

平成 28 年 8 月 30 日

【東京株式懇話会平成 28 年 8 月度実務講習会】

企業と投資家の建設的な対話に向けて
～ 対話促進の取組みと今後の課題 ～

三菱UFJ信託銀行
中川 雅博

< テーマ選定の経緯 >

< 目次 >

提案の趣旨

I 建設的な対話の取組状況

1. 投資家との対話をめぐる動き
2. 投資家との対話の取組状況
3. 建設的な対話に向けた今後の課題

II 基準日の適切な設定

1. 基準日の適切な設定を取り上げる理由
2. 外国の諸制度との比較
3. 「適切な基準日」の検討
4. 基準日変更の実務の検討

III 株主提案権制度のあり方

1. 「株主提案権制度」を取り上げる理由
2. 外国の諸制度との比較
3. 株主提案権が行使された場合の実務対応
4. 対話の観点からの問題点

< 要望事項 >

< 内容 >

I 建設的な対話の取組状況

1. 投資家との対話をめぐる動き

【図表1 近時の投資家との対話をめぐる動き】

公表年月日	コード・報告書等	主な内容等
平成25年6月14日	日本再興戦略	日本経済の再生に向け、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略という3つの政策を、「三本の矢」として同時展開
平成26年2月27日	スチュワードシップ・コード	機関投資家の行動規範
平成26年8月6日	伊藤レポート	企業が投資家との対話を通じて企業価値を高めていくための課題分析および提言
平成27年4月23日	対話促進研究会報告書	企業と投資家が質の高い対話を通じて相互理解を深め、中長期的な企業価値創造を行うための環境作りを提言
平成27年5月13日	コーポレートガバナンス・コード	上場企業の行動規範
平成27年6月30日	日本再興戦略改訂2015	攻めのコーポレートガバナンスの更なる強化、持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進

2. 投資家との対話の取組状況

【図表2 投資家との対話の取組み】

(1) 株主総会における対話の取組み	<ul style="list-style-type: none"> ① 招集通知の早期発送 ② 招集通知の発送前ウェブサイト掲載 ③ 電子投票制度の採用 ④ 招集通知の英訳 ⑤ 機関投資家や議決権行使助言会社への議案等事前説明 ⑥ 有価証券報告書の総会前開示 ⑦ 議決権行使結果の開示 ⑧ 総会開催日の分散化 ⑨ 招集通知の作成上の工夫 ⑩ グローバルな機関投資家等の総会出席への対応 ⑪ 株主総会当日の対応（映像、プレゼンテーション、質疑応答）
(2) 株主総会以外における対話の取組み	<ul style="list-style-type: none"> ① 株主判明調査 ② 機関投資家向け説明会等 ③ 個人投資家向け説明会等 ④ 株主優待制度 ⑤ 株主懇談会

※ 下線を付した取組みは、次頁以下で概要を紹介。

(1) 招集通知の発送前ウェブサイト掲載

- ・「当面の株主総会の運営について」（経済産業省・平成23年4月28日）で紹介。
- ・コーポレートガバナンス・コード補充原則1-2②で推奨。
- ・平成27年総会で実施会社が飛躍的に増加したが、発送日の1営業日前に実施している会社が14.5%と最多（平成27年全株懇調査）。
- ・平成27年総会で株主総会の4週間以上前に発送前開示を実施した会社は6%（電子化促進研究会資料）。
- ・ISSの反対推奨に対し、会社側が追加的な説明を行う猶予を得たケースがあり、結果的に、機関投資家が反対票から賛成票に転じた事例も。

【図表3 招集通知の発送前開示の早期実施の状況】

企業名	開示日	発送日	総会日	開示日 - 発送日	開示日 - 総会日	発送日 - 総会日
日本電信電話	5月16日	6月1日	6月26日	16日	41日	25日
サンセイ	5月28日	6月11日	6月26日	14日	29日	15日
日新製鋼	5月19日	6月2日	6月24日	14日	36日	22日
東洋エンジニアリング	5月28日	6月10日	6月25日	13日	28日	15日
いい生活	5月25日	6月5日	6月26日	11日	32日	21日

（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」（第1回・平成27年11月9日）資料5-2事務局提出資料7頁「早期Web開示実施企業の一覧～2015年6月総会企業～」より引用）

※ 開示日-発送日の早期会社上位5位を抽出

※ 開示日は証券取引所ウェブサイトでの開示日であり、各社のウェブサイトでの開示日とは異なる可能性がある

(2) 電子投票制度の採用

- ・コーポレートガバナンス・コード1-2④で推奨
- ・(1)の機関投資家が反対票から賛成票に転じた事例は、議決権電子行使プラットフォームを採用しているからこそ可能。
- ・議決権電子行使プラットフォームは、議決権行使の手段と捉えるだけでなく、対話の手段として活用することが有益。

【図表4 外国人株主比率別の電子投票制度および議決権電子行使プラットフォームへの参加状況】

	A	B	C	D	A~D	電子投票 未採用
	参加済	参加予定 有	参加予定 無	未定	電子投票 採用済 合計	
5%未満	1.5%	0.6%	3.0%	1.8%	6.9%	93.1%
5%以上10%未満	4.4%	0.4%	7.1%	3.6%	15.6%	84.4%
10%以上15%未満	21.2%	2.7%	2.7%	6.8%	33.3%	66.7%
15%以上20%未満	42.7%	1.4%	1.4%	0.7%	46.2%	53.8%
20%以上30%未満	54.5%	0.0%	3.4%	3.4%	61.4%	38.6%
30%以上40%未満	78.2%	0.0%	0.7%	0.0%	78.9%	21.1%

40%以上50%未満	76.3%	0.0%	1.7%	0.0%	78.0%	22.0%
50%以上	75.0%	0.0%	4.2%	0.0%	79.2%	20.8%
合計	24.6%	0.7%	3.2%	2.6%	31.2%	68.8%

(平成27年全株懇調査12. 13. を一部引用し編集)

(3) 招集通知の英訳

- ・コーポレートガバナンス・コード1-2④で推奨。
- ・招集通知全体を英訳するかどうかは対応が分かれているが、少なくとも、狭義の招集通知および株主総会参考書類を英訳し、作成次第、東証ウェブサイトおよび自社ウェブサイトに掲載することが望ましい。
- ・IR活動で接点のある機関投資家のアナリスト等に英文開示した旨を電子メールで知らせるという対応をとっている会社もある。

【図表5 外国人株主比率別の招集通知の英訳版公表状況】

	A	B	C
	従来から作成	今回初めて作成	無
5%未満	1.8%	0.3%	97.9%
5%以上10%未満	4.0%	4.4%	91.6%
10%以上15%未満	10.4%	12.2%	77.5%
15%以上20%未満	21.7%	18.9%	59.4%
20%以上30%未満	40.8%	12.4%	46.8%
30%以上40%未満	72.8%	7.5%	19.7%
40%以上50%未満	86.4%	3.4%	10.2%
50%以上	75.0%	4.2%	20.8%
合計	19.6%	6.1%	74.3%

(平成27年全株懇調査19. を一部引用し編集)

(4) 株主判明調査

- ・コーポレートガバナンス・コード補充原則5-1③でも言及（自らの株主構造の把握）。
- ・平成27年全株懇調査では19.6%（前年調査比0.9ポイント増）が実施。
- ・従来、敵対的買収防衛策の一環として実施するケースが多かったが、近時は効率的なIR活動、SR活動を実施するための有効なツールとして利用するケースが増加。

【図表6 議決権を有する外国人株主の所有株式比率】

	A	B	C	D	E	F	G	H	合計
	5%未満	5%以上	10%以上	15%以上	20%以上	30%以上	40%以上	50%以上	
25年	813社	242社	192社	131社	197社	94社	37社	15社	1,721社
	47.2%	14.1%	11.2%	7.6%	11.4%	5.5%	2.1%	0.9%	100%
26年	756社	235社	186社	147社	231社	126社	51社	21社	1,753社
	43.1%	13.4%	10.6%	8.4%	13.2%	7.2%	2.9%	1.2%	100%
27年	718社	225社	223社	143社	235社	147社	62社	24社	1,777社
	40.4%	12.7%	12.5%	8.0%	13.2%	8.3%	3.5%	1.4%	100%

(平成27年全株懇調査21. 外国人株主 (1) 議決権を有する外国人株主の所有株式比率)

(5) 機関投資家向け説明会等

- ・投資家を対象とした IR 活動と株主を対象とした SR 活動に分けられる。
- ・IR 活動は、個別銘柄を選別して投資する機関投資家を対象に、会社の情報提供を行い会社に対するリスク認識を低下させることにより、長期保有安定株主の確保や適正な株価形成、円滑な資本政策の実施等を目的に実施されている。
- ・SR 活動は、主に株主総会における議決権行使の促進および賛成票の確保を目的に実施されている。
- ・IR 活動について、国内機関投資家・アナリストへの説明は一般的になりつつある一方、海外機関投資家への説明は未だ一般的にはなっていない（図表 7、図表 8 参照）。
- ・SR 活動について、平成 27 年全株懇調査によると、国内機関投資家（議決権行使助言会社）への議案の事前説明は 10.7%（前年調査比 1.2 ポイント増）。

【図表 7 I R 活動の有無および内容（国内における実施項目）】

	A		B	C	D		E	F	G
	実施有								
	(中間)報告書・四半期報告書等配付	事業報告書・株主通信等の配付(送付)	ホームページの開設	会社案内、アニュアルレポート配付(送付)	工場見学	工場等の会社施設の見学	既存個人株主向けの会社説明会(会社説明会対個人投資家)	新規個人株主向けの会社説明会(会社説明会対個人投資家)	会社説明会対機関投資家
25年	1,352社	-	1,531社	521社	233社	-	189社	281社	612社
	78.6%		89.0%	30.3%	13.5%		11.0%	16.3%	35.6%
26年	-	1,382社	1,522社	530社	-	238社	180社	298社	650社
		78.8%	86.8%	30.2%		13.6%	10.3%	17.0%	37.1%
27年	-	1,423社	1,547社	527社	-	256社	189社	327社	700社
		80.1%	87.1%	29.7%		14.4%	10.6%	18.4%	39.4%

	H	I	J	K	L	M	N	O	P
	実施有								実施無
	会社説明会対アナリスト	アナリスト取材への対応	国内広報プレスリリースの配付(送付)	会社受付等に来客向けビデオ	会社説明会における自社製品の展示	株主アンケートの実施	環境報告書、CSRレポート配付	その他	
25年	856社	970社	378社	131社	130社	271社	337社	61社	60社
	49.7%	56.4%	22.0%	7.6%	7.6%	15.7%	19.6%	3.5%	3.5%
26年	874社	970社	366社	153社	111社	264社	335社	66社	79社
	49.9%	55.3%	20.9%	8.7%	6.3%	15.1%	19.1%	3.8%	4.5%
27年	875社	1,002社	360社	172社	111社	285社	309社	67社	62社
	49.2%	56.4%	20.3%	9.7%	6.2%	16.0%	17.4%	3.8%	3.5%

(平成 27 年全株懇調査 6 2. I R 活動の有無及び内容 (1) 国内における実施項目)

【図表 8 IR活動の有無および内容（海外における実施項目）】

	A	B		C	D	E	F	G	H
	実施有								
	会社案内、 アニュアルレ ポート等の配 付(送付)	海外の工 場見学	工場等の 会社施設 の見学	米国	欧州	その他の国	米国	欧州	その他 の国
				会社説明会に対投資家			会社説明会に対アナリスト		
25年	313社	40社	-	164社	172社	121社	96社	98社	65社
	18.2%	2.3%		9.5%	10.0%	7.0%	5.6%	5.7%	3.8%
26年	283社	-	46社	181社	189社	124社	97社	100社	66社
	16.1%		2.6%	10.3%	10.8%	7.1%	5.5%	5.7%	3.8%
27年	286社	-	47社	182社	191社	124社	95社	96社	67社
	16.1%		2.6%	10.2%	10.7%	7.0%	5.3%	5.4%	3.8%

	I	J	K	L	M	
	実施有					実施無
	(中間)報 告書・四半 期報告書 等配付	事業報告 書・株主通 信等の配 付(送付)	会社説明 会におけ る会社ビ デオの上 映	会社説明 会におけ る自社製 品の展 示	その他	
25年	68社	-	13社	5社	100社	1,227社
	4.0%		0.8%	0.3%	5.8%	71.3%
26年	-	74社	14社	13社	97社	1,258社
		4.2%	0.8%	0.7%	5.5%	71.8%
27年	-	64社	10社	6社	121社	1,270社
		3.6%	0.6%	0.3%	6.8%	71.5%

(平成27年全株懇調査6.2. IR活動の有無及び内容(3) 海外における実施項目)

3. 建設的な対話に向けた今後の課題

(1) 企業側の課題

① 株主総会における対話に関する課題

- ・株主の議案検討期間の拡大につながる施策への積極的な対応が望まれる。
 - ⇒ たとえば、招集通知の発送前ウェブサイト掲載について校了日に開示する等の更なる前倒し、電子投票制度採用の今一度の検討などが考えられる。
- ・実質株主の円滑な総会参加に向けた体制を整備することが望ましい。
 - ⇒ たとえば、全株懇「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」を参考に各社の基本方針を検討することなどが考えられる。

② 株主総会以外での対話に関する課題

- ・必要に応じた株主判明調査の積極的な活用が期待される。
- ・国内外機関投資家との対話に関する取組みの一層の強化・促進が期待される。
 - ⇒ コーポレートガバナンスの内容説明、議決権行使における情報開示の拡大、統合報告書の発行といった活動に投資家側の要望が広がりつつある。
- ・他社の取組事例等を参考に、個人投資家との対話にさらに取組んでいくことが期待される。
 - ⇒ 取組事例として、若年層をターゲットとして夜間に開催する説明会や女性限定セミナー、中長期保有者向け株主優待制度の充実、中長期の株式保有を促進する種類株式の発行などもある。

(2) 機関投資家等に対する要望

① 株主総会における対話に関する要望

- ・議決権行使の前倒しや議決権行使実務の見直しを図る等、体制の整備を要望したい。
 - ⇒ 特に国内機関投資家における議決権電子行使プラットフォームの導入が進んでいない。
- ・対話に必要な要員の確保等の体制整備を行い、対話に基づいた議決権の行使を要望したい。
- ・グローバルな機関投資家等の株主総会への出席について、まずは直接的に株式を保有し顕名化することを基本としつつ、事情によりそれが困難な場合には全株懇ガイドラインを参照しつつ早めに連絡するなど、円滑な総会運営に協力願いたい。
- ・実質株主が議案に反対行使した理由を通知する仕組みの整備を要望したい。

② 株主総会以外での対話に関する要望

- ・集中的な対話が実施可能なS Rカンファレンスへの参加や、I R個別訪問時における適切なS R担当者の同席など、S R対応体制の充実を要望したい。

II 基準日の適切な設定

1. 基準日の適切な設定を取り上げる理由

(1) 日本再興戦略改訂2014

「企業と投資家との対話の促進の観点から、株主総会開催日や基準日の設定等について国際的な状況を踏まえてその運用の在り方についての検討を行うとともに、産業関係団体等におけるガイドラインの検討を行う。」

(2) 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」の「株主総会のあり方検討分科会」

- ・株主総会の議決権基準日に関する現行の日本の慣行を諸外国と比較した結果、以下を指摘。

- ア. 決算日から株主総会日までの期間が3ヶ月しかなく、決算と監査に要する期間を考えると、招集通知発送から株主総会までの期間が短く、株主が議案の精査・検討に十分な時間をとることができない。
- イ. 基準日から株主総会までの期間が3ヶ月もあり、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する（いわゆるエンプティボートイング）一方、株主である者が議決権を行使できない場合が増えるため、株主総会の意思決定が現在の株主の利益に反するおそれがある。

- ・株主の議案検討や企業との対話の期間を確保するための具体的な基準日および総会日の設定方法を検討するため、諸外国の例を参照して、以下の2つの考え方を提示。

- ア. 株主総会の開催日から2ヶ月前を基準日に設定し、3月決算会社の場合、たとえば、5月末を基準日とし、7月中に株主総会を開催するというもの（米国型）
- イ. 3月決算の会社の場合、たとえば、招集通知を発送する株主を特定するための日を5月末日とし、別途、総会日の直前を議決権の基準日とするもの（英国型、英国の場合は議決権の基準日は総会日の48時間前）

- ・配当金の基準日についても、諸外国では次のような実務は見当たらないと指摘。

- ア. 配当決議機関の決議前に配当の基準日が設定されている。
- イ. 決算日に配当の基準日が設定され、かつその株主が配当議案について議決権を行使できる。

- ・予想配当金額に基づく権利落ち価格での株式売買という問題と総会時点で株主でない者が議決権を行使できる結果、インセンティブの歪みという問題が生じうるが、この問題に対して、次のような考え方を提示。

- ア. 配当基準日を、決算日以外の日に設定した議決権の基準日と同じにする案
- イ. 株主総会の開催日以後に基準日を設定する案

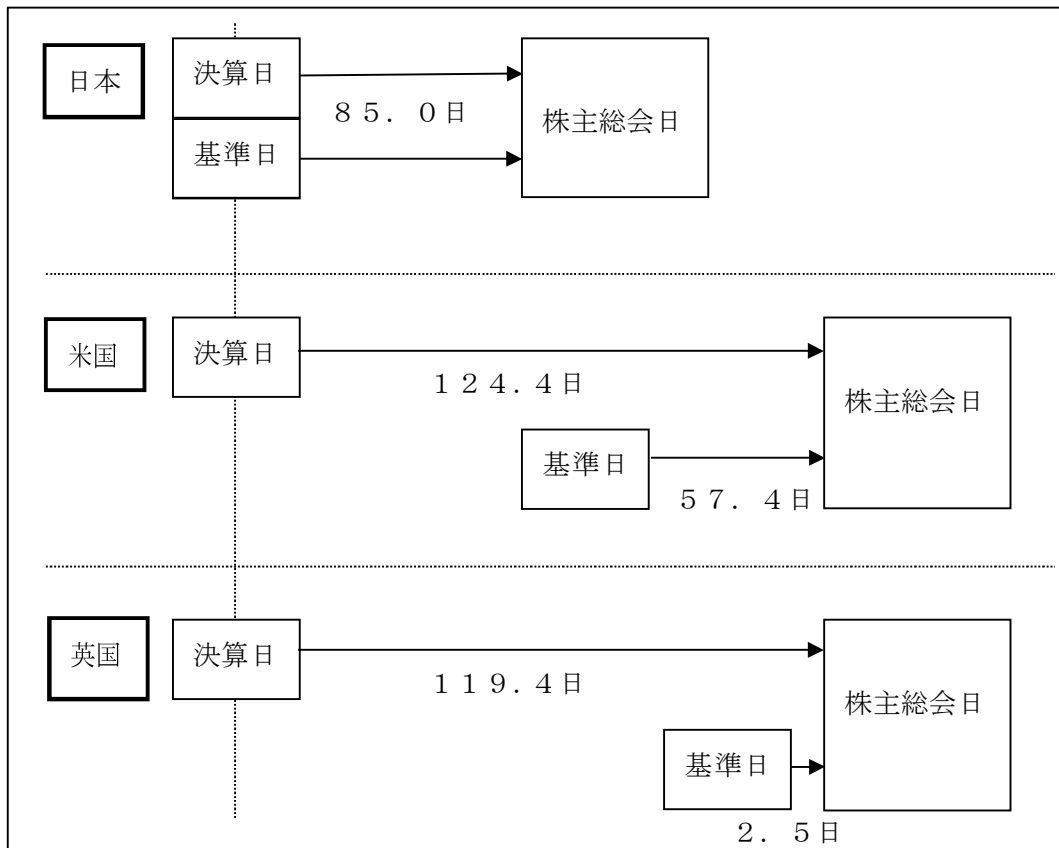
(3) 論点を踏まえた実務検討の必要性

- ・議決権または配当の基準日を決算日とは別の日に設定することを検討する場合に、株主総会の関連実務に支障が生じる点はないのかは、十分に検証できていない。
- ・全国株懇連合会として、「適切な基準日」は「決算日と異なる基準日」であると判断する企業が現れた場合に、当該企業が円滑に基準日を変更できるよう、実務上の留意点や問題点の整理を取り組まなくてはならないと考えた。

2. 外国の諸制度との比較

- ・米国では、議決権行使に係る基準日を、株主総会の開催日前 10 日以上 60 日以内に設定しなくてはならない（デラウェア一般会社法 § 213 (a)）。
- ・英国では、議決権行使に係る基準日を、株主総会の開催日から 48 時間以内で企業が設定した日としなくてはならない（The Uncertificated Securities Regulations 2001 41(1)）。

【図表 9 各国の決算日、議決権行使基準日、株主総会開催日の実務日程】



3. 「適切な基準日」の検討

(1) 「適切な基準日」の考え方

①わが国において「決算日＝基準日」の実務が定着している理由

- ・もともと存在していた考え方であること

「定時株主総会が前事業年度における事業成績の決算をしてその結果を確定し、決算日時点で生じた剰余金を同じ時点における株主に配当する議案を承認させるためのものであるという視点に立ち、その定時総会で議決権を行使し、それによって承認された剰余金配当を受けるのは決算日現在の株主であるべきで、その後に株式を譲り受けて株主となった者ではないはずだ」（前田庸「会社法入門 第12版」有斐閣265頁）という考え方が存在していた。

- ・株主名簿閉鎖制度の変遷

昭和25年商法改正前において、定款で、毎決算期の翌日からその期の定時株主総会の終了日まで株式の名義書換等を停止する旨を定めるのが一般的であり、昭和25年商法改正で株主名簿の閉鎖制度が明文化され、あわせて基準日制度が創設された。当初は基準日制度が利用されることはなかったが、名義書換代理人（現在の株主名簿管理人）の機械化が進むなかで、株主名簿閉鎖制度と基準日制度の併用（決算日を基準日としつつ、1ヶ月間株主名簿を閉鎖する）が進み、さらなるコンピュータ化の進展に伴い、株主名簿の閉鎖をやめて基準日制度に一本化する会社が急増した。その後、株主名簿閉鎖制度は平成16年商法改正で廃止された。

- ・決算日を基準とした会社法以外の法制度

例えば、有価証券報告書の財務諸表の一つとして、定時株主総会で承認された利益処分案（または損失処分案）に基づいた利益処分計算書（または損失処理計算書）が要求されていたし、有価証券報告書には定時株主総会で報告「した」またはその承認を「受けた」計算書類や事業報告を添付しなければならないこととされていた。また、法人税の申告も株主総会で承認された決算に基づき行うことが必須になっていた。

②「決算日＝基準日」とすることの制度上の必然性の有無

会社法には、「決算日を定時株主総会の議決権行使や配当の基準日にせよ」と定めた規定は見当たらない。対話促進研究会報告書においても、決算日を議決権および配当の基準日とする実務慣習に則る必然性はないことが確認されている（対話促進研究会報告書125頁）。

③「適切な基準日」の検討

決算日と議決権行使および配当の基準日を同日とする実務は法的な根拠があるものではないが、このような実務が定着したことによる利点も認められる。例えば、一度の株主確定手続の下、決算確定手続、監査、配当計算、総会準備、有価証券報告書等法定開示書類の作成といった対応を3ヶ月で集中的にこなす現行実務は企業の生産性という観点では一定の合理性が認められるし、投資家にとっても決算日現在の株主が議決権を行使し配当を受領できるという事実も分かりやすく周知されている。

しかしながら、最近の日本再興戦略による政策や対話促進研究会報告書の提言を受けて、投資家と企

業との対話を促進する観点から、対話を重視する企業が諸外国の制度も踏まえて「自社にとっての適切な基準日とはいつなのか」を再度検討してみる余地もある。

基準日変更の判断を行うためには、一般論として、現在の実務（決算日＝基準日）のメリットやデメリットとして指摘されている論点ごとに、変更前と変更後を比較衡量し、変更する方が株主との対話等にかかる自社の方針に適しているかどうか、また、変更して生まれるベネフィット（便益）が、変更により生じるコスト（費用等）を上回っているかどうかなどを検証する必要があると考えられる。

（２）主要論点ごとの比較

①「決算日＝基準日」のわかりやすさおよび通念的に浸透していること

この実務がわが国に定着して久しいことから、決算日がすなわち基準日であると思込んでいる株主も数多く存在することが想定され、そうした株主が混乱するおそれがないという安心感をメリットと捉える企業も、おそらくは少なくないと思われる。したがって、議決権または配当の基準日を決算日とは別に設定する場合は、自社ウェブサイトで告知するほか、株主宛に通知する機会に基準日変更に関する注意喚起を記載して周知するなど株主への丁寧な案内が必要になる。

②コスト面での比較

・「株主確定」のコスト

現在は、定時株主総会の議決権の基準日と期末配当の基準日が同日であるため、２つの権利に係る株主確定作業は１回で足りる。しかし、議決権の基準日と期末配当の基準日が別の日に設けられた場合は、株主確定作業が２回必要となるため、その分株主確定のための作業および費用が増加することとなる。また、会社法による事業報告や金商法による有価証券報告書において事業年度末日（＝決算日）現在で株式の状況や大株主の状況を記載しなくてはならないため、決算日の株主を確定する作業は、決算日を基準日としない場合でも必要となる。したがって、基準日を決算日以外に変更すれば株主確定コストは増加することになる（平成２８年４月１８日に公表された金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループ報告において、議決権行使基準日を有価証券報告書および事業報告における大株主の状況等の記載時点にできることが望ましい旨が提言されている）。

・「郵送物の発送」コストについて

現在は議決権の基準日株主と期末配当の基準日株主が同一であることから、議決権の基準日株主に送付する決議通知に配当関係書類を同封する実務が一般的となっている。また、配当金額等を取締役会で決議することができる旨（分配特則規定。会社法４５９条、計算規則１５５条）を定款で定めている会社が、総会前に配当金を決定して配当関係書類を送付する場合も、招集通知に同封することが可能となっている。

一方、議決権の基準日と期末配当の基準日が別の日に設定されれば、権利を有する株主が異なることとなるため、招集通知や決議通知といった株主総会関係書類と配当金関係書類は別々に送付せざるをえず、コスト増の要因となる。

③株主の議案検討期間の比較（決算日から総会日が３ヶ月しかない問題）

電子化促進研究会での I C J の報告によると、海外機関投資家の一般的な議決権行使プロセスにおける議案検討期間は平均 4.8 日である（電子化促進研究会第 2 回資料 5 4 頁）。この問題の解決策として、まずは議決権電子行使プラットフォームを導入することがあげられる。I C J の報告によると、同プラットフォームを導入した場合の海外機関投資家の議案検討期間は平均 20.9 日にまで改善する。

また、同プラットフォームの採用に加えて、議決権行使基準日を決算日より後の日に変更し、総会日も 1 ヶ月程度後ろ倒ししつつ、招集通知の公表時期についてはできるだけ従来どおりのスケジュールを維持する、といったような対応を実施すれば、株主の議案検討期間はさらに長期間確保できることになる。ただし、議決権行使基準日と株主総会との間隔はより短くなることから、株主総会における議決権を有することを確認したうえで行う株主との対話等についてはその期間が短縮される結果となる（この点は特に、委任状勧誘合戦の実施、経営権取得を巡る争い、株主提案が想定される事態において重要性が高くなる）。

④エンプティボーティングの問題（基準日から総会日が 3 ヶ月もある問題）

証券市場で日々の取引がなされる限り、基準日現在の株主と総会日現在の株主に乖離が生じるのはやむを得ないことではある。また、短期売買を繰り返す投資家が多くなればその乖離は大きくなる。企業としては、建設的な対話の相手方である投資家は中長期で株式投資を行う投資家と考えており、そうした投資家とは株主総会の場以外でも対話を行っている。やや暴論かもしれないが、必要であれば株主が総会を招集することもできないわけではなく、有事の状況にない限りは、エンプティボーティングは大きな問題ではないように思われる。

ただし、株主総会で議決権行使をする株主は、株主総会にできるだけ近い時点の株主であることが望ましいのは事実であるので、無視してよい問題というわけではない。エンプティボーティングの問題は、現在の「決算日＝基準日」のままで基準日から総会日までの期間を短縮するよりは、「決算日≠基準日」として基準日を総会日に近づけるほうが対処しやすいということ是可以する。

⑤配当金に関する実務面での比較

・予想配当金額に基づく権利落ち価格の問題

現在の実務では、基準日が配当額決定前に設定されているため、予想配当額に基づく権利落ち価格で株式売買が行われることになる。つまり、実際の配当額が予想配当額と大きく異なった場合には、投資家が不測の損害を受ける可能性があることが指摘されている。諸外国においては、わが国のように配当基準日が配当決議前に設定されるという実務は見られない（対話促進研究会報告書 8 2 頁）。

この問題を根本的に解決するには、配当額が決定した後（売買の決済を行う日数との関係で、最短 4 営業日後）に基準日を定めるほかないが、株主総会に配当決議権限がある場合は議決権基準日と別途基準日を設定することによるコスト負担が避けられない。また、決算短信で次期配当予想額が開示され（東京証券取引所上場会社の 92.1% が予想配当を開示している。東京証券取引所「平成 28 年 3 月期決算短信発表状況の集計結果について」6 頁）かつ配当予想の修正が適時開示事項とされているので、投資家が不測の損害を受けるリスクは極小化されていると思われる。

・配当議案に関するインセンティブの歪み

現在の実務では、期末配当を株主総会で決議する場合に、総会時点において既に株主でない者が議決権を行使できるようになっており、まるで他人の財布から引き出すお金を決めさせているかのようなインセンティブの歪みが存在していると指摘されている。

この問題は、分配特則規定により取締役会で配当金を決議するように変更するか、配当額が正式に決定した後に基準日を定めるといった方法で根本的な解決を図るか、基準日から株主総会での決議日までの間を短縮して問題の軽減を図ることが考えられる（なお、基準日の前に配当総額を決定できるのかという問題については18頁参照）。

・配当金の支払時期について

現在の実務では、期末配当は決算日から3ヶ月以内に支払われるのが一般的である。基準日を変更した場合は、あわせて支払時期も遅くなるため（例えば基準日を5月末とし支払時期を7月末とするなど）、変更当初は、事情を把握していない株主において混乱が生じる可能性も考えられる。なお、期末配当の基準日や支払時期を後ろ倒しにした場合、中間配当の基準日や支払時期をどうするか（支払時期が半年ごとにバランスするよう後ろ倒しするか）も検討が必要となる。

⑥経営トップの選任時期

わが国では、指名委員会等設置会社を除き、企業を経営する責任を有する取締役（いわゆる経営トップになりうる役員）は株主総会の決議により選解任されている。つまり、定時株主総会の議決権の基準日を決算日とする現在の実務では、決算日より3ヶ月以内にそうした役員を選解任することになる。他方、基準日を決算日より後に設定する場合は、それに伴って企業を経営する責任を有する取締役の選解任時期も延びることになるため、新事業年度が開始してから経営者を選任できるまでの時期が現在の実務よりさらに遅くなることになる。例えば、引責辞任して経営トップが交代するケースにおいて、新たな経営トップが期初から経営を担うことができないことに対する違和感も、現在より長い期間続くということになる。この点については、経営トップの交代から総会までの期間だけ暫定的な「執行役員社長」を置き、会社の内規で広範な代理権と業務執行権を付与することにより、実質的には代表取締役と異なる職務を遂行させることは可能であり、実際にもそのような対応は見られる。

⑦有価証券報告書の提出時期について

有価証券報告書には事業報告・計算書類等にはない情報が存在しているため、株主の視点では、株主総会の前にこうした情報が提供されるとさらに有効な対話や議決権行使のための分析ができる可能性がある。ただし、有価証券報告書の総会前提出を行っている企業は、3%程度に留まっている（商事法務研究会編「株主総会白書2015年版」旬刊商事法務2085号136頁）。

こうした現状を踏まえると、有価証券報告書に記載された情報を議決権行使に役立てることができるようにするのであれば、基準日を変更してこれまでより1ヶ月程度遅く総会を開催することとし、有価証券報告書は招集通知と同時期に公表するような日程とすることも検討に値すると思われる。一方、監査スケジュールの見直しに伴い、会社法上の会計監査報告の提出時期を後ろ倒しにした場合、結果として、決算取締役会の開催や招集通知記載内容の確定も遅れる可能性もあり、その度合いによっては例え

ば7月に総会を開催しても対話期間の確保という意義が薄れてしまう可能性があることに留意すべきである。

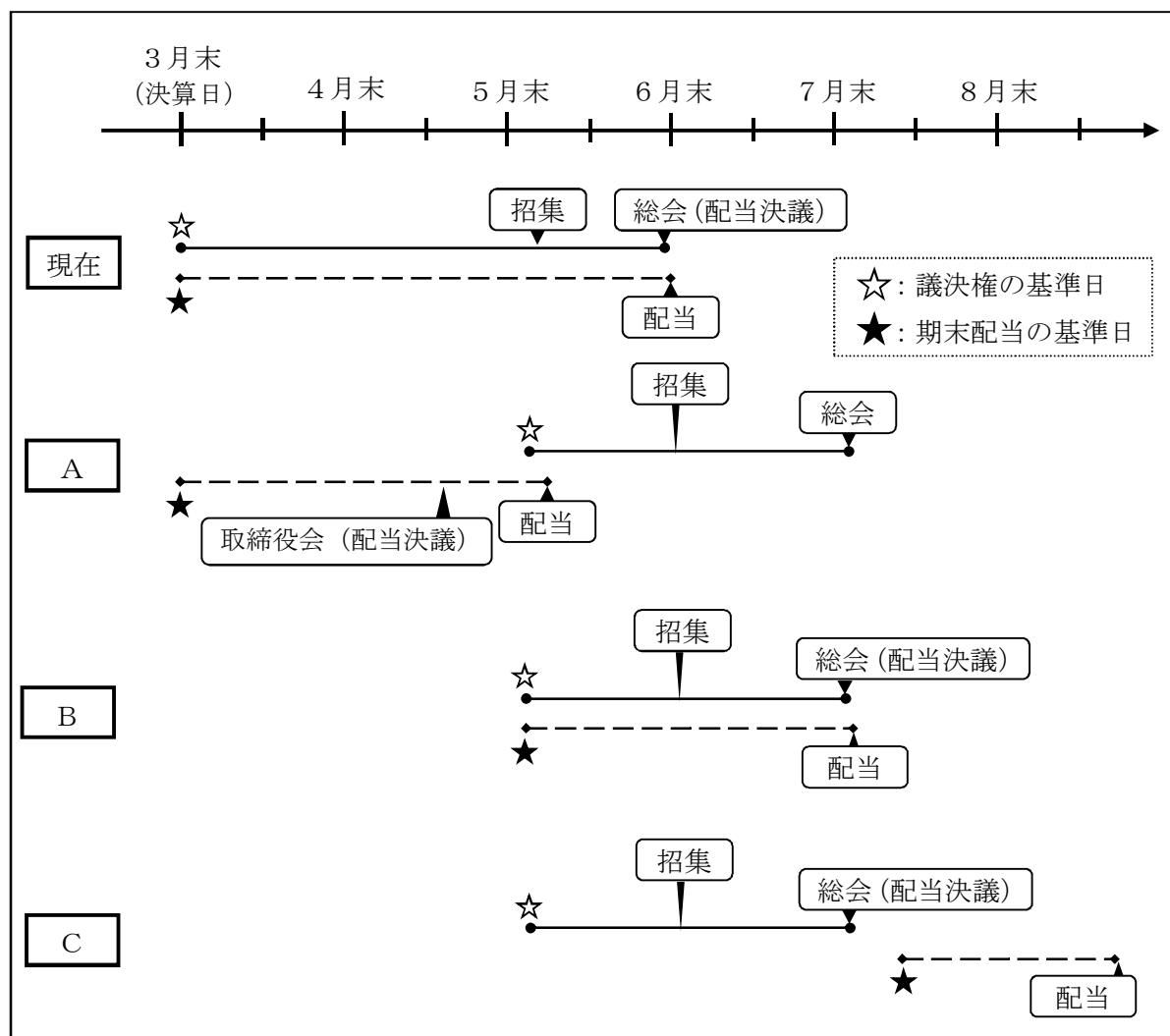
(3) 基準日を変更する場合の選択肢

米国の実務を参考に、3月決算会社が議決権の基準日を5月末かつ総会日を7月末頃と想定したうえで、配当の基準日について、これまでどおり3月末として取締役会で配当決議を行う場合（パターンA）、対話促進研究会報告書で提示された5月末とする場合（パターンB）および総会后とする場合（パターンC）に分けて整理すると、図表10、図表11のようになる。

【図表10 基準日のパターン】

	議決権の基準日	配当の基準日	株主総会日
現在の実務	3月末	3月末	6月末頃
パターンA	5月末	3月末	7月末頃
パターンB	5月末	5月末	7月末頃
パターンC	5月末	株主総会日以降	7月末頃

【図表11 各基準日のパターンのスケジュールイメージ】



4. 基準日変更の実務の検討

以下では、議決権と配当の基準日を3月末から5月末に変更し、定時株主総会を7月に開催するパターンBを中心に実務上の留意点を検討する。

(1) 基準日変更の手続とスケジュールの概観

①定款変更

- ・基準日変更には定款変更が必要となる。
- ・中間配当の基準日について、「11月30日」とするか、「9月30日」のままとするか検討を要する。中間配当の基準日を「11月30日」に変更する場合、支払開始時期は年を跨ぎ翌年になることが想定され、従来のスケジュールと比べ後ろ倒しになることから株主に十分に周知を図る必要があると思われる。ただし、期末配当のおよそ半年後に中間配当を受け取ることになるので、慣れれば違和感はなくなるのではないかとと思われる。

【図表12 定款変更議案の記載例】

第〇号議案 定款一部変更の件	
1. 変更の理由	
<p>当社は株主の皆様との議案の検討期間と株主の皆様との対話の期間をこれまで以上に確保するため、定時株主総会の基準日を5月31日に変更し、定時株主総会を7月に招集することといたしたいと存じます。また、定時株主総会の基準日および招集の時期の変更にあわせて剰余金の配当および中間配当の基準日をそれぞれ毎年5月31日および11月30日に変更するべく所要の変更を行うものであります。</p>	
2. 変更の内容	
(下線部は変更箇所を示す)	
現行定款	変更案
(招集) 第12条 当社の定時株主総会は、毎年 <u>6月</u> にこれを招集し、臨時株主総会は、必要あるときに随時これを招集する。	(招集) 第12条 当社の定時株主総会は、毎年 <u>7月</u> にこれを招集し、臨時株主総会は、必要あるときに随時これを招集する。
(定時株主総会の基準日) 第13条 当社の定時株主総会の議決権の基準日は、毎年 <u>3月31日</u> とする。	(定時株主総会の基準日) 第13条 当社の定時株主総会の議決権の基準日は、毎年 <u>5月31日</u> とする。
(剰余金の配当の基準日) 第38条 当社の期末配当の基準日は、毎年 <u>3月31日</u> とする。 2 当社の中間配当の基準日は、毎年 <u>9月30日</u> とする。 3 前2項のほか、基準日を定めて剰余金の配当をすることができる。	(剰余金の配当の基準日) 第38条 当社の期末配当の基準日は、毎年 <u>5月31日</u> とする。 2 当社の中間配当の基準日は、毎年 <u>11月30日</u> とする。 3 前2項のほか、基準日を定めて剰余金の配当をすることができる。
(新 設)	<u>附則</u> 第38条第2項の規定にかかわらず、第〇期事業年度の中間配当の基準日は平成〇年9月30日とし、本附則は、第〇期事業年度終了後これを削除する。

※ 中間配当の基準日を9月30日から変更しないこととする場合は、第38条2項の変更および附則は不要となる。

②株式取扱規程

- ・単元未満株式買増制度を採用している場合、取次停止期間の見直しが必要となる。

③関係機関への周知

- ・基準日の定めに係る定款変更を行う場合、適時開示や機関への通知が必要となる。

④株主等への周知

- ・定時株主総会の開催時期の変更とともに配当金の支払時期も変更になるため、株主に混乱が生じないよう十分な周知を行う必要がある。

⑤基準日変更に係るスケジュール

【図表 1 3 基準日変更に係る日程例（パターン B） ～中間配当基準日も 1 1 月末に変更する場合～】

年	月	内容	備考
X	3 月末	事業年度末日、基準日（議決権、配当）	
	5 月中旬	取締役会（定時株主総会招集）	
	5 月中旬	決算発表	
	6 月上旬	定時株主総会招集通知発送	
	6 月下旬	定時株主総会開催	基準日変更に係る定款変更議案を決議
	6 月下旬	配当金支払開始	
	9 月末	中間決算期末、基準日（中間配当）	
	1 2 月上旬	中間配当金支払開始	
X + 1	3 月末	事業年度末日	
	5 月中旬	取締役会（定時株主総会招集）	株主提案権の行使がない場合を前提（※1）
	5 月中旬	決算発表	
	5 月末	基準日（議決権、配当）	
	7 月上旬	定時株主総会招集通知発送（※2）	
	7 月下旬	定時株主総会開催	
	7 月下旬	配当金支払開始	
	1 1 月末	中間決算期末、基準日（中間配当）	
X + 2	2 月上旬	中間配当金支払開始	

※1 株主提案権は株主総会の日々の8週間前までに行使することとされている（会社法303条2項）。

株主提案権の行使がないことを確認してから定時株主総会招集のための取締役会を開催するには、定時株主総会の日々の8週間前以降（概ね6月上旬以降）に取締役会を開催する必要があるため、この点には留意を要する。

※2 議決権電子行使プラットフォーム採用会社にあつては、プラットフォームにおける名義株主と実質株主の紐つなぎのための期間として6週間程度要するので、招集通知発送日程につき個別に I C J や株主名簿管理人と相談する必要がある。

(2) 基準日変更の実務上の留意点

①決算日での株主名簿の確定

基準日変更を行った場合に議決権および期末配当に係る基準日は決算日以外の日となるため、決算日を株主確定日とした総株主通知は当然には行われなくなるが、事業報告や有価証券報告書の大株主の状況は事業年度末（決算日）現在で記載する必要があるため、決算日を株主確定日とする必要があると思われる。

この点については、平成28年4月18日に公表された金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループ報告において、議決権行使基準日を有価証券報告書および事業報告における大株主の状況等の記載時点にできることが望ましい旨が提言されている（ディスクロージャーワーキング・グループ報告12頁、電子化促進研究会報告書87頁）。このような法改正が実現すれば、議決権および期末配当の基準日を決算日以外の日に設定したとしても、決算日においてなお株主確定を行う必要はないと思われる。一方で、5月末の議決権行使基準日の情報で事業報告の大株主の状況等の記載をすることになると、6月上旬にそれらの情報が確定して事業報告の作成が完了するため、従前より事業報告の確定が遅れることになる。結果的に株主の議案検討・対話期間の確保に影響が出ないようにスケジュール作成に配慮する必要がある。

②議決権電子行使プラットフォーム

議決権電子行使プラットフォームを採用している場合、基準日から招集通知発送日までの準備として一定の期間（6週間程度とされる）を要するので、株主総会の日程作成に際してはICJや株主名簿管理人等と事前の打合せを行い、実務上可能な日程かを検証する必要がある。

③株主提案権

株主提案権は株主総会の日の8週間前までに行使することとされている（会社法303条2項）。株主提案権が行使期限間際に行使された場合、提案株主の持株要件や提案内容の適法性の確認、取締役会の意見（原案）作成等に一定期間を要する。その後、株主総会招集のための取締役会を開催するため、株主総会招集の取締役会を開催するタイミングには留意しなければならない。

④配当金をめぐる留意点

・配当金支払いスケジュール

招集通知の早期発送を進める場合、株主名簿管理人の業務スケジュールが前倒しされることになるため、株主名簿管理人と事前の打合せを行ったうえで配当金支払スケジュールを確定させる必要があることが指摘されている（全国株懇連合編「新訂3版全株懇モデル」466頁）。この点、パターンBで基準日変更を行う場合には基準日から支払開始日までの期間が従来にもまして短くなる可能性が高いため、配当金支払スケジュールが実務上可能か、より慎重な検証が必要となる。

・実務上の留意点

3月末から5月末に基準日変更を行う場合、基準日から配当計算までの日程についても短縮されるため、配当計算に必要な情報は早めに準備する必要がある。1株当たり配当金額のほか、例えば、従業

員持株会や役員持株会に係る住民税配当割の納付に必要な都道府県別の納税額等の情報を入手するなどしておかなければならない。

また、「租税条約に関する届出書」も基準日後、可能な限り早期に提出することが望まれる。

【基準日前に配当総額を決定することは可能か】

(問題の所在)

- ・ 剰余金の配当を行う場合、株主総会（剰余金の配当を取締役会で決議する場合は取締役会）で配当総額その他の所定の事項を決議しなければならない（会社法454条1項1号）。また、株主総会に提出する議案は、株主総会招集のための取締役会で確定する必要がある。
- ・ 配当総額を確定するためには配当財産の割当て対象にならない自己株式の基準日時点の数を確定させる必要があるが、単元未満株式の買取・買増請求によって自己株式の数は変動するため、配当の基準日到来後自己株式の数が確定しなければ取締役会決議を行えない懸念がある。

(対応方法)

- ・ 基準日前に配当総額を決議するためには、発行済株式総数から将来確定する自己株式の数を減算した数をもって配当財産の割当て対象株式数とする等一定の算式を用いて決議を行うことが考えられる。
- ・ 配当総額を決議させる趣旨が、社外に流出する上限額（最大額）を画すること、または、配当総額が配当可能利益の範囲内にあることを確認することにあるとすれば、発行済株式総数をもとに（仮に自己株式数を「0」として）配当総額の上限額を決議することも考えられるように思われる。

⑤その他の留意点

・ 株主への周知

株主総会の決議通知、有価証券報告書の「提出会社の株式事務の概要」、中間報告書（トピックスでの説明や「株主メモ」）、基準日変更についての任意開示（次の決算日到来前）などが考えられる。

・ 株主優待の権利確定日

株主優待制度を採用している場合は、株主優待の権利確定日を変更することが考えられる。

・ ストックオプションの行使制限期間

株主確定日の直前には権利行使を受け付けない取扱いとしており、基準日の変更について新株予約権者に周知する必要がある。

・ 法人税の申告

法人税法の「決算期から3ヶ月以内に確定した決算に基づく申告」を求める規定（法人税法74条1項、75条の2）については、定時株主総会を決算期から3ヶ月以内の開催を求める制約にならないという見解が有力。

→ 一定の要件を満たし取締役会決議で計算書類を確定できる場合は、当該確定した計算書類に基づく税務申告が可能であり、上記承認特則規定の要件を満たさない場合は「やむを得ない事情」

(法人税法 75 条の 2 第 1 項) として税務申告期限を延長することもできるとされている。

・ 7 月開催に伴う留意点

気温が高い時期での開催となることから、総会場の適切な空調温度の設定、熱中症対策などが求められる。

また、夏休み期間中は各地でイベントなども開催されているため、適切な会場の確保も課題となる。ジュニア NISA で保有する株式について未成年者の来場（法定代理人の出席）が増加する懸念もある。

第一四半期の決算内容が確定する時期と重なることから、四半期決算の内容についてどの程度株主総会で説明するかも検討しなくてはならない。

なお、多くの企業が基準日を変更すると 7 月総会の集中が問題となる恐れもある。8 月に株主総会を検討することや 4 月末を基準日として 7 月上旬や中旬に株主総会を開催する選択肢も検討すべきである。

Ⅲ 株主提案権制度のあり方

1. 「株主提案権制度」を取り上げる理由

- ・株主提案権については、同一株主による同一企業に対する毎年の提案や、数年前に話題となった100の提案のような1人または数名の株主による多数の提案など、企業価値を高める方向で適切に用いられているのか疑問を抱かざるを得ない株主提案権の行使事例が存在している。
- ・本来、対話のツールであるはずの株主提案権が一部の株主により濫用的ともいえる行使がなされることによって、当該一部の株主以外の大多数の株主と企業との建設的な対話が阻害されるおそれがある。さらには、大量の提案や不適切な提案がなされることで企業に対応のためのコストを生じさせ、企業および株主全体の利益が損なわれるおそれすらある。
- ・そこで、わが国の株主提案権制度を諸外国の制度を参考に見つめ直して、現行制度の問題点と対応策を検討し、必要に応じて、株主提案権が本来の対話のためのツールとして適切に用いられるよう制度改正の提言をすることとしたい。

2. 外国の諸制度との比較

【図表14 日米英比較】

	日本	米国	英国
行使要件	議決権1%以上、または議決権300個以上	議決権1%以上または市場価格2,000ドル以上	議決権5%以上、または1人平均100ポンド以上の株式を有する株主100人以上
保有期間	6ヶ月前から継続保有	1年前から継続保有、かつ提案時から株主総会まで継続保有	なし
提案期限	総会日の8週間前まで	前年の委任状勧誘資料に記載された同資料発出日の120日前まで	総会日の6週間前まで、または招集通知が発送されるまで
内容制限	<ul style="list-style-type: none"> ・株主総会目的事項でないもの ・法令または定款違反 ・実質的に同一の議案につき10%以上の賛成が得られなかった日から3年を経過していないもの 	<ul style="list-style-type: none"> ・州会社法上不適切なもの ・法令違反となるもの ・委任状規則違反なもの ・個人的な不満や自己の利益に関するもの ・会社の事業に重要な関係がないもの ・会社の実施権限がないもの ・通常の事業運営に関するもの ・取締役選解任議案 ・会社提案と対立するもの ・実質的に実施済みであるもの ・他の提案者からの提案と実質 	<ul style="list-style-type: none"> ・可決されても無効なもの ・他人の名誉を棄損するもの ・法的根拠を欠く、または嫌がらせ目的であるもの

		的に重複しているもの ・過去5年以内になされ、一定の賛成を得ていないものと同一の議案 ・具体的な配当の額に関するもの	
提案個数制限	なし	1つ	なし
字数制限	なし(株主総会参考書類に記載する提案の理由等について株式取扱規程において400字等の字数制限を定める場合あり)	500単語	説明書は1,000単語
費用負担	会社	会社 別途委任状資料を送る場合は提案株主	会計年度末までに提案がなされた場合は会社、それ以外の場合は提案株主

3. 株主提案権が行使された場合の実務対応

(1) 行使要件の確認

- ・株主確認、書面性の確認、行使要件（保有議決権数、株式保有期間）の確認、請求時期の確認

(2) 提案内容の実質的な確認

- ・株主提案議案の適法性を検討し株主総会に取り上げるか否かを決定

(3) 取締役会意見の作成

(4) 招集通知への議案内容の反映

4. 対話の観点からの問題点

(1) 行使要件について

- ・売買単位を100株に集約する全国証券取引所の取組みが進展し、議決権個数300個に必要な投資金額が引き下げられ、実質的に株主提案の保有要件が緩和されてきている。
- ・諸外国との比較では、米国は議決権の1%以上または市場価格2,000ドル分以上の株式保有と投資金額ベースではわが国よりもゆるい保有要件となっているが、英国は個人株主が単独で株主提案を行うことは容易でない。
- ・現在の行使要件については、絶対的基準である議決権個数300個はかなり該当者が広いとの指摘もあるところであり、割合的基準である1%以上という要件が有名無実化しているという実態や、諸外国の状況も勘案して再検討を行うべきであろう。英国のように小口の株主の場合の提案可能な株主数

要件を設けるといった方法も、多数の株主が賛同する内容が提案される制度であるという点からは、弊害防止策の一つとなりうると考えられ、立法論として検討することが期待される。

【図表 1 5 単元株式数と投資単位の状況（平成 2 7 年 1 2 月 1 日時点）】

単元株式数	1, 0 0 0 株	1 0 0 株
5 0 万円未満	7 0. 2 %	9 4. 3 %
5 0 万円以上 1 0 0 万円未満	2 1. 6 %	4. 6 %
1 0 0 万円以上	8. 2 %	1. 1 %

（出所：日本取引所グループHPより）

【図表 1 6 平均株価ベースの議決権 3 0 0 個の投資金額水準の変化】

	平成 1 0 年 1 月	平成 2 8 年 1 月
東証 1 部単純平均株価（※）（①）	5 7 5. 4 8 円	2, 7 7 6. 0 5 円
調整基準（②）	1, 0 0 0 株	1 0 0 株
3 0 0 個の価額（①×②× 3 0 0）	1 7 2, 6 4 4 千円	8 3, 2 8 2 千円

（※）単純平均株価の算出方法 {（株価×単元株式数／調整基準）の合計} ÷ 上場会社数

（出所：日本取引所グループHPより）

（2）行使期限について

- ・招集通知の発送後に株主提案を受けることは招集通知の再作成と再送付という実務的な負荷が極めて大きい作業となるため招集通知を株主提案期限の行使期限である 8 週間前に先立って発送することは事実上不可能となっている。招集通知の早期発送は、株主提案の行使期限である株主総会の日の 8 週間前から株主総会の会日までの期間を短縮することにほかならないことを考慮すれば、株主提案の行使期限は企業が招集通知の早期発送・開示を進める上で考慮すべきリスク要因ともなっているといえる。
- ・米国と英国における株主提案権の行使期限については、わが国に比べ早期にその行使を行うことが求められている（米国では前年における委任状説明書の「発送日」を基準として 1 2 0 日前まで、英国では費用負担の問題から実質的に会計年度末まで）。
- ・わが国においても建設的な対話を実現するという観点から、実務上の準備期間の確保に加え提案株主との十分な対話の期間を確保することは重要である。このため、株主提案の行使期限をより前倒しで設定することが考えられ、立法論として検討することが期待される。

（3）提案議案の内容について

- ・わが国における株主提案権の行使により株主総会に提出される議案の種別は、定款変更議案が圧倒的に多い。定款変更議案の提案内容を見ると、業務執行事項に関わる株主提案も多く見られる。取締役会設置会社においては株主総会の決議事項が、会社法に定める事項と定款に定めた事項に限られている（会社法 2 9 5 条 2 項）ことから、会社に対して一定の行為を要求する場合は定款変更議案という形で行使せざるを得ず、これが定款変更議案が最も多くなっている原因であると考えられる。

- ・そもそも業務執行事項に関わる株主提案の問題は、株主の直接的な経営参画権をどこまで認めるべきかという問題であり、株式会社のガバナンスのあり方そのものの問題であるともいえるので本提案書ではこれ以上は立ち入らない。むしろ、定款変更議案として提案すると、いかなる内容のものであっても適法な提案となってしまうことが、不適切な株主提案や膨大な数の株主提案が行われる温床であり、実務として大いに懸念される。
- ・株主提案も権利である以上、民法における一般原則である権利の濫用法理の制約を受けることは明らかであるが、裁判例の集積のない現時点において、権利の濫用という一般法理によって対処するということでは実務としては甚だ心許ない。立法論として、提案された議案の内容について「すくなくとも提案理由に関する会社法施行規則93条1項3号と同趣旨の規制（明らかに虚偽である場合または専ら人の名誉を侵害し、もしくは侮辱する目的によると認められる場合の排除規制）を課すこと」や「会社を困惑させる目的で提案権が行使された場合等も提案拒絶事由に含める」ことも検討することが主張されている。諸外国の制度も踏まえて、今後、株主提案権に関する制度の見直しが検討されることを期待したい。

(4) 提案議案の数について

- ・わが国においては株主提案について1人当たりの提案議案数の制限はない。株主提案の要件を満たしていれば、書面投票制度採用会社はその費用負担で議決権を有する全ての株主に当該株主提案の要領を株主総会参考書類に記載するという方法により通知しなければならない。
- ・近時、1人の株主によって濫用的な大量の提案が行われることがあり、次のような問題が生じている。
 - ①株主提案が、怨恨や自己顕示欲など個人的な目的からくる動機により、企業を困惑させる目的で行われることがある。
 - ②極めて大量の株主提案が行われた結果、分量の大きい招集通知を作成しなければならず、印刷費や郵送費用等のコストアップとなっている。
 - ③電子投票制度（議決権電子行使プラットフォームを含む）を利用する場合、システム提供会社により議案数の制限があり、これを超えた場合には、電子投票制度が利用できなくなる。
 - ④総会当日に提案理由の説明がなされるのが通常であり、これに多くの時間を割かれることになると、質疑応答の時間にも影響を与え、他の株主との建設的な対話を阻害することになりかねない。
- ・米国においては、1名の株主が提案できる株主提案議案は、1社当たり1回の株主総会で1個に限られている。英国の場合は、1名の株主が提案できる議案の数に制限はないが、株主提案権の行使の要件自体が厳しい。
- ・立法論として、1名（1グループ）の株主が同一の総会に提案できる議案の数を制限することは十分に検討に値するという指摘もあり、株主提案権制度の見直しに際しては検討が避けられない論点であると思われる。

(5) 費用負担について

- ・わが国の場合、適法な株主提案であれば株主提案に伴う招集通知の作成費用等については、すべて企業の費用負担で賄われることになる。
- ・米国においては、企業の費用負担で委任状書類に株主提案を掲載する範囲が厳格に制限されている。

英国の場合は、議案およびその説明書の株主への送付にかかる費用は、当該株主総会の直前の会計年度末までに会社が提案を受領した場合など一定の条件を満たす場合を除き、提案株主の負担とされている。

- ・わが国において、濫用的な株主提案が行われる原因の一つとして、株主にとって容易にかつ低コストで株主提案が実現できることがあり、諸外国の例と比較しても大きく企業の負担に寄せられている。株主提案権制度の見直しに際しては、株主提案権の行使に伴う費用負担の観点も含めて議論が行われることが期待される。

(6) 独立した監督の必要性について

- ・企業の判断により株主提案の全部または一部を招集通知に記載しない場合のリスクは、正当な理由なく株主提案を取り上げなかった取締役が過料の対象となり得るほか、取締役としての善管注意義務違反を問われ得ることがあげられ、この「正当な理由」については解釈に委ねられている。
- ・議題そのものを取り上げなかった場合は、原則としてその他の議案の取消事由には当たらず、例外的に当該事項が株主総会の目的である事項と密接な関連性があるなど特段の事情が存在する場合に限り取消事由となるとされている。ただし、株主から株主提案権を侵害したとして損害賠償等の請求訴訟を受けるケースもあり、このような訴訟に要する弁護士費用や実務対応は企業の負担となる。
- ・米国においては、株主提案の議案を委任状勧誘資料から排除しようとする場合、「ノーアクション・レター」という制度により株主提案の拒否事由の審査制度が存在する。英国においても株主提案説明書について、会社は権利の濫用であるとして裁判所に審査を申し立てることができ、裁判所が濫用と認めたときはその株主提案説明書を株主に送付することを要しないとされる。
- ・株主提案の内容自体が不適切である場合や株主提案の目的が濫用的な場合において、このような株主提案を株主総会の目的から排除するための具体的かつ客観的な基準を設定するという事は難しい。たとえ株主提案の拒否事由を充足したとしても、拒否した後のリスクが変わらないので、安全策として「多数決で否決」ということになるようでは元の黙阿弥ともいえる。
- ・わが国においても、株主提案を排除する際の手続として、諸外国の例のように、第三者機関が企業の判断内容の適正性を審査する手続を導入することも検討すべきである。