのガバナンス) だけでなく、
中長期的な企業価値向上のためのより戦略的な部分に関与する (攻めのガバナンス) こ
とに変容しつつあることとのあらわれ?

* 独立社外取締役が増えることと取締役会が経営判断を行うことは矛盾するため、プ

- 必要がある
- 職歴・年齢を「多様性」の考慮要素に加える
 - * 職歴は、中途採用者登用という意味では多様性の要素であるが、職務経験という意味ではスキルの要素
 - 独立社外取締役は他社での経営経験を有する者を含めるべき
 - * 独立社外取締役に会社の実質的な経営への関与がより求められる(中長期的な企業価値向上、少数株主保護)ことへの反映
 - * 他社での経営経験は、広く解してよい(CEOに限らず、専務・常務経験者や、経営コンサルタント経験者など、他社の経営に関与していればよい)→いわゆるBoard3.0(アクティビスト投資家を独立社外取締役に迎える)も含まれるか
 - * Board3.0での問題提起は「能力」「情報」「インセンティブ」を兼ね備えた独立社外取締役の重要性→独立社外取締役へのインセンティブ付与については、今回のコード改訂では特に取り上げられていないが、その役割が企業価値向上への積極的関与に及ぶのであれば、今後は検討対象となりうる(なお、補充原則4-10①における報酬委員会の関与・助言)
- (3) 経営陣幹部や取締役の指名・報酬決定プロセス
・補充原則4-10①
- 監査役設置会社・監査等委員会設置会社における指名委員会・報酬委員会は、2018年コード改訂においてその設置が原則とされ、実際にその後東証一部上場企業では約7割の設置率となったことを踏まえ、その存在を前提とした書きぶりに修正されている
 - * 独立社外取締役を主要な構成員とすることが必要(原則は具体的な割合などは定められない)
 - 監査役設置会社・監査等委員会設置会社において、独立した指名委員会・報酬委員会
が関与・助言すべき経営陣幹部や取締役の指名・報酬の検討事項に、①後継者計画と②ジェンダー等の多様性やスキルの観点を含むべきことを明確化した
 - * 後継者計画(succession plan)→CEOの後継者計画と、取締役会構成メンバーの後継者計画などが考えられる。ただし後継者計画を検討することは“comply”の要件ではないとされている(パブコメ)。
 - * 意見書(5)では、特に報酬委員会の活動状況や決定した報酬体系の開示といった、開示ベースの提案がなされていたが、改訂においては、委員会の任務を明確化することとされた
 - プライム企業においては、①指名・報酬委員会の過半数は独立社外取締役とすることを基本とすること、および②委員会構成の独立性に関する考え方や、委員会の権限・役割についての開示を求める
- * 委員会の過半数を独立社外取締役とするとは必須ではなく、委員長を独立社外取締役とすることによって独立性を担保することもありうる(パブコメ)→独立性に関する考え方において開示されることが求められる
- * 各委員会は、独立社外取締役の指名・報酬についても検討することを考えると、「独立性」担保の観点からは、特に経営陣の影響を排除することが求められる(CEOは委員会に入るべきではないなど)
- (4) 対話ガイドライン改訂に反映された事項
- ①筆頭社外取締役による投資家との対話 (cf.補充原則4-8②)
 - ②独立社外取締役による取締役会議長就任
 - ②取締役会の自己評価・外部評価 (cf.補充原則4-11③)
- ＜3. 中核人材におけるダイバーシティ＞
・補充原則2-4①
- 中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方と、「自主的かつ測定可能な目標」と、その状況(＝進捗状況・達成状況(パブコメ))の開示
 - * 取締役会のみならず、それを支える幹部従業員についてもダイバーシティが重要な認識(将来の取締役会のダイバーシティの人材プールとなることも想定されていると考えられる)
 - * 女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等などが例示されており、これらについては「自主的かつ測定可能な目標」「その状況」の開示が求められる(開示しない場合、explainが必要(コーポレート・ガバナンス報告書更新時チェックリスト))
 - * 「中途採用者」は、取締役の多様性における「職歴」とパラレルなものとして今回加わった→他社での職務経験・経営経験から、企業固有の価値に縛られない意見を通じて果敢な意思決定が可能となるとの考え方に基づく
 - 多様性確保に向けた人材育成方針・社内環境整備方針と、その実施状況を開示させる
 - * 中長期的な企業価値の向上において、人材戦略が重要であるとの考え方が基礎にある→サステナビリティとも関連
 - * 女性確保のための福利厚生、外国人確保のための環境整備、などが含まれる
 - これまでは、多様性確保の推進のみが原則2-4として定められ、具体的な考え方・目標・方針・実施状況の開示などは求められていなかった
 - * なお、取締役会メンバーについては、多様性についての考え方の開示がもともと求められていた(補充原則4-11①)
 - ここでは、多様性は企業価値向上のための手段として捉えられているように見える→当該企業における企業価値向上と幹部従業員の多様性との関連を「考え方」において開

- (SSB)を立ち上げ)したが、これも当面は気候変動開示を対象としつつ、将来はより広いESG開示基準の策定を検討している
- ▶ 今回の改訂で重視されている「サステナビリティ」とは何のサステナビリティか?
 - a. 社会・環境等の「サステナビリティ」(一般的なサステナビリティ (ESG))
 - 『自社の「サステナビリティ」についての取り組み』と読む
 - b. 自社の「サステナビリティ」
 - 『「自社のサステナビリティ」についての取り組み』と読む
 - * b.と捉えるならば、補充原則2-3①がいわゆるESG課題についても言及している以上、今回の改訂は上記「啓蒙された株主価値アプローチ」をとってa.をそのための一要素とみているということになる。最終目的が自社のサステナビリティならば、社会・環境等のサステナビリティが自社のサステナビリティにどのようなつながるかを各企業は検証する必要があるかもしれない(伝統的なCSRの開示では不十分)し、いわゆるサステナビリティ開示もシングルマテリアリティに從って行うべきことになる。また、a.よりも取り組むべき対象は広がる(いわゆるESGに限らない)。
 - * サステナビリティ目標達成度と取締役報酬との関連付け (ex. J-POWER株主提案)
 に対しては、当該目標と企業価値との関連性を慎重に検討することが必要となるのではないかと
 - * 今回の改訂ではb.と捉えている?
 - ・ 補充原則4-2②は、「経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備」(原則4-2)の一環としての位置づけ→自社の中長期的な成長が目的?
 - ・ 補充原則2-3①で例示された課題には、いわゆるESG要素に加え、「自然災害等への危機管理」といったものも挙げられている→自社の持続可能性が問題となっている
 - ・ 経営資源の配分や事業ポートフォリオへの開示・監督と同じ文脈で「自社のサステナビリティについての取り組み」についての開示・基本的方針策定が論じられている(補充原則3-1③、補充原則4-2②)
- (2) 人的資本・知的財産への投資、事業ポートフォリオ
- ▶ 人的資本・知的財産への投資等について、経営戦略・経営課題と整合するよう具体的な情報開示を求める(補充原則3-1③)
 - ▶ 取締役会が、人的資本・知的財産への投資等を含めた経営資源配分、事業ポートフォリオに関する戦略実行を、「企業の特長的な成長」に資するように監督することを求める(補充原則4-2②)
 - ▶ 経営戦略策定・公表において、事業ポートフォリオの方針、見直しについても分かりやすく示すことを求める(補充原則5-2①)
 - ▶ もともと、原則5-2で事業ポートフォリオ・人材投資(今回、人的資本への投資と言いつい換えられた)を含む経営資源配分については、株主への説明が求められていた→その

- 示す必要があるか
- ＜4. サステナビリティ＞
 - ・ 基本原則2考え方
 - ・ 補充原則2-3①
 - ・ 補充原則3-1③
 - ・ 補充原則4-2②
 - ・ 原則5-2
 - ・ 補充原則5-2①
 - (1) 「サステナビリティ」
 - ▶ サステナビリティを中長期的な企業価値の向上の文脈でとらえ、「経営課題」と位置づけた(基本原則2考え方)→取締役会はサステナビリティ対応が「リスクの減少のみならず取組機会にもつながる重要な経営課題」と認識し、中長期的な企業価値向上の観点から取り組むことが求められる(補充原則2-3①)
 - * これまではグローバルな社会・環境問題への要請・関心の高まりという問題意識に基づき、サステナビリティ対応は「重要なリスク管理」とされていた(改訂前の基本原則2考え方および補充原則2-3①)
 - * ESG要素を、企業価値(株主価値)とは異なる価値と捉えるか(多元的ステークホルダーアプローチ)、株主価値の一要素として捉えるか(啓蒙された株主価値アプローチ)という議論との関係では、より後者に親和的なアプローチに
 - ▶ サステナビリティ課題の例示(補充原則2-3①)
 - ▶ 経営戦略の開示とあわせて「自社のサステナビリティについての取り組み」の開示が求められる(基本原則3-1③)
 - ▶ 取締役会において「自社のサステナビリティを巡る取り組み」について基本的な方針決定が求められる(基本原則4-2②)
 - ▶ プライム企業には、気候変動リスク・収益機会の自社への影響について、必要データの収集分析を行い、TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)等の枠組みに從って開示することが求められる
 - * 国際的な基準に從った開示が求められる→開示の質・量・比較可能性の向上
 - * 基準に從った開示が求められるのは気候変動リスクだけか?
 - SASB(サステナビリティ会計基準審議会)スタンダード、IIRC(国際統合報告評議会)統合報告フレームワーク、GRI(Global Reporting Initiative)スタンダードはいずれも気候変動開示だけを対象としているわけではない。また、IFRS財団は2021年11月「国際サステナビリティ基準審議会」(ISSB)を設置を決定し、国際サステナビリティ開示基準の開発を開始(日本の財務会計基準機構も「サステナビリティ基準委員会」

- ・原則 4-4
 - ・補充原則 4-13③
 - ・補充原則 5-1①
- (1) 内部統制・リスクマネジメント
- 取締役会が構築すべき内部統制体制から「財務報告に係る」の限定を削除し、リスクマネジメントに「全社的」という言葉を補充 (補充原則 4-3④)
 - * 財務報告に係る内部統制は金商法上の内部統制としてそれなりに定着しているが、非財務情報にかかる内部統制や、会社法上の内部統制について、ガバナンスやリスクマネジメントと連携させ、会社全体の全ての業務プロセスを対象とすることによってその実効性を向上させる考え方 (いわゆる ERM ex. COSO2017年改訂全社的リスクマネジメント) と整合的
 - グループ全体の内部統制・リスク管理体制構築を求めた(グループガバナンスの観点) (補充原則 4-3③)
 - * 重要性を増す「内部監査部門」の活用 (補充原則 4-3③) → 内部監査部門から取締役会・監査役会への直接報告の仕組み (デュアルレポートライン) を例示 (補充原則 4-13③)
 - * 内部監査部門が特定の者 (たとえば CEO) の指揮下にある場合、適切に CEO を留められない可能性がある → 監査役会にも報告を求める
 - * 独立社外取締役への直接報告? (意見書 (4) には記載があった)
 - 取締役会は、内部統制体制等の「運用が有効に行われているか」ではなく「運用状況を監督すべきであるとした
 - * 会社法上の内部統制構築義務違反の判断においては、リスクに応じて内部統制体制を構築しておいたかどうかや問題とされ、それが有効だったかどうかは判断に影響しないとした判例 (裁判平成 21 年 7 月 9 日判時 2055 号 147 頁〔日本システム技術事件〕) と整合的
- (2) 監査役
- 株主との対話窓口として監査役を加えた (補充原則 5-1①)
 - 監査役の選解任において監査役・監査役会による独立・客観的立場からの判断を求めた (原則 4-4)
- <7. 株主総会の電子化・英文開示>
- ・補充原則 1-2④
 - ・補充原則 3-1②
- 位置づけを「企業の特長的な成長」とつなげる形でより明確化し、取締役会が関与すべきこと、その開示について明示した
- * 経産省「事業再編ガイドライン」では、事業ポートフォリオ見直しに社外取締役が積極的に関わることを求める (3.2.1.、3.2.2.)。社内取締役は、現状維持バイアスに陥りがちとの問題意識
- 「自社のサステナビリティ」(上記(1)参照) の重要な要素
- <5. 上場子会社における少数株主保護>
- ・基本原則 4 考え方
 - ・補充原則 4-8③
- 支配株主が「会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならない」ことを明示し、少数株主保護のためのガバナンス体制整備を求める (基本原則 4 考え方) → a. 独立社外取締役を 1/3 以上 (アライムは過半数) or b. 支配株主と少数株主との利益が相反する「重要な取引等」について審議検討を行うために独立性を有する者 (独立社外取締役含む) で構成された特別委員会設置 (補充原則 4-8③)
- * 「会社」からの独立性と「支配株主」からの独立性の両方が求められる (「支配株主」からの独立性を有する) 独立社外取締役、「独立性を有する者」で構成された特別委員会
 - * 特別委員会についても独立社外取締役は必ず一名は必要 → 「会社」からの独立性
 - * 特別委員会での審議のトリガーは? → 「支配株主」(有価証券上場規定 2 条 42 号の 2. いわゆる支配基準) との「重要な取引・行為」(有価証券上場規程 441 条の 2 参照)
 - * 支配株主に準ずる支配力を有する「支配的株主」(取締役の過半数を選任できたり、契約により経営に対する影響力を持ちうる株主。20~25%程度の株主でも該当しうる) についても同様の対応が求められるとの意見 (「改訂案」)
 - * 独立社外取締役に、少数株主保護のために特別に期待できる要素はあるか? → 独立社外取締役も支配株主によって選任されていることを考えると、社内取締役との違いはなく、「特別委員会」のほうがより望ましいとの意見 → 支配株主がいる会社は、会社 (社内取締役) 自体が支配株主によって支配されているといえるので、会社からの独立性が保たれた社外取締役のほうがまだ少数株主保護に期待できるということか
- 有価証券上場規定 441 条の 2、経産省 CGS 研究会「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」などにおいても支配株主と少数株主との利益相反の問題は検討されているが、これを明確にコードに反映した
- <6. 監査・内部統制・リスクマネジメント関係>
- ・補充原則 4-3④

改訂前からの変更点

- ▶ プライム企業に、機関投資家向けの議決権電子行使プラットフォームの採用と英文開示を求めた
 - * 議決権電子行使プラットフォームの採用・英文開示は、プライム企業に限定するべきか? → comply or explain なのだから、全企業に求めてもよいのでは

<8. まとめ>

全体として、コンプライアンスのためのコーポレートガバナンス(守りのガバナンス)から企業価値向上のためのコーポレートガバナンス(攻めのガバナンス)という考え方がより濃厚になった
 → サステナビリティ、ダイバーシティ
 独立社外取締役の任務の加重(取締役の指名・報酬決定、投資家との対話、少数株主保護、取締役会議長への就任など)

<参考文献>

武井一浩編著『コーポレートガバナンス・コードの実践(第3版)』
 澤口実監修『コーポレートガバナンス・コードの実務(第4版)』
 中村直人=倉橋雄作『コーポレートガバナンス・コードの読み方・考え方(第3版)』
 神作裕之『コーポレート・ガバナンスコード改訂とガバナンス改革』商事法務2264号4頁
 飯田秀総『資本市場の再編とコーポレート・ガバナンスのあり方』ジュリスト1563号22頁
 松中学『コーポレート・ガバナンスとダイバーシティ』ジュリスト1563号28頁
 久保田安彦『コーポレート・ガバナンスとサステナビリティ』ジュリスト1563号34頁
 高橋陽一『企業グループとコーポレート・ガバナンス』ジュリスト1563号40頁
 谷口達哉=松岡恵美子=林竜希『改訂コーポレートガバナンス・コードの解説と実務対応』資料版商事法務448号10頁
 浜田幸=西原彰美『コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイドラインの改定の概説』金融法務事情2168号6頁
 神田秀樹『コーポレートガバナンス・コードの2021年再改訂』神田秀樹責任編集『企業法の将来展望2022年度版』370頁

コーポレートガバナンス・コード ~会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために~



2021年6月11日

株式会社東京証券取引所

基本原則

コーポレートガバナンス・コードについて

本コードにおいて、「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえ、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する。

本コードは、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものであり、これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる。

【株主の権利・平等性の確保】

1. 上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。
また、上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。
少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

【株主以外のステークホルダーとの適切な協働】

2. 上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。
取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダークラスを発揮すべきである。

【適切な情報開示と透明性の確保】

3. 上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。
その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるよう努めるべきである。

第1章 株主の権利・平等性の確保

【取締役会等の責務】

4. 上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、
- (1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと
 - (2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと
 - (3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと
- をはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。
- こうした役割・責務は、監査役会設置会社（その役割・責務の一部は監査役及び監査役会が担うこととなる）、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社など、いずれの機関設計を採用する場合にも、等しく適切に果たされるべきである。

【株主との対話】

5. 上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。
- 経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

【基本原則1】

上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。

また、上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。

少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

【考え方】

上場会社には、株主を含む多様なステークホルダーが存在しており、こうしたステークホルダーとの適切な協働を欠いては、その持続的な成長を実現することは困難である。その際、資本提供者は重要な要素であり、株主はコーポレートガバナンスの規律における主要な起点でもある。上場会社には、株主が有する様々な権利が実質的に確保されるよう、その円滑な行使に配慮することにより、株主との適切な協働を確保し、持続的な成長に向けた取組みに邁進することが求められる。

また、上場会社は、自らの株主を、その有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱う会社法上の義務を負っているところ、この点を実質的にも確保していることについて広く株主から信認を得ることは、資本提供者からの支持の基盤を強化することにも資するものである。

【原則1-1. 株主の権利の確保】
 上場会社は、株主総会における議決権をはじめとする株主の権利が実質的に確保されるよう、適切な対応を行うべきである。

補充原則

- 1-1-① 取締役会は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである。
- 1-1-② 上場会社は、総会決議事項の一部を取締役会に委任するよう株主総会に提案するに当たっては、自らの取締役会においてコーポレートガバナンスに関する役割・責務を十分に果たし得るような体制が整っているかを考慮すべきである。他方で、上場会社において、そうした体制がしっかりと整っていると判断する場合には、上記の提案を行うことが、経営判断の機動性・専門性の確保の観点から望ましい場合があることを考慮に入れるべきである。
- 1-1-③ 上場会社は、株主の権利の重要性を踏まえ、その権利行使を事実上妨げることのないよう配慮すべきである。とりわけ、少数株主にも認められている上場会社及びその役員に対する特別な権利（違法行為の差止めや代表訴訟提起に係る権利等）については、その権利行使の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

【原則1-2. 株主総会における権利行使】
 上場会社は、株主総会が株主との建設的な対話の場であることを認識し、株主の視点上立って、株主総会における権利行使に係る適切な環境整備を行うべきである。

補充原則

- 1-2-① 上場会社は、株主総会において株主が適切な判断を行うことに資すると考えられる情報については、必要に応じ適確に提供すべきである。
- 1-2-② 上場会社は、株主が総会議案の十分な検討期間を確保することができるよう、招集通知に記載する情報の正確性を担保しつつその早期発送に努めるべきであり、また、招集通知に記載する情報は、株主総会の招集に係る取締役会決議から招集通知を発送するまでの間に、IDnet や自社のウェブサイトにより電子的に公表すべきである。

- 1-2-③ 上場会社は、株主との建設的な対話の充実や、そのための正確な情報提供等の観点から、株主総会開催日をはじめとする株主総会関連の日程の適切な設定を行うべきである。

- 1-2-④ 上場会社は、自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率等も踏まえ、議決権の電子行使を可能とするための環境作り（議決権電子行使プラットフォームの利用等）や招集通知の英訳を進めるべきである。

特に、プライム市場上場会社は、少なくとも機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォームを利用可能とすべきである。

- 1-2-⑤ 信託銀行等の名義で株式を保有する機関投資家等が、株主総会において、信託銀行等に代わって自ら議決権の行使等を行うことをあらかじめ希望する場合に対応するため、上場会社は、信託銀行等と協議しつつ検討を行うべきである。

【原則1-3. 資本政策の基本的な方針】
 上場会社は、資本政策の動向が株主の利益に重要な影響を与え得ることを踏まえ、資本政策の基本的な方針について説明を行うべきである。

【原則1-4. 政策保有株式】
 上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているかを具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。
 上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。

補充原則

- 1-4-① 上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない。
- 1-4-② 上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない。

第2章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働

【基本原則2】

上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。
取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。

【考え方】

上場会社には、株主以外にも重要なステークホルダーが数多く存在する。これらのステークホルダーには、従業員をはじめとする社内の関係者や、顧客・取引先・債権者等の社外の関係者、更には、地域社会のように会社の存続・活動の基盤をなす主体が含まれる。上場会社は、自らの持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成するためには、これらのステークホルダーとの適切な協働が不可欠であることを十分に認識すべきである。

また、「持続可能な開発目標」(SDGs)が国連サミットで採択され、気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)への賛同機関数が増加するなど、中長期的な企業価値の向上に向け、サステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)が重要な経営課題であるとの意識が高まっている。こうした中、我が国企業においては、サステナビリティ課題への近時のグローバルな社会・環境問題等に対する関心の高まりを踏まえれば、いわゆるESG(環境・社会・統治)問題への積極的・能動的な対応を二層進めていくことが重要である。これらに含めることも考えられる。上場会社が、こうした認識を踏まえて適切な対応を行うことは、社会・経済全体に利益を及ぼすとともに、その結果として、会社自身にも更に利益がもたらされる、という好循環の実現に資するものである。

【原則1-5. いわゆる買収防衛策】

買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策は、経営陣・取締役会の保身を目的とするものであってはならない。その導入・運用については、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。

補充原則

1-5① 上場会社は、自社の株式が公開買付けに付された場合には、取締役会としての考え方(対抗提案があればその内容を含む)を明確に説明すべきであり、また、株主が公開買付けに応じて株式を手放す権利を不当に妨げる措置を講じるべきではない。

【原則1-6. 株主の利益を書する可能性のある資本政策】

支配権の変動や大規模な希釈化をもたらす資本政策(増資、MBO等を含む)については、既存株主を不当に害することのないよう、取締役会・監査役は、株主に對する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。

【原則1-7. 関連当事者間の取引】

上場会社がその役員や主要株主等との取引(関連当事者間の取引)を行う場合には、そうした取引が会社や株主共同の利益を害することのないよう、また、そうした懸念を惹起することのないよう、取締役会は、あらかじめ、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続を定めてその枠組みを開示するとともに、その手続を踏まえた監視(取引の承認を含む)を行うべきである。

【原則2-1. 中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定】
 上場会社は、自らが担う社会的責任についての考え方を踏まえ、様々なステークホルダーへの価値創造に配慮した経営を行うつつ中長期的な企業価値向上を図るべきであり、こうした活動の基礎となる経営理念を策定すべきである。

補充原則

2-4④ 上場会社は、女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等、中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況を開示すべきである。

また、中長期的な企業価値の向上に向けた人材戦略の重要性に鑑み、多様性の確保に向けた人材育成方針と社内環境整備方針をその実施状況と併せて開示すべきである。

補充原則

2-2① 取締役会は、行動原則が広く実践されているか否かについて、適宜または定期的にレビューを行うべきである。その際には、実質的に行動原則の趣旨・精神を尊重する企業文化・風土が存在するか否かに重点を置くべきであり、形式的な遵守確認に終始すべきではない。

【原則2-3. 社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題】

上場会社は、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティ(持続可能性)を巡る課題について、適切な対応を行うべきである。

補充原則

2-3① 取締役会は、気候変動などの地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な取引、自然災害等への危機管理など、サステナビリティ(持続可能性)を巡る課題への対応は、重要なリスク管理リスクの減少のみならず取益機会にもつながる重要な経営課題の一部であると認識し、中長期的な企業価値向上の観点から、適確に対応するとともに、近時、こうした課題に対する要請・関心が大きく高まりつつあることを勘案し、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討を深めるべきである。

【原則2-4. 女性の活躍促進を含む社内多様性の確保】

上場会社は、社内に異なる経験・技能・属性を反映した多様な視点や価値観が存

【原則2-5. 内部通報】

上場会社は、その従業員等が、不利益を被る危険を懸念することなく、違法または不適切な行為・情報開示に関する情報や真摯な疑念を伝えることができるよう、また、伝えられた情報や疑念が客観的に検証され適切に活用されるよう、内部通報に係る適切な体制整備を行うべきである。取締役会は、こうした体制整備を実現する責務を負うとともに、その運用状況を監督すべきである。

補充原則

2-5① 上場会社は、内部通報に係る体制整備の一環として、経営陣から独立した窓口の設置(例えば、社外取締役と監査役による合議体を窓口とする等)を行うべきであり、また、情報提供者の秘匿と不利益取扱の禁止に関する規律を整備すべきである。

【原則2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮】

上場会社は、企業年金の積立金の運用が、従業員の安定的な資産形成に加えて自らの財政状態にも影響を与えることを踏まえ、企業年金が運用(運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む)の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるように、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようすべきである。

第3章 適切な情報開示と透明性の確保

【基本原則3】

上場会社は、会社の財政状態、経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。

その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。

【考え方】

上場会社には、様々な情報を開示することが求められている。これらの情報が法令に基づき適時適切に開示されることは、投資家保護や資本市場の信頼性確保の観点から不可欠の要請であり、取締役会・監査役・監査役会・外部会計監査人は、この点に関し財務情報に係る内部統制体制の適切な整備をはじめとする重要な責務を負っている。また、上場会社は、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。

更に、我が国の上場会社による情報開示は、計表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性に優れている一方で、会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆるESG要素）などについて説明等を行ういわゆる非財務情報を巡っては、ひな型の記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘もある。取締役会は、こうした情報を含め、開示・提供される情報が可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に関与を行う必要がある。

法令に基づく開示であれそれ以外の場合であれ、適切な情報の開示・提供は、上場会社の外側において情報の非対称性の下におかれている株主等のステークホルダーと認識を共有し、その理解を得るための有力な手段となり得るものであり、「責任ある機関投資家」の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）を踏まえた建設的な対話にも資するものである。

【原則3-1-1. 情報開示の充実】

上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うことに加え、会社の意思決定の透明性・公正性を確保し、実効的なコーポレートガバナンスを実現するとの観点から、（本コードの各原則において開示を求めている事項のほか、）以下の事項について開示し、主体的な情報発信を行うべきである。

- (i) 会社の目指すところ（経営理念等）や経営戦略、経営計画
- (ii) 本コードのそれぞれの原則を踏まえた、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方と基本方針
- (iii) 取締役会が経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続
- (iv) 取締役会が経営陣幹部の選解任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続
- (v) 取締役会が上記（iv）を踏まえて経営陣幹部の選解任と取締役・監査役候補の指名を行う際の、個々の選解任・指名についての説明

補充原則

3-1-1 上記の情報の開示（法令に基づく開示を含む）に当たって、取締役会は、ひな型の記述や具体性を欠く記述を選別、利用者にとって付加価値の高い記載となるようにすべきである。

3-1-2 上場会社は、自社の株主における海外投資家等の比率も踏まえ、合理的な範囲において、英語での情報の開示・提供を進めるべきである。

特に、プライム市場上場会社は、開示書類のうち必要とされる情報について、英語での開示・提供を行うべきである。

3-1-3 上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的な情報を開示・提供すべきである。

特に、プライム市場上場会社は、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みであるTCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実に進めるべきである。

第4章 取締役会等の責務

【原則3-2. 外部会計監査人】
外部会計監査人及び上場会社は、外部会計監査人が株主・投資家に対して責務を負っていることを認識し、適正な監査の確保に向けて適切な対応を行うべきである。

補充原則

- 3-2① 監査役会は、少なくとも下記の対応を行うべきである。
- (i) 外部会計監査人候補を適切に選定し外部会計監査人を適切に評価するための基準の策定
 - (ii) 外部会計監査人に求められる独立性と専門性を有しているか否かについての確認
- 3-2② 取締役会及び監査役会は、少なくとも下記の対応を行うべきである。
- (i) 高品質な監査を可能とする十分な監査時間の確保
 - (ii) 外部会計監査人からCEO・CFO等の経営陣幹部へのアクセス（面談等）の確保
 - (iii) 外部会計監査人と監査役（監査役会への出席を含む）、内部監査部門や社外取締役との十分な連携の確保
 - (iv) 外部会計監査人が不正を発見し適切な対応を求めた場合や、不備・問題点を指摘した場合の会社側の対応体制の確立

【基本原則4】

上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、(1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと
(2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと
(3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと
縮役に対する役割・責務を適切に果たすべきである。
こうした役割・責務は、監査役会設置会社（その役割・責務の一部は監査役及び監査役会が担うこととなる）、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社など、いずれの機関設計を採用する場合にも、等しく適切に果たされるべきである。

考え方

上場会社は、通常、会社法（平成26年改正後）が規定する機関設計のうち主要な3種類（監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社）のいずれかを選択することとされている。前者（監査役会設置会社）は、取締役会と監査役・監査役会に統治機能を担わせる我が国独自の制度である。その制度では、監査役は、取締役・経営陣等の職務執行の監査を行うこととされており、法律に基づく調査権限が付与されている。また、独立性と高度な情報収集能力の双方を確保すべく、監査役（株主総会で選任）の半数以上は社外監査役とし、かつ常勤の監査役を置くこととされている。後者の2つは、取締役会に委員会を設置して一定の役割を担わせることにより監督機能の強化を目指すものであるという点において、諸外国にも類例が見られる制度である。上記の3種類の機関設計のいずれを採用する場合でも、重要なことは、創意工夫を施すことによりそれぞれその機関の機能を実質的かつ十分に発揮させることである。また、本コードを策定する大きな目的の一つは、上場会社による透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を促すことにあるが、上場会社の意思決定のうちには、外部環境の変化その他の事情により、結果として会社に損害を生じさせることとなるものが無いとは言い切れない。その場合、経営陣・取締役が損害賠償責任を負うか否かの判断に際しては、一般的に、その意思決定の時点における意思決定過程の合理性が重要な考慮要素の一つとなるものと考えられるが、本コードには、ここでいう意思決定過程の合理性を担保することに寄与すると考えられる内容が含まれており、本コードは、上場会社の透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を促す効果を持つこととなるものと期待している。

そして、支配株主は、会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱

つてはならないのであって、支配株主を有する上場会社には、少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制の整備が求められる。

【原則 4-1-1 取締役会の役割・責務(1)】
取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）を確立し、戦略的な方向付けを行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、具体的な経営戦略や経営計画等について建設的な議論を行うべきであり、重要な業務執行の決定を行う場合には、上記の戦略的な方向付けを踏まえるべきである。

補充原則

4-1-1 取締役会は、取締役会自身として何を判断・決定し、何を経営陣に委ねるのかに関連して、経営陣に対する委任の範囲を明確に定め、その概要を開示すべきである。

4-1-2 取締役会・経営陣幹部は、中期経営計画も株主に対するコミットメントの一つであるとの認識に立ち、その実現に向けて最善の努力を行うべきである。仮に、中期経営計画が目標未達に終わった場合には、その原因や自社が行った対応の内容を十分に分析し、株主に説明を行うとともに、その分析を次期以降の計画に反映させるべきである。

4-1-3 取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえ、最高経営責任者（CEO）等の後継者計画（プランニング）の策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう、適切に監督を行うべきである。

【原則 4-2 取締役会の役割・責務(2)】
取締役会は、経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、経営陣からの健全な企業家精神に基づく提案を歓迎しつつ、説明責任の確保に向けて、そうした提案について独立した客観的な立場において多角的かつ十分な検討を行うとともに、承認した提案が実行される際には、経営陣幹部の迅速・果敢な意思決定を支援すべきである。
また、経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである。

補充原則

4-2-1 取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブと

して機能するよう、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。

4-2-2 取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定すべきである。

また、人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである。

【原則 4-3 取締役会の役割・責務(3)】
取締役会は、独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、適切に会社の業績等の評価を行い、その評価を経営陣幹部の人事に適切に反映すべきである。
また、取締役会は、適時かつ正確な情報開示が行われるよう監督を行うとともに、内部統制やリスク管理体制を適切に整備すべきである。
更に、取締役会は、経営陣・支配株主等の関連当事者と会社との間に生じ得る利益相反を適切に管理すべきである。

補充原則

4-3-1 取締役会は、経営陣幹部の選任や解任について、会社の業績等の評価を踏まえ、公正かつ透明性の高い手続に従い、適切に実行すべきである。

4-3-2 取締役会は、CEOの選解任は、会社における最も重要な戦略的意思決定であることを踏まえ、客観性・透明性ある手続に従い、十分な時間と資源をかけて、資質を備えたCEOを選任すべきである。

4-3-3 取締役会は、会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEOがその機能を十分に発揮していないと認められる場合に、CEOを解任するための客観性・透明性・透明性ある手続を確立すべきである。

4-3-4 コンプライアンスや財務報告に係る内部統制や先を見越した全社的リスク管理体制の整備は、適切なコンプライアンスの確保とリスクテイクの裏付けとなり得るものであるが、取締役会は、グループ全体を含めたこれらの体制の適切に構築し、内部監査部門を活用しつつ、その運用状況を有効に把握しているか否かの監督に重点を置くべきであり、個別の業務執行に係るコンプライアンスの審査に終始すべきではない。

【原則4-4. 監査役及び監査役会の役割・責務】
 監査役及び監査役会は、取締役の職務の執行の監査、監査役・外部会計監査人の選解任や監査報酬に係る権限の行使などの役割・責務を果たすに当たって、株主に對する受託者責任を踏まえ、独立した客観的な立場において適切な判断を行うべきである。
 また、監査役及び監査役会に期待される重要な役割・責務には、業務監査・会計監査をはじめとするいわゆる「守りの機能」があるが、こうした機能を含め、その役割・責務を十分に果たすためには、自らの守備範囲を過度に狭く捉えることは適切でなく、能動的・積極的に権限を行使し、取締役会においてあるいは経営陣に対して適切に意見を述べなければならない。

補充原則

4-4① 監査役会は、会社法により、その半数以上を社外監査役とすること及び常勤の監査役を置くことの双方が求められていることを踏まえ、その役割・責務を十分に果たすとの観点から、前者に由来する強固な独立性と、後者が保有する高度な情報収集力とを有機的に組み合わせることで実効性を高めるべきである。また、監査役または監査役会は、社外取締役が、その独立性に影響を受けることなく情報収集力の強化を図ることができるよう、社外取締役との連携を確保すべきである。

【原則4-5. 取締役・監査役等の受託者責任】
 上場会社の取締役・監査役及び経営陣は、それぞれ株主に對する受託者責任を認識し、ステークホルダーとの適切な協働を確保しつつ、会社や株主共同の利益のために行動すべきである。

【原則4-6. 経営の監督と執行】
 上場会社は、取締役会による独立かつ客観的な経営の監督の実効性を確保すべく、業務の執行には携わらない、業務の執行と一定の距離を置く取締役の活用について検討すべきである。

【原則4-7. 独立社外取締役の役割・責務】
 上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。
 (i) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと
 (ii) 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと
 (iii) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること
 (iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること

【原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用】
 独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するよう役割・責務を果たすべきであり、プライム市場上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名、3分の1（その他の市場の上場会社においては2名）以上選任すべきである。
 また、上記にかかわらず、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、少なくとも3分の1以上過半数の独立社外取締役を選任することが必要と考えるプライム市場上場会社（その他の市場の上場会社において）は少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社）は、上記にかかわらず、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

補充原則

4-8① 独立社外取締役は、取締役会における議論に積極的に貢献するとの観点から、例えば、独立社外者のみを構成員とする会合を定期的に開催するなど、独立した客観的な立場に基づく情報交換・認識共有を図るべきである。

4-8② 独立社外取締役は、例えば、互選により「筆頭独立社外取締役」を決定することなどにより、経営陣との連絡・調整や監査役または監査役会との連携に係る体制整備を図るべきである。

4-8③ 支配株主を有する上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも3分の1以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任するか、または支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきである。

補充原則

4-11① 取締役会は、経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会の全体としての知識・経験・能力のパランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したいわゆるスキル・マトリックスをはじめ、経営環境や事業特性等に応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきである。その際、独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含めるべきである。

4-11② 社外取締役、社外監査役をはじめ、取締役・監査役は、その役割・責務を適切に果たすために必要となる時間・労力を取締役・監査役の業務に振り向けるべきである。こうした観点から、例えば、取締役・監査役が他の上場会社の役員を兼任する場合には、その数は合理的な範囲にとどめるべきであり、上場会社は、その兼任状況を毎年開示すべきである。

4-11③ 取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考しつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである。

【原則4-12 取締役会における審議の活性化】
取締役会は、社外取締役による問題提起を含め自由闊達で建設的な議論・意見交換を導ぶ気風の醸成に努めるべきである。

補充原則

4-12① 取締役会は、会議運営に関する下記の取扱いを確保しつつ、その審議の活性化を図るべきである。

- (i) 取締役会の資料が、会日に十分に先立って配布されるようにすること
- (ii) 取締役会の資料以外にも、必要に応じ、会社から取締役に対して十分な情報が（適切な場合には、要点を把握しやすいように整理・分析された形で）提供されるようにすること
- (iii) 年間の取締役会開催スケジュールや予想される審議事項について決定しておくこと
- (iv) 審議項目数や開催頻度を適切に設定すること
- (v) 審議時間を十分に確保すること

【原則4-9 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質】
取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示すべきである。また、取締役会は、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できる人物を独立社外取締役の候補者として選定するよう努めるべきである。

【原則4-10 任意の仕組みの活用】
上場会社は、会社法が定める会社の機関設計のうち会社の特性に応じて最も適切な形態を採用するに当たり、必要に応じて任意の仕組みを活用することにより、統治機能の更なる充実に努めるべきである。

補充原則

4-10① 上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名（後継者計画を含む）、報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会など、独立した指名委員会・報酬諮問委員会を設置することにより、指名や報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり、ジェンダー等の多様性やスキルの観点を含め、これらの委員会の独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである。

特に、プライム市場上場会社は、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会構成の独立性に関する考え方や権限・役割等を開示すべきである。

【原則4-11 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】
取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性、職歴、年齢の面を含む多様性と適正規模を而立させる形で構成されるべきである。また、監査役には、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する者が選任されるべきであり、特に、財務・会計に関する十分な知見を有している者が1名以上選任されるべきである。
取締役会は、取締役会全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである。

4-14② 上場会社は、取締役・監査役に対するトレーニングの方針について開示を行うべきである。

【原則4-13. 情報入手と支援体制】
 取締役・監査役は、その役割・責務を実効的に果たすために、能動的に情報入手すべきであり、必要に応じ、会社に対して追加の情報提供を求めらるべきである。また、上場会社は、人員面を含む取締役・監査役の支援体制を整えるべきである。
 取締役会・監査役会は、各取締役・監査役が求める情報の円滑な提供が確保されているかどうかを確認すべきである。

補充原則

4-13① 社外取締役を含む取締役は、透明・公正かつ迅速・果敢な会社の意思決定に資するとの観点から、必要と考える場合には、会社に対して追加の情報提供を求めらるべきである。また、社外監査役を含む監査役は、法令に基づく調査権限を行使することを含め、適切に情報入手を行うべきである。

4-13② 取締役・監査役は、必要と考える場合には、会社の費用において外部の専門家の助言を得ることも考慮すべきである。

4-13③ 上場会社は、取締役会及び監査役会の機能発揮に向け、内部監査部門がこれらに対しても適切に直接報告を行う仕組みを構築すること等により、内部監査部門と取締役・監査役との連携を確保すべきである。また、上場会社は、例えば、社外取締役・社外監査役の指示を受けて会社の情報を適確に提供できるように社内との連絡・調整にあたる者の選任など、社外取締役や社外監査役に必要な情報を適確に提供するための工夫を行うべきである。

【原則4-14. 取締役・監査役のトレーニング】
 新任者をはじめとする取締役・監査役は、上場会社の重要な統治機関の一翼を担う者として期待される役割・責務を適切に果たすため、その役割・責務に係る理解を深めるとともに、必要な知識の習得や適切な更新等の研鑽に努めるべきである。このため、上場会社は、個々の取締役・監査役に適したトレーニングの機会を提供・斡旋やその費用の支援を行うべきであり、取締役会は、こうした対応が適切にとられているか否かを確認すべきである。

補充原則

4-14① 社外取締役・社外監査役を含む取締役・監査役は、就任の際には、会社の事業・財務・組織等に関する必要な知識を取得し、取締役・監査役に求めらるる役割と責務(法的責任を含む)を十分に理解する機会を得るべきであり、就任後においても、必要に応じ、これらを継続的に更新する機会を得るべきである。

第5章 株主との対話

【基本原則5】

上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。
 経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

考え方

『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》の策定を受け、機関投資家には、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行うことが求められている。

上場会社にとっても、株主と平素から対話を行い、具体的な経営戦略や経営計画などに対する理解を得るとともに懸念があれば適切に対応を講ずることは、経営の正統性の基盤を強化し、持続的な成長に向けた取組みに邁進する上で極めて有益である。また、一般に、上場会社の経営陣・取締役は、従業員・取引先・金融機関とは日常的に接触し、その意見に触れる機会には恵まれているが、これらはいずれも金債権、貸付債権等の債権者であり、株主と接する機会に限られている。経営陣幹部・取締役が、株主との対話を通じてその声に耳を傾けることは、資本提供者の目線からの経営分析や意見を吸収し、持続的な成長に向けた健全な企業家精神を喚起する機会を得る、ということも意味する。

【原則5-1 株主との建設的な対話に関する方針】

上場会社は、株主からの対話（面談）の申込みに対しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに対応すべきである。取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、開示すべきである。

補充原則

5-1① 株主との実際の対話（面談）の対応者については、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣幹部または、社外取締役を含む取締役または監査役（社外取締役を含む）が面談に臨むことを基本とすべきである。

5-1② 株主との建設的な対話を促進するための方針には、少なくとも以下の点を記載すべきである。

- (i) 株主との対話全般について、下記(ii)～(v)に記載する事項を含めその統括を行い、建設的な対話を実現するように目配りを行う経営陣または取締役の指定
- (ii) 対話を補助する社内のIR担当、経営企画、総務、財務、経理、法務部門等の有機的な連携のための方策
- (iii) 個別面談以外の対話の手段（例えば、投資家説明会やIR活動）の充実に関する取組み
- (iv) 対話において把握された株主の意見・懸念の経営陣幹部や取締役会に対する適切かつ効果的なフィードバックのための方策
- (v) 対話に際してのインサイダー情報の管理に関する方策

5-1③ 上場会社は、必要に応じ、自らの株主構造の把握に努めるべきであり、株主も、こうした把握作業にできる限り協力することが望ましい。

【原則5-2 経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資人材投資等を含む経営資源の配分等に関する具体的な何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

補充原則

5-2① 上場会社は、経営戦略等の策定・公表に当たっては、取締役会において決定された事業ポートフォリオに関する基本的な方針や事業ポートフォリオの原価しの状況について分かりやすく示すべきである。

コーポレートガバナンス・コードと
投資家と企業の対話ガイドラインの改訂について

スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議

2021年4月6日

I. はじめに

コロナ禍を契機とした企業を取り巻く環境の変化の下で新たな成長を実現するには、各々の企業が課題を認識し変化を先取りすることが求められる。そのためには、持続的成長と中長期的な企業価値の向上の実現に向け、取締役会の機能発揮、企業の中核人材の多様性の確保、サステナビリティを巡る課題への取り組みをはじめとするガバナンスの諸課題に企業がスピード感をもって取り組むことが重要となる。

また、2022年4月より東京証券取引所において新市場区分の適用が開始となるが、プライム市場は、我が国を代表する投資対象として優良な企業が集まる、国内のみならず国際的に見ても魅力あふれる市場となることが期待される。そこで、プライム市場上場企業は一段高いガバナンスを目指して取組みを進めていくことが重要となる。その他の市場の上場会社においても、それぞれの市場の特性に応じつつ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目指してガバナンスの向上に取り組むことが重要となる。

このように企業がより高度なガバナンスを発揮する後押しをするために、2020年12月に「コロナ後の企業の変革に向けた取締役会の機能発揮及び企業の中核人材の多様性の確保」（「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書（5））（以下、「意見書（5）」という。）を公表した。その後も、フォローアップ会議において、サステナビリティやグループガバナンス、監査に対する信頼性の確保をはじめとする項目についても議論・検討を重ねた。そこで今回、これらの項目につき、意見書（5）の内容に加えて、コンプライ・オア・エクスペレインの枠組みの下で、コーポレートガバナンス・コード（以下、「本コード」という。）の改訂を提言することとした（具体的な改訂案は、別紙1のとおり）。また、企業と機関投資家の建設的な対話を一層実効的なものとするため、本コードの改訂に併せ、「投資家と企業の対話ガイドライン」（以下、「対話ガイドライン」という。）の改訂を提言する（具体的な改訂案は、別紙2のとおり。以下、本コードの具体的な改訂案と併せて「本改訂案」という。）。

II. 本コードと対話ガイドラインの改訂に当たったの考え方

本改訂案は、取締役会の機能発揮・企業の中核人材における多様性の確保・サステナビリティを巡る課題への取組みに加え、グループガバナンスの在り方や監査に対する信頼性の確保、株主総会等に関する事項も含む形となっている。本改訂案についての基本的な考え方は、以下のとおりである。

1. 取締役会の機能発揮

意見書（5）にも記載のように、事業環境が不連続に変化する中においては、取締役会が経営者による迅速・果敢なリスクテイクを支え重要な意思決定を行うとともに、実効性の高い監督を行うことが求められる。

そのためには、「我が国を代表する投資対象として優良な企業が集まる市場」であるプライム市場の上場会社においては、独立社外取締役を3分の1以上選任するとともに、それぞれの経営環境や事業特性等を勘案して必要と考える場合には、独立社外取締役の過半数の選任の検討が行われることが重要となる。加えて、取締役会において中長期的な経営の方向性や事業戦略に照らして必要なスキルが全体として確保されることが重要である。そのためにも、上場会社は、経営戦略上の課題に照らして取締役会が備えるべきスキル等を特定し、その上で、いわゆる「スキル・マトリックス」をはじめ経営環境や事業特性等に応じた適切な形で社内外の取締役の有するスキル等の組み合わせを開示することが重要である。この際、独立社外取締役には、企業が経営環境の変化を見通し、経営戦略に反映させる上で、より重要な役割を果たすことが求められるため、他社での経営経験を有する者¹を含めることが肝要となる。これらのスキル等については、取締役会の機能発揮の実現のために、各取締役の職務において実際に活用されることが重要である。

なお、独立社外取締役には、形式的な独立性に留まらず、本来期待される役割を発揮することができている人材が選任されるべきであり、また、独立社外取締役においても、その期待される役割を認識しつつ、役割を発揮していくことが重要となる。

また、経営陣において特に中心的な役割を果たすのはCEOであり、その選解任は、企業にとって最も重要な戦略的意思決定である。こうした点も踏まえ、前回の本コードの改訂においては、指名委員会・報酬委員会など独立した諮問委員会の設置に向けた記載が盛り込まれた。しかし、委員会に期待される機能発揮のためには、その独立性の確保が重要な要素の一つであるにもかかわらず、現状十分でないのではないかとの指摘や、国際的に比較してもその独立性を更に高めることが重要であるとの指摘がされている。

そこで、取締役会の機能発揮をより実効的なものとする観点から、プライム市場上場会社においては構成員の過半数を独立社外取締役が占めることを基本とする指名委員会・報酬委員会の設置が重要となる。

加えて、指名委員会や報酬委員会は、CEOのみならず取締役の指名や後継者計画、そして企業戦略と整合的な報酬体系の構築にも関与することが望ましいが、実際にはこれらの委員会にいかなる役割や権限が付与され、いかなる活動が行われているのかが開示されていない場合も多いとの指摘もある。そうし

¹ CEO等の経験者に限られるという趣旨ではない。

の投資等のS(社会)の要素の重要性も指摘されている。人的資本への投資に加え、知的財産に関しても、国際競争力の強化という観点からは、より効果的な取組みが進むことが望ましいとの指摘もされている。

こうした点も踏まえ、取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定することが求められる。加えて、上場会社は、例えば、サステナビリティに関する委員会を設置するなどの取組みの整備や、ステークホルダーとの対話等も含め、サステナビリティへの取組みを全社的に検討・推進することが重要となる。サステナビリティの要素として取り組むべき課題には、全企業に共通するものもあれば、各企業の事情に応じて異なるものも存在する。各社が主体的に自社の置かれた状況を的確に把握し、取り組むべきサステナビリティ要素を個別に判断していくことは、サステナビリティへの形式的ではない実質的な対応を行う上でも重要となる。

また、企業の持続的な成長に向けた経営資源の配分に当たっては、人的資本への投資や知的財産の創出が企業価値に与える影響が大きいのと指摘も鑑みれば、人的資本や知的財産への投資等をはじめとする経営資源の配分等が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うことが必要となる。

加えて、投資家と企業間のサステナビリティに関する建設的な対話を促進する観点からは、サステナビリティに関する開示が行われることが重要である。特に、気候変動に関する開示については、現時点において、TCFD²提言が国際的に確立された開示の枠組みとなっている。また、国際会計基準の設定主体であるIFRS財団において、TCFDの枠組みにも拠りつつ、気候変動を含むサステナビリティに関する統一的な開示の枠組みを策定する動きが進められている。

比較可能で整合性の取れた気候変動に関する開示の枠組みの策定に向け、我が国もこうした動きに積極的に参画することが求められる。今後、IFRS財団におけるサステナビリティ開示の統一的な枠組みがTCFDの枠組みにも拠りつつ策定された場合には、これがTCFD提言と同等の枠組みに該当するものとなることが期待される。さらに、中長期的な企業価値向上に向けた人的資本や知的財産への投資等に係る具体的な情報開示も重要となる。

なお、こうした将来に向けた投資等に関しては、投資戦略の実行を支える営業キャッシュフローを十分に確保するなど、持続的な経営戦略・投資戦略の実現が図られることが肝要となる。

た指摘も踏まえれば、指名委員会・報酬委員会の権限・役割等を明確化することとが、指名・報酬などに係る取締役会の透明性の向上のために重要となる。

そして、CEOや取締役に関しては、指名時のプロセスが適切に実施されることのみならず、取締役会・各取締役・委員会の実効性を定期的に評価することが重要となる。

また、独立社外取締役を含む取締役が対話を通じて機関投資家の視点を把握・認識することは、資本提供者の目線から経営分析や意見を吸収し、持続的な成長に向けた健全な企業家精神を喚起する上で重要であるが、依然、独立社外取締役との建設的な対話が進まないとの指摘もされているところである。株主との面談の対応者について、株主の希望と面談の主な関心事項に的確に対応できるよう、例えば、筆頭独立社外取締役の設置など、適切に取組みを行うことも重要である。

そのほか、各社ごとのガバナンス体制の実情を踏まえ、必要に応じて独立社外取締役を取締役会議長に選任すること等を通じて、取締役会による経営に対する監督の実効性を確保することも重要である。この点についても、機関投資家との対話等を通じて検討が進められることが期待される。

2. 企業の中核人材における多様性(ダイバーシティ)の確保

企業がコロナ後の不連続な変化を先導し、新たな成長を実現する上では、取締役会のみならず、経営陣にも多様な視点や価値観を備えることが求められる。我が国企業を取り巻く状況等を十分に認識し、取締役会や経営陣を支える管理職層においてジェンダー・国際性・職歴・年齢等の多様性が確保され、それらの中核人材が経験を重ねながら、取締役や経営陣に登用される仕組みを構築することが極めて重要である。こうした多様性の確保に向けては、取締役会が、主導的にその取組みを促進し監督することが期待される。

そこで、多様性の確保を促すためにも、上場会社は、女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等、中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方や自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況の開示を行うことが重要である。また、多様性の確保に向けた人材育成方針・社内環境整備方針をその実施状況と併せて開示することも重要である。

3. サステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)を巡る課題への取組み

中長期的な企業価値の向上に向けては、リスクとしてののみならず収益機会としてもサステナビリティを巡る課題へ積極的・能動的に対応することの重要性は高まっている。また、サステナビリティに関しては、従来よりE(環境)の要素への注目が高まっているところであるが、それに加え、近年、人的資本へ

² 気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)を指す。

一経営をすす上場会社においては、グループ会社レベルでの視点に立った取り組みが重要であるとの指摘もある。

そこで、取締役会は、グループ全体を含め、適切な内部統制、全社的リスク管理や内部通報に係る体制の構築やその運用状況について監督を行うことが重要となる。また、こうした体制の重要性を鑑みれば、その構築と運用に必要な資源が投入されていることも重要となる。

さらに、監査の信頼性の確保に向けては、監査役が独立した客観的な立場から適切な判断を行うことが重要であり、こうした観点から、監査役が監査役会の同意などをはじめとす適切な手続を経て選任されることが重要である。

(3) 株主総会関係

上場会社は、株主総会での意思決定のためのプロセス全体を建設的かつ実質的なものとすべく、株主がその権利を行使することができる適切な環境の整備と、情報提供の充実に取り組むことが求められる。

そのためには、プライム市場上場会社は、必要とされる情報についての英文開示や議決権電子行使プラットフォームの整備を行うことが重要である。

なお、株主の利便性に配慮した媒体で株主総会資料の電子的公表を早期に行うことや、決算・監査のための時間的余裕の確保等の観点も鑑みて株主総会関連の日程の設定を行うことについても検討が進められることが望ましい。その際、基準日の変更を検討する上場会社に対しては、これを後押しすることが重要である。加えて、株主総会において相当数の反対票が投じられた会社提案議案について、機関投資家との対話の際に原因分析の結果や対応の検討結果について分かりやすく説明することや、株主総会前に有価証券報告書を開示することも投資家との建設的な対話に資すると考えられる。また、株主の出席・参加機会の確保等の観点からバーチャル方式により株主総会を開催する場合には、株主の利益の確保に配慮し、その運営に当たり透明性・公正性が確保されていることが重要である。

(4) 上記以外の主要課題

コロナ禍により企業を取り巻く環境変化が加速し、不確実性も高まりを見せている中、事業セグメントごとの資本コストも踏まえた事業ポートフォリオの検討を含む経営資源の配分が一層必要となる。

そこで、取締役会（グループ経営をすす上場会社においては、グループ本社の取締役会）は、事業ポートフォリオに関する基本的な方針の決定・適時適切な見直しを行うべきであり、これらの方針や見直しの状況を株主の理解が深まるような形で具体的に分かりやすく説明することが求められる。また、グループ経営をすす上場会社は、グループ経営に関する考え方・方針について説明する場合も、具体的に分かりやすく行うことが重要である。

4. その他個別の項目

(1) グループガバナンスの在り方

グループガバナンスに関しては、グループ経営の在り方を検討する昨今の動きなどを踏まえ、上場子会社において少数株主を保護するためのガバナンス体制の整備が重要、などの指摘がされた。

支配株主は、会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならないのであって、支配株主を有する上場会社においては、より高い水準の独立性を備えた取締役会構成の実現や、支配株主と少数株主との利益相反が生じ得る取引・行為（例えば、親会社と子会社との間で直接取引を行う場合、親会社と子会社との間で事業譲渡・事業調整を行う場合、親会社が完全子会社化を行う場合等）のうち、重要なものについての独立した特別委員会における審議・検討を通じて、少数株主保護を図ることが求められる。特に、支配株主を有する上場会社においては、独立社外取締役の比率及びその指名の仕組みについて、取締役会として支配株主からの独立性と株主共同の利益の保護を確保するための手立てを講ずることが肝要である。なお、支配株主のみならず、それに準ずる支配力を持つ主要株主（支配的株主）を有する上場会社においても、本改訂案を基にした対応が取られることが望まれる。

(2) 監査に対する信頼性の確保及び内部統制・リスク管理

中長期的な企業価値の向上を実現する上では、その基礎として、監査に対する信頼性の確保が重要である。特に、2019年4月に公表された「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性」（「スチュワードシップ・コード」及び「コーポレートガバナンス・コード」のフォローアップ会議）意見書（4）においては、内部監査部門が、CEO等のみでの指揮命令下となつていないケースが大半を占め、経営陣幹部による不正事案等が発生した際に独立した機能が十分に発揮されていないのではないかとの指摘がされている。

こうした指摘も踏まえれば、上場会社においては、取締役会・監査等委員会・監査委員会や監査役会に対して直接報告が行われる仕組みが構築されることと等により、内部監査部門と取締役・監査役との連携が図られることが重要である。加えて、内部通報制度の運用の実効性の確保のため、内部通報に係る体制・運用実績について開示・説明する際には、それが分かりやすいものとなつていくことも重要である。

内部統制やリスク管理については、取締役会による内部統制やリスク管理体制の適切な整備が求められているところ、その際には、企業価値の向上の観点から企業として引き受けるリスクを取締役会が適切に決定・評価する視点の重要性や、内部統制やリスク管理をガバナンス上の問題としてより意識して取締役会で取り扱うこととの重要性を念頭に置いた指摘がされている。加えて、グル

IV. おわりに

フォローアップ会議としては、本改訂案に沿って、速やかにコーポレートガバナンス・コードの改訂が行われ、金融庁において対話ガイドラインが改訂されることを期待するものである。

関係者においては、本コードへの対応に当たり、今回の改訂の趣旨を踏まえ、形式的でない実質的な対応が取られることが期待される。

<以 上>

政策保有株式の更なる縮減についても課題となるが、政策保有株式³の保有効果の検証方法について開示の充実を図ることも機関投資家との対話に資すると考えられ、その検証に当たっては、例えば、独立社外取締役の実効的な関与等により、株主共同の利益の視点を十分に踏まえることが望ましい。

企業年金受益者と母体企業との関係性に関しては、企業年金の受益者のための運用を母体企業が妨げないことが重要となる。

また、監査役も取締役と同じく株主への受託者責任を有することに鑑みれば、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、機関投資家の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、面談に臨むことを基本とすべきである。

III. 本コードの改訂の適用について

2022年4月より、東京証券取引所において新市場区分の適用が開始となる。本コードの改訂案の原則・補充原則においても、新市場区分に沿って、プライム市場上場会社に求める項目、その他の市場の上場会社に求める項目、そして両者に共通して求める項目が存在するところである。

上場会社は、遅くとも本年12月までに、本コードの改訂に沿ってコーポレートガバナンス報告書の提出を行うことが望まれる。また、プライム市場上場会社のみにも適用される原則等に関しては、準備期間等も鑑み、2022年4月以降に開催される各社の株主総会の終了後速やかにこれらの原則等に関する事項について記載した同報告書を提出するよう求めることが考えられる。これらの提出時期については、東京証券取引所において、具体的に検討がされることとが求められる。

なお、その他の市場の上場会社においても、プライム市場上場会社向けのガバナンス項目を参照しつつ、ガバナンスの向上に向けた取組みを進めることが望ましい。

また、グロース市場上場会社においては、基本原則をコンプライ・オア・エクスプレインの対象とした上で、各社の置かれた状況に応じつつ、原則や補充原則にも沿いながらガバナンスの向上に向けた自主的な取組みが進められることが望ましい。

本コードの改訂案は、東京証券取引所における上場会社を念頭に置いたものであるが、その他の証券取引所においては、本コードの改訂案を基に、当該取引所の各市場の性格も踏まえた上で、各市場に求められる内容を検討することが望ましい。

³ 退職給付信託に拠出された株式など、企業が直接保有していないが企業の実質的な政策保有株式となっている株式を含む。

平成31年4月24日

コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性

「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書（4）

I. はじめに

コーポレートガバナンス改革の「形式」から「実質」への深化に向け、2017年5月にスチュワードシップ・コードの改訂が、2018年6月にはコーポレートガバナンス・コードの改訂及び「投資家と企業の対話ガイドライン」の策定がそれぞれ行われた。足下では、多くの機関投資家において個別の議決権行使結果の公表が進んでいるほか、複数の独立社外取締役を選任する企業が9割を超え、など企業の取組みにも着実な進捗が見られる。

2018年11月より、フォローアップ会議においては、改革の実効性を高めるため、両コード改訂等を踏まえ、機関投資家と企業双方の取組みについて検証を行った。その一環として実施した海外機関投資家との意見交換においては、企業の利益追求と密接に関連した企業理念の明確化、従業員の退職後の備えに対する企業の責任、長期的視点での対話の重要性、投資家の期待に対する上場企業の責任等についての示唆を得た。

他方、更なる課題としては、企業側について、

- ・ 指名委員会、報酬委員会が設置されていないながらも委員構成の偏り等により、必ずしもその機能が十分発揮されておらず、必ずしも企業価値向上の観点から適切な責任を備えた独立社外取締役の選定につなげていない
 - ・ 企業年金の運用資産に占める政策保有株式が過大となっている例がある
 - ・ 取締役会の活動内容や実効性評価について必ずしも具体的に説明や情報提供がなされていない
- 等が指摘されている。

また、投資家側について、

- ・ 企業との対話の自身が依然として形式的なものに留まり、中長期的な企業価値向上に十分な繋がっていない
 - ・ 企業開示の充実を求める一方で自らの説明責任を果たすことに必ずしも積極的ではない例がある
 - ・ コンプライ・オア・エクスプレインの意義への認識不足等からコードの遵守状況の把握が機械的である
- 等が指摘されている。

こうした議論を踏まえ、フォローアップ会議としては、今後更にガバナンス改革の実効性向上を働きかけるとともに、本意見書において、次回スチュワードシップ・コード改訂などを見据えた当面の課題について、検討の方向性を示すものである。

II. スチュワードシップ

コーポレートガバナンス改革の実効性を高めるためには、投資家と企業の対話の向上が必要である。運用機関によるスチュワードシップ活動に関する説明や情報提供を一層充実させることが、アセットオーナーに対する説明責任の遂行や企業との相互理解の深化による建設的な対話の促進に資するものと考えられる。

また、議決権行使助言会社や運用コンサルタントなどのサードパーティが運用機関やアセットオーナーのコミュニケーション活動の質に大きな影響を及ぼし得ることを踏まえ、サードパーティによる運用機関や企業年金等への助言やサポートがインセンティブ・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう促すことが重要である。

こうした観点から、以下の課題を中心とした検討を更に加速していく必要がある。このほか、集团的エンゲージメントや投資先企業への関与の強化（いわゆるエスカレーション）の意義に関する指摘もことから、これらについて引き続き検討を深めることとする。

1. 運用機関

運用機関において、自らのスチュワードシップ活動について公表を行う動きが広がっており、ほぼ全ての大手機関投資家を含む100を超え、機関が個別の議決権行使結果やスチュワードシップ活動報告の公表を開始している。他方で、議決権行使に係る賛否の理由を公表する機関は20に留まっており、またスチュワードシップ活動報告の記載内容についても機関毎に大きな差異が見られる状況であることから、運用機関は議決権行使の結果のみならず、それに至るまでの企業との対話活動についての説明や情報提供を充実させるべきである等の指摘がある。さらに、利益相反管理を含む運用機関自身のガバナンス体制の強化が引き続き重要な課題として指摘されている。

建設的な対話の実質化に向けて、アセットオーナーへの説明責任を果たすとともに企業との相互理解を深める観点から、個別の議決権行使に係る賛否の理由や、企業との対話活動及びその結果やコードの各原則の実施状況の自己評価等に関する説明や情報提供の充実を運用機関に促すことが重要である。

なお、運用機関がESG要素等を含むサステナビリティを巡る課題に関する対話を行う場合には、投資戦略と整合的で、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に結びつくものとなるよう意識することが期待される。

2. 企業年金等のアセットオーナー

インベストメント・チェーンの機能発揮を促すため、最終受益者の最も近くに位置し、企業との対話の相手方となる運用機関に対して働きかけやモニタリングを行うアセットオーナーの役割が極めて重要である。

こうした観点から、2018年のコーポレートガバナンス・コード改訂におい

Ⅲ. コーポレートガバナンス

資本コストを意識した経営や政策保有株式、取締役会の機能発揮等の課題に対応するため改訂されたコーポレートガバナンス・コードを踏まえた企業の取組みを引き続き検証するとともに、フォロワーシップ会議において以下の課題を含む構造的な検討を行うこととする。

その際、中長期的な企業価値に関し、その具体的な意義・内容について、企業、投資家、さらには学界等を含む有識者の間で、より踏み込んだ検討が必要であるとの指摘もあつたことに留意する。

1. 監査に対する信頼性の確保

いわゆる「守りのガバナンス」は、企業の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を実現する上で不可欠であり、三様監査（内部監査、監査役等監査、外部監査）の効果的な活用等を通じた監査に対する信頼性の確保は極めて重要なその構成要素であると考えられる。

そのうち内部監査部門については、CEO等のみの指揮命令下となつていくケースが大半を占め、経営陣幹部による不正事案等が発生した際に独立した機能が十分に発揮されていないとの指摘がある。

内部監査が一定の独立性をもって有効に機能するよう、独立社外取締役を含む取締役会・監査委員会や監査役会などに対しても直接報告が行われる仕組みの確立を促すことが重要である。

こうした内部監査の問題をはじめ、「守りのガバナンス」の実効性を担保する監査の信頼性確保に向けた取組みについて、企業の機関設計の特性も踏まえつつ検討を進める。

2. グループガバナンスの在り方

我が国のグループ経営について、事業ポートフォリオの見直しを含むグループ全体としての最適な経営資源の配分や、子会社のリスク管理が十分に行われていないのではないかと指摘があるほか、支配株主やそれに準ずる主要株主のいる上場会社（いわゆる上場子会社等）においては支配株主等と一般株主との間に構造的な利益相反リスクがあるため、取締役会の独立性を高める必要があること等が指摘されている。

上場子会社等のガバナンスの問題をはじめとするグループガバナンスの議論において、とりわけ、上場子会社等に関しては、その合理性に関する親会社の説明責任を強化することや、東京証券取引所の独立性基準の見直しも念頭に置いて、支配株主等から独立性がある社外取締役の比率を高めるなど、上場子会社等のガバナンス体制を厳格化することが求められている。

こうした議論も踏まえながら、一般株主保護等の観点からグループガバナンスの在り方に関する検討を進める。

て、母体企業による人事・運営面でのサポートを求める原則が追加された。しかし依然として、スチュワードシップ・コードの受入れを行う企業年金は少数に留まっており、その背景として、企業年金の意義や責任に関する認識不足からスチュワードシップ活動の範囲や程度が十分に理解されていない等の指摘がある。

引き続き、経済界をはじめとする幅広いステークホルダーとも連携しながら、企業年金のスチュワードシップ活動を後押しするための取組みを推進することが重要である。

3. サービスプロバイダー

(1) 議決権行使助言会社

2017年のスチュワードシップ・コード改訂において議決権行使助言会社の責務が明確化されたものの、その助言策定プロセスが依然として不透明であり、取締役選任議案等について個々の企業の状況を実質的に判断するために必要な人的・組織的体制が備わっていないのではないか等の指摘がある。

パッシブ運用が広く行われる中で多くの運用機関が議決権行使助言会社を利用している実態を踏まえ、企業の持続的成長に資する議決権行使が行われるためには、個々の企業に関する正確な情報を前提とした助言が運用機関に提供されることが重要である。

こうした観点から、議決権行使助言会社において、十分かつ適切な人的・組織的体制の整備と、それを含む助言策定プロセスの具体的な公表が行われるとともに、企業の開示情報のみに基づくばかりでなく、必要に応じ自ら企業と積極的に意見交換しつつ助言を行うことが期待される。

また、運用機関についても、企業との相互理解を深め、建設的な対話に資するため、議決権行使助言会社の活用状況について、利用する議決権行使助言会社名や運用機関における助言内容の確認の体制、具体的な活用方法等に関する説明や情報提供を促すことが重要である。

(2) 運用コンサルタント

全体の約3割の企業年金が、運用コンサルタントとの間に年金資産の運用に関するアドバイザリー契約を有するとのデータもある。運用コンサルタントが、顧客に対するその影響力を背景として、コンサルタント業務と併せて自らの投資商品の購入の勧誘を行う例も見られるとの指摘があるほか、運用コンサルタントが運用機関のスチュワードシップ活動を適切に評価していないのではないかと懸念も指摘されている。

運用コンサルタントの懸念も踏まえ、企業が企業年金等のスチュワードシップ活動をサポートする重要な主体の一つであることを明確化した上で、自らの利益相反管理体制の整備やその取組状況についての説明等を行い、こうした取組みを通じて、インベストメント・チェーン全体の機能向上を図ることが重要である。

令和2年12月18日

コロナ後の企業の変革に向けた取締役会の機能発揮及び 企業の中核人材の多様性の確保

「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」
意見書（5）

I. はじめに

コロナ禍の拡大により、企業を取り巻く環境の変化が加速している。デジタルイノベーションの進展をはじめ、人々の価値観・行動様式の変化に伴い、顧客の求める財・サービスの変化、新たな働き方や人材活用の動きが進み、不確実性も高まりを見せている。

コロナ後の新たな成長を実現するためには、各々の企業が課題を認識し変化を先取りすることが求められる。そのためには、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等との間で企業の変革のビジョンを共有し、迅速・果敢な意思決定を通じてこれを積極的に実行していくことが重要である。

企業を巡る変化が加速する中、「攻めのガバナンス」や「持続的成長、中長期的な企業価値の向上」の実現に向け、企業がガバナンス改革を進めることが急務となっている。取締役会の機能発揮、資本コストを意識した経営、監査の信頼性の確保、グループガバナンスの向上等の改革にスピード感をもって取り組むことが求められる。

特に、企業が、コロナ後の経済社会・産業構造の不連続な変化を先導し、新たな成長を実現するには、異なる経験・技能・属性を反映した多様な視点や価値観の存在が不可欠である。このため、独立社外取締役をはじめ、取締役の知識・経験・能力の適切な組み合わせ等を通じて取締役会の機能発揮や、取締役・経営陣やその候補等の多様性の確保とそれに資する人材育成・社内環境の整備が極めて重要である。

本意見書は、これらの論点について、次期コーポレートガバナンス・コードの改訂に向け、コンプライ・オア・エクスプレインの枠組みの下、より高度なガバナンスの発揮を目指して提言を行うものである。

II. 取締役会の機能発揮と企業の中核人材の多様性の確保についての考え方

1. 取締役会の機能発揮
デジタルイノベーションが加速し、企業活動と社会の持続可能性の両立を求める声が急速に高まる中で、企業が今までの経営人材だけでなくこうしたコロナ

IV. おわりに

今後さらにコーポレートガバナンス改革の実効性を高めるためには、先般の企業内容等の開示に関する内閣府令の改正を踏まえた政策保有株式等に関する開示情報の充実が見込まれる中、運用機関及びサービスピロバイダーがより深く企業を理解して対話することや、アセットオーナーが運用機関に対する働きかけ・モニタリングをより積極的に行うことが極めて重要である。投資家と企業の建設的な対話を通じて中長期的な企業価値の向上を実現するため、おおむね3年毎の見直しが予定されているスチュワードシップ・コードの更なる改訂も視野に入れた議論が更に深められていくことを期待している。

また、コーポレートガバナンスは金融商品取引所における株式市場の構造の在り方と密接な関連を有する。今後、フォローアップ会議において、市場構造の見直しの動向を踏まえ、各市場の性格が明確化されていく中で、それにふさわしいガバナンスの在り方等も念頭に置きつつ、コーポレートガバナンス改革の更なる進展に向けた議論を進める必要がある。

<以 上>

後の経営課題を先取りすることは容易ではない。
取締役会には、こうした事業環境の不連続性を踏まえたと、経営者の迅速・果敢なリスクテイクを支える重要な意思決定を行うとともに、実効性の高い監督を行うことが求められる。

この観点から不可欠なのが、取締役の知識・経験・能力、さらには就任年数に関する適切な組み合わせの確保である。取締役会において中長期的な経営の方向性や事業戦略に照らして必要なスキルが全体として確保されることは、取締役会がその役割・責務を実効的に果たすための前提条件と考えられる。こうした取締役会のスキル(知識・経験・能力)の構成の考え方は、取締役の選任に当たって適切に開示され、投資家との対話を通じて共有されることが求められる。

この際、独立社外取締役は、企業が経営環境の変化を見通し、経営戦略に反映させる上で、より重要な役割を果たすことが求められる。特に当該企業に限られない幅広い経営経験を備えた人材を取締役に迎え、そのスキルを取締役会の議論に反映させることは、取締役会機能の実効性向上に大きく貢献すると期待される。

諸外国のコードや上場規則をみると、独立社外取締役について、取締役会全体の3分の1以上、ないし過半数の選任を求めている国が大宗となっている。我が国においても、特に2022年の新市場区分移行後の「プライム市場(仮称)」については「我が国を代表する企業の市場」として高い水準のガバナンスが求められている。こうした観点も踏まえ、同市場の上場企業に対し、独立社外取締役の3分の1以上の選任を求めざるべきである。さらに、それぞれの経営環境や事業特性等¹を勘案して必要と考える企業には、独立社外取締役の過半数の選任を検討するよう促すべきである。

また、上場企業は、取締役の選任に当たり、事業戦略に照らして取締役会が備えるべきスキル等を特定し、その上で、いわゆる「スキル・マトリックス」をはじめ経営環境や事業特性等に応じた適切な形で社内外の取締役の有するスキル等の組み合わせを公表するべきである。その際、独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含むよう求めるべきである。

加えて、コロナ後の企業の変革を主導するとの観点から、

- ・ 独立性の高い指名委員会(法定・任意)の設置と機能向上(候補者プールの充実等のCEOや取締役の選解任機能の強化、活動状況の開示の充実)
- ・ 独立性の高い報酬委員会(法定・任意)の設置と機能向上(企業戦略と整合的な報酬体系の構築、活動状況の開示の充実)

- ・ 筆頭独立社外取締役の設置²や独立社外取締役の取締役会議長への選任を含めた、独立社外取締役の機能向上
- ・ 取締役会の評価の充実(個々の取締役や法定・任意の委員会を含む自己・外部評価の開示の充実等)

等の論点について、今後、コーポレートガバナンス・コード改訂に向け、検討を更に深めていく。

2. 企業の中核人材における多様性(ダイバーシティ)の確保

企業がコロナ後の不連続な変化を先導し、新たな成長を実現する上では、取締役会のみならず、経営陣においても多様な視点や価値観の存在が求められる。

そして、我が国企業を取り巻く状況等を十分に認識し、取締役会や経営陣を支える管理職層においてジェンダー・国際性・職歴等の多様性が確保され、それらの中核人材が経験を重ねながら、取締役や経営陣に登用される仕組みを構築することが極めて重要である。この際、他社での経営経験、職務経験を持つ中途採用人材の活用も欠かせない。

また、こうした多様な人材を活かし社内全体としての多様性の確保を推進するためには、人材育成体制や社内環境の整備も重要である。多様な働き方やキャリア形成を受け入れた上で、社員のスキルや成果が公正に評価され、それに応じた役職・権限・報酬、機会を得る仕組みの整備が求められる。こうした多様性の確保に向けては、取締役会が、主導的にその取組みを促進し監督することが期待される。

こうした観点も踏まえ、上場企業に対し、女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等、中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方を自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況の公表を求めざるべきである。また、多様性の確保に向けた人材育成方針・社内環境整備方針をその実施状況とあわせて公表するよう求めるべきである。

Ⅲ. おわりに

2022年4月には東京証券取引所において新市場区分への移行が行われ、プライム市場(仮称)上場企業には一段高い水準のガバナンスが求められることになる。企業において、こうした制度変更を機会と捉え、早期に実効的なコーポレートガバナンスを構築することが期待される。

フロンティア会議は、来春のコーポレートガバナンス・コードの改訂に向

² 筆頭独立社外取締役については、諸外国の事例にも鑑みれば、独立社外者間の議論・認識共有の主導、独立社外者と経営者の意思疎通の仲介、独立社外者と投資家の建設的対話の窓口・橋渡し等の機能・役割などを担うことが考えられる。

¹ 業種・規模(時価総額等)・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等が考えられる。

け、グループガバナンスのあり方や資本効率の考え方、人材投資、監査の信頼性の確保、中長期的な持続可能性等、コロナ後の企業の変革に向けたコーポレートガバナンスの諸課題につき、引き続き重点的に検討を進めていく。

<以 上>

日本取引所金融商品取引法研究 第24号 2023年3月

ISSN 2188-2150



株式会社日本取引所グループ

<https://www.jpx.co.jp/>

〒103-8224 東京都中央区日本橋兜町2番1号

本冊子の内容につきましては、ホームページ

(<https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/01.html>)

でもご覧になれます。

本出版物は著作権法によって保護されており、株式会社日本取引所グループに無断で転用、複製又は販売を行うことは固く禁じます。

※ 本冊子における報告者及び出席者の肩書は、特に断りのない限り、各研究会当時のものです。