

2025 年 2 月 17 日 全 7 頁

バーチャルオンリー株主総会を阻むもの

米国・欧州で普及したバーチャルオンリー株主総会の日本での可能性

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- バーチャルオンリー株主総会に関する規制緩和や会社法改正の検討がスタートした。
- 米国・欧州では、新型コロナウイルス感染症が収束した後も、従来型株主総会に回帰するのではなくバーチャルオンリー株主総会が定着した国々も少なくない。一方、わが国でのバーチャルオンリー株主総会の実施状況は極めて低調だ。
- バーチャルオンリー株主総会を実施するには、通信障害への備え等について大臣確認を受けたうえで、定款変更を経なければならず、手続きが煩雑だ。加えて、通信途絶が生じた場合、決議取り消しの恐れがあるため、バーチャルオンリー株主総会の実施は難しいままだった。
- そこで、バーチャルオンリー株主総会実施手続きを簡素にし、決議取り消しの法的リスクを縮減する法改正が検討されている。
- 機関投資家団体や議決権行使助言業者は、バーチャルオンリー株主総会に対して、株主の質問権が実質的に制約される恐れがあるとして反対している。
- しかし、機関投資家団体や議決権行使助言業者の考え方が、機関投資家の意見を適切に反映しているかは、極めて疑わしい。

普及進まぬバーチャルオンリー株主総会

2025 年 2 月 10 日の法制審議会で、「株主総会の在り方」を含む会社法規制の見直しが諮問された。「バーチャル株主総会については、バーチャル株主総会を実施するための要件や通信障害が生じた場合のルールを整備といった点などについての議論」¹が進められる。この法制審議会諮問に先立って、内閣府規制改革推進会議からは、「[規制改革推進に関する中間答申](#)」（規制改革答申）が 2024 年 12 月 25 日に公表され、2025 年 1 月 17 日には、経済産業省の『『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会』が「[会社法の改正に関する報告書](#)」（改正報告書）

¹ 法務省「[法務大臣閣議後記者会見の概要](#)」（2025 年 2 月 12 日）

を公表した。どちらも多くの制度改正提言を含むものだが、バーチャルオンリー株主総会に関する規制緩和に向けた事項も含んでおり、これらをベースに検討が進められることになるだろう。

日本におけるバーチャルオンリー株主総会は、新型コロナウイルス感染症の蔓延を契機として、2021年6月に公布された「産業競争力強化法等の一部を改正する等の法律」（改正産競法）が施行されたことで可能になった。それ以前から、従来型の株主総会とバーチャル株主総会の両方を実施するハイブリッド型バーチャル株主総会を実施する企業が僅かながらあった。しかし、感染症が広がっているときに従来型株主総会を開催し多人数が参集する場を作ることは適切ではないため、従来型株主総会を伴わないバーチャルオンリー株主総会を可能にする必要があった。そこで急遽、改正産競法によってバーチャルオンリー株主総会が認められることとなった。

だが、この改正産競法によるバーチャルオンリー株主総会はあまり実施されることが無かった。バーチャルオンリー株主総会が可能になった2021年度では、9社が実施したにとどまる²。その後もバーチャルオンリー株主総会の普及は進まず、2024年3月31日までに実施したことのある会社数で64社、開催数は延べ108回に過ぎない³。ステイホームが要請される最中においても、株主総会の感染症対策は、会場を設置しながら、株主には参加を見合わせるように要請するという対応が主流であった。

コロナ禍の中で株主総会のバーチャル化は、多くの国々で急速に進んだ⁴。米国デラウェア州では、2000年から会社法改正（米国では各州で会社法が制定されている）によってバーチャルオンリー株主総会は認められていた。その後他の州でもバーチャルオンリーが認められるようになったが、コロナ禍以前はバーチャルオンリー株主総会を認めない州の方が多数だった⁵。実施社数はコロナ禍前から増加傾向にあったが、それでも300社程度に過ぎなかった。これが、コロナ禍を機に爆発的に増加し、現在では2400社を超える会社がバーチャルオンリーで株主総会を実施している⁶。特に大企業での普及が目覚ましく、S&P100の構成銘柄では87%が2024年の株主総会をバーチャルオンリーで実施した⁷。現在では、ニューメキシコ州を除き、バーチャルオンリー株主総会は広く許容されている⁸。

欧州では、デンマーク、スウェーデン、スイス、イギリスなどでは従来型の株主総会が主流に戻ったが、現在でもバーチャルオンリーで株主総会を開催した会社の割合が高い国には、イタリア（74%）、スペイン（83%）、ドイツ（37%）がある⁹。

² 株式会社ICJ「[バーチャルオンリー総会の現状と課題について](#)」（2024年12月4日）

³ 経済産業省「[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](#)」（2024年4月12日更新）

⁴ 鈴木裕「[コロナ禍で高まるバーチャル総会促進機運](#)」（大和総研レポート、2020年4月6日）

⁵ 鈴木裕「[バーチャル株主総会導入の検討を](#)」（大和総研レポート、2016年7月29日）

⁶ 東京証券取引所「[少額投資の在り方に関する勉強会（第三回）](#)」p.22（2024年12月19日）

⁷ Computershare Investor Services および Georgeson「[2024 US Annual Meetings Report](#)」p.6

⁸ Broadridge「[States that Allow and Prohibit Virtual Shareholder Meetings](#)」

⁹ Computershare Investor Services および Georgeson「[2024 US Annual Meetings Report](#)」p.12

株主総会の場所のバーチャル化という面で、日本はかなり立ち遅れているようだ。

検討始まるバーチャルオンリー株主総会の制度改革

諸外国に比べてバーチャルオンリー株主総会の普及が進まないのは、会社側にとって使いにくい法制度が一因になっている。それは改正産競法が定めるバーチャルオンリー株主総会の手続きが会社側にとっていささか煩雑であるだけでなく、バーチャルオンリー株主総会を実施した場合、株主総会決議取り消しの訴えを受けるリスクが軽視できないため、後ろ向きの対応になるからである。

改正産競法によってバーチャルオンリー株主総会を実施するためには、会社が経済産業大臣及び法務大臣の確認を受け、株主総会を「場所の定めのない株主総会」とすることができる旨を定款に定める必要があった。大臣確認を受けるには、通信の方法に係る障害に関する対策についての方針の策定（通信障害等への対策方針）や、通信の方法としてインターネットを使用することに支障のある株主の利益の確保に配慮することについての方針の策定（デジタルデバインド配慮方針）などを定めて審査を受けなければならない。

図表 1：バーチャルオンリー株主総会を可能にする定款変更議案に関する助言方針

規制改革答申	バーチャルオンリー株主総会の開催を容易にする会社法改正法案を国会に提出する。 ● 大臣確認ならびに定款変更を不要にする ● 通信障害が生じた場合でも決議を有効とするセーフハーバールールを設ける ● 株主からの質問に対する取締役の説明義務を免除する規定を設ける
改正報告書	● 会社法改正によってバーチャルオンリー株主総会を可能にする場合、上場会社にとって負担増とならないようにする ● バーチャルオンリー株主総会の開催に当たり、通信障害対策が備わったシステムを用意するには、企業に相応の負担が生じているとの意見もあるところであり、バーチャルオンリー株主総会を開催するための要件とはしないことが望ましい ● 会社の規模や各時代における通信技術レベルを踏まえた合理的な通信障害対策をとっている場合は、通信障害に起因する株主総会決議取消事由の範囲を限定する（例えば、故意又は重過失による場合に限る）ことが望ましい

（出所）内閣府規制改革推進会議「[規制改革推進に関する中間答申](#)」（2024 年 12 月 25 日）、経済産業省「[稼ぐ力](#)」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会「[会社法改正に関する報告書](#)」（2025 年 1 月 17 日）をもとに大和総研作成

大臣確認を経て定款変更を行うが、定款変更を行ったその年にバーチャルオンリー株主総会を開催することはできず、次回総会から可能になるにとどまる（施行から 2 年の間は、定款変更があったものとみなすとの規定を利用することで、当年から実施可能だった）。さらに通信障害等への対策方針について大臣確認を受けたとしても、実際に通信障害が生じれば、「株主総会等の招集の手續又は決議の方法が法令若しくは定款に違反し、又は著しく不公正なとき」（会社

法第 831 条第 1 項 1 号) に該当し、決議を取り消される恐れがある。改正産競法では、この決議取り消しについて特段の定めを設けていないため、会社側にとっては、バーチャルオンリー株主総会を実施する際の大きな障害になっている。

大臣確認と定款変更の手続きや、決議取り消しの法的リスクがバーチャルオンリー株主総会開催の障害になっていると考えられることから、図表 1 に掲げるような制度変更が検討されるようになった。ただし、このような法改正には、議決権行使助言業者や機関投資家団体等から反対の声が上がる恐れがある。

議決権行使助言業者の助言方針

議決権行使助言業者は、株式投資を行う年金基金・大学寄付基金などのアセット・オーナーや、アセット・オーナーから基金の資産運用を委託されている運用機関、投資信託、保険会社などの機関投資家を顧客として、投資先企業の株主総会議案に対する議決権行使について賛成投票・反対投票の推奨を行っている。議決権行使助言業の ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) とグラス・ルイス (Glass, Lewis & Co. LLC) のどちらも、改正産競法に従ってバーチャルオンリー株主総会を可能にするための定款変更が株主総会議案になった場合の判断基準を公表している。

ISS の議決権行使助言方針では定款変更の内容が、バーチャルオンリー株主総会を感染症拡大時などに限って実施する旨を含んでいれば賛成投票を推奨するが、そのような限定が無いのであれば、反対投票が推奨される。グラス・ルイスは、改正産競法による大臣確認があれば、株主の権利は守られると考え、反対投票推奨とはならないが、株主の権利が侵害されると判断される場合には、反対投票が推奨される。

図表 2：バーチャルオンリー株主総会を可能にする定款変更に関する議決権行使助言業者の方針

ISS	バーチャルオンリー株主総会の開催を可能とする定款変更議案は、感染症拡大や天災地変の発生時に限定して開催できるとする規定を含む場合を除き、原則として反対投票を推奨する。
グラス・ルイス	バーチャルオンリー株主総会の開催を可能とする定款変更議案は、大臣確認を経なければ提案できないとされており、このルールは株主の権利を最大限に保護するものである。ただし、株主の権利が侵害されていると判断した場合には、原則として、株主総会の招集権者である取締役の選任議案に対して、反対投票を推奨する。

(出所) ISS 「[2025 年版 日本向け議決権行使助言基準](#)」、グラス・ルイス “[Japan 2025 Benchmark Policy Guidelines](#)” (日本語版) をもとに大和総研作成

投資家団体の方針

機関投資家などの間では、様々な目的を達成しようとするための各種の団体が数多く設立さ

れている。例えば気候変動問題が経済全体への悪影響を及ぼすことで投資リターンが低下することを懸念する機関投資家がいるとすれば、その機関投資家はそのような懸念が現実化することを避けるために、懸念を共有する他の機関投資家と協調的な行動を起こすための団体を作ったり、そこに参加したりするかもしれない。これはコーポレートガバナンス問題でも同様で、International Corporate Governance Network（国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク、ICGN）やAsian Corporate Governance Association（エイジアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション、ACGA）などは、投資先の会社のコーポレートガバナンスの問題に取り組む国際的な機関投資家団体と呼ばれることがある。これらの機関投資家団体は、新型コロナウイルス感染症を契機に各国でバーチャル株主総会が広まったことから、バーチャル株主総会について意見を表明している。株主にとって好ましいのはハイブリッド型であるとする一方で、バーチャルオンリーには否定的だ。感染症が危機的な状況の間はバーチャルオンリーをやむを得ないものとして認めるが、あくまでも非常時の対応であって、平時にはハイブリッド型での実施を推奨している。

図表 3：バーチャルオンリー株主総会に関する投資家団体の見解

ICGN	ハイブリッド型が望ましい。バーチャル株主総会の株主の質問に対して恣意的な選別が行われる可能性(チェリーピッキング問題)がある。
ACGA	適切に管理されたハイブリッド型は、株主にとって総会の価値を高める。しかし、電子的な会議が標準となると、ガバナンス機能が低下する可能性がある。

(出所) ICGN “[Shareholder Meetings and Investor Dialogue: The New Normal](#)” (2020 年 9 月)、ACGA “[Webinar on “Impact of COVID-19 on Annual General Meetings in Asia-Pacific, with specific reference to ASEAN”](#)” (2020 年 7 月 28 日) をもとに大和総研作成

バーチャルオンリー株主総会を嫌う声

議決権行使助言業者は、バーチャルオンリー株主総会には、投資家の質問権が制約される恐れがあるので、警戒感を示している。ISS は、感染症や災害時に限って例外的に認められるべきであると考え、グラス・ルイスは大臣確認があれば、株主の権利は一応守られるのでバーチャルオンリー株主総会を可能にする定款変更賛成を推奨している。ところが、規制改革答申や改正報告書では、バーチャルオンリー株主総会の実施を感染症や災害時に限定せず、大臣確認や定款変更は不要だとする法改正が提案されている。規制改革答申の通りに法改正が実施されれば、バーチャルオンリー株主総会を可能にする定款変更自体が議案にならないので、反対投票推奨もあり得なくなる。しかし、その場合には、投資家を軽視するバーチャルオンリー株主総会を選択した経営トップに反対投票を推奨するなどの助言方針が設けられる可能性があることに、株主総会を開く上場会社としては注意しておくべきかもしれない。

投資家団体の見解では、バーチャルオンリー株主総会は投資家軽視であり、ハイブリッド型が好ましいとされている。今後、法改正の検討が進めば、こうした投資家団体の声が力を持つてく

る可能性は否定できない。

日本では、ICGN や ACGA が海外投資家の意見を代表するものと考えられているようにも見える。海外投資家から日本のコーポレートガバナンスについて意見を聞く目的で金融庁に設置された「ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラム」は 2022 年 9 月の第 1 回会合から 11 回（2025 年 2 月 5 日時点）を数えるが、そのうち 4 回が ICGN との会合で、同じく 4 回が ACGA との会合であった。法改正の検討が進む中で、海外投資家の代表的な意見として ICGN や ACGA の見解が使われるかもしれない。

しかし、ICGN や ACGA の見解が機関投資家の平均的な意見であるとは考えにくくもある。ICGN や ACGA に参加している機関投資家が、ICGN 等の意見にすべて賛同しているわけではないし、大筋で一致しているかさえ疑わしい。例えば、ICGN は取締役会議長と CEO は同一人物であってはならないとしている¹⁰が、ICGN のメンバーである米国の大手金融業者は、このような考え方を自社には適用しようとし¹¹ない。また、米国でグーグル（現 Alphabet）やフェイスブック（現 Meta）等の IT 成長企業が採用している複数議決権株式には、ICGN¹²も ACGA¹³も多くの投資家にとって望ましいものではないと主張している。しかし、機関投資家は一株一議決権を原則的に支持していても、複数議決権株式の利用を一概に否定的に考えているわけではない¹⁴。実際に複数議決権株式を発行していることを理由にグーグルやフェイスブックを投資先から除外する機関投資家がどれほど存在しているのだろうか。ICGN や ACGA の見解と、多くの機関投資家の行動には齟齬があるように見える。

バーチャルオンリー株主総会も同様だ。米国では機関投資家の投資先になっている大企業を中心にバーチャルオンリー株主総会は多く実施されているが、機関投資家がそれに反対しているという話は聞かない。欧州の国々では、国ごとにバーチャルオンリー株主総会の普及度合いは異なるが、かなり普及している国々もある。これらの国々で機関投資家がバーチャルオンリーは反対だと言っているのだろうか。

DX 活用としてのバーチャルオンリー株主総会

米国では、2000 年代からバーチャル株主総会の制度化が進んだことを見ても分かる通り、バーチャル化のそもそもの目的が感染拡大防止にあったわけではない。バーチャル株主総会を導入するメリットの第一は、株主による総会参加を容易にすることだ。通常は退屈な株主総会に参加するためにわざわざ長距離を移動する動機は生まれにくい。バーチャル株主総会であれば移動のための時間や費用が生じないため、参加のハードルは下がる。会社側は、バーチャルオンリーにすることで、開催のための費用を大幅に節約できる。インターネット利用のための技術的サポートへの対価を払ったとしても、総会に要するコストを小さくできる。他の用務がある

¹⁰ ICGN 「[グローバル・ガバナンス原則](#)」 p. 12

¹¹ Bloomberg 「[BlackRock Faces Activist Proposal to Split CEO Chairman Roles](#)」（2024 年 4 月 4 日）

¹² ICGN 「[ICGN グローバル・ガバナンス原則](#)」（2017 年） p. 29

¹³ ACGA 「[Corporate Governance In Asia: One Step Forward, Two Steps Back?](#)」（2022 年 6 月 28 日）

¹⁴ ICEV 「[Voting on voting rights](#)」（2024 年 11 月）

取締役がいたとしても、バーチャル株主総会であれば電話やインターネット経由での参加が容易だ。

株主総会の運営面でのメリットも見逃せない。多くの株主が同じ条件で質問を出せるようになるので、株主の平均的な関心に応える質疑を実現できるようになり、株主総会は実りあるものとなろう。日本以外の国々でも株主総会では、株主の衣を纏った市民運動家や、議事と無関係な質問を繰り返す株主が少なからずいるようだ。従来型の株主総会であれば会場で質問の指名を受けた株主が実際に口を開くまでどのようなことが問われるか分からないが、株主からの質問をインターネット等経由で受ければ、企業側が回答する質問を選択できる。多くの株主が関心を持つ事項に時間を割くことができるようになるだろう。会社側に都合の良い質問だけが取り上げられると疑うのであれば、質問選択を中立的に管理する仕組みを作れば良い。

議決権行使助言業者や機関投資家団体の中に、バーチャルオンリー株主総会に批判的な意見があるからといって、株主総会で議決権を行使する真の投資家たちが反対しているかは極めて疑わしい。海外投資家にとっては、従来型の株主総会に参加するために来日するよりも、ネットで視聴の方がはるかに手軽だ。会場費用や人件費が少なくて済むのであれば、機関投資家もそれを歓迎するはずだ。上場会社と機関投資家のミーティングは、オンラインで行う方が多くなっている。株主総会だけは実際に会場設置する従来型の形で行わなければならない理由があるのだろうか。機関投資家に直接ヒアリングすれば、バーチャルオンリー株主総会についても、機関投資家団体とは異なる意見を聞けるかもしれない。