

議決権電子行使プラットフォームの 現状について



ICJ 営業部長

坂東 照雄

■ 1. はじめに

わが国の発行会社の株主総会における議決権行使の電子化、いわゆる電子投票は2002年の法律改正^(注1)によってスタートし、今年17年目を迎えた。そして、2006年に機関投資家向けの電子投票システムとしてサービスを開始したICJの「議決権電子行使プラットフォーム」(以下「プラットフォーム」)も13回目の総会シーズンを終えたところである。

本稿では、プラットフォームの背景と現状について、その詳細な仕組みとともに解説す

る。近年、発行会社と機関投資家による対話のあり方を巡る議論が各方面で交わされているが、本稿が対話の要ともいえる議決権行使の仕組みに関する市場関係者の理解を深める一助となれば幸いである。

なお、意見に関する部分は筆者の個人的な意見であり、筆者の所属する組織などにおける見解ではないことをあらかじめお断りしておく。

■ 2. プラットフォームの概要

(1) Broadridgeのグローバルネットワークを活用

プラットフォームの運営会社であるICJは東京証券取引所と日本証券業協会、及びBroadridge Financial Solutions(以下、「ブロードリッジ」)による3社の合弁として2004年に設立された。当初は東証45%、日証協5%、ブロードリッジ50%という出資比率であ

— 目 次 —

1. はじめに
2. プラットフォームの概要
3. 発行会社の参加メリット
4. さらなる電子化促進の必要性
5. おわりに

ったが、東証と大証が現物株市場を統合した2013年に東証50%、ブロードリッジ50%という現在の出資比率となった。

2018年7月時点の参加者は発行会社930社^(注2)、株主名簿管理人6社、資産管理信託銀行5社、常任代理人6社、機関投資家約4,500社^(注3)となっている。発行会社の詳細は後述するが、参加発行会社930社の上場時価総額の合計は本邦市場のすべての発行会社の上場時価総額合計の約83%を占めており、これまでの13年間で延べ6,000以上の株主総会の取扱実績がある。

親会社の1社であるブロードリッジは、ニューヨーク証券取引所に上場する金融業界に特化した米国本拠の情報サービス会社である。日本ではあまり知られていないが、株主総会関連の書類の印刷や発送を含む関連業務の専門業者としては世界最大の企業である。Bank of New York Mellon、Citibank、Goldman Sachs、JPMorgan Chase、Northern Trust、State Street等の日本の発行会社の株主名簿上位にも多く登場する主要なグローバルカस्टディ銀行及び投資銀行等とシステム接続し、前述の機関投資家約4,500社を含む議決権行使の一大ネットワークをグローバルに構築している。

日本におけるプラットフォームはこのブロードリッジのシステムをベースとしており、基幹システムは米国において運用されている。米国以外ではインドに開発及び運用の拠点があり、プラットフォームの運用を24時間

365日体制でバックアップしている。

(2) 株主名簿管理人の電子投票システムとの関係

日本の株主総会における電子投票は、本稿の冒頭に示したとおり、2002年の制度開始から今年で17年目を迎えており、当社が調査したところでは、現在1,200社を超える発行会社が採用している。株主は招集通知とともに送られてくる議決権行使書に印字されたID及びパスワードにより、株主名簿管理人が運営する議決権行使サイトにアクセスして議決権を行使する。

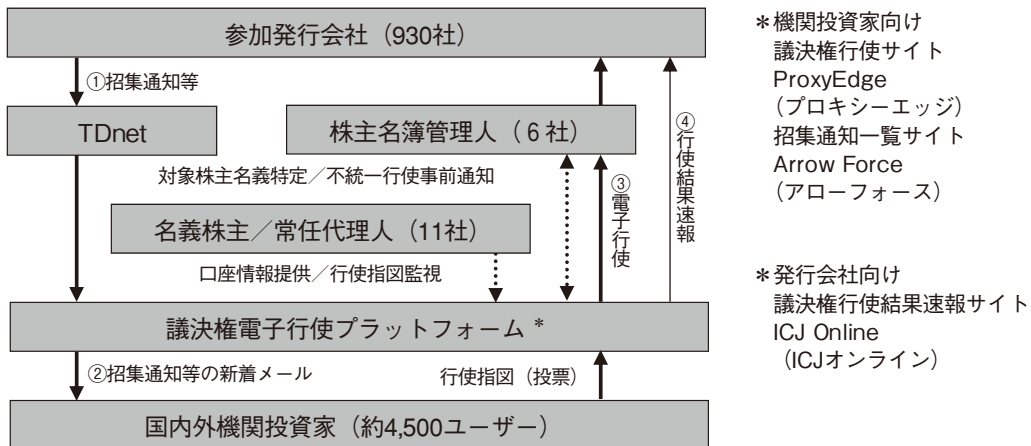
一方、プラットフォームは機関投資家に特化した電子投票システムであり、株主名簿管理人の電子投票システムに接続することで、発行会社と機関投資家の間の議案情報と議決権行使の授受を実現している。発行会社がプラットフォームに参加する場合、システム上の理由から株主名簿管理人の電子投票システムを導入する必要があり、電子投票制度を採用する発行会社の多くは、採用と同時にプラットフォームに参加している。

(3) 議案情報のフロー

図表1はプラットフォームにおける議案情報と議決権行使のフローを示している。まず、発行会社は証券取引所の適時開示情報伝達システムであるTDnetに招集通知等の議案情報を登録する(図中①)。

TDnetを通じて登録された情報は、目的別

(図表1) 議案情報と議決権行使のフロー



に「適時開示情報閲覧サービス」及び「上場会社情報サービス」をはじめとする複数のインターフェイスを通じて公開されている。前者は発行会社の決算短信や上場ETFの日々の開示事項等が対象であり、後者は発行会社の招集通知やコーポレート・ガバナンス報告書等を対象としている。

プラットフォームにおいては後者の仕組みを利用しており、発行会社が証券取引所の上場規則に基づき「上場会社情報サービス」向けに登録した招集通知等の議案情報がICJにも届けられる。ICJでは発行会社が定めた公開日に従い、機関投資家が使用する議決権行使画面を作成する。

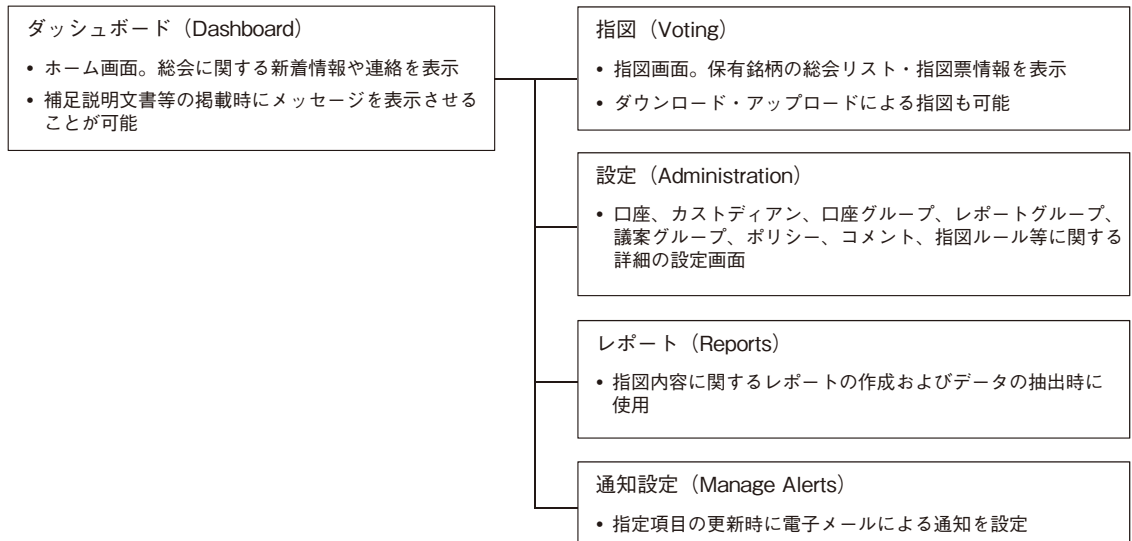
招集通知はProxyEdge（プロキシエッジ）とArrow Force（アローフォース）と呼ばれるウェブサイトを通じて機関投資家に公開している。前者は議決権行使サイトであり、機関投資家は議決権を有する参加発行会社の

招集通知を確認するとともに同一サイト内において行使指図が完了する。後者は閲覧専用だが、プラットフォームの参加・未参加にかかわらず、すべての発行会社の招集通知を確認することが可能である。2つのウェブサイトは新着情報を機関投資家に届ける機能を有しており、招集通知の公開にあわせてメールが機関投資家の担当者に配信される（図中②）。

(4) 議決権行使のフロー

ProxyEdgeにおいては、機関投資家は株主総会の直前（注4）まで議決権行使することができる。すでに行使した内容を変更することも可能である。行使された結果は名義株主毎に1日2回集計され、株主名簿管理人の電子投票システムに届けられる（図中③）。書面行使において、株主名義単位で議決権行使書を返送していた資産管理信託銀行や常任代

(図表 2) ProxyEdgeの画面構成と機能



理人はプラットフォームをモニタリングし、プラットフォームが資産管理信託銀行や常任代理人に代わり議決権行使する。発行会社にはICJ Online (ICJオンライン) と呼ばれる議決権行使結果の速報サイトが提供され、1日2回の速報サイトの更新に合わせて速報メールが配信される (図中④)。

図表 2 はProxyEdgeの画面構成を示している。多数の発行会社に投資する機関投資家向けに開発されたProxyEdgeでは、議決権行使指図が可能な国内外の株主総会が一覧表示され、機関投資家は一度のログインで複数総会に指図できる仕組みになっている。また、複数総会に関する指図内容の一括登録、議決権行使基準に基づく指図ルールの設定、指図結果のレポート作成といった機能が提供されている。発行会社から招集通知以外に議案に

関する情報が提供された場合には、ログイン後に最初に表示される画面にメッセージが表示される。

(5) 発行会社と機関投資家を繋ぐ仕組み

機関投資家は通常、国内の資産管理信託銀行、または海外のグローバルカストディ銀行等を通じて株式を保有することが多く、生命保険会社や損害保険会社等を除いて、株主名簿上の株主になることは少ない。発行会社は、議決権行使を指図する機関投資家のことを株主名簿上の名義株主と区別する意味で実質株主と呼ぶことが多いが、発行会社が実質株主に関する情報を希望する場合、通常は株主判明調査を依頼し、調査会社が機関投資家に株式保有の有無を調査している。

プラットフォームにおいては、実質株主の

情報は機関投資家からではなく、機関投資家の口座を管理する管理信託銀行等から提供されている。契約に基づき、これらの情報は発行会社に提供されることはないものの、名義株主の情報と実質株主の情報を系統的に紐づけることで、発行会社は機関投資家に議案情報を提供し、機関投資家が発行会社に対して議決権行使する仕組みを実現している。

(6) 発行会社及び機関投資家の参加状況

前述のとおり、発行会社は2018年7月時点930社が参加している。特に近年はコーポレートガバナンス・コードの施行を契機に、時価総額、外国人比率、株主数にかかわらず、議決権行使環境の整備に取り組む発行会社が増加している。

海外機関投資家については、参加発行会社の外国人持株数の平均8割強をプラットフォーム参加機関投資家が占めている（注5）。残る2割弱については、その多くは議決権行使しない外国人株主とみられることから、日本株に議決権行使する外国人株主は概ねプラットフォーム参加機関投資家とみられる。

国内機関投資家については、経済産業省の「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」（以下、「電子化促進研究会」）において、参加状況について議論がなされたとおり、議決権行使サイトProxyEdgeを直接利用する国内機関投資家はまだ限られている（注6）。もっとも、プラットフォーム参加発行会社に対しては、名義株主である資産管理

信託銀行が機関投資家の議決権行使指図を集約し、機関投資家に代わってProxyEdgeで議決権行使している。当社ではこれを代行入力と呼んでいるが、この代行入力により、資産管理信託銀行の信託口の議決権行使は概ねプラットフォームを通じて株主名簿管理人に届けられるようになっている。

■ 3. 発行会社の参加メリット

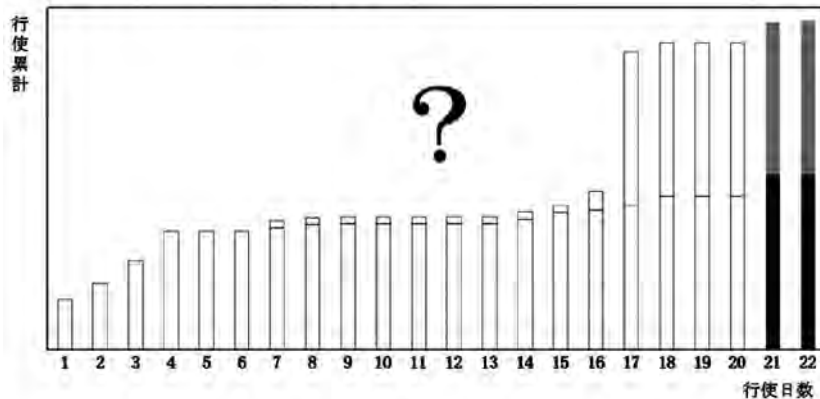
これまで述べてきたように、プラットフォームにおける国内機関投資家の直接参加はまだ発展途上の段階にある。その鍵となるのが発行会社の参加であるが、ここでは発行会社の参加メリットについて、以下の3点を挙げておきたい。

(1) 行使結果の早期把握

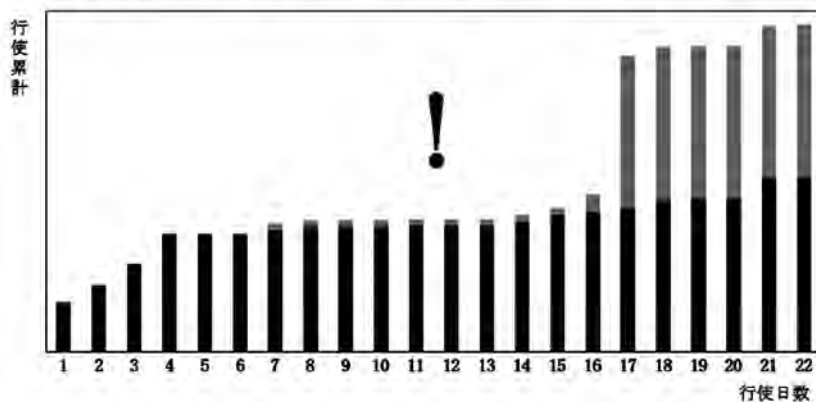
発行会社からみたプラットフォーム経由の機関投資家票の推移（累計）は発行会社の株主構成により異なるが、グラフ化すると概ね図表3のようになる。書面行使の場合、機関投資家票は総会直前の行使がほとんどで、発行会社が賛否動向を早期に把握するのは非常に困難である。プラットフォームでは前述のとおり、株主名簿管理人に1日2回、行使結果（経過）を送信するため、発行会社はタイムリーに賛否の動向を把握することが可能である。

(図表3) 発行会社からみた機関投資家票の把握のイメージ

〈PF導入前〉 機関投資家の賛否は総会直前まで把握できない



〈PF導入後〉 機関投資家の賛否は招集通知発送日の翌日から日々把握することが可能



(2) 情報発信の充実

近年、発行会社が総会期間中にプラットフォームや自社ホームページ、あるいは適時開示や証券取引所の縦覧サイトを通じて議案に関する追加情報を公表する事例が増えている。図表4はプラットフォームにおいて近年取り扱った補足説明文書の例を示している。プラットフォームにおいては、通常であれば、文書の登録から24時間以内に機関投資家に公

開できるよう対応している。特に反対行使に対応する補足説明等の情報を速く確実に株主に届けたい場合に効果を発揮する。

近年、機関投資家は賛成票を投じる際にも合理的な理由が求められるといわれており、議案検討に際して十分な時間と情報がない場合に反対行使するケースが増えてきたとの指摘がある。この傾向は2017年から本格的に始まった国内機関投資家による議決権行使指図

(図表 4) 補足説明文書の例

1	取締役選任議案に関する補足説明
2	役員退職慰労金廃止に伴う打ち切り支給に関する補足説明
3	助言会社の反対推奨に対する補足説明（監査役選任）
4	特定役員の再任反対表明に対する意見表明（取締役選任）
5	社外監査役候補者の独立性に関する補足説明
6	株主総会に関する新聞報道に対する補足説明
7	助言会社の反対推奨に関する見解について（取締役選任）
8	当社定時株主総会議案に関する補足について（監査役選任）
9	ストックオプションとして新株予約権を発行する件について
10	取締役の報酬枠改定の件

・プラットフォーム取扱い分。文書の表題は修正を加えている。

(図表 5) 発行会社がプラットフォーム利用に際して重視する点（複数選択）

項目	回答数	選択率
賛否動向の把握	422	82.1%
参加を通じた株主重視姿勢のアピール	313	60.9%
コーポレートガバナンス・コード対応	291	56.6%
早期の定足数確保	254	49.4%
機関投資家への情報発信としての活用	218	42.4%
賛成票確保のための追加説明機会の確保	111	21.6%
社内報告文書作成用のツールとしての活用	67	13.0%
他の上場企業の参加状況	54	10.5%
BCPの一環としての行使環境の整備	33	6.4%
その他	8	1.6%

・当社発行会社アンケート（2016年）結果より筆者作成。同年の6月総会627社を対象に実施。有効回答は514社（81.9%）

・「選択率」は有効回答（514社）に占める割合

結果の個別開示を契機として今後ますます強まると考えられる。最近ではプラットフォームに参加していない発行会社が同様の文書を公表するケースもみられるが、後述のとおり、書面行使の発行会社に対する機関投資家の時間は限られており、効果は限定的にならざるをえない。その点において、プラットフォーム参加を通じた情報発信の充実、株主サービスの向上とともに不本意な理由による反対

行使のリスクを軽減する取組みにつながるかもしれない。

(3) 株主サービスの充実

発行会社がプラットフォームに参加することで、機関投資家の行使環境が改善されることから、株主サービスの充実も参加メリットの1つに位置づけられる。図表5は参加発行会社に対して、プラットフォーム利用に際し

て重視した点（複数回答可）について尋ねたアンケートの結果である。最も多くの回答を集めたのは「賛否動向の把握」（選択率82.1%）であり、回答者の約8割がプラットフォームの票読み機能を重視していると答え、以下「参加を通じた株主重視姿勢のアピール」（同60.9%）、「コーポレートガバナンス・コード対応」（同56.6%）「早期の定足数確保」（49.4%）、「機関投資家への情報発信としての活用」（同42.4%）と続くが、回答企業の6割が重視する点として株主重視姿勢のアピールを挙げている。

プラットフォーム参加を通じた情報発信の充実と同様に、株主サービスの充実は、発行会社にとって不本意な理由による反対票のリスクを軽減する取組みにつながると考えられる。

■ 4. さらなる電子化促進の必要性

(1) 主要国市場に見劣りする議決権行使環境

前述のとおり、日本におけるプラットフォームはブロードリッジのシステムをベースにしている。当該システムは海外で広く普及しており、2017年時点で実に3,400社以上の日本企業の株主総会のほか、30ファンド以上の不動産投資信託（REIT）の投資主総会に関する行使指図の手段として利用されたことが確認されている（注7）。ブロードリッジの

ProxyEdge以外にも、議決権行使助言会社のISSとGlass Lewisの2社が専用の議決権行使サイトを提供しているが、両社ともにブロードリッジにシステム接続しており、結果的に、海外機関投資家の議決権行使指図の大多数はブロードリッジのシステムを経由して常任代理人まで届けられている。

このように、海外機関投資家からグローバルカストディ銀行を経て常任代理人に至るまでのプロセスはすでに電子化されているわけだが、株主側の取組みだけでは、以下の理由により、機関投資家も発行会社も電子化の恩恵を十分に享受することはできない。

図表6は主要国の市場における招集通知本体の通知または公告日から株主総会までの期間を比較した結果である。日本以外の主要国においては大企業に限らず、規模の面で中下位に位置づけられる企業でも、株主総会の概ね40日以前に招集通知が発送されている。

図表7はブロードリッジの議決権行使システムにおける国外の機関投資家からみた国別の行使指図期限の状況を比較した結果である。イギリス、ドイツ、フランスにおいては日本におけるプラットフォーム未参加発行会社と同様に総会開催日の6～10日前に指図締切日が設定されているものの、前述の図表6の状況を考慮すれば、残念ながら日本は主要国に比べて議決権行使環境という点で見劣りしているといわざるをえない。もちろん、各国の制度の違いを留意する必要があるが、少なくとも、日本の現行の制度下においては、

(図表 6) 招集通知本体の通知または公告日から株主総会までの期間 (主要国比較)

	日本	アメリカ	イギリス	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 0.68ヵ月	42.1日 1.36ヵ月	40.4日 1.30ヵ月	42.1日 1.36ヵ月	42.4日 1.37ヵ月

(出所) 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」報告書参考資料「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」

(図表 7) ブロードリッジの議決権行使システムにおける指図締切日の状況

日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
・ PF参加発行会社 発行会社が定める行使期限の当日 ・ PF未参加発行会社 総会開催日の8営業日前※	総会開催日の前日	総会開催日の6日前	総会開催日の10日前	総会開催日の9日前

※グローバルカストディアンに口座を有する場合。国内の管理信託銀行に口座を有する場合は5営業日前。

(出所) Broadridge Market Guideに基づき筆者作成

プラットフォームが機関投資家の議案検討時間を改善できる限られた選択肢の1つと考えられる。

(2) 発行会社と機関投資家の対話を促進する新たな取組み

ICJでは本年、機関投資家の行使可能日数をさらに拡大させる新たな取組みを開始した。具体的には、招集通知の発送前ウェブ開示のタイミングからProxyEdgeにおいて機関投資家の行使指図を受け付け、その賛否結果を速報として発行会社に知らせるサービスで「Early Vote View」(アーリー・ボート・ビュー)と名付けた。前年のパイロットプログラムを経て本年からサービスとして提供を開始したが、6月総会においては23社の発

行会社が利用した。これらの23社においては、招集通知発送日の平均7.4日前からProxyEdgeにおける行使指図の受付を開始し、各社のプラットフォーム対象株主の議決権数の平均13.0%^(注8)が招集通知発送日までの速報期間に行使指図したことが確認された。

なお、23社の中で、行使指図の受付から株主総会前日の行使期限までの日数が最も長かった発行会社は37日間であった。前掲図表6における米国企業の実績に近い水準であり、このことは、本邦市場においても対応次第では米国並みの議案検討時間を海外機関投資家に提供できる可能性があることを示している。現在のところ、当該サービスの速報の提供先はICJ Onlineに限定されているが、今後、

(図表 8) プラットフォームにおける議案別・国内海外別の反対率の状況

議案	2017年 6 月 (679総会)			2018年 6 月 (737総会)		
	議案数	国内	海外	議案数	国内	海外
剰余金処分	479	6.1%	1.3%	520	6.1%	1.3%
取締役選任	6,372	9.1%	8.7%	6,572	10.3%	8.8%
監査役選任	475	10.6%	19.3%	461	10.2%	17.3%
定款一部変更	179	3.4%	3.7%	157	1.5%	2.5%
退職慰労金支給	28	40.5%	64.3%	29	48.8%	55.9%
役員報酬額改定	171	7.2%	6.4%	182	6.3%	5.2%
株式報酬・ストックオプション	41	11.9%	10.2%	40	18.8%	11.3%
会計監査人選任	13	0.0%	0.4%	5	0.0%	0.4%
再構築関連	3	0.0%	0.7%	7	0.2%	6.5%
買収防衛策	38	72.5%	82.1%	17	80.5%	84.5%
その他会社提案	384	7.6%	7.2%	351	11.5%	8.4%
会社提案総計	8,183	9.2%	9.2%	8,341	10.2%	8.9%
株主提案 (賛成率)	150	5.1%	9.2%	119	5.2%	11.2%

- ・「反対率」は議案別に、 $(「反対」 + 「棄権」) \div (「賛成」 + 「反対」 + 「棄権」)$ を計算し、その平均値を集計した。
- ・「再構築関連」は、合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等を含む。
- ・「その他会社提案」は、自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、役員賞与支給、補欠取締役選任、補欠監査役選任を含む。

発行会社にとって、通常の議決権行使結果と同様の手段で日々の賛否を確認できるようなシステムの拡張を検討中である。

この他にも、ブロードリッジが米国企業向けに提供しているソリューションの中には、ヴァーチャル総会やNOBOリスト^(注9)といった、市場関係者が注目する独自のサービスが複数存在する。当社ではこれらのサービスの日本市場における展開の可能性について、今後、市場関係者との意見交換等を通じて検証を進めていきたいと考えている。

また、近年、力を注いでいる取組みの1つとして、議決権行使に関連する各種データの集積と利活用がある。図表8はプラットフォーム参加発行会社の6月総会に対する機関投

資家の議決権行使動向の集計結果である。本年6月は737総会だが、これらの発行会社の上場時価総額の合計は国内上場会社の時価総額合計の約7割に相当することから、当社では、日本市場に対する機関投資家の行使動向を示すデータと位置づけ、調査分析を続けている。今後は母集団を増やししながら、本件についても市場関係者と連携しつつ、発行会社と機関投資家の対話の向上に資する情報提供のあり方を模索していきたいと考えている。

5. おわりに

近年のコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードの施行及び改訂

の動きに象徴されるように、議決権行使を通じた発行会社と機関投資家の対話の重要性は一層増してきている。当社としては、今後も関係者のニーズを吸い上げ、プラットフォームのサービスの充実に取組んでいきたいと考えている。その実現のためには、発行会社や機関投資家にとどまらず、すべての関係者に合理化や効率化を含めた具体的なメリットが生じることが極めて重要であろう。

プラットフォームが市場共有のインフラストラクチャーとしての責任を全うできるよう、今後も様々な取組みを進めていきたいと考えており、関係者のご協力をお願い申し上げる次第である。

【参考文献】

・経済産業省「諸外国における実質株主の開示制度」
2016年3月4日

(注1) 「商法などの一部を改正する法律」(平成一三年法律第一二八号) 2002年4月1日施行

(注2) 最新の参加発行会社一覧は以下の当社ホームページにおいて公表している。

http://www.icj.co.jp/pf_list/

(注3) 日本市場以外の株式の議決権行使において議決権行使サイトを利用するブロードリッジ公表のユーザー数に基づく。

(注4) 正確には発行会社が定める行使最終日の正午を期限として定めている。通常は総会前日の正午までとなるが、日曜日や月曜日に開催される総会で発行会社が金曜日に期限を定める場合には、金曜日の正午が期限となる。

(注5) 各社の「プラットフォーム参加海外機関投資家保有個数」÷「外国法人保有個数」を求めその

平均値を集計した。2018年6月総会737社の平均値は86.1%。

(注6) 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」報告書参考資料「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」参照http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushisoukai_process/report_001.html

(注7) 当社調査による。

(注8) 各社の「プラットフォーム参加機関投資家の招集通知発送日時点の行使累計」÷「プラットフォーム参加機関投資家保有個数」を求めその平均値を集計した。

(注9) ここでいうNOBO(ノボ)とは「発行企業に対して自身の株主情報の開示を拒否しない株主」のことで、Non-Objecting Beneficial Ownersの頭文字を取ったもの。発行企業からの要請があれば、NOBOの株主情報は発行企業に通知される。一方、「発行企業に対して自身の株主情報(名前・保有・住所)の開示を拒否する株主」はObjecting Beneficial Ownersの頭文字を取ってOBO(オボ)と呼ばれる。

