

日本取引所グループ金融商品取引法研究会



バーチャル株主総会（産業競争力強化法改正を含む）（2）

－理論的・法的論点の検討－

2021年3月25日（金）15:00～17:02

オンライン開催

出席者（五十音順）

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

【報 告】

バーチャル株主総会（産業競争力強化法改正を含む）（2）

理論的・法的論点の検討

立教大学法学部教授

松 井 秀 征

目 次

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

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

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

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

それでは、松井先生、よろしくお願いいたします。

○松井 立教大学の松井でございます。本日は、

ご報告の機会を頂戴いたしましてありがとうございます。よろしくお願いいたします。

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

前回の経済産業省・安藤課長のご報告の中で既に個々の産競法の条文などにも触れられており、これに関するやりとりもあったと思いますので、

条文のテクニカルな論点にどこまで立ち入るのかは悩んだところがございます。ただ、産競法上の論点は理論的な面と密接に関連するものもあるものですから、若干、触れてまいりたいと思っております。また、本日のご報告は、当方が様々なところで書いたり話したりした話が何度も出てくるので恐縮でございますけれども、少々お時間をいただけますと幸いです。

I. はじめに

課題の設定

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

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

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

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

問題が法的な問題として出てくるだろうということです。

第2に、こういった個別論点についての解釈問題を考えるに当たって、そもそもバーチャル総会なるもの、あるいは株主総会なるものの理論的な考え方がベースにないといけないだろうということです。例えば動議や質問というのは、総会の会議体性ということと密接に関連しておりますから、そうだとしますと、株主総会が会議体であることの理論的な意味をきちんと考えておかないと、個別の解釈問題に関する解は導けないのではないかと思います。そこで、我々のもう一つの課題としては、バーチャル総会ないし株主総会を巡る議論を理論的に深めていくことが必要だろうと思うわけです。

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

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

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

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

実は、我が国のバーチャル総会に関する議論の

展開は、やや分かりにくいところもあり、どういう目的でこれがなされているのかというのが少し見えにくいところもあります。ですので、ここでこれらを整理しておくことによって、我々がどのような形でこのバーチャル総会に対して理論的な基礎を与え、それに対する解釈をしていくのかということの方向性が見えてくるようになると思っています。

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

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

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

II. バーチャル総会を巡る議論の変遷

1. バーチャル総会の許容性に関する議論

まず、バーチャル総会の許容性というところから議論をしていきたいと思っております。

そもそもバーチャル総会が可能かどうかという

議論は 40 年前にはなかった議論であります。これが理論的、実務的に認識されるようになったのは、インターネットという通信手段ができたからであり、これは言うまでもないことかと思っております。インターネット自体は 1990 年代からの話ですけれども、更にこれが総会等に应用できるという話になっていくのは、高度情報化社会への対応という課題が出てきた 2000 年前後、この当時の議論だと思われまます。

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

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

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

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

しかし、電子株主総会、バーチャル株主総会ができるのであれば、法律を変えればいだけの話ですから、これは後付けの理由になってい

たのも事実です。そういう意味で申しますと、当時、理論的な蓄積がまだなかったというのが、株主総会のバーチャル化を妨げる一番大きい事情だったのだらうと私は理解をしているところです。

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

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

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

ただ、いずれにしても、この研究で物理的な総会と電子化された総会が等価であるということが株主総会を電子化するための許容性の前提に

なっていた、これが打ち出されていた、というのは非常に重要な点だろうと思っています。

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

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

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

2. 株主総会プロセスの見直しに関する議論

この 2000 年前後はちょっと高揚したような雰囲気の中での議論だったのですが、制度的には書類の電子化という形をとり、理論的には電子株主

総会に関する試論がなされ、議論の整理がなされるわけですが、この後 10 年くらい、株主総会を巡ってこれといった議論はなされていません。

これには幾つか理由があって、株主総会を巡る問題が、そこまで喫緊の課題になっていなかったこともあります。また当時は、会社法改正がどんどん進んでいましたし、取締役の義務や責任といったガバナンス関係の議論がホット 이슈であったということもあります。その他にも会社法上の様々な論点があって、とても株主総会のような悠長な話にはいかなかったということもあるのかもしれません。いずれにしても、10 年くらい議論はなかった。

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

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

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

いうわけです。

投資家に対して議案等の吟味の時間を確保するために、株主総会関係書類を電子化する。電子化すれば、書類を刷って送るという時間が省略できるので、その分だけ検討の時間を確保できますね、というロジックだったわけですが、そういった意味での書面の電子化が改めて議論になりました。もちろん、書面の電子化は平成 13 年商法改正の段階で実現していたのですが、これは株主の個別同意をとってやるような話だったわけで、そのような形ではない、より広範な電子化ということを検討しようということになったわけです。先ほど、バーチャル総会の議論の展開や背景が見えにくくなっているという話をしましたが、その話はここからです。経済産業省で 2014 年以降に進められた総会関係書類の電子化に向けた動きというのは、研究会等の報告書になり、その後も検討が継続され、最終的には令和元（2019）年の会社法の改正に結実しています。原則として書類を電子化して、もし書類が欲しいという人は書面交付請求をすればいいという制度が変わって、書面の電子化は進んだわけです。

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

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

れたという背景があります。

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

要は、会社と機関投資家との関係性は、総会の6月下旬の特定日のみにあるわけではなくて、年間を通してである。年間を通して情報開示はされるべきだし、年間を通してやりとりはされるべきだし、その一つの過程の中に株主総会のプロセスが入っていると、こういう議論ですから、書面の電子化も含め、これで一貫した議論になっているわけです。

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

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

かに内容において変わっているだろうなというのが私の見立てです。

まとめますと、株主総会プロセスの見直しという議論、1年間を通じた会社と機関投資家との対話というところで始まった議論は、書面の電子化という議論につながって、ここで一旦議論としての役割は終わった。他方で、総会の電子化というところにひっかけて、今度は総会当日の議事の電子化を考えていきたいと思いますという議論に入っている、ここで新しいフェーズの議論をやっている、総会の会議体性をそもそもどうするかという議論をしている。要は、会議体は本当に対面でないといけないのか、というすぐれて理論的な話に入り込んでいるという気がしています。

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

3. コロナ禍に伴う状況の変化

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

このガイド自体は、バーチャル総会の中でもハ

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

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

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

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

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

更にその3か月後、「成長戦略ワーキング・グ

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

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

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

ですので、現在我々が向き合っている課題というのは、コロナ禍を契機としまして、20年前に検討ができていればよかったかもしれない総会そのものの電子化の議論が、その後の議論の蓄積もあり、改めて2020年になって進めることができている、ということなのだと思います。そうだとし

ますと、我々が向き合わなければいけないのは、コロナ禍もあるけれども、純粋に総会が会議体で開かれることの意味は何であり、その会議体の意味を踏まえうえて、それをバーチャル化するというのはどういうことを意味しているのかということなのだと思います。

そういう意味で言うと、コロナ禍が契機にはなっているのですが、本来我々が抱えていた課題が、2020年を経て一気に加速度的に進んだ。それはコロナ禍という文脈にとらわれず、問題を一般的、総合的に判断しなければいけない状況にあり、我々はそのような立ち位置にあるのではないかと思っただけです。これは恐らくコロナが落ち着いた後も不可逆的でありまして、我々としては、株主総会についてはバーチャルの段階に入ったということを前提にして議論をしていかなければならなくなったということなのだろうと思っています。

4. まとめ

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

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

それが、書面の電子化の議論が一段落した後、電子化の拡大という方向に議論が転換し、総会の

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

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

III. バーチャル総会の理論的基礎

さて、ここから理論的・法的な話に入っていきたいと思います。

1. バーチャル総会を論ずるに当たっての前提

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

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

これに対して、後者の「どう定めるか」というのは、株主総会の会議体性の話であるかと思いません。要は、会議を開いて決めてください、という

ことになっているという点であります。この点をもう少し掘り下げてみると、会社の意思決定事項というのが法律上書かれているわけですが、これを株主が決めるというときに、この株主による決め方は1つではないということが大事です。

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

そもそも319条の場合は、会議を開かないために同意をとるわけですから当然ですが、424条の責任免除のような場合も、総会を開くことは想定していません。

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

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

例えば代表訴訟とかはその典型ですけども、取締役の責任を追及するというのは、本来的には会社の請求権の行使ですから、会社の意思決定事

項です。代表訴訟は、株主がその提起を決めることができますが、これは単独でできるわけです。単独でできるけれども、もちろん単独の株主の意向がそのまま会社に反映するということは正当性がないので、訴えの提起までは単独でできるけれども最終的には、法律の規定に従って裁判所が責任の有無を判断することによって正当性が担保される、という仕組みになっていると考えました。

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

株主全員一致の場合とか、あるいは株主が単独でイニシアチブがとれる場合というのは今日の議論の対象ではありませんので、思考の整理にとどめますけれども、多数決の場合については今から少し考えたいと思います。これは、当方が10年ほど前に出した本(松井秀征『株主総会制度の基礎理論』(有斐閣、2010年))で申し上げたことの繰り返しで恐縮ですけども、改めて皆様のご意見やご批判を仰ぎたいと思っているところです。

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

会社意思決定事項を全員一致とした場合には、各株主が拒否権を持つこととなりますから、日常的な会社の意思決定ができないこととなります。ですから、日常的な意思決定を行う経営者を選ぶこととし、この経営者を選ぶところについては、

もちろん多数決で選ばせる。重要な会社の意思決定事項も株主総会に留保されるわけですが、これも多数決でできるようにする。

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

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

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

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

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

今日は歴史的な話をくどくどしないようにしますが、歴史的に見た場合、ある時期から 19 世紀中ごろまでの会社というのは契約的結合とは解されてきませんでしたから、①のような説明が多

優勢で、必要性があるがゆえに多数決を認めるし、それは法的に裏付けをしましょうという話になるのだと思います。

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

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

ただ、これで議論を終わりにすると、会議体は要らなくなってしまうのです。多数決であることだけが決まっていれば、別に全部書面投票でもいいわけです。では、なぜ会議体が必要なのか。これはもちろん歴史的には説明できるのですけれども、理論的に言うと、法律で決めるのであれ、契約でいくのであれ、恐らく次のようなことが裏にはあつたのではなからうか。

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

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

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

そうだとすると、会議体において他者に働きかけて自分の意見を貫徹するというような機会が事実上ほぼない、要は極限にまで形式化されている場合はどうだろうか。簡単に言ってしまうと、上場会社のように株主数が非常に多い会社を想定すればいいのですけれども、こういう会社になると、会議体で他者に働きかけができるから反対派も拘束できるというような説明が果たしてどこまで妥当性や説得力を持つのだろうかというのが、私の根本的な疑問です。つまり、株主数の多い上場会社においては、会議体であるということがもはや反対派を拘束する正当化の論理になっていないのではないかという気がするわけです。

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

アメリカなどでは、株主総会の会議体性みたいな議論はあまりしないですね。私自身論文を書くときに非常に苦労したのはここなのですが、例えばアメリカのケースブックをとっても、シェアホルダーズ・ミーティングに関する説明などはほと

んどない。シェアホルダーに関する議論は、議決権の話がほとんどで、その議決権をどう行使するかとか、それを例えばプロキシ（委任状）でどう扱うかとか、あるいは敵対的買収で議決権を集めるとどうなるか、といったこういう話になっていくわけです。招集手続があって、質問権があって、動議が出されて、決議の成立過程でこれらがどういう意味を持つのかという話というのは、アメリカではほとんど出てこない。そういうものを知りたいければ、弁護士用のハンドブックか何かを見ないと出てこないという世界なのです。そうだとすると、もうアメリカは先に行ってしまうので、彼らの発想では、会社は契約的な結合だし、意思決定も多数決で決まることは分かっているし、問題なのは議決権なのであって、会議があるかどうかではない。こういう発想が多分ベースにあるのではないかと推測をしています。

彼らは、早々にバーチャル総会も入れていきますし、そのバーチャル総会も電話でいいといった話になっています。会議体のところが、非常に矮小化されているというようなところがあるような気がします。そういう意味では、われわれと前提にある考え方が恐らく違うのだろうなという感じがしています。

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

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

と考えています。

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

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

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

ことです。

2. バーチャル総会を論ずるに当たっての会議体の考え方

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

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

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

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

す。

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

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

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

ただ、そもそも上場会社などで株主が自由に修正動議を出せるのが本当にいいのかということもあります。つまり、総会に何を諮るかというのは高度な経営判断事項であって、本来的には取締役会の権限なのだ、という考え方です。だから、議案提案権を通じてここに株主が自由に入っていくというのは本来おかしくて、議案の追加とか変

更というような動議は基本的に認める必要はないのではない、ということも言えるかもしれません。これはまだアイデアベースですが、このように考える可能性も探っています。

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

また、先ほど、あらかじめ株主が契約で同意していればよいだろうという話が出てきましたけれども、例えば今回の産競法を見ますと、バーチャルオンリー型総会というのは定款変更をしないとできない。みなし定款変更が入ってくると別ですけども、一応定款変更の手続が入りますから、そこで株主は同意しており、会議体における一定の制約があることは想定される、といった議論もできるかもしれないとか、いろいろこのあたりは理論的に考える余地が出てくるかもしれない、ということです。まだざっくりした雑な議論ですが、考え方の方向性、理論的な方向性としてこのような考え方があるのではないかとというのが、ここでの話になります。

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

会議の形式化というのは、リアル株主総会の場合も変わらないわけですから、伝統的には質問や動議について非常に丁寧に大事に扱ってきたので

すけれども、リアルの場合でも制限的に考えてもいいのではないかと個人的には思っています。さらに言えば、私自身、株主総会は会議体でなくてもいいと思っている人間なので、どうしても乱暴な議論になってしまうのですが、バーチャルを機に考えていったこの議論は、いずれリアルにもね返る議論なのだろうと思っています。

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

IV. バーチャル総会を巡る若干の法的論点

1. 個別の法的論点を考えるに当たっての現在の前提

繰り返しになりますけれども、ハイブリッド型バーチャル株主総会の場合については、リアル株主総会において株主の権利が保障されているので、そのリアルへの出席権が認められる限りにおいて、バーチャル総会における議事に関する制限、質問が制約されることがあり得る、という理解が採られています。他方、バーチャルオンリー型株主総会に関しては、リアルの場所の定めがないという特例がなされているだけです。リアルで認められている権利は全部バーチャルでも認められなければいけないということになります。仮にこの考え方を考えるのであれば、先ほどのように会議体に関する考え方を考えないといけないという状況になっており、これが前提です。

2. 株主の質問権／取締役等の説明義務（会社法314条）

ここからは、個別の論点を見ていきます。まず、株主の質問権、取締役等の説明義務はどうなるかということから扱います。これは早くから認識されていた問題で、ハイブリッド出席型バーチャル

総会とかバーチャルオンリー型株主総会では、特にここが論点となっています。ハイブリッド参加型バーチャル株主総会ですと、株主総会を傍聴しているだけに近いので特段の問題はないのですけれども、ハイブリッド出席型で議事に関与できる状況になっているとこの問題が出てきますし、バーチャルオンリー型であれば当然出てくることとなります。

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

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

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

考えてみれば、リアル総会の場合でも、質問の

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

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

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

ちなみに、株主の質問に対して総会後の回答を認めるという話になると、そもそも何のために株主の質問権があるのかという話になってきます。今は、議決権行使のための必要な情報提供だからという説明をしていますので、総会後に回答するというのは論理的におかしな話になってしまいます。そこで、事後の回答を認めるとすると、株主の議決権行使のための必要な情報は、原則として事前の情報開示をもって足りるのだという議論をしなければいけなくなるでしょう。その意味で、このあたりの議論はかなりデリケートなのですが、ただ、こういった可能性も、会議体のあ

りよう、意味を考えてくると導けない話ではない。少なくとも立法論的にあり得ない話ではないと思ったりしています。

3. 株主による修正動議（会社法 304 条）

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

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

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

ただ、手続的動議に関しましては、こういった説明がなかなかつきにくいとも思っていて、バーチャルオンリー型でもリアルと同じような対応をしなければならぬということは感じています。ただし、実務的には、修正動議、例えば議長を解任するような動議を出したいときにブルダウんでカチッとやって選べるようにするというように、定型化することである程度対応することができそうなので、このあたりは実務の工夫に任せるといっていいのではないかと、思っています。

4. 総会議事に瑕疵がある場合の扱い

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

裁量棄却の範囲というのは、まだ判例を見ても

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

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

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

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

~~~~~

#### 【討 論】

○前田 松井先生、大変明快なご報告をいただきました。ありがとうございます。

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

#### 【デジタルデバインドの問題】

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

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

○松井 ご指摘をありがとうございます。非常に重要な論点かと理解しております。本日の議論は、かなり抽象化した議論ですので、デジタルデバインドの弱者の話がうまく拾い上げられていないところはあるかと思えます。ただ、基本的な考え方としては、本当に趣味で投資しているような

零細な株主、例えば 100 株だけ持っていますとか、1,000 株だけ持っていますというような株主——恐らく高齢者の方が多いと思うのですが——そういった方について特段の配慮が必要かというのと、それはあまり配慮する必要はないのではないか、という感じがしております。

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

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

例えば、先ほどバーチャルオンリー型とリアルは分けて解釈ができるのではないかという議論をした際、その後、バーチャルで特別な議論をすると、それはリアルにもはね返ってきて、同じように考えられるのではないかという議論をいたしました。要は、バーチャルとリアルの役割を分けておくということですが、より具体的には次のようなイメージです。まずリアルは、やはり従前どおりきちんと審議をする機会を与える。つまり、質問権や動議もフルセットで与えます。これに対してバーチャルは、バーチャルだからこそそこは簡易化するわけです。このことを前提に、例えばデジタルデバイドの問題を抱えている多くの持分を持った株主がおり、この株主がきちんと審議をしたいという場合、例えばリアル株主総会開催権のような権利を少数株主に与えて、実際に開かせてはどうか。もちろんこれを認めるとなると強力な権利となり、それによって何千万という費用を会社に向けさせるので、本当にそれでいいのかという批判は別途あるかと思いますが、そのような制度設計はあり得るのかなという感じがしています。むしろ、そうすると、相当な割合の持分を持っている株主でない、そのような権利は認

められないという感じはしています。

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

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

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

#### 【株主総会プロセス論とバーチャル総会】

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

他方で、バーチャル総会をプロセスの中に無理やり位置付けたらどうなるかということを考えてみた場合に、一つあり得るのが、機関投資家は当日の議決権だけではなくて、プロセスの中で1年間なり何か月なりを通じて意思形成をしていって議決権行使をしていくのだというようなことであるとすれば、当日は問題ではない。したがって、

当日はできるだけ軽く済ませればいいのではない。だから、コストがかからないような、それこそデジタル・トランスフォーメーションのような発想で、会場コストの低減とかを含めてバーチャル総会のあり方の議論をしていこうという発想が一つあり得るのかなと思いました。

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

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

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

これと同時に思いましたのが、機関投資家、あるいは特に議決権行使助言会社がそうなのだと思いますが、バーチャルオンリー型を基本的に嫌がるんですね。ですので、機関投資家などが考えている考え方とバーチャルオンリー型の実際の動きとが今は若干ミスマッチを生じているので、私自身は、機関投資家との対話の議論と今のバーチャル化の話というのは少し乖離しているのではないかと感じました。けれども、これは今、船津先生がおっしゃったような説明の中で理解が得られれば、また議論も変わっていくのかなと思っただけです。

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

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

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

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

その理由は、結局、会議体の形式化といった事情がないからなのです。

○船津 分かりました。ありがとうございます。

#### 【株主に対する情報開示】

○久保 私もまだ考えがきれいにまとまってい

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

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

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

○松井 とてもよく分かる問題意識だと思います。どこからお答えしているのかというのはありますが、今、久保先生がおっしゃってくださったとおり、会議体であるがゆえに果たされている機能というのが一応ある。それは、まさに会議体で

質問もできるし、一応フィクションですけれども、議論もできるし、場合によってはそれによって決議が影響を受けることだってあるかもしれない、ということです。

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

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

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

私自身は、どちらかという第2の考え方に近いのです。ただ、久保先生の問題提起を伺っていて、任意の仕組みとして、ある程度会社に株主か

削除: ちゃ

削除: 余

らインプットをして事前に情報を出させるという仕組みがないかといえば、ないこともないとは思った次第です。

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

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

○久保 ありがとうございます。

#### 【決議事項に応じた議論の可能性】

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

と思います。

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

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

今の会社法のシステムでは、私が申し上げたような問題意識というのは、例えば決議事項の重要度や株主への影響の深刻さに応じて決議要件を変えますとか、あるいは基礎的変更については更に株式買取請求権を与えるということでも対処されているかかと思えます。そこで、松井先生のご提案されるようなシステムを仮に採用するとして、多数決に拘束される反対派を保護するための仕組みを今より手厚くする必要はあると、松井先生はお考えでしょうか。あるいは、そこは現状を変えなくとも不都合は生じないと予想されますでしょうか。

○松井 非常に重要なご指摘で、難しいところかかと思えます。まだアイデアベースの議論なので、詰めたところまできちんと説明できるかどうか分からないのですが、私自身、総会が会議体であることに対する疑義を呈して、情報開示で対応しようといったとき、典型的に念頭に置いていたのは、取締役の選解任の話なのですね。

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

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

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

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

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

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

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

○伊藤 どうもありがとうございます。

#### 【バーチャル総会とリアル総会との関係】

○飯田 3つぐらい簡単な質問をさせていただければと思います。

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

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

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

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

#### 【株主による会社意思決定のあり方】

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

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

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

これに対して、公開買付けの話はなるほどと思いながら伺っておりました。お答えになるかどうか分からないのですが、恐らく説明としては2つあるかと思いますが、まず、公開買付け自体は議決権を集めるプロセスですので、18ページとの関連で言うと、多数決の方法によるという制度を前提にして、多数を獲得するためのプロセスなのだということになると思います。ですので、この全員一致なのか、多数決なのか、単独でイニシアチ

ブをとれるのかというようなことで言えば、多数決が進められることを前提として、その前段階のプロセスなのだろうと考えました。

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

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

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

#### 【株主の質問権の位置づけ】

○飯田 最後に、質問権の位置付けとして、事実上これがある種一般株主のエンゲージメントの唯一の機会だというような捉え方を考える考え方もあり得るのかなと思います。つまり、普通は機関投資家とかの株主とだけ経営者は会うわけですが、株主総会は少なくとも年に1回開かれ、対面でやりとりできます。しかも、それは持株数に応じずに、誰でも質問できるという機会なので、それはもう意思決定の在り方とかと全然関係のない次元として、事実上そういう機能を果たしてい

るというような見方もあるのかなと思ったのですが、そういうことに対する先生のお考えを伺えればと思います。別の形で質問のやりとりの場を確保すべきだということをおっしゃっていると思ったので、既にご回答済みかとも思いますけれども、そのあたりを改めて伺えればと思います。

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

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

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

逆に、うちはそういうことは考えていないとい

う会社は、それはそれで放っておけばよくて、株主に見放されてしまえばそれまでですし、配当をたくさん配って株主をつなぎ止めるでもいいですし、そこは会社の裁量に任せるのが良いのではないかと、というのが個人的な感触です。いささか冷たい立場になってしまうのですけれども、私の感触は以上でございます。

○飯田 どうもありがとうございます。

#### 【バーチャルオンリー型採用に関する定款変更】

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

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

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

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

そのように2段階で考えるのであれば、リアル株主総会だって、定款変更をすれば株主の権利を



制限できるという方向に行きそうなのですが、このあたりはどのようにお考えでしょうか。

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

まず、前者の話で、定款変更で株主の権利を制限するというこの意味合い、それからそれが2段階考えられるのではないかという話についてですけれども、そこは本当におっしゃるとおりです。

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

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

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

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

ただ、本日皆様と議論させていただいて改めて

感じたのですが、リアルはリアルで残しておかないと、対応できない場合というのも恐らく多々ある。そうだとすると、やはりバーチャルは、バーチャルを選択して非常に軽装備でいけるような場合を想定する。そして、株主構成であったり案件の特殊性があったりして、会議体を開くことが妥当な場合、すなわち実質的な議論ができるような場合というのがあるので、そういうときにはリアルを残しておく。そうすると、リアルについて定款変更して制限ができてしまうような仕組みというのは、実際に定款変更ができるかどうか分かりませんが、制度としてはあえてそれを用意しなくてもいいのかもしれないなと思った次第です。

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

○北村 どうもありがとうございました。

#### 【バーチャル総会と総会検査役】

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

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

れますので、リアルに比べるとあまり大きな意味はなくなるのかなとぼんやりと思ったのです。これについて、先生のお考えをお聞かせいただければ幸いです。

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

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

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

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

先ほどの久保先生のご質問に対するお答えのときだったでしょうか、私としては、選挙をモデルとして考えているということをお申しましたが、選挙のときには、やはり選挙の公正さを担保

する仕組みというのがありまして、選挙管理委員会という形で各都道府県におかれているわけです。完全書面投票になると、同じものが株主総会の場合も必要になってしまうのではないかと。総会検査役を必ず置かなければならないと思ったりしたこともあります。ですので、総会検査役の位置付けというのは、総会のありようによって変わる可能性があり、梅本先生がおっしゃったように、バーチャルになったときには多少軽減されたりする可能性もあるでしょうし、バーチャルの会議体すらなくなったら、また非常に重みが出てきたりもするかもしれません。いずれにしても総会検査役の制度は、サブシステムを考えるときには避けては通れない問題かなというふうに思っている次第です。

○梅本 ありがとうございます。

#### 【情報開示及び勧告的決議の問題】

○行澤 大変興味深いご報告をありがとうございます。

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

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

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

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

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

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

多岐にわたりましたけれども、よろしく申し上げます。

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

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

30ページの書き方がやや分かりにくくなっているところがあり、申し訳ないのですが、考え方としては、リアルでなされている解釈論はバーチャルの場合でも妥当するはずで、ですので、仮にバーチャルになって濫用的な質問が増えたりしたときには、合理的な範囲内で制限はできるだろうということ考えています。

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

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

ですので、質問をしてやりとりをすることによって初めて出てくるような情報というのがあったとしても、それは議決権行使のうえではあくまで

削除: んなに

も補完的であって、必要不可欠なものではないという前提なのです。ただ、これは頭だけで考えているところもあって、行澤先生がおっしゃったような場合が全くないかと言われると、多分ないこともないだろうという感じがします。

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

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

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

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

大変貴重なご指摘、ありがとうございます。

○行澤 どうもありがとうございました。勉強になりました。

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

松井先生、大変貴重なご報告をいただきまして、どうもありがとうございました。

○松井 こちらこそ、貴重な機会をありがとうございました。

削除: さめて