

株主総会の電子化対応

～バーチャル株主総会の動向と展望～

ICJ エンゲージメントソリューション部 企画役

山中孝太郎



1. はじめに

現在、コロナ禍でバーチャル株主総会が注目されている。日本ではリアル株主総会とオンライン株主総会を組み合わせたハイブリッド型バーチャル株主総会が開催されている。ハイブリッド型バーチャル株主総会は、株主がオンラインでも議決権行使及び質問ができる「出席型」と、株主が株主総会を傍聴する「参加型」がある。株式会社ICJ^(注1)の調査によると、2021年6月の株主総会は2,371開

催され、バーチャル株主総会を開催した上場会社は317社あり、2020年の122社から約2.6倍に増加している。317社のうち出席型は14社、参加型303社となっている^(注2)。

更に、2021年6月16日に公布された「産業競争力強化法等の一部を改正する等の法律」の一部規定が施行され、改正後の産業競争力強化法により、一定の要件を満たし、経済産業大臣及び法務大臣の確認を受けた上場会社は、物理的な会場を用意せず、役員や株主がインターネット等の手段により出席する「場所の定めのない株主総会」（いわゆるバーチャルオンリー株主総会）の開催が可能となっている。2021年8月26日には日本初のバーチャルオンリー株主総会が開催されている^(注3)。

本稿は、日本及び諸外国のバーチャル株主総会の動向を紹介し、日本のバーチャル株主総会に関する展望を述べる。なお、本稿中の意見にわたる部分については、いずれも著者の個人的見解であることをあらかじめお断りしておく。

目次

1. はじめに
2. 日本のバーチャル株主総会の動向
3. 諸外国のバーチャル株主総会の動向
4. バーチャル株主総会を通じた株主との対話の推進
5. おわりに

(図表1) バーチャル株主総会の類型と特徴

	ハイブリッド参加型	ハイブリッド出席型	バーチャルオンリー型
リアル株主総会	あり	あり	なし
出席・参加	参加（傍聴）	出席	出席
議決権行使	不可能	可能	可能
質問・コメント	コメント	質問	質問
動議	不可能	可能 ※制限可	可能

（出所）経済産業省「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」等を参考に筆者作成

2. 日本のバーチャル株主総会の動向

(1) バーチャル株主総会を巡る議論

経済産業省は、2018年9月、「さらなる対話型株主総会プロセスに向けた中長期課題に関する勉強会」を設置し、更に2019年8月に「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会」を設置している（注4）。そして、2020年2月に「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」、2020年7月に「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会報告書」、2021年2月に「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド（別冊）実施事例集」を公表している。つまり、バーチャル株主総会は、新型コロナウイルス感染症が拡大する前から、企業と株主のさらなる対話のための環境整備等の一環で検討が行われていたところ、新型コロナウイルス感染拡大防止やデジタルトラ

ンスフォーメーション（DX）推進の観点から注目が集まり、ガイドラインに沿ってハイブリッド型バーチャル株主総会を開催する会社が増加した。会社法298条1項1号では、株主総会の招集にあたり「株主総会の日時及び場所」を定めることが求められているところ、諸外国で認められているバーチャルオンリー株主総会を日本でも実現できる制度の導入が期待されていた。実施ガイドでは、バーチャル株主総会を図表1のとおり、3種類に類型化している。バーチャルオンリー株主総会は、①遠隔地の株主を含む多くの株主が出席しやすく、②物理的な会場の確保が不要で運営コストの低減を図ることができ、また、③株主や取締役等が一堂に会する必要がなく感染症等のリスクの低減を図ることができ、株主総会の活性化・効率化・円滑化につながることが期待されている（注5）。

そのような背景もあり、2020年12月に成長戦略会議の実行計画では「ウィズコロナの中

(図表 2) ICJの株主総会プラットフォーム

名称	議決権電子行使プラットフォーム	バーチャル株主総会プラットフォーム
概要	機関投資家を対象とした株主総会前日までの議決権行使システム	株主総会当日の視聴・質問・議決権行使システム
対象	実質株主（国内外機関投資家）	名義株主
開発	Broadridge Financial Solutions（米国）	Lumi Holdings（英国）
サービス開始	2006年	2021年
利用実績	上場会社1,254社参加（2021年9月7日現在）	世界35か国2,756社（2021年上半年Lumi実績）

（出所）各種公表データに基づき筆者作成

で、バーチャルオンリー型の株主総会（インターネット上のみで株主総会を開催）が米欧で認められていることに鑑み、我が国においても、来年の株主総会に向けて、バーチャルオンリー株主総会を開催できるよう、2021年の通常国会に関連法案を提出する」とされ、産業競争力強化法の改正により会社法の特例を措置することとされた。2021年6月、産業競争力強化法の改正により、「場所の定めのない株主総会」に関する会社法の特例が創設され、日本においてもバーチャルオンリー株主総会の実施が可能となった。

(2) ICJにおける株主総会の電子化対応

ICJは、図表2のとおり、株主総会前日までの議決権行使に関わる「議決権電子行使プラットフォーム」の提供に加え、株主総会当日の「バーチャル株主総会プラットフォーム（VSMプラットフォーム）」の提供を開始している。

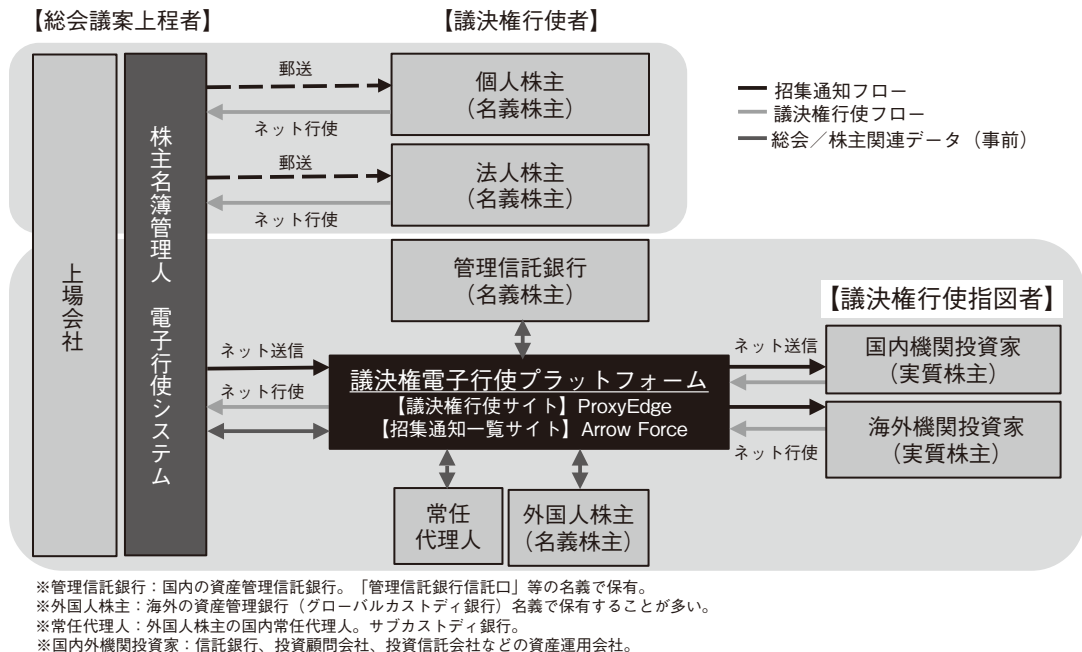
(a) 総会前の取組み（議決権電子行使プラットフォーム）

ICJは、株式会社東京証券取引所とBroadridge Financial Solutions, Inc.の合弁会社で、2004年7月にグローバルな議決権行使

システムを運営するBroadridgeと協力して「議決権電子行使プラットフォーム」を構築し、2006年3月総会からサービスを提供している（注6）。

議決権電子行使プラットフォームは、株主総会での機関投資家の議決権行使環境の改善を目的とし、株主総会に関わる国内外の関係者をシステム・ネットワークで結びつけることにより、総会の議案情報の伝達、議決権行使、行使結果の集計をすべてストレート・スルー・プロセッシング（STP）で行う仕組みである。書面による議決権行使では、機関投資家に招集通知を届け、信託銀行がその指図を受け、集計して返送するという手続きに時間がかかるため、機関投資家の株主総会議案の精査の時間が極めて短くなる問題がある。そこで、図表3のとおり、議決権電子行使プラットフォームは、上場会社を起点に、実質株主の機関投資家までをネットワークでつなぎ、議決権行使を株主名簿管理人と上場会社に電磁的に届ける枠組みを提供している。現在（2021年9月7日）、1,254社の上場会社が議決権電子行使プラットフォームに参加している。

(図表3) 電子ネットワークによる議決権行使



(出所) 各種公表データに基づき筆者作成

(b) 総会当日の取組み（バーチャル株主総会プラットフォーム）

バーチャル株主総会プラットフォーム（VSMプラットフォーム）は、株主総会当日の視聴・質問・議決権行使を行えるシステムである。ICJは、Broadridgeが米国でバーチャル株主総会（VSM）に関するサービスを提供しているため、かねてよりBroadridgeを含め国内外の関係者と知見を積み重ね、日本の制度・実務慣行にあう仕組みを模索してきたところ、2020年12月、欧州最大のバーチャル株主総会プラットフォームを提供している英国Lumiと業務提携し、諸外国で主流のバーチャルオンリー株主総会に対応済みのプ

ラットフォームを導入した。Lumiは、株主総会をはじめ、会員総会、学術会議等の大規模イベントにおける端末利用による集計業務で実績を有するテクノロジー企業だが、2016年に英国でバーチャル株主総会プラットフォームのサービス提供を開始し現在に至る。図表4のとおり、Lumiは2021年上半期には、北米、欧州、アフリカ、アジア及びオーストラリアの2,756社で利用され、世界最大規模のバーチャル株主総会サービスとなっている。ICJは、日本でバーチャル株主総会のサービスを展開するにあたり、豊富な実績と、日本語対応、動議対応等の柔軟性を考慮し、日本の株主総会実務と親和性が高いLumiを

(図表 4) 世界のバーチャル株主総会におけるLumiの利用実態 (2021年上半期)

項目	北米	欧州	アジア	豪州	アフリカ	2021年 上半期合計
実施総会数	1,395	769	214	243	135	2,756
出席株主数	53,769	75,168	26,477	4,355	11,848	171,617
出席株主数／実施総会数	38.5	97.9	123.7	17.9	87.8	62.3

(出所) Lumi 2021 AGM season ; Insight and key trends January – June ; what we know so far

採用するに至った。海外の株主総会と同様に、株主は株主総会当日の議決権行使や質問ができるため、日本のハイブリッド型バーチャル株主総会（参加型・出席型）のみならず、バーチャルオンリー株主総会にも対応できる。日本でバーチャルオンリー株主総会を開催するにあたり、上場会社は、経済産業省令・法務省令で定める要件に該当することについて、経済産業大臣及び法務大臣の確認を受けることになる（注7）、ICJのバーチャル株主総会プラットフォームが利用された日本初のバーチャルオンリー株主総会においても、確認手続きは円滑に進められたと認識している。

3. 諸外国のバーチャル株主総会の動向

(1) 諸外国のバーチャル株主総会の開催状況

諸外国においても、新型コロナウイルス感染症の感染拡大を受け、バーチャル株主総会の開催が増加している。また、米国及び英国では恒久的措置として、ドイツ及びフランス

では時限措置として、バーチャルオンリー株主総会の開催が認められている（注8）。

(a) 米国における状況

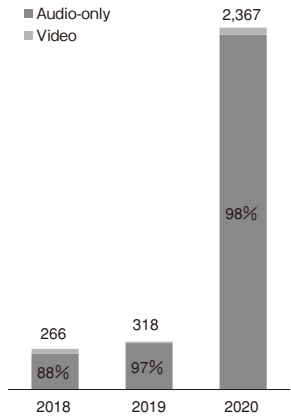
米国は、日本及び欧州等と異なり、新型コロナウイルス感染症が感染拡大する前からバーチャルオンリー株主総会が認められている。米国では、2000年のデラウェア州の会社法改正を契機として、多くの州でバーチャル株主総会が認められ、2001年に世界初のバーチャル株主総会が開催されている。2020年にSECは、バーチャル株主総会に関して、委任状勧誘規則の適用を受ける際の留意事項についてガイダンスを公表した（注9）。また、NYSEやNASDAQ等の証券取引所もバーチャル株主総会の開催を制限していない（注10）。

ICJの親会社の1社であるBroadridgeは2009年よりバーチャル株主総会のサービスを提供している。米国におけるバーチャル株主総会の開催は増加しており、Broadridgeは2018年に285件、2019年に316件、2020年に1,957件の利用があったと報告している。日本と異なり、98%がバーチャルオンリー株主総会、残る2%がハイブリッド出席型バーチャル株主総会となっている（注11）。

(図表 5) 米国のバーチャル株主総会の状況

	2018	2019	2020 *2
バーチャル・オンリー型VSM総会数	266	318	2,367
ハイブリッド型VSM総会数	28	25	30
VSMに占めるオーディオ・オンリー比率	88%	97%	98%
VSM開催時間 (平均値)	17 分	15 分	20 分*3
VSM出席株主数 (ゲストを含む平均値)	20 名	19 名	48 名*4
ゲスト視聴可能なVSM比率	90%	90%	90%
VSM開催中に議決権行使した株主数 (平均値)	1	1	3*5
VSM開催中に質問を受け付けた総会の割合	95%	96%	97%
VSMで質問した株主数 (平均値)	2 問	1 問	5 問*6
質問を電話からも受け付けた総会の割合	3%	<3%	<1%

バーチャルオンリー株主総会の推移



* 1 米国でバーチャル株主総会 (VSM) のサービスを提供する 5 社 (Alliance Advisors、Broadridge、Computershare、Equinity、Mediant) の集計結果

* 2 2020年は 6 月30日までの集計

* 3 最長は 2 時間30分

* 4 最多は1,000名

* 5 最多は178

* 6 最多は316問

(出所) Rutgers Center for Corporate Law and Governance [2021] “Report of the 2020 Multi-Stakeholder Working Group on Practices for Virtual Shareholder Meetings” より筆者作成

米国における主要サービスプロバイダーの実績を調査したRutgers Center for Corporate Law and Governance [2021] によると、2018年から2020年 6 月30日までに実施された米国のバーチャル株主総会の状況は、図表 5 のとおりである。新型コロナウイルス感染症の世界的な拡大を受けて、バーチャルオンリー株主総会は2019年の318社から2,367社に急拡大している。一方、ハイブリッド出席型バーチャル株主総会は2019年の25社から2020年30社と横ばいであり、米国の多くの上場会社がリアル総会を開催しないバーチャルオンリー株主総会选择したことが分かる。また、

日本のバーチャル株主総会と異なり、米国ではオーディオオンリー (音声のみ) のバーチャルオンリー株主総会が98%を占める。

(b) 欧州における状況

英国では、2016年に、Lumiの株主総会プラットフォームを用いて、バーチャルオンリー株主総会が開催された^(注12)。英国ではバーチャル株主総会の適法性を巡る議論があったところ、2020年 6 月、企業倒産及びガバナンス法 (Corporate Insolvency and Governance Act 2020) が成立し、バーチャルオンリー株主総会を開催することができるようになった。Lumiによれば、2021年上半期において

(図表 6) 日本と諸外国のバーチャル株主総会の定義

諸外国の分類		
“traditional AGM”, “in-room AGM” or “physical AGM”	“hybrid AGM” or “hybrid in-person /virtual AGM”	“virtual AGM” “virtual-only AGM” or “fully virtual AGM”
日本の分類		
リアル 株主総会	ハイブリッド型バーチャル株主総会	
	参加型	出席型
		バーチャルオンリー 株主総会

(出所) 経済産業省「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」等に基づき筆者作成

同社は本拠地である英国以外にも、フランス、ドイツ、オランダ、ベルギー、北欧3国等で760社超のバーチャル株主総会を提供した。いずれの国においても、株主の質問機能及び議決権行使機能を利用しており、日本の分類で云うハイブリッド出席型又はバーチャルオンリー型での提供であった。

(2) 日本と諸外国のバーチャル株主総会の違い

諸外国のバーチャル株主総会について確認すると、リアル総会については、“traditional AGM (Annual General Meeting)”、“in-room AGM”、“physical AGM”等、ハイブリッド出席型バーチャル株主総会は“hybrid AGM”、“hybrid in-person”、“virtual AGM”等、バーチャルオンリー株主総会については“virtual AGM”、“virtual-only AGM”、“fully virtual AGM”等といった表現が多い。図表6のとおり、日本と諸外国のバーチャル株主総会の定義を整理すると、株主の議決権行使や質問を伴わないハイブリッド参加型バーチャル株主総会は、いわゆるバーチャル株主総会に含まれないことが一般的である。

ャル株主総会は、いわゆるバーチャル株主総会に含まれないことが一般的である。

(3) 海外機関投資家のバーチャル株主総会に対する姿勢

海外機関投資家に大きな影響力を有する議決権行使助言会社のISS^(注13)やグラスルイス^(注14)はバーチャルオンリー株主総会に対して比較的慎重な立場をとる。例えばISSは2021年度の米国向け議決権行使方針では、リアル総会と同じように、株主が総会当日に議決権行使できる権利や株主が質問をする権利が確保されていれば、バーチャルオンリー株主総会も有効な手段であり支持していると表明している。本年6月には改正産業競争力強化法の成立を見越して、複数の上場会社からバーチャルオンリー株主総会を可能とする定款変更議案が提出されたが、これらに対しても今後開催されるバーチャル株主総会がリアル総会と同様に十分な株主の権利が保護されているとの確証がない場合には反対推奨となった可能性がある。また、米国機関投資家評

議会（CII）は、2020年3月、株主の権利が十分に確保されていないバーチャル株主総会に対しては反対すると表明しており（注15）、国際的な機関投資家団体ICGNも2020年9月に公表した株主総会に関する意見書の中で同様の方針を表明している（注16）。米国では、特に委任状勧誘規制の関係や、株主提案がある株主総会では、株主が総会当日に議決権行使できる権利や株主が質問をする権利が重要となっている。

諸外国のバーチャル株主総会の現状を踏まえると、日本でも、株主の議決権行使や質問の機会を確保する形での開催が望まれる。

■ 4. バーチャル株主総会を通じた株主との対話の推進

2021年6月11日、「コーポレートガバナンス・コード」の再改訂と「投資家と企業の対話ガイドライン」の改訂が行われている。「コーポレートガバナンス・コード」の改訂では、補充原則1-2④において「上場会社は、自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率等も踏まえ、議決権の電子行使を可能とするための環境作り（議決権電子行使プラットフォームの利用等）や招集通知の英訳を進めるべきである。特に、プライム市場上場会社は、少なくとも機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォームを利用可能とすべきである」と示された。

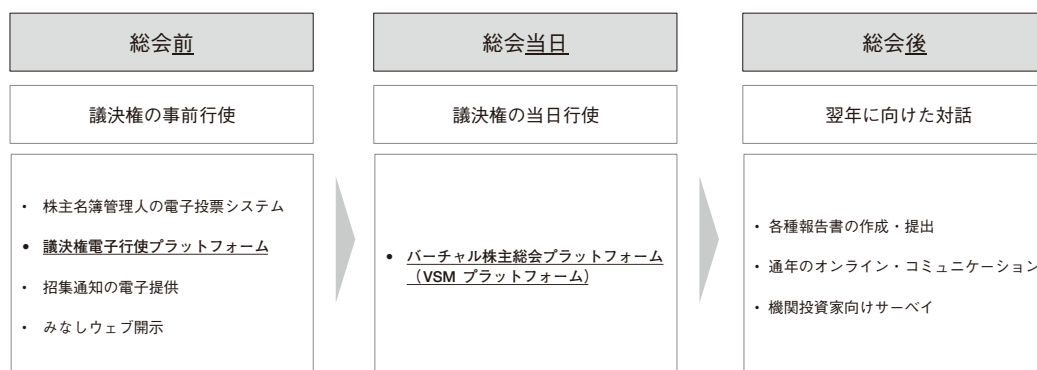
また、「コーポレートガバナンス・コード」

は株主総会を「株主との建設的な対話の場」とし、「投資家と企業の対話ガイドライン」の改定では、ガイドライン4-1-4において「株主の出席・参加機会の確保等の観点からバーチャル方式により株主総会を開催する場合には、株主の利益の確保に配慮し、その運営に当たり透明性・公正性が確保されるよう、適切な対応を行っているか」と示されている。

ICJは、「議決権電子行使プラットフォーム」を提供し、株主の議決権の電子行使を可能とするための環境作りに貢献し、「バーチャル株主総会プラットフォーム（VSMプラットフォーム）」で、株主総会を株主との建設的な対話の場にするための支援を提供可能な立場にある。上場会社は、「議決権電子行使プラットフォーム」を通じて、招集通知発送日の翌日から総会前まで日々積みあがる議決権行使の賛否を確認し、株主総会前に議案に係る補足情報の提供や総会当日に向けた準備ができる。加えて、株主総会当日は「バーチャル株主総会プラットフォーム（VSMプラットフォーム）」で、より多くの株主にアクセスすることができる。

図表7のとおり、株主総会プロセスを徹底したDXにより抜本的に見直し、上場会社と株主との効果的かつ効率的な対話を促進し、上場会社の企業価値向上を図ることにより、日本の資本市場の競争力強化に貢献することを目指している。

(図表 7) 株主総会プロセスのDXとICJの2つのプラットフォーム



(出所) 各種資料より筆者作成

5. おわりに

新型コロナウイルス感染症拡大の影響もあり、日本のみならず、諸外国でもバーチャル株主総会の開催が増加している。

日本の株主総会は、個人投資家及び機関投資家のほとんどが株主総会の前日までに議決権行使を行っている現状を踏まえると、株主総会当日の審議も形骸化しているとも指摘されている。一方で、株主総会における株主提案も増える等、昨今の状況を踏まえると、株主総会当日の審議を踏まえて、株主総会当日に議決権行使したい株主も相当数いると考えられる。現在、日本のバーチャル株主総会はハイブリッド参加型バーチャル株主総会が主流であるが、諸外国と同様に、株主の議決権行使及び質問を適切に行えるハイブリッド出席型バーチャル株主総会ないしはバーチャルオンリー株主総会の更なる活用が期待される。バーチ

ャル株主総会は、国内外の多くの株主が株主総会にアクセスする機会を提供する。上場会社はバーチャル株主総会を通じて、国内外の多様な株主と、より建設的な対話を実現できる可能性を秘めている。今後、バーチャル株主総会の開催が増えるにつれ、ベストプラクティス作りも進んでいくものと考えられる。

ICJは、「議決権電子行使プラットフォーム」及び「バーチャル株主総会 (VSMプラットフォーム)」を通じて、株主総会プロセスのDX推進に取り組んでいる。さらに多くの、そして多様な株主が株主総会に関心を持つことで、上場会社と株主の意義のある対話が実現する機会につながるよう期待している。

〔参考文献〕

- ・太田洋・野澤大和・三井住友信託銀行ガバナンスコンサルティング部 [2021] 「バーチャル株主総会の法的論点と実務」 商事法務
- ・太田洋 [2021] 「バーチャルオンリー株主総会を解禁する産競法一部改正法案の概要と実務対応〔上〕〔下〕」

- (商事法務No.2259、No.2260)
- ・小林章子 [2021] 「バーチャルオンリー株主総会が創設〔前〕〔後〕」(大和総研)
 - ・澤口実・近澤諒・村田昇洋・本井豊 [2021] 「バーチャル株主総会の実務〔第2版〕」商事法務
 - ・商事法務研究会 [2020] 令和元年度産業経済研究委託事業(持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究)(株主総会に関する調査)成果報告書
 - ・白岩直樹 [2021] 「産業競争力強化法に基づく場所の定めのない株主総会(バーチャルオンリー株主総会)に関する制度の解説」(商事法務No.2269)
 - ・武井一浩・井上卓・今給黎成夫・森田多恵子 [2021] 「株主総会デジタル化の実務」中央経済社
 - ・辰巳郁 [2020] 「新型コロナウイルス感染症(COVID-19)を受けた米国バーチャル株主総会の動向」
 - ・Broadridge [2021] “Virtual shareholder meetings 2020 facts and figures”
 - ・Yaron Nili & Megan Wischmeier Shaner [2021] “Back to the Future? Reclaiming Shareholder Democracy Through Virtual Annual Meetings”
- (注1) 2004年7月に設立された株式会社東京証券取引所が50%、Broadridge Financial Solutions, Inc.が50%出資する株式会社。
- (注2) 招集通知を確認して集計。参加型303社は、株主に限定せず、コメントも受け付けられないバーチャル株主総会(ライブ配信)44社も含めている。
- (注3) 2021年8月26日、株式会社ユーグレナの臨時株主総会において日本初となるバーチャルオンリー株主総会が開催されている。「産業競争力強化法等の一部を改正する等の法律」の施行後2年間は、経済産業大臣及び法務大臣の確認を受けた上場会社は、株主総会を「場所の定めのない株主総会」とする定款変更の株主総会決議を経ることなく、バーチャルオンリー株主総会を開催することが可能。ICJのバーチャル株主総会プラットフォーム(VSMプラットフォーム)を用いて支障なく執り行われた。562名の株主が出席し、開催後のアンケートでバーチャルオンリー株主総会の実施について99.5%が「評価する」と回答。
- (注4) 「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会」(座長・尾崎安史早稲田大学法学学術院教授)は2019年8月(第1回)～2020年12月(第8回)まで実施され、株式会社ICJもオブザーバーとして参加。
- (注5) 経済産業省 経済産業政策局 産業組織課「産業競争力強化法に基づく場所の定めのない株主総会 制度説明資料」(2021年6月)
- (注6) 坂東照雄 [2018] 「議決権電子行使プラットフォームの現状について」(月刊資本市場)にて詳細を解説している。
- (注7) 産業競争力強化法第66条第1項に規定する経済産業大臣及び法務大臣の確認に係る審査基準
- (注8) 柿沼重志・上谷田卓 [2021] 『産業競争力強化法等の一部を改正する等の法律案の概要と課題』
- (注9) SEC [2020] “Staff Guidance for Conducting Shareholder Meetings in Light of COVID-19 Concerns”
- (注10) NASDAQ [2020] “SEC Provides Guidance for Adopting Virtual Shareholder Meetings and Engagements; Nasdaq Rules allow Virtual Meetings”
- (注11) Broadridge [2021] “Virtual shareholder meetings 2020 facts and figures”
- (注12) 2016年6月、ファッションブランドのJimmy Chooが上場会社として英国で初めてバーチャルオンリー株主総会を開催した。
- (注13) ISS [2021] “UNITED STATES Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations”
- (注14) Glass Lewis [2021] “2021 Proxy Paper Guidelines An Overview Of The Glass Lewis Approach To Proxy Advice UNITED STATES”
- (注15) CII [2020] “CII Statement on Virtual Shareholder Meetings During Public Health Emergency”
- (注16) ICGN [2020] “The Future of Annual General Meetings”