

2015年6月10日 全10頁

《実践》コーポレートガバナンス

「株主総会招集通知」 発送前のウェブサイト公表が急増した理由を探る

コーポレートガバナンス・コードから読み解く株主総会実務の変化

コンサルティング・ソリューション第二部

コンサルタント

小阿瀬 達彦

## [要約]

- コーポレートガバナンス・コード補充原則 1-2 ②に定められた「招集通知の発送前のウェブサイト公表」を行う3月期決算会社（東証1部）の割合は、昨年度9%から本年度は一気に、その約5倍の47%にまで急上昇した。
- 株主総会における適切な権利行使を促す環境整備のためには、諸外国と比べ極端に短い「株主の議案検討期間」を延ばすことが重要と考える。しかし、「招集通知の早期発送」には日程上、限界があり、同施策のみでは、十分に株主（特に海外の機関投資家）が議案検討期間を確保することは難しい。
- 「招集通知の発送前のウェブサイト公表」は、追加の事務コストを生じること無く、実質、一週間前後「株主の議案検討期間」を延ばすことが可能であり、企業にとって取り組みやすい運用である。日本の上場企業全体に、今後より一層、同運用が浸透することが期待される。

## 1. はじめに

2015年6月1日、コーポレートガバナンス・コード（以下、「CGコード」という。）が、東京証券取引所（以下、「東証」という。）の有価証券上場規程（以下、「上場規程」という。）により施行された<sup>1</sup>。CGコードはアベノミクス第三の矢（民間投資を喚起する成長戦略）の一翼を担っており、中長期的な企業価値向上に向けて経営者が適切にリスクテイクするための「攻めのガバナンス」体制の構築に主眼が置かれている。同体制の構築のためには、企業と株主の双方が中長期的な企業価値向上へ向け相互理解を深め、そのための行動を促していくことが重要とされている。

このような背景のもと、CGコードには、株主による企業への働きかけが適切になされるように『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』との原則がある。本原則に関連して、補充原則では、招集通知の早期発送、招集通知の発送前のウェブサイト公表、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）、招集通知の英訳など、株主の株主総会における適切な権利行使を促す具体的な環境整備策に言及されている（図表1参照）。

### （図表1）CGコード 原則1-2、補充原則1-2②、④

【原則1-2. 株主総会における権利行使】 ※東証 CGコードから抜粋（下線、太字は筆者加工）

上場会社は、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。

#### 補充原則

1-2② 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。

1-2④ 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。

本稿では、2015年6月株主総会の企業が取り組む「招集通知の発送前のウェブサイト<sup>2</sup>公表（補充原則1-2②後段）」<sup>3</sup>を中心に、株主総会における適切な権利行使を促す環境整備に係る上記補充原則について解説する。

<sup>1</sup> CGコードの概要は、吉川英徳『コーポレートガバナンス・コード対応で上場企業に求められる視点』（2015.5.1）[http://www.dir.co.jp/consulting/theme\\_rpt/governance\\_rpt/20150501\\_009686.html](http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/governance_rpt/20150501_009686.html)を参照

<sup>2</sup> 「ウェブサイト」とは、企業の自社ウェブサイト及び東証の運営する電子開示システムであるTDnet（Timely Disclosure network）のことを言う。

<sup>3</sup> 「ウェブサイト公表」とは、会社法上の「WEB開示」（招集通知の株主総会参考書類、事業報告、個別注記表や連結計算書類を自社のウェブサイトに掲載することで書面での送付を省略できる制度）のことではなく、CGコード上で言う、株主へ送付する招集通知と同様の情報をウェブサイトへ掲載することである。

## 2. 「招集通知の早期発送」(補充原則 1-2②前段)

「招集通知の発送前のウェブサイト公表」の説明の前提として、まずは、同補充原則前段の「招集通知の早期発送」について見てみよう。株主総会における権利行使の環境整備の中で、招集通知の早期発送は、株主の関心も高くかつ重要な論点である。経済産業省(以下、「経産省」という。)が実施した機関投資家へのアンケートによれば、招集通知において最も重視する点は、2年連続で「発送日が早いこと」であった<sup>4</sup>。

大部分の株主は、招集通知を受領した後、株主総会へ提出される議案を確認し、投票締切日までに、その賛否を郵送やインターネットで投票する。招集通知を早期に発送することで、株主の招集通知受領日が前倒しされ、招集通知受領日から投票日までの期間、つまり株主が議案を検討する期間がより長くなる。日本はこの株主の議案検討期間が諸外国と比べ短く<sup>5</sup>(欧米諸国では40日～50日あるが、日本では20日前後となっている(図表2参照。))、海外投資家からも株主軽視ではないかとの声が上がっていた。世界の有力機関投資家の業界団体であるアジアコーポレート・ガバナンス協会(Asian Corporate Governance Association: 以下、「ACGA」という。)によれば、『私たち機関投資家のコンセンサスとして、日本における議決権行使の時間的猶予は相対的に短く、日本のコーポレート・ガバナンスに関する認識にネガティブな影響を与えている。』<sup>6</sup>とのことである。ACGAは望ましい解決策の一つとして、アジア諸国のベストプラクティスに合わせ<sup>7</sup>、招集通知を遅くとも28日前に発送すること、内容が英語に翻訳されることを提言している。

(図表2) 招集通知発送日から定時株主総会開催日までの日数(サンプル調査)

	日本	アメリカ	カナダ	イギリス	ドイツ	フランス
サンプル平均	21.1日	43.0日	51.6日	41.6日	45.3日	48.6日

「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会(経済産業省)・『報告書(別冊)基礎資料編: 企業情報開示や株主総会プロセスを巡る我が国及び諸外国の制度と実務<2. 詳細版>』(2015.4.23) 49ページから数値抜粋」

<sup>4</sup> 「企業報告ラボ」グット/バッドプラクティス事例分析作業部会・(事務局) 経済産業省 『株主総会の招集通知等に対する機関投資家の評価ポイント』 ～スチュワードシップ・コードを踏まえて～ (2015.4.24) 33ページによれば、招集通知の発送日が遅いことについて、機関投資家は、「極めて問題」、「問題」との回答で63%、「やや問題」を合わせると85%であった。

<sup>5</sup> 日本では決算日を株主総会の基準日とする実務慣行がある。会社法上、基準日から3ヶ月以内に株主総会を開く必要があり、結果的に、決算日から株主総会開催日までの日数が諸外国と比べ短くなる。後述するが、招集通知の作成には決算日から一定程度時間が必要なため、諸外国と比べ、招集通知発送・受領日から投票日までの期間が短くなる。

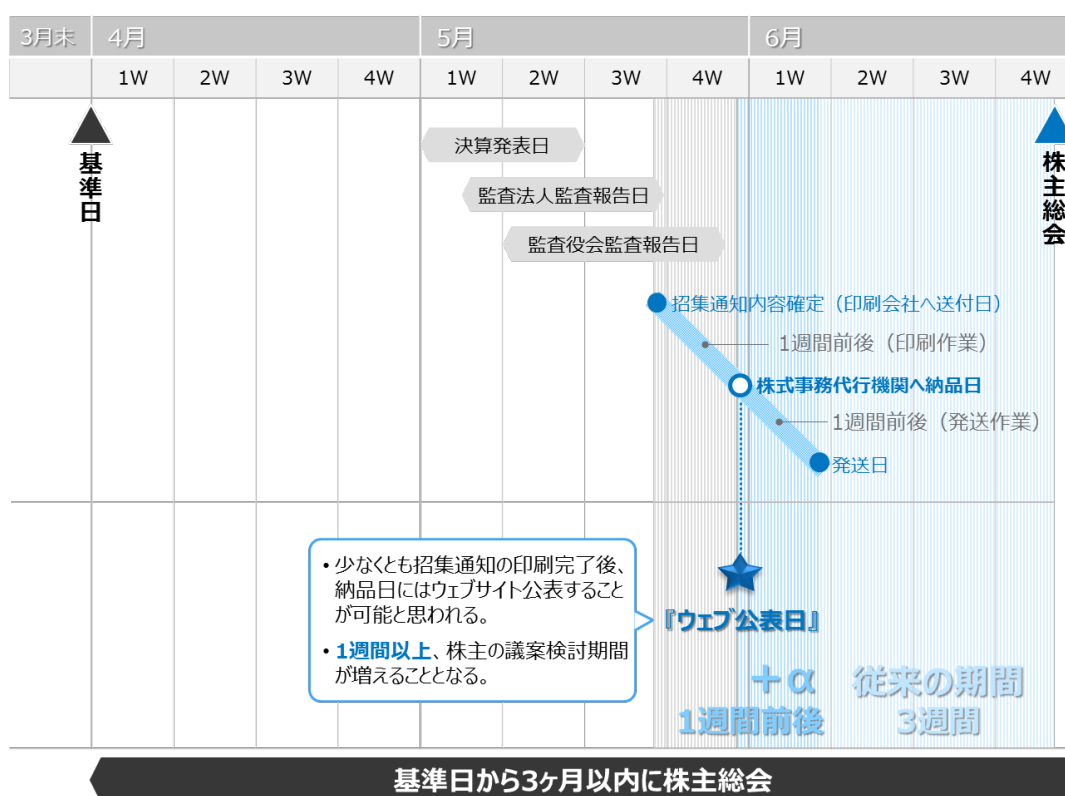
<sup>6</sup> 経済産業省主催 『持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会に対するACGAの回答(仮訳)』 (2014.12.12) 1ページ

<sup>7</sup> ACGAの調査によれば、香港の制度やタイのCGコードでは28日前が推奨されている。

### 3. 「招集通知の発送前のウェブサイト公表」（補充原則 1-2②後段）」急増の背景

招集通知を早期に発送することは容易ではない。招集通知発送までの一般的なスケジュールを大まかに見てみよう。今回は早期発送に取り組んでいる企業のケースを想定し、総会開催日の3週間前に招集通知を発送したケースを例とした（図表3参照）。会社法上は総会開催日の2週間前までに発送すれば良いとされているので、1週間早期発送に取り組んでいる企業といえる。

（図表3）招集通知発送までのスケジュール例（株主総会3週間前発送の場合）



「大和総研にて作成」

図表3のように、招集通知は内容が確定した後、印刷会社による印刷作業等と、株式事務代行機関による封入・発送手続等にそれぞれ約1週間前後の期間が必要となる。そのため、ACGAの提言のように総会開催日の28日程度前に招集通知を発送しようとした場合、招集通知の内容確定を5月中旬以前に行う必要がある。しかし、招集通知には、通常、監査法人及び監査役会の監査報告が必要であり、それ以前に招集通知の内容を確定することは出来ない。そのため、招集通知の内容の早期確定のためには監査報告の日程の前倒しが必要となる。しかし、これら監査報告は決算確定後、非常にタ

---

イトな日程のなかで行われているのが現状であり、既に 3 週間前発送以上の早期発送に取り組んでいる企業にとって、さらなる発送日の前倒しは物理的な困難さを伴うのが実情である<sup>8</sup>。

そこで、さらなる早期の発送に寄らず、株主の議案検討期間を延ばす施策として期待されているのが、「招集通知の発送前のウェブサイト公表（補充原則 1-2 ②後段）」である。従来、企業は招集通知を株主に発送した「後」に、TDnet や自社のウェブサイトに掲載することが実務の通例であった。というのも、招集通知を発送「前」にウェブサイトへ掲載すること、つまり、株主が招集通知を受領する前に、株主ではない不特定多数の者が招集通知を閲覧可能になることに、なんらかの法的問題が存在するか不明確であり、また、それが道義的にも望ましい運用であるか、統一的な見解が企業側においても投資家側においても共有されていなかったのである。そのため、招集通知の実質的な受領日を一週間以上前倒しすることが可能（図表 3 参照）で、株主の議案検討期間を十分に確保するために有効な施策であることは理解していながらも、一歩踏み出す企業はほとんどなかったのが現状である。

このような実務慣行に変化の兆しが現れたのは 2011 年になってからである。同年、経産省が、東日本大震災の影響によって通常通りの株主総会の開催が困難になっている企業もあることから、当面の株主総会の運営に係る法解釈及び運用について、参考となる指針を公表した。同指針では『招集通知等をその内容が確定してから株主に発送する前に公開することは、技術的に可能であり、法的にも問題はないと解される。』<sup>9</sup>とされ、招集通知の発送前のウェブサイト公表に初めてお墨付きが与えられた。このような環境の変化を受けて、招集通知を発送前にウェブサイト公表する企業数は毎年増加しており、2014 年の 3 月期決算会社（東証 1 部）において、招集通知の発送前のウェブサイト公表を行った会社の割合は 9%の水準まで増えた（図表 4 参照）。しかし、同指針は、震災に伴って「当面の」株主総会の運営のガイドラインを取りまとめたものであったため、企業側の迷いを完全に払しょくするには至らず、その増加のスピードは緩やかなものだったと言える。

結局、招集通知の発送前のウェブサイト公表が日本の上場企業全体に広がったのは今年になってからである。冒頭で説明した通り 2015 年 6 月 1 日に CG コードが施行され、そのなかで、実効的なコーポレートガバナンスの実現のためのベストプラクティスの一つに組み込まれることで、招集通知の発送前のウェブサイト公表は企業の株主総会実務の中で市民権を得るに至ったと言える。2015 年の 3 月期決算会社（東証 1 部）に

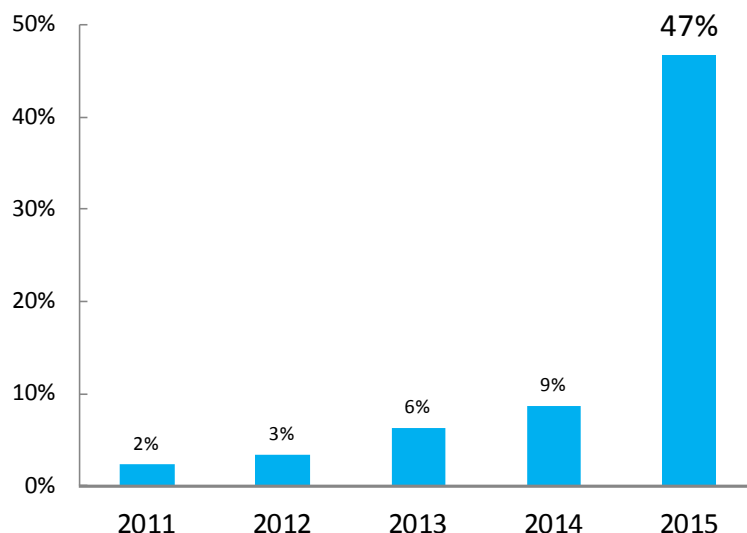
---

<sup>8</sup> 諸外国と比較しても決算日から起算した招集通知等の発送日のタイミングは日本が特に早い（サンプル調査：日本 63.9 日、米国 81.4 日、カナダ 68.8 日、英国 77.8 日、ドイツ 76.8 日、フランス 74.1 日）\*。つまり、監査や招集通知等の作成を行える期間が日本企業は特に短いと言える。\*「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会（経済産業省）・『報告書（別冊）基礎資料編：企業情報開示や株主総会プロセスを巡る我が国及び諸外国の制度と実務＜2. 詳細版＞』（2015.4.23）50 ページから数値抜粋」

<sup>9</sup> 経産省・『当面の株主総会の運営について』（2011.4.28）3、4 ページ

において、招集通知の発送前にウェブサイト公表を行った企業の割合は一気に広がり、前年比約 5 倍の 47%と、ほぼ半数の企業が実施するに至った（図表 4 参照）。

**（図表 4） 招集通知発送前ウェブサイト公表 3 月期決算会社（東証 1 部）の割合**



「東証・『3 月期決算会社株主総会に関するアンケート結果\*』 から大和総研で作成」  
\*2011～2014 年は 6 月第二金曜日、2015 年は 2015 年 6 月 8 日現在、上場会社が東証へ回答したアンケート結果による。

#### 4. 「招集通知の発送前のウェブサイト公表」（補充原則 1-2②後段）の 2015 年 6 月総会・実施状況

「招集通知の発送前のウェブサイト公表」は、企業にとって、従来、株主への発送後に行っていた招集通知の電子ファイルのウェブサイト掲載作業を株主発送前に行うだけのことであり、新たな作業負担が生じることなく実施できる。その効果は株主の議案検討期間のおよそ 1 週間以上の増加であり、株主総会における権利行使のための環境整備として非常に効果が大きいものと言える。デメリットを考えてみても、以前であれば書面の受領前に不特定多数が閲覧可能なウェブサイトへ招集通知が公表されることに対して不快感を抱く株主による苦情のリスクが考えられた。しかし、CG コードにおいて、同運用が望ましい企業行動であるとの価値判断がなされ、株主に対する説明が可能となった今、当該リスクは考えずとも良いと言っていいだろう。

以上のように、「招集通知の発送前のウェブサイト公表」は、追加の作業コストが発生せず、デメリットも少ないため企業にとって行いやすい運用であると言える。現に、本年の 6 月株主総会招集通知において、以下、TOPIX Core30 を構成する企業 27 社中 25 社が発送前のウェブサイト公表を行っている。

ウェブサイト公表の迅速さ（発送日とウェブサイト公表日の差分）についてそれぞれ



見ると、数日間から 2 週間前後までと企業ごとにバラつきがあることが分かる。同運用を本年初めて行った企業も多いと思われ、発送 1 日前にウェブサイト公表するなど慎重な対応を行う企業もみられた。前述の通り、招集通知の内容は、一般的に、発送日の 2 週間ほど前（印刷会社への送付日）には確定し、発送日の 1 週間ほど前（発送手続きを行う株式事務代行機関への納品日）には株主へ送付する物が確定していると考えられる。したがって、今後さらに、ウェブサイト公表日を前倒しにする余地があると言えるだろう。

本年総会について TOPIX Core30 構成企業平均で見ると、株主総会開催予定日から発送日までは 21.7 日間、ウェブサイト公表日までは 27.3 日間の議案検討期間が確保されていることになる。同期間は発送前のウェブサイト公表によって、5.6 日延びたことになる。

（図表 5）2015 年株主総会招集通知日程 TOPIX Core30（うち 3 月期決算会社）

会社名 (証券コード順)	総会開催 予定日 A	発送日		ウェブサイト公表日*		
		B	開催日の 何日前か A-B	C	開催日の 何日前か A-C	発送日の 何日前か B-C
信越化学工業	6/26	6/4	22	6/4	22	0
武田薬品工業	6/26	6/4	22	6/3	23	1
アステラス製薬	6/17	5/26	22	5/22	26	4
新日鐵住金	6/24	6/2	22	5/26	29	7
小松製作所	6/24	6/2	22	5/29	26	4
日立製作所	6/25	5/29	27	5/25	31	4
パナソニック	6/25	6/3	22	6/4	21	-1
ソニー	6/23	5/28	26	5/19	35	9
デンソー	6/19	6/3	16	5/29	21	5
ファナック	6/26	6/5	21	5/29	28	7
日産自動車	6/23	6/1	22	5/29	25	3
トヨタ自動車	6/16	5/25	22	5/13	34	12
本田技研工業	6/17	5/29	19	5/20	28	9
三井物産	6/19	5/28	22	5/18	32	10
三菱商事	6/19	5/28	22	5/15	35	13
三菱UFJフィナンシャル・グループ	6/25	6/8	17	6/4	21	4
三井住友フィナンシャルグループ	6/26	6/5	21	5/29	28	7
みずほフィナンシャルグループ	6/23	6/3	20	5/28	26	6
野村ホールディングス	6/24	6/1	23	5/26	29	6
東京海上ホールディングス	6/29	6/3	26	5/29	31	5
三井不動産	6/26	6/4	22	6/3	23	1
三菱地所	6/26	6/4	22	6/3	23	1
東日本旅客鉄道	6/23	6/2	21	5/26	28	7
日本電信電話	6/26	6/1	25	5/15	42	17
KDDI	6/17	5/29	19	5/26	22	3
NTTドコモ	6/18	5/27	22	5/22	27	5
ソフトバンク	6/19	6/1	18	5/29	21	3
各社平均(日数)	-	-	21.7	-	27.3	5.6

「各社ウェブサイト等から大和総研にて作成」 \*ウェブサイト公表日は各社ウェブサイト又は東証上場会社情報サービスに招集通知が掲載された日のうち、いずれか早い日を記載

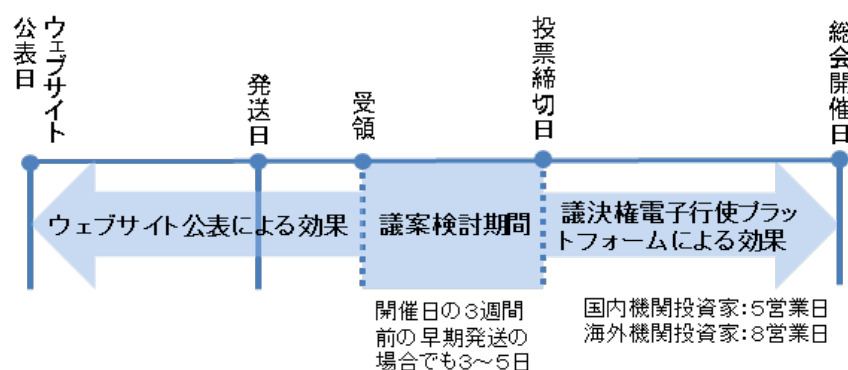
## 5. 議決権電子行使プラットフォーム（補充原則 1-2 ④前段）

これまで、株主の議案検討期間の始点にあたる招集通知の受領日について、近時の状況を説明してきた。しかし、議案検討期間の確保という観点からは、始点だけでなく終点である投票締切日をいかに後ろ倒しにするかも重要である。特に国内の機関投資家は、議決権行使にあたって、管理信託銀行等を間に挟むため、株主総会開催日のおよそ 5 営業日前までに、また、海外の機関投資家にとっては、グローバルカストディアンと常任代理人等を経由する必要があるため、およそ 8 営業日前までに、議決権行使を行う必要があるとされている。海外機関投資家から日本は株主の議案検討期間の確保が十分でないとの批判があることは、この投票締切日の到来が早いことも一つの要因である。招集通知の発送日、受領日から総会開催日までの日数が少ないことに加え、投票締切日が早いことで、総会開催日の 3 週間前の早期発送の場合でも、機関投資家の議案検討期間は、わずか 3~5 日であるケースが多いのが現状のようである。

これを解決する施策の一つとして、議決権電子行使プラットフォームの利用が考えられる。同仕組みを活用した場合、管理信託銀行やグローバルカストディアン、常任代理人等を経由することなく、機関投資家の指図権者が直接、電子的なプラットフォームを利用して議決権の行使が可能であり、そのため、投票締切日を大幅に後ろ倒しすることができるようになる。

株主の議案検討期間の確保を考える場合は、日本企業の株式の海外機関投資家の所有割合が高まった今、招集通知の早期発送、発送前ウェブサイト公表だけでなく、議決権電子行使プラットフォームの利用等を含めたトータルでの対応が求められていると考える<sup>10</sup>。

〔図表 6〕 機関投資家における議案検討期間



「議決権電子行使プラットフォームを提供する株式会社 ICJ の HP を参考に大和総研にて作成」

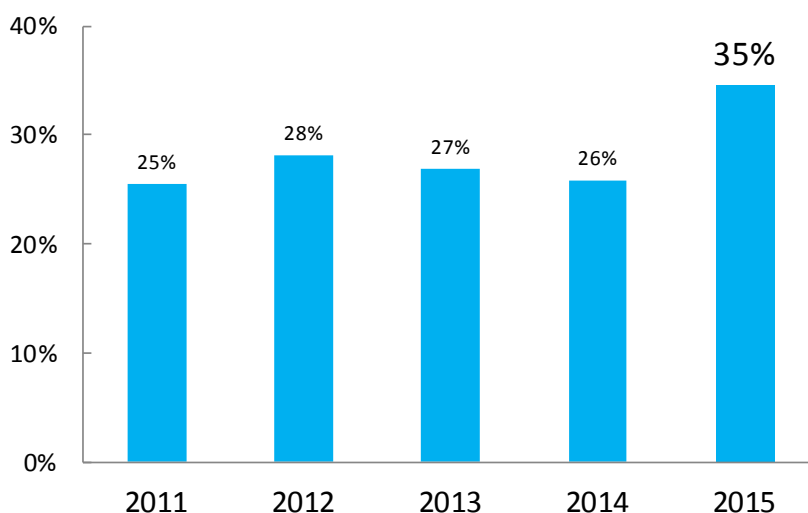
<sup>10</sup>日本の上場会社のうち 554 社が議決権電子行使プラットフォームを利用している（株式会社 ICJ の HP 掲載データ（2015 年 6 月 2 日時点）から）。



## 6. 招集通知の英訳（補充原則 1-2 ④後段）

前述の通り ACGA の提言の中に、招集通知の英訳があることから分かるように、海外の機関投資家を中心に、株主総会関連資料の英訳を望む声は大きい。英訳された議案などがあれば、海外投資家は自ら翻訳する時間を節約できるため、実質的に議案検討期間を確保することにつながる。東証へ上場会社が答えたアンケートによると英文の招集通知等の作成を行っている 3 月期決算（東証 1 部）の割合は近年では、25%前後であったが、CG コードにおいて進めるべきとされたこともあり、2015 年に 35%まで上昇した（図表 7 参照）。

（図表 7）招集通知等の英訳を行っている 3 月期決算（東証 1 部）の割合



「東証・『3 月期決算会社株主総会に関するアンケート結果\*』から大和総研で作成」  
\*2011～2014 年は 6 月第二金曜日、2015 年は 2015 年 6 月 8 日現在、上場会社が東証へ回答したアンケート結果による。

## 7. まとめ

毎年株主総会シーズンになると株主総会開催日の集中度合が注目を集める。新聞等で「今年は株主総会が○日に○%集中している。」と報道されるのが常で、日本企業の株主対応のバロメーターのように扱われている。しかし、株主総会における権利行使のための環境整備の論点は、開催日の集中問題だけではない。一般にはあまり知られていないが、株主の関心も高くかつ議決権行使環境にとって、よりクリティカルな論点が、本稿で説明を行った「株主の議案検討期間」の確保という問題である。

CG コードは、投資家のニーズを顕在化したものとも言え、株主の期待に対して「気付き」を得られるものが少なくない。補充原則 1-2 ②、④を遵守した場合、海外の機関

---

投資家から見ても、欧米諸国と遜色のない水準で、株主が議案検討期間を確保することが可能になる。特に、同補充原則の中でも「招集通知の発送前のウェブサイト公表（補充原則 1-2 ②後段）」は運用上、事務コストが新たに生じることもないため、企業にとって取り組み易い施策である。

影響力の大きい TOPIX Core30 構成のほとんどの企業が実践していることから、中堅企業や従来コーポレートガバナンスへの関心の高くない企業を含め、来年以降はより一層、同運用が浸透していくことが期待できるだろう。

—以上—