



# KPMG Insight

KPMG Newsletter

Vol. 19

July 2016

経営トピック①

企業と投資家の建設的な対話促進のための  
開示制度及び株主総会プロセスの見直し(後編)

～ 経済産業省株主総会プロセスの電子化促進等に関する  
研究会提言及び報告書の概要～

[kpmg.com/jp](http://kpmg.com/jp)



# 企業と投資家の建設的な 対話促進のための開示制度及び 株主総会プロセスの見直し（後編）

～経済産業省株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会提言及び  
報告書の概要～

有限責任 あずさ監査法人

グローバル財務マネジメント IR／SR アドバイザリー担当

シニアマネジャー 土屋 大輔

監査プラクティス部

シニアマネジャー 林 琢也

経済産業省は2015年11月に「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」（以下「電子化研究会」という）を設置し、株主総会プロセスの電子化を促進するための課題や必要な措置等について検討を重ねてきました。検討の成果として2016年4月21日に、「株主総会の招集通知関連書類の電子提供の促進・拡大に向けた提言～企業と株主・投資家との対話を促進するための制度整備～」(以下「提言」という)及び「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会報告書～対話先進国の実現に向けて～」(以下「報告書」という)が公表されました。

本提言及び報告書は諸外国（特に米国・カナダ・英国・ドイツ・フランス）の株主総会プロセスの実務及び制度の詳細な調査や議論を踏まえて作成されておりますが、日本を含む諸外国の株主総会プロセスをここまで網羅した調査は日本でも初めてであり、一見ブラックボックスになりがちな日本における株主総会の招集通知の発送から議決権行使に至る株主総会プロセスの全体についての現状や論点について整理を行っているという点では画期的な内容といえます。

あずさ監査法人は、経済産業省の委託を受けて、電子化研究会の議論のベースとなる日本及び諸外国における株主総会の電子化等の状況の調査を実施しました。本稿では、それら調査結果を踏まえつつ、電子化研究会の提言及び報告書について解説します。本文中の解釈や意見に関する部分については、筆者らの私見であることをあらかじめお断りいたします。



土屋 大輔  
つちや だいすけ



林 琢也  
はやし たくや

## 【ポイント】

- 企業の持続的な成長や中長期的な企業価値向上を実現する上で、企業と株主・投資家の対話が不可欠である。電子化研究会は、企業と株主・投資家の対話を促進するという観点から、株主総会プロセスにおける実務・論点について検討を行った。
- 株主総会プロセスにおけるインターネットの利用が、企業と株主・投資家とのコミュニケーションの幅を広げ、対話を促進するという観点から、招集通知等の電子提供の促進が議論され、株主の個別承諾なしに書面に代えて電子提供できる範囲の拡大等を内容とする「新たな電子提供制度」の整備と早期Web開示の推進が提言された。
- 機関投資家による議案検討期間を拡大すべく電子行使プラットフォームの利用拡大が論点に上がったが、利用企業数の拡大に加えて、プラットフォーム間の相互連携や国内機関投資家による利用についての論点の整理もなされた。
- 株主総会までの時間的余裕を確保するために、議決権行使基準日を決算日以降に定めた上で株主総会を開催する上で企業が直面すると思われる課題や疑問について確認がなされた。
- 個人株主が利用可能な一括プラットフォームの整備等、株主総会プロセスを支える対話支援産業の役割についての議論がなされた。

## I. 株主総会プロセスにおける 問題点の所在と研究会の位置付け

### 1. 株主総会プロセスにおける問題点の所在

「企業と株主・投資家の対話」は日本における一連のコーポレート・ガバナンス改革の中でも重要なファクターと位置付けられています。その背景には企業の持続的な成長や中長期的な企業価値の向上において、企業と株主・投資家との建設な対話が必要不可欠、との認識があるからです。株主総会は企業にとって株主から信任を得るという意味で、対話の帰結が表れる場でもあります。しかしながら、日本の株主総会は海外機関投資家を中心に様々な課題が指摘されてきました。

例えば、ACGA (Asian Corporate Governance Association) は2008年5月に発行した「日本のコーポレート・ガバナンス白書」において、「株主総会のタイミングと議決権行使のプロセス

は、アクセス、公平性、透明性が確保されるよう再検討される必要がある」と指摘しており、その中でも「年次株主総会の時期の集中は依然として株主権利の行使と、優れたコーポレート・ガバナンスの主たる障害となっている」としています。

株主総会の集中がもたらす弊害として具体的に挙げられるのが、諸外国に比べて日本では株主による議案検討と対話期間が十分に確保できない、という点です。かかる問題点は制度／慣習面及び、機関投資家の議決権行使の実務の両面から見て取ることができます。

#### (1) 諸外国の株主総会プロセスにおける対話期間

図表1は、日本並びに諸外国(米国・英国・ドイツ・フランス)の①招集通知の発送等から株主総会日、②決算日から株主総会日、及び③議決権行使基準日から株主総会日、までの株主総会プロセスにおける対話期間を集計したものです<sup>1</sup>。

1 あずさ監査法人によるサンプリング調査。詳細は経済産業省 電子化研究会「報告書」添付参考資料を参照のこと

【図表1 諸外国の株主総会プロセスにおける対話期間】

① 各国の招集通知本体の通知又は公告日から株主総会日までの期間

	日本	米国	英国	ドイツ	フランス
大規模10社	21.1日	43.0日	41.6日	45.3日	48.6日
中規模10社	—	42.4日	44.1日	39.8日	41.4日
小規模10社	—	40.8日	35.4日	41.2日	37.1日
平均	21.1日	42.1日	40.4日	42.1日	42.4日
	0.68ヵ月	1.36ヵ月	1.30ヵ月	1.36ヵ月	1.37ヵ月

② 各国の決算日から株主総会日までの期間

	日本	米国	英国	ドイツ	フランス
大規模10社	85.0日	124.4日	119.4日	122.1日	122.7日
中規模10社	—	138.3日	130.7日	169.6日	150.0日
小規模10社	—	144.1日	161.2日	162.2日	154.0日
平均	85.0日	135.6日	137.1日	151.3日	142.2日
	2.8ヵ月	4.5ヵ月	4.6ヵ月	5.0ヵ月	4.7ヵ月

③ 各国の議決権行使基準日（企業への登録期限）から株主総会日までの期間

	日本	米国	英国	ドイツ	フランス
大規模10社	85.0日	57.4日	2.5日	6.7日	4.5日
中規模10社	—	56.7日	1.9日	11.2日	4.6日
小規模10社	—	52.9日	2.3日	8.4日	4.2日
平均	85.0日	55.7日	2.2日	8.8日	4.4日
	2.8ヵ月	1.9ヵ月	0.07ヵ月	0.29ヵ月	0.15ヵ月

(出典) 電子化研究会「日本及び諸外国における株主総会プロセスの電子化等の状況」(24頁)

図表1からもわかるとおり、日本における招集通知の発送から株主総会の日数は21.1日であるのに対して、諸外国ではその約2倍となっています。また、株主総会プロセスにおける広義の対話期間で見た場合、決算日から株主総会日までの日数は日本が85日であるのに対して、諸外国ではおおよそ140日は確保されているといえます。加えて、議決権行使基準日から株主総会までの期間は日本が85.0日と最も長く、英国・ドイツ・フランスでは1週間程度となっています。

以上のことから明らかとなり、日本の議案検討期間は明らかに諸外国と比べて短いといえます。また、議決権行使基準日から株主総会日までの期間が長く、議決権の権利確定日以降に売却した株主が株主総会で議決権を行使するempty votingが発生するリスクが諸外国と比べて相対的に高いと推察され

ます。

日本ではコーポレートガバナンス・コードを意識する企業が増加する中で株主総会日程を分散化する動きが見受けられますが、依然として6月の第3週・第4週（カレンダーによっては第4週・第5週）に株主総会を開催する企業が9割以上を占めており、諸外国と比較すると株主総会議案の検討期間を確保するという点で抜本的な改善にはなっていないと考えられます<sup>2</sup>。

(2) 機関投資家による実質的な株主総会議案の検討期間

機関投資家は保有する株式をカストディアンに保管しているため、議決権行使プロセスは非常に複雑になっています。特に海外機関投資家の場合は、議案情報を入手するまでに常任代理人やカストディアン（もしくは議決権行使代行機関）を経由する必要があります。議決権を指図するに当たっても同じくカストディアン（もしくは議決権行使代行機関）や常任代理人を経由して行使する必要があり、また、常任代理人と発行企業との間では紙ベースで議決権行使書等をやり取りするため、その分の日数も確保する必要があります。

図表2は海外機関投資家による議決権行使の経路を示した図表です。2015年6月総会をモデルとして、法定どおり株主総会の2週間前に招集通知を発送した場合の流れを示しています。結論として、海外機関投資家は議案を検討する期間は1~3営業日しか確保できません。特に招集通知が英訳されていない場合は、議案名のみが英文で通知される点も留意する必要があります。

招集通知の発送の早期化や、早期Web開示の実施などによって実際にはより長く検討期間が確保されているのが実情ですが、諸外国における招集通知の発送（公告）自体が日本より約3週間早い点を踏まえると、日本の議案検討期間はグローバル水準と比較してやはり短いといわざるを得ないのではないかと考えられます。

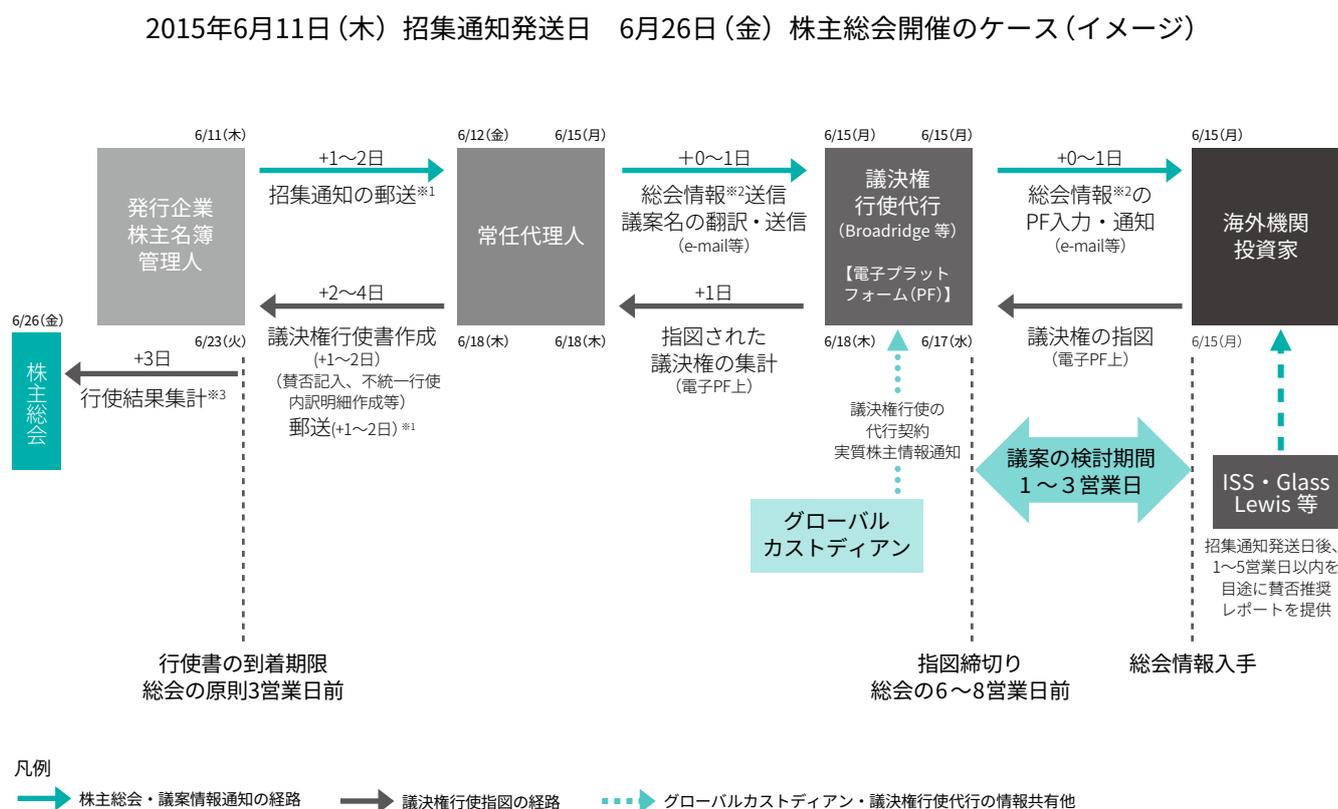
図表3は国内機関投資家による議決権行使の経路を示したもののですが、国内機関投資家による議案検討期間は3~4営業日であり、海外機関投資家と状況は殆ど変わりません。

2. 「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」の位置付け

上記で見た日本における問題点を踏まえ、経済産業省は2015年4月に「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」の報告書において、対話インフラを国際水準並みに整備することを目指し、適切な株主総会日程の設定や電子化の促進等、株

2 6月第3週・第4週における株主総会開催企業の実績は2014年が97.9%、2015年が97.0%であった。詳細は前掲電子化研究会参考資料を参照。2016年（予定）は92.3%（日本取引所グループウェブサイトに掲載の「株主総会開催予定日2016年3月期決算会社」2016年5月30日現在のデータを集計）

【図表2 海外機関投資家による議決権行使プロセス】



- ※1 郵送期間は、午前差出・午後差出の別、郵送先の所在地、天候などにより変化する。上記フロー図では、便宜上、株主名簿管理人・常任代理人間の往路郵送は1日、復路郵送は2日で計算。土曜日も集配はあるが、営業日を前提。
- ※2 ここで送信される総会情報は、会社名、総会開催日・場所、指図×切日、基準日等である。招集通知(翻訳版)本体・参考書類は「ローパル・アシスタント」又は海外機関投資家の求めに応じて常任代理人が送付・送信する。
- ※3 株主名簿管理人は、機関投資家分は行使書の到着日に行使結果を集計し、個人株主分の集計結果(通常、総会日前日の夕方頃まで行使が可能)と併せて、総会日前日までに発行企業に毎日集計結果を報告
- \* 関係者へのヒアリング結果等に基づき、あずさ監査法人作成  
(出典)電子化研究会「報告書」(43頁)

主総会プロセスの見直しに向けた提言を取りまとめました。特に電子化による情報提供・開示については、実質的な議案検討期間の確保のみならず、業務の効率化、開示情報の充実につながるものとして、その重要性を指摘しています。

また、同報告書の内容も踏まえ、2015年6月に閣議決定された「日本再興戦略改訂2015」は、「株主総会集中の問題を解決し、株主の議案検討と対話の期間を諸外国並みに確保するための方策として、企業が適切な総会日や議決権行使の基準日の設定を行うとともに、招集通知関連書類や議決権行使の電子化等を通じて徹底的なプロセスの合理化が図られる環境を整備する」と謳っています。

電子化研究会は、上記の流れを受けて、2015年11月に設置され、2016年4月までに計6回開催されました。諸外国では議決権行使プロセスの大部分が電子化されており、ITを活用した株主総会プロセス全体の効率化が図られている実態を鑑み、日本における株主総会プロセスの制度・実務を諸外国と比較した上で、包括的な調査研究・討議がなされました。議論の対象は機関投資家のみならず、個人株主にまで及び、2016年4月に本提

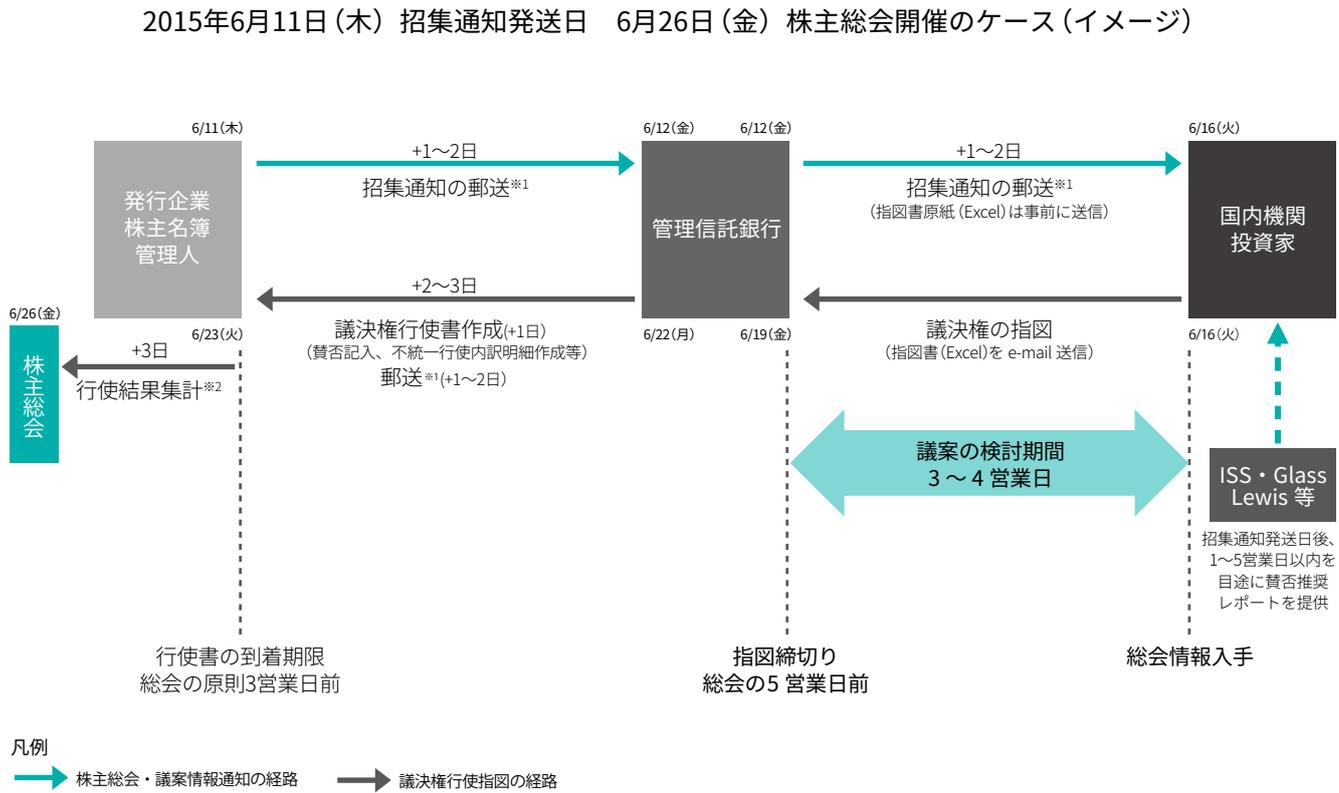
言及び報告書が公表されるに至りました。続く項目ではその概要について解説します。

## II. 新たな電子提供制度の整備に向けた「提言」の概要

### 1. 本提言の経緯・背景

本提言は、企業と株主・投資家との対話を促進するという観点から、次のようなインターネット利用の普及・発展状況及び利便性を踏まえて、招集通知等の情報提供に関する法制度の見直しを提言しています。

【図表3 国内機関投資家による議決権行使プロセス】



※1 郵送期間は、午前差出・午後差出の別、郵送先の所在地、天候などにより変化する。上記フロー図では、便宜上、株主名簿管理人・管理信託銀行間の郵送は1日、管理信託銀行・国内機関投資家間の郵送は2日で計算。土曜日も集配はあるが、営業日を前提。  
 ※2 株主名簿管理人は、機関投資家分は行使書の到着日に行使結果を集計し、個人株主分の集計結果(通常、総会日前日の夕方頃まで行使が可能)と併せて、総会日前日までに発行企業に毎日集計結果を報告  
 \* 関係者へのヒアリング結果等に基づき、あずさ監査法人作成 (出典)電子化研究会「報告書」(41頁)

<インターネット利用の普及・発展状況>

- 我が国におけるインターネットの利用者は既に1億人を突破しており、インターネット利用率も13~59歳層では9割を超えている。
- 上場会社の株主総会の招集通知等の情報も既にインターネット上で提供されており、その掲載情報を株主に電子メール等で通知するサービスも展開されている。

<インターネット利用の利便性>

- インターネットを活用した情報提供は、株主にとって有用な情報へのリンクや動画提供等の工夫の余地を高めることで、株主総会前に提供される情報を充実させやすくするとともに、株主による議案の検討期間、株主と企業との対話期間の確保にも資する。

**2. 我が国及び諸外国における招集通知関連書類の電子提供制度の概要**

**(1) 我が国における現行制度の概要と企業の利用状況**

我が国の招集通知及び関連書類の電子提供に関しては、会社法上2つの制度が設けられています。

**① 事前の個別承諾による電子提供制度**

株主から事前に個別承諾を得ることで、招集通知等を電磁的方法により提供できる制度です(会社法299条3項及び301条2項等)。

株主から個別に電磁的方法による提供を受けることについて事前承諾を得ることに加え、株主からの個別の書面請求への対応も生じるなどの事務手続上の煩雑さ等から、上場会社の利用状況は、全体の2.6%にとどまっていることが指摘されています。

## ② Web開示によるみなし提供制度

株主総会参考書類、事業報告、個別注記表、連結計算書類等の株主総会の招集に際して提供すべき書類につき、株主総会参考書類等に記載すべき事項をインターネット上のウェブサイトに掲載し、当該ウェブサイトのアドレス等を株主に通知することで、その事項を記載した添付書類を株主に提供したものとみなす制度です（会社法施行規則94条1項、133条3項、会社計算規則133条4項、134条4項）。

電子提供できる書類の範囲が「一部」にとどまっていることから、上場会社の利用状況は、全体の45%にとどまっていることが指摘されています。

## (2) 諸外国における電子提供制度の概要

### ① 米国におけるNotice & Access制度

上場会社等は、株主総会の委任状説明書、株主宛て年次報告書等をインターネット上のウェブサイトに掲載した上で、当該ウェブサイトのアドレス、総会日時、場所、議案等が記載された通知のみを株主に郵送することが認められています。この方法は、Notice Only Optionと呼ばれています。また上場会社等は、従来どおり、招集通知、委任状説明書、株主宛て年次報告書等を株主に郵送すること（Full Set Delivery Option）も可能です（Code of Federal Regulations 240.14a-16）。

### ② 英国におけるWeb開示みなし同意制度

招集通知等をウェブサイトで提供することについて、事前に株主に同意通知を郵送等し、28日以内に回答がなかった場合は、当該提供に同意したものとみなされる制度です。

我が国及び諸外国における招集通知関連書類の電子提供制度を比較すると、図表4のとおりです。

## 3. 企業と株主・投資家との対話を促進するための具体的提言

### (1) 株主総会プロセスにおけるインターネットの利用効果

上場会社においては、コーポレートガバナンス・コードを踏まえ、招集通知及び関連書類を発送するよりも前に、インターネット上に開示するという自主的な取組みが急速に拡大しつつあるものの、法制度上のプロセスとしてこれらを紙媒体で郵送するという実務に変わりがなく、印刷・封入等に要する時間や費用、紙面の制約を受けています。そのため、次のような利用効果を踏まえて、インターネットを最大限活用することが有益であると謳っています。

- ✓ 株主・投資家にもたらす利便性
  - 情報を検索しやすくなる。
  - 情報を比較・分析しやすくなる。
  - 招集通知以外の情報にアクセスしやすくなる。
- ✓ 企業にもたらす利便性
  - 招集通知情報と併せて経営陣や役員候補者からのメッセージ動画を提供したり、株主総会のインターネット中継を行うことで、株主と経営層との距離感を縮めることができる。
- ✓ 環境負荷の軽減
  - 招集通知関連書類をインターネット経由で提供する場合、紙資源の節約等を通じた環境負荷の軽減効果も期待できる。

【図表4 招集通知関連書類の電子提供制度の比較】

	日本		米国	英国
	事前の個別承諾による電子提供制度	Web開示によるみなし提供制度	Notice & Access制度	Web開示みなし同意制度
提供手段	電子メール	Web	Web	Web
株主の事前の個別承諾の要否	要	否	否	要
対象書類	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 招集通知</li> <li>● 議決権行使書面</li> <li>● 株主総会参考書類</li> <li>● 事業報告</li> <li>● 計算書類</li> <li>● 連結計算書類</li> <li>● 会計監査報告・監査報告</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 株主総会参考書類(一部)</li> <li>● 事業報告(一部)</li> <li>● 計算書類(一部)</li> <li>● 連結計算書類(会計監査報告・監査報告含む)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 年次報告書(Annual report)</li> <li>● 監査報告書(会計監査人)</li> <li>● 委任状説明書(様式14A)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 取締役報告書</li> <li>● 戦略報告書</li> <li>● 取締役報酬報告書</li> <li>● 財務諸表(Annual accounts)</li> <li>● 監査報告書(会計監査人)</li> </ul>
株主の書面請求権の有無	あり	なし	あり	あり

(出典) 筆者作成

(2) 招集通知関連書類の電子提供の促進・拡大に向けた制度整備

以上を踏まえて、企業と株主・投資家との対話の充実を図るための環境整備の一環として、今後、国民生活や企業活動におけるインターネット利用が更に拡大・深化していくことも視野に、

- ✓ 株主にとって有用な情報へのリンクや動画提供等の工夫を通じた情報提供の充実
- ✓ 株主の議案検討期間の拡大
- ✓ 多数の個人株主とのコミュニケーションの充実

が図られるよう、企業による利用が限定的となってしまう現在の現行制度を見直し、以下の方向で「新たな電子提供制度」を整備していくことが提言されています。

- 今後の環境変化に応じて電子提供を行う範囲や手続を柔軟に変えていけるよう、企業に選択肢を与える方向で制度を整備していくこと
- 制度変更により生じるうる不利益があればそれに適切に対処しつつも、事務手続の煩雑さやコスト面に配慮し、企業実務の観点から利用しやすい制度設計にすること
- 電子提供に伴う費用節減効果が情報提供の充実等に取り組むインセンティブとなりうる点も考慮し、書面により提供すべき情報の範囲は必要最低限にすること

### Ⅲ. 対話先進国の実現に向けた論点-「報告書」の概要

「報告書」は「第1章 招集通知関連書類の電子提供の促進」、「第2章 議決権行使プロセス全体の電子化の促進」、「第3章 株主総会関連日程の適切な設定」、「第4章 対話支援産業への期待」、「第5章 対話先進国の実現に向けて」によって構成されています。第1章は「1.早期（発送前）Web開示の促進」と「2.招集通知関連書類の電子化提供の促進・拡大」に分けられますが、後者は実質的に前述の「提言」を再掲したものとなっています。

#### 1. 早期Web開示の促進

##### (1) 早期Web開示の実施状況

招集通知が株主に郵送される前にウェブサイトにて招集通知を開示する取組みは過去に何度かに亘り議論されてきました。

経済産業省は2011年4月28日付で公表された「当面の株主総会の運営について」の中で、「招集通知等の早期ウェブ掲載」についてのガイドラインを提示しています。同ガイドラインは「招集通知等の内容については、招集通知等の発送日前に、上場している証券取引所及び自社のウェブサイト上に掲載することが

考えられる。また、招集通知等を発送日前に掲載することが困難であっても、発送日当日までに上場している証券取引所に提出したうえで、自社のウェブサイトにもその内容を掲載することが望ましい。」と謳っています。

また、2015年6月1日付で適用開始となった「コーポレートガバナンス・コード」の「原則1-2. 株主総会における権利行使」の補充原則1-2②において、「上場会社は、株主が総会議案の十分な検討期間を確保することができるよう、招集通知に記載する情報の正確性を担保しつつその早期発送に努めるべきであり、また、招集通知に記載する情報は、株主総会の招集に係る取締役会決議から招集通知を発送するまでの間に、TDnetや自社のウェブサイトにより電子的に公表すべきである。」としています。

前者は東日本大震災の影響を踏まえたガイドラインとしての色彩が強く、当時は早期Web開示を実施した発行企業数は限定的でした。他方、コーポレートガバナンス・コードの導入に伴い、その実施企業数は劇的に増加しています。これは、株主への発送以前に一般に情報を開示することや正式な招集通知までに情報を変更する場合の取扱い等について、あくまで法定開示でなく任意開示であることから、変更も含めて特段問題なく対応可能ということが明らかにされたことが大きいのではないかと思います。

コーポレートガバナンス・コード導入元年となった2015年は769社が早期Web開示を実施しました。2016年の統計は2016年6月総会に限定したものではありませんが、執筆時点（6月2日）において早期Web開示を予定している企業は2015年からほぼ倍増しており1,508社となっています（図表5参照）。

【図表5 早期Web開示企業】

	2013年	2014年	2015年	2016年*
早期Web開示企業	47	91	769	1,508
全体	1,628	2,359	2,532	1,956
割合	2.9%	3.9%	30.4%	77.1%

\* 2016年は6月総会（予定）のみを集計。日本取引所ウェブサイトにて公表されている3月決算会社の招集通知発送予定日並びに取引所ウェブサイトにおける公表予定日をもって集計（データは2016年5月30日時点）。2013年～2015年の実績値は電子化研究会「報告書」（7頁）を参照

##### (2) 早期Web開示が投資家に届くプロセスとその効果

早期Web開示は、自社ウェブサイトで行う場合と、TDnetに登録する場合、又はその双方を行う場合の3パターンが考えられます。

自社ウェブサイトにて早期Web開示を行ったとしても、機関投資家による利用効果は限られます。前述のとおり、機関投資家は限られた日数で議決権を指図する必要があり、保有する全ての銘柄について常時企業のウェブサイトを開覧していくという

のは現実的ではないためです。

TDnetに情報が掲載されれば、証券取引所のウェブサイトに掲載されるのと同時に、機関投資家向けの招集通知一覧専用サイト「Arrow Force」や後述する議決権電子行使プラットフォームに情報が通知される仕組みとなっています。「Arrow Force」を利用する機関投資家や議決権電子行使プラットフォームを利用する機関投資家は登録している銘柄や保有している銘柄について都度e-mailにて情報の掲載が通知され、即時性も確保されます(図表6参照)。

電子化研究会の試算によると、TDnetにて早期Web開示を行うことによる機関投資家の議案検討期間の拡大効果は4営業日以上となっています<sup>3</sup>。

### (3) 電子化研究会において示された課題と期待される方向性

早期Web開示の実施に当たっては、下記課題が電子化研究会の報告書において提示されました。

- 決算日から株主総会日までの期間が諸外国と比較して短く、早期Web開示や議決権電子プラットフォームを活用したとしても、機関投資家において十分な議案検討期間の確保には限界がある
- 開示情報の作成期間や監査期間の確保という観点から無理が生じる可能性もあり、先進的に取り組んでいる企業であってもこれ以上取締役会を早期に開催することは困難である

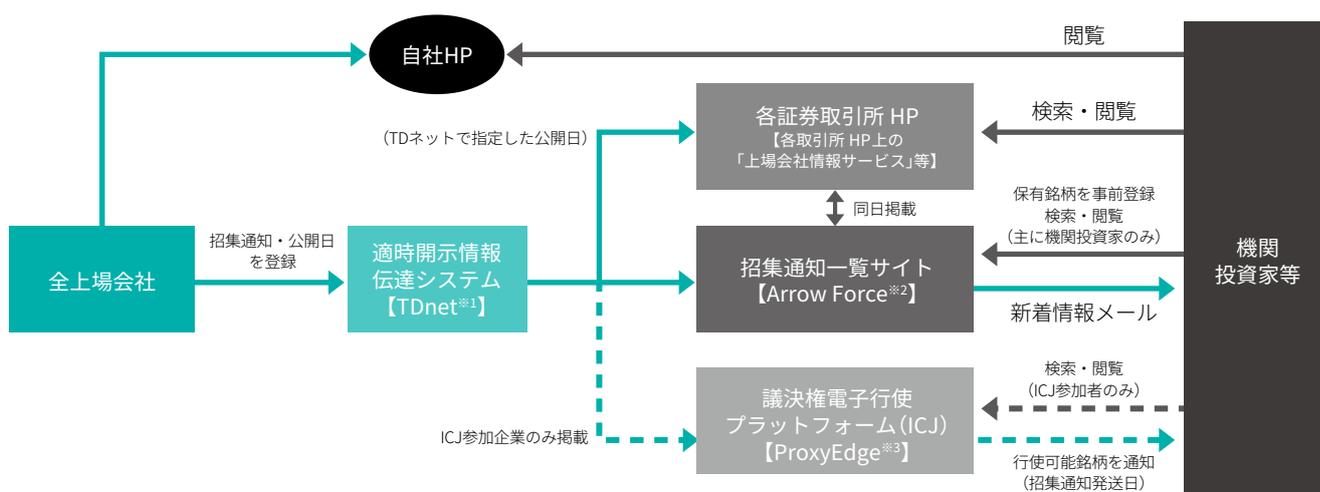
- 早期Web開示は法令で強制されない任意の開示であり、自律的な取組みを行う企業とじっくり議案を検討したい企業とではインセンティブのねじれが発生している
- 前述ArrowForceは機関投資家向けであるが、個人株主向けにもプッシュ型通知を備えた一括プラットフォームがあると利便性が高まる
- 英訳招集通知の早期Web開示の推進

これらの課題を踏まえ、電化研究会では期待される方向性として、次の点を挙げています。

- 早期Web開示実施企業の拡大
- 適切なWeb開示のタイミングの検討
- TDnetへの提出の推奨
- 個人株主も利用可能な一括プラットフォームの創設の検討
- 英文招集通知の早期Web開示

ポイントは、TDnetを活用した早期Web開示の実施です。英文招集通知の早期開示と合わせて実施することにより、機関投資家側における議案検討期間も拡大を図ることが可能となります。個人株主も利用可能な一括プラットフォームの創設に関しては、後述します。

【図表6 早期Web開示の情報伝達経路】



※1 招集通知は、TD ネットから情報ベンダー(Bloomberg・日経等)にも自動的に配信される。  
 ※2 ICJが運営する全上場会社の招集通知一覧サイト。機関投資家等は一定のID数までは無料で閲覧可能(個人は利用不可。情報ベンダー会社等是有料で利用可能)  
 ※3 ICJ/Broadridge社が運営する機関投資家向けの議決権行使サイト。世界中で5,000社を超える機関投資家が利用。  
 (出典)電子化研究会「報告書」(13頁)



行使プラットフォーム利用企業とそうでない企業とで事務プロセスの二重化が発生することが問題点のひとつとして指摘されています。電子行使プラットフォームに参加する企業が増えない限り、異なる業務フローが併存し、事務リスクの観点等からも電子行使プラットフォームの活用が難しいとの立場です。

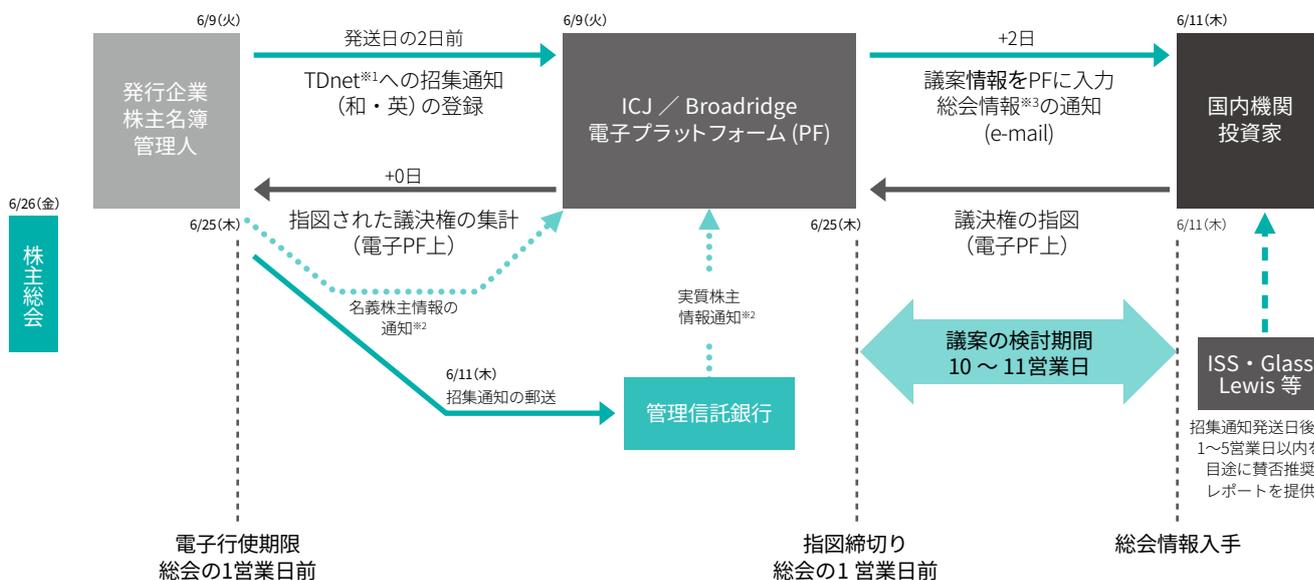
2点目として、機関投資家側が電子行使したとしても、企業側がそれに対応できていなければ電子化の効果は得られない、ということです。海外機関投資家の議案検討期間が1営業日～3営業日（国内は3～4営業日）に留まる、というのは常任代理人（国内は管理信託銀行）から発行企業に指図された議決権を紙（手作業）で処理する必要があるためです。企業が電子行使プラットフォームに参加すれば、紙で処理していたプロセスも含め全て電子化され、議案検討期間は格段に拡大します。

コーポレートガバナンス・コードの導入もあり、電子行使プラットフォームを利用する企業は劇的に増加しています<sup>5</sup>。日本

において電子行使プラットフォームは2006年3月株主総会より株式会社ICJによって初めて導入され、2015年3月末までの参加意向表明企業数の累計は526社でした。2016年5月30日時点で参加意向表明企業数は755社にのぼり、約1年間で200社以上の企業が新たに参加を表明しています<sup>6</sup>。参加企業の拡大に伴い、海外機関投資家を中心として、議案検討期間の長期化のメリットを享受する機関投資家も増加していると推察されます。

【図表8 国内機関投資家による議決権行使プロセス（電子行使PF利用の場合）】

2015年6月11日（木）招集通知発送日 6月26日（金）株主総会開催のケース（イメージ）



凡例

→ 株主総会・議案情報通知の経路    → 議決権行使指図の経路    ... 株主名簿管理人・管理信託銀行・ICJの情報共有他

※1 TDnet(ティー・ディー・ネット)とは、東京証券取引所の運営する適時開示情報伝達システム(Timely Disclosure network)のこと。なお、英文招集通知の登録は作成している場合に限る。  
 ※2 株主総会の基準日到来後、ICJは株主名簿管理人並びに資産管理信託銀行より株主情報(主には株数情報)をシステムを介して入手し、登録株主と実質株主のデータが一致しているかの照合並びに調整を行う。  
 ※3 総会情報とは、会社名、総会開催日・場所、指図×切日、基準日等である。招集通知(翻訳版がある場合は翻訳版も)も電子プラットフォーム上に掲載する。  
 \* 関係者へのヒアリング結果等に基づき、あずさ監査法人作成  
 (出典)電子化研究会「報告書」(42頁)

5 コーポレートガバナンス・コードは原則1-2④において「自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率等も踏まえ、議決権の電子行使を可能とするための環境作り(議決権電子行使プラットフォームの利用等)や招集通知の英訳を進めるべきである」と謳っている

6 株式会社ICJのウェブサイト<http://www.icj.co.jp/list/index.html>

(2) 電子化研究会において示された課題と期待される方向性

電子化研究会の報告書は、上記に示した国内機関投資家の事務プロセスの二重化に加えて、国内機関投資家が電子行使プラットフォームを利用する際の委託者（アセットオーナー）からの同意取得についても取り上げています。

また、実務上の問題点として、現在電子行使プラットフォームを提供しているICJ、ISS、Glass Lewis 等のプラットフォームが相互に接続できていない現状についての認識も確認されました。議決権アドバイス会社であるISSやGlass Lewis等は、カスタムポリシーに基づき自動的に議決権の指図を行うサービスをプラットフォーム上で提供する等、機関投資家側のニーズも強い一方で、電子行使プラットフォーム間が接続できていないが故に電子化のメリットが受けられない状況が発生しています。

これらの課題を踏まえ、報告書は今後期待される方向性として次の点を挙げています。

- 企業及び機関投資家の電子行使プラットフォームへの参加拡大
- 機関投資家による議決権指図フローの二重化問題を解消し、事務プロセスの一体化に向けて関係者により検討がなされること
- プラットフォーム間の連携について、関係者との間で、早期に課題の整理・解決がなされること
- 国内機関投資家による電子行使プラットフォームの利用手続きが適正・円滑に進むようにそのあり方について関係者によって検討が開始されること

3. 株主総会関連日程の適切な設定

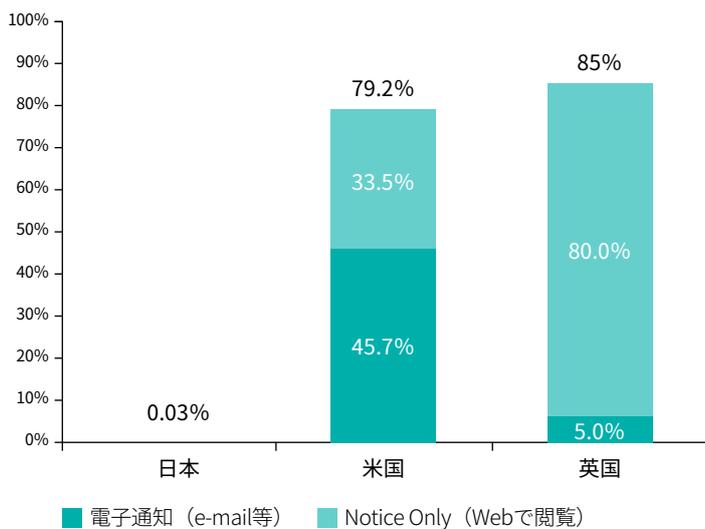
(1) 日本の株主総会関連日程の現状と機関投資家の問題意識

II (1)のとおり、日本の株主総会日程について諸外国と比べると、次のような特徴が挙げられます。

- 決算日から総会日までの期間が諸外国に比べて短い。  
日本:3カ月以内  
欧米:4~5カ月後
- 招集通知から総会日までの期間が諸外国に比べて短い。  
日本:2~3週間  
欧米:1~2カ月
- 議決権行使の基準日から総会日までの期間が、諸外国に比べて長い。

【図表9 個人株主による電磁的受取割合】

個人株主における招集通知関連書類の電磁的な受取割合



(注記)

- ※1: [日本では、電子通知採用企業の割合は2.6% \(44社、2015年\)](#)。このうち、実際に電子通知を受け取っている株主割合が1%未満の会社が過半。これを踏まえ、ここでは2.6%×1%=0.03%を電子通知を受け取っている株主の割合と試算している。
- ※2: 日本では、WEB開示によるみなし提供制度により、参考書類、添付書類の一部をWEB開示。企業の約45%が当該制度を利用しているが、ここでは、提供範囲が限定的であることもあり、上記1の試算には反映していない。
- ※3: [ドイツ・フランスは、基本的に公告\(電子版官報含む\)で対面](#)。
- ※4: ドイツについては、DAX30社中12社(約4割)が、株主からの登録を受け、Email等による電子通知も展開。
- ※5: 英国のNotice Onlyとは、Web提供について同意した(みなされた)株主のこと。当該株主は、Webアドレスが記載された通知を受け取る。

日本：「旬刊商事法務 株主総会白書 2015 年版」(商事法務研究会、2015.12/1 臨時増刊号)のデータを元に事務局試算(上記※1 参照)  
 米国：「Analysis of Distribution and Voting Trends Fiscal year Ending June 30, 2015」Broadridge  
 英国：Prism Cosec 社(www.prismcosec.com)発行の「Prism Briefing」2015 年 8 月 12 日付を参照  
 (出典)電子化研究会「報告書」(90頁)

日本:3か月以内  
 米国:2か月以内  
 英国:2日以内

- 株主総会の開催日が諸外国に比べて集中している。

このような現状に対し、電子化研究会で機関投資家や監査人等からの次のような見解が紹介されました。

- 議案の検討期間を十分確保する上で、少なくとも総会の1ヵ月前には招集通知が手元に届くことが望ましい。
- 株主総会が短期間に集中して開催されることが、議決権行使の形式化を助長しているのではないかと。
- 総会日程を7月以降(3月期決算企業)とし、会社法の計算書類等と有価証券報告書の一体開示を行う方が計算書類等の作成主体である企業にとっても効率的ではないかと。
- 監査期間を確保するために、総会日程を7月以降(3月期決算企業)とすべきではないかと。
- Empty Voting(株主総会日において、すでに株主でない者が議決権を行使し、株主である者が議決権を行使できないこと)に対処するために、議決権行使の基準日から総会開催日までの期間を短くすべきである。

## (2) 基準日変更に関する課題・疑問点への考え方

現在、全国株懇連合会において、決算日以外の日を基準日とする場合の実務対応上の課題等を整理すべく検討が進められており、本年秋を目途に取りまとめ予定とのことです。また、経済同友会も、企業と投資家との対話促進に向けて、株主総会ス

ケジュールの抜本見直しに着手する必要性を対外表明しています。

こうした検討や取組みに資するよう、電子化研究会においても、基準日を変更しようとする企業が直面すると思われる点に関し、関係者の考え方や関連制度の状況、参考となる事例等について整理した上で、次のような議論が行われました。

- 基準日と決算日が異なる場合、投資家から見て分かりづらいのではないかと
- 株主確定コストが増加するのではないかと
- 取締役人事が遅くなることにより影響が出るのではないかと
- 配当・税務関係スケジュールが遅くなることにより影響が出るのではないかと
- 第1四半期決算と時期が重複するため対応困難ではないかと

## 4. 対話支援産業への期待

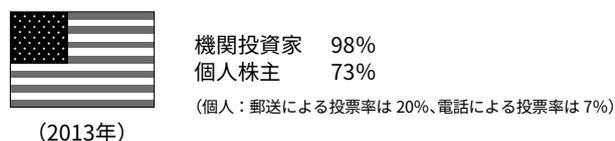
### (1) 対話支援産業の現状

電子化研究会では、招集通知の電子提供や議決権行使の電子化、総会日の適切な設定等を受けて、企業と投資家との間での対話のあり方が変化することが見込まれる中で、株主総会プロセスにおける対話支援産業の役割についても議論を行いました。

現状の認識として、諸外国では株主総会関連情報の電子提供が対個人・対機関投資家ともに相当普及しており、また、議決権行使においても個人・機関投資家ともに電子行使が相当程度

【図表10 議決権の電子行使の状況】

### 欧米における議決権の電子行使率 (議決権個数ベース)



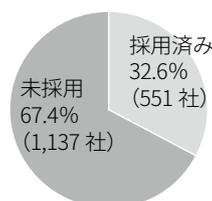
米国：Broadridge + PwC, "Proxy Plus, first edition 2014"  
 英国・ドイツ：英 Makinson Cowell 社、独 VIP 社に対するヒアリング等からあずさ監査法人が作成  
 (出典)電子化研究会「報告書」(91頁)

### 日本における議決権の電子行使率 (議決権個数ベース)



(※ICJ 経由の電子行使率は議決権行使個数全体の 9.4%)

### <上場企業における電子投票制度の採用状況>



(出典) 全国株連合会「株主総会等に関する実態調査集計表」(平成 27 年 10 月)  
 ※議決権の電子行使率は、上記調査結果を基に加重平均により算出。

普及しています。

一方、日本では招集通知を電子的に受け取る個人株主は僅か0.03%、議決権の電子行使率は機関投資家・個人を合わせても10.9%程度に留まり、諸外国との差は歴然としています（図表9・10参照）。

日本には個人株主が一覧性をもって保有する銘柄の招集通知を閲覧する画面や一括で議決権行使を行うプラットフォームが存在しません。例えば、日本では個人株主が電子行使を行うためには、保有する銘柄毎にIDとパスワードを入力する必要があるなど、かなり煩雑な手続を経る必要があります。

他方、例えば、米国では、個人株主が一度アクセスすれば保有する全銘柄の招集通知の閲覧や保有する銘柄の議決権行使を一括で行うことができるような一括プラットフォームをBroadridge社等が提供しています。また、株主総会関連資料をウェブサイト上にPDFで掲載するのとどまらず、ビジュアル面での工夫や社長メッセージの動画と組み合わせる等、株主総会プロセスにおける対話を意識した取組みを支援する支援会社も存在します。ドイツやフランスでも株主に株主総会資料の電子受領を促す取組みを推進する動きがみられます。

## (2) 対話支援産業に期待される方向性

諸外国の事例も踏まえ、電子化研究会では日本における対話支援産業の期待される方向性として次の点が挙げられています。

- 一括プラットフォーム等、個人株主も含めた招集通知等の情報受取や議決権の電子行使が行い易いシステム環境等の整備。そのための課題や方策について、関係者において新たなサービス展開の在り方に関する検討が開始されること
- 総会関連サービスと他の情報サービスとの連携やマイナンバー制度の活用の在り方について関係者による検討が開始されること
- 上記検討に当たり、招集通知関連書類のみならず、総会出席カードや配当通知等その他の株主関係書類の電子化や英訳等についても対象にすること
- 株主総会日程を設定する際の実務について、適切な基準日の設定に関する全国株懇連合会の検討結果等も考慮の上、関係者により検討がなされること

具体的な施策として下記が明記されています。

### 「日本再興戦略2016-第4次産業革命に向けて-」より転載

グローバルな観点から最も望ましい対話環境の整備を図るべく、情報開示を充実させ、株主の議案検討と対話の期間を確保する方策等について、更なる検討や取組を進め、対話型株主総会プロセスの実現を目指す。

- － 株主総会の招集通知添付書類の電子提供については、その開示情報の充実等を図るべく、株主の個別承諾なしに、書面に代えて電子提供できる情報の範囲を拡大し、原則電子提供とする方向で、新たな制度の整備に向けた検討を進める。具体的には、本年4月に公表された「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」による提言を踏まえ、①株主総会前に提供すべきと法令上要請された全ての情報がインターネット上で開示されていること、②Web アドレス等の必要最低限の情報は書面で株主に通知されること、③企業が当該制度を採用する上で、株主からの個別承諾は要さないこと、④全ての情報を書面で受け取ることを希望する株主は、その旨企業に要請する必要があること、といった諸外国における電子提供制度の共通点を参考にしつつ、我が国の株主総会を取り巻く制度環境や実態、企業実務の観点も踏まえ、来年早期の会社法制の整備の着手も目指しつつ、講ずべき法制上の具体的な措置内容等を検討する。
- － 株主総会における議決権行使プロセス全体の電子化については、株主の議案検討と対話の期間を確保することで権利行使の質を高めるべく、①議決権行使プロセスのワンストップ化や、②議決権の電子行使に関するプラットフォーム同士の連携、③当該プラットフォームの適正かつ円滑な利用手続の在り方等について、関係者や関係団体等に検討することを促した上で、年度内にその検討状況等を確認するための会合を開催する。
- － 総会日や議決権行使の基準日に係る国際的・実務的対応を踏まえた設定の在り方についても、効果的かつ効率的な開示の検討の状況を踏まえつつ、関係者や関係団体等における検討状況等を確認するための会合を開催することで、企業・投資家・対話支援産業などの関係者の意識と行動変化を促す。
- － 加えて、対話型株主総会プロセスの実現に向けた関係者による取組の進展について内外に情報発信していく。

(出典) 首相官邸「日本再興戦略2016-第4次産業革命に向けて-」(146～147頁)

日本の株主総会プロセスは長い時を経て発展してきました。しかしながら、それはあくまでも既存の枠組みの中での話であり、「対話」という観点からは必ずしも十分ではなかったというのは、諸外国との比較から見ても明らかです。

電子化研究会において、国内機関投資家、管理信託銀行、電子行使プラットフォーム提供会社等が一堂に会し、諸外国との比較の中で、日本における議決権行使の上流から下流の工程やそれぞれの課題点を改めて確認・俯瞰できたというのは、日本の株主総会プロセスを今後発展させていく上で、非常に意義深い取組みであったと考えます。現に電子行使プラットフォームの相互接続の話し合いが進み始めている等、成果も見えつつあります。

一方で、新たな電子提供制度の整備や早期ウェブ開示の推進、議決権行使プロセス全体の電子化促進、一括プラット

## IV. 提言・報告書の意義

日本政府は2016年6月2日に「日本再興戦略2016-第4次産業革命に向けて-」を閣議決定しました。その中で、「コーポレートガバナンスの更なる強化」が謳われ、電子化研究会で検討された論点を踏まえた上で、「企業情報の実効性・効率性の向上や株主総会プロセス電子化等を着実に進めていく」としています。

フォーラムの整備は、株主総会プロセスにおける対話手法の効率化に資するものの、議案検討期間の確保という観点からは抜本的な解決策とはいえません。諸外国並みに対話期間を確保するには、株主総会関連日程の適切な設定、すなわち、株主総会基準日の柔軟化は避けては通ることができない論点であり、実務上の課題の洗い出し等、企業・投資家・対話支援産業が一体となり取り組みを進展させることが必要不可欠です。

株主総会の電子化プロセスは「日本再興戦略」として閣議決定され、より具体的に制度化を含めた手当が今後政府主導で検討されていくと考えられます。また、対話支援産業を構成するプレーヤーのフォローアップ会議の開催も予定されています。今後、日本の株主総会プロセスが諸外国並みに発展していくことが期待されます。

#### 【関連トピック】

経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」について（前編）

（KPMG Insight Vol.13/Jul 2015）

経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」について（後編）

（KPMG Insight Vol.14/Sep 2015）

株主との対話－コーポレートガバナンスとIR／SR活動の今後（前篇）

（KPMG Insight Vol.15/Nov 2015）

株主との対話－コーポレートガバナンスとIR／SR活動の今後（後篇）

（KPMG Insight Vol.16/Jan 2016）

#### 【バックナンバー】

企業と投資家の建設的な対話促進のための開示制度及び株主総会プロセスの見直し（前編）

～金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告の概要～

（KPMG Insight Vol.18/May 2016）

本稿に関するご質問等は、以下の担当者までお願いいたします。

有限責任 あずさ監査法人  
グローバル財務マネジメント IR／SR アドバイザリー担当  
シニアマネジャー 土屋 大輔  
03-3548-5125（代表番号）  
daisuke.tsuchiya@jp.kpmg.com

監査プラクティス部  
シニアマネジャー 林 琢也  
03-3266-7503（代表番号）  
takuya.hayashi@jp.kpmg.com

## KPMG ジャパン

marketing@jp.kpmg.com

www.kpmg.com/jp



本書の全部または一部の複製・複製・転写・転載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2016 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

© 2016 KPMG Tax Corporation, a tax corporation incorporated under the Japanese CPTA Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.