

新時代の株主総会プロセスの 在り方研究会

報告書

2020年7月22日

【目次】

1. はじめに.....	3
2. これまでの取組と、株主総会の現状	5
(1) 株主総会に係るこれまでの検討と取組	5
(2) 株主総会を巡る昨今の状況.....	6
① 株主総会プロセス	6
② 株主総会当日の運営	8
③ 企業と投資家の対話の深化.....	9
3. 新時代の株主総会プロセスに向けた検討.....	10
(1) 株主総会の二つの側面	10
① 意思決定機関としての株主総会.....	10
② 会議体としての株主総会.....	11
(2) 意思決定機関としての株主総会の実質化に向けた株主総会プロセスの在り方	10
① 目的に応じた効果的な対話・情報開示.....	17
② 対話環境の整備としての議決権電子行使の促進.....	22
③ 対話環境の整備としての実質株主の判明.....	35

(3) 会議体としての株主総会の在り方（株主総会当日） 41

① 会議体としての株主総会の規律の在り方について 41

② ハイブリッド型バーチャル株主総会の活用状況 46

③ 海外の株主総会 47

④ 新時代の株主総会プロセスに向けて 50

委員等名簿

開催実績

参考文献

巻末参考資料

ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド

1. はじめに

- 独立社外取締役も含めた取締役会構成に対する意識の高まりや法定又は任意の指名・報酬委員会等を設置する企業の増加、資本市場との対話の深化等、日本のコーポレート・ガバナンスは着実に進展してきている。このコーポレート・ガバナンスを、持続的成長に向けた果敢な経営判断、人材、設備、研究開発等イノベーションへの投資を、中長期的な企業価値向上の実現に結び付けるためには、企業とリスクマネーの出し手である投資家・株主が質の高い対話を通じて相互理解を深め、企業の持続的成長のための道筋について、目線を合わせる事が重要である。
- 株主による重要な意思決定が行われる場が株主総会である。株主総会は、企業の最高意思決定機関であり、取締役の選解任をはじめ、コーポレート・ガバナンスの構築・維持にとって根幹とも言える機能を有する。
- 株主総会は二つの側面を有する。すなわち、意思決定機関としての側面と、会議体としての側面である。
- これまで、株主総会については、特に意思決定機関としての側面に着目し、年間を通じた意思決定のための一連のプロセスを株主総会プロセスとして、建設的で実質的なものにするための環境整備が行われてきた。具体的には、株主総会開催日の分散化や株主総会資料の公表早期化、議決権行使の電子化等の取組が進んできたところである。なお、2019年12月に成立した改正会社法における株主総会資料の電子提供制度は、株主総会資料の提供の早期化を目的とするものであり、投資家・株主が意思決定をするにあたり、より十分な検討をするための環境整備の一環として新たに創設された。
- 一方、株主総会のもう一つの側面である、会議体としての株主総会については、その在り方について十分には議論されてこなかった。そこで、経済産業省では、2018年9月に「さらなる対話型株主総会プロセスに向けた中長期課題に関する勉強会」を立ち上げ、「ハイブリッド型バーチャル株主総会」を題材として株主総会当日の会議体としての側面についての議論を深め、その法的・実務的論点を整理した。2019年5月

にとりまとめ案を公表し、ハイブリッド型バーチャル株主総会に係る論点整理案を示すとともに、今後の課題として、株主総会運営を過度に硬直的にしていると指摘される決議取り消しの訴えに関する解釈の具体化や、株主総会プロセスにおける対話の深化のための環境整備の必要性などの指摘を紹介した。

- また、2019年6月に閣議決定された成長戦略においては、“グローバルな観点から最も望ましい対話環境の整備を図るべく、株主総会当日の新たな電子的手段の活用の在り方について、2019年秋頃を目途に取りまとめるとともに、年間を通じた対話の在り方について、諸外国の状況も踏まえて引き続き検討する。”と盛り込まれた。
- これらを受け、2019年8月、株主総会当日の新たな電子的手段の活用の在り方及び近年の内外の制度整備や実務の積み重ねを踏まえたさらなる対話のための環境整備等について検討する「新時代の株主総会プロセスの在り方に関する研究会」（座長：尾崎安央早稲田大学法学学術院教授）（以下、「本研究会」という。）を立ち上げ、計7回に渡って議論を重ねた。
- 本報告書は、これらの議論の結果を取りまとめたものである。

2. これまでの取組と、株主総会の現状

(1) 株主総会に係るこれまでの検討と取組

- 前述のとおり、株主総会には、会議を開催して審議を行う会議体としての側面と、会社の意思決定を行う機関としての側面の2つの側面があるが、これまでの株主総会に係る検討については、主に後者に着目し、年間を通じた株主総会プロセス全体での建設的な対話を促すため、スケジュールの見直しや情報開示の在り方について検討が進められてきた。
- まず、2014年9月に「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」（座長：伊藤邦雄 一橋大学大学院商学研究科教授）が設置され、企業と投資家が対話を行う環境を全体として再検証すべく、対話環境を形づくる主な要素である①企業開示制度、②株主総会プロセス全般、③年間を通じた継続的な対話について検討が行われた。
- このうち、株主総会プロセスについては、現状、日本の上場企業の決算日から株主総会日までの日数が短く、かつ多数の会社の株主総会が同時期に集中していること等を背景として、投資家・株主が招集通知等を受け取ってから議決権を行使する期間が十分に確保されていない点が問題点として指摘された。
- その上で、株主総会の日程設定の在り方や議決権の基準日設定の考え方等について検討されるとともに、議決権行使プロセスを効率化するための招集通知関連書類や議決権行使の電子化等の推進に関して検討が行われた。
- さらに、ここで示された方向性をより具体的かつ実効性のあるアクションにつなげるべく、2015年11月に「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」（座長：尾崎安央 早稲田大学法学学術院教授）が設置され、我が国や諸外国の現状分析を行うとともに、考えられる課題と対応策について深掘りされた。
- 具体的には、①招集通知関連書類の電子化の推進に関して、早期 Web 開示企業の拡大のみならず、その適切な開示タイミングを考慮すべきであること等の方向性が

示された。また、②議決権行使プロセス全体の電子化の促進に関して、上場企業の議決権電子行使プラットフォームへの参加拡大に向けた活動の在り方、機関の指図フローの二重化問題の軽減に向けた取組等について提言された。③株主総会関連日程の適切な設定については、実務上の課題の存否、課題がある場合の対応策の整理等が行われた。

- その後、こうした問題に対応する環境整備も進んでおり、2016年7月に全国株懇連合会により、株主総会の基準日変更に関する実務対応の整理が公表されたほか、基準日を変更した場合の対応として、平成29年度税制改正により法人税の申告期限の見直しが行われた。
- 招集通知関連書類の電子化の推進については、2019年12月の会社法改正により、株主総会資料の電子提供制度が創設された。

(2) 株主総会を巡る昨今の状況

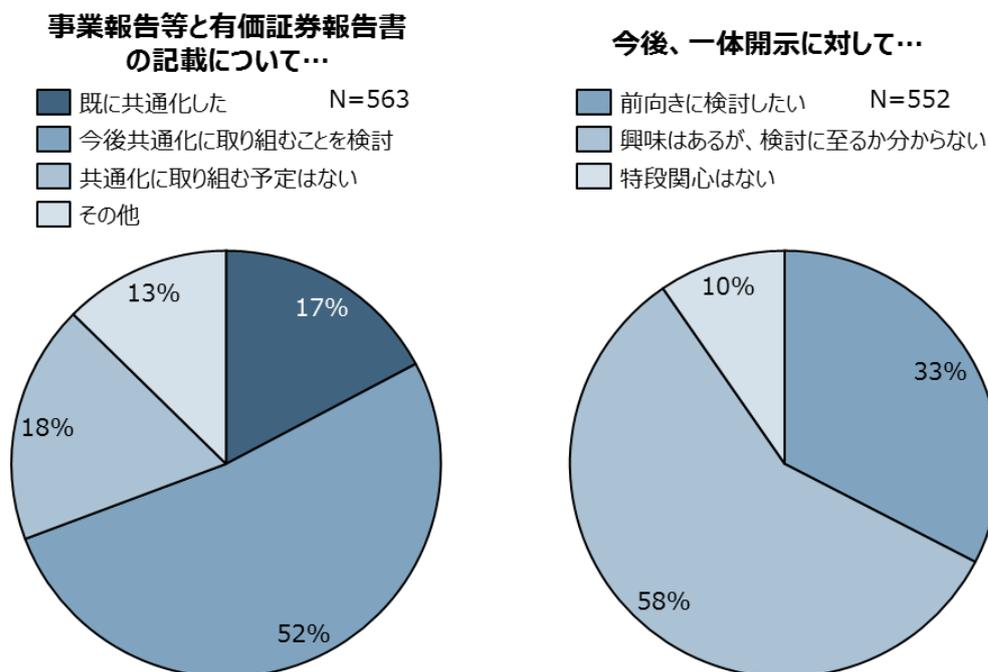
- 上記のような取組のほか、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードの策定・改訂も受け、株主総会を巡り、以下のような状況変化が見られている。

① 株主総会プロセス

- 株主総会プロセスについては、招集通知の早期（発送前）WEB開示の状況について、6月に株主総会を開催する上場企業のうち、招集通知を発送前にWebで開示した企業（3月31日基準日）は、2013年には43社（約3%）だったが、2019年には1,847社（約77%）まで拡大している。
- 2019年12月に成立した改正会社法に係る「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱」を取りまとめた2019年2月14日開催の法制審議会における附帯決議においても、早期の情報提供が求められている。

- また、議決権行使の電子化については、個人株主、国内機関投資家、海外機関投資家の進捗状況にそれぞれ濃淡があるものの、徐々に浸透している。個人については、スマートフォンで電子的に議決権を行使することが容易になる民間サービスが開始されるなどの取組も進展している。機関投資家向けの議決権電子行使プラットフォーム（以下、「プラットフォーム」という。）を採用する企業は 2015 年の 555 社から 2020 年には 1,088 社まで増加している。
- 機関投資家向けにプラットフォームを提供する株式会社 ICJ によると、国内機関投資家によるプラットフォーム利用は 2016 年の 10 社から 2020 年には 26 社に増加している。さらに、現在活用していない機関投資家で、日本株投資株残高がある機関投資家の 35%以上が今後活用予定、又は検討中としており、取組は着実に進展している。
- また、招集通知に際して、法定記載事項以外の情報を積極的に開示しようという動きも進んでいる。例えば、60%以上の企業が「社外でない取締役・監査役候補者の個々の選解任・指名理由に関する事項」を記載するなど、コーポレートガバナンス・コードを踏まえた内容の開示が見られている。そのほか、経営計画・経営戦略や取締役のスキルマトリクス、サステナビリティの観点からの情報、機関投資家との対話の観点から、記載を工夫している例も見られている。
- このような取組は、事業報告等と有価証券報告書の一体的開示のための取組と軌を一にしている。すなわち、2018 年 12 月 28 日に公表された「事業報告等と有価証券報告書の取組の支援について」においては、企業と投資家の間で株主総会における議決権行使に資する情報について対話し、従来有価証券報告書のみで開示していた項目についても事業報告等に含めることが推奨されている。両法定書類の記載事項の共通化は一定程度取り組まれているところ、一つの書類として開示する一体開示についても検討が進むことが期待される。（図表 1）

【図表 1】一体開示及び記載共通化への姿勢



(出所) 開示、IR等についてのニーズ調査及びAI等を活用した企業価値評価の動向に関する調査 (2019年度、経済産業省)

② 株主総会当日の運営

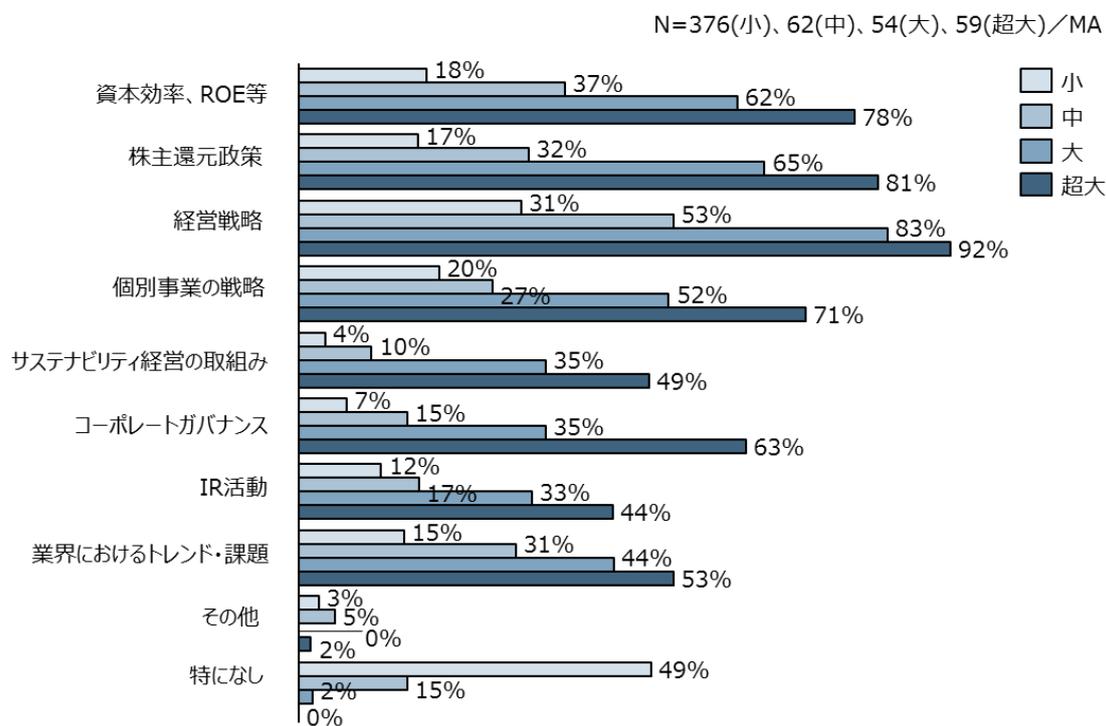
- 株主総会当日の運営については、株主総会への出席者数は増加傾向が続いていたものの、ここ数年は減少に転じている。この背景としては、お土産を廃止する企業の増加していることも影響していると考えられる。他方で、大勢のスタッフで複数回のリハーサルを行うなど慎重に実施されることが多い¹。
- 一方で、株主総会において来場株主に対して、よりわかりやすい情報提供を行い、建設的な対話の場にしようとの意識が高まっている。一般社団法人日本 IR 協議会が実施したアンケートは、2017 年以降、株主総会における IR 部門の関与や招集通知等の工夫の事例が例示としてあげられている。株主の理解を深めるために、わかりやすいスライド・ナレーション・動画を用いている会社は多く、また、事業報告に記載されていない直近の経営戦略を経営者が語る例も増えている。

¹ 「株主総会白書」(商事法務 2216 号)。

③ 企業と投資家の対話の深化

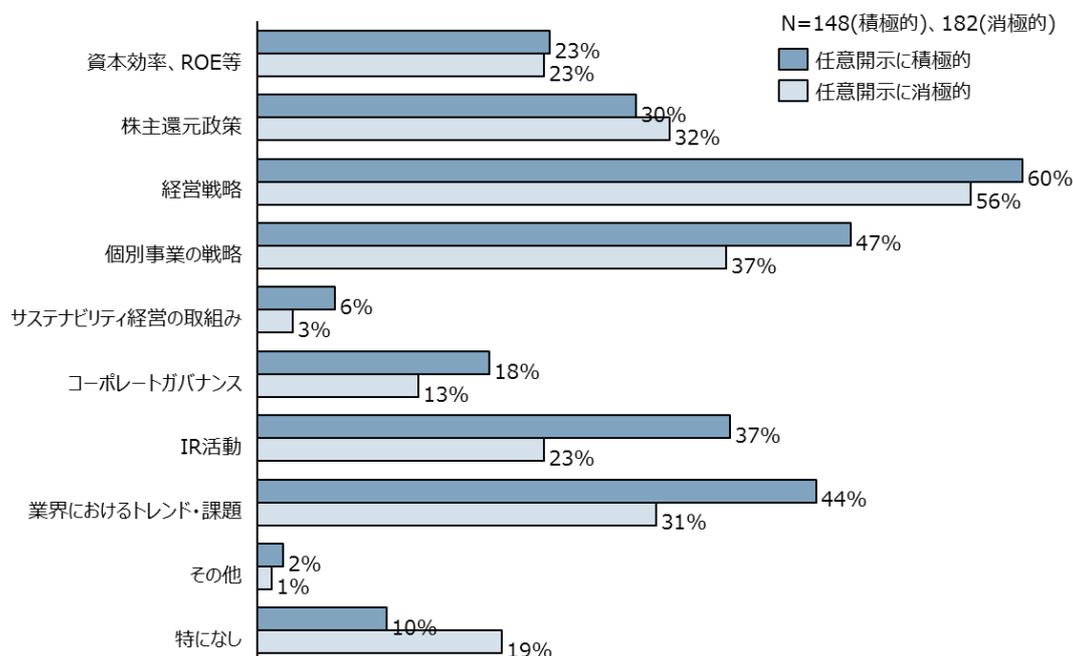
- コーポレートガバナンス・コードを踏まえ、企業と投資家の対話の深化に向けた取組の進展の兆しが見られる。IR ミーティングの際、多くの場合は投資家等の相手方から個別面談を要請されるが、大企業では自社から面談を要請することも多く、積極的なコンタクトを行っている。また、図表 2 に示されるように対話を通じて例えば約 6 割の企業が経営戦略に関する対話を有意義と感じており、大企業ではサステナビリティ経営やコーポレート・ガバナンスに関する有意義な対話を実施するなど、気づきを得る機会となっている。さらに、大規模企業以外の企業でも任意開示に積極的な企業は経営戦略等などの対話を有意義と認識している傾向が見られ、開示による対話の深化という好循環が働いていると考えられる。（図表 3）

【図表 2】有意義だった国内機関投資家からの指摘内容



(出所) 開示、IR等についてのニーズ調査及びAI等を活用した企業価値評価の動向に関する調査（2019年度、経済産業省）

【図表3】国内機関投資家との対話が有意義だった指摘内容
(時価総額が1,000億円未満の企業が対象)



(出所) 開示、IR等についてのニーズ調査及びAI等を活用した企業価値評価の動向に関する調査 (2019年度、経済産業省)

3. 新時代の株主総会プロセスに向けた検討

- 現状を踏まえ、株主総会プロセス全体が実態に即して機能するよう、改めて検討を行った。

(1) 株主総会の二つの側面

① 意思決定機関としての株主総会

- 株主総会は、日本の会社法上、株式会社の最高意思決定機関である。意思決定機関としての株主総会は、会社の規模等によって状況は異なるものの、多くの株主を抱える上場会社では、年間を通じた情報開示や、個別に実施する株主との対話等の充実において、当日だけでなく株主総会プロセス全体が実質的な審議の場としての役割を果たしていることが多い。
- また、事前の議決権行使を背景として、株主総会当日を迎える前に決議の趨勢が明

らかになっていることが多いが、その場合、実質的な意思決定の場としての役割は株主総会プロセス全体を通じて果たされているといえる。

② 会議体としての株主総会

- 会社法上、株式会社は、特定の日時と場所を定め、当該日時と場所において株主総会を開催することとなっている。それが会議体としての株主総会であり、会議体とはすなわち、審議を経て決議をする場である。
- 会議体としての株主総会における審議に関して、会社法上、取締役等の説明義務（株主の質問権）（会社法 314 条）、議長の議事整理権（会社法 315 条）や、株主の議案提案権（会社法 304 条）などが定められている。これらは、会議体としての一般原則が、会社法において明文化されたものである。

(2) 意思決定機関としての株主総会の実質化に向けた株主総会プロセスの在り方

- 近年、企業と投資家・株主の対話は急速に進展しており、持続可能な成長を見据えた中長期的な企業価値向上をテーマに、対話の幅が広がっている。企業においても、投資家の関心に応じ、情報開示や説明を実施する事例が増えている。株主総会プロセスにおける議決権行使に向けた対話についても、近年その重要性が認識され²³、企業と、投資家・株主双方において、情報開示の充実を含む幅広い取り組みが広がっている。一方で、いくつかの点については、双方の認識ギャップがみられる点も明らかになっている。

<企業の取組>

(企業の取組の現状)

- 企業においては、投資家との対話は、年間を通じて主に IR 担当部署が中心となっていて行っていることが多い。四半期毎に実施する決算説明会や、投資家向けミーティングを年に数回行うほか、国内外のアナリストやファンドマネージャーとの個別の対話を随時実施している。また、年に1、2回は実質株主判明調査⁴を行い、自社の株式保有状況を掴みつつ対話を行うということも多くの会社でなされている。そういった IR 部署が、投資家・株主との日頃の対話の中で、投資家・株主側が企業に求めているガバナンス上の論点や、経営戦略の方向性に係る意向等を聴取し、社内にフィードバッ

² 日本では諸外国と異なり定足数が法定されていることから議決権行使に向けた対話の必要性が高いという指摘もある。諸外国の定足数の状況については、次の提言の P.52 に詳しい。「株主総会の招集通知関係書類の電子提供の促進・拡大に向けた提言～企業と株主・投資家との対話を促進するための制度整備～」

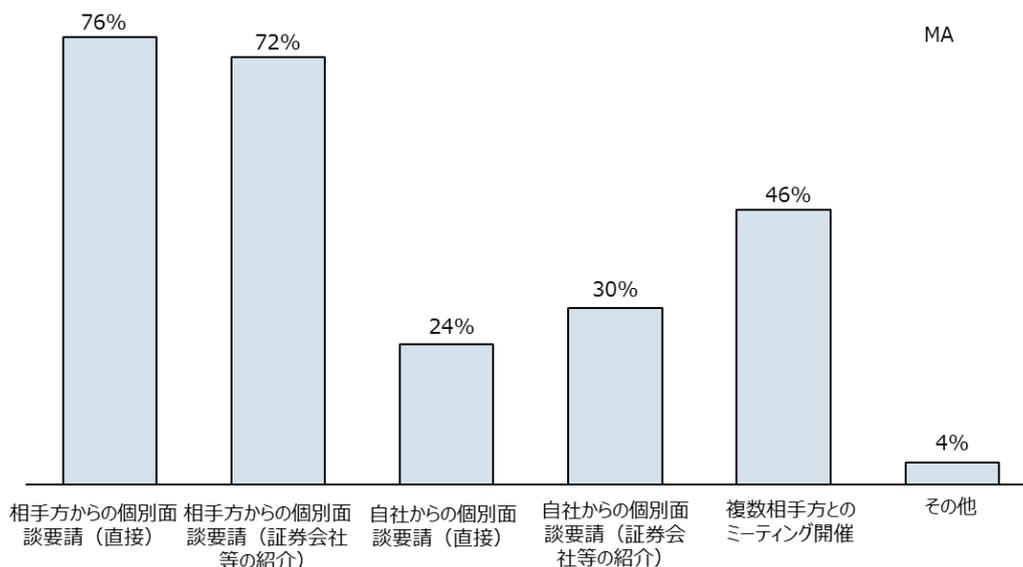
https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushisoukai_process/pdf/report01_02_00.pdf

³ スチュワードシップ・コードの指針 5-1 には、「機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべきであり、議決権の行使に当たっては、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で、議案に対する賛否を判断すべきである。」との記載がある。

⁴ 2020年5月に公表された IR 協議会のアンケート調査によると、会員会社が株主判明調査にかかる年平均費用は約 400 万円となっている。

クを行っている。⁵

【図表 4】 IR ミーティングにおけるコンタクト方法



（出所） 開示、IR等についてのニーズ調査及びAI等を活用した企業価値評価の動向に関する調査（2019年度、経済産業省）

- 他方、企業において株主総会の運営事務局を担当するのは、総務部、法務部やSR部（以下、「SR担当部署」という。）といった部署が多く、株主総会プロセスにおける議決権行使に向けた対話についても、通常はSR担当部署が実施している。具体的には、議案が固まった段階で、投資家・株主を訪問し、議題・議案の説明を行う。広義の対話と言える情報開示についても、招集通知の発送前にWEB開示を実施するといった取組みが広がっている。

（投資家・株主からの指摘）

- 企業における株主総会プロセスでの対話において改善を要する点については、投資家・株主から以下の指摘がある。
- 第一に、スケジュールである。招集通知や株主総会参考書類が開示されてから企業

⁵ 近年、IR（Investor Relations）とSR（Shareholder Relations）の部署が一体となって活動するような事例もみられる。

から議案説明の面談の要望があったとしても、そもそも日本の株主総会スケジュールが過密な状況の中ですべてに応じることは難しいといった指摘がある。また、そもそも特に問題になるような議案がなければ、株主総会直前に対話する必要はなく、むしろ、議案を検討する段階からの対話が重要であるといった指摘もある。

- 第二には、情報開示についてである。招集通知の中に、投資家・株主が議決権行使判断に必要と考える情報が載っていないこともあり、個別に確認を要するが、スケジュール的に難しいといった指摘がある。また、情報開示の在り方についても、早くたくさん情報を出せばいいというわけではなく、招集通知や株主総会参考書類等の決まった媒体、又は TDnet 等の決まった場所に説得的に開示されていることが必要との指摘もある。
- 第三に、対話の内容やその主体についての指摘である。IR 担当部署は足元の業績の話、SR 担当部署はガバナンス系の話に偏ることが多いが、本来はどちらも中長期の企業戦略の中で語るべきであり、本来、取締役等のマネジメント層との対話が望ましいという指摘もある。

＜投資家・株主の取組＞

(投資家・株主の取組の現状)

- 投資家・株主は、ファンドマネージャーやアナリストを中心に、投資運用先となる対象資産の選定やポートフォリオ構築を主な目的として、株式を発行する企業の開示情報の分析や、より深い理解を得るための対話を実施している。特に、2014 年に日本版スチュワードシップ・コードが公表されて以降、投資家・株主と企業が適度な緊張関係の下で建設的な対話を行うことで、中長期的な企業価値向上につなげ、リターンを拡大することが投資家・株主のスチュワードシップ責任であるとの理解が浸透し、議決権行使についてもその重要なツールと認識されてきている。
- 他方、我が国企業の株主総会は、開催日の分散化傾向はみられるものの、依然として開催時期が集中している中で、多数の株式を抱える投資家・株主が株主総会ブ

ロセスにおいて実施する議決権行使に向けた対話については、その深化とともに、効率化を図る取組も進展している。

- 具体的には、投資家・株主は、予め、投資先企業のガバナンス向上をはじめとした企業価値向上に重要と考えられ、議決権行使判断において考慮すべきと考えられる事項などを、議決権行使の基本方針や議決権行使基準、又は議決権行使精査要領といった形でまとめて（以下、これらをまとめて「議決権行使方針等」という。）公表している。そのことは投資家・株主の議決権行使の透明性の向上にも資するものであり、スチュワードシップ・コードでも推奨されている事項でもあることから、近年急速に公表する投資家・株主が増えている。
- 株主総会プロセスでは、ファンドマネージャー等を中心に年間を通じて対話を実施しつつ、議決権行使判断では、議決権行使方針等を元に大量の議案に対する判断を短期間で実施している。また、議決権行使判断においては、大量のデータ分析が必要になることや、投資家・株主と対象企業との関係によっては利益相反が懸念される行為でもあることから、第三者である議決権行使助言会社（以下、「助言会社」という。）も活用されている。

（企業からの指摘）

- 投資家・株主における株主総会プロセスでの対話における改善を要する点については、企業から以下の指摘がある。
- 第一に、誰と対話すべきかという点である。企業が議案検討にあたり投資家・株主に対話を申し込む場合、投資家・株主側でファンドマネージャー、アナリスト、議決権行使担当者が分断されており、議案については誰と話すのが適切なのかが分からないといった指摘がある。また、海外投資家は、議決権行使担当者やファンドマネージャーに議決権行使判断について広い裁量を与えられている場合があり、判断が柔軟で対話が結果につながりやすいが、国内投資家は役割が分断され、担当者の裁量が狭く、形式的基準による判断に留まることが多く、対話が結果につながらないといった指摘もある。

- 第二に、議決権行使判断の形式化についてである。独立社外取締役等の選任議案などについて、企業が中長期的な見通しや全体としてのガバナンス体制の中で検討し、それを対話において投資家・株主に伝えたとしても、結局議決権行使の方針等の数値基準等に従った形式的な判断がなされてしまうという指摘がある。この点については、アセットオーナー（以下、「AO」という。）がアセットマネージャー（以下、「AM」という。）である投資家・株主に対して議決権行使に係る説明責任と透明性の確保を求めることが、かえって AM の議決権行使の形式化を進めてしまうといった指摘や、大量の議決権行使を限られた時間の中で行う必要がある場合には、企業個別の事情に即した判断が難しいとの指摘もある。
- 第三に、助言会社を活用する際の対応である。推奨意見の決定は基本的に企業側の公開情報に基づき作成されているところ、助言会社側の実態の確認体制に限界があることもあり、形式的判断で推奨内容が決められているとの懸念が指摘されている。企業側も実態の正確な理解に向けた説明を助言会社に行う努力をする一方、助言会社側も、かかる目的のために、企業と事前に対話する機会をできる限り広く設ける努力を行うべきといった指摘がある⁶。助言会社の推奨結果は、海外機関投資家や多くのパッシブ投資家をはじめとする機関投資家が依拠ないし参照しているものであり、機関投資家や AO のスチュワードシップ活動の質に重大な影響を及ぼすものである。社会的影響力の大きさに対応した調査能力や企業と対話ができる環境を整えたうえで、その推奨のあり方も企業の持続的な成長を促すものであることが必要である。
- 以上の企業、投資家・株主におけるそれぞれの現状と課題を踏まえ、今後、株主総会プロセスにおける企業と投資家・株主との対話をさらに効果的なものにしていくための方策を検討する。

⁶ 2020年3月24日に再改訂されたスチュワードシップ・コードでは、議決権行使助言会社における体制整備、それを含む助言策定プロセスの具体的公表、企業との積極的な意見交換に関する規定等が盛り込まれた。このような改訂趣旨を踏まえた助言会社の行動（comply 又はそれに代わる explain）が期待される。

① 目的に応じた効果的な対話・情報開示

- 企業と投資家・株主における認識ギャップが生じていると考えられる点を解消するに当たり、実施することが望ましいと考えられるポイントとともに、当該ポイントに関し企業と投資家・株主との間で実施されている具体的取組の一例を紹介する。

<企業>

◆ 株主総会前に限定しない対話期間の設定

- ✓ 企業は、株主総会プロセスにおける議決権行使に向けた対話を実施する場合、招集通知発送後ではなく、上程議案を策定する段階から対話を実施する。
- ✓ 特に議決権を多く保有する投資家・株主については、株主総会終了後に賛否結果を確認し、必要に応じ個別面談を実施し、投資家・株主側が考える自社の中長期的な企業戦略の考え方やガバナンス体制についての問題意識を把握する。

具体的な取組事例

- 議案の方向性を概ね固めた株主総会の1-2か月前には、議案の内容について国内外の機関投資家に事前説明を実施している企業もある。当該対話を踏まえ、場合によっては、議案の差し替えをする例もある。
- 議案説明については、上記の年間を通じた対話により相互理解が進み、お互いの認識に齟齬がない場合には必ずしも必要ではないが、企業における諸般の事情により、投資家・株主の意向に沿わない可能性がある議案を上程する場合には、事前に説明に行き、当該事情を説明する。
- 事前の対話において、投資家・株主の議決権行使方針等のコアの考え方が明らかになり、その考え方に応じて必要と考えられる情報を招集通知に記載したことで、数値基準や形式基準では反対になりかねなかった議案でも、理解（賛成）を得ることができたといった事例もある。

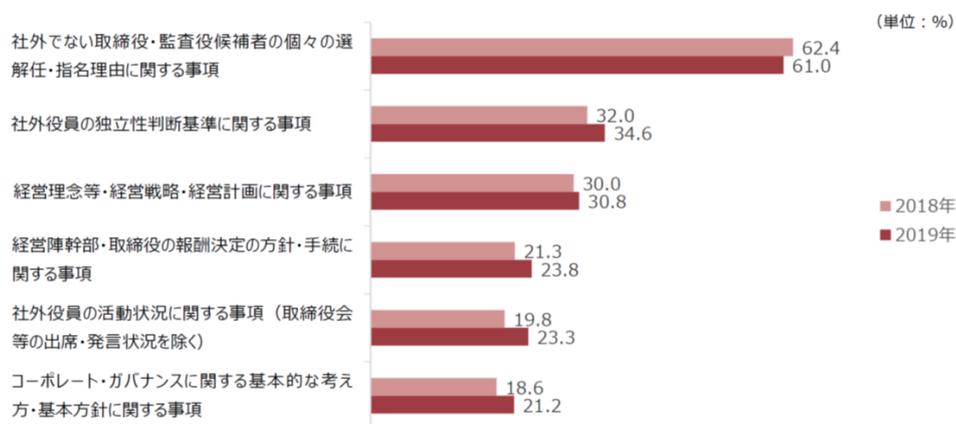
◆ 事前の情報開示の充実

- ✓ 企業は、投資家との対話を踏まえて必要と考えられる事項は、法定記載事項に限らず入手が容易な方法で⁷開示する。

具体的な取組事例

- 対話を通じて明らかになった投資家・株主の意向を踏まえ、指摘を受けて取り組んでいる事項などは自社 HP 等を通じて積極的に公表する。
- 企業の招集通知でも、コーポレートガバナンス・コード関連の記載や、経営計画・経営戦略、サステナビリティの経営の取組や取組状況を示す数値データなど、法定記載事項以外の情報も積極的に開示。
- 役員報酬などガバナンスの観点から議決権行使判断に有用な有価証券報告書の記載事項についても、事業報告又は株主総会参考書類に記載する事例もある。

【図表 5】コーポレートガバナンス・コード関連事項の事業報告又は参考書類への記載



(出所) 第4回研究会 澤口委員提出資料、株主総会白書（商事法務2184号・2216号）

◆ 中長期の企業戦略に基づく説明

- ✓ 企業は、中長期的な企業価値向上に向けた戦略の中で、自社のガバナ

⁷ 機関投資家による情報のアクセシビリティの観点からは招集通知や株主総会参考書類等の決まった媒体、又はTDnet等の決まった場所への掲載が望ましい。株主総会資料の電子提供制度も見据えた対応が検討されることが望まれる。

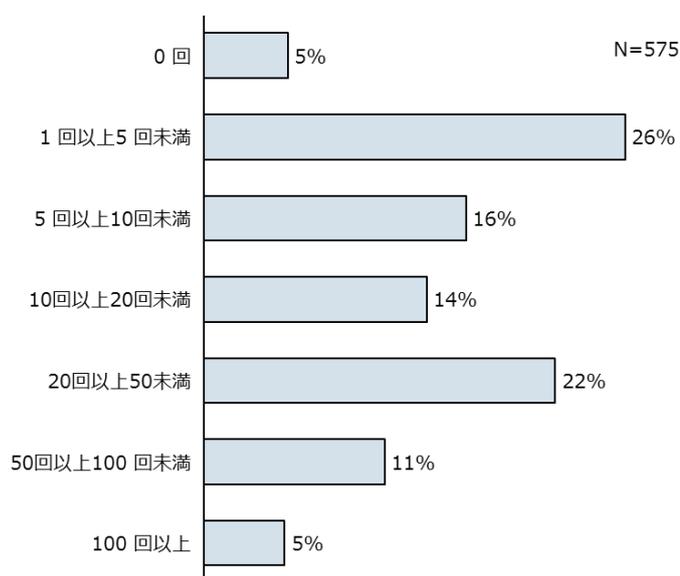
ンス等を説明する。議案についても、中長期の戦略の中における位置づけや必要性を説明する。

- ✓ その説明の内容からすれば、対話における説明者は中長期の戦略が語れる立場の者⁸であることが望ましい。

具体的な取組事例

- SR 担当部署が、普段から投資家と対話を行っている IR 担当部署との情報共有を密に行い、さらに社内体制につなげられるよう、IR 担当部署と SR 担当部署を「IR・SR 部（室）」のように一つの部署に統合する企業もみられる。
- また、投資家・株主に対する説明を社長（CEO）や CFO 自ら行う機会を増やしている企業の例も出てきている。さらに、最近では機関投資家の意向を踏まえ社外取締役が積極的に投資家・株主向け説明を実施する企業もある。
- そういった企業においては、株主総会に向けて議案を検討するに当たり、予め IR 担当部署から投資家・株主の意向を踏まえて検討している場合もある。

【図表 6】社長・CFO が対応した年間の IR ミーティング回数



(出所) 開示、IR等についてのニーズ調査及びAI等を活用した企業価値評価の動向に関する調査（2019年度、経済産業省）

⁸ 企業によって異なるが、一般的には担当役員や、CEO、COO、CFO などのトップマネジメントが該当すると考えられる。

＜投資家・株主＞

◆ 中長期の企業の方向性を踏まえた議決権行使判断

- ✓ 企業との対話を踏まえ、中長期的な企業戦略の観点を踏まえた議決権行使判断を行う。

◆ 対話と議決権行使の一体化

- ✓ 議決権行使に係る企業との対話を行う部署を対外的に明らかにし、年間を通じて対話を行う部署と議決権行使判断を行う部署が異なる場合、それらの部署が適宜情報共有・連携を行う。

具体的な取組事例

- 議決権行使と対話を行う部署が異なる場合、対話チームが企業に対話に行く前にはアナリストと情報連携を行う、アナリストとトレーディング担当者も定期的に情報交換を行う等の連携を行う。
- 年間を通じて実施した対話の結果は全てデータベースとして記録し、世界中の運用者で共有する。
- 議決権行使の方針等を決定するに当たっては、主要なファンドマネージャーも議論に参加し、運用の観点からの視点も予め盛り込む。
- 不祥事などがあった場合には、事案毎にアナリストとファンドマネージャーの担当を決めて分析や調査を実施し、その結果を議決権行使判断を行う部署に提供する。

◆ 議決権行使の方針等の対話への活用

- ✓ 投資家・株主は、議決権行使の方針等については、形式基準のみならず、その基本的な思想や考え方の全体像を明らかにする。また、対話の余地がなく受け入れることが困難と考えられる事項については、その理由とともに議決権行使の方針等で明らかにする。

具体的な取組事例

- 議決権行使基準に留まることなく、対話に基づき賛否判断を行う旨を議決権行使の方針等においてまず開示する。
- 議決権行使の方針に詳しく考え方や賛否事例等も記載することで、企業における予見可能性を高めている。重点的に対話をした企業や、これまでと考え方を変えた場合には、極力個別に行使結果理由のフィードバックを行う。
- 対話において改善すべき論点が明らかになった場合、その後の取組状況をフォローしつつ、複数年のスパンで判断する。
- 企業との年間を通じた対話を充実し、中長期的な企業戦略を踏まえた判断を実施するために必要となるリソースを確保して対応する。

② 対話環境の整備としての議決権電子行使の促進

<問題の所在>

- 前述のとおり、年間の株主総会プロセスを通じた企業と投資家・株主との対話が充実してきているが、最も対話が行われる期間は、議案が固まり、招集通知等の株主総会資料が開示され、それを受けて投資家・株主が賛否を判断し議決権行使を行う期間である。
- 企業の議案が開示されてから、投資家・株主は、2-3 週間以内に議案を精査・分析し、自らの基準や議決権行使助言会社の情報等に照らして賛否を判断することになる。多数の投資先企業を抱える AM は、6 月の株主総会集中期には、数週間以内に最大 2.5 万件前後の議案処理に追われることになる。
- もちろん、数週間以内にこれだけの量の議案の判断をしなければならないからこそ、日頃の対話を通じた相互理解が必要なのであり、それらの取組が議案判断にも大きな影響を与えていることは言うまでもない。
- しかしながら、議案の内容の詳細は招集通知で初めて明らかになるケースが大多数であるところ、それらを正確に理解し期限内に処理することは、負担が過重であるだけでなく、人為的ミスが発生する可能性も否定できない。
- さらに、招集通知の情報だけで判断が難しい場合や、議案が公表された後に議案判断に関わる重要な情報が判明するような場合には、企業と個別に対話を実施したり、情報を精査する時間も必要になる場合があるが、株主総会の集中期は通常処理だけでも負荷が重い中で、それらの個別対応は困難であることも指摘されている。
- こういった状況は、従前から「議案検討期間の確保・拡大」として課題認識され、複数の取組が進められてきた。例えば、2019 年 12 月に成立した改正会社法に盛り込まれた株主総会資料の電子提供制度についても、企業がインターネットを通じて招集通知等の株主総会資料を提供することで、印刷や郵送に要する時間が削減され、これまでよりも早期に株主が議案の内容を知ることができ、その分検討期間を確保すること

ができる、という期待の下創設された制度である。また、株主総会日が集中することについての対応として、企業が株主総会の権利行使の基準日を変更しやすくするための環境整備も、それぞれの会社の議案検討にかかる時間を確保するための取組の一つである。

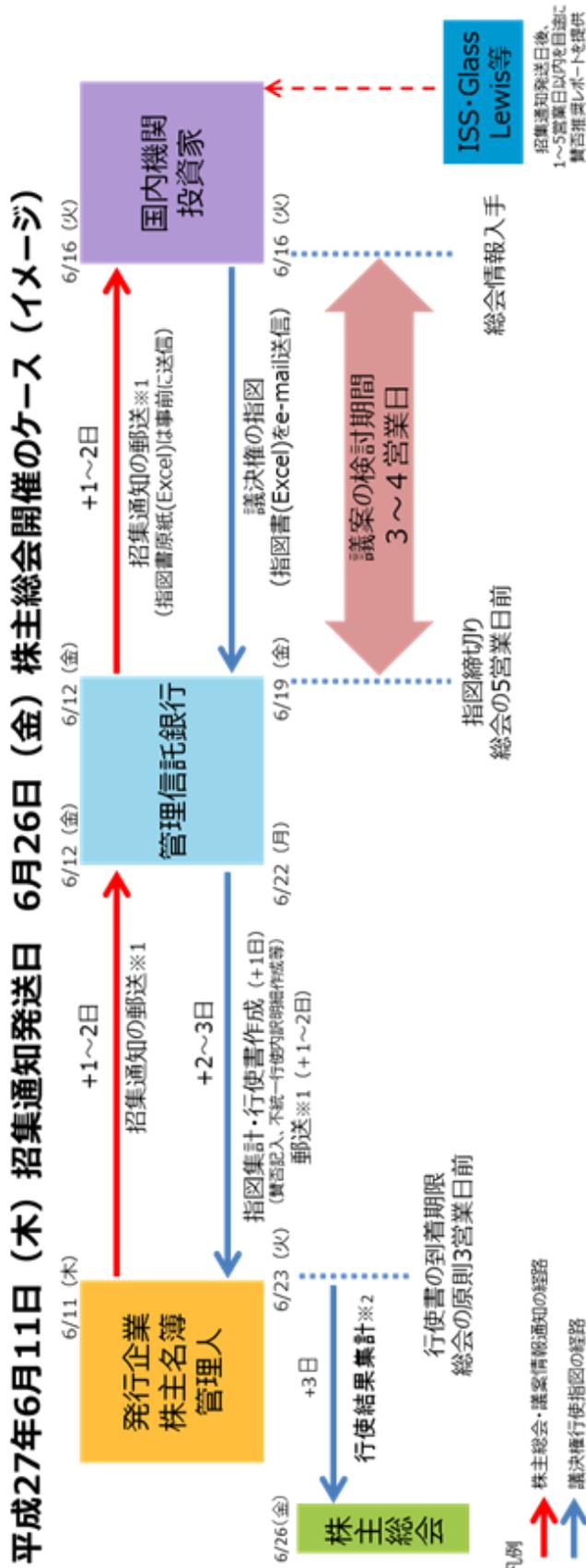
- さらに、これらの取組と合わせて指摘されてきたのが、プラットフォームの利用促進である⁹。プラットフォームの活用が、企業側、投資家側双方で進むことで、これまで、議決権行使フローにおける信託銀行（再信託受託者、共同受託者などの立場となる管理信託銀行を含む。以下、「管理信託銀行」という。）等の複数の関係者の事務処理上の必要性から設けられていた期日によらず、議決権行使期限ぎりぎりまで検討ができるようになる。それにより、議案検討期間を 1 週間程度拡大できると指摘されている。
- これらの問題意識から、コーポレートガバナンス・コード補充原則 1 - 2 ④でも、「上場会社は、自社の株主における機関投資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。」とされるとともに、有価証券上場規程施行規則 437 条 5 号においては、議決権行使の電子化の促進が推奨されている。
- これらの要請を受け、企業側では徐々に活用が広がっている。2020 年には、プラットフォームに参加する企業が 1,080 社を超え、企業数は順調に拡大しつつある。また、海外機関投資家については、元々クロスボーダーの議決権行使は電子行使が主流であることもあり、プラットフォーム参加企業の場合、外国人株主の議決権数のうち 8 割以上がプラットフォームに参加する機関投資家によるものである¹⁰。
- 図表 7 と図表 8 は、プラットフォームの利用によって議案の検討期間がどの程度拡大するかをモデル的に示したものである。すなわち、プラットフォームを利用していれば、①

⁹ 『日本再興戦略』改訂 2015 では、企業と投資家が建設的な対話を行うための施策の一つとして、「議決権行使についても電子化の促進と権利行使の質を高めるため、関係団体等において議決権行使プロセス全体の電子化を促進するための課題と方策を来年中に検討することを促す」とされた。

¹⁰ プラットフォーム参加企業 2019 年 6 月 797 総会を対象として、各社の「プラットフォーム対象株主（海外）保有個数」÷「外国法人等（個人以外）保有個数」の比率を平均すると 85.8%となる。

開示日と同日に議案名及び総会情報をプッシュ型で入手できるとともに、②株主総会の前営業日まで議決権行使を行うことが可能になり、これにより議案検討期間が1週間程度拡大できると見込まれる。また、プラットフォームの利用によって、管理信託銀行から発行企業（一般的には株主名簿管理人）への議決権行使書の郵送も不要となる。

【図表7】議決権電子行使プラットフォームを利用しない場合の国内機関投資家の議案検討期間



※1 郵送期間は、午前差出・午後差出の別、郵送先の所在地、天候などにより変化する。上記FPO-図では便宜上、株主名簿管理人・管理信託銀行間の郵送は1日、管理信託銀行・国内機関投資家間の郵送は2日で計算。土曜日にも集配はあるが、営業日を前提。

※2 株主名簿管理人は、機関投資家分は行使書の到着日に行使結果を集計し、個人株主分の集計結果（通常、総会日前日の夕方頃まで行使が可能）と併せて、総会日前日までに発行企業に毎日集計結果を報告（出所）関係者へのヒアリング結果等に基づき、あずさ監査法人作成

- 一方、国内機関投資家の直接参加は 2020 年 3 月には 26 社まで拡大しており、徐々にではあるが広がりを見せている（未参加の国内機関投資家の議決権行使指図分は名義株主である管理信託銀行がプラットフォーム上で議決権行使を代行していることから、管理信託銀行名義の議決権行使はすべてプラットフォームを通じて企業側に伝達されている。）。直接参加が急速に拡大しない理由は従前から複数指摘されている¹¹。第一に、国内機関投資家が銘柄を保有する企業にプラットフォーム参加企業と不参加企業の両方がある場合、参加企業分はプラットフォームを通じた電子行使、不参加企業については、エクセルフォーマットに議決権行使指図を入力し管理信託銀行に送付することになり、手続きの二重化が生じるという点である。第二に、日本においてプラットフォームのサービスを提供している複数のシステム間の連携である。第三に、国内機関投資家がプラットフォームを利用する場合の手続きにおいて、AO の個別同意を求める実務が存在している点である。

＜議決権電子行使プラットフォーム活用に係るこれまでの進捗状況＞

- それぞれの理由について、本研究会において、現状の整理を行った。
- 第一の点については、機関投資家より、手続きの二重化が生じることに変化はなく、中長期的にすべての企業が参加することが望ましいものの、すでに参加企業は 1,000 社を超え、さらにそれらの参加企業が時価総額の大きい企業が中心であることを踏まえると、その企業分だけでもプラットフォームを使うことで、全体の議案検討期間の確保が期待できるとの指摘があった。
- 第二の課題については、2019 年 12 月 12 日より ICJ と ISS のプラットフォームのシステム連携が実施されている¹²。
- 第三の AO の個別同意の点について、本研究会で改めて問題の所在を明らかにするとともに、法的な検討を行った。なお、以下の＜契約関係の整理＞に関しては、本研

¹¹ 「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会報告書」（株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会報告書～対話先進国の実現に向けて～平成 28 年 4 月 21 日）

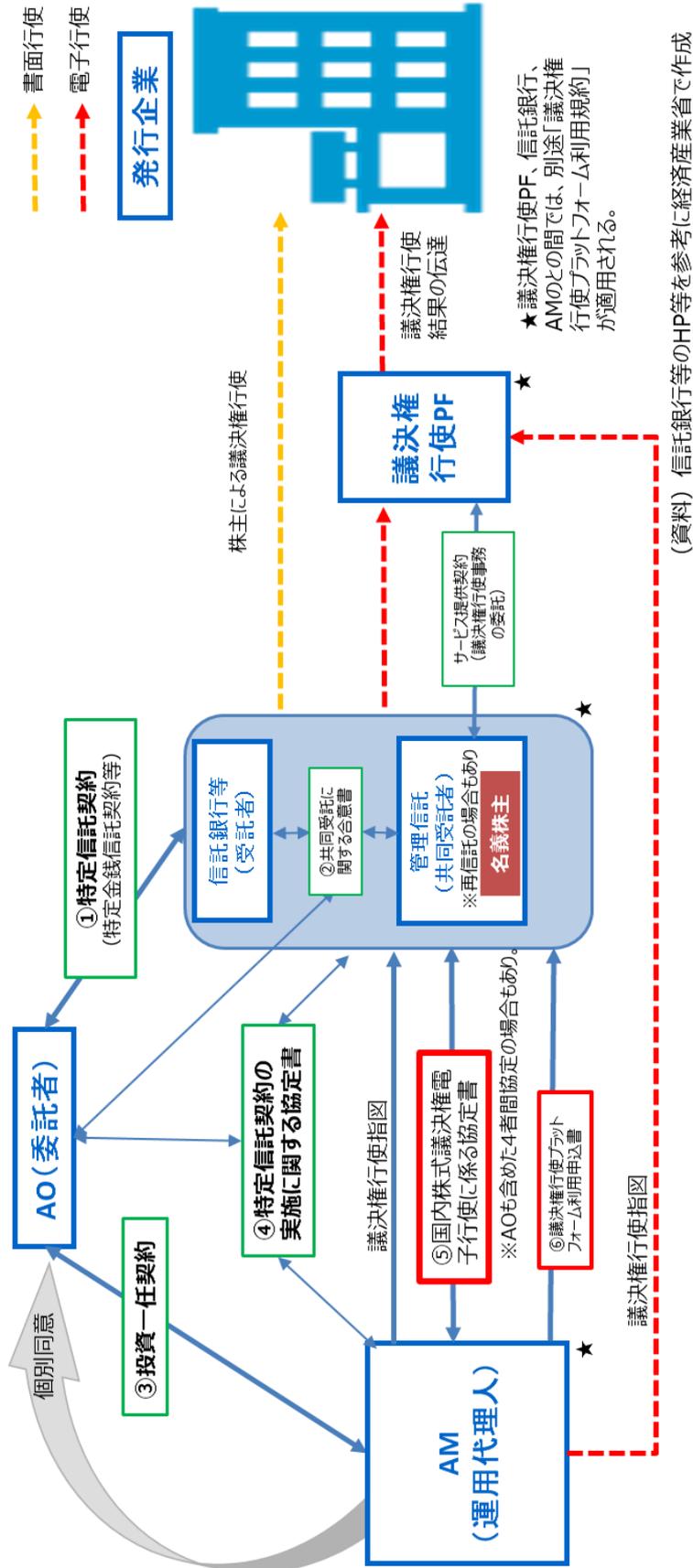
¹² <http://www.icj.co.jp/news/information/2591/>

研究会ですべての当事者間の個別契約を確認して整理したものではないが、一部の契約ひな形等の情報に基づき整理を行ったものであり、ひな形とは異なる特段の合意内容が当事者間に存在していない限り、一般的に妥当するものと考えられる。もちろん、個々の契約内容については、あくまで当事者間で合意されるものであり、本研究会として法的判断や法解釈を行うものではなく、当事者間における検討での参考となるべく紹介しているものである。

＜契約関係の整理＞

- 図表 9 は、個別同意を求める運用となっているケースにおける、プラットフォームの活用に伴う各主体の契約関係を整理したものである。
- このような特定信託契約において、議決権行使は、AO と AM との間で締結される投資一任契約、及び管理信託銀行と結ばれる信託契約に基づき実施する。これらの契約の詳細を取り決めるため、AO・AM・管理信託銀行の間で信託契約の実施に関する協定書が結ばれている。これらの契約書・協定書において、議決権行使は AM が管理信託銀行に「指図」することで実施することとなっている。そして、AM が電子行使 PF を通じて議決権行使指図を行う場合、これらの契約書・協定書が明示的に指図方法を規定していないため、AM が AO の同意を得ることを求める運用となっている。
- なお、図表 9 は、プラットフォームを通じた実質的な議決権行使が管理信託銀行ではなく AM によって行われることも視覚的に明らかにしている。議決権行使のフローが一气通貫で行われることは、議決権行使の指図権限を有している AM と企業との間の対話環境整備の観点からも重要である。(2) ④で示したように、中長期的な企業価値向上に向けた機関投資家との対話は、議決権行使の指図権限を有する機関投資家との間で行われている。後述③の「対話環境の整備としての実質株主の判明」において、議決権行使の指図の権限を有している者の把握を容易にする欧米の環境整備が紹介されるが、プラットフォームの仕組みがさらに拡充され、AM の議決権行使状況についても企業側に伝達されるようになることは、機関投資家と企業との間の適時適切な対話を行うことが可能となる環境整備の一環としても意義がある。

【図表9】議決権行使プラットフォームの活用に伴う各主体の契約関係



- それぞれの契約等における議決権行使に係る取り決め内容がどのようになっているのかについて、契約ひな形やヒアリング等を元にまとめたものが図表 10 である。すなわち、契約に基づき、AM は、会社法上の議決権行使権者である管理信託銀行に議決権行使指図を行うことになっている。AM がプラットフォームを利用する場合には、契約書・協定書に明示的な記載がないことから、現在の実務においては、AM が AO の同意を取得し、そのうえで、「国内株式議決権電子行使に係る協定書」や「議決権プラットフォーム利用申込書」にて、同意を得ている旨を明確化することとなっている。

【図表 1 0】契約等における議決権行使に係る取り決め内容

	① 特定信託契約	② 共同受託に関する合意書	③ 投資一任契約	④ 特定信託契約の実施に関する協定書	⑤ 国内株式議決権電子行使に係る協定書	⑥ 議決権プラットフォーム利用申込書
契約当事者	AO(委託者) ⇕ 信託銀行(受託者)	AO ⇕ 信託銀行 ⇕ 管理信託	AO ⇕ AM	AO(委託者) ⇕ AM(運用代理人) ⇕ 信託銀行(受託者) ⇕ 管理信託 (共同受託者)	AM ⇕ 信託銀行(受託者) ⇕ 管理信託 (共同受託者)	AM ↓ 信託銀行(受託者)
議決権行使に係る主な取決め内容	<ul style="list-style-type: none"> 委託者(AO)は、受託者(信託銀行)に対して議決権行使の指図をすることができ、委託者(AO)は、受託者の承諾を得て、議決権行使の指図の権限を運用代理人(AM)に委任することができる。 	<ul style="list-style-type: none"> ①の契約で管理信託を共同受託者とすることをAOと信託銀行間で合意。管理信託は、AOからの議決権等株主権の行使についての指図書を受領し、行使する。 	<ul style="list-style-type: none"> AOは、①の契約に基づく資産の運用に関し、投資を行うのに必要な権限をAMに委任する。 議決権等の株主権の行使の指図については、AMがこれを行い、AOは自ら指図を行わない。 	<ul style="list-style-type: none"> 運用代理人(AM)は、①の契約に係る指図権を行使するときは、共同受託者(管理信託)の所定の方法又は合意に基づいた方法に従う。 	<ul style="list-style-type: none"> 共同受託者(管理信託)は、議決権行使指図の接受に関する事務をICIに委託する。 AMは、プラットフォームの利用に つき①の契約の委託者(AO)へ事前説明を行い同意を得るものとする。 	<ul style="list-style-type: none"> ③の契約における議決権行使に関する指図について、プラットフォームの利用を申込みます。 利用については、プラットフォームの利用規約を含めて委託者(別紙記載AO)より同意を得ています。

(資料) ヒアリング等を元に経済産業省で作成

- そこで、現在プラットフォームの活用が進まない要因の一つとされている AO からの同意取得の要否について、契約書には明記されていない議決権行使にかかる事務フローとなること、フローの変化から想定されるメリットやリスクを考慮した上で、委託者の明示の同意を必要とするものであるかについての考え方を整理した。

<個別同意の必要性について>

- AO は管理信託銀行との間で信託契約を結んでおり、管理信託銀行が名義株主となり、議決権を含む株主権を AO のために行使しなければならない。その議決権行使は、当該信託契約に基づく資産運用について AO と AM の間で締結されている投資一任契約に基づき AM によりなされる議決権行使の「指図」に基づき行われる。
- プラットフォームの利用の有無によって、議決権行使に係るフローがどのように変わるかは次のとおりである。プラットフォームを利用しない場合、管理信託銀行は AM の指図に基づいて自ら議決権を行使する。一方で、プラットフォームを利用する場合には、AM はプラットフォームの運営者を通じて直接議決権行使指図を行うことになる。つまり、これまで管理信託銀行が自ら議決権行使をしていたところが、プラットフォームの運営者を通じて AM の議決権行使指図が前述のとおり管理信託銀行からの議決権行使に変換された上で直接企業側に伝達され、管理信託銀行は AM の指図結果を事後的にのみ検証できることになる。
- 現行、AM が取得する運用となっているプラットフォーム利用に係る AO の個別同意は、このような管理信託銀行による信託契約上の義務の履行方法の変更、具体的には議決権電子行使プラットフォームの仕組みとフローの変更点、費用負担、リスク等について、委託者である AO の同意を取得している運用になっていると理解できる。
- 信託契約の当事者ではない AM が、信託契約上の義務の履行方法の変更について同意を得ていることについては、AO、管理信託銀行、AM の3者間の実務全般に照らして考えると、全体が3者の合意に基づいて行われているため、AO の同意についても、管理信託銀行と AM の合意に基づいて、AM が AO の同意を得るということに

なっており、AO が AM に対して同意をすると、信託契約における管理信託銀行の義務の履行方法が変わることについても同意したということになっているとも理解できる。

- プラットフォーム利用による議決権行使に係る履行方法の変更は、管理信託銀行が AM から議決権の指図を受ける業務およびその指図を議決権行使に変換して発行会社に伝達する業務をプラットフォームに委託することであり、これは信託事務の第三者への委託に該当するため、一義的には、受託者の判断にゆだねられるものとの考えが提起された。
- そこで、同意を求める運用について検討する。委員からは、信託法 28 条 2 項を適用すると同意が不要と考えることもできるとの指摘もあった¹³。同法の適用を措くとした場合について次に述べる。この委託行為が、契約を取り巻く実務環境も考慮した上で合理的に解釈された AO の意思の範囲内であるか（すなわち、黙示の同意があるといえるか）を検討する場合に考慮すべき点は以下の通りである。第一に、AM は、3 者間のスキームにおいて AO が議決権行使の「指図」を行うことに同意している者であることである。第二に、義務履行の変更により周知することとされる、プラットフォームの仕組みとフローの変更点、費用負担、プラットフォームのリスクについては、昨今の実務環境の変化がある。すなわち、ICJ のプラットフォームができた当初は、システム上の安全性などについて未知の部分があったことも想定されるが、プラットフォームを利用した議決権行使が確実に行われている 15 年間の実績がある現在、従来の、管理信託銀行が AM の指図を集計して議決権行使するという実務よりも、プラットフォームを活用した方が、むしろ時間や、事務的なミス等のリスクなどが小さいとも言える状況になっている。実際に、プラットフォームの始動当初には、システムへの不安が大きかった

¹³同項は、信託行為に信託事務の処理の第三者への委託に関する定めがない場合において、信託事務の処理を第三者に委託することが信託の目的に照らして相当であると認められるときには、信託事務の処理を第三者に委託することができることと定める。また、信託業法 22 条は信託業務の一部を第三者に委託することができる場合について規定するが、「信託財産の性質を変えない範囲内において、その利用又は改良を目的とする業務」等については、委託を受けた者が負う忠実義務・善管注意義務等の規律の例外としている。加えて、民法法理に照らしても、委任契約は委託者の利益を最大化することが目的であり、同意は必ずしも明示の同意とは限らず、黙示的な同意や包括的な同意も含まれるという点も考慮すべきとの指摘もあった。

が 15 年の実績を経て、システム障害発生等に対する懸念は少なくなっており、公共性の高いシステムインフラの役割を担っているといえる¹⁴。加えて、プラットフォームの活用によって、AO の氏名や持ち株数が企業側に判明するものではない。

- 以上に鑑みれば、現在用いられている通常の契約の雛型や過去のプラットフォームの実績に照らすと、AM がプラットフォームを利用するに際し、個々の契約等を確認の上、AO の個別同意に代わる方法をとることができると考えられる。

<今後の方策について>

- 以上の検討を踏まえ、AO その他の契約当事者から別段の意思が示されていないことを前提として、AM が今後プラットフォームを利用していくにあたっては以下の方策をとることが考えられる。

(1) 包括・事前通知型

特定信託等において、AM による AO の個別同意の要否については、個々の契約ごとではなく、当該契約形態について包括的に対象としたうえで、プラットフォーム利用に係る諸規定についての説明¹⁵を行うとともに、AO は、当該プラットフォームの利用について懸念がある場合は積極的な意見表明が必要である旨、通知する。その上で、AO から相当な期間内に特段の意思表示がなされない限り、AM はプラットフォームの利用ができるものとする。

(2) 包括・事後通知型

AO によるこれまでの意思表示や方針確認等に照らして妥当であり、かつ、AO の意思に反しないと考えられる場合、AM はプラットフォームの利用を開始し、定期的な AO への報告の際にその旨並びに、プラットフォーム利用に係る諸規定に

¹⁴ 委員からは、むしろ AO の意思解釈として、議決権行使プラットフォームを利用しないという選択をしていると解釈することは合理的ではないのではないかと指摘もあった。また、新型コロナウイルス感染症の拡大防止策の観点から、個人に対しては書面ではなく、電子的な議決権行使も推奨されていたところである。

¹⁵ AM の議決権行使指図状況が管理信託銀行名義に変換されて企業側に適時に伝達されることを含む。

ついでの説明及び当該プラットフォームの利用に反対する場合や懸念が生じた場合にはその旨の意見表明が必要であることを説明する。

(3) 新規包括協定型

新規の契約関係においては、AO も含む包括的な協定書の締結も選択肢として考えられる。

- なお、プラットフォームでは AM による議決権行使状況が把握されることが構造上可能であることから、構造的には AM からの議決権行使の状況を企業に伝達することも可能な枠組みである。このような伝達枠組みのメリットは、株主総会前の限られた期間内に企業と AM との対話がより効率的に行われることであり、日本ではスチュワードシップ・コードの影響もあり、自らの議決権行使の結果を公表している AM が多いことも踏まえると AM がプラットフォームの仕組みを活用して議決権行使状況を対象企業に自発的に事前に伝達することに問題は生じないと考えられる。
- 本件については、いずれも最終的には契約当事者間の課題であるが、数年来課題として認識されている問題である。また、後述のとおりグローバルにも株主総会プロセスの電子化や透明性の向上が進んでいることや政府の未来投資会議においてもデジタルトランスフォーメーションの必要性が議論されていることも踏まえ、プラットフォームの活用促進とそれによる建設的な対話の促進に向けて、関係者による適切な検討を期待したい。

③ 対話環境の整備としての実質株主の判明

- これまでの、株主総会プロセスにおける実質株主¹⁶に関する議論としては、実質株主による総会参加の方法に関するものがあり、全国株懇連合会により「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」が出されている。

¹⁶ 本記載の射程は主に議決権行使指図権者である機関投資家であり（欧米の諸制度も機関投資家を対象としたものである）、個人株主のように株主名簿上の名義人＝実質株主である者はここでの議論の射程外である。また、通常は AM が議決権行使を行うが、AO が議決権行使指図を行う場合もある。

- 一方で、株主総会プロセスにおける対話において重要となる実質株主の把握については、これまで十分な議論が行われてこなかった。企業には実質株主把握のニーズがあるものの、実質株主は自己の情報を秘匿するメリットがある場合もあるためである。しかしながら、これまで述べたように対話の重要性の高まりとともに実質株主の把握の必要性が高まっていることから、以下では、実質株主を議決権行使の判断を行っている者とした上で、現状と改善の方向性を提示する。
- 日本において、会社が把握することのできる株主は、名義株主であり、振替法¹⁷151条に基づき証券保管振替機構より、「総株主通知」として年に2回又は4回通知されることになっている。ただし、これは名義株主であり、名義株主に株式の管理等を委託している機関投資家等の実質株主は株主名簿には記載されない。企業が実質株主とのおおよその持ち株数を知る方法は、実務的には3つある。
- 第一に、実質株主判明調査によるものである。実質株主判明調査には相応の費用がかかることから、調査を実施しない企業も存在する。実施する場合においても、調査の頻度や範囲は企業によって異なる。海外投資家も含め、包括的な把握が可能であることから、対話先の選定にあたり、実質株主判明調査が利用されていることは多い。
- 第二に、金商法¹⁸27条の23以下に基づく大量保有報告によるものである。株券等保有割合が5%を超える場合には大量保有報告が提出され、その後、株券等の保有割合が1%増減する場合にも同報告書が提出される。大量保有者には、自己又は他人の名義をもって株券等を所有する者のほか、投資一任契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等に投資するのに必要な権限を有する者等も含まれる。企業によっては上記実質株主判明調査と併せて利用されている。

¹⁷ 社債、株式等の振替に関する法律（平成13年法律第75号）

¹⁸ 金融商品取引法（昭和23年法律第25号）

<大量保有報告制度の概略>

- ✓ 大量保有報告制度とは、株券等に係る大量保有の状況を投資者に迅速に開示するための制度のこと。提出された大量保有報告書は EDINET により公衆縦覧に供される。
 - ✓ 具体的には、上場株券等の保有割合が 5 % 超となった者は、その日から 5 営業日以内に大量保有報告書を提出し、その後も保有割合が 1 % 以上増減した場合には、5 営業日以内に変更報告書を提出する義務がある。
 - ✓ 報告が義務づけられる大量保有者には、自己の名義をもって株券等を所有する場合だけでなく、「投資一任契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等に投資をするのに必要な権限を有する者」（法第 27 条の 23 第 3 項第 2 号）等も大量保有者として報告する必要がある。したがって、株主名簿に記載のない機関投資家等の実質株主も報告対象となる。
- 第三に、管理信託銀行等が提出する免税登載申請書の記載により、機関投資家等の実質株主名と配当基準日時点の株式数を株主総会前に把握することができる場合がある。
 - 実質株主は企業が調査しなければ把握できない状況は米国でも同様である。米国においては、1934 年証券取引所法に基づき一任運用資産が 1 億ドル以上の機関投資家（銀行・保険会社・年金基金・ 뮤チュアルファンド等）は四半期ごとに保有明細を SEC に提出する必要がある（Form 13F）。この 13F の情報は公表（公衆縦覧）されるため、企業側も把握が可能である。また、EDGAR に公表されている情報を収集・データベース化して販売する IR 支援会社も存在する。日本企業による実質株主判明調査においても、大口の米国機関投資家の保有分については 13F によってその多くが把握されている。
 - このほか米国では、名義株主と実質株主の間で発行企業とのコミュニケーション格差が生じることを緩和するため、株主が自己の属性情報（名前・保有株式数・住所）

を企業側に開示するか否かを選択できる NOBO・OBO 制度を導入している¹⁹。なお日本では、米国で NOBO を選択した者でさえも、日本株は米国証券法の対象外であるため企業側に情報が開示されていない²⁰。

- 欧州においては、2017 年 5 月に成立した第 2 次株主権指令²¹に基づき、新しい取組が始まっている。同指令には、EU 企業と株主のインターアクションの促進等を目的として、加盟国は、会社が議決権の一定割合以上を保有する株主を特定する権利を持つよう確保しなければならない旨が盛り込まれた²²。当該指令を受け、EU 加盟各国は 2019 年 6 月までに国内法化が求められた²³。なお、ESMA（欧州証券市場監督局）の 2017 年のレポートによると、「株主」の定義に違いはあるものの、28 カ国のうち 14 カ国において随時発行企業が株主を特定することができる仕組みを有していた²⁴。
- 当該指令に基づく規則においては、株主を特定するために仲介業者が伝達すべきとされている事項が具体的に定められている。一例として、会社の求めに応じ、証券口座を提供する仲介業者は、株主を特定する情報（名前、住所、email アドレス、自己の勘定及び他者の勘定で保有する株式数等）を遅滞なく伝達しなければならないとされている。しかもこの「会社の求め」の頻度は、四半期毎等ではなく随時である。

¹⁹ NOBO/OBO 制度については、「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会報告書」P56 参照。

²⁰ ADR 等として取引されている場合は証券法の対象である。

²¹ DIRECTIVE (EU) 2017/828 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement

²² 第 2 次株主権指令の目的は、EU 企業と株主のコミュニケーションの充実であることから、本報告書で詳述する企業が「株主を特定する権利」のほかに、株主側が企業の情報を把握しやすくするための措置や、株主に対する電子的な議決権行使の確認書送付なども定められている。

²³ 「株主総会に関する調査」において調査対象としたイギリス、ドイツ、フランスにおいてはいずれも国内法における対応がなされている。

²⁴ ESMA (European Securities and Markets Authority)

, Report on shareholder identification and communication systems, 5 April 2017.

【図表 1 1】 指令に基づく規則により仲介業者が伝達するべきとされている事項

【規則に規定されている株式数についての回答フォーマット】

B.Information regarding shareholding by responding intermediary				
Type of information	Description	Format	Originator of data	
回答する仲介業者が保有する当該会社 (特定の要求を行った会社) の株式総数	1. Unique identifier of the responding intermediary	Unique national registration number preceded by the country code referring to the country of its registered office or LEI	[20 alphanumeric characters. The country code is to be in the form determined in Table 1, field B.1]	Responding intermediary
回答する仲介業者が自己の勘定で保有する当該会社 (特定の要求を行った会社) の株式数	2. Name of the responding intermediary		[140 alphanumeric characters]	Responding intermediary
	3. Total number of shares held by the responding intermediary	The total number equals the sum of the numbers given in field B.4 and B.5	[15 numeric characters with, if applicable, a decimal separator]	Responding intermediary
	4. Number of shares held by the responding intermediary on own account		[15 numeric characters with, if applicable, a decimal separator]	Responding intermediary
回答する仲介業者が保有するが、他者の勘定である当該会社 (特定の要求を行った会社) の株式数	5. Number of shares held by the responding intermediary on account of someone else		[15 numeric characters with, if applicable, a decimal separator]	Responding intermediary
	6. Unique identifier of the securities account operator	LEI of the securities account operator, i.e. the intermediary up the chain with whom the responding intermediary has a securities account	[20 alphanumeric characters]	Responding intermediary
	7. Number of the securities account	Number of the securities account of the responding intermediary with the intermediary up the chain.	[20 alphanumeric characters]	Responding intermediary

(資料) Commission Implementing Regulation (EU) 2018/1212 of 3 September 2018 laying down minimum requirements implementing the provisions of Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council as regards shareholder identification, the transmission of information and the facilitation of the exercise of shareholders rights

- このように欧州では、複数層からなる仲介業者間の伝達の仕組みを整えることにより対話を行う相手方としての機関投資家を企業側が把握・特定しうる仕組みが、法制度によって導入されつつある。現時点では、各国の国内法における「株主」の定義にばらつきはあるものの²⁵、欧州株主権指令に基づき情報伝達の仕組みは統一されておりこの仕組みが各国の国内法上の株主の定義の範囲に限定されず活用されることが、対話を行うべき者を特定することに資するものと考えられる。
- 日本においては、米国のような公衆縦覧等の仕組みも、EUのような把握権の制度もまだ導入されていない。しかし、機関投資家との対話が進展する中で、企業と機関投資家の相互の信頼関係の醸成の要請は、欧米と何ら変わるところはない。信頼関係醸成の観点から、対話の中でおおよその持ち株数が言及されることも現に多い。²⁶これらの諸状況に鑑みると、議決権基準日時点における実質株主（企業が対話する

²⁵ 「株主総会に関する調査」によれば、イギリス及びフランスは、従来から実質株主の特定が可能であった。また、注 24 の ESMA2017 年レポート p18 によると、調査対象である 28 カ国中 11 カ国においてはおおむね実質株主 (final layer) が株主と見なされているとのことである。

²⁶ なお、事後的に部分的に把握が可能なものとして、スチュワードシップ・コードに基づき、コードに署名した機関投資家は、議決権行使結果を個別に開示している。その際、議決権基準日における持ち株数も含めて開示している事例もある。

相手方としての機関投資家²⁷⁾ とその持ち株数について、企業が効率的に把握できるよう、実務的な検討がなされるべきと考えられる。²⁸⁾

- なお、前述「② 対話環境の整備としての議決権電子行使プラットフォームの活用促進」において述べたとおり、機関投資家側のプラットフォームの活用が進めば、管理信託銀行の議決権行使に変換されるものの AM からの議決権行使の状況を適時に企業も把握し、議決権行使について判断権を有している機関投資家である AM との間で必要な対話を適時適切に行うことができるようになる環境が整うことになる。また、個別の AM の選好によっては、企業が事後的に議決権行使結果及び持ち株数を把握することを許容するといった取組の始め方も可能ではないかと考えられる。プラットフォーム利用に係る AO からの同意取得の運用が見直されることは、この観点からも重要である。

²⁷⁾ 通常の場合、当該株式について議決権行使の指図を行う AM が想定される。

²⁸⁾ 2020年3月24日に改訂されたスチュワードシップ・コード脚注15において、「株式保有の多寡にかかわらず、機関投資家と投資先企業との間で建設的な対話が行われるべきであるが、機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明することが望ましい場合もある。」との記載が追加されている。

(3) 会議体としての株主総会の在り方（株主総会当日）

① 会議体としての株主総会の規律の在り方について

- 株主構成に占める機関投資家比率が上昇し、株主総会プロセスにおいて機関投資家との対話が行われていることを踏まえ、会議体としての株主総会の意義について、本研究会で改めて整理を行った。まず、今日における株主総会の意義については、以下の3つのような意義が考えられる。もちろん、会議体としての株主総会を開催することに伴い実施される想定 Q&A の作成や、当日の対応準備を通じて、経営陣にとって 1 年間の振り返りや自社の課題発見などの気付きの機会になるといった、開催することで得られる結果的意義は別途あると考えられるが、ここでは、会議体としての株主総会そのものの意義について整理した。

i. 決議に向けた審議の場としての意義

- ✓ 審議を行い、決議を行う場。会社法の立て付け上の意義。
- ✓ 対話は、株主と取締役等が対面し、決議と一体として行われる。

ii. 信認の場・確認の場としての意義

- ✓ 株主総会プロセス全体の中で対話が十分に行われ、前日までに決議の趨勢が判明することを肯定的にとらえつつ、当日は出席者（主に個人株主）からの信認を得る場。
- ✓ 信認を得るための緊張感自体に、ガバナンス上の意義がある場合もある。

iii. 対話の場・情報提供の場としての意義

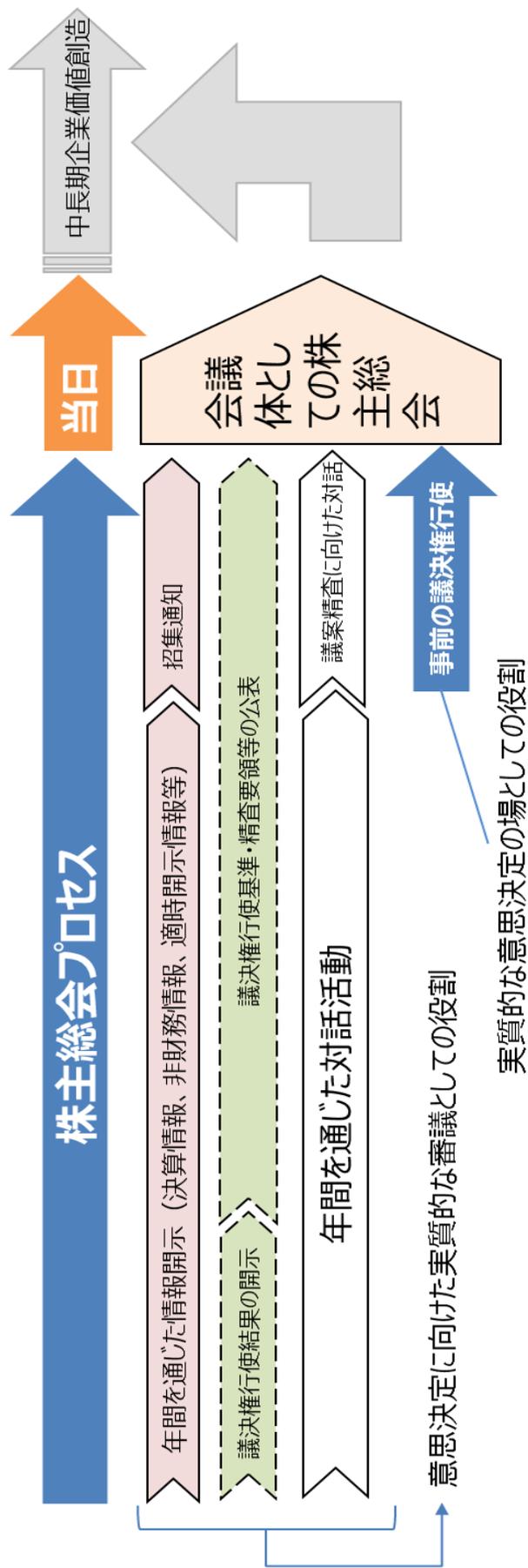
- ✓ 決議に向けた審議としてではなく、株主（主に個人株主）とのコミュニケーションの場。
- ✓ 中長期的な企業価値創造プロセスの理解を得るなど、株主との中長期的な関係構築のための場として活用されることもある。

- 「i. 決議に向けた審議の場としての意義」については、まさに、会議体が本来的に持つ意義である。すなわち、そこでは審議や決議が一定の規律の下で公正かつ適正に行われることが求められている。

しかし、これまで見てきたとおり、意思決定に向けた審議や決議については、実質的には年間を通じた株主総会プロセスの中で果たされていることが多く、そのような場合、会議体としての株主総会については、ii. 信認の場・確認の場や、iii. 対話の場・情報提供の場としての意義があることが多い。

- 次に、株主総会プロセスの視点から当日の意義を見てみたものが図表 1 2 である。会議体としての株主総会が本来的に期待されている役割が会議体よりも前の時点で果たされ、年間を通じた情報開示や対話、それらに基づく事前の議決権行使といった部分で行われている。その結果、会議体としての株主総会は、いわばそれらを将来の中長期的な企業価値創造に向けた事業活動につなげるための結節点として機能しているといえる。

【図表 1 2】株主総会プロセスの視点から見た当日の意義



- 最後に、プロセスの適切性を制度的にどのように担保しているかを整理したのが図表 1 3 である。当日までの株主総会プロセスにおいては、会社法において、株主提案権を始めとする株主権がプロセスの中で機能するものとして存在し、それらが適正に機能するための規律が設けられているほか、金商法や上場規則において、株主総会プロセスの中で実施される企業の情報開示や対話が公正、適正に行われるための規律が設けられている。

【図表 1 3】株主総会プロセスの適切性を制度的にどのように担保しているか

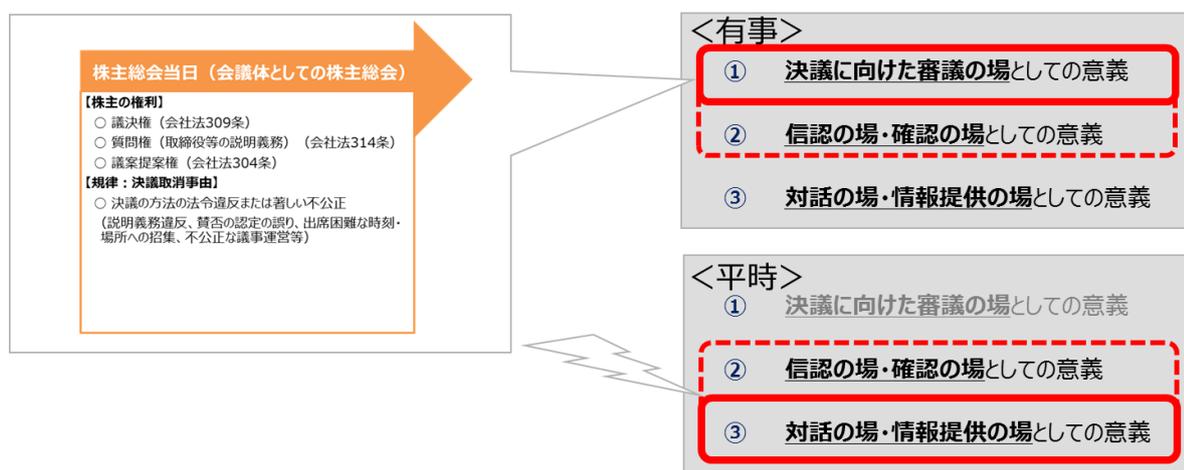
株主総会プロセス（意思決定機関としての株主総会）		議決権行使（書面行使、電子行使）
【株主の権利】 ○ 株主提案権（会社法303条・304条） ○ 議案通知請求権（会社法305条） 【規律：情報の公表義務への違反】 ○ インサイダー取引規制、フェアディスクロージャーール、法人関係情報の管理等の規制 ※金商法、上場規則等	【株主の権利】 ○ 書面議決権行使、電子議決権行使（会社法311条、312条） 【規律：決議取消事由】 ○ 決議の方法の法令違反または著しい不公正（議決権行使の妨害、賛否の認定の誤り）	株主総会当日（会議体としての株主総会） 【株主の権利】 ○ 議決権（会社法309条） ○ 質問権（取締役等の説明義務）（会社法314条） ○ 議案提案権（会社法304条） 【規律：決議取消事由】 ○ 決議の方法の法令違反または著しい不公正（説明義務違反、賛否の認定の誤り、出席困難な時刻・場所への招集、不公正な議事運営等）

- 一方、会議体としての株主総会については、会社法において、会議体としての本来機能を果たすことを制度的に担保するための取締役等の説明義務や株主による議案提案権（動議）が存在し、また、それらが公正に機能するために決議取消の訴えといった規律が存在している。言い換えれば、会議体としての株主総会に係る規律は、株主総会当日に、審議を経て決議が行われることを前提に設けられている。
- このように、株主総会の今日的な意義と、実態としてのプロセス、制度を包括的に見ると、ほとんどの株主総会において、賛否の結果は前日までに決していることが多いのに対し、会社法における株主総会当日の規律は、「審議を経て決議が行われる」「当日」における適正性を担保するものであるということが明らかになる。このような株主総会当日の規律が、総会実務を硬直的にしている可能性がある。さらに、株主総会

の実務が硬直的であることは、企業が、株主総会プロセス及び当日に行うべき対話を阻害している可能性もある。

- そこで、本研究会では、株主総会当日の規律について、類型化して考えることにより、その意義を明確化することを試みた（図表 1 4）。まず、会社提案と株主提案が拮抗し当日の議決権行使により結論が左右されるような有事を考える。有事においては、事前の議決権行使はなされるものの、株主総会の当日に一定の株主が出席すること等により、当日まで賛否が変わる可能性がある。そのような場合においては、株主総会当日の規律が決議の適正性を担保するために特に重要な役割を果たす。²⁹
- 一方、平時の株主総会においては、実質的な審議や決議の場としての役割は株主総会プロセスにおいて果たされていることから、その際の会議体としての株主総会は、
 - ii. 信認・確認の場としての意義や
 - iii. 対話の場としての意義を有している。株主からの「質問」に議案に関するとは言いがたいものがあつたとしても、ii や iii を意識した対応がなされており、会社は、出席株主から評価されることや、株主の意見を直接聞く機会の重要性を意識して対応していると考えられる。

【図表 1 4】会議体としての株主総会そのものの意義



- 現在の株主総会実務は、書面による議決権行使制度の導入以前の裁判例や、株主総会プロセスにおける情報開示が充実する前の裁判例に影響されているとの指摘

²⁹ なお、有事か平時かについては直前に変わることもある。株主提案等が提案されていなくても、株主総会当日までの突発的な事象やニュース等により、事前の議決権行使の判断を変更し、又は動議に賛成する可能性もあるとの指摘もあつた。

もある。そのことや、有事と平時の違いも意識しつつ、現在株主総会が果たしている役割を踏まえた規律の在り方を検討する余地もあると考えられ、多くの関係者の議論が望まれる。

② ハイブリッド型バーチャル株主総会の活用状況

- 本研究会は、ハイブリッド型バーチャル株主総会を実施する際の法的・実務的論点、及び具体的取り扱いを明らかにする「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」を策定し、2020年2月26日に公表した（巻末参考資料）。
- 2020年3月以降の株主総会において、ハイブリッド型バーチャル株主総会は新型コロナウイルス感染症の拡大防止策としても検討され、様々なかたちで実施された。ここでは、企業の取り組み状況を整理する。

【図表 1 5】ハイブリッド型バーチャル株主総会の開催例

■ハイブリッド出席型バーチャル株主総会

	議決権行使	質問
A社	自社開発システムを使用	電話を使用
B社	ウェブ会議ツールを使用し、カメラ前で実際に拍手	ウェブ会議ツールを使用し、カメラ前で実際に挙手
C社	自社サイトを使用	画面表示に従い、質問をし、事務局が取りまとめ、回答
D社	自社サイトを使用	200文字以内で 1株主につき1問まで

■ハイブリッド参加型バーチャル株主総会

- ① ライブ配信のみ実施（事前に発行したID・パスワード等により配信サイトにログイン）
- ② 上記①に加え、事前にウェブサイト上でコメント等を受付し、当日回答を実施
- ③ 上記①に加え、当日画面上からコメント等を入力し、回答を実施
- ④ 上記①に加え、当日画面上からコメント等を入力し、後日ウェブサイト上で回答を実施

（出所）各社のホームページ及び招集通知をもとに経済産業省作成

- 図表 1 5 に示したように、「出席型」においては議決権行使の方法や質問の受け付けに際し複数の方法が取り組まれた。また、「参加型」も、株主の双方向のコミュニケーションの取り方にはいくつかのバリエーションがある。加えて、ライブ又は事後の動画配信は行わない場合でも、株主総会プロセスにおける質問受け付け及び株主総会当日又は後日の回答というかたちで、株主総会プロセスにおける双方向のコミュニケーションに取り組んだ企業もある。
- このように、「出席型」に求められる「場所」と株主との間の双方向性と即時性の両方を満たすことは急な対応としては困難であったと考えられるが、「参加型」や株主総会プロセスを通じてインターネットを活用した双方向の株主とのコミュニケーションは、株主総会当日の在り方を考える上でも示唆に富む企業のプラクティスといえる。

③ 海外の株主総会

- 今後の株主総会の在り方を考えるための参考として米国、英国、ドイツ、フランスの株主総会についての規律及び実務を調査した。

【図表 1 6】株主総会前における株主の権利（諸外国比較）

凡例：各国の何らかの法制度上規定されている場合：○、明文の規定がない場合：×
※カッコ内は、根拠法条文と実務の取扱いに関する補足説明。

	米国 (デラウェア州会社法)	英国	ドイツ	フランス
招集通知	個別 (招集通知は開催日の60日～10日前の間に郵送又は電子送信(デラウェア州一般会社法222条(a)(b)、232条(a))	個別・ウェブ開示 (招集通知は、書面、電磁的方法等によってすべての株主に提供(2006年会社法308条、310条、502条)また、上場会社は、招集通知送付以前に、ウェブサイトを開示(同法311A条))	公告・個別 (開催日の30日前までに招集公告(株式法121条、123条)。ウェブサイトにおける招集の公表(同法124a条)。通知を請求した株主(記名株主の場合21日前)及び仲介者に対して送付)	公告・個別 (開催日の35日前までに法定公開による開催通知(商法規則225-73条)。また、開催日の15日前までに法定公開および一定の条件を満たす記名株主に個別に招集通知(同規則225-67条、225-68条、225-69条))
株主提案権	× (明文の規定はないが認められている)	○ (2006年会社法314条、338条、338A条)	○ (株式法122条2項、126条1項、127条)	○ (商法典225-105条)
事前質問権	× (株主が事前に質問を送付することは一般的ではない)	○ (2006年会社法319A条)	× (株式法は権利としての事前の質問権は認めない。ただし、実務上は会社側が株主に対し、事前に質問を知らせてくれるよう依頼する場合がある)	○ (事前質問に対する回答が会社のウェブサイトのQ&Aページに掲載された場合には、回答がなされたのみなされる。(同法典225-108条))
事前の議決権行使	○	○ (定款において、総会日前に議決権を行使することができる旨を定め置くことができる(2006年会社法322A条))	○ (書面又は電磁的通信手段により、議決権行使できることについて、定款に定めを置くことができる(株式法118条))	○ (すべての株主は書面投票を行うことができ、これに反する定款の定めは記載のないものとみなされる(同法典225-107条))

(出所) 株主総会に関する調査(2019年度、経済産業省)

【図表 1 7】株主総会当日における株主の権利（諸外国比較）

凡例：各国の何らかの法制度上規定されている場合：○、明文の規定がない場合：×
※カッコ内は、根拠法条文と実務の取扱いに関する補足説明。

	米国 (デラウェア州会社法)	英国	ドイツ	フランス
議決権	○ (デラウェア州一般会社法 212条)	○ (2006年会社法284条)	○ (株式法12条)	○ (民法典1844条、商法典 225-122条)
質問権	× (明文の規定はないが認められている(回答義務はない)。会社が定める株主総会規則による規律)	○ (2006年会社法319A条がEU株主権規則施行に併せて新設。上場会社では株主の質問に対する回答義務あり。事前に回答していることに該当する場合等、一定の例外あり)	○ (株式法131条。情報が会社のインターネットサイトで総会の少なくとも7日前から開催中まで継続して入手可能であるとき等、一定の例外あり)	× (明文の規定はないが認められている(民法典1844条参照)。ビデオ会議・電子的方法によって出席する株主にも発言権)
動議の提出権	× (議案の事前通知を求める定款規定により不可)	△ (議案の修正は招集通知に記載された議事の範囲を超えてはならない)	△ (出席権から導かれる権利。実体的動議は、「議事日程」(公告された議題)に含まれるものに限る)	△ (議事日程に記載された議題に限る(商法典225-105条3項)。ただし、取締役・監査役会構成員の解任、後任の選任は例外)

(出所) 株主総会に関する調査 (2019年度、経済産業省)

【図表 1 8】株主総会決議の効力を争う制度

凡例：各国の何らかの法制度上規定されている場合：○、明文の規定がない場合：×
※カッコ内は、根拠法条文と実務の取扱いに関する補足説明。

	米国 (デラウェア州会社法)	英国	ドイツ	フランス
決議取消しの訴え	× (「決議取消し」の制度はない)	× (「決議取消し」の制度はない)	○	○ (「任意的無効」として裁判官の裁量が広く認められた無効原因の規定あり)
備考	株主や取締役等の申立てにより、衡平法裁判所は、取締役や執行役の選任の効力およびその地位を保持する権利について、審理・決定することができる(デラウェア州一般会社法225条(a))。株主や会社自身の申立てにより、衡平法裁判所は、取締役や執行役の選任以外の事項に関するあらゆる株主投票の結果について、審理・決定することができる(同法225(b))。	株主総会の効力を争う場合は、一般的な訴訟を通じて争う。決議の無効確認、決議に基づいて行われた行為の効力を争う等。	手続的瑕疵(説明義務違反、総会への出席拒絶等)と内容的瑕疵(利益配当決議等の特別規定によるもの、誠実義務違反等の一般条項の両方)があるが、手続的瑕疵は、その瑕疵が決議結果にとって重要なものでなければ決議取消しを基礎づけない。	株主総会の無効と決議の無効がある。判例は「法文なければ無効なし」と呼ばれる原則を厳格に適用し、株主総会・株主総会決議の有効性が争われる際にはその根拠規定を明確にする。

(出所) 株主総会に関する調査 (2019年度、経済産業省)

- 上記の4カ国において、株主の質問権又は取締役の説明義務は明文の規定があるか否かは異なるものの、認められている。ただし、米国（デラウェア州会社法）におい

ては、株主による質問は可能であるが、会社側に回答義務はない。一般的な適時開示義務とは独立に、株主総会において株主の質問事項について、回答・説明する義務はないと理解されている。米国においては、株主総会の決議終了後に、（決議事項と直接関係のない）会社の事業や業務全般に関する質疑応答の時間を設けるものが一般的である³⁰。

- また、質問権を明文で認めている英国やドイツにおいては、事前に回答している場合には株主総会当日の説明義務の対象外となることを明文で定めるなど、株主総会プロセスにおける株主とのコミュニケーションの双方向性を意識した規律となっていると見ることが可能ではないかと考えられる。
- 修正動議については、各国において一定の制限がある。米国は、議案の事前通知を求める定款規定により、認められない。英国は、議案の修正は招集通知に記載された議事の範囲を超えてはならない。ドイツは、招集公告に記載された議題に含まれるものに限る。フランスも、ドイツと同様議事日程（公告された議題）に記載された議題に限ることとされているが、取締役・監査役会構成員の解任、後任の選任は例外とされ、記載された議案にかかる修正提案は可能である。また、議事日程に記載された議題に直接関係し、株主が予測できる議案も判例により可能とされている。
- 株主総会決議の効力を争う制度については、米国及び英国は明文の規定がないものの、株主総会の瑕疵への対応として裁判所の広い裁量が認められている。フランス及びドイツは規定が存在するが、ドイツについては、手続き的瑕疵については決議結果にとって重要なものでなければ決議取消しとはならないというのが判例・通説であり、また、手続き的瑕疵があっても取消しとならない一定の場合が明文規定で定められるなど、手続き的瑕疵によって決議取消しとされる可能性は大幅に制限されている。フランスについては、「任意的無効」という裁判官の裁量が広く認められた規定があるものの、具体的な規定に基づく取消し判断がなされることにより、取消し事由に該当するか否かについて一定の予測可能性があると考えられる。諸外国の株主総会に関する

³⁰ 株主総会に関する調査（2019年、経済産業省）p18.

る規律は、法文からは必ずしも明らかではない実務と一体として理解する必要があるものの、株主総会プロセスと当日の在り方を考える際に参考になると考えられる。

④ 新時代の株主総会プロセスに向けて

- 株主及び投資家との対話を重視し、株主総会当日に限定されない株主との双方向のコミュニケーションを充実させる企業も増えつつある。今後各社において株主総会プロセスおよび株主総会当日の在り方についても検討が進むことが期待される。
- 本研究会では、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もなされた。有事の場合と平時の場合では株主総会に求められる規律の具体的な内容は異なりうること、株主総会プロセス全体を通じた株主との双方向のコミュニケーションが進んでいることを踏まえると、説明義務や動議へのあるべき対応も新たなとらえ方が可能ではないかとの指摘もある。
- 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、複数の委員より、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いう見解が示された。そのほか、インターネットの活用がウィズ／ポストコロナの時代にさらに進むことも踏まえ、より多くの株主が株主総会へのバーチャル参加又は出席を希望することになる可能性も念頭におき、バーチャル株主総会の活用に向けてのルールの在り方の検討や、円滑な実施のためのIT基盤・通信インフラ整備などの対応も急ぐべきとの指摘もあった。
- 今後、本研究会における問題提起について検討がなされる際には、改正会社法の公布から3年6月を超えない範囲内において政令で定める日から施行されることとされている株主総会資料の電子提供制度の導入を控え、株主総会プロセスにおける電子的手段の活用について、バーチャルオンリー型を含むバーチャル株主総会、その他の株主総会プロセスにおける電子的手段の活用についても、本研究会で議論され

た株主総会の意義等の論点を踏まえて、デジタルトランスフォーメーションの視点も併せて検討がなされることを期待したい。

- また、2020年3月以降の株主総会においては、新型コロナウイルス感染症の拡大防止のため、政府の公表文書等も参考に、各社において株主総会の運営について様々な検討がなされた。特に、大多数の企業が株主へ来場を控えるよう呼びかける方針をとりつつも、ハイブリッド型バーチャル株主総会を実施する企業も少なからず現れ、また、企業側からの株主に対する一層の能動的な情報提供や事前質問の受付・回答など、議場に足を運ばずとも双方向に近い形での株主総会運営がなされる工夫も多くみられたことは、プロセスも含めた株主総会の新たな在り方を様々な形で表す結果に繋がった。
- 実務におけるこれらの検討や経験は、新型コロナウイルス感染症という極めて特殊な事情を背景としたものではあるものの、今後、これらの検討や経験を振り返り、新たな株主総会プロセスの在り方に関する検討に活かしていくことも有益であろう。また、株主総会の議決権行使の基準日変更を検討する企業があれば、後押しするなど、政府を含む関係者による取組も求められるところである。

「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会」

委員等名簿

(敬称略)

(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 森・濱田松本法律事務所 弁護士

高野 雄市 三井物産株式会社 法務部長

武井 一浩 西村あさひ法律事務所 弁護士

田中 亘 東京大学 社会科学研究所 教授

塚本 英巨 アンダーソン・毛利・友常法律事務所 弁護士

寺沢 徹 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

弥永 真生 筑波大学 ビジネスサイエンス系 教授

(オブザーバー)

法務省民事局参事官室

金融庁企画市場局企業開示課

一般社団法人信託協会

株式会社 I C J

「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会」 開催実績

第1回 日時：令和元年8月26日（月）13:30-15:30

- 議事：（1）新時代の株主総会プロセスの在り方研究会について（案）
（2）ハイブリッド型バーチャル株主総会について
（3）会議体としての株主総会について
（4）株主総会プロセスについて

第2回 日時：令和元年9月20日（月）10:00-12:00

- 議事：（1）通信障害への対応の在り方について
（2）議決権の代理行使（代理出席）の取扱いについて
（3）出席と事前の議決権行使の効力の取扱いについて
（4）質問や動議の具体的取扱いについて

第3回 日時：令和元年11月21日（木）10:00-12:00

- 議事：（1）グリー(株)によるハイブリッド参加型バーチャル株主総会のご紹介
（2）ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイドについて：参加型
（3）ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイドについて：出席型
（4）議決権行使の電子化について

第4回 日時：令和元年12月19日（木）14:00-16:00

- 議事：（1）日本生命保険(相) 市川委員プレゼンテーション
（2）ブラックロック・ジャパン(株) 江良委員プレゼンテーション
（3）三井物産(株) 高野委員プレゼンテーション
（4）議決権電子行使プラットフォームの利用促進について

第5回 日時：令和2年1月15日（水）10:00-12:00

- 議事：（1）議決権電子行使プラットフォームの利用促進について
（2）森濱田・松本法律事務所 澤口委員プレゼンテーション
（3）三菱重工業(株) 井上委員プレゼンテーション

(4) アセットマネジメント One(株) 寺沢委員プレゼンテーション

第6回 日時：令和2年2月18日(火) 15:00-17:00

議事：(1) 諸外国調査報告について

(2) 新しい意義を踏まえた会議体としての株主総会の在り方について

(3) 株主総会プロセスでの対話の在り方について

第7回 日時：令和2年4月13日(月) (書面審議)

議事：(1) 研究会報告書(案)について

主要参考文献

○ 持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書（平成 27 年 4 月 23 日）

座 長：伊藤 邦雄 一橋大学大学院商学研究科 教授

概 要：

企業と投資家が質の高い対話を通じて相互理解を深め、中長期的な企業価値創造を行うための環境づくりとして、統合的な企業情報開示や中長期の投資判断に有用な情報の充実、対話型の株主総会プロセスに向けた日程の設定や電子化の促進等、「対話先進国」に向けた方策を提示。

U R L：

https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/jizokutekiseicho/report_001.html

○ 株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会報告書（平成 28 年 4 月 21 日）

座 長：尾崎 安央 早稲田大学法学学術院 教授

概 要：

情報開示を充実させ、株主の議案検討期間を確保するための方策として、（1）株主総会の招集通知等の電子提供、（2）議決権行使プロセスの電子化、（3）株主総会関連日程の適切な設定、（4）対話支援産業の役割等を提言。

U R L：

https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushisoukai_process/report_001.html

○ さらなる対話型株主総会プロセスに向けた中長期課題に関する勉強会とりまとめ

座 長：尾崎 安央 早稲田大学法学学術院 教授

概 要：

今後のより一層の対話型株主総会プロセスを志向していく上での中長期的な課題や、株主総会当日のあるべき姿について勉強会を開催し検討してまいりました。今般、勉強会の検討結果をとりまとめ、「ハイブリッド型バーチャル株主総会」に係る論点について整理。

○ **令和元年度産業経済研究委託事業（持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究）（株主総会に関する調査）成果報告書（令和2年3月13日）**

委託先：公益社団法人商事法務研究会

概要：

アメリカ、イギリス、ドイツ、フランスを調査対象国として、実質株主の把握を容易にするなどの制度整備や、バーチャルを活用した株主総会の開催方法について具体的な制度内容等を明らかにするとともに、企業や投資家の動向等についても調査を実施。

○ **令和元年度産業経済研究委託事業（持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究）（開示、IR等についてのニーズ調査及びAI等を活用した企業価値評価の動向に関する調査）最終報告（2020年3月）**

委託先：株式会社野村総合研究所

概要：

企業の開示・対話をめぐる環境の変化やAI等を活用した新しい投資手法の広がりを踏まえ、企業が開示や対話にあたってのプライオリティ付けやIR戦略等の在り方についての考察に資するための調査を実施。国内上場企業3,600社のCFO・財務管掌役員に対して、企業が抱える開示制度全般に対する課題や投資家と建設的な対話を行う上での課題等についてアンケート調査を実施。

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

経済産業省

目次

1. 用語の定義等	2
2. はじめに	4
(1) ガイドのスコープと目的	4
① ハイブリッド型バーチャル株主総会とバーチャルオンリー型株主総会	4
② ガイドの目的と位置づけ	5
(2) 法的・実務的論点整理の方向性	6
(3) 類型整理、メリット・留意事項	6
① 参加型と出席型	6
② それぞれのメリットと留意事項	7
3. ハイブリッド参加型バーチャル株主総会	8
(1) 運営上の論点	8
① 議決権行使	9
② 参加方法	9
③ コメント等の受付と対応	9
4. ハイブリッド出席型バーチャル株主総会	11
(1) 基本的考え方	12
(2) 前提となる環境整備	13
(3) 株主総会の運営に際しての法的・実務的論点	15
① 本人確認	15
② 株主総会の出席と事前の議決権行使の効力の関係	18
③ 株主からの質問・動議の取扱い	20
④ 議決権行使の在り方	24
⑤ その他（招集通知の記載方法、お土産の取扱い等）	25

1. 用語の定義等

本ガイドにおける主な用語の定義・説明は、以下のとおりである。

株主総会プロセス

- 招集通知の発送から株主総会開催日までの過程のみならず、株主総会前の議案検討期間等も含めた、株主総会に係る年間プロセス全体を指す。株主総会を通じた会社と株主の関係構築・対話について、株主総会当日だけでなく、そこに至るまでの経緯全体を視野に入れてその在り方を検討すべきとの考え方に基づく概念。

インターネット等の手段

- 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 I T 等を活用した情報伝達手段をいう。

リアル株主総会

- 取締役や株主等が一堂に会する物理的な場所において開催される株主総会をいう。なお、本とりまとめにおいては、このような形態の株主総会のみが開催される場合の当該株主総会だけでなく、下記のハイブリッド型バーチャル株主総会における物理的な開催場所をも「リアル株主総会」ということがある。

バーチャル株主総会

- 下記のハイブリッド型バーチャル株主総会及びバーチャルオンリー型株主総会を併せていう。

ハイブリッド型バーチャル株主総会

- 下記のハイブリッド参加型バーチャル株主総会及びハイブリッド出席型バーチャル株主総会を併せていう。

ハイブリッド参加型バーチャル株主総会

- リアル株主総会の開催に加え、リアル株主総会の開催場所に在所しない株主が、株主総会への法律上の「出席」を伴わずに、インターネット等の手段を用いて審議等を確認・傍聴することができる株主総会をいう。

ハイブリッド出席型バーチャル株主総会

- リアル株主総会の開催に加え、リアル株主総会の場所に在所しない株主が、インターネット等の手段を用いて、株主総会に会社法上の「出席」をすることができる株主総会をいう。

バーチャルオンリー型株主総会

- リアル株主総会を開催することなく、取締役や株主等が、インターネット等の手段を用いて、株主総会に会社法上の「出席」をする株主総会をいう。

リアル出席・リアル出席株主

- リアル株主総会に出席すること・する株主をいう。

バーチャル出席・バーチャル出席株主

- インターネット等の手段を用いて、バーチャル株主総会に出席すること・する株主をいう。

2. はじめに

(1) ガイドのスコープと目的

① ハイブリッド型バーチャル株主総会とバーチャルオンリー型株主総会

現在、上場会社が開催する一般的な株主総会は、物理的に存在する会場において、取締役や監査役等と株主が一堂に会する形態¹で行われている（リアル株主総会）。他方、近年のITの発展を踏まえれば、株主総会にはIT等を活用して遠隔地から参加する方法も考えられ、その具体的な在り方については、複数のパターンが考えられる。

一つは、リアル株主総会を開催する一方で、当該リアル株主総会の場に在所しない株主についても、インターネット等の手段を用いて遠隔地からこれに参加／出席することを許容する形態である（ハイブリッド型バーチャル株主総会）。

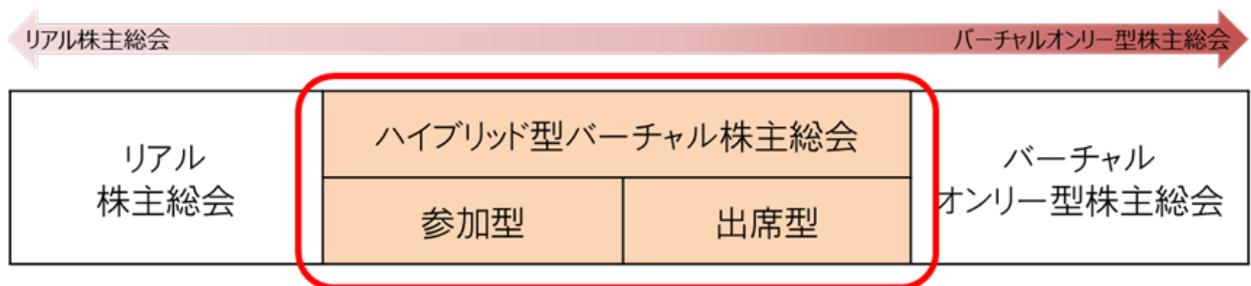
もう一つは、リアル株主総会を開催せず、取締役や監査役等と株主がすべてインターネット等の手段を用いて株主総会に出席するタイプである（バーチャルオンリー型株主総会）。

取締役会の開催方法としてはすでにテレビ会議等の方法が認められていることや、昨今のITの発展や生活への浸透度に鑑みると、バーチャルオンリー型株主総会についても、中長期的には、企業と株主との建設的対話の深化のための選択肢の一つとなり得ると考えられるが、現行の会社法下においては解釈上難しい面があるとの見解が示されている²。

そこで、本ガイドでは、上場会社をはじめとする、株主が地理的広範に分散している株主総会を念頭に、株主総会へのIT活用の第一歩として、ハイブリッド型バーチャル株主総会における法的・実務的論点を明らかにする。

¹ 相澤哲＝葉玉匡美＝郡谷大輔編著「論点解説 新会社法」（商事法務、2006）362頁～363頁において、取締役会については、電話会議やテレビ電話、インターネットによるチャット等による開催も可能とされている。

² 第197回国会 法務委員会 第2号（平成30年11月13日）において、小野瀬厚政府参考人（法務省民事局長（当時））から、「・・・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」との見解が示されている。



② ガイドの目的と位置づけ

会議体としての株主総会をどのように開催するかについては、会社の業態や規模、発展段階、及び株主構成等の状況を踏まえて、各会社において望ましい手法が検討されるべきである。その観点から、本ガイドは、会社の株主総会の在り方として、必ずしもハイブリッド型バーチャル株主総会が望ましいという方向性を提示するものではない。あくまでも、会社が自社の株主総会の在り方を検討するときの追加的な選択肢を提供することを目的とするものである。

本ガイドでは、ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施を希望する企業が、実施に当たり問題となりうる法的・実務的な論点を明らかにする。法的・実務的な論点の検討にあたっては、リアル株主総会においてこれまで積み重ねられてきた解釈や実務をベースとしつつ、インターネット等の手段を用いた株主総会への参加／出席という新しい行為態様における特異性等を踏まえて検討を行った。また、我が国においては、インターネット等の手段を用いた参加／出席を可能とする株主総会の実施事例はあまりないため、海外のプラクティスを参考にし、商業上利用されている現在の技術を前提とした。

その結果、これまでとは異なる新しい解釈が妥当と考えられる場合については積極的に取り入れ、その上で望ましいと思われる対応を「具体的取扱い」として提示した。複数の解釈がありうるものについては、「法的考え方」において両論併記しているが、今後のプラクティスが積み重ねられる際の検討の視座となるよう記述している。

(2) 法的・実務的論点整理の方向性

日本においては諸外国に先駆けて、株主総会における書面投票制度（会社法（以下、「法」という。）311条）及び電子投票制度（法312条）が法律上設けられている。これは、株主総会の審議に参加しない株主にも議決権行使を認めることで、会社の意思決定に株主意を直接反映するためのものと考えられる³。その結果、大多数の会社では、株主総会を開催する前に議案の賛否についての結論が事実上判明しているというのが実態である。これは、事前の情報提供の充実や、機関投資家との個別の対話機会の拡大等により、株主総会がプロセスとして機能していることの成果ともいえ、安定的な株主総会の運営、さらには安定的な会社経営に資するという一面も指摘されている。

インターネット等の手段の活用は、株主総会への参加・出席の機会をさらに拡大し得るものである。他方で、上記事前の議決権行使との関係では、取扱い方法如何によってはその制度趣旨とコンフリクトが生じることが考えられる。その点については、できる限り株主意を尊重しつつ、実務の中で現実的に取り入れることができる方向で整理することとする。

(3) 類型整理、メリット・留意事項

① 参加型と出席型

ハイブリッド型バーチャル株主総会の法的・実務的論点を整理するに当たっては、インターネット等の手段を用いた株主総会への関与が法律上の「出席」として扱われるか否かによって、「ハイブリッド参加型バーチャル株主総会」と「ハイブリッド出席型バーチャル株主総会」に分類して検討することとする。



³ 前田庸「会社法入門（第13版）」（有斐閣、2013年）405頁

② それぞれ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（以下、単に「参加型」ともいう。）及びハイブリッド出席型バーチャル株主総会（以下、単に「出席型」ともいう。）それぞれのメリットや留意事項は、以下のように考えられる。

【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"> 遠方株主の株主総会参加・傍聴機会の拡大。 複数の株主総会を傍聴することが容易になる。 参加方法の多様化による株主重視の姿勢をアピール。 株主総会の透明性の向上。 情報開示の充実。 	<ul style="list-style-type: none"> 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。 株主がインターネット等を活用可能であることが前提。 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。)

【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"> 遠方株主の出席機会の拡大。 複数の株主総会に出席することが容易になる。 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。 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。 個人株主の議決権行使の活性化につながる可能性。 株主総会の透明性の向上。 出席方法の多様化による株主重視の姿勢をアピール。 情報開示の充実。 	<ul style="list-style-type: none"> 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。 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。 株主がインターネット等を活用可能であることが前提。 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。 濫用的な質問が増加する可能性。 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。

3. ハイブリッド参加型バーチャル株主総会

ハイブリッド参加型バーチャル株主総会は、遠隔地等、リアル株主総会の場に在所しない株主が、会社から通知された固有の ID やパスワードによる株主確認を経て、特設された WEB サイト等で配信される中継動画を傍聴するような形が想定される⁴。

参加型において、インターネット等の手段を用いて参加する株主は、リアル株主総会に出席していないため、会社法上、株主総会において出席した株主により行うことが認められている質問（法 314 条）や動議（法 304 条等）を行うことはできない。

しかしながら、日本の大多数の会社では、株主総会を開催する前に、議案の賛否についての結論が事実上判明している中で、当日の株主総会に参加する株主は、質問や動議を行うよりも、経営者の声や、将来の事業戦略を直に聞くことに意味を見出している場合が多いのが実態である⁵。したがって、ハイブリッド参加型バーチャル株主総会は、株主に対して経営者自らが情報発信するなど、株主が会社の経営を理解する有効な機会として、積極的に評価されると考えられる。また、ハイブリッド参加型バーチャル株主総会を実施することにより、株主にとって参加機会が広がるとともに、会社にとっては会場の選択肢を広げる可能性がある。

（1）運営上の論点

各社がハイブリッド参加型バーチャル株主総会の実施を検討するに際して留意すべきポイントを整理する。

⁴ 株主以外も含めて広く中継動画を提供するような形態も、同様の意義を有する場合があると考えられるが、ここでは、株主総会は株主による会議体であることを踏まえ、参加型においても株主に限定したものについて整理を行う。

⁵ 複数の会社が実施する株主向けのアンケートにおいて、株主総会に参加する理由や期待する内容として「経営者の声を聞く機会」や「今後の事業展開」といった回答が見られる。

<https://www.mitsui-kinzoku.co.jp/wp-content/uploads/94shareholdersmeeting05.pdf>

https://www.resona-gr.co.jp/holdings/investors/ir/disclosure/hd/pdf/06m_mini/mini06_22-23.pdf

https://www.mizuho-fg.co.jp/investors/stock/meeting/pdf/questionnaire_15.pdf

① 議決権行使

参加型の場合、当日、インターネット等の手段を用いて参加する株主は当日の決議に参加することはできない⁶。したがって、議決権行使の意思のある株主は、書面や電磁的方法による事前の議決権行使や、委任状等で代理権を授与する代理人による議決権行使を行うことが必要であり、その旨を事前に招集通知等であらかじめ株主に周知することが望ましい。

② 参加方法

株主のバーチャル参加を認めるにあたっては、動画配信を行う web サイト等にアクセスするための ID、PW を招集通知等と同時に通知する方法や、既存の株主専用サイト等を活用する方法などが考えられる⁷。いずれの手段を用いる場合でも、事前に参加方法を株主に通知する必要がある。通知方法としては、招集通知の中に記載する方法や、招集通知に同封する方法などが想定される。

③ コメント等の受付と対応

参加型の場合、インターネット等の手段を用いて参加する株主は、会社法上、株主総会において株主に認められている質問（法 314 条）や動議（法 304 条等）を行うことはできない。

⁶ ただし、会社によっては、その置かれている状況により、インターネット等の手段を用いて審議を傍聴した株主が傍聴後に議決権を行使することを可能にするような選択肢を検討することも考えられる。法 298 条 1 項 4 号は、株主総会の招集に当たって決定すべき事項として、「出席しない」株主のために電磁的方法による議決権行使を認める場合には、その旨を定めるべきことを規定しており、電磁的方法による議決権行使の期限は、同法施行規則 63 条 3 号ハにおいて、会社が事前に「特定の時（株主総会の日時以前の時（後略）」）を定めることとされている（定めがない場合には、同施行規則 70 条において、「株主総会の日時の直前の営業時間の終了時」とされている）。この点に関し、「株主総会の日時以前の時」とは、株主総会の開始時（法 298 条 1 項 1 号の「株主総会の日時」）以前の時であり、株主が審議を傍聴した後の行使は想定されていないと解されるとの考え方がある。他方、この点について、事前の議決権行使の期限を株主総会の日時以前の時と定めているのは議決権行使結果の集計に係る会社の便宜のためであり、会社の判断で採決に入る時まで事前の議決権行使を受け付けることを会社法が許容していないとは考えにくいとの指摘もある。後者の考え方に立つと、同施行規則 63 条 3 号ハにいう「株主総会の日時以前の時」とは株主総会における採決時以前の時と解すこととなり（法 298 条 1 項 1 号にいう「株主総会の日時」とは、条文の趣旨の相違から異なって解することが可能）、取締役が事前に電磁的方法による議決権行使の期限を株主総会における採決時と定めた場合には、中継動画等を傍聴した株主が、その様子を確認した上で議決権行使を行うことも可能となる。

⁷ なお、中継動画等を株主以外にも広く配信するような場合には、ID・パスワード等による株主の本人確認は必要がない。

しかし、それらとは別のものとして、株主総会の会議中にインターネット等の手段による参加株主からコメント等⁸を受け付けることについては工夫の余地があり、株主とのコミュニケーション向上に資すると考えられる。たとえば、以下のような取扱いが考えられる。

✓ リアル株主総会の開催中に紹介・回答

多くの株主の関心が高いと思われるコメント等について、事業報告や議案に係る役員等の説明や、その後の質疑において、リアル出席株主との質疑の状況もふまえて、議長の裁量で議事運営上可能な範囲で紹介し、回答する。

✓ 株主総会終了後に紹介・回答

株主総会終了後に、インターネット等の手段により参加した株主によるコメント等を紹介し、回答する。例えば、株主総会後に開催される株主懇談会等の場を活用することも考えられる。

✓ 後日 HP で紹介・回答

後日、会社の HP 等で回答とともに紹介する。例えば、後日 HP 等で動画を公開する場合などに併せて掲載するといった工夫も考えられる。

また、上記の例の他にも、株主総会開催中ではなく、事前にコメント等を受け、当日の会議における取締役等からの説明の中で、それらに回答するといったこと⁹、中継動画の配信と組み合わせることにより、株主への情報提供やインタラクティブな対話を促進する取組であると考えられる。

なお、上記のようにコメント等の紹介についてタイミングを選べるのと同様、会社は、コメント等の取り上げ方についても、リアル株主総会での審議の状況や、事前の情報提供の内容等に応じ、株主に資すると考えられる適切な方法を選択することが可能である。

⁸ ここでは、法 314 条において株主に認められている質問と区別するため、敢えて「コメント等」と表記している。

⁹ このような取扱いは、事前質問への一括回答としてすでに行われている実務と同様と考えられる。

4. ハイブリッド出席型バーチャル株主総会

ハイブリッド出席型バーチャル株主総会は、遠隔地等、リアル株主総会の場に在所しない株主が、インターネット等の手段を用いて株主総会に出席し、リアル出席株主と共に審議に参加した上、株主総会における決議にも加わるような形態が想定される。

現行の会社法の解釈においては、ハイブリッド出席型バーチャル株主総会を開催することも可能とされている。ただし、開催場所と株主との間で情報伝達の双方向性と即時性が確保されていることが必要とされている。

また、出席型におけるバーチャル出席株主は、自らの議決権行使についてもインターネット等の手段を用いてこれを行うことが想定されるが、これは法 312 条 1 項所定の電磁的方法による議決権行使ではなく、招集通知に記載された場所で開催されている株主総会の場で議決権を行使したものと解される点には留意が必要である。

総会におけるリアルタイムなインターネット投票（298 条関係）

株主総会について、インターネットを通じて、リアルタイムで、株主総会の状況を画像で送信し、株主も、質問権や議決権の行使ができるようなシステムを採用することができるか。

【A】

1. 株主総会の開催場所と株主との間で情報伝達の双方向性と即時性が確保されているといえる環境にあるのであれば、個々の株主が、インターネットを使って株主総会に参加し、議決権を行使することは可能である。
2. なお、その場合の議決権の行使は、電子投票（298 条 1 項 4 号）ではなく、その株主が招集場所で開催されている株主総会に出席し、その場で議決権を行使したものと評価されることとなる。
3. なお、この場合の株主総会議事録には、株主総会の開催場所に存しない株主の出席の方法を記載する必要がある（施行規則 72 条 3 項 1 号）。同号は「株主の所在場所及び出席の方法」等という規定を置いているわけではなく、株主の所在場所は議事録に記載することを要しない。
ただし、出席の方法としては、開催場所と株主との間で情報伝達の双方向性と即時性が確保されている状況を基礎づける事実（ビデオ会議・電話会議システムの使用等）の記載が必要である。
4. なお、取締役会議事録において開催場所にはない取締役の出席方法（施行規則 101 条 3 項 1 号）についての記載についても、上記と同様、当該取締役の所在場所を記載する必要はない。

（資料）相澤 哲、葉玉 匡美、郡谷 大輔『論点解説 新・会社法 千問の道標』株式会社商事法務（2006.6）

(1) 基本的考え方

会社によるハイブリッド出席型バーチャル株主総会の採用は、株主の株主総会への出席方法について、リアル株主総会の開催場所へ実際に臨むという方法に加えて、インターネット等の手段を用いての出席（バーチャル出席）という選択肢を追加的に提供するものである。ハイブリッド出席型バーチャル株主総会の運営の在り方の検討に当たっては、リアル株主総会で一般に行われている実務を応用するというを基本に考えつつも、バーチャル出席という態様から考えられる特異性や、新しい技術の発展を前提に、論点を整理しておくことが必要と考えられる。

現在、多くの会社において、株主総会の運営については、決議の取消事由（法第 831 条 1 項）¹⁰があるとして訴えが起こされることのないよう慎重に行われているのが実態であり、これまで積み重ねられてきた裁判例・実務等も踏まえ、法的に安定的な議事運営の在り方が、「あるべき実務」として広く共有されている。ただし、この「あるべき実務」が前提としている会議体は、基本的には、株主や取締役等が物理的な会場に一堂に会して実施される会議体（リアル株主総会）である。

他方、ハイブリッド出席型バーチャル株主総会は、その出席形態として、物理的な会場に実際に臨むだけでなく、インターネット等の手段を用いた出席をも含む新しい会議体の形であり、必ずしも、これまで形成・共有されてきた「あるべき実務」をそのまま当てはめることができない。

また、会社法上、株式会社に開催が義務づけられている株主総会は、リアル株主総会を適法に開催することで足りるところ、ハイブリッド出席型バーチャル株主総会は、リアル株主総会の開催に加えて、追加的な出席手段を提供するものであり、株主は、常にリアル株主総会に出席するという機会が与えられているという点にも留意が必要である¹¹。

もっとも、追加的な手段ではあるものの、オンライン等の手段を用いた「出席」として提供する以上、会社は、株主総会において株主に認められた議決権行使を初めとする諸権利の行使に係るリアル株主総会との違いについて、事前に説明を行うなど、適切な対応を行う必要がある。

¹⁰ 法第 831 条 1 項において、株主は、「1. 株主総会等の招集の手続又は決議の方法が法令若しくは定款に違反し、又は著しく不公正なとき。2. 株主総会等の決議の内容が定款に違反するとき。3. 株主総会等の決議について特別の利害関係を有する者が議決権を行使したことによって、著しく不当な決議がされたとき。」について、訴えをもって株主総会決議の取消を請求できるとされている。

¹¹ 会社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あたって大きな追加負担が生じる場合には、かえって株主が有する株主総会への期待から乖離する可能性があることも考慮に値すると考えられる。

これらを踏まえ、ハイブリッド出席型バーチャル株主総会の実施にあって企業側に求められる具体的な対応策を示す。

（２）前提となる環境整備

■ 考え方

バーチャル出席を認める場合には、株主がインターネット等の手段を活用するため、サイバー攻撃や大規模障害等による通信手段の不具合（以下、「通信障害」という）が発生する可能性が考えられる。前述したように、ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施に当たっては、開催場所と株主との間で情報伝達の双方向性と即時性が確保されていることが必要であることから、会社は、会社側の通信障害について、予め対策を行うことが必要である。加えて、株主が容易にアクセスするために、会社は一定の情報提供等の対策を取ることが望ましい。

なお、会社の管理が及ばない株主側の問題に起因する不具合によって株主がバーチャル出席できない場合も考えられる。交通機関の障害によって株主が総会会場に出席できないことと同様に、こうした事態は株主総会の決議の瑕疵とはならない。

■ 具体的取扱い

具体的には、会社は、次の対策を取ることが必要と考えられる。

- 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。

<法的考え方>

- ・ ハイブリッド出席型バーチャル株主総会を実施した場合において、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又は決議に参加できない事態が生じた場合には、法 831 条 1 項所定の決議取消事由に当たるとして、決議取消の請求がなされる可能性も否定できない。
- ・ しかし、ハイブリッド型バーチャル株主総会を実施する会社の株主は、バーチャル出席でなくリアル出席をするという選択肢があり、バーチャル出席を選んだ場合は、リアル株主総会において株主が全く出席の機会を奪われるのとは状況が異なる。法 831

条1項1号の決議取消に係る要件の充足性についても、リアル株主総会を前提にして成立した解釈とは異なった解釈が可能と考えられる。

- 従来の法解釈では、決議の方法の瑕疵が客観的に存在すれば会社法831条1項1号の要件は満たされ、会社が瑕疵の防止のため注意を払っていたといった事情は、裁量棄却の判断において考慮されるにすぎない¹²と考える向きが多かったと思われるが、それは、もっぱらリアル株主総会を念頭に置いた議論である。ハイブリッド出席型バーチャル株主総会では、株主にはバーチャル出席でなくリアル出席をするという選択肢があり、会社から通信障害のリスクを告知されながらあえてバーチャル出席を選んだ場合は、リアル株主総会において株主が全く出席の機会を奪われるのとは状況が異なる。
- すなわち、会社が通信障害のリスクを事前に株主に告知しており、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、会社側の通信障害により株主が審議又は決議に参加できなかったとしても、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¹²。
- 上記のように解しなければ、会社が株主の出席機会を拡大するためにバーチャル出席を認めると、かえって決議の取消しリスクが増大することになり、会社が株主の出席機会を拡大する動機がなくなってしまうという点も考慮すべきである。
- なお、会社側の通信障害によりバーチャル出席株主が審議又は決議に参加できなかった場合であって、法831条1項所定の決議取消事由に当たると判断された場合であっても、例えば、会社は通信障害の防止のため合理的な対策を講じていた場合であって、かつ、バーチャル出席株主は審議に参加できなかっただけで決議には（その時点までに通信が回復したため）参加できたか、又は、バーチャル出席株主は決議にも参加できなかったが、そのような株主が議決権を行使したとしても決議の結果は変わらなかったといえる場合は、手続違反の瑕疵は重要でなく、かつ、決議に影響がないものとして、取消しの請求は裁量棄却（法831条2項）される可能性が十分あると考えられる。

¹² なお、通信障害の問題について法制度上の対応（立法論・解釈論）を考える上では、ドイツ株式法243条3項1号において、株主総会に電磁的な方法をもって参加する権利の行使が技術的な事故（通信の中断）によって妨げられたことは、会社に悪意又は重過失がない限り、株主総会決議の取消事由に当たらないものとされていることが参考になる。

(3) 株主総会の運営に際しての法的・実務的論点

株主総会という会社の機関としての機能発揮という面や、解釈上の要件として挙げられている情報伝達の即時性、双方向性という観点から特に以下の点について整理を行う。

- ① 株主の本人確認
- ② 株主総会の出席と事前の議決権行使の効力の関係
- ③ 株主からの質問・動議の取扱い
- ④ 議決権行使の在り方
- ⑤ その他（招集通知の記載方法、お土産の取扱い等）

① 本人確認

■ 考え方

株主総会に出席し議決権を行使できる株主は、基準日現在で議決権を有する株主として株主名簿に記載または記録された者に限られる。ハイブリッド型バーチャル株主総会においては、当日の出席者の本人確認について、リアル出席株主とバーチャル出席株主それぞれに対して行うことが必要である。

■ 具体的取扱い

<株主>

- 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¹³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と考えられる。

<法的考え方>

- ・ 会社法上、株主総会に出席する株主の本人確認の方法について特別な定めはない。リアル株主総会の実務においては、日本の信頼性の高い郵便事情を背景に、株主名簿上の株主の住所に送付された議決権行使書面を所持している株主は、通常は当該株主と同一人であるという経験則を適用し、本人確認を実施していると理解できる。

¹³ 例えば、米国のバーチャル株主総会においては、16桁の管理コードが用いられている。

- 事前の電磁的方法による議決権行使（法 298 条 1 項 4 号）における本人確認については、上記と同じ理由により、事前に株主名簿上の住所に送付された議決権行使書面に、株主ごとに固有の ID とパスワードが記載されており（または固有の QR コードのこともある）、それを用いてログインをする株主は、通常は株主名簿上の株主であるとして本人確認を実施していると考えられる。
- したがって、バーチャル出席時の本人確認についても、基本的にはこの取扱いを取ることが相当と考えられる。

<代理人>

バーチャル出席の場合、場所の制約がなくなり、移動に係る時間も省けることから、リアル株主総会への代理人出席に比べて、代理人のバーチャル出席の要請は少ないと考えられる。しかし、要請があった場合に備え、以下の取扱いが考えられる。

- 代理出席の取扱いに当たっては、代理人の出席はリアル株主総会に限るとすることも、妥当な判断と考えられる。そのような取扱いをする場合、代理人の出席はリアル株主総会に限るという旨について、予め招集通知等において株主に通知しておくことが必要である。

<法的考え方>

- 会社法では、株主が議決権を行使する方法として、代理人が株主総会に出席して議決権を行使する方法が認められている（法第 310 条）。この点については、会社は、代理人がリアル株主総会に出席することを認めていれば、法第 310 条に違反しないといえる。
- また、バーチャル出席という態様の特性を考えると、代理人による出席を認める必要性が乏しいことに比して、本人確認等に付随する処理は実務上煩瑣であり、事務処理コストが大きいことが考えられる。
- したがって、ハイブリッド型バーチャル株主総会にあたっては、代理人の出席はリアル株主総会に限るとすることも妥当な判断と考えられる。

なお、会社が代理人のバーチャル出席を受け付けると判断した場合には、リアル株主総会への代理人出席の場合の本人確認に準じた取扱いが望まれる。リアル株主総会への代理人出席の場合、一般に、上場会社は定款で代理人の数および資格を「議決権を有する他の株主 1 名」に制限しているところ、株主総会当日または前日までに、①委任状と、委任者の本人確認書類（委任者の議決権行使書）を会社に提出し、さらに、②代理人本人の議決権行使書を提出することで出席を認めている。¹⁴

したがって、代理人のバーチャル出席を受け付ける場合には、委任者からメール添付等の何らかの方法で委任状を受領した上で、代理人による委任者の議決権行使を可能とする必要がある。

■ 留意事項

<なりすましの危険性について>

リアル株主総会の受付における議決権行使書面の確認は、株主の住所に送付された議決権行使書面の体裁が目視で確認されるなど、人間の知覚作用を介して行われているが、バーチャル出席株主の出席確認を ID とパスワードのみで行う場合には、そのような追加的な確認はされないことになる。事前の電磁的方法による議決権行使時における本人確認の際にも同様の指摘が妥当しうるが、株主総会への出席の場合には、議決権行使に加え、審議における質問等を行うことが可能であることを踏まえると、なりすましの危険が株主総会の運営に与える影響は相対的に大きい可能性がある¹⁵。

したがって、なりすましの危険が相対的に高いと考えられる具体的事情がある場合などであって、比較的lowコストで確実な本人確認手段が利用可能となった場合は（例えば、二段階認証やブロックチェーンの活用などが考えられる）、会社の規模やバーチャル出席株主の数等によっては、当該手段を用いることが妥当な場合も考えられる¹⁶。

¹⁴ 法人株主の職員に対する委任などについても、同様の取扱いがなされている場合がある。

¹⁵ その他、リアル株主総会に出席している株主の ID・パスワードを用いて、別途（または同時に）バーチャル出席されてしまうという懸念もありうるため、そういった場合の対応をあらかじめ決めておくといった対応も考えられる。

¹⁶ 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。

② 株主総会の出席と事前の議決権行使の効力の関係

■ 考え方

リアル株主総会の実務においては、受付を通過する際に、出席株主数のカウントを行い、議場における株主数・株式数を確認するのが一般的である。ここで、当該株主が事前に議決権を行使していた場合には、実務上は、この受付時の出席株主数のカウントをもってその効力が失われるものとされている。しかし、バーチャル出席する株主については、株主総会開催日の予定が流動的で、リアル株主総会の会場には足を運べないものの、移動の時間とコストがかからないのであれば、偶然空いた限られた時間において、インターネット等の手段を用いてログインしてみるといったように、急な決断による出席の可能性が、リアル出席株主に比べて相対的に高いと考えられる。また、このような予定の流動的な出席株主については、途中参加や途中退席の可能性も相対的に高いものと考えられるところ、バーチャル出席株主が事前の議決権行使を行っていた場合、リアル株主総会の実務と同様に、ログインをもって出席とカウントし、それと同時に事前の議決権行使の効力が失われたものと扱ってしまうと、無効票を増やすこととなり、株主意思を正確に反映しない可能性がある。したがって、バーチャル出席株主についての出席のカウントと事前の議決権行使の効力の関係については、株主意思の尊重という観点から、リアル株主総会の実務とは異なる取扱いも許容されると考えられる¹⁷。

■ 具体的取扱い

株主意思をできる限り尊重し、無効票を減らすという観点から、以下の取扱いが考えられる。なお、これらの取扱いについては、あらかじめ招集通知等で株主に通知することが必要である。

- 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し、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、そもそも事前の議決権行使判断を変更する意思のない株主のために、出席型ログイン画面の他に、参加（傍聴）型のライブ配信等を準備するといった工夫も考えられる。

¹⁷ ハイブリッド型バーチャル株主総会の導入の過渡期であって利用者が少ないなど、実施するためのコストとの兼ね合いにより、他の取扱いが望ましい場合もありうると考えられる。

<法的考え方>

- 法 298 条 1 項 3 号の書面投票又は同項 4 号の電子投票の制度は、「株主総会に出席しない株主」が書面または電磁的方法により議決権を行使することができるものとする制度であるところ、株主が、ひとたび株主総会の審議中にログインを行った以上、そこで株主総会に「出席」したことになるため、事前の書面投票又は電子投票の効力もその時点で当然に失われるのではないか、という異論がありうる。
- しかし、株主総会の議事は、審議と決議とに分けることができるところ、書面投票又は電子投票は、総会当日の決議に参加しない（その機会のない）株主に事前の議決権行使を認めた制度である、とその趣旨を理解すれば、同項にいう「出席しない」とは、「決議に出席しない」ことを意味すると解釈することも可能である。
- このように解すれば、株主が審議の時間中にログインをしたが、決議の時までにログアウトし、結果的に議決権を行使しなかった場合には、当該株主は、同項にいう「株主総会に出席しない株主」として、事前の書面投票又は電子投票を有効と取り扱うことが可能になる。
- 以上の解釈に対しては、現行のリアル株主総会の実務において、株主が会場に入場する段階で出席の確認を行い、決議の時点では改めて出席の確認をしない処理が一般的であることと平仄がとれないのではないかという疑問がありうる。しかし、リアル株主総会においては、途中退席を把握することは煩瑣であることから、便宜上、決議の時点でのカウントを省略するという取扱いがされているように、株主の出欠席の確認方法については、会社の事務処理の便宜にも配慮し、合理的な範囲で会社による選択が認められていると解される。
- したがって、リアル株主総会において現在一般的な株主の出席確認方法を適法と解しつつ、ハイブリッド出席型バーチャル総会における株主の出席の判断をそれ以外の方法で行うこともまた適法と解することも可能であると考えられる。

③ 株主からの質問・動議の取扱い

■ 考え方

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るが、時間等の都合によっては挙手した株主が必ずしも発言できるわけではない¹⁸。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ないことから、議案に関係のない質問が出されることもある¹⁹。一方、バーチャル出席株主からの質問等を受け付ける場合には、テキストでの受付が想定されるところ、議長が指名してから打ち込まれることになると議事運営に支障が生じることから、予め質問内容が記入されたものを受け付けることが現実的である。その場合、議長がその質問内容を確認した上で当該質問を取り上げるか否かを判断することが技術的に可能になる。このようなプロセスを経て、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、株主との建設的対話に資すると考えられる²⁰。もっとも、議長において上記判断が可能になることをよいことに、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殊更にこれを取り上げないなどの、恣意的な議事運営が許されないことはいうまでもない。

他方、バーチャル出席株主については、リアル株主総会の出席者に比べて、物理的に議長と対峙していないことや、他の株主の動向や挙動について確認が困難であるなど、その出席態様の違いにより、リアル出席株主と比べて、質問や動議の提出に対する心理的ハードルが下がると考えられる²¹。さらに、バーチャル出席については、質問や動議の内容についてコピー＆ペーストが可能であることから、議事運営を妨害する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になり、また、複数社の株主総会に同時に出席して（バーチャル出席の場合にはそれが可能になる。）、会社による違いを踏まえず複数社に対して同じ質問や動議を送信することも可能になるなど、質問権の行使や動議の提出が濫用的に行われる可能性も否定できない。特に、動議について

¹⁸ 質問について、リアル株主総会では、質疑時間に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、株主総会白書（2019年版）図表134、135、145によると、運営上の必要性から、発言時間に制限を設けることや、発言一回当たりの質問数に制限を設けるといった工夫をしている会社もみられる。また、質疑に要した時間や人数等を考慮の上、質疑を打ち切る場合もある。

¹⁹ 2019年度全株懇調査報告書～株主総会等に関する実態調査集計表～（2019年10月 全国株懇連合会）21頁によると、「事業報告・付属明細書」「ESG、SDGs」「コーポレートガバナンス」「株価」といった質問内容に係る具体的な選択肢が複数ある中で、「その他 議案に関係なし」を選択した会社は回答会社（いずれも上場会社）全体の47.9%となっている。

²⁰ 澤口実＝近澤諒「米国におけるヴァーチャル総会増加と我が国における適否」（旬刊商事法務2140号、2017）32頁、岩村充＝坂田絵里子「我が国における株主総会電子化の可能性と課題」岩村充＝神田秀樹編「電子株主総会の研究」（弘文堂、2003）76頁においても、このような指摘がされている。

²¹ 北村雅史「株主総会の電子化」（旬刊商事法務2175号、2018）12頁においても、オンライン参加の株主には質問や動議の提出にあたっての躊躇が希薄になる可能性が指摘されている。

は、直ちに議場に諮るという対応が必要な場合もあり²²、質問に比べて審議への影響が大きいというそれ自体の性質があるところ、濫用的な行使による弊害は増大する可能性がある。

これらを踏まえ、具体的取扱いについて現実的な対応が必要である。

■ 具体的取扱い

質問や動議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に、以下のような取扱いが考えられる。

【 質問 】

- 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²³、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に送信する。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。

また、会社のおかれている状況によっては、適正性・透明性を担保するための措置として、後日、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などが考えられる。

【 動議 】

< 動議の提出 >

株主の動議の提出にあたっては、提案株主に対し提案内容についての趣旨確認が必要になる場合や提案理由の説明を求めることが必要になる場合等が想定される。しかし、議事進行中に、バーチャル出席者に対してそれを実施することや、そのためのシステム的な体制を整えることは、会社

²² 動議について、リアル株主総会では、株主の挙手や発言により、手続的動議や実質的動議が提出された際には、直ちに議場に諮り当該動議に対する決議を実施したり、（実質的動議の場合には）原案と一括で審議したりするなど、動議の内容やこれまで蓄積された実務上の取扱い等に照らし、議長の議事運営権に基づき対応がされている。

²³ 例えば、株主総会の目的事項に関する質問であり、リアル出席株主を含む他の株主からの質問と重複しないものといったことが考えられる。

の合理的な努力で対応可能な範囲を越えた困難が生じることが想定される²⁴。したがって、以下のような取扱いが考えられる。

- 株主に対し、事前に招集通知等において、「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。」といった案内を記載したうえで、原則として²⁵動議についてはリアル出席株主からのものを受け付ける。

<動議の採決>

株主総会当日に、株主から動議が提出された場合には、その都度個別に議場の株主の採決をとる必要が生じる可能性がある（ただし、休憩や質疑打ち切りの動議など、一部の手続き的動議は議長の裁量の範囲内で処理される場合があるほか、会社提案への修正動議などの実質的動議については、原案との一括採決が可能な場合もある）。しかし、招集通知に記載のない案件について、バーチャル出席者を含めた採決を可能とするシステムを整えることについては、会社の合理的な努力で対応可能な範囲を越えた困難が生じることが想定される²⁶。したがって、事前に書面または電磁的方法により議決権を行使して当日は出席しない株主の取扱い²⁷も踏まえ、以下のような取扱いが考えられる。

- 株主に対し、事前に招集通知等において、「当日、会場の出席者から動議提案がなされた場合など、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、バーチャル出席者は賛否の表明ができない場合があります。その場合、バーチャル出席者は、事前に書面または電磁的方法により議決権を行使して当日出席しない株主の取扱いも踏まえ、棄権又は欠席として取扱うこととなりますのであらかじめご了承ください」といった旨の案内を記載する。そのうえで、個別の処理が必要となる動議等の採決にあたっては、バーチャル出席者は、実質的動議については棄権、手続き的動議については欠席として取扱う。

²⁴ 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。

²⁵ 全体として提出される質問や動議が少ないなど運営上のキャパシティがあり、かつ、バーチャル出席者から送られた内容が明らかで確認等の必要がなく、原案との一括採決が可能である場合など、対応が可能な場合もあると考えられる。

²⁶ 脚注 25 と同じ。

²⁷ 現在広く実施されている株主総会実務においては、事前に書面または電磁的方法により議決権を行使して当日は出席しない株主については、実質的動議については反対又は棄権、手続き的動議については欠席として取扱われている。

なお、システム的に対応が可能な場合であっても、バーチャル出席株主による質問や動議の提出について、濫用的であると認められる場合に取り上げないことが許容されるのはいうまでもないし、その濫用の程度によって、株主総会の秩序を乱すと判断される場合には、バーチャル出席者の通信を強制的に途絶する（リアル株主総会での退場と同等）ことも、議長の権限によって行うことが可能である。（なお、これらの措置については、あらかじめ議長から、判断の具体的要件²⁸とともに権限を受任することで、議事の最中にスタッフが実施することも可能と考えられるが、その場合は、その具体的要件について、あらかじめ招集通知等で通知することが必要である。）

<法的考え方>

- ・ バーチャル出席は、出席の態様として会社法上保証された固有の権利ではなく、会社が、株主に対してリアル株主総会への出席に加え、追加的な出席手段を提供しているものと考えられる。
- ・ 会社がハイブリッド出席型バーチャル株主総会を開催すると決定した場合には、少なくとも当日の決議に参加できる環境をバーチャル出席株主間に平等に準備することは必須と言える。
- ・ それらを準備した上で、リアル出席株主とバーチャル出席株主との出席態様の違い等から、一体としての株主総会を運営するにあたり、従前の体制の下ではおよそ対応できないなど、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、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質問や動議に制限を設けることは、バーチャル出席株主の権利を特段棄損していることには当たらず、許容されると考えられる。
- ・ なお、議長不信任動議や休憩を求める動議などの一部の手続的動議については、会社法に明文の根拠を有する株主の権利ではなく、会議体の一般原則より導かれるものである。ハイブリッド出席型バーチャル株主総会では、バーチャル出席株主は物理的に会場に在所しておらず、会場における出席態様とは異なることから、一般原則の前提となる会議体が異なっているのであり、このような会議体の一般原則に基づくものとされる動議のうち、例えば休憩を求める動議などの一部の手続的動議については、リアル出席株主のみにその権利があるとも考えることもできる。

²⁸ 通信の強制的な途絶については、株主総会の会場からの退場処分と同様に、株主総会における秩序維持のための最終的な手段として認められるべきであることから、当該要件の設定にあっても、同等に慎重な検討が必要となる。

④ 議決権行使の在り方

■ 考え方

バーチャル出席株主の議決権行使については、事前の議決権行使としての電磁的方法による議決権行使ではなく、当日の議決権行使として取扱うものである。

■ 具体的取扱い

インターネット等の手段でバーチャル出席した株主が、株主総会当日に議決権を行使できるよう、会社はそのシステムを整える必要がある。

なお、バーチャル出席株主の議決権行使システムの検討にあたっては、書面や電磁的方法によって事前に議決権行使を行った株主が当日バーチャル出席した場合における、事前の議決権行使の効力の取扱いについて、②の整理を踏まえ留意が必要である。

<議決権行使結果に係る臨時報告書の記載について>

株主総会終了後、会社は、金融商品取引法²⁹及び企業内容等の開示に関する内閣府令³⁰の規定に基づき、臨時報告書の提出が求められている。当該臨時報告書に記載すべき議決権の数については、前日までの事前行使分や当日出席の大株主分の集計により可決要件を満たし、会社法に則って決議が成立したことが明らかになった等の理由がある場合には、リアル出席株主の一部の議決権数を集計しない場合と同様、当日出席のバーチャル出席株主の議決権数を集計しない場合についても、その理由を開示することで足りると考えられる。

²⁹ 金融商品取引法第24条の5第4項

³⁰ 企業内容等の開示に関する内閣府令第19条第2項第9号の2

⑤ その他（招集通知の記載方法、お土産の取扱い等）

<招集通知の記載方法>

取締役は、株主総会を招集する場合には、「株主総会の（中略）場所」を決定し（法 298 条 1 項）、これを株主に対して通知しなくてはならない（法 299 条 1 項）。他方、株主総会の議事録の記載事項を定める法施行規則 72 条 3 項 1 号は、「株主総会の場所」の記載方法として、「当該場所に存しない（中略）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。」としている。

ハイブリッド出席型バーチャル株主総会の招集通知における「株主総会の（中略）場所」の記載に当たっては、以上の規定を参考にすることが考えられる。具体的には、法施行規則 72 条 3 項 1 号の規定を準用し、招集通知において、リアル株主総会の開催場所と共に、株主総会の状況を動画配信するインターネットサイトのアドレスや、インターネット等の手段を用いた議決権行使の具体的方法等、株主がインターネット等の手段を用いて株主総会に出席し、審議に参加し、議決権を行使するための方法を明記すればよいものと考えられる。

その他、株主総会運営における取扱いに応じて、上記①～④に記載した事項を記載する必要がある。

<お土産の取扱い>

リアル株主総会に物理的に出席する株主に配付されるお土産については、交通費をかけて会場まで足を運び来場したことへのお礼と考えられることから、会場へ足を運ぶことなくインターネット等の手段を用いて出席した株主に対してお土産を配らないとしても、不公平ではないと考えられる。