

2019年10月18日

第74回全株懇定時会員総会第1分科会審議事項  
『今後の対話型株主総会について～ヴァーチャル総会の利用も視野に～』



## 【提案の趣旨】

2015年のコーポレートガバナンス・コードの導入以来、中長期的企業価値向上を図る観点から、株主・投資家をはじめとする各種ステークホルダーとの対話の重要性が意識され、上場企業は対話充実に係る各種の取組みを実践し、さらなる対話深化のための取組みを模索している状況にある。株主総会プロセスにおける対話促進のための工夫として、招集通知の早期発送や早期開示、任意記載の充実等はかなりの進展を見せており、個別の株主（特に国内外の機関投資家）との具体的な対話活動も集团的エンゲージメントを含め活発化しつつある。株主・投資家との対話促進に係る環境整備は第一段階から次なるステップへと歩を進めようとしている。

他方、株主総会を起点とする対話促進のためのプロセスについて、先に述べた取組みと比較して、株主総会そのものを“対話の場”として位置付ける取組みについては、より多くの伸びしろが期待できるのではなかろうか。株主総会は、会議体として議場での質疑応答を通して重要事項につき洗練された結論を得るという“審議”の場としての役割を有していることに変わりはない。さらに、審議に際して参考となる“情報”を提供する場としての役割や審議を通しての“経営への規律付け（ガバナンス：監督）”の場としての役割も株主総会に求められる役割となっているとの指摘もあり、最近はこれらの視点がより意識される状況になりつつある。

この株主総会への期待や役割を踏まえながら、現在の株主総会の状況を見てみると、我が国の株主の構成（頭数）としては“個人”が圧倒的に多く、2018年6月のコーポレートガバナンス・コードの改訂によりいわゆる“政策保有株式”が減少の方向に向かった場合、個人株主はその有力な引き受け先となり、その数は増加する可能性がある。株主総会に出席するのは圧倒的に個人株主であることは経験則的にも周知のとおりである。株主総会への出席が多いといっても、出席する株主の人数は総株主数の1%に満たないことがほとんどであり、会議体である株主総会で重要事項が審議されることにより洗練されることも、出席する株主が経営に係る専門知識を十分に有していると想定することは必ずしも現実的ではなく、株主総会における審議を通じた経営者への監視・牽制機能への期待も実情からすると疑問符が付くとの指摘も漏れ聞こえてくる。このような指摘に端的に対応するためには、個人株主を含む株主全員の株主総会へのアクセス機会を増やすことにより、出席株主の増加への対応や広く情報提供の場としての役割を有意に果たすとともに、株主総会の運営に工夫を加え、経営への規律付けに効果を持たせることが有用と思われる。もっとも、現在の株主総会の状況を鑑みるに、その実現は決して容易と言える状況にはない。ただ、既に株主総会のプロセスで導入されている試み（広い意味でのIT技術）を利用することに一点の光明を見出すことはできるかもしれない。今般企図されている会社法の改正においても、株主総会資料の電子提供が含まれており、株主総会自体（の議事等）の電子化も、将来を見据えた“対話のためのツール”と捉えることはあながち間違いとは言いきれないのではないだろうか。一足飛びに“仮想現実(virtual reality)”とまではいかないまでも、中長期的視点からヴァーチャル総会も視野に、現行法をベースとした法的観点からの実現可能性等を整理し、問題点を洗い出すとともに、現在の実務をベースに、段階的利用可能性・留意点、現在の状況を前提とした条件設定等を整理することは、株主総会に期待される役割を適切に果たし、さらなる対話の促進を望む会員各社に

対して選択肢を提供するものである。

全国株懇連合会では、第71回定時会員総会にて『企業と投資家の建設的な対話に向けて～対話促進の取組みと今後の課題～』を、続く第72回定時会員総会にて『株主総会プロセスの電子化について～株式実務からの一考察～』をとりまとめた。両者とも対話促進の観点を基礎とした内容となっており、前者では現行法を前提とした適切な基準日設定の可用性について利用企業が現れた際の参考となるよう整理され、後者では株主総会プロセスの未来像としてのヴァーチャル総会に付言がなされた。今回のテーマもこの延長線上にあり、多数の株主の株主総会への出席機会の確保を企図する企業において様々な方法を検討する際の一助となれば望外の喜びである。

## 【目次】

【ヴァーチャル総会についての定義】	6
I. 株主総会の役割ーヴァーチャル総会の考察にあたってー	8
1. 株主総会の機能	8
2. 株主総会制度の沿革	9
(1)1981年(昭和56年)改正	9
(2)総会屋の排除と一般株主対応への移行	9
(3)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	11
3. 今後の課題と対話型株主総会の促進	14
4. 課題克服と対話型株主総会の促進のためのヴァーチャル総会の可能性	15
II. 諸外国(米国を中心に)におけるヴァーチャル総会の状況	17
1. 米国におけるヴァーチャル総会の概観	17
(1)沿革	17
(2)ヴァーチャル総会の開催状況	18
2. 米国におけるヴァーチャル総会に対する規制	19
(1)州会社法	19
(2)証券取引所法・取引所規則	21
(3)自主ガイドライン	22
3. 米国におけるヴァーチャル総会の実務	28
(1)ヴァーチャル総会の利点・問題点	28
(2)ヴァーチャル総会に対する投資家の反応	30
(3)ヴァーチャル総会に対する議決権行使助言会社の態度	31
(4)ヴァーチャル総会の実務において考慮すべき事項	32
4. 米国以外における現状	44
III. 今後の対話型株主総会について	46
【各類型に共通する整理の前提】	47
1. PV型総会	47
(1)会社法上の整理	48
(2)留意すべき事項	48
(3)PV型総会の利点と問題点	50
(4)PV型利用時の検討事項	51
(5)株主総会議事録の内容	52
2. HB型総会	55
(1)会社法上の整理	55
(2)留意すべき事項	55
(3)その他のHB型株主総会開催の論点	68
(4)HB型株主総会の意義	68
(5)HB型総会の利点と問題点	69

(6) HB型利用時の検討事項	69
(7)株主総会議事録の内容	70
3. VO型総会	74
(1)現実の会議体の「場」を設けないこと	74
(2)VO型総会の意義	76

### 【ヴァーチャル総会についての定義】

本提案書にて使用する“ヴァーチャル総会”の類型としては以下のP V (Public Viewing) 型、H B (Hybrid)型、V O (Virtual Only)型の3類型を想定。

本文中特段の限定がない限り、“ヴァーチャル総会”はこの3類型全てを含めた用語として使用。

P V型：物理的に株主総会の場を設け、取締役や監査役、株主が集う形態を前提に、I T技術を利用した電話等の映像及び音声等の伝達手段やチャット等のインターネット技術を用い、株主（視聴を許可する場合は非株主を含む）は自宅等物理的株主総会会場以外の場所（会社が用意する中継会場を含む）に居ながらにして物理的株主総会を視聴することができる形態。視聴株主は出席と扱われないため、株主総会中の質問や議決権行使は原則として物理的株主総会会場でのみ可能（物理的株主総会会場以外の場所にいる株主が会社へ送付した質問に対して、物理的株主総会会場において回答することは会社の選択により可能）。

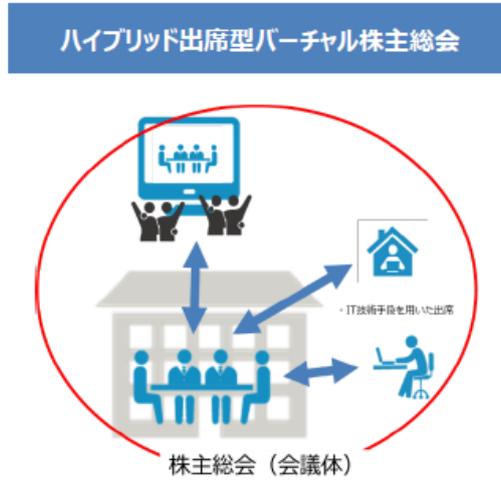
P V型イメージ：



「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（案）」  
(2019年5月22日 経済産業省) ハイブリッド参加型バーチャル株主総会図より

H B型：物理的に株主総会の場を設け、取締役や監査役、株主が集う形態を前提に、I T技術を利用した電話等の映像及び音声等の伝達手段やチャット等のインターネット技術を用い、株主は自宅等物理的株主総会会場以外の場所（会社が用意する中継会場を含む）と物理的株主総会会場とを結び、情報伝達の双方向性と即時性が確保された形態。株主総会中の質問や議決権行使は物理的株主総会会場に出席した株主のみならずインターネットによって株主総会に出席した株主についても認められる。

HB型イメージ：



「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（案）」  
(2019年5月22日 経済産業省) ハイブリッド出席型バーチャル株主総会図より

VO型：物理的な株主総会の場合は設けず、取締役や監査役は自社会議室等に居て、株主がIT技術を利用した電話等の映像及び音声の伝達手段やチャット等のインターネット技術を用い、自宅等取締役や監査役が居る場所以外の場所から株主総会に出席する形態。取締役や監査役が居る場所と各株主との間は、情報伝達の双方向性と即時性が確保された状態にある形態。株主が株主総会中に質問や議決権を行使することは可能。

VO型イメージ：



## I. 株主総会の役割ーヴァーチャル総会の考察にあたってー

### 1. 株主総会の機能

株主総会は「株主の決議によって会社の意思を決定する機関」である。会社の最終的な意思決定をする権限を株主に帰属させているのは、会社の財産は株主の出資によるものであり、その財産の所有権が変容したものが株主権であるから、それを利用・処分する権限も当然に株主に帰属すると考えられるからである。株主総会に会社の意思決定機能があることは、株主総会の目的事項として報告事項だけではなく、決議事項があることから明らかである。

株主総会で意思決定できる範囲は、取締役会設置会社とそれ以外の会社とで異なる。公開会社には取締役会の設置が義務付けられており（会社法 327 条 1 項 1 号）、取締役会設置会社において株主総会が決議をすることができる事項の範囲は、会社法に規定する事項または定款で定めた事項に限定される（会社法 295 条 2 項）。会社法に定められている事項は主として、①取締役、会計参与、監査役、会計監査人の選任・解任に関する事項（会社法 329 条、339 条 1 項）、②定款変更、あるいは事業譲渡や合併等の組織再編、資本金の額の減少等の会社の基本的変更に関する事項（会社法 466 条、467 条 1 項、783 条 1 項、795 条 1 項ほか）、③剰余金の配当をはじめとする株主の重要な利益に関する事項（会社法 454 条 1 項）、④取締役の報酬の決定のように、他の機関に決定を委ねては株主の利益を害する可能性の高い事項（会社法 361 条 1 項ほか）に大別できる。会社法に定められた事項以外の事項を株主総会の決議事項とするには定款の定めが必要であるが、定款を変更して株主総会の決議事項を拡張する事例としては買収防衛策の導入等がある。また、公開会社における支配株主の異動を伴う募集株式の発行等について、一定の場合に株主総会の決議による承認を要する旨の定め（会社法 206 条の 2）が 2014 年の会社法改正により新たに設けられたが、東京証券取引所は従前より上場会社において支配株主が異動する見込みがあるような第三者割当による募集株式等の割当てを行う際には株主総会決議等の「株主の意思確認」を行うことを求めており（有価証券上場規程 432 条 2 号）、ある種の目的をもって、会社法にない役割を株主総会に担わせようとする規制も見られる。

また、取締役は各事業年度に係る事業報告の内容を定時株主総会で報告する義務があり（会社法 438 条）、各事業年度に係る計算書類および附属明細書の内容が会計監査人や監査役から適正である旨の監査報告を受けていれば、定時株主総会でその内容を報告することとなる（会社法 439 条）。さらに大会社で、かつ有価証券報告書を提出しなければならない会社は、連結計算書類を作成し、その内容を監査結果と併せて株主総会に報告しなければならない（会社法 444 条）。このように株主総会には、報告事項と関連付けられた情報提供機能が備わっている。もっとも、この情報は会社から株主への一方通行であるが、これに加えて、株主総会に出席した株主は、取締役や監査役に報告事項や決議事項について質問し、説明を求めることができる。取締役や監査役は質問に対して説明義務を負う（会社法 314 条）。この規定に違反した場合、過料の制裁があり（会社法 976 条 9 号）、当該株主総会における決議の取消事由ともなり得るため（会社法 831 条 1 項）、株主総会の開催時には、株主に実質的な質疑応答の機会が確保されることとなる。

以上のように、株主総会の機能には、意思決定機能と情報提供機能があるが、次にその双方が充実してきた経緯を見ることとする。

## 2. 株主総会制度の沿革

### (1) 1981年（昭和56年）改正

1981年（昭和56年）商法改正以前の株主総会は、総会屋（特殊株主等）の跋扈、株式持ち合いによる法人支配と議決権の白紙行使といった問題が生じており、審議・意思決定機能は相当に歪められた状態であった。総会屋の存在は、株主総会における質問や議論を封じ込めるには十分な威圧的効果を有しており、議長から議案の説明が行われ、その後ほとんど質疑がないままに議事進行動議が総会屋等から提出され、これを受けて採決に至るといった「シャンシャン総会」が行われていた。

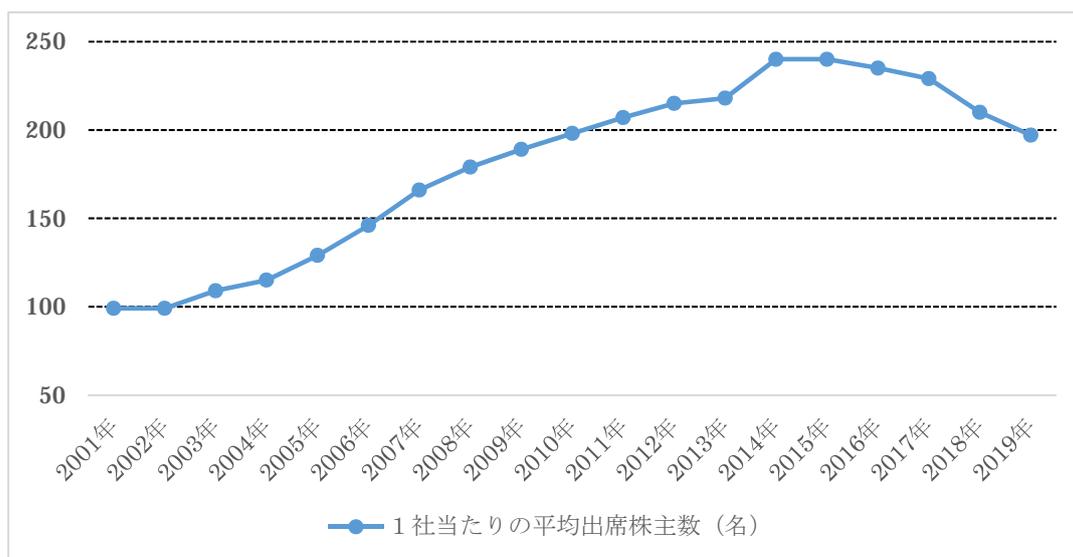
このような形骸化した株主総会を正常化させ、会社の意思決定に株主の意向を反映させるとの発想のもと、1981年（昭和56年）に商法改正が行われ、株主が会議体としての株主総会に参加するという観点から、株主提案権が創設され、あるいは取締役の説明義務といった規定が明確化された。また、株主総会に出席できない株主の存在を前提としつつ、その意思を株主総会決議に反映させるため、株主数1000名以上の大会社における書面投票制度が設けられた。これと同時に賛否の意思決定のために必要な情報として株主総会参考書類を株主に事前送付することも義務化された。そして、株主総会の運営の公平さを回復するとともに、総会議長の指揮権・秩序維持権の明確化、相互保有株式の議決権制限に関する規律が設けられ、総会屋の活動を排除するための方策として、株式単位の引上げによる総会出席権の制約や会社からの総会屋に対する利益供与の禁止等が整備された。

### (2) 総会屋の排除と一般株主対応への移行

1981年（昭和56年）の商法改正を受けて、即座に総会屋が消滅したわけではなく、暫くは総会屋対策が株主総会対応の中心となったが、実務界では、法令に則った利益供与の禁止により総会屋の糧道を断つことはもちろん、議長の議事整理権の適切な行使、一括回答や一括上程方式の採用、本番さながらのリハーサルの実施、警察官の臨場要請や日常の情報交換等を通じた警察との連携等総会運営上の工夫に努め、総会の正常化が実現した。1997年（平成9年）には利益供与の法定刑の引き上げと利益供与要求罪を主な内容とした商法改正もなされ、1998年版の株主総会白書では、罰則強化の利益供与防止への効果について、68.5%が「効果的である」と回答しており、罰則強化も功を奏して総会屋の活動は収束した。その結果、株主総会に来場する一般株主が増えていくこととなる（図表I-2-1）。株主総会に来場する一般株主が増えるにつれて、総会正常化に向かう過程で培った、議長のバックアップ体制としての従業員株主の動員等のこれまでの総会運営は、一般株主にとっては威圧的であるということが、従業員株主を他の株主よりも先に入場させて総会会場前方に着席させたことを適切でないと指摘した四国電力事件判決（最判平成8年11月12日判例時報1598号152頁）や、従業員株主らとの行き過ぎた協力を問題視した住友商事事件判決（大阪地判平成10年3月18日判例時報1658号180頁）の中で指摘された。これらの判決を契機として、総会運営方法は変化の兆しを見せる。従業員株主は「賛成」等の発言は控え、議長は株主の発言をきちんと受け、質問に対しては、それが企業秘密に関

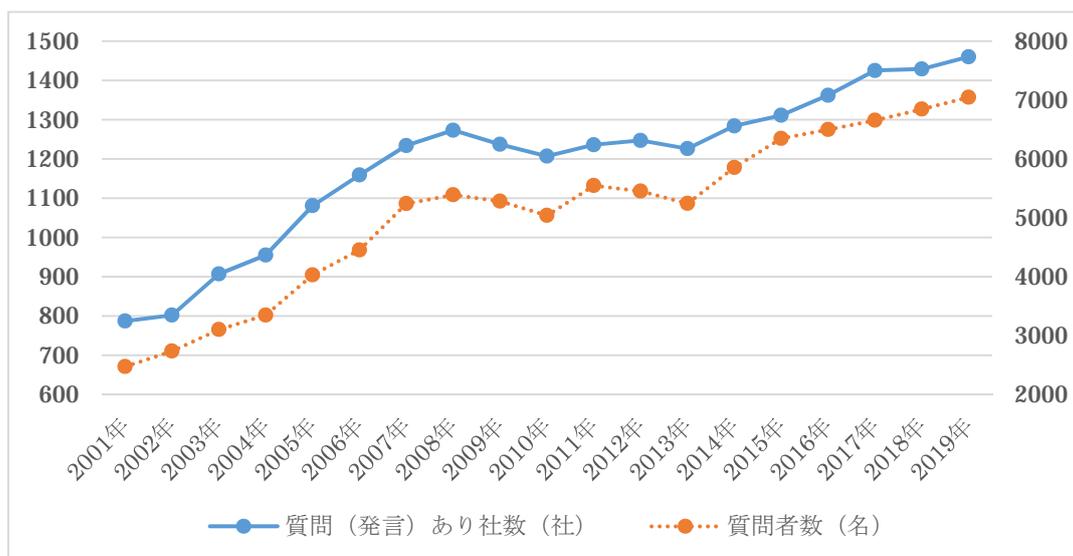
するものである場合等でない限り、説明義務の範囲外と思われる質問に対しても丁寧に回答するようになり、実際も総会会場における質問数は増加していくこととなる(図表 I-2-2)。また、株主総会の目的事項を分かりやすく説明する工夫、具体的には事業報告等についてスライドや動画の活用といった総会のビジュアル化が浸透し、「一般株主から良い印象を持って帰ってもらう」というレピュテーションの向上が総会運営の獲得目標となった。

【図表 I-2-1】 6月総会会社の1社当たり平均出席株主数の推移



資料版/商事法務 424号「株主総会概況(2)開催場所および出席株主数」  
165頁のデータをもとに作成

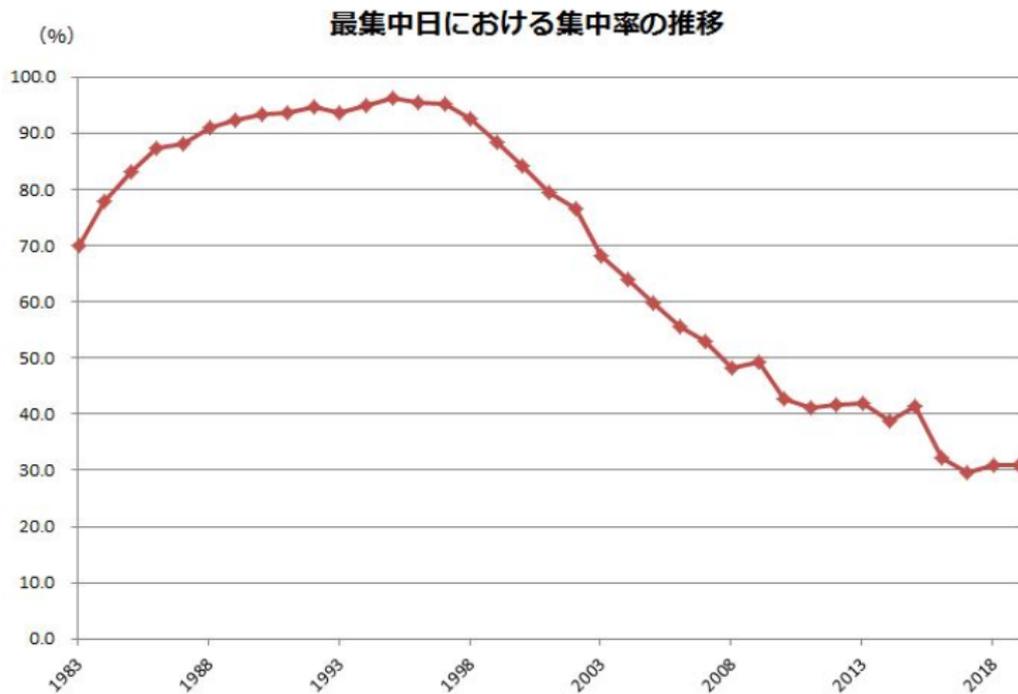
【図表 I-2-2】 6月総会会社の質問(発言)あり社数と質問人数の推移



資料版/商事法務 424号「株主総会概況(5)質問・発言の状況」167頁のデータをもとに作成

また、当初は総会屋対策として行われていた集中日開催も1995年3月期における総会集中率96.2%をピークに、ここ20年間ではその集中率は低下傾向にあり、2019年3月期の集中率は30.86%となっている（図表I-2-3参照）。

【図表I-2-3】 定時株主総会集中率の推移



東京証券取引所ウェブサイト「3月期決算会社株主総会情報 定時株主総会集中日最集中日における集中率の推移」より

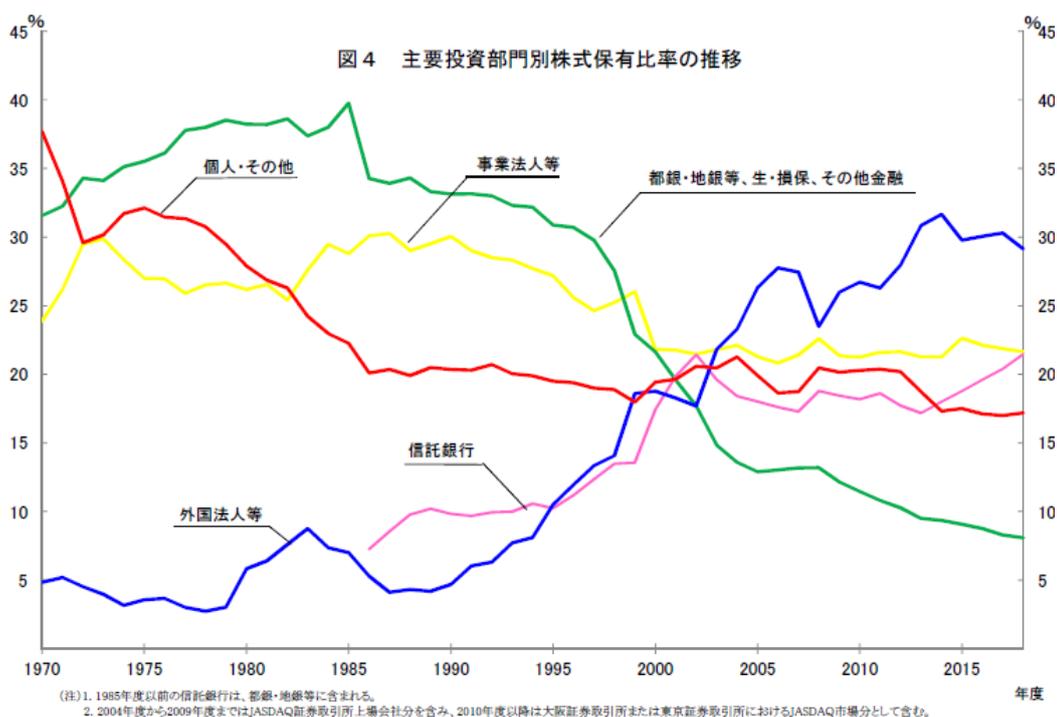
### (3) スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード

この一方で、上場会社の株式保有構造は機関投資家等の割合が増加した。全国証券取引所が発表した2018年度の「主要投資部門別株式保有比率の推移」（図表I-2-4）では、1970年代において5%程度以下で最下位であった外国法人等の株式保有比率は、2018年には29.1%となりトップになっている。都銀・地銀等、の株式保有比率は1970年代において30%を超えていたが、2018年では8.1%の最下位であり、信託銀行の株式保有比率は1990年では9.8%であったが、2018年は21.5%となり、その比率を大きく上昇させている。株式保有構造の変化の兆しが見られ始めたのは、バブル経済崩壊の下での株価の低迷・企業業績の悪化・企業不祥事が続発した1992年辺りであり、これを境に、外国法人等や信託銀行が保有株式数を増やし、逆に都銀・地銀等や事業法人等は、保有株式数を減少させていった。このことから、年金・投資信託といった資産を受益者のために運用する国内外の機関投資家の保有株式数が増加し、事業法人や金融機関による株式の持ち合いが減少したことがうかがえる。

また、1990年代後半から国内外の機関投資家は受託者責任の一環として議決権を適

切に行使するようになるとともに、近年は機関投資家に議案の賛否を助言する議決権行使助言会社が台頭して影響力を持つようになった。

【図表 I - 2 - 4】 主要投資部門別株式保有比率の推移



全国証券取引所「2018年度株式分布状況調査の調査結果について」より

また、成長戦略の一環として策定されたスチュワードシップ・コードの影響により、機関投資家との対話と議決権行使の厳格化が促進された(図表 I - 2 - 5 参照)。すなわち、スチュワードシップ・コードでは、投資先企業との「目的を持った対話」(エンゲージメント)を通じて当該企業の企業価値向上や持続的成長を促すことを求め(指針 1 - 1)、その対話内容を踏まえたうえで全ての保有株式について議決権行使することを定めている(指針 5 - 1)。指針 5 - 2 は「機関投資家は、議決権の行使についての明確な方針を策定し、これを公表すべきである」と定め、指針 5 - 3 は「議決権行使結果の公表と充実」として「機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである」、また、「議決権行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる」と定めており、機関投資家の議決権行使についても透明性が高まっている。

機関投資家の議決権行使は総会に先立って実施されるのが一般的であるが、株主総会の意思決定機能や対話の充実に資する情報提供機能を考察するうえで重要なファクターとなっている。

【図表 I - 2 - 5】機関投資家の主な議案別反対率（平均値）の比較

		2018 年	増減(pt)	2017 年
取締役選任	国内	10.3%	1.2	9.1%
	海外	8.8%	0.1	8.7%
監査役選任	国内	10.2%	-0.4	10.6%
	海外	17.3%	-2.0	19.3%
退職慰労金支給	国内	48.8%	8.3	40.5%
	海外	55.9%	-8.4	64.3%
役員報酬額改定	国内	6.3%	-0.9	7.2%
	海外	5.2%	-1.2	6.4%
株式報酬、 ストック・オプション	国内	18.8%	6.9	11.9%
	海外	11.3%	1.1	10.2%
買収防衛策	国内	80.5%	8.0	72.5%
	海外	84.5%	2.4	82.1%
会社提案総計	国内	10.2%	1.0	9.2%
	海外	8.9%	-0.3	9.2%
株主提案(賛成率)	国内	5.2%	0.1	5.1%
	海外	11.2%	2.0	9.2%

「議決権電子行使プラットフォームからみた機関投資家の議決権行使の状況について」  
株式会社 I C J 坂東照雄 東京株式懇話会 2018 年 11 月講演会資料 12 頁より

一方、会社側でも、コーポレートガバナンス・コードの影響による「株主との対話」によって、株式持ち合い（政策保有株式）のさらなる縮減、招集通知作成上の工夫（カラー化・フォント等の見やすさの工夫、議案サマリー掲載等の機関投資家を意識した記載、コーポレートガバナンス・コードに関連した記載事項の追加等。図表 I - 2 - 6 参照）、招集通知の早期発送、招集通知の発送前ウェブサイト掲載、グローバル機関投資家の総会出席への対応、議決権電子行使採用の促進、機関投資家や議決権行使助言会社への議案等の事前説明、総会ビジュアル化の促進とプレゼンテーションの実施等の取組みがされるようになった。

【図表 I - 2 - 6】 招集通知の見やすさ・分かりやすさの工夫

取組み内容	2016 年	2017 年	2018 年
① 読みやすいフォント(大きなサイズ、UDフォント等使用)	631 社 (36.0%)	1130 社 (65.3%)	1258 社 (72.8%)
② カラー化実施	518 社 (29.5%)	633 社 (36.6%)	744 社 (43.1%)
③ インデックスを付ける	831 社 (47.4%)	1015 社 (58.7%)	1175 社 (68.0%)
④ 表紙を付ける	709 社 (40.4%)	888 社 (51.3%)	1055 社 (61.1%)

取組み内容	2016年	2017年	2018年
⑤ 目次を付ける	663社 (37.8%)	806社 (46.6%)	947社 (54.8%)
⑥ グラフ・表等のビジュアル表示	446社 (25.4%)	552社 (31.9%)	669社 (38.7%)
⑦ 役員候補者の顔写真掲載	272社 (15.5%)	338社 (19.5%)	411社 (23.8%)
⑧ その他の写真の掲載	173社 (9.9%)	237社 (13.7%)	284社 (16.4)
⑨ 工夫していない	545社 (31.1%)	390社 (22.5%)	301社 (17.4%)

旬刊商事法務 2016～2018年版の「株主総会白書」のデータをもとに作成

以上のように、総会屋の排除と個人株主の来場による質疑応答の活性化は実現し、コーポレートガバナンス・コードの影響等による株式持ち合いの減少により議決権の空洞化の問題も改善しつつある。さらに国内外の機関投資家の持株比率の上昇とスチュワードシップ・コードによる機関投資家の厳格な議決権行使も浸透した結果、株主総会の意思決定機能については、不特定多数の上場会社の株主による会議体という特徴を考慮すると、相応のレベルに到達した感がある。また、情報提供機能についても、株主総会参考書類制度の創設に始まり、ITの進化に伴う情報量の拡充と早期提供、前述したコーポレートガバナンス・コードの影響による質的充実が見られ、次期会社法改正では株主総会資料の電子提供制度が新たに設けられる見通しであり、さらなる充実が期待される状況にある。

### 3. 今後の課題と対話型株主総会の促進

前述のとおり、公開会社の株主総会は、会社法・定款に規定された事項のみを決議することができるという、会社法の規定による一定の制約を受ける。一つの会場に収容する人数にも限りがあり、遠方からの出席も困難であるという物理的制約もある。実際に総会会場に出る質問には議案に関連しない質問も多い(図表I-3-1参照)。また、会議体の意義については厳しい見方もある。例えば、「出席している株主の議決権は全株主から見れば数パーセントにすぎない」、「総会前の事前の議決権行使結果により決議事項の可否が決まってしまっている」、「実質的な審議が可能な規模ではない」といったものである。

【図表I-3-1】議案に関係しない質問を受けた会社の推移

2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
46.2%	48.4%	52.2%	51.3%	52.0%

2014年度から2018年度までの全株懇調査「総会における質問(意見表明等の発言を含む)」があった会社数のうちの「その他 議案に関係なし」を回答した会社の割合を抜粋

しかしながら、経営者の振る舞いや経営者自身によるビジョンの説明に直に触れて

質問できることや、説明義務や決議取消制度を背景とした公式な説明を受けることができるという総会ならではの機能も重視されている。また、総会会場に体験ブースや商品展示を設けたり、総会後に懇親会や事業説明会、見学会を開催する等、株主総会を株主と直接交流ができる貴重な機会と捉え、出席者との接点をより強化できるような施策を行う場として重視している会社もある。

スチュワードシップ・コードで推奨されるエンゲージメントも最終的に総会での議決権行使や説明義務という法的権限及び法的義務に支えられているからこそ有効に機能する。機関投資家との対話・議決権行使は総会前に終了し、事実上総会前に採決の帰趨は決するが、事前の対話・議決権行使を含めた全体のプロセスが株主総会と考えると、株主総会の機能はガバナンスの向上を考えるうえでいまだ重要な機能がある。例えば議決権行使を通じたガバナンス向上の例として、役員退職慰労金制度の廃止や社外取締役の導入促進、独立性の高い社外役員複数選任等があるが、これらはコーポレートガバナンス・コード等の影響だけではなく、機関投資家があらかじめ議決権行使基準として策定し公表した結果、企業側の対応が促進された要素も大きい事例といえよう。

今後も、こうした対話型株主総会を促進させていくことが実務界の課題であり使命でもある。

#### 4. 課題克服と対話型株主総会の促進のためのヴァーチャル総会の可能性

次期会社法改正においては、「株主総会資料の電子提供制度」を新たに設け、上場会社全てに当該制度を利用することを義務付けるものとするのが検討されている。また、2018年の全株懇調査結果では、電磁的方法による議決権行使の採用状況は821社(47.1%)であり、今後もその利用が促進される可能性がある。

そして、株主総会資料と議決権行使が電子化されれば、次は株主総会当日の運営でのIT技術のさらなる利用—ヴァーチャル総会の可能性を検討していくことが有用であろう。

後述(46~47頁)のとおり、我が国の会社法ではVO型は困難と考えられるが、HB型の総会が実現すれば、次のような効用が考えられる。

- ・遠隔地に居住する株主にも総会の審議に参加する機会が提供される。事前の議決権行使をした株主が、当日の審議状況を聞いて再投票する機会も確保される。
- ・現実の総会の審議状況の中継のほか、適宜、テキストデータ・図表・動画等を合わせて閲覧・参照可能にする等技術的な工夫を加え、物理的総会会場の株主への情報提供にも十分配慮しながら説明を行うことにより、株主に分かりやすい情報提供が実現する可能性がある。
- ・会社側が経営に関する質問に優先して対応することにより、審議の活性化が図られ、より意義深い総会となる可能性がある。質問の選択については、会社の恣意的な運用の懸念も指摘されるが、決議取り消しのリスクがあることが一定の歯止めとなると考えられる。なお、こうした懸念を払拭するための方策としては、米国における透明性確保のためのベストプラクティス(後記27頁参照)が参考になる。
- ・当日の審議状況の配信により、総会に出席していない株主に対して審議状況を伝えることができ、株主間の情報の公平性を保つことができる。

ヴァーチャル総会の検討にあたっては、次章IIにおいて既にヴァーチャル総会が利用

されている米国の事情を中心に紹介し、Ⅲで我が国において実施する際の課題の整理を行う。

## II. 諸外国（米国を中心に）におけるヴァーチャル総会の状況

### 1. 米国におけるヴァーチャル総会の概観

#### (1) 沿革

米国におけるヴァーチャル総会（以下、本章中ではP V型は含まないものとする。）は、デラウェア州が情報技術（I T）の進展に対応して、全米に先駆けて、2000年に一般会社法を改正し（同年7月1日施行）、当該改正により、①会社から株主に対する電磁的方法による通知、②遠隔通信の方法による株主総会への出席・投票、③遠隔通信の方法のみによる株主総会の開催が認められ、特に②③によりH B型およびV O型のヴァーチャル総会の開催が会社法上可能となったことを嚆矢とする（注1）。これを受けて、2001年4月に Inforte Corporation（2001年3月末時点の株主数4,766名）が最初のV O型の株主総会を開催したとされる。同社の委任状勧誘説明書(proxy statement)によると、総会へのライブのウェブキャストにアクセスするためには、開会の30分以上前に同社のホームページ（以下、「HP」と表記）での登録を要することとされており、議決権行使については、総会開催前には郵便、電話、インターネットの各方法により議決権行使の委任を受け付けるとともに、総会中は、投票を締め切るまでの間、委任状を所定の番号宛にファックスで送信する方法により議決権行使ができるものとしたようである（注2）。また、この総会において株主からの質問がなされたかは不明であるが、会社としては自社のI Rのアドレスに電子メールで寄せられる質問に回答する準備はしていたようである。

（注1）Broadridge社の調査によると、2017年および2018年にヴァーチャル総会を開催した会社のうち90%の会社は、一般公衆に視聴を認めているが、質問や議決権行使はできない措置を講じている状況にあるという。また、物理的総会を開催し、オンラインでは株主に議決権行使等を認めず、視聴のみを認めている事例も存在している。

（注2）Inforte Corporationの2001年4月25日開催の株主総会に係る委任状勧誘説明書においては、ヴァーチャル総会に関し、次のような説明がなされていた。

All stockholders are cordially invited to attend the Annual Meeting which will be held on an electronic basis only. However, to assure your representation at the meeting, you are urged to vote as soon as possible. All stockholders may vote by mail, by telephone or over the Internet. If telephone or Internet voting is available to you, Inforte encourages these faster and less costly methods. Stockholders attending the electronic meeting may vote during the meeting by faxing their completed proxy form to 312-332-9207 prior to the close of voting.

.....

The Meeting will be held completely on an electronic basis. To access the live webcast of the meeting go to [www.inforte.com](http://www.inforte.com) at least 30 minutes prior to the meeting start time to register. Inforte's telephone number is (312) 540-0900.

## (2) ヴァーチャル総会の開催状況

2000年のデラウェア州の法改正後、しばらくは追随する州もなく、また、デラウェア州の会社法を設立準拠法とする会社の間でもヴァーチャル総会は普及することはない、IT企業を中心とする極めて限られた企業により行われていた状態であったようである。当初は、インターネットを通じたリアルタイムの投票システム等ヴァーチャル総会の前提となるインフラが発展途上であったことも背景として考えられる。

2010年代の米国においては、ヴァーチャル総会、特にVO型の株主総会が順調に増加している状況にある。直近では、HB型が減少、VO型が増加し（2016年にHB型で開催した24社のうち、12社がVO型に切り替えた（Broadridge社“Virtual shareholder meetings : 2017 facts and figures”（以下、「Broadridge 2017調査」という。）2頁）。2010年代半ばにはHB型とVO型の割合は概ね半々であったものが、2017年、2018年にはVO型が9割を占める状況となっている（Broadridge 2017調査およびBroadridge社“Virtual shareholder meetings : 2018 facts and figures”（以下、「Broadridge 2018調査」という。）2頁）。これは、VO型の費用面の優位性（VO型で音声のみのヴァーチャル総会では、5,000～6,000ドル程度）が背景にあるともいわれている。HB型の総会を開催する会社の数は、2016年と2017年で連続して減少していたが、2018年には増加に転じている。後述（後記3.（2）および（3））のとおり一般的にはHB型が積極的に評価される一方で、最近、一部の機関投資家や議決権行使助言会社がVO型総会に対して否定的なスタンスを明確にしたことの影響があったことも考えられる。

2018年においてヴァーチャル総会を開催している会社としては、S&P100指数の構成銘柄の発行会社が10社（2017年は9社）、S&P500指数の構成銘柄の発行会社が37社（同33社）、Fortune 500の会社が32社（同23社）程度（Broadridge 2017調査3頁およびBroadridge 2018調査3頁）であり、大企業による開催も増加傾向にある。時価総額の規模別の開催状況をみると、大企業よりは比較的小規模な会社による利用が多いと考えられる。2018年にヴァーチャル総会を開催した会社の時価総額区分別の内訳では、大型株（時価総額100億ドル超）が17%（2017年は17%）、中型株（同20億ドル以上100億ドル以下）が26%（同29%）、小型株（同20億ドル未満）が57%（同54%）であった（Broadridge 2017調査3頁およびBroadridge 2018調査3頁）。

【図表Ⅱ - 1 - 1】 米国におけるヴァーチャル総会の開催状況の推移

年	HB型		VO型		合計		合計に占めるVO型の割合
		前年比		前年比		前年比	
2009年	3社	—	1社	—	4社	—	25%
2010年	9社	+200%	19社	+1800%	28社	+600%	68%
2011年	18社	+100%	21社	+11%	39社	+39%	54%
2012年	26社	+44%	27社	+29%	53社	+36%	51%
2013年	31社	+19%	36社	+33%	67社	+26%	54%
2014年	40社	+29%	53社	+47%	93社	+39%	57%
2015年	44社	+10%	90社	+70%	134社	+44%	67%
2016年	32社	▲27%	155社	+72%	187社	+40%	83%
2017年	24社	▲25%	212社	+37%	236社	+26%	90%
2018年	29社	+21%	256社	+21%	285社	+21%	90%

(資料) Broadridge “Principles and Best Practices for Virtual Annual Shareowner Meetings” APPENDIX C, 2018 および Broadridge 2018 調査 より

なお、2018年4月から同年12月までにVO型総会を開催したS&P500指数構成銘柄の発行会社のうち、28社の事例をみたところでは、総会の開催時間別でみると、1時間以上が3社(最長1時間20分)、45分以上1時間未満が4社、30分以上45分未満1社、15分以上30分未満が12社、10分以上15分未満が6社、10分未満が2社(最短は5分)となっていた。このうち、13社については、株主からの質問が1件も提出されない状況であった。

後述3.(1)のFord Motorのように、物理的総会からVO型総会に移行し、出席株主の増加や株主からの質問の増加といった株主との対話の活性化につながる事例がある一方で、相当規模の大きい上場会社の場合であっても、かなり短時間で、質疑応答を通じた株主との対話も一切なく終了する事例がVO型総会の約半数を占めている状況も存在している。

## 2. 米国におけるヴァーチャル総会に対する規制

### (1) 州会社法

#### ① デラウェア州の一般会社法

2000年にVO型も含めたヴァーチャル総会を初めて認めたデラウェア州の一般会社法は、概ね次のように定める(デラウェア一般会社法211条(a))。

ア. 株主総会は、定款または附属定款により指定された場所または指定されていないときは、取締役会が決定する場所で開催される。この会社法の規定または定款もしくは附属定款に従い、取締役会が株主総会の場所を決定する権限を付与される場合には、取締役会は、その独占的裁量(sole discretion)により、株主総会がいかなる場所においても開催されない代わりに、下記イ.により認められる遠隔通信手段(means of remote communication)のみにより開催されることを決定することができる。

- イ．取締役会の独占的裁量により認められ、かつ、取締役会が採択できる指針および手続に従う場合には、株主総会に物理的に出席しない株主および代理人は、次の全ての条件が満たされれば、その株主総会が指定された場所で開催されるか遠隔通信手段のみにより開催されるかの如何にかかわらず、遠隔通信手段により株主総会に出席したものとみなされ、議決権を行使することができる。
- a．遠隔通信手段により出席したとみなされ、議決権の行使を認められる者を認証するための合理的措置を会社が実施していること。
  - b．株主および代理人に対し、総会の議事を実質的に同時に読みまたは聞く機会を含め、総会に参加し、株主総会に提出された事項について議決権を行使する合理的な機会を提供する合理的措置を会社が実施していること。
  - c．株主または代理人が遠隔通信手段により総会で議決権の行使その他の行動をした場合、そのような議決権の行使その他の行動の記録が会社により保存されていること。

改正前のデラウェア一般会社法においては、附属定款において株主総会の開催場所についての定めがなされていない場合には、株主総会は、デラウェア州内にある会社の登録事務所 (registered office) において開催されるものとされていた。改正後においては、定款または附属定款に開催場所の定めがない場合には、取締役会が開催場所を決定できるものとされた。取締役会による開催場所の決定は、総会を物理的な場所で開催せずに、遠隔通信の方法のみにより開催できることも含まれている (前記ア)。これにより、VO型のヴァーチャル総会が法的に認められることになっている。

ただし、HB型またはVO型のいずれにおいても総会に物理的に出席しない株主が遠隔通信の方法により出席したとみなされるためには、(a) 参加者が株主であることを認証する合理的な措置、(b) 議事進行の同時把握を含め、その参加や議決権行使の機会を保障する合理的な措置および(c) 遠隔通信手段による議決権行使その他の行為の記録の保存という3つの要件を満たしていなければならない (前記イ)。前記イ．a からc について法令上、具体的な内容は定められていないが、これは将来の技術革新を前提に取って曖昧な定め方を採用したものとされている。a．の本人確認措置としては、一般的な本人確認情報に加えて、株主の登録住所宛に事前送付される12桁～16桁の株主確認番号をログイン時に入力することを求める方法が一般的である。b．の総会議事の同時把握の方法としては、音声だけの場合とビデオによる動画を伴うものがある。c．の会議記録としては、法律上は要点を整理した議事録でも足りるとされるが、逐語の録音反訳や音声記録自体を保存するのが通例とされている。

## ② 他州の状況

デラウェア州の一般会社法に準拠して設立された会社は、米国の証券取引所の上場会社の半数を超え、Fortune 500 企業の64%を占めるといわれている (Delaware Division of Corporations 2012 Annual Report 1頁)。デラウェア州一般会社法

は米国において最も影響力のある州会社法である。Broadridge 社による 2018 年 3 月時点のデラウェア州以外も含む州会社法におけるヴァーチャル総会の認容状況の調査をみると、HB型・VO型両方のヴァーチャル総会を認める州は 30 州にのぼり、HB型のみ認容する州は 12 州である一方、ヴァーチャル総会を一切認めない州は 9 州にとどまっている。2012 年時点の同社による調査において、HB型・VO型両方のヴァーチャル総会を認める州は 22 州、HB型のみ認容する州は 11 州、ヴァーチャル総会を一切認めない州は 18 州であったことからすると、ヴァーチャル総会を認める州会社法は着実に増加している状況にある。

【図表Ⅱ - 2 - 1】ヴァーチャル総会に関する米国の州会社法の状況（2018 年 3 月）

規制内容	州数	主な州
① HB型・VO型共に可	30	デラウェア、フロリダ、カリフォルニア、テキサス、ミネソタ、オハイオ、ペンシルベニア、マサチューセッツ、メリーランド
② HB型のみ可	12	ニュージャージー、コネティカット、ワシントン DC
③ VO型のみ可	0	—
④ HB型・VO型共に不可	9	ニューヨーク、ジョージア、アイダホ

(資料) Broadridge “Principles and Best Practices for Virtual Annual Shareowner Meetings” APPENDIX A, 2018 より

もともと、VO型の総会を認めている州においても、議決権を有する株主全員の同意がなければVO型の開催はできない旨（同意した株主についてのみ電磁的方法による参加を認めるHB型の開催は可能）を定めている州（カリフォルニア）、取締役会は、総会の場所を定めず、電磁的方法のみ（VO型）での開催を決定することができるが、一人でも株主からの要求があれば総会の場所を決定しなければならないとする州（メリーランド）、閉鎖的な非公開会社に限ってVO型の開催ができる旨を定めている州（マサチューセッツ）等もあり、VO型の総会の開催が法的には可能であっても、上場会社による開催が実務的には不可能または著しく困難となっている州会社法も多々存在しているようである。

このように、相当数の州がヴァーチャル総会を認める立法をしているものの、VO型まで認めるかHB型のみとするか、どのような会社にヴァーチャル総会を認めるか、認めるためにどのような手続を要することとするか等については多様性があり、一つに収斂する兆しはないようである。これは、株主総会の意義ないし機能に関する考え方の違いを反映しているとの指摘もなされている。

## (2) 証券取引所法・取引所規則

### ① 連邦証券法（証券取引所法）の規制

ヴァーチャル総会に対する規制は、基本的には州会社法の問題であり、連邦証券法（1934 年証券取引所法）上、これを直接に制限する規律はない。連邦証券法におけ

る株主総会に関連する規制は、委任状勧誘およびディスクロージャーの分野にとどまっている。

SEC（米国証券取引委員会）は、2002年3月以来、ヴァーチャル総会を禁じるコーポレートガバナンス・ポリシーの策定（または改訂）を求める株主提案について、株主総会の開催方法の決定は、株主提案を委任状勧誘書類等から除外できる事由の一つである「通常の事業運営」（ordinary business operations）上の判断（1934年証券取引所法規則 14a-8（i）（7））に該当するとの解釈をノーアクションレターにおいて明らかにしている。委任状勧誘規則の文脈ではあるが、ヴァーチャル総会の採否については会社側（取締役会）に決定の裁量があることを前提とする判断である。

## ② 証券取引所の規制

ニューヨーク証券取引所やNASDAQ等の証券取引所の上場規制は、上場会社に対して年次総会の開催を義務付けているものの、開催方法に関する特段の規制はなく、ヴァーチャル総会を禁止または制限する規制は存在していない。ただ、NASDAQは、上場に関するFAQにおいて、2012年7月31日付けで次のような質疑を公表している。

Q 年次株主総会は、ウェブ経由で開催できますか。

A NASDAQは、関連する州法においてウェブキャストが認められている場合には、物理的な総会の代替として、またはそれに付加するものとしてウェブキャストの利用を認めています。しかしながら、株主が経営に関する質問をする機会を有していることが重要です。

（原文）

Q Can an annual shareholder meeting be held via the web?

A Nasdaq permits the use of webcasts instead of, or in addition to, a physical meeting, provided such webcasts are permissible under the relevant state law. It is important, however, that shareholders have the opportunity to ask questions of management.

すなわち、州法で認められている場合には、NASDAQは物理的な会合の代わりに、あるいはそれに加えてウェブキャストの利用を認めているが、株主が質問の機会を有していることが重要との見解を示している。

## （3）自主ガイドライン

米国においては、ヴァーチャル総会について州会社法による規制は存在するものの、連邦証券法や証券取引所等の規制は存在しない状況であるが、2012年に投資家、発行会社、法律家、証券代行業者等からなるワーキング・グループ（“The Best Practices Committee for Shareowner Participation in Virtual Annual Meetings”．以下、本章において「委員会」という。）により、年次株主総会への株主のヴァーチャルな方法による参加に関するプリンシプルとベスト・プラクティスについて議論がなされ、“Guidelines for protecting and enhancing online shareholder participation in

annual meetings”（以下、「2012年ガイドライン」という。）がとりまとめられた。

委員会は、その後の状況等を踏まえ、2012年ガイドラインに代わるものを意図して、2018年に“Principles and Best Practices for Virtual Shareowner Meetings”（以下、「2018年ガイドライン」という。）をとりまとめている。2018年ガイドラインにおいては、①ヴァーチャル総会の開催について判断する際に考慮すべき事項、②ヴァーチャル総会を開催することを決定した場合に考慮すべき5つのプリンシプルと12のベスト・プラクティスが定められており、それらの内容は概ね以下のとおりである。

① ヴァーチャル総会開催の判断の際に考慮すべき事項

ヴァーチャル総会の開催を決定する際には、会社は、全株主の利益を考慮しなければならない。株主総会のヴァーチャルな要素は、株主の参加を向上させるものではあるが、物理的に総会に出席したとしたときと同等なアクセスを遠隔地の株主に与える方法で総会が運営されることが重要である。会社が考慮すべき主な事項としては、次のものがある。

ア. 経営者のほか、参加を望む全ての株主が連絡できる（reach）適正な技術があるか。

イ. HB型総会の場合には、物理的な出席者とオンラインでの参加者の両方に平等な機会を付与する計画となっているか。

ウ. 株主との有意義な対話（engagement）を可能とするものであるか。

エ. 広範な投資家層がヴァーチャルに総会を開催する理由を理解しているか。

オ. ヴァーチャル総会がその発行会社の過半数の株主にとって最善の利益となるか。

カ. ヴァーチャル総会において株主が質問の機会を保障される計画となっているか。

② ヴァーチャル総会開催の際のプリンシプルおよびベストプラクティス

ア. 5つのプリンシプル

会社がヴァーチャル総会の開催を決定した場合には、委員会が州会社法をレビューして合意した重要な指導的プリンシプルに従うべきとされている。プリンシプルは、現在、物理的な株主総会で一般に受け入れられているベスト・プラクティスよりも厳しい基準の策定を意図したものではないとされている。

【図表Ⅱ - 2 - 2】 5つのプリンシプル

プリンシプル	概要
a. 年次総会への広範な投資家の参加は評価され、奨励されるべき	ヴァーチャルな技術を株主総会に取り入れる会社は、その技術を株主の参加を制限するのではなく、拡大するツールとして利用すべき。この目的のため、ヴァーチャルな選択肢が利用されるときは、遠隔地の出席者が物理的な出席者と同程度で総会に参加する機会を与えられるべき。
b. 株主総会は、参加投資家の公平	グラス・ルイスの2018年のヴァーチャル総会に関する

プリンシプル	概 要
かつ平等な取扱いを促進すべき	る指針では、「V O型の総会を選択する会社のガバナンスのプロフィールを分析する際に、委任状勧誘説明書において物理的な総会に出席するのと同様な権利と機会の付与を株主に保障する十分な開示がなされることを求めている」と述べている。
c. 投資家・取締役間の有意義な対話の機会が提供されるべき	会社および取締役会は、時間およびコストの要素を考慮するのと同じくらい、株主と取締役の間の有意義な対話（engagement）を促進することの価値および方法を強く選好すべき。
d. 発行会社は、ヴァーチャル総会の便益を株主に発信すべき	会社は、ヴァーチャル総会に移行する前に、株主のヴァーチャル総会や有意義な参加方法に対する理解を確保するために明確な情報発信をすべき。
e. ヴァーチャル総会は、株主・会社間の有意義で開かれた対話を提供する方法として利用されるべき	ヴァーチャル総会は、物理的な総会と同様な質問および対話（dialogue）の機会を提供すべき。

株主に対するヴァーチャル総会の便益に関する説明としては、例えば、2017年に物理的な株主総会からV O型の総会に移行したフォード・モーターの同年の委任状勧誘説明書において、インターネットにより自宅その他の遠隔地から総会の議事進行の聴取、議決権行使および質問ができるようになることから株主の総会へのアクセスが向上するとともに、総会の効率性の向上やコスト削減といった説明がなされている。このほか、Hewlett Packard Enterpriseの2018年の委任状勧誘説明書のFAQには、ヴァーチャル総会の理由として、最新のテクノロジーを取り入れることにより、株主および自社の双方にとってアクセスやコミュニケーションが向上し、コスト削減となり、株主が世界のどこからでも参加できることから、ヴァーチャル総会の開催が株主の出席および参加の増加につながる事が挙げられている。

#### イ. 12のベスト・プラクティス

株主総会へのヴァーチャルな参加が、物理的な株主総会におけるものと同様な株主、経営陣、取締役の間の対話（dialogue）の機会を提供することを確保するため、委員会は、12のベスト・プラクティスを推奨している。

【図表Ⅱ - 2 - 3】12のベストプラクティス

ベスト・プラクティス	概 要
a. 総会の方式は委任状勧誘説明書の公表前に決定されるべき	VO型、HB型または通常型の選択の決定前に予想される投資家の反応を十分に理解する必要がある。会社は、以前に開催したヴァーチャル総会に対する株主の反応を評価し、物理的に出席したいとの要求を考慮すべきである。総会の方式および参加方法は、委任状勧誘説明書において明瞭に開示されるべきである。
b. 年次総会の方式を決定する際には、当該総会における議案その他の関心事項を考慮すべき	<p>例えば、以下のような事項を考慮すべきである。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 会議の目的事項が争いのない取締役の選任や監査人の承認といった日常的で議論の余地がない事項に限定されているか否か。</li> <li>● 議論の的となる会社側提案や株主提案が目的事項であるか否か。</li> <li>● 合併のような重大な事業上の取引が目的事項であるか否か。</li> <li>● 議案が反対票の勧誘や否決キャンペーンの対象となる可能性があったりしないか。</li> <li>● 会社が株主からの深刻な反発を受けていたり、重大なガバナンス、業務面または業績面の問題が関係する株主によるアクティビズムの重大関心事の対象となっていることはないか。</li> </ul>
c. 不断に技術や方法の変化を評価すべき	年次総会のヴァーチャルな要素、特にVO型総会を検討している会社は、株主の最大限の参加を確保するため、毎年、十分に技術や方法を評価すべきである。これらの評価は、将来のヴァーチャル総会に関する決定の観点から、取締役会が関与すべきである。会社は、ヴァーチャルな参加を可能とした年次総会の後には、目標が達成されたかや変更する必要がある点は何かを評価すべきである。
d. 同等なアクセスを確保すべき	株主は、電話回線または事前に記録されたもしくはオンラインでのビデオ・プレゼンテーションを通じたバーチャル・ベースで株主提案の提出を認められるべきである。株主がアクセスをテストし、総会に出席できることを確認できるよう、総会の前にビデオもしくはウェブ回線または電話回線の開放が実施されるべきである。正式な総会の終了後に、会社が株主との質疑応答の時間を設けている場合には、ヴ

ベスト・プラクティス	概 要
	<p>アーチャルな参加者がその部分にも参加できることを保障すべきである。</p>
<p>e. 正式な行為規範の策定</p>	<p>会社は、株主総会への参加に関し、正式で一般的な行為規範 (rules of conduct) を採択すべきである。その行為規範は、全ての総会参加者の時間に配慮しながらも、株主には質問や上程された各議案について簡潔に意見を述べる十分な機会を許すものでなければならない。行為規範は、総会前および総会中において物理的な出席者およびヴァーチャルな出席者の両方に入手可能でなければならない。行為規範は、会議のヴァーチャルな要素が存する投票時間および質疑応答時間において現実性および良心的な公正さの認識 (the reality and the perception of scrupulous fairness) の両方を促進するものでなければならない。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 投票時間については、総会のヴァーチャルな面を観察し、最終結果を認証する前に最終的な投票の一致を検証する独立検査人 (Independent Inspector of Elections) を選任しておくことが賢明である。</li> <li>● 質疑応答時間については、会社は、総会に先立って、例えば、IRウェブサイトまたは株主の掲示板 (shareowner discussion group or bulletin board) を経由して質問を提出可能とすべきである。ヴァーチャルな要素がある場合には、会社は、総会中にインターネットによる質問の提出を可能とすべきである。</li> <li>● 議長は、最初の質問を受けた後、物理的な出席者、事前に質問を提出した者、オンラインでリアルタイムの質問を提出しようとする者の中から交互に質問を受けることを推奨される。</li> <li>● 総会にヴァーチャルな要素がある場合には、会社は総会にコールインする株主のために無料の電話番号を含む配慮をすべきである。質疑応答時間において、全ての株主から先着順で質問を受け付ける際に、それらの電話も順番待ちや受付に最大限に組み入れられることを保障すべきである。総会に割り当てられた時間の終了時点において、質</li> </ul>

ベスト・プラクティス	概 要
	問する株主が残っている場合には、議長は、可能ならば時間の延長を考えるべきである。
f. 合理的な時間ガイドラインの策定	会社は、総会中の議案に関連する質問であるか、総会終了後の会社の事業に関連する質問であるかにかかわらず、株主からの質問に関する合理的な時間ガイドラインを策定すべきである。株主提案を提出した株主に関する2～3分の時間制限および一般的な質問や意見に関する2分の時間制限は、一般的には適切かつ有益であると認識されている。
g. 不適切な質問に関する規則の策定	会社は、物理的な出席者からまたはオンラインで受けた質問が不適切（out of order）である場合の取扱いを明瞭に説明する規則を公表すべきである。例えば、議論されている提案と関係ないもの、株主全般に共有されない個人的な関心事についてのものまたは露骨に攻撃的な言葉を用いたものは、不適切な質問や意見であると定めることもできる。さらに、会社は、一度、物理的にまたはオンラインで発言をした株主は、2つ目の質問または意見を述べる前に、同一事項に関する全ての他の質問者の順番が終了するまで待機することを要求すべきである。
h. 透明性を向上させる規則の策定	会社は、質問を取り上げる方法について透明性を向上させる手続に関する規則の策定に特別の注意を払うべきである。総会にヴァーチャルな要素がある場合、事前にまたはウェブ経由で受けた株主の質問の選別、まとめ、優先順位付けおよび回答または回答拒否の方法に関する操作の外観や操作の潜在的可能性を回避しなければならない。株主による質問や意見を取り上げるための規則は、総会参加者に開示されるべきである。
i. 総会の過程においてオンラインで受けた質問の公表	総会にヴァーチャルな要素のある会社または総会に先立つ質問を勧誘する会社は、総会の過程において受け付けた全ての適切な質問および会社側の回答をウェブサイトのIRページ上で総会終了後速やかに公表することを真摯に検討すべきである。
j. 株主の取締役会メンバーへのアクセスの確保	ヴァーチャルな参加者が取締役会メンバー、特に独立した取締役会のリーダーシップについて見て、聞いて、質問をする機会を有することは重要である。独立取締役が取締役会の議長でない場合には、独立

ベスト・プラクティス	概 要
	した主導的な取締役が、少なくとも非公式ベースで総会の議事進行に関与すべきである。
k. 技術的なサポートラインを利用可能とすること	会社は、ウェブキャストへのアクセスについて質問がある株主のために技術的なサポートラインを提供すべきである。
l. ヴァーチャル株主総会に関する記録保存	会社は、合理的な期間（理想的には1年以上）ウェブサイトで一般に入手可能な状態で総会に関する記録を保存すべきである。

### 3. 米国におけるヴァーチャル総会の実務

#### (1) ヴァーチャル総会の利点・問題点

米国においては、ヴァーチャル総会の利点および問題点として、次のような指摘がなされている。

#### 【図表Ⅱ - 3 - 1】 ヴァーチャル総会の主な利点および問題点

利点
<p><b>【株主】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 物理的な開催地への移動に係る費用や時間の負担なしで総会への参加が可能となる。</li> <li>✓ 物理的に出席が困難な障がい者である株主による参加も可能となる。</li> <li>✓ 多数の銘柄を保有する株主の場合、物理的な出席の制約から解放されることにより多数の会社の株主総会への参加が可能となる。</li> <li>✓ 株主の一部は、ヴァーチャルなプラットフォームを通じて質問がしやすくなる。</li> <li>✓ 株主のみならず関心ある公衆にも開放することにより総会の透明性が向上する。</li> </ul>
<p><b>【発行会社】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ アクセスの向上による株主の参加の増加。</li> <li>✓ 総会に参加する取締役が他社の取締役を兼任している場合、複数の総会への参加が容易となる。</li> <li>✓ 全体的な質疑応答のプロセスが合理化される（より練られた回答がされること、トピックスごとに質問が整理されることにより多くの質疑の時間がとれる）。</li> <li>✓ 物理的な総会で他人に見られている状況ではなく、相対的に匿名性のある状況であるため、株主から追加的でより挑戦的な質問を集められる。</li> <li>✓ 総会へ参加しやすいため、大衆の認知度の向上につながる。</li> <li>✓ 技術的なメリットにより効率性を享受できる（技術的な向上やプラットフォーム・プロバイダーのサービス拡充により出席者のトラッキング、ID 認証、総会後のサマリーの自動作成、総会終了後にオーディオやウェブキャストの記録へのアクセス、等）。</li> <li>✓ V O型の場合、会場の予約や飲食・装飾・警備等のアレンジが不要となり、物理的な総会に比べて準備する時間・労力・運営費用の節約が図られる。</li> </ul>

利点
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ V O型の場合、経営者や取締役の移動に係る時間や費用が節約され、スケジュール調整が容易となる。</li> <li>✓ V O型の場合、総会に關与する経営者や従業員がより早く仕事に復帰できることによる日常業務への負担軽減と生産性の向上。</li> <li>✓ テクノロジーへの造詣が深いというイメージの投影によるテクノロジービジネスやブランドの促進の可能性。</li> <li>✓ V O型の場合、移動がなくなることによる炭素排出の削減、紙の削減等による環境負荷の軽減となる。</li> <li>✓ V O型の場合、物理的な総会に比べて、警備（セキュリティ）等に関する懸念がない。</li> </ul>

問題点
<p><b>【株主】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ V O型の場合、双方向の率直な意見交換や経営者の意見等を直接に評価する機会が損なわれる可能性がある。</li> <li>✓ 株主総会以外で経営者との直接的な対話の機会がある大手機関投資家と異なり、V O型の場合、個人投資家や小規模な機関投資家にとっては経営者との直接的な対話の機会が失われる。</li> <li>✓ オンラインで提出された質問の取扱いにおいて透明性が欠如するときには、会社が潜在的に難しい質問を回避する可能性がある。</li> </ul>
<p><b>【発行会社】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 一部の機関投資家やコーポレート・ガバナンス・グループは、アカウントビリティや透明性への悪影響を懸念してV O型のヴァーチャル総会には否定的な態度である。</li> <li>✓ 株主のヴァーチャル総会への参加が増加し、議決権の事前行使が減少すれば、議決権行使結果が不透明となり、予測が難しくなる。</li> <li>✓ アクティビストによる総会参加が容易となり、経営者に対する非建設的で挑戦的な質問を誘発する可能性があり、物理的な総会よりも効果的な処理が難しくなるおそれがある。</li> <li>✓ 物理的な総会よりもより多くの質問に対応しなければならなくなる可能性がある。</li> <li>✓ テクノロジーは発展しているものの、物理的な総会にはない質問の提出の遅延、音声不明瞭になること、通信の中断等の技術的な不調（故障）やサイバーセキュリティ・リスクがヴァーチャル総会に悪影響を及ぼす可能性がある。</li> <li>✓ アクティビスト・ハッカーからの妨害を受けるリスクがある。</li> </ul>

(資料) Lisa A. Fontenot “Public Company Virtual-Only Annual Meetings”. The Business Lawyer; Vol. 73, Winter 2017-2018 より

ヴァーチャル総会の主な利点としては、株主の総会参加が容易となり、参加する株主が増加することが挙げられている。ヴァーチャル総会への株主の参加（出席）状況に関して、まとまった統計等はないようであるが、2017年に物理的な総会からV O型総会

に移行したフォード・モーターが前年との比較を公表している。その概要をみてみると、同社の場合、2017年のV O型総会に総会中の議決権行使や質問が可能な状態でオンライン参加した株主数は、前年の物理的な総会に比べて2.5倍の増加となり、総会中の株主からの質問と会社の回答の件数も3倍となっており、ヴァーチャル総会が総会に参加する株主の増加や株主との質疑の活性化に寄与している状況であることが窺われる。

【図表Ⅱ－3－2】ヴァーチャル総会移行時の出席株主数等の状況 (Ford Motor)

項目	2016年（物理的総会）	2017年（V O型の総会）
出席株主数	59名	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 16桁のコントロール・ナンバーを入力してログインした株主：147名</li> <li>● 上記のほか、ログインして総会を聴取した者：203名（株主以外の者も含む）</li> </ul>
株主からの質問・回答数	9件	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 総会中に回答された質問数：27件</li> <li>● 提出された質問および意見の数：90件超</li> </ul> <p>（注）総会中に未回答の質問に対する回答は、総会終了後に1週間にわたり自社HPに掲載</p>

2018年総会に関しては、出席株主も含めて総会を聴取した者の概数が300であったことのみが公表されている。なお、同社のHPに掲載されている逐語的な総会議事録によると、総会中に回答されている株主からの質問は、16件であった。

（出所）Ford Motor Company's 2017 Annual Meeting of Shareholders Meeting Preliminary Results より

## （2）ヴァーチャル総会に対する投資家の反応

一部の機関投資家やコーポレート・ガバナンス・グループは、アカウントビリティや透明性への悪影響を懸念してV O型総会には否定的な反応である。

例えば、CII (Council of Institutional Investors) やCalPERS (California Public Employees' Retirement System) は、V O型総会に対する強い反対意見を表明しており、遠隔通信の方法による株主総会は、通常の株主総会の代替ではなく、補完するものとして開催され、ヴァーチャルな選択肢は遠隔地の株主が物理的な出席株主と同程度に総会に参加するための機会を促進するものとして利用されるべきとしている。また、CalSTRS (California State Teachers' Retirement System) は、テクノロジーの発展は認識しつつも、HB型総会が優先されるべきと表明している。

機関投資家のV O型総会に対する中心的な懸念は、株主が直接、取締役に対面する可能性を排除することであり、株主総会への参加の実効性を低下させることへの懸念である。株主・経営者間のコミュニケーションに関連するもう一つの典型的な懸念としては、V O型の場合、株主からの質問の取扱いについて経営者に過度のコントロールを与えるということである。すなわち、悪影響を低減させ、あるいは関心を別に向けるため、質問の選別 (filtering)、仕分け (grouping)、言い換え (rephrasing) または無視といった操作の可能性に対する懸念である。物理的な総会では難しい、ハードな質問を回

避するといった可能性もある。ヴァーチャル総会では、率直な物言いをする株主（outspoken shareholder）やアクティビストの影響を限定できるようになるとの批判もある。

V O型総会が急速に増加する中で、2017年には、ニューヨーク市の年金基金等（運用額 1,700 億ドル）を監督するニューヨーク市会計検査官（City of New York Comptroller）が年金基金の投資先のうちV O型総会を行う S&P500 指数の構成銘柄の発行会社（2017年4月2日付けの公表文によれば、少なくともフォード・モーター、ヒューレット・パッカード、インテル、ペイパル等の17社が含まれている。）に対して、これを継続する場合には、コーポレートガバナンス委員会の委員である取締役の選任議案について反対投票を行う議決権行使方針を採択するよう年金基金に勧告する意向である旨の書簡を送付した事例もある。

### （3）ヴァーチャル総会に対する議決権行使助言会社の態度

議決権行使助言会社は、最近になりV O型総会に対する否定的な態度を明確にしている。

グラス・ルイスは、2018年には会社がV O型総会を開催していることのみで議決権行使の推奨はしていなかったが、2019年より取締役会がV O型総会の開催を計画し、実効的な開示をしていない場合には、原則としてガバナンス委員会の委員である取締役の選任議案に対し反対を推奨している。

### 【図表Ⅱ - 3 - 3】 グラス・ルイスの米国向けガイドライン（抜粋）

#### ヴァーチャル株主総会

相対的には少数ではあるが、ヴァーチャル・オンリー株主総会の開催を選択する会社が増加している。グラス・ルイスは、ヴァーチャル総会のテクノロジーは物理的な総会に出席不可能な株主の参加を拡大することにより伝統的で物理的な株主総会への有用な要素となりうると考えている（いわゆるハイブリッド型総会）。しかしながら、ヴァーチャル・オンリー総会については、株主が経営者と有意義なコミュニケーションを行う能力を制限する可能性があると考えている。

機関投資家協議会（Council of Institutional Investors）を含む有力な株主権の擁護者らは、ヴァーチャル・オンリー総会は物理的な総会での経験とは近いものではなく、取締役会の株主に対するアカウンタビリティを低下させる可能性があるとの懸念を表明している。ヴァーチャル・オンリー総会を選択している会社のガバナンスを分析する際には、株主に対する物理的な総会と同等な参加の権利と機会の付与を納得させる明確な開示が委任状勧誘説明書でなされているかに拠ることになる。

実効的な開示の事例には、(i)株主の質問のための時間に関する指針、許容される質問の分類に関するルール、質問や意見が総会参加者に認識され、開示される方法に関するルールを含む総会中における株主の質問権についての取扱い、(ii)もしあれば総会終了後実務上できるだけ速やかに総会中に受けた適切な質問および会社の回答を自社のウェブサイト上のIRのページで閲覧に供する手続、(iii)ヴァーチャル総会プラットフォームへのアクセスに関する技術的およびロジスティックな問題の取扱い、(iv)ヴァーチャル総

会へのアクセスが困難なときの技術的サポートへのアクセスの手続がある。

取締役会がヴァーチャル・オンリー総会の開催を計画し、かつ、そのような実効的な開示をしていない場合には、原則としてガバナンス委員会の委員である取締役の選任議案に対し反対を推奨する。

(出所) Glass Lewis “2019 Proxy Paper Guidelines—United States” . 50～51頁 より

また、ISSは、英国・アイルランドおよび欧州向けの議決権行使ガイドラインにおいて、2018年以降、HB型のヴァーチャル総会を可能とする提案に対しては賛成、VO型総会の開催を可能とする提案に対しては反対を推奨する新たな方針を導入している。

なお、ISSが2017年に主として米国の機関投資家、発行会社等に対して行った調査(2017-2018 ISS Global Policy Survey)によると、ヴァーチャル総会に対する態度は、下表のとおりである(回答者は、投資家:129、発行会社等の非投資家:469)。

【図表Ⅱ-3-4】 ヴァーチャル総会に関するアンケート調査(2017年)

回答内容	投資家	非投資家
原則としてVO型またはHB型のいずれの総会も受入れ可能	19%	42%
原則としてHB型の総会のみ受入れ可能	36%	9%
HB型は受入れ可能。VO型は、物理的な総会と同等の株主権が与えられている場合に限り、受入れ可能。	32%	22%
VO型またはHB型のいずれの総会のいずれも支持しない	8%	15%
その他	5%	12%

(出所) ISS “2017-2018 ISS Global Policy Survey Summary of Results” . 11～12頁より

#### (4) ヴァーチャル総会の実務において考慮すべき事項

議決権行使を含む株主総会は、全ての株主に対して公正かつ開かれた方法で行われ、決議の結果の完全さ(integrity)を確実なものとする事で、その後の決議の無効や取消のリスクを最小化しなければならない。このため、会社は、次のことに留意しなければならない。

- ① 適法性:総会の行為が会社法、取引所の上場規則および会社の社内規程等を含む全ての法的な要件を満たすものであること
- ② ヴァーチャル総会に関する株主への周知
- ③ 総会の遂行をサポートする技術:利用される技術が権利を有する株主全員のために合理的なアクセスを保障するものであることを確認すること
- ④ 会議の手順(Meeting protocols):総会への株主の参加を促進するため、会議の手順を適切に実行すること

## ① 適法性

いうまでもなく、会社に適用される会社法、取引所の上場規則、会社の社内規程等の会社に適用される規制上、ヴァーチャル総会が適法に遂行されるものでなければならぬ。特に、設立準拠法である州会社法においてヴァーチャル総会の開催が許容されているか、許容されているときであっても定款等の社内規程に従っているかを確認することが重要である。また、デラウェアの一般会社法では、株主による遠隔通信手段による総会への参加については、取締役会による承認 (authorize) が必要であるため、遠隔通信手段による参加を認める附属定款の定めによってもこの要件は満たされていると解されているようではあるが、VO型総会の開催毎に取締役会の決議により遠隔通信手段による参加を認めた方が慎重な実務とされているようである (Steven M. Haas and Charles L. Brewer “Making the Switch: A Company’s Guide to Virtual-Only Shareholder Meetings”. Hunton & Williams LLP Client Alert, 2017年11月より)。

なお、株主総会の開催に関しては、会社の附属定款に定めが置かれている。下記は、その事例である (いずれもデラウェアの一般会社法を設立準拠法とする会社で、VO型総会の開催実績のある会社)。

### VO型総会を附属定款で明示している事例 (PAYPAL HOLDINGS)

#### PAYPAL HOLDINGS, INC.

**第 1.1 条 総会の場所** 当会社の株主総会は、デラウェア州内または州外のいかなにかかわらず、取締役会がその時々において指定する場所 (place) で開催する。取締役会は、その独占的裁量により、総会がいかなる場所においても開催されず、その代りデラウェア一般会社法が定める遠隔通信手段のみにより開催されることを決定できる。

(原文)

**Section 1.1 Place of Meetings.** Meetings of the stockholders of the Corporation may be held at such place, either within or without the State of Delaware, as may be designated from time to time by the Board of Directors. The Board of Directors may, in its sole discretion, determine that the meeting shall not be held at any place, but may instead be held solely by means of remote communication as provided under the Delaware General Corporation Law.

ただし、VO型総会の開催実績がある会社においても、附属定款においてVO型総会について明示していない事例がある。

## VO型総会を附属定款で明示していない事例 (NETFLIX)

NETFLIX, INC.

### 第2.1条 総会の場所

株主総会は、デラウェア州内または州外の取締役会が指定する場所で開催される。そのような指定がない場合には、株主総会は、当会社の登録事務所において開催される。

(原文)

### 2.1 PLACE OF MEETINGS

Meetings of stockholders shall be held at any place, within or outside the State of Delaware, as designated by the Board. In the absence of any such designation, stockholders' meetings shall be held at the registered office of the corporation.

### ② ヴァーチャル総会に関する株主への周知

前記2.(3)の自主ガイドラインのベスト・プラクティス、3.(3)のグラス・ルイスの議決権行使ガイドラインにあるとおり、発行会社が株主に対して総会の方式やヴァーチャル総会への参加方法を十分に周知することが重要である。

例えば、VO型総会を開催する会社においては、狭義の招集通知や委任状勧誘説明書等において、株主に対し次のような周知がなされている。

### 狭義の招集通知 (Ford Motor)

(委任状勧誘説明書の表紙部分)

Notice of 2018 Virtual Annual Meeting  
of Shareholders and Proxy Statement

Thursday, May 10, 2018 at 8:30 a.m., Eastern Daylight Savings Time  
Virtual Annual Meeting of Shareholders  
Online Meeting Only - No Physical Meeting Location

(狭義の招集通知)

フォード・モーター・カンパニーのヴァーチャル年次株主総会の招集通知

2018年5月10日(木曜日) 午前8時30分

本年のヴァーチャル年次総会は、午前8時30分に開始されます。当該ヴァーチャル総会に参加される場合には、委任状勧誘説明書97頁記載の説明をご覧ください。株主の皆様は、インターネットがつながるご自宅または他の遠隔地から総会の議事を聞き、議決権を行使し、そして質問を提出することができます。株主の皆様が出席できる物理的な場所はありません。株主の皆様は、[www.virtualshareholdermeeting.com/FORD2018](http://www.virtualshareholdermeeting.com/FORD2018) にログ

インすることのみによりオンラインで総会に参加することができます。

目的事項

(以下省略)

(原文)

**Notice of Virtual Annual Meeting of Shareholders of Ford Motor Company**

Thursday, May 10, 2018

8:30 a.m., Eastern Daylight Savings Time

This year's virtual annual meeting will begin promptly at 8:30 a.m., Eastern Daylight Savings Time. If you plan to participate in the virtual meeting, please see the instructions on page 97 of the Proxy Statement. Shareholders will be able to listen, vote, and submit questions from their home or from any remote location that has Internet connectivity. There will be no physical location for shareholders to attend. Shareholders may only participate online by logging in at [www.virtualshareholdermeeting.com/FORD2018](http://www.virtualshareholdermeeting.com/FORD2018).

ITEMS OF BUSINESS:

(省略)

委任状勧誘説明書における説明 (Ford Motor)

**ヴァーチャル年次総会に関する説明**

本年の当社の年次総会は、完全なヴァーチャル総会です。物理的な総会の場所はありません。総会は、ライブのウェブキャストを通じてのみ行われます。

ヴァーチャル総会に参加するためには、[www.virtualshareholdermeeting.com/FORD2018](http://www.virtualshareholdermeeting.com/FORD2018)を訪れ、インターネットで入手可能な委任状勧誘書類の通知、委任状カードまたは委任状勧誘資料に付随する説明書に記載されている16桁のコントロール・ナンバーをご入力ください。株主の皆さんは、2018年5月10日午前8時より総会プラットフォームにログインを開始することができます。総会は、2018年5月10日午前8時30分に開始されます。

ヴァーチャル総会のプラットフォームは、最新のソフトウェアおよびプラグインを伴ったブラウザ (Internet Explore、Firefox、Chrome および Safari) およびデバイス (デスクトップ、ラップトップ、タブレットおよび携帯電話) について完全にサポートされています。参加者は、総会に参加しようとするときは強固なWiFiの接続があることをご確認ください。また、参加者は、十分な時間の余裕をもってログインし、総会の開始前にストリーミング・オーディオを聞くことができることをご確認ください。

ご質問の提出をご希望される場合には、2つの方法によることができます。総会前にご

質問されることを希望される場合には、2018年5月7日午前8時30分から2018年5月9日午後11時59分までの間に、[www.proxyvote.com](http://www.proxyvote.com)にログインし、16桁のコントロール・ナンバーを入力し、ログイン画面から「経営者に向けた質問 (Question for Management)」をクリックし、質問を入力、「提出 (Submit)」をクリックします。他方、総会中にご質問の提出をご希望される場合には、[www.virtualshareholdermeeting.com/FORD2018](http://www.virtualshareholdermeeting.com/FORD2018)でヴァーチャル総会プラットフォームにログインし、「質問する (Ask a Question)」のフィールドにご質問を入力後、「提出 (Submit)」をクリックしてください。

総会の目的事項に関連するご質問は、時間的な制約にもよりますが、総会中に回答がなされます。個人的な事項に関するご質問（雇用、製品やサービスに関する問題、製品の革新に関するご意見を含みます。）は、総会の目的事項には関連しないため、回答はなされません。総会の目的事項に関連するご質問でありながら、時間的な制約のために回答がなされなかったものについては、[www.shareholder.ford.com](http://www.shareholder.ford.com)にご質問とそれに対する回答がオンラインで掲載されます。ご質問および回答は、総会後できるだけ速やかに閲覧できるようになり、掲載後1週間にわたり閲覧可能です。

総会当日にヴァーチャル総会プラットフォームについて技術的な問題が発生した場合には、855-449-0991（無料電話）または720-378-5962（国際通話）にご連絡ください。技術的サポートは、2018年5月10日午前8時から総会終了後30分経過時点までご利用可能です。

また、2018年ガイドラインで定められているベスト・プラクティスにおいては、総会への参加に関する一般的な行為規範、各株主の質問時間の制限、不適切な質問等に関するルールを定め、株主に入手可能な状態にすることを推奨している（表Ⅱ-2-3のe～h）。一部の会社では、ヴァーチャル総会への参加に関するルール（rules of conduct and procedures）を定め、プラットフォームの総会に関する画面上に委任状勧誘説明書、アニュアル・レポートと共に掲載している場合もある。

#### Rules of conduct and procedures の事例 (Ford Motor)

##### 2018 年年次株主総会の行為および手続に関するルール フォード・モーター・カンパニー

フォード・モーター・カンパニーの2018年年次株主総会へようこそ。秩序ある総会のために、参加者は、以下の行為および手続に関するルールを尊重することを求められます。

1. アジェンダは、本総会においてその事項が提出される順番を示しています。アジェンダにある項目が審議されている間、質問は当該事項に関するものに限定されます。
2. 本総会で行われるべき議事日程は、2018年3月29日付けの2018年ヴァーチャル年次総会の招集通知および委任状勧誘説明書に掲載の事項に限られています。
3. 本総会においては、2018年3月14日現在の登録株主および当該株主の委任状保有者

に限り、質問や議決権行使をすることができます。

4. 全ての株主からの質問および意見は歓迎されます。ただし、会議の目的は遵守され、当社は、次に掲げるような意見または質問を許容しません。
  - a. 会議の事項や当社の事業に関連しないもの
  - b. 当社の重要な未公開情報に関係するもの
  - c. 個人的な不満に関係するもの
  - d. 個人に対する誹謗中傷その他品格に欠けるもの
  - e. 他の株主によりなされた発言の繰り返しであるもの
  - f. 係争中の訴訟や見込まれる訴訟に関係するもの、または
  - g. レイオフ、雇用終了、降格、雇用の要求のような個人的な事項、当社の個別商品や金融サービスについての苦情もしくは商品やサービスの革新に関する提言に関係するもの
5. 質問や意見は、本総会の前または本総会中に Virtual Shareholder Meeting ウェブサイト ([www.virtualshareholdermeeting.com/FORD2018](http://www.virtualshareholdermeeting.com/FORD2018)) の「Ask a question」テキストボックスに提出することができます。
6. 同一のものその他関係するトピックスについての複数の株主からの質問は、分類され、要約され、または一括して回答されることがあります。可能な限り数多くの異なる株主からの数多くの質問に回答できるよう、1人の株主から提出できる質問は3つまでとなります。
7. 会議事項に関連するものであり、時間的な制約から本総会中に回答されなかった質問は、オンラインで掲載され、[www.shareholder.ford.com](http://www.shareholder.ford.com)において回答されます。質問および回答は、本総会后、できるだけ速やかに閲覧に供され、掲載後1週間、閲覧できます。
8. 株主提案のプレゼンテーション中において、各提案者は当該提案について3分間の時間が与えられます。提案者の発言は、当該株主提案についてのものに限定されます。
9. 本総会を阻害する騒乱、技術的な故障その他の重大な問題が発生した場合、議長は、本総会を散会 (adjourn)、継続 (recess) または終結の促進 (expedite) とし、またはその事情に照らして議長が適切と判断するその他の措置を講ずることができます。
10. 本総会の録音等は禁止されます。本総会のリプレイ (再生) は、総会日からおおよそ1年の間、当社のウェブサイトにおいて利用可能です。

**本ルールに対する違反は、ヴァーチャル総会からの退場の理由になります。**

### ③ 総会の遂行をサポートする技術

ヴァーチャル総会をサポートするために利用される技術は、安全であり、かつ、株主全員の合理的なアクセスと参加や議決権行使の権利の確認 (validation of entitlement) を保障するものでなければならない。

最上級の技術の利用は、ヴァーチャル総会の成功の鍵である。利用される技術は、次の要素を考慮すべきであるとされる。

- ・安全、システムの拡張性 (scalability)。大規模化してもコスト等が規模に比例し

て増えないこと) および冗長性 (redundancy。耐障がい性を高めるためにネットワークを含むシステム全体を二重化して予備システムを準備することを冗長化といい、冗長化によって信頼性、安全性を確保した状態を冗長性があるという。)

- ・ ヴァーチャル総会に参加するために特別なウェブキャストのアプリの必要性の排除
  - ・ 再生の中断やバッファリングなしで切れ目のない伝達が行われるよう最適化通信 (adaptive streaming。動画コンテンツを視聴環境 (デバイスや回線速度等) に合わせて、可能な限り品質高くスムーズに再生できるようにするための動画配信技術) の利用
  - ・ 株主のアクセスや遠隔地からの議決権行使の容易さを保ちながら、安全なログインや株主認証を提供すること
  - ・ 統合された登録、議決権行使および報告のソフトウェア
  - ・ リアルタイムの管理報告、カスタマイズされた即時の結果スクリーンおよび詳細な監査報告
  - ・ 参加を最大化し、株主のデバイスの選択に適応するデバイスの中立性
- 一般的には、上場会社がヴァーチャル総会を第三者の支援なしで開催することは不可能ではなくとも実務的ではなく、Broadridge 社や Computershare 社のような経験のあるサービス・プロバイダーのプラットフォームを利用することになる。

#### ア. 音声とウェブキャスト (音声+動画) (audio + video)

米国においては、現在までヴァーチャル総会の圧倒的大多数が音声のみで行われている (同時にスライドのプレゼンテーションの表示やウェブサイトを通じた株主認証や議決権行使が行われる。)。2018 年の状況では、VO型総会のうち 98% (2017 年は 97%) が音声利用で、動画利用は 2% (同 3%) にとどまり、HB型総会でも音声利用が 80% (同 83%) に対し動画利用は 20% (同 17%) であった (Broadridge 2017 調査 2 頁および Broadridge 2018 調査 2 頁)。動画 (videocasting) に対して音声のみの総会が選択されている理由は、(i)費用が安いこと、(ii)音声の伝達 (audio transmission) は十分に試された (well-proven) 技術であり参加者にとって十分な冗長性があるものであり (with solid redundancy)、動画と比較して帯域幅 (bandwidth。単位時間に送ることができる情報量、すなわち伝送速度) の問題が無視できるほどであること、(iii)一部の会社では取締役会のメンバーがプレゼンテーションにおける些細な事故 (mishap) が捉えられて繰り返し再生されるような「ユーチューブ・カルチャー」を懸念していることが挙げられる。

ただし、動画の活用は、取締役や経営者を見たいという株主の欲求を満たすことの助けになる。動画を利用したプレゼンテーションについての取締役の不安は、メディア・トレーニングにより緩和されるであろう。特に大企業のヴァーチャル総会においては、音声のみよりは動画の利用が推奨されるものの、小規模な会社の場合には、総会への株主の参加の水準と動画の追加的なコストが釣り合わないであろうことも想像に難くない。従って、株主数や参加者が一定数を下回る会社の場合に

は、質疑の管理に関する手順が十分になされていることを条件に、音声のみのヴァーチャル総会は依然として実務的で費用面でも効率的な解決策となり得るであろう。

#### イ. 安全なログインと認証 (secure login and authentication)

ヴァーチャル総会のプラットフォームは、総会に参加し議決権を行使する資格を有する株主に安全なログインを提供している。瑕疵のない総会は、議決権行使の際の資格のある株主の身元確認や必要な場合の株主リストへのアクセスにおける確実性および安全性にかかっている。通常は、ログインの際に、個別株主に付されたユニークなコード（株主に送付される委任状勧誘書類に記載されている 13～16桁のコード）を入力させることにより認証が行われる。

#### ④ 会議の手順 (Meeting protocols)

米国の会社のV O型の年次株主総会のアジェンダ、議事録等をみると、我が国の定時株主総会と異なり、総会の開会直後に議案の内容の簡単な説明と株主提案についての提案株主からの説明が行われ（議案関係の株主からの質問がもしあれば、その時点で質疑応答を行い）、その直後に議案の採決が行われ、その後に経営者からの事業報告、株主との質疑応答のセッションが設けられるケースが数多くみられる。例えば、2018年のPAYPAL HOLDINGSのV O型総会では、開会直後に議案の説明と議決権行使の締切りが行われ、採決の結果を発表して正式な総会は終結し、その後に経営者からの事業報告や株主との質疑の時間が設けられている。また、同年のIntelのV O型総会では午前8時30分の開会直後の議案の内容の説明後の午前8時51分頃には議決権行使が締め切られ、総会としては継続するものの経営者の事業報告や株主との質疑の時間が議決権行使の締切り後に設定され、質疑の時間の終了後に議決権行使の結果が発表されて、総会が終結している。一方、2018年のFord MotorやHewlett Packard EnterpriseのV O型総会のように開会后、議案の内容説明、経営者の事業報告、株主との質疑応答の時間と続き、当該質疑応答の終了をもって議決権行使が締め切られるようなケースもあり、各社の議事運営には相当の多様性が見受けられる。このような議事運営が可能となるのは、米国（デラウェア）では、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解されている点にあるものと思われる。取締役の説明義務違反が総会決議の取消事由となる我が国の株主総会とは異なる議事運営が行われている場合もあり、必ずしも我が国にヴァーチャル総会を導入する際に当てはまらない実務もありえることには留意が必要ではあるが、米国のV O型総会の運営の手順について簡潔に述べてみる。

#### ア. 議決権の行使

ヴァーチャル総会に参加する株主は、総会中でも、投票時間の締切りまでプラットフォームにおいて、各株主に付番されたコントロール・ナンバーを入力することにより、議決権を行使することができる。議決権行使の締切時間は、株主との質疑応答のセッションとの順番において前述のとおり多様性がある状況であり、また、

総会の途中で議決権行使の開始を宣言し、2分程度のごく短時間で議決権行使を締め切るケースや議決権行使の締切時間まで総会中に比較的長い時間にわたって行使が可能なケースがある等の違いも存在する。

なお、ヴァーチャル総会に参加する株主が、総会前に事前の議決権行使（委任状の送付・送信等）を行っていた場合で、オンラインで総会に参加したときの取扱いについては、参加により自動的に従前の議決権行使が無効となることはなく、総会中にオンラインで議決権行使がなされることにより従前の議決権行使が取り消される取扱いとなることが委任状勧誘説明書等において株主に周知されている状況にある。

【図表Ⅱ－３－５】事前の議決権行使とVO型総会中のオンラインでの議決権行使の関係

会社名	委任状勧誘説明書等での説明
Ford Motor	事前の議決権行使は、総会中のオンラインでの議決権行使により取消して変更できることが説明されている。
Intel	株主総会への参加の予定がある場合も、事前の議決権行使を推奨している。総会中のオンラインでの議決権行使が従前の議決権行使に置き換わること（replace）や株主が総会中のオンラインでの議決権行使により従前の委任状の取消し（revoke）が可能であることが説明されている。
PAYPAL HOLDINGS	総会に係る行為および手続に関するルール（Rules of Conduct and Procedures）において、株主は16桁のコントロール・ナンバーを入力してVO型総会にログインすれば、議決権行使できること、総会前に議決権が行使されている場合には、株主が取消しや変更を希望しない限り、総会中に議決権行使をする必要がないことが説明されている。
Sprint	オンラインでの株主総会への出席の予定の如何にかかわらず、事前の議決権行使が推奨されており、「委任状の取消しおよび株主の議決権行使の変更（Revocability of Proxies and Changes to a Stockholder's Vote）」の項目において、総会にオンラインで出席し、かつ、議決権行使をすることにより、従前の議決権行使が自動的に取り消されること、および総会に出席することだけでは従前の議決権行使は取り消されないことが説明されている。（注1）
NETFLIX	委任状勧誘説明書の「委任状の取消し（Revocability of Proxies）」の項目において、議決権の事前行使は、総会に出席し、かつ、インターネット経由の議決権行使をすることにより、自動的に取り消されること、総会への出席自体は、株主から特に取消しの要求がなされない限り、従前の委任状が取り消される原因にはならないことが説明されている。（注2）

(注1) Sprint の委任状勧誘説明書における委任状の取消しおよび議決権行使の変更に関する項目の原文は以下のとおり。

#### Revocability of Proxies and Changes to a Stockholder's Vote

You have the power to revoke your proxy or change your vote at any time before the proxy is voted at the annual meeting. You can revoke your proxy or change your vote in one of four ways:

- by sending a signed notice of revocation to our corporate secretary to revoke your proxy;
- by sending to our corporate secretary a completed proxy card bearing a later date than your original proxy indicating the change in your vote;
- by logging on to [www.proxyvote.com](http://www.proxyvote.com) in the same manner you would to submit your proxy electronically or calling 1-800-690-6903, and, in each case, following the instructions to revoke or change your vote; or
- by attending the annual meeting online and voting, which will automatically cancel any proxy previously given. Attendance alone will not revoke any proxy that you have given previously.

(注2) NETFLIX の委任状勧誘説明書における委任状(事前の議決権行使)の取消しに関する項目の原文は以下のとおり。

#### Revocability of Proxies

You may change your vote at any time prior to the vote at the Annual Meeting. If you are a stockholder of record as of the Record Date, you may change your vote by granting a new proxy bearing a later date (which automatically revokes the earlier proxy), by providing a written notice of revocation to the Company's Secretary at the address above prior to your shares being voted, or by attending the Annual Meeting and voting via the internet. Attendance at the meeting will not cause your previously granted proxy to be revoked unless you specifically make that request.

#### イ. 株主からの質問の取扱い

会社は、株主総会のための手順 (protocols) を決定するにあたり、株主からの質問の管理も含め、物理的な総会とヴァーチャルな総会のいずれとするかについて広範な裁量を有している。会社は、総会に先立ち、通常の情報パックを通じてヴァーチャル総会への参加方法に関する情報を株主に周知する。ヴァーチャル総会における投資家との対話のための重要な要素である質疑のセッションを管理する手順は会社により多様性がある。前述のとおり株主との議案関係以外の事項に関する質疑応答のセッションを議案の採決後に設定する会社が多く、株主との質疑応答のセッション後に議案を採決する会社は少数派である(2018年4月から12月に開催されたS&P500構成銘柄の発行会社でV O型およびH B型のヴァーチャル総会を開催した主な会社32社の場合、前者の手順が24社、後者の手順が8社であった)。会社が株主から質問を受け付ける方法は、概ね次の3つの方法である。

【図表Ⅱ - 3 - 6】株主からの質問の取扱い

(a)電話による方法 (ライブ)	株主がダイヤル・イン番号を利用した電話により質問を行う方法で、オペレーターが質問を求める株主の順番を管理する方法。物理的な総会に最も類似する質問の方法であり、多くの株主、特にアクティビストはこの方法を選好すると考えられる。
(b)テキストでの提出 (ライブ)	外部のサービス・プロバイダーのプラットフォームを通じて株主が総会中にテキストで質問を提出する方法。一般には、株主の質問を他の株主には見られないようにすることができる。電話による方法に比べて、株主からするとネガティブな質問にはあまり有効ではないとみられる可能性がある。また、会社は、回答する質問について一定の裁量を有することになる。
(c)事前の提出	会社は、全ての質問について、オンラインまたは書面により事前に提出することを求める。この方法の場合、会社は質問への回答につき最大の裁量を有することになる。ただし、会社は回答の準備ができるため、総会中に受ける質問に比べると、より内容があり、完全な回答が得られる可能性があり、株主にとっても有用な場合がある。

これらの方法の利用状況は、Broadridge 2017年調査およびBroadridge 2018年調査によれば、総会中の電話による提出が3% (2017年は10%)、総会中のオンラインでのテキストの提出が95% (同98%)、オンラインでの事前の質問提出が14% (同11%)であった (複数の方法の選択あり)。

質問が総会中にオンラインで入力された場合、会社は取締役会による回答を容易にするため質疑のセッション中に音声で回答するか、メッセージ・ボードに回答を掲載するか、総会全体に向けて回答するか個別の質問株主に直接回答するか等を検討することになる。また、テキストによる提出や事前の提出の場合には、株主に匿名性を提供することになるため、より攻撃的または対立的な質問を誘発する可能性もある。

株主により提出された質問の取扱いに関するプロセスの透明性は、株主の信頼の確立および維持のために重要である。質問の管理に関する懸念や会社が望ましくない質問を操作し、差別的な取扱いをするかもしれないとの疑いを解消するため、手順を確立し、総会に先立ち明確な情報提供がなされねばならない。株主の信頼を確立するために、質問の管理をする独立したモデレーターを指定することも考えられる。また、次のプロセスが検討されるべきである。

a. 全ての質問の共有

全ての質問を共有するためオンラインのツールを活用すること。また、総会時間中に会社からの回答が最大限有用なものとなるよう類似または関連する質問を分類し、トピックスに優先順位を付ける方法を開示すること

b. 全ての質問に対する回答へのコミット

総会中、全ての質問に回答し、または質問を認める時間がない場合には、会社は総会の終結後にオンラインで回答するプラットフォームを利用すること

c. 回答できないことの説明（エクスプレイン）

会社は、内容により不適切と考えられるときは質問に回答しない裁量権を留保しているが、株主に対応し、回答を差し控える理由を説明すること

ウ. 株主提案の取扱い

株主提案に対しては、未だ確立した管理方法はない。SECの規則では、株主提案については、株主またはその代理人がその提案を提出（present）するため、総会に出席しなければならないとされ（1934年証券取引所法規則14a-8(h)(1)）、株主は総会中にその提案について直接説明する時間が与えられるのが一般的である。また、会社がヴァーチャル総会を開催するときは、株主またはその代理人に対し電磁的方法で提案を提出することを認めなければならないとされている（同規則14a-8(h)(2)）。

このため、株主提案についての説明については、適切な技術が利用されるべきであり、会社は、提案の説明方法について合意するため株主と対話（engage）すべきである。選択肢には次のものがある。

- a. 株主提案の説明のためのオペレーターが支援する専用の電話番号を提供すること
- b. 株主提案を読み上げる（read out）会社側の代理人（representative）を任命すること
- c. 総会中に再生される録音された音声ファイル（a recorded .wav file）を株主が事前に提供することを認めること
- d. 総会がそのフォーマットをサポートするならば、株主がビデオにより提案を説明することを認めること

実務としては、aの方法が多用されているといわれているが（Broadridge 2018年調査によると、2018年の285のヴァーチャル総会で株主提案があったのは21件（2017年は17件）、そのうちaのオペレーターが支援する電話による方法の利用が18件（同15件）、物理的な総会への出席が2件（同1件）、事前に記録された媒体の提供が1件（同1件）とされている。）、技術的な問題で株主等が提案を提出することを妨げられないよう、バックアッププランとして、例えばbの方法を準備しておくこともできるとされている。

エ. 事後的な情報提供

ヴァーチャル総会に関しては、ベストプラクティスとして、総会に関する記録を一般に公開すること、株主からの質問と会社側の回答の公表といった総会運営の透明性を高める実務が推奨されている（図表Ⅱ-2-3のiおよび1）。具体的には、一般向けにヴァーチャル総会の音声・動画の再生（リプレイ）を可能とする、逐語的な議事録や株主からの質問および回答の概要を自社HPやヴァーチャル総

会プラットフォームで閲覧可能とするといった実務が行われている。

【図表Ⅱ－３－７】 S&P100 構成銘柄の主なヴァーチャル総会開催会社の総会後の情報提供状況

会社名	形式	総会の音声等再生	逐語的議事録	質問・回答の概要
Ford Motor	V O型	○（１年間）	○（１年間）	○ （１週間程度）
Intel	V O型	○（１年間）	－	○（１年間）
NVIDIA Corporation	V O型	○（１年間）	－	－
NETFLIX	V O型	○（１年間）	－	－
PAYPAL HOLDINGS	V O型	○（１年間）	－	○（１年間）
Biogen	H B型	○（１年間）	－	－
Microsoft	H B型	○（１年間）	○（１年間）	－

（資料）各社のHPを参考に作成

#### 4. 米国以外における現状

米国以外の国において、ヴァーチャル総会の開催の可否に関する法律の状況は下記のとおりである。HB型のヴァーチャル総会については、いずれの国においても可能であるが、VO型のヴァーチャル総会に関しては、認められていない国も多い状況である。

米国とは異なり、米国以外のヴァーチャル総会は、HB型が主流であるといわれている。その要因としては、会社法上の規制の問題（VO型の開催について法令上の疑義が存在）、ISS、グラス・ルイス等がVO型のヴァーチャル総会を開催する提案に対しては反対推奨をしていること等が挙げられている。

イギリスでは、2016年に上場会社のVO型のヴァーチャル総会が初めて開催されたが（Jimmy Choo）、2018年5月の時点で追隨する上場会社は出現していない状況である。また、Computershare Canadaによると、2018年8月にカナダで最初のVO型のヴァーチャル総会を支援したと公表している。

【図表Ⅱ－４－１】 米国以外におけるヴァーチャル総会に対する法規制

市場	VO型	HB型
オーストラリア	×	○
カナダ	○	○
デンマーク	○	○
中国	×	○
ドイツ	×	○
香港	×	○
アイルランド	○	○
イタリア	×	○

市 場	VO型	HB型
オランダ	×	○
ニュージーランド	○	○
南アフリカ	○	○
スペイン	○	○
スウェーデン	×	○
イギリス	○	○

(注) ○×は各国・地域の法令規則等の解釈から導入可否について判断したものも含まれる。

(出所) Computershare, “The future of shareholder meetings is virtually here.” 6頁より

### Ⅲ. 今後の対話型株主総会について

I では、株主総会に期待される役割の変遷を見て来たが、我が国の株主総会に係る I T 技術の利用に関する制度的対応は、2001 年以降に実施された、I T 化社会への対応立法の一部として行われ始めたことを嚆矢とする。すなわち、高度情報通信ネットワーク社会形成基本法に基づき設置された I T 戦略本部により e-Japan 戦略が策定され、ネットワークインフラについて世界最先端の I T 国家となることが目標とされたことを祖としている。同戦略においては、早急に実現すべき分野として、株主総会の招集通知、議決権行使等についてインターネットの利用が 2002 年の株主総会で可能となるように所要の法改正を行うことが掲げられていた。さらに会社法制について I T 化可能なものが照会され、「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」（2001 年 4 月 18 日）においては、株式会社公告、株主等に対する通知催告、株主から取締役・会社に対する請求または通知の電子化、株主の代理権証明と議決権行使、会社債権者間の通知催告および請求、社債権者の議決権行使を全て電子化することが課題としてあげられた。その後、2001 年 6 月に I T 戦略本部が策定した「e-Japan2002 プログラム 平成 14 年度 I T 重点施策に関する基本方針」に、2001 年度臨時国会での商法改正事項が盛り込まれ、これに基づき、株主総会制度に関しては 2001 年改正において株主総会招集通知等の会社関係書類の電子化、電子投票制度に係る改正が行われた。

2001 年 4 月の「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」においては、電磁的方法による株主総会決議、テレビ会議システムを利用した株主総会の許容性について検討することとしていたが、結果としてその採用は見送られることとなった。現実の株主数等の実態からすると、1 箇所株主総会を開催することにはもう限界が来ているとの指摘はあったものの、電磁的な方法による議決権の行使の手当てがなされることやテレビ会議システムによる株主総会については、経済界を中心に株主総会運営の実態にそぐわないという非常に強い反対があったことが理由とされている。

かかる状況下、II で述べたように諸外国では 2000 年のデラウェア一般会社法の改正を皮切りに、ヴァーチャル総会への取組みが継続的に実施され、一定程度の広がりを見せてきた。既に V O 型も出てきているところである。

その間、ヴァーチャル総会の実現に向けた検討は、我が国においては十分になされてきたとは言いがたいものの、これまで問題として挙げられてきたことの 1 つであるデジタル・ディバイドに関する問題は大きく改善を見せていると考えられる。「令和元年版情報通信白書」（総務省）によれば、インターネットの利用率は 13 歳以上 60 歳未満では 90% を超え、60 代で 76.6%、70 代で 51.0% となっており、一定程度浸透している。かかる状況を勘案すると、我が国においても改めてヴァーチャル総会について検討すべき機会に至ったとも考えられる。

他方、ヴァーチャル総会の実現にあたっては、当然に現行の法規制を踏まえる必要がある。2005 年制定の会社法において定款に別段の定めがある場合を除き本店の所在地又はその隣接地において株主総会を招集することを要することとする改正前商法 233 条の規定に相当する規定は設けられなかったものの、V O 型総会が認められるとは速断できないと思われるとの見解が示されている。すなわち、改正前商法 233 条の規定は、招集地という概念があることを前提にして、いずれの地を招集地とすべきかを定める規定であつ

て、この条文に相当する規定が設けられていなくても招集地の概念自体が無くなる事にはならず、また、サーバー上にアクセスさせることが招集に該当するかどうかについては疑問であるとするものである。会社法において当該規定に相当する規定が設けられなかったことについては、VO型を見据えたもの、すなわち招集地がないことまで考えた改正といえるかについては別問題と考えられており、法律上の手当てという観点では、会社法制定後の現在においてもVO型株主総会開催には課題が残る状況にある。2018年の臨時国会においても、VO型株主総会の適法性について「実際に開催する株主総会の場所がなく、ヴァーチャル空間のみで行う方式での株主総会、いわゆるヴァ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。」との答弁がなされている（第197回国会 衆議院法務委員会 第2号（2018年11月13日）小野瀬厚政府参考人 法務省民事局長答弁）。

現行会社法には、株主総会の場所の存在を前提とした規定があることから、会社法の規定と整合しないVO型株主総会を開催することは難しいと考えられるものの、以下では今後も電子化の流れは一層進展することを前提に、株主総会の新たな形を展望する。現行の株主総会の運営方法を踏まえると、PV型、HB型、VO型と順に移行して行くことが考えられる。この順で各形態における特徴、留意点または課題について整理を試みる。

#### 【各類型に共通する整理の前提】

株主総会は、株主等との対話のためのプロセスの一環として機能することが求められている。株主総会は従前より会議体として「審議の場」となることが求められて来たが、現在における実質的役割としては「情報提供の場」、株主総会における審議を通じた「経営への規律付け（監督）の場」との側面がより意識されつつある。この株主総会に期待される役割のより良い実現に向け、既に取組みが進展している株主総会プロセスへの試み（広い意味でのIT技術）の活用を会議体である株主総会そのものにも当てはめ、プロセスとして、株主総会を含めた全体をより機能化するため、対話実現の場への深化を後押しするとの視点から各類型についての整理を行う。この整理にあたっては、現在の株主総会運営において一般に受け入れられているベスト・プラクティスよりも厳しい、形式のみに囚われた視点ではなく、ベスト・プラクティスをさらに進めることを試みる企業に対し、検討の選択肢を提供する視点を採用する。

#### 1. PV型総会

PV型は、物理的に株主総会の場を設け、そこに取締役や監査役、株主が一堂に集う形態（以下、「リアル総会」という。）を大前提とし、そこにIT技術を利用した電話等の映像及び音声の伝達手段やチャット等のインターネット技術を用い、株主は自宅等リアル総会の会場以外の場所に居ながらにしてリアル総会を視聴することができる形態を想定している。

このPV型総会の運営方法としては、会社が中継会場を設け、当該会場に来場した株主が株主総会の模様を観覧できることとする形式、インターネットサイトを利用して、株主総会の外部中継が行われる形式等が考えられる。「平成30年度全株懇調査報告書」による

と、株主総会をネット公開している会社は延べ94社（株主のみに生中継4社、株主のみに録画で公開4社、一般に生中継5社、一般に録画で公開81社）となっている。以下、当該方式の特徴について検討を行う。

なお、実務においては、株主総会を招集するに際して、複数の会場を会社法上の株主総会の場所として定め、これらの拠点を映像、音声で結ぶことにより一体の会議体として運営することが行われている事例がある。この場合は全ての会場がリアル総会の場ということになり、いずれの会場にいる株主も株主総会に出席していることとなり、審議への参加及び議決権行使が認められることとなることから、本方式には該当しない。

#### (1) 会社法上の整理

当該方式において、リアル総会の会場にいない株主はあくまでも株主総会の様子を視聴するだけであり、株主総会に出席するものではない。すなわち審議に参加したり議決権を行使することができる訳ではなく、議決権を行使しようとする場合には、議決権行使書等により事前に行使を済ませておく必要がある。

このような株主総会運営を実施しようとする場合、当該中継会場やインターネットサイトは会社法上の株主総会の場所とは異なることから、取締役会設置会社においても取締役会決議を要しない（もともと、株主総会の招集に関連する重要な事項である点に鑑み、取締役会決議により定めることも考えられる）。従って、中継について技術的な支障（技術的なトラブルによる中継の中断等）が起きた場合においても、そのことを理由として株主総会の招集の手段または決議の方法が法令違反または著しく不公正であるとは評価し得ない。会社としてはこれまでの株主総会運営の安定性を確保しつつもヴァーチャル総会を利用した対話実現の場へのより深化した株主総会に向けた取組みの端緒として検討していくことが可能な方式と考えられる。さらに、この方法を採用すると共に、株主以外の投資家等に視聴を認めることにより、遠隔地に居住している等の理由により株主総会に出席できない株主に加え、個人株主の拡大を見据えた、潜在的な株主に対する会社PRのための有力な手段であるとの指摘もされている。

株主総会を投資家に対して開放していこうとする動きは既に見て取ることができる。例えば、ソフトバンクグループ株式会社においては、株主総会の事業報告部分をライブ中継する、ツイッター等を用いて事前に質問を受け付け、多く寄せられた質問に株主総会で回答する、株主以外の者を抽選によって株主総会に招待するといった試みが行われている。ライブ中継の視聴者数は3万名を超えたとされており、株主総会に出席（参加）したいという潜在的な需要は大きいとされる。近時の株主総会をSR・IRの一環と捉えている会社が増加していることに鑑みると、SR・IRを意識した株主総会を実践するための一手段として活用する意義がある。

#### (2) 留意すべき事項

既に触れたように、当該方式は株主総会の出席とは異なり、あくまでも株主総会の視聴に留まる。従って、会社法上の本来の株主総会の意義よりは、SR・IR面の評価に力点が見出されることとなりやすい。すなわち、株主総会決議における議決権の重要性や会議体としての株主総会の本質に鑑みれば、株主総会において積極的に発言させ、議

決権を行使させることが重要である。会議の場における目的事項に報告事項が含まれていることや、説明義務を通して、情報開示機能や不正の抑止機能が実現されることから、株主の総会参与に関する利益は、会社から情報提供を受け会社に対し質問・発言をすること等の点に求められる。株主ルートによるガバナンスの最も強いものが株主総会といえるのであるから、いつでも動く可能性がある「眠れる巨人」として存在し、会社側は適切な情報を提供しながら、定時株主総会を毎年正常な状態を保ちつつ開催させるというプレッシャーを与える、あるいは株主からの質問につつがなく答えられるよう、経営陣が事前準備を強いられるという間接的なモニターの役割を果たすといったこれまで会社法が重視してきた機能までは充足することができない方式である。もっとも、視聴を通じて議事運営を監視する機能はこの方法でも引き続き有しているものと思われる。先の機能を補足するという観点からは、任意に中継会場から質問または発言を受け付けるという対応も考えられるが、これについてもいくつかの観点で検討が求められる。

1つ目に、中継会場からの発言の法的な位置付けが曖昧になると考えられる点が挙げられる。中継会場からの発言自体に会社法上の説明義務はないと考えたとしても、その回答を聞いたリアル総会に出席をしている株主の議決権行使に影響を与えることは起こり得るし、中継会場からの発言を踏まえて追加的に発言を求めようとしたところ、質疑打ち切りとなってしまった場合（このような運営を取る場合、まずはリアル総会会場からの発言を十分に受け、発言者がいなくなったことを確認したうえで中継会場からの発言を求めることになる）と考えられ、相応に審議時間が経過した状況が想定される）に株主総会の議事運営が不公正と評される懸念が惹起される。

2つ目としては、中継会場入場運営に関する取扱いに関する点が挙げられる。視聴のみと位置付ける場合には、例えば同伴者の入場を許容する、誰でもインターネットサイトからアクセスすることを認めるといった運営も考えられるが、発言を受け付けることとする場合にも自由な入場・アクセスを認めてしまうことは、株主でない者に発言を認めること（になる可能性があること）となるし、何故株主総会の場でのみ発言を受け付けるのか、全てのステークホルダーに随時の質問権を認め、回答を開示することの方が適切なのではないかという課題にも至り得るように思われる。P V型総会を対話促進のための端緒と考えた場合、リアル総会会場での適法な総会運営を確保しながら、議長の裁量によりリアル総会会場に入場することができない株主でない者からの質問を受け付けることは、“気付き”を得る等の可能性・効果を期待できるようにも思われる。

3つ目に議決権の行使タイミングについて検討することが考えられる。P V型の場合、インターネット等の手段を用いて視聴する株主は、会社法上は総会に出席していないこととなるため、当日の決議に参加することはできない。議決権の行使は、事前に行う必要がある。ただ、インターネット等の視聴により審議内容を確認した後に議決権を行使したいと考える視聴株主もいるかもしれない。会社法 298 条 1 項 4 号に定める電磁的方法による議決権行使が視聴後に可能となればこのような要望に対応することも可能となるが、この電磁的方法による議決権行使の期限は“特定の時”（会社法施行規則 63 条 3 号ハ）を定めない限り株主総会の日時の直前の営業時間の終了時となる。（会社法施行規則 70 条）また、“特定の時”についても「株主総会の日時以前の時」とされ

ており、株主総会の開始時以前の時であり、株主が審議を視聴後に議決権を行使することは想定されていないように思われる。この点に対し、2019年5月に経済産業省より公表された「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（案）～ハイブリット型バーチャル株主総会に関する論点整理～」(以下、「経済産業省 勉強会とりまとめ（案）」という。)では、「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とき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」との指摘がある点に言及がされている。この考え方に立てば、「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ることが可能となり(会社法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)、取締役会で特定の時を定めることにより、視聴後の議決権行使も可能となる。

その他、リアル総会の会場における肖像権の確保の問題も検討すべき事項と考えられる。視聴を株主に限定したり、肖像権に配慮した中継・運営方法(会場後方から役員席のみを撮影し、リアル総会会場での質問に際しては入場票の番号のみを求め、質問株主の氏名は求めない等)を採用することが考えられる。この点については、HB型総会におけるリアル総会会場にも妥当する。また、中継会場の映像をリアル総会会場にて写す場合、リアル総会会場同様の中継方法を採用する他、視聴を株主に限定しない場合には、映像や音声をリアル総会会場に中継する旨(リアル総会会場で中継することにより間接的にインターネットでアクセスする視聴者も閲覧可能となる可能性がある旨)を中継会場への入場の際、入場者に告知する等の対応が考えられる。

### (3) PV型総会の利点と問題点

PV型総会で想定される利点や解決すべき問題点の概要は次表のとおり。

【図表Ⅲ－１－１】PV型総会の利点と問題点

利 点		問題点
株 主	発行会社	
① 遠隔地にいる株主の総会視聴機会の確保	① より多くの株主に情報提供ができる可能性	① 中継を行った場合、発行会社にとっては新たなコスト要因となる可能性あり ② 視聴株主等からの質問受付とリアル総会会場からの質問受付対応の整理や現実の運営(シナリオを含む)の工夫が必要 ③ インターネット等利用
② 物理的に株主総会への出席が難しい株主(病気療養中等)の株主総会視聴機会の確保	② 株主総会へのアクセス機会の増加による株主重視姿勢のアピール	
③ 複数の株主総会を同時に視聴することも可能	③ 視聴株主等からの質問も受け付けることによる気付きを得る機会の増加	

利 点		問題点
株 主	発行会社	
		の場合の視聴資格制限の可否の検討と本人確認方法の整理 ④ 議決権行使のタイミングの解釈 ⑤ 肖像権への配慮（視聴を株主に限定する等） ⑥ YouTube 等への株主総会映像の投稿リスク

(4) P V型利用時の検討事項

P V型利用時の具体的な株主総会での各種取扱いについては、取締役会の決議をもってその内容を定め、招集通知等で通知を行い、周知を図ることが考えられる。

【図表Ⅲ－１－２】 P V型総会の検討事項

検討事項	概 要
① 株主への事前周知と視聴時の取扱いの開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 招集通知に参考情報として中継会場を設ける旨またはインターネットでのライブ中継を実施する旨、リアル総会への出席が難しい場合にはインターネットを利用して視聴が可能である旨、視聴方法、視聴に不具合がある場合の問い合わせ先等を記載して事前の周知を図る</li> <li>・ 視聴の場合、質問ができない旨あるいは、リアル会場からの質問が無くなった後に受ける旨（議長より、リアル会場の株主に視聴株主等からの質問を受けてよいか諮り承認を得たうえで受ける、またはリアル総会閉会後に受ける等）や視聴株主等から質問を受け付ける場合のルール（決まったフォームで、何時までに質問を送信するか、全ての質問に回答しない可能性もある旨、同様の趣旨の質問をまとめて取り上げる旨、質問数の制限等々）を事前に通知したり、自社HPに掲示する</li> <li>・ 事前に質問を受け付ける場合にはその</li> </ul>

検討事項	概要
	旨、方法等を通知する
② リアル総会会場での周知	<ul style="list-style-type: none"> <li>リアル総会会場において、事務局より開会前にライブ中継を実施する旨の説明、総会開会后冒頭にてライブ中継を実施する旨を議長より説明</li> <li>ライブ映像では、個人情報に留意し、リアル会場後方より役員席のみを撮影し放映する（肖像権の整理）</li> </ul>
③ リアル総会会場の質疑応答への配慮	<ul style="list-style-type: none"> <li>ライブ中継を実施することによりリアル総会会場からの質問がし難い状況となることが懸念される場合には、質疑応答についてはライブ中継を行わず、後記⑤の視点も含め、総会終了後全質問をHPにて公表する</li> </ul>
④ 取締役会による評価の実施	<ul style="list-style-type: none"> <li>PV型を実施する際の目的、期待される効果等に鑑み、実施後に効果検証や改善点等の確認を取締役会にて実施する</li> </ul>
⑤ 対話促進のための透明性の確保	<ul style="list-style-type: none"> <li>リアル会場からの質問、視聴株主等からの質問については、後日、自社HPにて公表する。その際、回答しなかった質問についてはその理由をあわせて公表する</li> </ul>
⑥ 記録の保存	<ul style="list-style-type: none"> <li>視聴株主等からの質問を含め記録を保存する</li> </ul>

#### (5) 株主総会議事録の内容

「株主総会の議事については、法務省令で定めるところにより、議事録を作成しなければならない」（会社法318条1項）こととされている。本定めを受け、会社法施行規則72条では具体的な記載内容についての規定が設けられている。

PV型についても、この定めに従い株主総会議事録を作成することとなる。

#### 【図表Ⅲ－1－3】PV型株主総会議事録の記載内容

要記載事項	具体的な対応
① 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、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。）	<ul style="list-style-type: none"> <li>通常のリアル総会に係る株主総会議事録と同様の記載が原則</li> <li>インターネット経由等にて視聴が可能となっている点を議長が付言した場合には、その旨付記することが考えられる</li> </ul>
② 株主総会の議事の経過の要領及びその	<ul style="list-style-type: none"> <li>通常のリアル総会に係る株主総会議事録</li> </ul>

要記載事項	具体的な対応
結果	<p>と同様の記載が原則</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・視聴株主等からの質問を受け付け、それに回答した場合には、視聴株主等からの質問とそれに対する回答である旨を付言しながら、リアル総会会場からの質問とそれに対する回答と区分して記載することが考えられる</li> </ul>
③ 監査役の選解任等に関する意見等	<ul style="list-style-type: none"> <li>・通常のリアル総会に係る株主総会議事録と同様の記載</li> </ul>
④ 株主総会に出席した取締役、執行役、会計参与、監査役又は会計監査人の氏名又は名称	
⑤ 株主総会の議長が存するときは、議長の氏名	
⑥ 議事録の作成に係る職務を行った取締役の氏名	

《参考》P V型実施時の株主向案内文実例（ソフトバンク第 31 回定時株主総会）

## 第31回定時株主総会 ライブ中継のご案内

第31回定時株主総会の模様を、当社WEBサイトならびにUstreamにてライブ中継いたします。

### <ライブ中継>

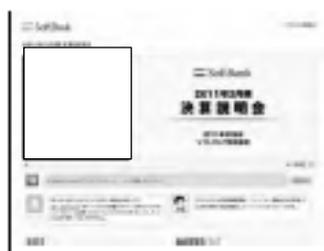
以下、当社WEBサイトの「第31回定時株主総会 ライブ中継のお知らせ」ページから、それぞれのサイトにアクセスしてご視聴ください。

第31回定時株主総会 ライブ中継のお知らせ  
<http://bit.ly/sbsoukai>

【公開日時】2011年6月24日（金） 午前10時から株主総会終了時まで

※ 会場後方からの撮影とし、ご出席株主様の容姿は映さないように配慮いたしますが、やむを得ず映り込んでしまう場合がございます。あらかじめご了承ください。

SoftBank



当社WEBサイトの配信画面では、登壇者映像とスクリーンショットを並列に表示、さらに画面下部にはTwitterからの投稿コメントが表示されます。

USTREAM



当社グループのUstream Asia株式会社が提供するライブ中継サービスです。画面右側ではTwitterと連動した視聴者の投稿コメントが表示されます。

### <ライブ中継終了後のご視聴について>

当社WEBサイトおよびUstreamにて、株主総会の模様をオンデマンド配信いたします。

上記の「第31回定時株主総会 ライブ中継のお知らせ」ページ (<http://bit.ly/sbsoukai>) より、それぞれのサイトにアクセスしてご視聴ください。

【公開期間】2011年6月24日（金）から1年間

#### ■ご注意事項

- ・ ご使用の機器やネットワーク環境によっては、ご視聴いただけない場合がございます。
- ・ 当社WEBサイトやライブ中継、オンデマンド映像をご視聴いただくための通信料につきましては、各個人のご負担となります。
- ・ 快適にご視聴いただくために、iPhoneやiPad、スマートフォンでご視聴いただく方は、Wi-Fi環境でのご利用を推奨いたします。
- ・ 万一何らかの事情により中継を行わない場合は、「第31回定時株主総会 ライブ中継のお知らせ」ページ (<http://bit.ly/sbsoukai>) にてお知らせいたします。

※ iPhone、iPadはApple Inc.の商標です。

※ iPhone商標は、ディホン株式会社のライセンスに基づき使用されています。

## 2. HB型総会

HB型の株主総会は、株主総会の場所が定められ、これまでと同様にリアル総会の場が設定されるとともに、当該場所にいない株主がインターネットによる方法で会社が指定するサイトにアクセスすること等により、株主総会に出席し、審議、議決権行使を許容する形式が原則である。現在の株主総会と、VO型総会の折衷的な方法であることから、今後VO型の株主総会を目指していく流れが生じた場合において、まずは取り組むことが考えられる方式ともいえよう。以下ではインターネットにより株主総会に出席する株主の実務上の取扱いについても併せて検討することとする。なお、当該取扱いは、VO型においても概ね当てはまるものと思われる。以下、両者を特に区別しない場合における電磁的な方法により運営される株主総会を「ヴァーチャル総会」という。

### (1) 会社法上の整理

HB型による場合、株主総会の場所を定めて株主総会を招集することとなることから、適法に開催する余地があると考えられる。インターネットを介して総会に出席することについては、「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」(相澤 哲他「論点解説 新・会社法 千問の道標」商事法務 472 頁)と解されている。2018年の臨時国会においても、HB型ヴァーチャル総会の適法性について「情報伝達の双方向性およ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る」との答弁がなされている(第197回国会 衆議院法務委員会 第2号(2018年11月13日) 小野瀬厚政府参考人 法務省民事局長答弁)。そこで、これらの点を踏まえ、HB型総会採用時の留意点(入退場、審議、議決権行使等の場面を中心に)について検討する。

### (2) 留意すべき事項

以下の事項のうちヴァーチャル総会での特有の取扱いについては、株主総会の招集決定時の取締役会にて決定し、その内容を招集通知等で株主に通知することが考えられる。さらには、株式取扱規程、株主総会議事運営規則等で定め、HP等で広く開示することも考えられる。

#### ① ヴァーチャル総会採用の決定

ヴァーチャル総会の採用は、その重要性に鑑みて、取締役会で決定することが考えられる。

株主総会に期待する役割を情報提供や経営への規律付けと解した場合、これらは平時における株主総会に期待される役割と理解することもできる。プロキシファイト等情報提供が別の方法によりなされ、規律付けも十分効いていると考えられるような場合には、株主総会のより安定的な運営を優先し、ヴァーチャル総会の採用を見送ることも検討するべきである。現行会社法を踏まえても、HB型のヴァーチャル総会を一旦採用した場合であっても、継続的に採用しなくてはならないものではない

く、その採否は取締役会の適切な判断に委ねられていると考えられる。ただ、ヴァーチャル総会を対話促進のツールと整理して採用した場合には、実施を見送る年度についてはその理由を招集通知等に記載のうえ株主に通知する等の方法により説明することが相応しい対応と考えられる。

## ② 事前行使の推奨

リアル総会のみの場合、遠方在住の株主や病気療養中等のため出席が困難な株主は、事前に議決権行使書面を投函したり、電磁的方法をもって議決権を行使することとなるが、ヴァーチャル総会が採用された場合には、事前の行使を控え、当日のヴァーチャル総会の審議状況を確認した後に議決権を行使したいと考える株主が相当数となることも考えられる。大幅な事前行使分の減少により定足数充足状況や否可決の見通しが立たなくなることは実務としては避けたいところである。そこで、法的拘束力はないものの、事前行使の推奨を招集通知と併せて行うことが考えられる。

## ③ 事前行使との関係

現在、事前に議決権を行使していた株主が来場し、当日、議場で議決権を行使しなかった場合には、事前行使分は事前行使された議決権の集計から控除され、かつ、当日出席株主の議決権行使の集計にも含まれないこととする取扱いが一般的である。通常の場合、株主総会会場に来場した全ての株主の賛否を集計することは行われておらず、結局は可決要件の判定上は賛成にはカウントされないこととなる例が多い。

HB型採用時に、インターネット経由でヴァーチャル総会にアクセスした株主は、ログインの時点をもって当日出席となり事前行使分は現時点と同様の取扱いとなると前記②にある事前行使の推奨を実施しても意味がないことになってしまう懸念がある。

ここで傾聴に値する見解がある。「経済産業省 勉強会とりまとめ(案)」(21頁 項番 55)では、ヴァーチャル総会の出席株主数・株式数については、株主総会での決議における賛否の意思表示のタイミングにおいてカウントすることも考えられるとされている。この考え方によれば、出席株主が事前に議決権を行使していた場合には、前記カウントの時点ではじめてその効力が失われたものと解することが考えられるとされている。この見解に従えば、決議時に議決権行使による意思表示がされない場合には、事前行使の効果を維持することが可能となる。審議の結果当初の議決権行使内容を変更することを希望する株主については当日投票を実施し、変更を希望しない株主については事前行使を維持できる極めて実務に適った解釈と考えられる。この見解で問題となるのは、会社法 298 条 1 項 4 号が“株主総会に出席しない株主が”と定めている点である。先のとおり、現在の実務を踏まえると、株主が、ひとたび株主総会の審議中にログインを行ったならば、その時点で株主総会に出席したこととなるため、事前の投票の効力もその時点で当然に失われるとの取扱いが当然視されることにもなる。しかし、株主総会の議事は、審議と決議に分けることができ、電磁的方法による議決権の行使は、総会当日の決議に参加しない株主に事前の議決権行使を認めた制度と理解すれば、「出席しない」とは、「決議に出席しない」と解釈する

ことも可能との理解も有り得るとの指摘がなされている。会社法上は、一定の条件のもとHB型の採用は認められると解されるものの、リアル総会を前提とした定めとなっている感は否めない。「出席」について、先のように考えた場合、現行のリアル総会の実務においては、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の平仄はどのように整理するかという点も問題となり得る。しかし、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し、HB型における出席の判断をリアル総会のそれと異なる取扱いとすることも可能と考えられるとの見解もある。会社法が株主総会に審議の機能を期待している点について異論はないものと思われ、技術の進展や関係者の努力によるこの審議機能の充実を図る試みを阻害するような理解は回避されることを期待したい。なお、このような事前行使の取扱い等の実施に際しては、招集通知にその旨記載し、取扱いにつき事前告知を行うことは必須と考えられる。

この他、株主総会における審議の経過には関心があるものの、議決権の行使については事前の行使を活かしたいと考える株主のために傍聴専用のログイン画面を設けることも検討に値しよう。

#### ④ 入場審査（本人確認）・退出

##### ア. 全般

株主総会当日は来場者が株主本人であることの確認を行う。物理的な出席の場合、議決権行使書面の呈示を受けること、または来場者の氏名・住所が株主名簿に記録された内容と一致していることを確認することにより行うことが一般的である。

インターネットでの出席の場合の入場審査については、現在電磁的方法による議決権行使において取られている方法と同様に、IDおよびパスワードによって確認する方法が最も簡便であると考えられる。すなわち、招集通知等に本人専用のコードを記した書面を同封し、ログインするという形態である。また、同一のIDで同時にアクセスがあった場合、一方を排除する仕組み、本人のみが知りえる情報（株主名簿に記録された郵便番号等）を用いて、パスワードをリセットする仕組み等を講じることによって、不正なアクセス（IDの盗難や、一名義による重複した出席等）を防止する体制が求められると考える。インターネットによる出席方法の方が、なりすましによる出席が行われやすいようにも思われるが、リアル総会においても、厳格な本人確認を行うことは現実的ではないと考えられていることから、議決権行使が重複してなされない運営を確保しておくことを重視すべきである。この場合において、物理的な株主総会に出席しつつ、インターネットによりログインがなされた場合が特に問題となるが、物理的会場に入場を認めた場合においては、その後、物理的会場からの退場が確認されない限り、インターネットによるアクセスを認めないといった取扱いをすることが考えられる。インターネットによる入場の後に、物理的な会場に同一名義による来場があった場合は、受付にて同人の同意を得たうえで、インターネットによる出席者を強制的に退出処理す

るといった取扱いが考えられる。ただし、このような方法は現行の当日受付処理をより複雑化させる運営であり、慎重な検討が求められ、あらかじめ決定しておくことが考えられる。この取扱いについても、招集通知にあわせて株主にその取扱いを通知し、取扱いに係るルールを自社HP等にて開示することにより周知を徹底し、スムーズなHB型株主総会の運営を図ることが考えられる。

また、議決権行使の委任の確認についても検討を要する。すなわち、現在の株主総会においては、受任者が株主総会に当日来場した際に、委任状（委任の関係を示す書類）等と委任者の議決権行使書面原本を提示し、受任者であることを確認する運営が一般的であるが、ヴァーチャル総会においてはログインの際に原本の確認を行うことは困難である。インターネットによる代理出席はあまり考え難いが、VO型株主総会への発展も踏まえると、委任者分の議決権を受任者が行使する旨のシステム上の登録を当日行うことは処理の煩雑化にも繋がることから、事前に株主にも周知しておくことを前提として、ヴァーチャル総会の出席において他の株主の議決権行使を受任する場合、その証明書類は前日までに会社に対して提示する取扱いとすることを「代理人による議決権の行使に関する事項」（会社法施行規則63条5号）として取締役会にて決定しておくといった対応が考えられる。

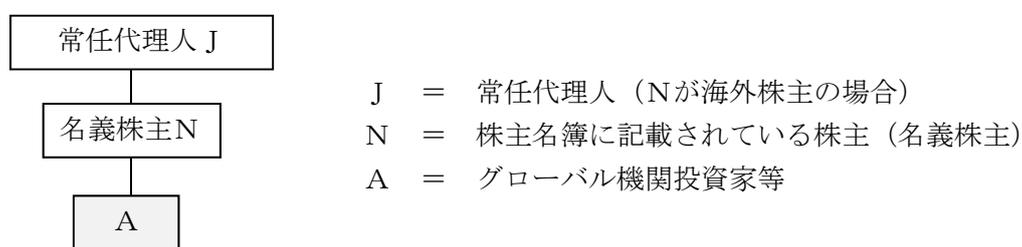
一方、退出については、先の「③ 事前行使との関係」にて付言した出席に関してリアル総会の取扱いと異なる考え方を採用せず、現行のリアル総会の実務同様にログインをもって出席と解することとした場合、ログインの操作を行った後、株主総会の開催時間中に端末機から離れて他所に行ってしまうたりせずに、議事進行を認識し続けていることをどのように確認するか、言い換えれば、どのような状態を退出とみなすかが問題となる。これに対応するため、いったんログイン操作を行った以上は、ログオフの操作を行うまでの間、株主が実質的にどのような状態にあるとも株主総会に参加し続けている状態にあると見なすことを定款等においてあらかじめ定めておく必要があるという見解が示されているが、会社側が株主総会の途中、例えば各議案の採決の直前で、個々の株主のインターネットによる出席を（株主総会に出席していることを確認するボタンをクリックさせること等により）確認することは技術的には可能であり、退出の有無という問題は、深刻な問題にはならないとの指摘もされている。現状、当日出席する株主の議決権が議案の採否に影響を与える可能性がある場面は極めて限定的である。ヴァーチャル総会の運営において先行する米国においても、プロキシファイト等により賛否が拮抗し得る議案のある場合には議決権行使の内容を直前まで変更可能となるヴァーチャル総会の実施事例はないと指摘されており、そのような場面を避ける前提であれば、退出の有無の取扱いは深刻な問題にはならないとする前記指摘は妥当と思われる。

#### イ. 実質株主の出席に関する取扱い

コーポレートガバナンス・コード 補充原則1-2⑤では、「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。」とされており、多数の投資先企業をカバーするものの、現実的に投資先企業の全ての株主総会に出席するのが困難であるグローバルな機関投資家等にとって、ヴァーチャル総会にインターネット経由で出席するという方法は、現状を改善する方法となり得る。

実質株主のヴァーチャル総会への出席方法については、実質株主がリアル総会に出席することを想定し、2015年11月13日に全株懇にて策定した「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」（以下、「ガイドライン」という。）を参考に検討する。なお、以下ではガイドラインと同様、グローバル機関投資家等（実質株主）をA、株主名簿に記載されている株主（名義株主）をN、常任代理人をJとそれぞれ表記する。



a. ルートA：株主総会の基準日時時点でAが1単元以上の株式の所有者となり、N名義株式に係る代理権をAに授与して総会に出席する方法

本ルートの場合、実質株主自身の名義Aが株主名簿上に記録されているため、出席に関しては一般の株主と同様の手続が可能である。Aが受任者となり、Nの議決権の委任を受け、株主総会において議決権を行使することとなる。

総会出席に係る委任関係の確認方法については、ガイドラインに記載の確認フローが概ね該当すると思われる。ただし、前記（58頁）のとおりインターネット経由でのヴァーチャル総会参加の場合、株主総会当日に会社側が必要書類の原本を確認することが難しいことが想定されることから、事前に書類の授受を完了しておくことが考えられる。

b. ルートB：会社側の合理的裁量に服した上で、株主総会の当日に株主総会を傍聴する方法

実質株主が経営者の振る舞いや姿勢等の非言語情報等を得ることを目的に、株主総会当日において議決権行使や質問等は行わず、株主総会を傍聴することを希望し、会社がそれを認める場合に検討される方法である。基本的にはPV型における諸注意を踏まえて対応することが考えられる。

インターネット経由での傍聴は、投票や発言に関する機能を制限することにより可能となると考えられる。傍聴を希望する実質株主に対して、会社側がこのような機能を制限したアカウントのID・パスワードを提供するといった対応が考えられる。なお、株主からの声を広く取り入れるという観点から傍聴株主に

発言・質問の機会を与えることも考えられるが、P V型総会にける留意すべき事項（前記 48～50 頁）も踏まえて具体的手順等の対応を検討する必要がある。

c. ルートC：「特段の事情」を発行会社に証明した上で、Nの代理人として総会に出席する方法

本ルートにおける特段の事情とは、①Aによる議決権の代理行使を認めても株主総会がかく乱され会社の利益が害されるおそれがなく、②議決権の代理行使を認めなければ議決権行使が実質的に阻害されることとなる等、Aによる議決権の代理行使を認めるべき「特段の事情」を指すとされている。実質株主の名義が株主名簿上に存在しないものの、名義株主の有する議決権（オムニバス口座の場合は名義株主の株数の一部）の受任者となるための確認手続である。

本ルートにおける確認手続は、ガイドラインに示されている運営と大差ないものと考えられる。すなわち、「特段の事情」の要件を満たしていること等についてNから一定の証明書（グローバル機関投資家等による議決権代理行使に関する証明書）を得るとともに、委任状に加えて職務代行通知書（Aが法人であり、出席者が当該法人の代表者でない場合）、本人確認資料の提示を受けること等による。本ルートにおいても、インターネット経由にて出席する場合には、株主総会日前までに確認作業を終え、必要なID・パスワードをAに交付する必要があることから、スケジュールに余裕をもった対応が必要となる。なお、議決権行使結果の集計を行うこととなる株主名簿管理人においては、オムニバス口座において本取扱いを認める場合、1つの名義株主について特殊な対応が求められる（一部を事前投票により集計し、一部を当日出席により集計する等）ことから、株主名簿管理人との緊密な連携についても併せて求められるものと思われる。

d. ルートD：発行会社がたとえば次のように定款規定を変更して、AがNの代理人として総会に出席することを認める方法

本ルートにいう定款規定の変更内容は、通常株主総会における議決権行使の受任者は議決権を有する他の株主1名とされるところ、「前項の規定にかかわらず、定款第●条に定める取締役会において定める株式取扱規程に従い、信託銀行等の名義で株式を保有し自己名義で保有していない機関投資家は、株主総会に出席してその議決権を代理行使することができる。」という規定を追加するものである。

ガイドラインにおいても指摘されるように、明示的に定款規定の例外として定めるため、総会に出席できる範囲を明確にでき、法的安定性が高いこと、対象となる「機関投資家」の範囲や必要書類を株式取扱規程で定めることにより、株主側にとっても取扱いが明確になること等が特徴と考えられるが、インターネット経由でのヴァーチャル総会出席に係る入場審査における留意点としてはルートCの内容と同様と考えられる。

## ⑤ 議事運営

### ア. 議決権数の報告

インターネットにより出席する株主は、ログイン後、インターネット上の議場にアクセスする。近時の株主総会においては、報告事項の報告は映像等により実施する形式が中心であり、リアル総会に出席した場合と、インターネットにより出席した場合において、大きな差異が生じることは考えにくく、株主からの発言を認める審議の場面が問題になるものと考えられる。なお、株主総会の運営シナリオ上、議案の審議に必要な定足数を満たしていることおよび手続的動議の採否判定の際の分母となる議決権個数を示すため、前日までに議決権を行使した株主数および議決権の数ならびに当日出席の株主数およびその議決権の数を分けて議場に報告する事例も見られる。このような場合にはインターネット経由にて出席する株主数および議決権個数についても他と分けて報告することが考えられる。事前行使および当日出席の株主を合算して報告する運営の場合、シナリオ上の特段の変更点はないものと思われる。また、当日出席株主に係る議決権を報告する趣旨が、手続的動議への対応を意識している場合であっても、後述（64～65 頁）の動議の取扱いを採用する場合には、事前、当日（リアル総会、インターネット経由）出席をまとめて報告することが考えられる。なお、「③ 事前行使との関係」で付言した決議時点を出席と解する場合には、決議時点までインターネット経由での出席株主数および議決権個数は把握できないことから、前日までの行使分とリアル総会会場への来場株主分を報告する事になると思われる。

### イ. 質問への対応

I でも見たとおり、これまでの検討では、議事運営に際して、「場」の存在の有無が特に重要視される傾向にある。インターネット経由での出席の場合、議場まで足を運ぶ株主と比較し、「場の雰囲気」を十分には得られないという意味で議決権行使の参考となるべき情報量に欠ける感が否めない、という指摘、議長の裁量は出席者と「場」を共有することにより監視され、実質的に制約されてきたが、「場」の共有がないことにより、現経営陣に好意的な株主への優先的な発言許可等、不公正な議事運営に対する出席株主による監視のメカニズムが弱まるとの指摘がなされている。このような指摘に対応するため、議長がランダムに指名したことを証明する一つの手段として、総会検査役を選任するという手続を経ておくことが考えられるとする意見もある。「場の雰囲気」とは何なのか、ヴァーチャル総会において、監視機能を発揮するための手立てはないのか、といった観点が検討すべき事項と考えられる。仮に、ヴァーチャル総会では恣意的な議事運営のリスクが存するとしても、多数の発言希望者の中から発言者を議長が選択することは現状の株主総会運営においても適法であり、当該リスクは相対的な差異に過ぎない、「場の雰囲気」として、経営者が予期しない株主からの意見や質問を回避できず、そのことが経営者に与える緊張感が経営者への規律付けの機能があることを否定しないとしても、どの程度重視すべきかについては冷静に考えるべきであるとの指摘も見

られる。

株主からの発言について、後記のように事前に会社が把握できることとする場合、株主総会の目的事項に関する質問を確実に取り上げ、審議を充実したものとする効果が期待されるものの、都合の良い質問だけを取り込むケースが同様に懸念されている。これは現在米国で一般的に採用されているような、発言する株主あるいは発言の意思を有する株主を映像として会社や他の株主が確認できず、株主が質問等の発言を行いたい場合にはリアル総会における挙手の代わりにその発言内容を文字データとして送信することで発言の意思を示し、会社側は受信したデータにより発言の意思を確認し、抽出のうえで回答を行うというような、説明請求の内容を議長あるいは議長の補助者が株主を指名する前に点検することができる形態をとる場合のヴァーチャル総会について妥当する。このような形態の場合には、議事に関連したデータの証跡を確実に保存しておくこと、とりわけ、入力されたが議事に取り込まれなかった質問の内容と入力時間を確実に記録しておくことにより、公正性を証明する構えを取ることや、回答する質問の抽出に関して、無作為性に関する監査を可能な状態にしておくことが望ましいと指摘されている。また、リアル総会におけると同様、その公平な対応を期すため、議長は質問の内容を知ることなしにランダムに指名をしなければならない、と厳しく解釈する見解も見られる。他方、「経済産業省勉強会 とりまとめ(案)」では、インターネット等の手段を用いての出席における特殊性(質問や動議の提出に対する心理的ハードルの低下に伴う濫用的な質問権の行使、動議の提出等)を指摘し、ヴァーチャル総会における質問、動議の取扱いはリアル総会での取扱いと差異を設けることもやむを得ないとの見解があることが示されている。さらには、前述のように、米国実務を踏まえ、会社の置かれた状況によっては、取扱いの適正性・透明性を担保するための措置として、質問や動議の取扱い方法について招集通知により株主に通知し、後日、受け取った質問概要を公開する等の工夫を行うことも考えられるとしている。

インターネット経由での出席の場合、出席株主についての外見での覆面性が確保され、どのような株主が発言しているのか、誰も分からないという状況が生じる。この点は現経営陣に好意的な株主への優先的な発言許可等の議長による不公正な議事運営に対する出席株主による監視のメカニズムを弱めるはずであるとの指摘がなされているが、一方でこのような覆面性を笠に着て、誹謗、中傷といった不適切なメッセージの送信が相次ぎ、議事の運営に支障を来すとといった場面も想定され得る。株式会社の最高意思決定機関ともいわれる株主総会の重要性に鑑み、責任ある会議体の運営方法として少なくとも氏名の発言を求めるべきと考えられるものの、ここでは「対面性」という要素を欠くことは認められるのか、という点が焦点となっているといえる。

リアル総会にて行われる株主からの質問への対応については、現状の取扱いについて特に不合理な点があるものでもないと考えられることから、HB型を採用した場合であってもリアル総会におけるその取扱いについては現在の方法を維持することが考えられる。HB型の場合、先の指摘にあるような特殊性を踏まえながら、インターネットによる出席株主からも一定の配慮のもと質問を受けることが

考えられる。特に、次に述べるような取扱いを実施する場合には、適宜、リアル総会においてインターネットによる出席株主からの質問に付言することが有用と思われる。

極めて実務的な観点ではあるが、インターネットによる出席の場合、質問は一定のフォーマット（字数制限を設けることも考えられる）で、かつ、事前（株主総会の場で発言の許可を受けてからではなく）に行う必要があると考えられる。議事進行の観点から、発言許可の都度、その時点から質問内容を入力、送信した場合、どうしても時間が空いてしまい運営のスムーズさが失われてしまう可能性が多分にある。既に指摘のとおり、事前の質問の提出は会社側による自己に都合の良い質問のみの抽出といった懸念はあるとは思われるが、事前に質問を受け付けることは、説明義務を負うべき質問を適切に選択することができ（リアル総会のように発言を許可し、質問内容を聞いてみて説明義務の及ばない質問であることがわかるといったマイナス面を回避することが可能となる）、重複する質問はまとめて回答することで時間の有効利用にもなり得、充実した対話を行うことができる可能性が増すとも考えられる。また、リアル総会における経営者が予期しない質問による緊張感の必要性についても、真に回答すべき質問に真摯に対応しなければならないとのプレッシャーの方がより建設的な緊張感を生むと言えなくもない。自己に都合の良い質問のみを取り上げるといった偏頗な運営については、我が国の総会運営において、“決議取消”のリスクが過度と言って良いくらい強く意識されている現状に鑑みるに、より少ない可能性を過度に指摘しているようにも思われる。この点を事後的ながら補完するのであれば、先のとおり、質問に関する記録を精緻に保存し、自社の判断により開示する方法が考えられる。不祥事が発生した企業においては、株主総会にて不祥事とは関係のない、不適切な質問の回答に時間や労力を取られるよりは、真に説明すべき質問を取り上げることとなり、会社・株主双方にとって有用な株主総会となる可能性が相応にあるものと思われる。株主からの質問等を電話で受け付けることとする場合も、事前にオペレーター等が質問を希望する株主から質問内容を聞き、事務局にて取りまとめのうえ前記同様の取扱いをすることが考えられる。このようなインターネット等による出席株主に関する取扱いについて、リアル総会との取扱いに差異を設けることについてやむを得ないとの指摘もある。

#### ウ．質問事項の事前通知との関係

このインターネットによる出席株主が質問する際に、質問事項を事前に一定のフォーマットで行うことと、会社法施行規則 71 条 1 号に定める質問事項の事前通知との関係についても整理しておくことは必要と思われる。質問事項の事前通知は、総会会場における質問の予告と解されており、総会における質問に代わるものではないことから質問通知をした株主も、あらためて総会に出席して質問することを要すると理解されている。このことは、HB型のリアル総会に出席する株主にも当てはまる。一方、インターネットによる出席株主で質問事項を一定のフォーマットで行った株主は、総会にて質問を行っていないにも係らず質問権を行使した

体になっているように思われ、平仄が取れていない感は否めない。この点をどのように整理するかであるが、質問事項の事前通知の趣旨は、事前に質問事項を通知させることにより、取締役等に対して説明のための準備の余裕を与え、総会においてより実質的な討議がなされることを期すことにあるとされている。本書で付言しているHB型の総会にインターネットにより出席する株主が質問事項を一定のフォーマットで行うこととする意味は、先のとおり、頗る実務的な総会運営上の理由によるものであり、かつ、総会（先の「③ 事前行使との関係」にて付言した“出席”の考え方によった場合は、“審議”のタイミング）で行われることから、質問事項の事前通知の趣旨である“説明のための準備の余裕を与える”ことにもならない。これらの点を踏まえると、インターネットにより出席する株主が行う質問事項の事前提出行為は、HB型総会において質問を希望していることを議長に示す表示行為と捉え、議長が当該質問に回答する際に質問内容に付言することにより、議長による質問者の指名、株主による総会会場における質問、回答が順次行われていると解することができるように思われる。勿論、インターネットにより出席する株主が質問事項を事前通知した場合には、リアル総会に出席している株主による質問事項の事前通知と同様に取扱うこととなる。この場合、総会に出席して質問することが必要となるが、既述のとおり、一定のフォーマットにて質問事項として事前通知したものと同内容の質問を提出することにより総会に出席して質問したと取扱うことができると考えられる。なお、先の「③ 事前行使との関係」にて付言した“出席”の考え方を採用した場合であっても、質問事項の事前通知の趣旨が総会における実質的な討議を確保することである点を踏まえると“審議”の際にこのような取扱いを行うことによって総会会場での質問という要件は満たすと考えるのが相当と思われる。この他、質問事項の事前通知があった場合、リアル総会の場で実際に質問がなされなくとも、会社側から任意に回答するといった選択も往々にしてなされることがあることから、総会会場における質問を待たずに回答を行うことも考えられる。実際に、インターネットにより出席する株主による総会における質問についてこのような取扱いを行う場合には、招集通知等で事前にその方法を通知したり、自社HPにて公表することにより周知を図ることが必須と考えられる。

## エ. 動議の取扱い

対面性が失われた場合において特に留意されるのは動議に関する取扱いである。現在の株主総会において動議が提出されることは稀であるものの、前記のように、覆面性が議事運営において決して重要とはいえない動議を誘引してしまうことが想定される。濫用的な提出ともいえる動議は取り上げないことが可能であり、ヴァーチャル総会の実施を困難とさせる支障とまではいえないとの指摘はあるものの、現在の株主総会運営においては株主総会の決議の方法が著しく不公正であるとの指摘を回避するため、動議については基本的に取り上げたくて否決されたことを明確にする運営を取ることが一般的である。このような観点からは議事運営方法について、多少の変更が必要となると思われ、どのような動議の場合に取り上げ

ることを拒むのか、検討しておくことが求められる。次期会社法の改正において、「株主総会の適切な運営が著しく妨げられ、株主の共同の利益が害されるおそれがあると認められる場合」等、目的等による議案の提案の制限規定が導入される予定であり（その対象に議案修正動議が含まれる）、その該当性について議論が深まることも期待される。

さらに、動議のうち濫用的な行使が懸念される議長不信任動議（手続動議）について、議案修正動議と異なり会社法上明文の根拠を有さず、“会議体の一般原則”を根拠に導き出されていると解されるものであり、ここで言う“会議体の一般原則”はリアル総会を想定しての一般原則を指しており、ヴァーチャル総会における会議体の一般原則はこれから作るものとの指摘が先の「経済産業省 勉強会 とりまとめ（案）」にてなされている。次の「オ.質問・動議それ自体の制限可能性」にて付言する、株主がヴァーチャル総会への出席を選択したということを理由とする制限の可能性と併せ、会議体の一般原則の捉え方の違いから一定の制限を課し得るのではないかとの指摘については、ヴァーチャル総会実施時の実務上の懸念を一定程度払拭し、さらなる対話の深化を目指す企業の背中を押す考え方と思料される。

#### オ. 質問・動議それ自体の制限可能性

HB型総会に出席する株主について、「株主総会において議決権を有する株主のすべてが、物理的に開催される株主総会に出席する権利を保障されている状況において、あえてオンライン参加を希望する（リアル総会に参加する権利を放棄する）株主を、議決権行使以外の場面で差別的に取扱っても、決議方法の法令違反または著しく不公正とは解さなくてもよい」として、質問権や議事運営に関する動議の提出権、議案に対する修正動議の提出権を認めないこととすることも可能とすべきとの見解が示されている。この見解によれば、現行法との関係については、「このような扱いは、電子投票の行使期限を株主総会の採決時まで延長したものとみることができる。現行会社法上の電子投票の行使期限は、会社の便宜のため、原則的に株主総会の日時の直前の営業時間の終了時（略）となっているところ、これを株主総会における採決時まで延長することは、法の趣旨に反しないと考えられる。そうすると、採決時に電子投票を行う株主に質問権や動議提出権を認めないことは、昭和56年の商法改正以来株主総会に出席しない株主に書面投票を認めてきたわが国の株主総会規制の下で、（法の文言はともかくとして法の趣旨としては）許容されてしかるべきである」との整理が示されている（北村雅史「株主総会の電子化」旬刊商事法務 2175号 13頁）。インターネット経由で出席する株主の質問権や動議について、その特殊性を踏まえたうえで現行法との架橋を試みており、傾聴に値する見解と思料されるが、HB型の株主総会においてインターネット経由で出席した場合の議決権の行使は、「電子投票（会社法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」と解されており（相澤 哲他「論点解説 新・会社法 千問の道標」 商事法務 472頁）、本書も基本的にその考え方を前提としている。したがって、前記の電子

投票の行使期限の延長とみる説は、むしろP V型を採用しつつ電子投票の行使期限の延長を併用してヴァーチャル総会の外形を実現したもの（P V型+ $\alpha$ 型）であり、HB型とは異なる法的整理といえる。将来、P V型+ $\alpha$ 型とHB型が併存することになると、インターネット経由で総会を視聴しながら電磁的方法で議決権を行使できる点では同じだが、前者では質問が不可で、後者では質問が可能という総会が併存することになり株主にとっては分かり難い。招集通知やログイン時に十分な説明を行う等が必須と考えられる。仮に、インターネット経由での出席者について質問権や動議の提出権を認めないこととしても、リアル総会における議事運営上の瑕疵について決議取消の訴えを提起することは可能であることから、議事運営の監視にはなお資するものと思われる。

#### ⑥ 採決・投票

HB型の場合、インターネットにより出席している株主の採決に関しては、リアル総会での挙手や拍手といった採決方法は取り得ないため、電磁的方法により投票を行わせることとなる。これは、会社法312条1項に定める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する手段として電磁的方法を利用して投票を行うとの意である。電磁的方法を利用すれば、集計をすることは容易になると考えられる。ただ、HB型の場合、リアル総会の場に出席している株主も存することから、リアル総会の場でも投票を実施するかどうか実務上は検討点になると思われる。現時点でも、総会会場にて投票用紙を用いて投票を実施する例はあるが、集計処理には相応の時間と手間を要している。リアル総会に出席する株主にもインターネット経由で出席する株主と同様に電磁的方法による投票サイトにアクセスしてもらい（出席票にあらかじめQRコードを印字しておく等の工夫をしたうえで）電磁的方法での投票に参加してもらうことも考えられるが、リアル総会に出席する株主の全てがアクセス手段（タブレット端末、スマートフォン等）を持参しているとは限らない。貸与することにしても、リアル総会に出席する株主の数によっては、招集に際してあらかじめアクセス手段の持参を告知したとしても、用意する機器の台数に限界はあると思われる。そもそもの電磁的方法による投票システムの準備も含め関係者間での事前の検討が重要と思われる。そこで、インターネット経由の出席株主のみに電磁的方法による投票を実施し、リアル総会に出席した株主については従前どおり拍手や発声をもって採決を行うことも、出席態様に応じた合理的な差異として許容されることが考えられる。もっとも、電磁的方法による投票の集計は比較的容易と考えられることから、投票に関するメリットはV O型に移行した場合に特に生じるものと考えられる。

投票を行う場合、出席している株主数およびその議決権の総数を確定させるため、投票直前に議場の閉鎖（インターネット経由で出席する株主に関してはログインの禁止およびその後ブラウザを閉じた場合であっても当該株主は出席しているものとして見なす、という取扱いになると思われる）を行い、賛成、反対、あるいは棄権の意思をボタンのクリック等により表明させる。このような議場の閉鎖については、あらかじめ議事運営規則で定めておくことが望ましいと指摘される。議決権行使の

内容は電磁的に送信されることから、集計結果もリアル総会で行われる書面による議場での投票と比較して極めて早く、正確に行うことが可能となる。

仮に、賛否が拮抗し得る議案がある場合において、ヴァーチャル総会を利用する際に、厳密な集計が必要な局面が想定されるが、ログイン後にブラウザを閉じた場合であっても出席と扱うことについては、特段不合理な取扱いではなく、少なくとも決議の方法が著しく不公正であると評価されることはまず考えられないと指摘される。このような取扱いとした場合、事前の議決権を行使していない株主については棄権ということになり、棄権票が増える可能性はある。先に付言した「③ 事前行使との関係」における“出席”の考え方に従い、決議と出席を紐付ける考え方が採用でき、技術的に対応ができた場合には棄権票が増えることを回避することも可能かもしれない。

#### ⑦ 技術的な問題点

ヴァーチャル総会の開催に関して、技術的な観点では、大きく2つの面から問題が指摘される。まず、通信技術上の問題がある。遠隔通信がうまく機能しないために一部の株主が法的に「出席」、「投票」を行っていないと解される場面において、会社側に帰責事由があるならば、「株主は電磁的に株主総会に参加できるという期待を有しており、会社はこのような期待を株主に与えていたものの、その期待に応えることができなかった」のであるから、決議の方法が著しく不公正であったとして決議取消事由となると解される場合が生じ得るとの見解がある。

この点については、HB型の場合であれば『リアル総会に足を運ぶことも考慮しつつ、電子的参加が可能であるからそちらを選んだ、しかし技術上の障害により「参加」が妨げられた、という株主はごく少数であり、電子的に参加しようとした株主の大部分はリアル総会に足を運ぶという選択肢を現実には持たなかったはずである。このような事情は、決議の「瑕疵」の存否・大小の判断において勘案されることになる。その際、取消事由をあまり広く認めると、安定的な遠隔通信技術の開発が損なわれ、投資家全体の将来の便益が害されることにもなりかねないことが、解釈において顧慮されることとなろう』との指摘や先端技術ゆえの不測の障がいがあり得べきこととその程度を、正確かつ明確にあらかじめ開示するとともに、会社側における技術面での準備が相当であるならば決議の瑕疵を構成することはないとの指摘がある。技術面での準備としては、コンピュータを多重化して1つのコンピュータに障がいがあった場合でも他のコンピュータに切り替えて処理を継続するといった対応が考えられている。会社側に帰責事由がない場合には、交通遮断に近い状況と考えられ、リアル総会への出席選択も可能であったことを勘案するとそもそも決議取消事由がないとの整理も考えられる。なお、先行する米国の事例ではこれまでにヴァーチャル総会運営においてシステム上の障がいやエラー等は1件も生じていないとされている。近時のインターネット技術の発達も踏まえると、技術的な問題は概ね解決しているとする評価も見られるところである。勿論、不測の障がいに備え、先の「③ 事前行使との関係」で付言した“出席”の考え方も参考にしながら、事前行使を推奨することは有用と思われる。

次に株主側の問題として、デジタル・ディバイドの問題がある。インターネットの利用環境が無い、あるいは利用上のスキルの問題からインターネット上のウェブサイトにアクセスし、株主総会に参加することが困難である、アクセスは可能であったものの、操作が思うように行えず、意図していた行動（質問や議決権の行使等）を取ることができない等、いくつかの場面においてデジタル・ディバイドの問題に直面する。インターネットの利用環境については、2001年商法改正の時点においてはリアルタイムでの出席を一種のテレビ会議システムを介して実現するには、通信インフラの整備が待たれる旨の指摘がなされているところであるが、株主側の観点についても米国の事例、インターネット技術の発達からは概ね解決済みとの評価が該当するように思われる。

この他、「④ 入場審査（本人確認）・退出」でも付言したリアル総会とインターネット等を経由した二重出席の回避のための仕組み、「⑥ 採決・投票」で述べたリアル総会出席株主の投票システム、そもそものインターネット等を経由した出席株主の投票システムの開発等が解決すべき技術上の課題として考えられる。

### （3）その他のHB型株主総会開催の論点

前述のとおり、2001年商法改正に関する検討の時点においてはVO型総会の開催は許されないとの見解が一般的であったため、現実の株主総会との併用の場合における採否についての検討がなされている。その中では、HB型総会を開催するか否かの判断には機動性を与えることが適切であるため、制度の採否は取締役会で決定し、現実の株主総会に出席するか、HB型総会に出席するかは個々の株主に委ねられるとすることで足り、定款への記載等、株主総会による多数決を要求する必要はないとの見解が示されている。技術的な問題点に起因する「不測の障がいの可能性」と「遠隔地から株主総会に参加できる利便」との衡量は、株主の所在地等により決まってくる問題であり、株主の利害関係は同質とはいえ、採否は多数決になじまないためとされている。米国（デラウェア）では取締役会の独占的裁量とされている点はⅡにても付言したが、HB型総会の採否は取締役会の経営判断事項と考えるのが相当と思われる。

### （4）HB型株主総会の意義

以上のように、HB型総会は株主総会の招集地からは遠隔地に居住しており、物理的な制約から出席が困難な株主や、複数の銘柄を保有する株主にとって、新たな対話の機会を提供することになるという意義が見出せる。実務運営上、整理すべき論点はあるものの、コーポレートガバナンス・コードの原則1-2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、株主の視点に立って、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」とされており、HB型総会はこのような環境整備の新たな方法と評価することも可能であろう。

他方、会社にとってはこれまでの現実の株主総会開催に加え、インターネット上の運営についても配慮する必要があることから、当日はもちろん事前の準備にも相応の負荷がかかることが想定される。また、インターネット上の運営にかかる新たなコストが生じることにもなる。HB型株主総会の採否はこのような意義と負荷の比較衡量により決

定されることとなるように思われることから、今後各社にとって取組みやすいものとなるよう、実務運営の指針やインターネット上の利用環境が整備されることが望まれる。

(5) HB型総会の利点と問題点

HB型総会で想定される利点や解決すべき問題点の概要は次表のとおり。

【図表Ⅲ－２－１】HB型総会の利点と問題点

利 点		問題点
株 主	発行会社	
① 遠隔地にいる株主の総会出席機会の確保	① より多くの株主に情報提供ができる可能性	① 物理的な会場の他に、インターネット経由での出席を認めることにより新たなコスト要因となる可能性 ② システムの不具合、ハッキング等の危険性 ③ インターネット経由出席株主の本人確認 ④ 物理的会場出席とインターネット経由出席が重複した場合の取扱い ⑤ 複数の株主総会への同時出席の取扱い ⑥ 事前行使分と当日出席の整理 ⑦ インターネット経由出席株主からの質問・動議対応の整理 ⑧ リアル総会での採決時の集計方法の検討 ⑨ YouTube等への株主総会映像の投稿リスク
② 物理的に株主総会への出席が難しい株主（病気療養中等）の株主総会出席機会の確保	② 株主総会へのアクセス機会の増加による株主重視姿勢のアピール	
③ 複数の株主総会に同時に出席することも可能	③ 多くの質問を受け付けることによる気付きを得る機会の増加	
④ 質問内容の事前整理により適切な議論に資する運営が行われる		

(6) HB型利用時の検討事項

HB型利用時の具体的な株主総会での各種取扱いについては、取締役会の決議をもってその内容を定め、招集通知等で通知を行い、周知を計ることが考えられる。

【図表Ⅲ－２－２】HB型総会の検討事項

検討事項	概要
① HB型総会実施の採否	<ul style="list-style-type: none"> <li>・HB型の採否は年度毎とすることも可</li> <li>・委任状争奪戦等が想定されない平時の総会での採用を前提とすることも検討</li> </ul>
② インターネット経由出席時の取扱いの決議と周知	<ul style="list-style-type: none"> <li>・招集通知に物理的会場の他、インターネット経由での出席が可能である旨、インターネット経由での出席希望時の技術的な問い合わせ先を記載する等事前周知の要否</li> <li>・インターネット経由での出席の場合の質問受付時のルール（決まったフォームで、何時までに質問を送信するか、全ての質問に回答しない可能性もある旨、同趣旨の質問をまとめて取り上げる旨、質問数の制限等々）を事前に通知したり、自社HPに掲示することの要否</li> <li>・事前の議決権行使の推奨、“出席”を採決時とすることの採否</li> <li>・意図しないシステム障がいやハッキングが発生した場合の取扱い</li> <li>・インターネット経由出席株主からの議長不信任、休憩動議の取扱い</li> </ul>
③ 取締役会による評価の実施	<ul style="list-style-type: none"> <li>・HB型を実施する際の目的、期待される効果等に鑑み、実施後に効果検証や改善点等の確認を取締役会にて実施する</li> </ul>
④ 対話促進のための透明性の確保	<ul style="list-style-type: none"> <li>・リアル会場からの質問、インターネット経由出席株主からの質問については、後日、自社HPにて公表する、その際、回答しなかった質問についてはその理由をあわせて公表する</li> </ul>
⑤ 記録の保存	<ul style="list-style-type: none"> <li>・インターネット経由出席株主からの質問を含め記録を保存する</li> </ul>

(7) 株主総会議事録の内容

「株主総会の議事については、法務省令で定めるところにより、議事録を作成しなければならない」（会社法318条1項）こととされている。本定めを受け、会社法施行規則では具体的な記載内容についての規定が設けられている。

HB型についても、この定めに従い株主総会議事録を作成することとなる。

【図表Ⅲ－２－３】HB型株主総会議事録の記載内容

要記載事項	具体的な対応
① 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、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。）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・通常のリアル総会に係る株主総会議事録と同様の記載が原則</li> <li>・株主については、インターネット経由での出席もあることから場所の記載として、『株主の一部については、情報伝達の双方向性と即時性が確保された電磁的方法（インターネット）により出席』等適宜の記載を行う必要がある</li> </ul>
② 株主総会の議事の経過の要領及びその結果	<ul style="list-style-type: none"> <li>・通常のリアル総会に係る株主総会議事録と同様の記載が原則</li> <li>・インターネット経由での出席株主からの質問とそれに対する回答も含め、記載を要すると判断した内容を記載する 質問について自社HPにて公表する場合には、その内容を転記あるいは別紙として添付することが考えられる</li> <li>・出席株主の状況として出席株主の人数、その所有する議決権数を記載する場合、事前の議決権行使に係るもの（議決権行使書、電子行使分）、当日のリアル総会会場に会場した株主に係るもの、当日のインターネット経由での出席株主に係るものに区分けして記載することも考えられる（全てを合計して記載することでも構わない）</li> </ul>
③ 監査役を選解任等に関する意見等	<ul style="list-style-type: none"> <li>・通常のリアル総会に係る株主総会議事録と同様の記載</li> </ul>
④ 株主総会に出席した取締役、執行役、会計参与、監査役又は会計監査人の氏名又は名称	
⑤ 株主総会の議長が存するときは、議長の氏名	
⑥ 議事録の作成に係る職務を行った取締役の氏名	

(HB型招集通知仮案)

(証券コード ○○○○)  
○年○月○日

株主各位

東京都○○区△△○丁目○○番○○号  
○○○○株式会社  
取締役社長 ○○○○

### 第○回定時株主総会招集ご通知

拝啓 平素は格別のご高配を賜り、厚く御礼申しあげます。

さて、当社第○回定時株主総会を下記のとおり開催いたしますので、ご出席くださいますようご通知申しあげます。また、下記株主総会会場にお集まりいただくことなく、ご自宅あるいはその他のインターネットへのアクセスが可能な環境から今回の定時株主総会にご出席いただき、議決権を行使いただくことも可能です。詳しくは、後掲の「インターネット経由での株主総会（ヴァーチャル株主総会）への参加方法およびご参加にあたってご留意いただきたい事項」をご参照願います。

なお、当日下記株主総会会場へのご来場によるご出席あるいはインターネット経由による株主総会（ヴァーチャル株主総会）へのご出席いずれも願えない場合には、以下のいずれかの方法によって議決権を行使することができますので、お手数ながら後記の株主総会参考書類をご検討のうえ、各期日までに議決権を行使していただきますようお願い申しあげます。

＜郵送による議決権行使の場合＞

同封の議決権行使書用紙に議案に対する賛否をご表示のうえ、○年○月○日（○曜日）午後○時までには到着するようご返送ください。

＜インターネットによる議決権行使の場合＞

当社指定の議決権行使ウェブサイト（<https://www.○○○○>）にアクセスしていただき、同封の議決権行使書用紙に表示された「議決権行使コード」および「パスワード」をご利用のうえ、画面の案内にしたがって、議案に対する賛否をご入力ください。

インターネットによる議決権行使に際しましては、○頁の「インターネットによる議決権行使のご案内」をご確認のうえ、○年○月○日（○曜日）午後○時までには議案に対する賛否を入力いただきますようお願い申しあげます。

なお、事前に議決権を行使いただきました株主様がインターネット経由により本定時株主総会にご出席され、株主総会当日の審議の状況を踏まえて行使内容をご変更いただくことも可能ですので事前に議決権を行使いただきますようお願い申しあげます。

議決権行使書面とインターネットによる方法と重複して議決権を行使された場合は、インターネットによる議決権行使を有効なものといたします。

敬具

記

1. 日時 ○年○月○日（○曜日）午前○時
2. 場所 東京都○○区△△○丁目○○番○○号 当社本社  
本定時株主総会には、インターネットを經由してご参加いただくことができます。  
インターネット経由でのご参加をご希望の場合には、当社専用ウェブサイト  
(<https://www.××××>) にアクセスいただき、画面の案内にしたがってご出席賜りますようお願い申し上げます。
3. 目的事項  
…（省略）…
4. 招集にあたっての決定事項
  - (1) 当社は、…（省略）…
  - (2) ヴァーチャル株主総会ご出席に際しての取扱い
    - ①インターネット経由での株主総会参加に際しては、専用ウェブサイトより、議決権行使書面記載の「ID」および「パスワード」にてログインされた方を株主様ご本人とみなします。
    - ②一旦ログインされた後は、ログアウトされない限り株主様ご本人がご出席されているものとして取扱います。
    - ③株主総会における審議を通して、事前の議決権行使内容を維持することをご希望の場合には、特にお手続いただく必要はございません。事前の議決権行使内容の変更をご希望の場合には、「議決権行使」ボタンを押し、画面の案内にしたがって議決権をご行使ください。
    - ④インターネット経由でご出席をご予定の株主様で、株主総会でのご質問を希望される場合には、所定のフォーマットにご質問事項を入力の上、所定の期限までに上記の当社専用ウェブサイト宛送信ください。
    - ⑤上記④によりご提出いただきましたご質問事項につきましては、当社にて適宜とりまとめのうえ株主総会中に議長よりご回答申し上げますが、送信いただきましたご質問全てにご回答できない可能性があります。株主総会中に回答できなかったご質問につきましては、株主総会終了後速やかに当社ホームページ (<https://www.kaito××××>) にてご回答またはご回答を差し控える場合にはその理由を開示する予定です。
    - ⑥インターネット経由にてご出席いただきます際の通信システムにつきましては、十分なサイバーセキュリティ対策を施しておりますが、天災地変等により不測の通信障害が発生し、株主総会におけるご質問や議決権行使に支障が生じる場合があります。
    - ⑦通信障害時における議決権行使の方法を含め、インターネット経由でのご出席に関するお問い合わせ全般につきましてヘルプデスクを設けております。ご不明の点は以下ヘルプデスク宛お問い合わせください。  
ヘルプデスク：○○-○○○○-○○○○

以上

### 3. VO型総会

VO型の株主総会は、株主総会を開催する現実の場所ではなく、株主総会を開催するインターネット上のサイトのみを定め、株主は会社が指定するサイトにアクセスすることによってのみ、株主総会に出席、審議、議決権行使が可能となる形式である。

VO型総会が、株主総会の招集に際して株主総会の場所を定めなければならないなどとしている現行の会社法と整合的ではないという問題点は既に触れたとおりである。また、旧商法当時における研究では、同法第233条には「定款ニ別段ノ定アル場合ヲ除クノ外」とあることから、定款で別途規定しさえすればVO型総会も許されるとの考え方もありえるとの指摘も見られるが、この見解においても実務的には株主の個々の認識を判断する過程で、同意を取得する必要性が生じる可能性が高いため、「全ての株主の同意がある場合」と同じ状況が必要になると考えられるとされている。特に公開会社においては採用が困難であるとの理解が共有されてきたように思われる。以下では、会社法上の制約以外の論点であり、HB型では維持されていた現実の会議体の「場」を設けないことによる影響について、検討を行うこととする。

#### (1) 現実の会議体の「場」を設けないこと

現実の株主総会やHB型の株主総会とVO型の株主総会の端的な違いは、現実の特定の会場を設け、株主がそこに参集することができるのか、インターネットサーバー上の特定のサイトにアクセスするのみかという、会議を行う現実の「場」というものの有無の違いである。これまでの研究においても「場」が生む雰囲気や緊張感を強調し、場を持たないヴァーチャル総会の会議体性を疑問視する指摘や株主の監視が弱まることが指摘された。すなわち、たとえインターネットにより株主総会に参加する環境が、物理的に出席するものと同等の機能を持ったとしても、招集地に赴き、実際に経営者と対面し話をしたいという株主の利益というものを重要視し、VO型総会については少なくとも全株主の同意がないと物理的な意味における株主総会を省略することは適当でない、VO型総会は「会議体」の要件を満たさないのではないかという疑問が生じる、といった見解である。これらの指摘のいう「場」とは何を指すのであろうか。また、この「場」というものは株主総会にとって、欠かせないものであるのだろうか。

株主総会の会議体としての性質を強調する場合、そこで必要となるのは会社役員の発言を聞き、自身や他の株主が発言し、またそれを聞き、検討・審議する環境であり、それはお互いの声が聞こえれば、あるいはその意思が文字等により伝達されれば成し遂げられるものであると考えられる。株主総会以上に厳密な審議が必要といわれる取締役会においては、当初は「取締役間の協議と意見の交換が自由にでき、相手方の反応がよくわかるようになっている場合、すなわち、各取締役の音声と画像が即時に他の取締役に伝わり、適時的確な意見表明が互いにできる仕組みになっていれば、テレビを利用して取締役会議を開くことも可能である」として、相手の姿を捉えることができることを重視し、電話による取締役会への参加は、たとえ会議に参加した全取締役の同意があったとしても取締役会へ出席したのものとは認められないとしていた。しかしながら平成14年の商法改正に係る検討が行われた法制審議会会社法部会においては、書面決

議に関する検討の中で、「構成員全員の同意があり、かつ技術の発展により、その方法によって議題について構成員が自由に討論することができるのであれば、取締役会の形骸化という問題は生じないのではないか、そうだとすると必ずしも立法化するまでも無く、解釈でも対応することが可能ではないか」として、電話会議による参加についても許容され得るものとして捉えている。これらの観点からはVO型の株主総会においても音声や文字によるメッセージによって運営される形態も考えられ、米国におけるVO型の株主総会はこのような方法（音声のみのヴァーチャル総会）が中心となっている。しかしながら、これまで我が国の会社法制がとってきた、株主総会を答弁に立つ役員の資質を確認する、あるいは信任する場と捉える立場からは、株主からの質問や発言に対して、回答の内容はもちろん、その者が株主からの質問に対して答弁する様子といったものを重要視する指摘に十分に対応しているといい難い面もあろう。そのように捉える場合、会社側の出席者、すなわち議長や答弁に立つ役員、役員候補者については、映像により認識できる環境を用意するといった対応が考えられる。

一方、出席株主については、ログインの手続により出席した株主の氏名等は把握することができるが、各株主がインターネットにアクセスしただけではその姿を会社や他の株主は認識することができないため、出席者の容姿については覆面性が保たれている状況と考えられる（この点はHB型においてインターネットにより出席する株主も同様であるが、現実の「場」が設けられないことからさらに強調される）。覆面性の保たれた状態は、株主の肖像権が確保された状態であるとも見ることができる。このような状況を前提とすると、ヴァーチャル総会は議長あるいは答弁者という会社側の映像についてはインターネット上で把握することができることとする一方、株主の姿は映像では把握せず、質問等を行う場合は、株主が文字データを送信し、受信した内容に従って議長等が回答を行う、あるいは株主が電話で質問等を行うという形態で進行することが考えられる。この場合、議事進行を司る議長や議長の補助者たちは、ログオンの状況や質問メッセージの到着状況によって議場を見渡すことができている状況にあると判断することとなる。他方、出席者にとっては議場を見渡すことができない（他の株主の様子を窺い知ることができない）というハンディキャップを負うことであると同時に、「場」から生じる雰囲気から自由であるということとなる。すなわち、「場」の雰囲気を共有できないので、現実に出席していた場合に抱くかもしれない経営者に対する同情ないし敵意といった「情報」が得られない、あるいは軽はずみに動議を提出する等して、議事運営を乱す危険があることが指摘されている。敵意、あるいは同情といった情報の受け止め方は株主によって多様であろうから一概には判断し難い面があるものの、「軽はずみな」動議についても、株主の顔を窺い知ることができない、という覆面性がそれを助長することが考えられる。

このような点について適切な対応を期すために、株主総会における株主の意見や質問は、株主全体の利益のためになされるという共益権の側面に着目する限り、発言内容をその映像を含めてそのまま中継することが一層適切であるとの指摘がある。覆面性を一定程度排除するため、株主側においても映像や音声を取得するための環境を整え、少なくとも発言者については、議長等と同様にログインしている他の株主がその姿を見ることができる構成とすることで、議長と発言者の対面性を確保する、といった対応

も考えられる。この場合、音声を伝達するためのマイク、姿を映すためのカメラといった追加の設備が株主側において必要となるため、デジタル・ディバイドの観点の制約にさらに負荷が生じることへの配慮が求められる。しかしながら、現実の株主総会同様、自らの姿、氏名を明らかにした上で発言することで、発言者にも責任感を備えさせるという効果はあるように思われるし、発言者の内容の意図や感情についても、映像と音声によるものの方が伝わりやすく、これまで現実の株主総会に出席していた株主にとっても受け入れやすいものと思われる。

## (2) VO型総会の意義

VO型総会においても、概ねHB型総会において株主に提供されるメリットが該当する。すなわち、遠隔地に居住する個人株主や機関投資家にとって、会社との新たな対話実施手段と考えられる点である。

VO型総会の特徴は、会社側がインターネット上における対応に集中できる点が挙げられる。HB型総会においては現実の場に出席する株主とインターネットにより出席する株主との間で生じ得る取扱いの差異が運営上の問題となるが、VO型総会においては全ての株主に平等な機会を提供することとなる。その結果、恣意的な運用のリスクへの留意はあるものの、審議の場面において有意義かつ重要度の高い質問を重点的に取り上げて回答を行うことも容易になる。加えて、現実の会場確保が不要になり、多数の株主が集まる会場を適切に運営する必要がなくなる等の観点で、会社にとってコスト・安全性面のメリットも考えられる。

法制面の課題はあるにせよ、VO型総会の実現を志向する場合、前記のようなメリットと、現実の会議体の場を失うこと、セキュリティ面のリスクといった検討点との比較衡量により判断されることとなると考えられる。議決権行使助言機関であるISS、グラス・ルイスにおいては、米国の会社がVO型総会を採用することについては否定的であるとされることも踏まえつつ、我が国においても株主総会の持つ意義を最大限発揮するための方法が検討されることが望まれる。

## 【参考】

## S&amp;P500 構成銘柄の発行会社によるヴァーチャル総会の状況（2018年4月～12月）

会社名	開催日	方式*1	時間*2	事前情報*3	事後情報*4	議事順番*5	質問の有無*6
Ford Motor Company	2018/ 5/10	VO型-A	1:20:48	PS, AR, RC	RP, TC, Q&A	Q&A→採決	○有
Intel Corporation	2018/ 5/17	VO型-V	1:02:25	PS, AR, RC	RP, Q&A	採決→Q&A	○有
NVIDIA Corporation	2018/ 5/16	VO型-A	1:03:42	PS, 10K	RP	採決→Q&A	○有
Hewlett Packard Enterprise	2018/ 4/ 4	VO型-V	58:03	PS, AR	RP, TC, Q&A	Q&A→採決	○有
Alaska Air Group	2018/ 5/ 3	VO型-A	52:52	PS, 10K, RC	RP, Q&A	採決→Q&A	○有
HP Inc.	2018/ 4/24	VO型-A	52:41	PS, AR	RP, TC, Q&A	Q&A→採決	○有
Duke Energy Corporation	2018/ 5/ 3	VO型-V	51:54	PS, AR, FAQ	RP, Q&A	採決→Q&A	○有
PAYPAL HOLDINGS, Inc.	2018/ 5/23	VO型-A	39:45	PS, AR, RC	RP, Q&A	採決→Q&A	○有
MSCI Inc.	2018/ 5/10	VO型-A	23:36	PS, AR	RP	採決→Q&A	×無
Alliant Energy Corporation	2018/ 5/17	VO型-A	21:00	PS, AR, RC	RP	Q&A→採決	×無
Laboratory Corp. of America Holdings	2018/ 5/10	VO型-A	20:50	PS, AR	RP	採決→Q&A	○有
DXC Technology Company	2018/ 8/15	VO型-A	20:10	PS, AR, RC	RP	採決→Q&A	×無
NETFLIX, Inc.	2018/ 6/ 6	VO型-A	20:03	PS, AR	RP	採決→Q&A	○有
CA, Inc.*7	2018/ 8/ 8	VO型-A	19:14	PS, AR, RC	RP	採決→Q&A	○有
Best Buy Co., Inc.	2018/ 6/12	VO型-A	18:59	PS, AR	RP	採決→Q&A	○有
Broadridge Financial Solutions, Inc.	2018/11/ 8	VO型-V	18:08	PS, AR	RP	Q&A→採決	×無
Symantec Corporation	2018/12/ 3	VO型-A	17:42	PS, 10K, RC	RP	採決→Q&A*8	×無
The Mosaic Company	2018/ 5/10	VO型-A	16:40	PS, AR	RP	採決→Q&A	×無
Cintas Corporation	2018/10/30	VO型-A	15:37	PS, 10K, RC	RP	採決→Q&A	×無
C.H. Robinson Worldwide, Inc.	2018/ 5/10	VO型-A	15:32	PS, AR	RP	採決→Q&A	×無
IDEXX Laboratories	2018/ 5/ 9	VO型-A	12:49	PS, AR, RC	RP	採決→Q&A	×無
Ansys, Inc.	2018/ 5/18	VO型-A	12:37	PS, 10K/AR, RC	RP	採決→Q&A	×無
Illumina, Inc.	2018/ 5/23	VO型-A	12:14	PS, 10K	RP	採決→Q&A	○有

会社名	開催日	方式*1	時間*2	事前情報*3	事後情報*4	議事順番*5	質問の有無*6
Synchrony Financial	2018/ 5/17	VO 型-A	11:36	PS, AR	RP	Q&A→採決	○有
Sealed Air Corporation	2018/ 5/17	VO 型-A	10:32	PS, AR	RP	採決→Q&A	×無
Constellation Brands, Inc.	2018/ 7/17	VO 型-A	10:09	PS, AR	PR	Q&A→採決	○有
Coty Inc.	2018/11/ 6	VO 型-A	8:30	PS, AR, RC	RP	採決→Q&A	×無
Expedia Group, Inc.	2018/ 6/20	VO 型-A	5:03	PS, AR, RC	RP	採決→Q&A	×無
Microsoft Corporation	2018/11/28	HB 型-V	1:18:59	PS, AR	RP, TC	採決→Q&A	○有
Advanced Micro Devices	2018/ 5/ 2	HB 型-V	39:17	PS, AR	RP	採決→Q&A	○有
Biogen Inc.	2018/ 6/12	HB 型-A	36:44	PS, AR, RC	RP	採決→Q&A	○有
Nielsen Holdings PLC	2018/ 5/22	HB 型-V	18:15	PS, AR, RC	RP	Q&A→採決	×無
Ameriprise Financial, Inc.	2018/ 4/25	PV 型-A	37:10	PS, AR	RP	採決→Q&A	○有
F5 Networks, Inc. (未開催)	2019/ 3/14	PV 型*9	—	—	—	—	—

\*1 方式は、VO 型-V：ヴァーチャル・オンリーで動画、VO 型-A：ヴァーチャル・オンリーで音声のみ、HB 型-V：ハイブリッドで動画、HB 型-A：ハイブリッドで音声のみ、PV 型-V：パブリック・ビューイング型で動画、PV 型-A：パブリック・ビューイング型で音声のみ

\*2 時間は、総会の音声または動画による再生時間に拠った。1:20:48 は、1 時間 20 分 48 秒を意味する。

\*3 総会を視聴できる画面上で閲覧可能な総会資料。PS：Proxy Statement、AR：Annual Report、10K：10-K（有価証券報告書）、RC：Rules of Conduct

\*4 総会終結後に自社HP等で閲覧可能な資料。RP：Replay（総会音声・動画の再生）、TC：Transcript（逐語的な議事録）、Q&A：株主との質疑の概要

\*5 「採決→Q&A」は、議案の採決後に株主との議案関係以外の事項に関する質疑応答のセッションを設ける手順で進行。「Q&A→採決」は、株主との質疑応答のセッション後に採決する手順で進行。

\*6 実際に株主からの質問（事前質問を含む。）があり、経営者からの回答があったか（○有）、質問が1件もなかったか（×無）。

\*7 CA 社が、2018 年 11 月 6 日に Broadcom に買収されたことにより S&P500 構成銘柄から除外されている。

\*8 Symantec 社の場合、アジェンダ上も議案関係の質問→採決→事業報告→事業関係の株主からの質問の手順で進められることが明記されていた。（ただし、実際には質問はなし）

\*9 委任状勧誘説明書では、株主は総会中の議決権行使は不可だが、質問の提出は可と説明されている。

（資料）Broadridge のヴァーチャル総会プラットフォームで視聴可能な総会の音声・動画の再生、同画面で閲覧可能な総会資料・スライド等による。

(参考文献)

神田秀樹「会社法（第19版）」弘文堂

松井秀征「株主総会制度の基礎理論：なぜ株主総会が必要なのか」有斐閣

中西敏和「株主総会運営実務の歩み 第2回 主体となる株主の変化（1）」旬刊商事法務 2189号

中西敏和「株主総会運営実務の歩み 第3回 主体となる株主の変化（2）」旬刊商事法務 2190号

中西敏和「株主総会運営実務の歩み 第4回 議決権行使状況の変化」旬刊商事 2191号

中西敏和「株主総会運営実務の歩み 第5回 総会の運営と総会の活性化（1）」旬刊商事法務 2192号

「株主総会白書 1998年版」旬刊商事法務 1510号

Elizabeth Boros “VIRTUAL SHAREHOLDER MEETINGS”, DUKE LAW & TECHNOLOGY REVIEW, 2004

Broadridge “Virtual shareholder meetings : 2017 facts and figures”

Broadridge “Virtual shareholder meetings : 2018 facts and figures”

Broadridge

“Principles and Best Practices for Virtual Annual Shareowner Meetings” 2018

[https://www.broadridge.com/\\_assets/pdf/broadridge-vasm-guide.pdf](https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-vasm-guide.pdf)

“Guidelines for Protecting & Enhancing Online Shareholder Participation in Annual Meetings”

[https://www.broadridge.com/\\_assets/pdf/broadridge-guidelines-for-protecting-and-enhancing-online-shareholder-participation-in-annual-meetings.pdf](https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-guidelines-for-protecting-and-enhancing-online-shareholder-participation-in-annual-meetings.pdf)

“Virtual shareholder meetings - 2017 facts and figures”

[https://www.broadridge.com/\\_assets/pdf/broadridge-vsm-platform.pdf](https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-vsm-platform.pdf)

Computershare, “The future of shareholder meetings is virtually here”

<https://www.computershare.com/News/Virtual-Meetings.pdf>

Lisa A. Fontenot, “Public Company Virtual-Only Annual Meetings” (The Business Lawyer; Vol. 73, Winter 2017-2018)

<https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2018/01/Fontenot-Public-Company-Virtual-Only-Annual-Meetings-ABA-Journal-Jan-2018.pdf>

Steven M. Haas and Charles L. Brewer “Making the Switch: A Company’s Guide to Virtual-Only Shareholder Meetings”. Hunton & Williams LLP Client Alert, 2017年11月

<https://www.huntonak.com/images/content/3/4/v2/34044/companys-guide-virtual->

[only-shareholder-meetings.pdf](#)

Glass Lewis “2019 PROXY PAPER™ GUIDELINES - United States” .

[http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2018/10/2019\\_GUIDELINES\\_UnitedStates.pdf](http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2018/10/2019_GUIDELINES_UnitedStates.pdf)

Institutional Shareholder Services

“United Kingdom and Ireland Proxy Voting Guidelines” . 2018年12月6日

<https://www.issgovernance.com/file/policy/latest/emea/UK-and-Ireland-Proxy-Voting-Guidelines.pdf>

“2017-2018 ISS Global Policy Survey Summary of Results” . 2017年9月25日

<https://www.issgovernance.com/file/policy/2017-2018-iss-policy-survey-results-report.pdf>

神田秀樹「電子化時代の法整備と民事法」ジュリスト 1215号

弥永真生「株主総会のIT化」ジュリスト 1271号

弥永真生＝松井秀樹＝武井一浩「ゼミナール会社法現代化」商事法務

山田尚武「2002年株主総会のインターネット公開の実際（下）」旬刊商事法務 1650号

飯田達矢「一般投資家に開かれた株主総会の運営 - ITを活用した取組み - 」旬刊商事法務 1941号

前田重行「株主総会制度の研究」有斐閣

尾崎安央「公開型株式会社の株主総会 - 2000年版株主総会白書を読んで - 」旬刊商事法務 1582号

宍戸善一「コーポレート・ガバナンスにおける株主総会の意義 - 1996年版株主総会白書を読んで - 」旬刊商事法務 1444号

早稲田大学グローバルCOE《企業法制と法創造》総合研究所「公開会社法要綱案」

商事法務研究会「株主総会実務全書1 運営編」商事法務研究会

神作裕之「株主総会のIT化」民商法雑誌 126巻6号

岩村充＝神田秀樹「電子株主総会の研究」弘文堂

澤口実＝近澤諒「米国におけるヴァーチャル総会增加とわが国における適否」旬刊商事法務 2140号

全国株懇連合会「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」

田澤元章「電子株主総会について」名城法学 54巻

北村雅史「株主総会の電子化」旬刊商事法務 2175号

川見裕之「テレビ会議システムによる取締役会の議事録」旬刊商事法務 1458号

前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説（Ⅱ）」旬刊商事法務 1622号

山田尚武「株主総会の電子化に向けた課題」旬刊商事法務 1559号

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課題に関する勉強会 とりまとめ（案）～ハイブリッド型バーチャル株主総会に関する論点整理～」