

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 ～

全国株懇連合会

## 目次

提案の趣旨	4
I 建設的な対話の取組状況	5
1. 投資家との対話をめぐる最近の動き	5
(1) スチュワードシップ・コード	5
(2) 伊藤レポート	7
(3) 対話促進研究会報告書	9
(4) コーポレートガバナンス・コード	10
(5) 日本再興戦略改訂2015	12
2. 投資家との対話の取組状況	14
(1) 株主総会における対話の取組み	14
(2) 株主総会以外での対話の取組み	28
3. 建設的な対話に向けた今後の課題	36
(1) 企業側の課題	36
(2) 機関投資家等に対する要望	40
(3) その他の要望（電子化促進研究会報告書関連）	43
II 基準日の適切な設定	44
1. 基準日の適切な設定を取り上げる理由	44
(1) 基準日設定に関する議論の契機と対話促進研究会の設置	44
(2) 対話促進研究会における論点整理	44
(3) 基準日に関する懸念が指摘された具体的事例	46
(4) 論点を踏まえた実務検討の必要性	46
2. 外国の諸制度との比較	48
(1) 日本の法制、基準日設定の状況	48
(2) 米国の法制、基準日設定の状況	49
(3) 英国の法制、基準日設定の状況	50
(4) まとめ	51
3. 「適切な基準日」の検討	54
(1) 「適切な基準日」の考え方	54
(2) 主要論点ごとの比較	57
(3) 基準日を変更する場合の選択肢	62

4. 基準日変更の実務の検討	66
(1) 基準日変更の手続とスケジュールの概観	66
(2) 基準日変更の実務上の留意点	70
Ⅲ 株主提案権制度のあり方	77
1. 「株主提案権制度」を取り上げる理由	77
2. 外国の諸制度との比較	78
(1) 日本の法制、株主提案権の利用状況	78
(2) 米国の法制、株主提案権の利用状況	79
(3) 英国の法制、株主提案権の利用状況	82
3. 株主提案権が行使された場合の実務対応	85
(1) 行使要件の確認	85
(2) 提案内容の実質的な確認	86
(3) 取締役会意見の作成	89
(4) 招集通知への議案内容の反映	90
(5) まとめ	92
4. 対話の観点からの問題点	93
(1) 行使要件について	93
(2) 行使期限について	96
(3) 提案議案の内容について	98
(4) 提案議案の数について	101
(5) 費用負担について	104
(6) 独立した監督の必要性について	104
<参考文献>	106
<要望事項>	108

## 【法令等略称】

会社法：会社法  
会社法施行規則：施行規則  
会社計算規則：計算規則  
金融商品取引法：金商法  
企業内容等の開示に関する内閣府令：開示府令  
上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する内閣府令：勧誘府令  
社債、株式等の振替に関する法律：振替法  
社債、株式等の振替に関する命令：振替命令  
東京証券取引所「有価証券上場規程」：上場規程  
東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」：コーポレートガバナンス・コード  
東京証券取引所「有価証券上場規程施行規則」：上場規程施行規則  
証券保管振替機構「株式等の振替に関する業務規程」：業務規程  
証券保管振替機構「株式等の振替に関する業務規程施行規則」：業務規程施行規則  
日本経済再生本部「日本再興戦略2016 ー第4次産業革命に向けてー」（平成28年6月）：日本再興戦略2016  
日本経済再生本部「日本再興戦略改訂2015 ー未来への投資・生産性革命ー」（平成27年6月）：日本再興戦略改訂2015  
日本経済再生本部「日本再興戦略改訂2014 ー未来への挑戦ー」（平成26年6月）：日本再興戦略改訂2014  
日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（金融庁）「責任ある機関投資家の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）」（平成26年2月）：スチュワードシップ・コード  
持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～プロジェクト（経済産業省）「最終報告書」（平成26年8月）：伊藤レポート  
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 ～対話先進国に向けた企業情報開示と株主総会プロセスについて～」（平成27年4月）：対話促進研究会報告書  
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）：対話促進研究会  
株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会（経済産業省）「報告書 ～対話先進国の実現に向けて～」（平成28年4月）：電子化促進研究会報告書  
株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会（経済産業省）：電子化促進研究会  
全国株懇連合会「平成28年度 全株懇調査報告書 ー株主総会等に関する実態調査集計表一」：平成28年全株懇調査  
全国株懇連合会「株主総会等に関する実態調査集計表（平成27年10月）」：平成27年全株懇調査  
全国株懇連合会「株主総会等に関する実態調査集計表（平成26年10月）」：平成26年全株懇調査

## 提案の趣旨

近年、持続的な企業価値の創造に向けて、企業は投資家との間で建設的な対話を行うよう要請されている。この要請は、コーポレートガバナンス・コードの制定に伴い、「コンプライ・オア・エクスプレイン」というかたちの規律として上場企業に課せられることとなった。

今後、上場企業は投資家との間で建設的な対話に取り組んでいくことになるが、具体的にはどのような取組みを行えばよいのであろうか。その答えは、各企業の成長段階や株主構成など自社を取り巻く状況に応じて自ら見出していかなざるを得ないが、参考にすることができる他社の取組事例は存在する。これまでも投資家との対話に前向きに取り組んできた企業は決して少なくなく、多数の個人株主が存在する企業や機関投資家比率の高い企業などでは、その特性に応じた先進的な取組みが実践されてきている。

本提案書では、まず、こうした投資家との対話の現状を先進的な取組事例も含めて整理を試みる。企業が投資家との対話をより質の高いものとするうえでのヒントが得られるものと期待している。あわせて、これまでの投資家との対話の経験から、対話に際しての企業の悩みも浮き彫りになるかもしれないが、建設的な対話は企業と投資家がお互いに歩み寄ってこそ実現できるはずであり、必要ならば躊躇なく投資家に歩み寄りを求めて差し支えなく、本提案書がその一助となることを期待する。

次に、株主総会における株主との対話を、より踏み込んだかたちで行うことを想定した場合、株主総会の集中する6月総会をあえて回避するために「基準日」を決算日から変更する企業が現れる可能性がある。そうした企業が株主総会開催時期を円滑に変更することができるよう、実務上の問題点や留意点を検証することはきわめて有意義なことと思われる。本提案書では、株主総会の基準日を決算日以外の日に設定し、株主総会開催時期を変更する場合の実務対応について検討を加えることとする。

さらに、建設的な対話を進めていくうえで、現行の法制度が妨げになることがないか見渡してみると、「株主提案権」が濫用的に用いられた場合に大きな問題が生ずるように思われる。対話のためのツールであるはずの「株主提案権」を本来のかたちで有効に機能させ、株主総会における対話がより充実したものとなるよう、株主提案権制度のあり方を再考し、必要に応じて制度改善の提言も行うこととしたい。

本提案書では、企業が投資家との建設的な対話を行っていくうえで、優先順位が高く、より重要な論点を含むと思われる上記3つのテーマを取り上げる。企業が投資家との建設的な対話に取り組むうえでの一助となれば幸いである。

## I 建設的な対話の取組状況

### 1. 投資家との対話をめぐる最近の動き

企業と投資家との対話をめぐることは、近時、盛んに議論がなされている。平成26年以降を見ても、平成26年2月に「スチュワードシップ・コード」、同年8月に「伊藤レポート」が公表された。そして、平成27年4月に「対話促進研究会報告書」が公表され、同年5月には、東京証券取引所が「コーポレートガバナンス・コード」を制定、さらに、同年6月に「日本再興戦略改訂2015」が閣議決定された。

これらのうち、「コーポレートガバナンス・コード」は、企業と「株主」との対話に係る原則を定めるものではあるが、本提案書では、特に企業の対話の対象として「株主」と「投資家」を区別することはせず、広い概念として「投資家」との対話と表記する。

【図表 I-1-1 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

これらのコードや報告書等は、いずれも企業と投資家の目的を持った対話を通じて企業の持続的成長を促すことが共通テーマに掲げられ、企業や投資家に対して様々な提言がなされている。これらは法的な強制力を持つものではないが、投資家は企業と、企業は投資家と、それぞれ対話について検討し、実際に取り組むことが要請されている。以下に上記のコード等における投資家との対話に関する内容について、概略を記載する。

#### (1) スチュワードシップ・コード

スチュワードシップ・コードは、平成25年6月に閣議決定された「日本再興戦略」において、「機関投資家が対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任

を果たすための原則（日本版スチュワードシップ・コード）について検討し、取りまとめる」との施策が盛り込まれたことを受け、平成25年8月、「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（金融庁に設置）により、平成26年2月に策定・公表された。

スチュワードシップ・コードは、責任ある機関投資家として遵守すべき行動規範であり、当該コードの受入れを表明した機関投資家は、スチュワードシップ責任（機関投資家が投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任）を果たすことが求められる。

スチュワードシップ・コードは、法的拘束力のない自主規制であるが、コンプライ・オア・エクスプレインとして、各原則（【図表 I-1-2】参照）を遵守するか、遵守しないのであれば、自らの顧客・受益者の理解が十分に得られるよう説明する必要がある。

また、スチュワードシップ・コードは、企業を拘束するものではないが、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たす中で、企業に対話を求めるケースがあるため、企業側も企業価値向上に資する対応が求められることになる。

なお、受入れを表明した機関投資家は、平成28年9月2日現在、213機関となっている（[http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20160315-1/list\\_01.pdf](http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20160315-1/list_01.pdf)）。

#### 【図表 I-1-2 スチュワードシップ・コードに規定された7原則】

1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等

に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

詳細は、<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf> 参照。

## (2)伊藤レポート

伊藤レポートは、一橋大学大学院商学研究科の伊藤邦雄教授を座長とする経済産業省の「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトにより、平成26年8月に公表された報告書である。

このプロジェクトの背景には、金融危機の反省から、欧州を中心に、投資家や企業の短期間の業績を過度に重視するといった、いわゆる短期主義の是正、コーポレートガバナンスの強化、企業と投資家の対話（エンゲージメント）や企業開示・報告のあり方の見直し等が国際的な議論となっていたことがある。こうした議論を受けて、日本においても経済産業省を中心に議論し、取りまとめたものが伊藤レポートである。伊藤レポートの策定においては、企業が収益力を高め、持続的に価値を創造していくための方策と、それを支える資本市場のあり方等について、企業経営者（CFO等）や長期投資家等が参加し検討が行われた。

伊藤レポートは、企業が投資家との対話を通じて持続的成長に向けた資金を獲得し、企業価値を高めていくための課題を分析し、提言を行っている。本レポートの内容は多岐にわたるため、本提案書のテーマである「対話・エンゲージメント」について一部紹介する。

【図表 I-1-3 伊藤レポート（本文）：12「対話・エンゲージメント」（抜粋）】

項目	内容
12.1【論点】	エンゲージメントはなぜ必要か。日本企業は現在ほとんどの上場企業がIR活動を行っている。その上で、エンゲージメントは従来のIR活動とどのように異なるのか。エンゲージメントの中身はどのようなものであり、従来のIR活動とはどのように異なるのか。エンゲージメントを「目的ある対話」と解すると、どのような「対話」であれば、企業価値のさらなる向上に貢献することになるか。
【提言・推奨】 対話における緊張と協調	2.1 企業と投資家の対話・エンゲージメントは「緊張と協調」の両側面を満たすべきである。
目的の明確化と認識共有	2.2 良質な対話・エンゲージメントは、相互理解を促進するとともに企業価値を高め、企業と長期志向の機関投資家の双方に利益をもたらすことが出来るものであるという共通認識を醸成することが重要である
対話・エンゲージメントにおいて取り扱うべき事項	2.6 対話・エンゲージメントは、企業の中長期的な企業価値向上や持続的成長を促す限りにおいて望ましい。このため、機関投資家は投資先企業やその事業環境等に関する深い知識を得る十



	<p>分な準備をし、短期的な業績数値予測の詳細に関する議論に陥らないようにすることが肝要である。また、経営・事業の細部に介入することなく、例えば、ガバナンス、企業戦略、業績、資本政策（構成・配分、規律）、リスク（社会・環境問題に関するリスクを含む）と機会への対応など、投資家として建設的に対話できる項目に関し、目的を持って対話に臨むべきである。</p>
対話・エンゲージメントへの姿勢と方法（全般）	<p>3 1 対話・エンゲージメントのあり方として、単に企業との会合回数等の量ではなく、質が重視されるべきである。短期志向の四半期決算のプレビューなど持続的成長に寄与しない対話はエンゲージメントとは別と認識すべきであり、長期のトータルリターンを志向する投資家と企業の対話が深まることが重要である。</p>
機関投資家に求められる姿勢と実力	<p>3 9 「日本版スチュワードシップ・コード」の原則7では「機関投資家は、投資家企業の持続的成長に資するように、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである」と示している。企業経営者と対話を行ってしかるべき質問をするためにも、投資家側に長期的企業価値を算定するインフラが整っていないなければならない。したがって、対話・エンゲージメントを行おうとする機関投資家は、自らの投資評価手法がどのようなものであるか企業やアセット・オーナーに対して明示することが求められる。企業側は、そのような体制が整っていない機関投資家との対話・エンゲージメントを断ることも必要となろう。ただし、あるいは現在そのような実力はないが、努力によって備えられるとみなして教育的見地から対話を行うという高い見識からの対応を企業側が行うケースも想定される。</p>
企業側が持つべき視点	<p>4 5 企業は機関投資家からの対話・エンゲージメント要請に怖れることなく、企業価値向上の手段として、積極的に対応することが求められる。対話のベースとして、たとえば統合報告書等の作成・活用などを通じて、経営者の言葉で長期志向の投資家に訴求するビジネスモデル等を開示・説明することも有益であろう。</p>
「誰」と対話するかが重要	<p>4 9 企業と投資家との対話・エンゲージメントを実施する際には、内容とともに「誰と」対話するかが重要である。特に企業戦略やガバナンス等の対話・エンゲージメントにおいては、取締役やCEO等経営トップとの対話が有益であり、IRとは数値的な裏付けを議論するなど明確に目的意識を持って臨むべきである。また、実務的には、CEO等の時間的制約も考慮すると、決算説明会の場等を投資家との対話の場として有効活用することが考えられる。</p>
対話の場としての株主	<p>5 1 企業が株主との対話を行い、説明責任を果たす場として、株主</p>

総会プロセスの見直し	総会プロセスを活性化することは重要な課題である。特に投資家から要請の強い総会開催日や基準日の合理的な設定、招集通知期間の精査期間の確保等については、国際的な状況を踏まえた見直しを行うべきである。また、上述した株主に対する制度開示の合理化を図るとともに、総会前の実質株主等との対話・エンゲージメントの有効なあり方等を検討することも重要である。
------------	--

詳細は、<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf> 参照。

### (3) 対話促進研究会報告書

対話促進研究会報告書は、経済産業省が平成26年9月に立ち上げた「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」と、その下に設けられた「企業情報開示検討分科会」および「株主総会のあり方検討分科会」における検討結果をとりまとめ、平成27年4月に公表されたものである。

本研究会は、「持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家との対話の促進」として、「日本再興戦略改訂2014」に掲げられた以下の施策の検討を行うために設置された。

#### 【図表 I-1-4 日本再興戦略改訂2014 (抜粋)】

##### 1. 緊急構造改革プログラム

##### (3) 新たに講ずべき具体的施策

- i) コーポレートガバナンスの強化、リスクマネーの供給促進、インベストメント・チェーンの高度化

##### ⑥ 持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家との対話の促進

企業と投資家との対話の促進の観点から、株主総会の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。

また、企業の投資家に対する情報開示等について、企業が一体的な開示をする上での実務上の対応等を検討するため、関係省庁や関係機関等をメンバーとする研究会を早急に立ち上げる。

対話促進研究会報告書では、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している。具体的には、統合的な企業情報開示や中長期の投資判断に有用な情報の充実、対話型の株主総会プロセスに向けた日程の設定や電子化の促進等、「対話先進国」に向けた方策が示されている。また、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードという2つの「コード」、および伊藤レポートとの関連が明確に意識されている。以下、内容について一部紹介する。

【図表 I - 1 - 5 対話促進研究会報告書 第三章「今後の方向性と具体的方策」(抜粋)】

項 目	今後の方向性・具体的方策
1. 基本的な視点	0 1 今後あるべき方向性を検討し、具体的方策を実行するに当たっては、以下の視点を基本的な評価軸とすべきである。 ① 持続的成長、企業価値向上という対話促進の目的 ② 総合的・統合的な視点からの全体最適 ③ 対話に向けた意識と行動の転換
1. 1 持続的成長、企業価値向上という対話促進の目的	0 1 企業と投資家の対話は、互いの理解を深め、共に切磋琢磨し、企業の持続的成長あるいは中長期的な企業価値の向上という目的を達成するための手段である。
1. 2 総合的・統合的な視点からの全体最適	0 1 対話をめぐる様々な要素、たとえば情報開示や監査の内容・タイミング、株主総会の日程や付議事項、対話プロセスの電子化の促進等は、相互に関連している。さらに、情報開示の中で見ても、制度開示と任意開示、財務情報と非財務情報、中長期の情報と短期的情報等を関連付けて考えることが重要である。
1. 3 対話に向けた意識と行動の転換	0 1 本研究会における検討の主眼は、企業と投資家の対話を促進するための望ましい環境作り、枠組みのあり方である。しかしながら、最も重要なことは、こうした枠組みの中で企業の取締役や経営者、従業員、機関投資家や個人投資家といった人々がどのような意識を持ち、実際にどのような対話を行っていくかということである。また、対話プロセスを支える様々なプレイヤーが、企業と投資家の対話を円滑化し、より質を高める方向で実務的な対応を図っていくことも重要である。

詳細は、<http://www.meti.go.jp/press/2015/04/20150423002/20150423002-1.pdf> 参照。

#### (4) コーポレートガバナンス・コード

コーポレートガバナンス・コードは、「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」により、平成27年3月5日に策定・公表された「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」に基づき、同年5月に上場規程の別添として制定されたものであり、同年6月1日から適用が開始されている。

コーポレートガバナンス・コードは、上場企業の行動規範であり、5つの基本原則、それに基づく30の原則、38の補充原則から構成されており、機関投資家の行動規範であるスチュワードシップ・コードとあわせて車の両輪に例えられている。また、コーポレートガバナンス・コードについても「コンプライ・オア・エクスプレイン」の規律が採用され、上場企業は各原則を遵守するか、遵守しない場合にはその理由をコーポレート・ガバナンスに関する報告書（以下「コーポレートガバナンス報告書」

という)において開示しなければならない。

株主との対話については、以下の各原則に規定されている。

【図表 I-1-6 コーポレートガバナンス・コード (抜粋)】

原則	内容
【原則 1-2】	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 1-2③】	上場会社は、株主との建設的な対話の充実や、そのための正確な情報提供等の観点を考慮し、株主総会開催日をはじめとする株主総会関連の日程の適切な設定を行うべきである。
【基本原則 5】	上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。 経営陣幹部・取締役(社外取締役を含む)は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。
【原則 5-1 株主との建設的な対話に関する方針】	上場会社は、株主からの対話(面談)の申込みに対しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに対応すべきである。取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、開示すべきである。
【補充原則 5-1①】	株主との実際の対話(面談)の対応者については、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣幹部または取締役(社外取締役を含む)が面談に臨むことを基本とすべきである。
【補充原則 5-1②】	株主との建設的な対話を促進するための方針には、少なくとも以下の点を記載すべきである。 (i) 株主との対話全般について、下記(ii)～(v)に記載する事項を含めその統括を行い、建設的な対話が実現するように目配りを行う経営陣または取締役の指定 (ii) 対話を補助する社内のIR担当、経営企画、総務、財務、経理、法務部門等の有機的な連携のための方策 (iii) 個別面談以外の対話の手段(例えば、投資家説明会やIR活動)の充実に関する取組み (iv) 対話において把握された株主の意見・懸念の経営陣幹部や取締役会に対する適切かつ効果的なフィードバックのための方策 (v) 対話に際してのインサイダー情報の管理に関する方策
【補充原則 5-1③】	上場会社は、必要に応じ、自らの株主構造の把握に努めるべきであり、株主も、こうした把握作業にできる限り協力することが望ましい。

【原則 5-2 経営戦略や経営計画の策定・公表】	経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。
--------------------------	--

詳細は、<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq000008jdy-att/code.pdf> 参照。

なお、平成28年9月16日に東京証券取引所により「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況（2016年7月時点）」が公表されている（<http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000001xd3b-att/20160913.pdf>）。これによると、上記各原則についての対応状況は、いずれも高い実施率（90.14%（原則5-2）～99.82%（基本原則5））となっているが、各企業ともさらなる対応の深化を検討することが求められるであろう。

#### （5）日本再興戦略改訂2015

平成27年6月30日に「日本再興戦略改訂2015」が閣議決定された。これは、前年の「日本再興戦略改訂2014」の進捗を検証したうえで、施策を柔軟に見直し、新たに講ずべき具体的施策を追加、全工程表の見直しを図り、改めて実行していく方針を打ち出したものである。

新たに講ずべき具体的施策のうち、企業と投資家との対話に係る具体的施策を以下で紹介する。

【図表 I-1-7 日本再興戦略改訂2015：第二 一. 1. (3) i 「攻めの経営の促進」(抜粋)】

項目	具体的施策（当会にて要約）
①コーポレートガバナンスの強化	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードが車の両輪となって、投資家側と会社側双方から企業の持続的な成長が促されるよう、積極的にその普及・定着を図る必要性から、説明責任を適切に確保し健全なリスクテイクを促すことを通じて「攻めのガバナンス」の実現を目指すという我が国のコーポレートガバナンス・コードのアプローチについて、国内で十分な説明・周知を図るとともに、OECDなどの国際機関とも連携しつつ、国際的に積極的な情報発信を行う。</li> <li>・ 上場企業と株主との間の対話がコーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神にかなった形で行われていくよう、取引所と連携して全般的な状況の把握を行い、その結果を公表する。</li> <li>・ スチュワードシップ・コードについてもその趣旨等に関する機関投資家等の十分な理解に基づき運用が定着していくよう、機関投資家によるコードの受入れ状況を把握・公表するとともに、必要に応じて機関投資家等に対するメッセージを発出する。</li> </ul>

<p>③持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進</p>	<p>資本市場の機能の十全な発揮や投資家・株主の保護など幅広い観点から、企業の情報開示、株主総会プロセス等を取り巻く諸制度や実務を横断的に見直し、全体として効率的な仕組みを構築する。</p> <p>ア) 総合的開示に向けた検討等</p> <p>会社法、金融商品取引法、証券取引所上場規則に基づく開示を検証し、重複排除や相互参照の活用、実質的な監査の一元化、四半期開示の一本化、株主総会関連の日程の適切な設定、各企業がガバナンス、中長期計画等の開示を充実させるための方策等を含め、統合的な開示の在り方について今年度(平成27年度)中に検討し、結論を得る。</p> <p>イ) 株主総会プロセスの見直し等</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・株主総会については、企業において株主の議決権行使や対話の機会を十分に確保するとともに株主総会に近い時点の株主の声を反映するよう適切な基準日を設定するよう、関係団体等が本取組の円滑化に向けた方策等について、来年(平成28年)中に検討することを促す。</li> <li>・招集通知添付書類の提供を原則として電子的に行う上での課題や必要な措置について来年(平成28年)中に検討して、結論を得る。</li> <li>・議決権行使についても電子化の促進と権利行使の質を高めるため、関係団体等において議決権行使プロセス全体の電子化を促進するための課題と方策を来年(平成28年)中に検討し、結論を得る。</li> <li>・名義株主以外のグローバルな機関投資家等が、株主総会に参加する上での企業の基本方針作りを円滑化するため、関係団体等においてガイドダンスを本年(平成27年)末までに策定することを促す。</li> </ul>
------------------------------	---

詳細は、<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/> 参照。なお、下線部分は当会が補筆。

なお、平成28年6月2日に閣議決定された「日本再興戦略2016」では、引き続きコーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていくことを最優先課題とし、機関投資家サイドからの上場企業に対する働きかけの実効性を高め、これにより、中長期的な視点に立った「建設的な対話」の実現を強力に推進していくとしている。

## 2. 投資家との対話の取組状況

前記1. では、投資家との対話をめぐる最近の動きを紹介したが、ここでは実際の投資家との対話の取組状況について、(1) 招集通知の作成から議決権行使など株主総会開催日までの取組みを含めた広く株主総会に関連する対話を「株主総会における対話」として、(2) 株主総会に限らず年間を通して行われる投資家との対話を「株主総会以外における対話」として、それぞれ紹介する。

### (1) 株主総会における対話の取組み

企業が投資家（株主）と対話する場面として、会社法に基づき年に一回は開催される株主総会がある。株主総会における対話の場面を大別すると、株主と会社が事前の議決権行使等を通じて対話を図るものと、株主が株主総会という会議体に実際に出席し、質問権や賛否に対する意思表示等を通じて会社と直接対話を行うものの2つに分けられる。

コーポレートガバナンス・コード原則1-2は、「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」としていることから、以下では、具体的に対話の手法としてどのようなものがあるか、その手法がどの程度採用されているかについて、平成28年全株懇調査等をもとに近時の傾向を紹介するとともに、会社が株主との対話に向けて実施している先進的な取組事例や、今後の対話の方向性についても適宜触れるものとする。

具体的には、会社と株主が事前の議決権行使等を通じて対話を図るものとして、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議決権行使結果の分析の7項目を挙げる。

また、株主が株主総会という会議体に実際に出席し会社と直接対話を行うものとして、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）を挙げる（なお、⑨は事前の議決権行使等を通じた対話と会議体に実際に出席して行う直接の対話の双方に関係するが、便宜上、後者に含めている）。

なお、最近の株主総会は、出席株主数が増加傾向にあるとともに、株主の発言がある会社の比率や質疑応答にかける時間が増加しており、結果として、株主との対話が活発化しつつある（出席株主数の増加の状況は「平成28年全株懇調査23. 総会に出席した株主（8）出席株主数の増減」、発言の状況は「平成28年全株懇調査28. 総会における質問（1）質問及び事前質問の有無」、質疑応答時間は「平成28年全株懇調査22.（3）質疑応答時間」をそれぞれ参照）。

## ① 招集通知の早期発送

### ア. 近時の傾向

株主総会招集通知の早期発送は年々進んでおり、法定期限である2週間前ぎりぎりに発送する会社は減少傾向にあるとともに、3週間以上前に発送する会社も少しずつ増加している（招集通知の早期発送の状況は「平成28年全株懇調査16. 招集通知の発送（1）発送日」参照）。

### イ. 取組事例等

近年は株主総会の4週間以上前に招集通知を発送する会社もある。機関投資家の議案検討期間の確保に資する取組みといえる。もっとも、総会日の集中回避と招集通知の早期発送を両立させるには、監査日程の前倒しや招集通知原稿作成の早期着手などが必要であり、関係者の協力と相応の体制整備を要し、実現には高いハードルがある。

まずは、株主による議案検討期間を確保することを最優先して招集通知の3週間前発送を目指し、これに加えて、招集通知の発送前ウェブサイト掲載も組み合わせさせていくのが望ましい。その後、総会日の集中日程での開催（第3集中日まで）を避けることを目指すというステップも考えられる。

## ② 招集通知の発送前ウェブサイト掲載

### ア. 近時の傾向

東日本大震災後に出された「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）を受け、招集通知の発送前ウェブサイト掲載を実施した会社はあったが、その数はごく少数であった（平成26年全株懇調査では、発送日の前日以前に実施した会社は6.0%）。その後、コーポレートガバナンス・コードの補充原則1-2②において、「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。」とされたことから、平成27年総会以後、実施会社が飛躍的に増加している。ただし、平成28年全株懇調査では、発送日の1営業日前に実施している会社が26.6%と最も多くなっている（「平成28年全株懇調査17. 招集通知の発送前開示（1）実施の時期」参照）。招集通知を校了していれば、物理的には発送前開示は可能であることから、更なる早期開示が望まれるところである。

なお、会社側の実務において、株主への正式な書面を送付する前に広く（株主以外も含め）開示をすることの是非や記載内容の変更があった場合のリスク等について懸念を示す意見もあるが、前者については、既に実施している会社において株主からの苦情等はなく、特段の問題は生じていないとの見解、後者について



は、現状のいわゆる法定のウェブ修正時の取扱いに準じ速やかに自社ウェブサイトにおいて修正を行う対応で問題が生ずることは考えにくいとの見解が示されている（対話促進研究会報告書84～85頁）。

#### イ. 取組事例等

【図表 I-2-1】では、発送前開示を早期に実施した会社の事例を挙げているが、ア. で述べたとおり、物理的には招集通知の校了がされた段階で開示は可能であり、これらの会社は校了後速やかに開示を実施したものと考えられる（招集通知の校了後の印刷・封入の手続は通常2～3週間程度の期間を要する）。グローバルな機関投資家の視点からは、欧米等における通知期間（株主総会の1ヶ月前以上前）を確保することが望ましいとされ（対話促進研究会報告書122頁）、外国人持株比率が相応に高い会社においては、招集通知の早期発送および発送前開示を組み合わせ、株主総会の1ヶ月前までに招集通知が開示されていることが望ましいと考えられる（平成27年総会で株主総会の4週間以上前（20営業日以上前）に発送前開示を実施した会社は6%（電子化促進研究会第1回資料5-2 4頁）であった）。発送前開示をより効果的にする方法として、開示した旨を適時開示する（これにより機関投資家側で認知されやすくなる）、個別の機関投資家に直接または株主判明調査会社を通じて開示した旨をメール等により連絡することも考えられる。

また、発送前開示を早期に実施して効果があった具体的事例としては、議決権行使助言会社大手の **Institutional Shareholder Services Inc.**（以下「ISS」という）が反対推奨した議案について、会社側の追加的な説明を行う猶予を得た、というケースがあった。結果として、会社からの説明を受けた機関投資家は、反対票を賛成票に転じることにつながった。当該会社は、招集通知発送日より相当前に開示しており、投資家との十分な対話期間を確保できたことの成果といえる。

なお、ISSは、「2016年版 日本向け議決権行使基準」から、買収防衛策の総会議案に関し、「招集通知が総会の4週間前までに証券取引所のウェブサイトに掲載されている」ことを審査基準に加えている。

【図表 I-2-1 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位までを抽出

※ 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

### ③ 電子投票制度の採用

#### ア. 近時の傾向

議決権の電磁的な行使方法としては、個人株主を主な対象とする電子投票制度と株式会社ICJ(以下「ICJ」という)が運営する機関投資家向けの議決権電子行使プラットフォームに分けられる。議決権電子行使プラットフォームに参加するための前提としては、その仕組み上、会社は電子投票制度を採用する必要がある。

電子投票制度は、個人株主の議決権行使方法の選択肢を増やすことを主な目的としている場合が多いと考えられるが、電子投票経路による個人株主の議決権行使比率は低く、コストに合わないことから、議決権電子行使プラットフォームに加入しない電子投票制度の採用はあまり進んでいない。

一方、議決権電子行使プラットフォームは、機関投資家の議決権行使方法として極めて有用とされ、特に外国人株主比率の高い会社を中心に採用が進んでいる(外国人株主比率別の状況は【図表I-2-2】参照)。また、コーポレートガバナンス・コード補充原則1-2④では、「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。」とされており、当該補充原則について実施しない理由の説明が求められる会社(東証本則市場上場会社等)で外国人株主比率の高い会社では、コスト対効果も踏まえ、採用が進むものと考えられる。

なお、議決権電子行使プラットフォームを活用する機関投資家においては、海外の機関投資家は比較的早期に議決権行使をするものの、国内の機関投資家は行使期間際に行使する傾向がある。建設的な対話の観点からはより早期の行使が期待される(電子投票制度の採用状況は「平成28年全株懇調査12. 電子投票(1)制度の採用」、議決権電子行使プラットフォームへの参加状況は「平成28年全株懇調査13. プラットフォーム(1)参加の状況」をそれぞれ参照)。

【図表 I - 2 - 2 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)

#### イ. 取組事例等

前記②で、当初は反対の議決権行使をした機関投資家に対し、追加説明をするなど対話を実施して賛成票に転じたケースを紹介したが、このような議決権行使内容の変更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であるともいえる。すなわち、書面投票や電子投票では機関投資家の議決権行使指図を名義株主が取りまとめて行使するかたちになるため、行使期限間際で議決権が行使されることになる場合が多く、その後の補足説明など対話を行う時間的な余裕がなく、議決権行使内容の変更は事実上不可能だからである。

このように、議決権電子行使プラットフォームを単なる機関投資家の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会社および機関投資家にとって有益である。

なお、補足説明は、海外機関投資家を念頭に置くのであれば英文の説明資料を作成したうえで行う必要がある。

#### ④ 招集通知の英訳

##### ア. 近時の傾向

招集通知の英訳は、海外機関投資家が議案を検討するに際して重要な情報となりうる。前記③でも述べたとおり、コーポレートガバナンス・コード補充原則1-2④を踏まえ、実施会社が増加するものと考えられる（外国人株主比率別の状況は【図表 I - 2 - 3】参照）。

また、英訳を事業報告・計算書類まで行うかどうかは対応が分かれている（「平成28年全株懇調査18.招集通知の英訳版（2）英訳版を作成している書類」

参照)。議案の検討という観点で言えば、最低限、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への掲載を行うことが望ましく、東証も推奨している。なお、日本語と英語の招集通知のウェブサイト掲載のタイミングは、公平なディスクロージャーの観点から同日が望ましいとはいえるが、実務上、日本語の招集通知を校了してから英訳する場合も多いと考えられるため、英訳の完成を待つ間、日本語の招集通知を寝かせておくことになる。この点、ISSは、日本語の招集通知をベースに推奨レポートを作成しており、総会情報の早期提供の観点からは、英訳の完成を待たずに日本語の招集通知を先行して開示すればよく、その後、合理的な期間内で英訳を開示することが望ましい（招集通知の英訳版の公表状況は「平成28年全株懇調査18. 招集通知の英訳版（1）作成の有無」参照）。

【図表 I-2-3 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）

#### イ. 取組事例等

英文招集通知が出来次第、東証ウェブサイトおよび自社ウェブサイトに掲示することになるが、あわせて普段の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った対応を取っている会社もある。海外機関投資家からすれば、タイムリーに英文招集通知を閲覧することができ、議案の検討期間の確保に資するものである。

また、英文招集通知の作成は、日本語の招集通知の校了後に行うのではなく、日本語の招集通知の作成と並行して行うことにより、日本語と英語の招集通知を同日に開示する企業もあるようである。

### 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

#### ア. 近時の傾向

スチュワードシップ・コードの適用開始もあり、機関投資家の議決権行使基準

はより厳格化する流れとなっている。これを受け、各社が上程する議案の中には、相当数の反対票が投じられるリスクも高まっている。このような状況下、機関投資家比率の高い会社を中心に、国内外機関投資家（議決権行使助言会社を含む）への議案の事前説明を株主総会に先立って行っている会社がある。まさに、株主総会を前にした対話そのものである。ただし、3月決算会社においては、機関投資家側で議決権行使の作業を大量に処理しなければならないため、処理が集中する6月に面談を申し込んだ場合、拒否される傾向が強い。面談が実現するとしても、重要性の高い組織再編や、対立のある株主総会の議案等の場合に限られることもあるようである（議案等の事前説明の状況は「平成28年全株懇調査21. 国内外機関投資家（議決権行使助言会社を含む）への議案の事前説明（1）実施の有無」参照）。

#### イ. 取組事例等

前記ア. のとおり、特に3月決算会社の場合は、総会前の面談は受け付けない国内外機関投資家（議決権行使助言会社を含む）が多いが、例えば、招集通知を開示した後ではなく、議案に関連する情報が適時開示された時点で説明に行く、あるいは、そのために適時開示（役員人事・買収防衛策・組織再編・報酬制度等）を早期に行うなどして、機関投資家が面談しやすい時期に事前説明できるように工夫している場合がある。このようにして機関投資家との対話を踏まえ、実際の議案の記載内容を工夫することができ、株主にとってもより有用な情報を得て、議決権行使の判断を行うことが可能となる。なお、当然ながら、開示前の事前説明は、情報管理上の観点から控えるべきである。

また、前記②イ. で記載した事例のほか、議決権行使助言会社である Glass, Lewis & Co.（以下「グラスルイス」という）が、当初社外取締役の独立性がないとして役員選任議案に反対推奨をしていたところ、直ちに会社側が説明を行い、結果として賛成推奨に変わった事例も存在する。

### ⑥ 有価証券報告書の総会前開示

#### ア. 近時の傾向

平成21年12月31日以後終了する事業年度に係る有価証券報告書から、定時株主総会前の提出が可能となっている。これは、会社法で、決算日から3ヶ月以内の株主総会開催を前提とした規制が見直されたことに加え、有価証券報告書の内容が事業報告よりも詳細でもあり、株主総会における議決権行使に資するものと考えられたことにより実現したものであるが（「金融審議会 金融分科会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレートガバナンスの強化に向けて～」平成21年6月17日17頁）、現実には

実施社数は少数に留まっており、増加傾向にもない。会社側の事情として、早期作成は実務上困難であること、総会前に開示したとしても投資家側にも見る余裕もないと考えられること、実現には株主総会の開催日程そのものを後ろ倒しにするなどの総会スケジュールそのものを見直す必要があること、などが挙げられている（対話促進研究会報告書48頁、有価証券報告書の総会前開示の状況は「平成28年全株懇調査43． 定時株主総会前の有価証券報告書の提出」参照）。

#### イ．取組事例等

有価証券報告書の総会前開示は、現状の総会日程や監査日程を考えると増加することは考えにくい。総会基準日を別途設定するといった対応や開示制度そのものの見直し等が今後進められる中で実現を図ることが考えられる。

一方、有価証券報告書に記載される情報を、任意で株主総会招集通知に記載することで、議決権行使に資する情報を提供する取組みも一部では見られる。例えば、監査役（会）設置会社において、役員報酬の決定方針を事業報告等に掲載している会社は、平成28年全株懇調査によると26.2%、報酬総額1億円以上の役員の報酬を個別開示している会社、主な持合株式の状況を掲載している会社もごく一部ではあるが存在している。今後もこのような取組みが進んでいくことが想定される。

### ⑦ 議決権行使結果の分析

#### ア．近時の傾向

平成22年3月期決算会社より、臨時報告書による議決権行使結果の開示が義務化されている。また、コーポレートガバナンス・コード補充原則1-1①では、「取締役会は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである。」とされており、原因分析や株主との対話について、取締役会主導で進めていく必要があるものと考えられる。相当数の反対があるかどうかは別として、議決権行使結果を取締役会に報告しているケースはそれほど多くない。

【図表 I-2-4 議決権行使結果の役員への報告状況】

	A	B	C	D	合計
	取締役会で報告	社長まで報告	担当役員まで報告	無（役員への報告なし）	
28年	598社	776社	279社	73社	1,726社
	34.6%	45.0%	16.2%	4.2%	100%

（平成28年全株懇調査15． 議決権行使結果の開示・報告（3）行使結果の役

員への報告の実施状況)

#### イ. 取組事例等

相当数の反対票が投じられた場合は、まず誰が反対行使をしたのかを、株主判明調査や実際の議決権行使を踏まえ特定する作業が必要となる。ただし、現在の株主判明調査では必ずしも反対行使した株主を特定できるとも限らない。今後は、この実質株主の把握方法が整備されることが望まれる。

また、当該株主が判明した場合には、当該株主との直接の対話を行うことが考えられる。その際には、会社がなぜその議案を付議したのか、議案が可決された結果、現在どのように運用等がされているか、など会社の考え方を説明することが考えられる。

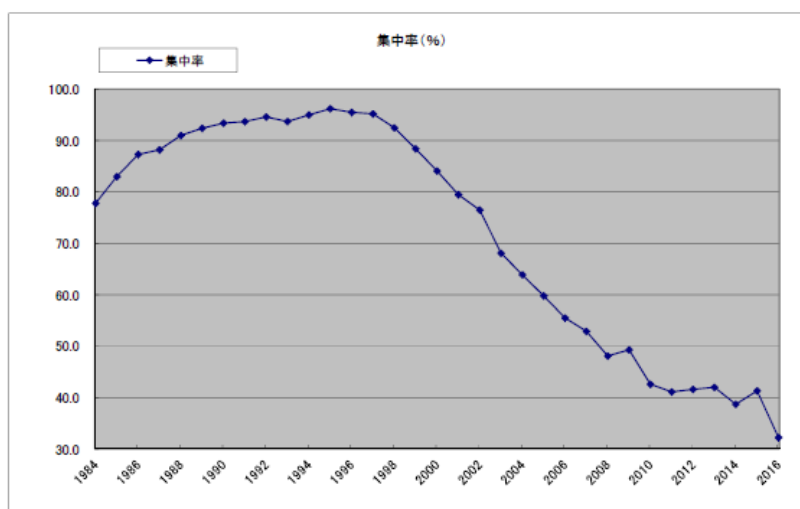
### ⑧ 総会開催日の分散化

#### ア. 近時の傾向

株主総会の場で対話を実現するためには、出席しやすい株主総会になっているかがポイントとなる。この点、長年にわたり日本の上場会社においては、定時株主総会の集中日開催が問題となってきた。しかし、1995年3月期（平成7年3月期）における総会集中率96.2%をピークにここ20年間ではその集中率は低下傾向にあり、2016年3月期（平成28年3月期）の集中率は32.2%となっている（【図表I-2-5】参照）。

また、株主総会を早期に開催したとする会社が増加している（【図表I-2-6】参照）。

【図表I-2-5 定時株主総会集中率の推移】



(東京証券取引所ウェブサイト「3月期決算会社株主総会集中率推移グラフ」)

【図表 I-2-6 前年開催日との比較】

	A	B	C	合計
	早く開催した	同じ	遅く開催した	
26年	315社	1,284社	154社	1,753社
	18.0%	73.2%	8.8%	100.0%
27年	447社	1,168社	162社	1,777社
	25.2%	65.7%	9.1%	100.0%
28年	447社	957社	416社	1,800社
	23.7%	53.2%	23.1%	100.0%

(平成28年全株懇調査1. 総会の開催日 (3) 前年開催日との比較)

(注) 月曜日開催を避ける実務対応のみにより開催日を前後させた場合は、「同じ」と回答

※ 期末基準日の3ヶ月後の最終営業日から逆算、ただし土曜日は休日と扱う

一方で、各種法令による日程の縛り、監査日程を適切に確保する観点から、いわゆる第1集中日から第3集中日に株主総会を開催している会社が多いのも現実であり、3月決算会社の7～8割程度(3月決算会社以外で5～6割程度)が第1～第3集中日の開催となっている(【図表 I-2-7】参照)。機関投資家にとって、議案の検討期間の確保や集中度合いの軽減という意味では、現状で満足のものにはなっていないものと考えられる。

なお、株主総会開催日を株主数ベースで見ると、その集中度合いは第1集中日では21.8%となっており、個人株主の出席のし易さという観点からは株主総会開催日の分散化は、会社の努力によって、ある程度実現できているものといえる(【図表 I-2-8】参照)。

【図表 I-2-7 6月総会会社の開催日】

	A	B	C	D	E	F	G	合計
	最終営業日	1営業日前	2営業日前	3営業日前	4営業日前	5営業日以前	土・日	
28年	4社	475社	292社	27社	261社	359社	15社	1,433社
	0.3%	33.1%	20.4%	1.9%	18.2%	25.1%	1.0%	100%

(平成28年全株懇調査1. 総会の開催日 (1) 6月総会会社\*)

※ 期末基準日の3ヶ月後の最終営業日から逆算。ただし土曜日は休日と扱う

【図表 I-2-8 単元株主数ベースでの6月総会分散化の状況】

	株主総会開催日	社数構成比	株主数構成比
第3集中日	6月24日	17.4%	24.0%
第2集中日	6月28日	20.2%	18.9%
第1集中日	6月29日	32.7%	21.8%

(東京証券取引所ウェブサイト「2016年3月期決算会社株主総会(6月20



日現在)」を一部引用し編集)

#### イ. 取組事例等

株主総会の分散化は第1集中日回避を中心に進んできてはいるが、第1集中日から第3集中日に株主総会を開催する会社も引き続き多数であることに変わりはない。一方で、株主総会を早期に開催している事例もあり、株主総会日の分散化を実現する取組みといえる（【図表 I-2-9】参照）。早期に株主総会を開催する会社に共通するのは、決算発表日までに監査報告が提出され、決算発表日がいわゆる決算・株主総会招集の取締役会となっていること、招集通知原稿が完成し印刷・封入作業に2～3週間はかかることを踏まえると、決算・株主総会招集の取締役会の直後には招集通知は校了し印刷を発注しているものと考えられる。これらに対応するためには、監査日程の前倒しや招集通知原稿作成の早期着手など、関係者の協力と相応の体制整備が求められ、基準日から3ヶ月以内での株主総会開催という法令上の制約等を踏まえると、実現には高いハードルがあると考えられる。信頼性のある情報を作成するためには、適時性の観点からは劣るものの、一定の期間の確保が必要であり、少なくともこれ以上の会社法の計算書類等の作成や監査報告書の早期化は現実的ではない、との意見もある（対話促進研究会報告書47頁）。さらに、こうした状況を踏まえた解決策の一つとして、近年、総会基準日そのものを変更するという議論があるが、その実現には様々な課題もあることから、詳細については、後記「Ⅱ 基準日の適切な設定」で述べる。

【図表 I-2-9 株主総会早期開催会社の事例】

社名	会計監査報告	監査役会監査報告	決算発表日	発送前開示	招集通知発送日	株主総会日
スクロール	4月27日	4月27日	4月28日	—	5月12日	5月27日
スパークス・グループ	4月28日	5月2日	5月2日	5月18日	5月20日	6月8日
阪急阪神ホールディングス	5月11日	5月12日	5月13日	5月20日	5月24日	6月14日
トヨタ自動車	5月2日	5月10日	5月11日	5月16日	5月25日	6月15日

（東京証券取引所ウェブサイト「2016年3月期決算会社株主総会（6月20日現在）」を一部引用し編集)

※ スクロールは3月決算会社の株主総会としては最も早い開催、スパークス・グループは2番目に早い開催。阪急阪神ホールディングスおよびトヨタ自動車は株主数が多い会社（5万名超）で早期に開催している事例として抽出。

#### ⑨ 招集通知の作成上の工夫

##### ア. 近時の傾向

株主の理解を深めるため、ひいては議決権行使に資するため、株主総会招集通知を見やすく、また、分かりやすくする取組みが広がっている。例えば、「経営理念、社是、行動指針やトピックス等を記載」「ユニバーサルデザインフォントを使用」「環境に配慮した紙やインキを使用」「グラフ等のビジュアル表示」「カラー印刷」などがある（株主総会招集通知の作成上の工夫の状況は「平成28年全株懇調査19. 招集通知の体裁（4）事業報告のカラー化等」参照）。また、コーポレートガバナンス・コード原則3-1において、「(iv) 取締役会が経営陣幹部の選任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続」や「(v) 取締役会が上記(iv)を踏まえて経営陣幹部の選任と取締役・監査役候補の指名を行う際の、個々の選任・指名についての説明」について、主体的な情報開示を行うべきとされており、役員選任議案で法定記載事項に加えて記載するといった取組みも広がりつつある。

#### イ. 取組事例等

前記の招集通知作成上の工夫以外には、コーポレートガバナンス・コードを踏まえた対応として、事業報告に役員報酬の決定方針の手続について記載する事例、資本政策の基本方針や政策保有株式に関する方針を記載する事例、また、コーポレートガバナンス・コードの各原則との対応表を記載することといった事例がある。

今後も、議決権行使に資する情報提供の観点で、各社の積極的な取組みが望まれる。

### ⑩ グローバルな機関投資家等の総会出席への対応

#### ア. 近時の傾向

従来、実質株主、すなわち名義株主ではな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、実務的取扱いが確立しているとは言い難い状況にあった（グローバルな機関投資家等の詳細は、（後記 2. 株主総会以外での対話の取組み ①株主判明調査 参照）。現実には、そのようなニーズがほとんどなく、実例も乏しいことから（平成28年全株懇調査では、海外機関投資家より「事前に申し出があった」とした会社は29社（1.6%））、申し出があった場合の各社の対応方針も分かれている。

このような中、対話促進研究会報告書における議論や、コーポレートガバナンス・コード補充原則1-2⑤において「信託銀行等の名義で株式を保有する機関投資家等が、株主総会において、信託銀行等に代わって自ら議決権の行使等を行うことをあらかじめ希望する場合に対応するため、上場会社は、信託銀行等と協議しつつ検討を行うべきである」とされたこと、さらには日本再興戦略改訂20

15で言及されたこともあり、グローバルな機関投資家等の総会出席に関し法的論点を整理するとともに、総会出席の円滑化の要請と株主総会運営の安定化の要請とのバランスを図る観点から、全国株懇連合会は「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」（平成27年11月13日・全国株懇連合会。以下「本ガイドライン」という）を作成・公表した。

本ガイドラインは、ガイダンスとして企業が法的論点を押さえたうえで、自社の創意工夫に基づく基本方針の策定や、個別事案への対応の際の参考資料として活用することが想定されている。

【図表 I-2-10 実質株主の総会出席への対応】

	ガイドライン ルートA (基準日までに 名義株主となる 方法)	ガイドライン ルートB (会社側の合理的 裁量に服した 上で株主総会を 傍聴する方法)	ガイドライン ルートC (「特段の事情」 を発行会社に証 明した上で代理 人として総会に 出席する方法)	ガイドライン ルートD (会社が定款変 更した上で代理 人として総会に 出席する方法)
28年	162社 9.0%	450社 25.0%	92社 5.1%	3社 0.2%

	出席を認めない が、別室での傍 聴を許可(ガイド ライン以外の対 応)	出席も別室での 傍聴も認めない (ガイドライン以 外の対応)	その他	基本方針を定め ていない	合計
28年	49社 2.7%	99社 5.5%	46社 2.6%	1,039社 57.8%	1,800社 100%

(平成28年全株懇調査23. 総会に出席した株主(6)「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」への対応)

※ 事前に申し出がなかった場合も基本方針で回答

#### イ. 取組事例等

グローバルな機関投資家等から出席要請があった場合の対応は、【図表 I-2-10】のとおり分かれている。特に不統一行使を前提としたグローバルな機関投資家等の実質株主に総会当日の議決権行使まで認めることは、議決権行使の集計への影響からほとんどなかったものと思われる。現時点ではグローバルな機関投資家等からの出席要請の実際の事例が少なく、その意図を分析することは難しいが、出席時における議決権行使よりも株主総会を実際に見る(傍聴する)ことが目的である場合も考えられることから、出席要請に際しては、その目的を確認する必要がある。単なる傍聴のみ認めるのか、当日の議決権行使まで認めるのか、社内方針を固めたうえで、本ガイドラインに則った対応を取ることが期待される。

また、本ガイドラインに紹介されている、代理人に関する定款規定を緩和する方法を選択することも考えられる。

## ⑩ 株主総会当日の対応（映像、プレゼンテーション、質疑応答）

### ア. 近時の傾向

一昔前までは、いわゆるシャンシャン総会として、株主総会をできるだけ早く滞りなく終わらせるといったことを主眼として、議事シナリオを議長が淡々と読むだけでといった総会が行われていた。近時はIR型総会として、株主総会当日に来場した株主に対して、株主総会の目的事項を分かりやすく説明する工夫、具体的には事業報告等についてスライドや動画の活用といった総会のビジュアル化が広く行われている。そのような取組みをしている会社の割合は年々増加している。また、スムーズな議事進行に資するため、議長や答弁役員向けの支援システムを採用する会社も年々増加している（株主総会のビジュアル化の状況は「平成28年全株懇調査25. 総会のビジュアル化」参照）。

### イ. 取組事例等

株主総会当日の対応としては、以下のような事例があげられる。

#### a. 事前質問受付

株主総会招集通知に、質問票を同封し株主総会で聞きたいことを記載してもらいFAXを受け付ける、または株主専用ウェブサイト等を通じて質問を受け付けるなどの取組みを行っている会社がある。このような会社においては、質問内容を分析し、ニーズが高い内容については、株主総会のビジュアル等も含め具体的に分かりやすい解説を積極的に行うなどの工夫を凝らし、より効果的な対話の実現を図っている。

#### b. 複数会場での開催、ライブ中継

株主総会を複数会場にて行っているケースとしてトラスコ中山がある。また、株主総会の会場は一箇所だが、株主総会の模様を別の地域にある会場で映像配信しているケースとしてパナソニック（総会会場は大阪、中継会場として東京および名古屋）、J. フロントリテイリング（総会会場は東京、中継会場として大阪および名古屋）、ほくほくフィナンシャルグループ（平成28年の総会会場は富山、中継会場として札幌）等がある。こうした取組みは、従来、遠隔地のため会場に出席できなかった個人株主等にとって効果的な取組みである。

#### c. 株主総会当日の事業報告スライドや動画等または質疑応答内容の自社ウェブサイトによる公開

株主総会当日に使用した事業報告等のビジュアル（スライド・動画）を後日自社のウェブサイトで公開、または株主総会当日の質疑応答内容の概要を自社

ウェブサイトに掲載している会社がある。株主総会の状況を株主総会に出席できなかった株主や株主でない投資家等にも積極的に開示することで、建設的な対話のきっかけとなることが期待できる。

また、株主総会の模様をウェブサイトにて動画配信（ライブ中継）しているケースとして、ソフトバンク（自社ウェブサイトやU s t r e a mなどのライブ中継を実施）等がある（株主総会のネット公開等の状況は「平成28年全株懇調査48．株主総会の公開（1）ネット公開の有無及び方法」参照）。

## （2）株主総会以外での対話の取組み

コーポレートガバナンス・コード基本原則5は「上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである」とし、原則5-1は「上場会社は、株主からの対話（面談）の申込みに対しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに対応すべきである」としており、株主総会はもちろんのこと、それ以外での対話の取組みが求められている。

### ① 株主判明調査

#### ア．近時の傾向

株主名簿に記載されている国内の信託勘定（信託口）や外国人株主の背後には、株主名簿に表れない多数の機関投資家が存在する（【図表I-2-12】、【図表I-2-13】参照）。近時の傾向として、金融機関や事業会社の割合が減少する一方、外国人持株比率が高まっている（【図表I-2-11】参照）。

当該機関投資家は一般に実質株主と呼ばれ、株主名簿上の名義株主を通じて、株式の売買や議決権の指図等を行っている。株主名簿上の株主の背後にいる国内・海外機関投資家の株式保有状況の調査（株主判明調査）を実施することにより、投資判断や議決権行使の意思決定者を特定することができる。従来、株主判明調査は敵対的買収防衛策の一環として、また、組織再編の際の米国証券法フォームF-4届出の要否検討等で実施するケースが多かったように思われるが、近時は効率的なIR（Investor Relations）活動、SR（Shareholder Relations）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している。

【図表 I-2-11 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	
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%
28年	706社	206社	217社	181社	262社	155社	49社	24社	1,800社
	39.2%	11.4%	12.1%	10.1%	14.6%	8.6%	2.7%	1.3%	100%

(平成28年全株懇調査20. 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)

【図表 I-2-12 国内機関投資家の株式保有構造のイメージ】

株主名簿上の株主 「信託銀行」 「生命保険会社」「損害保険会社」	いわゆる実質株主 ＜グローバルな機関投資家等＞ (議決権行使指図権者)	資金提供者
資産管理サービス信託銀行 日本トラスティ・サービス信託銀行 日本マスタートラスト信託銀行 〇〇信託銀行(××口)	〇〇信託銀行 〇〇アセットマネジメント 〇〇投資顧問 企業年金連合会(インハウス運用)	公的年金 私的年金 財団 個人
〇〇生命保険(××口) 〇〇損害保険(××口)	〇〇生命保険 〇〇損害保険	保険契約者
株主名簿に記載されている情報	株主判明調査等をしないと発行会社には原則としてわからない情報	発行会社には一切わからない情報

【図表 I-2-13 海外機関投資家の株式保有構造のイメージ】

株主名簿上の株主 「カストディー」 「ノミニー」	常任代理人	いわゆる実質株主 ＜グローバル機関投資家等＞ (議決権行使指図権者)	資金提供者
証券保管銀行 〇〇 bank	[国内系] 〇〇銀行 〇〇証券 [外資系] 〇〇銀行 〇〇証券	海外の年金基金 投信・投資顧問 ヘッジファンド ソブリンウェルスファンド	年金加入者 年金基金 財団 個人 政府
株主名簿に記載されている情報		株主判明調査等をしないと発行会社には原則としてわからない情報	発行会社には一切わからない情報

イ. 取組事例等

国内機関投資家に関する株主判明調査についての調査結果はないものの、特に実態をつかみづらい外国人株主に関する株主判明調査を実施している会社は年々

増加傾向にあり、平成28年全株懇調査では、21.6%（回答会社1,800社のうち388社。前年調査比2.0ポイント増）が実施している。

## ② 機関投資家向け説明会等

### ア. 近時の傾向

株主総会以外での機関投資家との対話の取組みは、大別すると、①投資家を対象とした決算説明会や海外ロードショー、投資カンファレンスといったIR活動、②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株式投資を行う機関投資家(アクティブ運用)を対象として、会社の情報提供を行い、投資家の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。この目的を達成するため、伝統的に企業価値(株式価値)の前提となる財務情報を中心に説明が行われてきたが、近年、非財務情報となるESG(環境:Environment、社会:Society、企業統治:Governance)についても説明するケースが増加している。

IR活動の実施方法として、アナリストへの決算説明会に加え、機関投資家への訪問やTVまたは電話会議のほか、証券会社主催の投資カンファレンスで複数の会社と機関投資家が一堂に会し、対話を希望する会社と投資家同士で個別対話を実施する方法がある。

一方、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。このため、主に機関投資家の議決権行使の判断材料となるコーポレートガバナンスについての説明が中心であり、SR活動は株主総会における議案の確定後に実施しているケースが多かった。しかしながら、株主総会前の時期は機関投資家側の繁忙期にもあたるため、議案以外のコーポレートガバナンスの取組み・考え方については、他の時期に実施するほうが、十分に時間をかけた建設的な対話が可能となるため、通年で取り組む会社も出てきている。

### イ. 取組事例等

機関投資家に対するIR活動について、国内での機関投資家やアナリスト向けの会社説明会を実施する会社が相応にあり、【図表I-2-14】のとおり、国内機関投資家向け会社説明会は730社(回答会社1,800社に対し40.6%。前年調査比1.2ポイント増)、アナリスト向け会社説明会は914社(同50.8%。同1.6ポイント増)が実施している。一方、海外での機関投資家やアナリスト向けの説明会を実施する会社は多くない状況で、【図表I-2-15】のとおり欧州地区での海外機関投資家向け会社説明会は212社(同11.8%。同1.1ポイント増)、アナリスト向け説明会は103社(同5.7%。同0.3ポ

イント増)が実施している。

こうした結果をみると、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なってはいないといえる。その理由として、海外については、外国人株主比率に応じて、費用対効果を勘案して実施の是非を判断しているものと推測される。

S R活動(国内外機関投資家(議決権行使助言会社)への議案の事前説明)については、(1)⑤で述べたとおり237社(同13.2%、同2.5ポイント増)が実施している(議案等の事前説明の状況は「平成28年全株懇調査21.国内外機関投資家(議決権行使助言会社を含む)への議案の事前説明(1)実施の有無」参照)。また、実施している会社の訪問件数は、1~5件が85社(実施会社237社に対し35.9%、前年調査比5.5ポイント減)、6~10件が86社(同36.3%、同3.8ポイント増)で全体の7割強を占めていて、対象を絞った訪問を実施している様子がうかがえる(平成28年全株懇調査21.国内外機関投資家(議決権行使助言会社を含む)への議案の事前説明(2)訪問件数」参照)。

さらに、会社宛にレターを送付する機関投資家に対して、自社の考え方を回答することで対話を行うケースや、株主総会の議案に対して反対する可能性のある機関投資家に追加情報を記載したレターを送付して議案への理解を深めてもらう取組みを行っている会社もある。

機関投資家もスチュワードシップ・コードへの対応から、I R、S Rの両側面で会社側との面談要望を行っており、最近では社外役員(特に社外取締役)への面談要望を行うケースもみられる。一般的に、社外役員は多忙であり、必ずしも全ての機関投資家の面談要望に応える必要は無いと考えられるが、その場合においても社外役員の取締役会や監査役会での役割、活動状況等について、機関投資家に回答できるよう準備しておくことが望ましい。

なお、I R活動の担当部署は、【図表I-2-16】のとおり、総務部が所掌している会社が692社(同38.4%、同1.3ポイント減)と最も多いものの、I R専門部署を設ける会社が358社(同19.9%、同1.8ポイント増)に増加している。

### ③ 個人投資家向け説明会等

#### ア. 近時の傾向

個人投資家との対話の取組みとして、各種説明会や施設見学会があげられる。各種説明会や施設見学会を通じて、個人投資家の会社に対する理解を深め、株式の新規取得や長期保有を促すことが目的である。

各種説明会の方法は、各社ごとに実施する証券会社の支店等での説明会や、複



数の会社が相乗りで実施するIRフェアがあり、最近では、インターネットを利用したウェブ説明会を活用する会社がある。

証券会社の支店等での説明会は、比較的高い年齢層の参加者が中心となる一方、ウェブ説明会では現役層も対象とすることができ、両方の説明会を活用することにより、幅広い年齢層の個人投資家と対話の機会を持っている会社もある。

また、自社工場等に個人投資家を招待する施設見学会を開催する会社もあり、個人投資家の事業内容への理解を深める機会を提供している。

#### イ. 取組事例等

既存個人株主向けの会社説明会を実施する会社はほぼ横ばいであり、【図表I-2-14】のとおり、218社（回答会社1,800社に対し12.1%。前年調査比1.5ポイント増）が実施している。一方、新規個人株主向けに実施する会社は増加傾向にあり、375社（同20.8%。2.4ポイント増）が実施している。コーポレートガバナンス・コードの適用開始を契機に政策保有株式減少の受け皿として、個人株主に対する期待が高まっており、後記の株主優待制度の導入とあわせ、新規個人株主の開拓を進める会社が増加しているものとみられる。

【図表I-2-14 IR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	H
	実施有							
	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(会社説明会で対個人投資家)	新規個人株主向けの会社説明会(会社説明会で対個人投資家)	会社説明会で対機関投資家	会社説明会で対アナリスト
26年	1,382社 78.8%	1,522社 86.8%	530社 30.2%	238社 13.6%	180社 10.3%	298社 17.0%	650社 37.1%	874社 49.9%
27年	1,423社 80.1%	1,547社 87.1%	527社 29.7%	256社 14.4%	189社 10.6%	327社 18.4%	700社 39.4%	875社 49.2%
28年	1,458社 81.0%	1,577社 87.6%	540社 30.0%	294社 16.3%	218社 12.1%	375社 20.8%	730社 40.6%	914社 50.8%

	I	J	K	L	M	N	O	P
	実施有							実施無
	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	
26年	970社 55.3%	366社 20.9%	153社 8.7%	111社 6.3%	264社 15.1%	335社 19.1%	66社 3.8%	79社 4.5%
27年	1,002社 56.4%	360社 20.3%	172社 9.7%	111社 6.2%	285社 16.0%	309社 17.4%	67社 3.8%	62社 3.5%
28年	1,067社 59.3%	365社 20.3%	216社 12.0%	121社 6.7%	300社 16.7%	318社 17.7%	59社 3.3%	55社 3.1%

(平成28年全株懇調査60. IR活動の有無及び内容(1) 国内における実施項目)

【図表 I-2-15 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
	実施有						
	会社案内、ア ニュアルレポ ート等の配付 (送付)	工場等の会 社施設の見 学	米国	欧州	その他の国	米国	欧州
	会社説明会に対投資家				会社説明会に対アナリスト		
26年	283社	46社	181社	189社	124社	97社	100社
	16.1%	2.6%	10.3%	10.8%	7.1%	5.5%	5.7%
27年	286社	47社	182社	191社	124社	95社	96社
	16.1%	2.6%	10.2%	10.7%	7.0%	5.3%	5.4%
28年	296社	46社	190社	212社	144社	95社	103社
	16.4%	2.6%	10.6%	11.8%	8.0%	5.3%	5.7%

	H	I	J	K	L	M 実施無
	実施有					
	その他の国 会社説明会 対アナリス ト	(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	
26年	66社	74社	14社	13社	97社	1,258社
	3.8%	4.2%	0.8%	0.7%	5.5%	71.8%
27年	67社	64社	10社	6社	121社	1,270社
	3.8%	3.6%	0.6%	0.3%	6.8%	71.5%
28年	56社	81社	15社	5社	103社	1,250社
	3.1%	4.5%	0.8%	0.3%	5.7%	69.4%

(平成28年全株懇調査60. IR活動の有無及び内容(3) 海外における実施項目)

【図表 I-2-16 IR活動の担当部署】

	A	B	C	D	E	F	G
	総務部	経理・ 財務部	広報部 (室)	企画部 (室)	社長室	IR専門部 (室)	その他
26年	705社	344社	392社	492社	52社	288社	60社
	40.2%	19.6%	22.4%	28.1%	3.0%	16.4%	3.4%
27年	706社	358社	388社	533社	57社	322社	59社
	39.7%	20.1%	21.8%	30.0%	3.2%	18.1%	3.3%
28年	692社	365社	377社	522社	59社	358社	75社
	38.4%	20.3%	20.9%	29.0%	3.3%	19.9%	4.2%

(平成28年全株懇調査63. IR活動の担当部署)

#### ④ 株主優待制度

##### ア. 近時の傾向

わが国特有の取組みとして、株主に対して一定の所有株式数に応じて主に自社のサービスや製品を提供するものがあり、一般に株主優待制度と呼ばれている。株主優待は、所有株式数に応じて優待内容が変わる場合でも、所有株式数に完全比例はせず、概ね名義ごとに付与されるため、所有株式数の比較的少ない個人投資家に人気があり、個人株主を増加させたい会社を中心に実施されている。

#### イ. 取組事例等

株主優待制度を設けている会社は増加傾向にあり、平成28年全株懇調査によると、622社（回答会社1,800社に対し34.6%。前年調査比1.4ポイント増）が実施している。実施会社のうち、株主優待を年2回（期末、中間）実施する会社は223社（実施していると回答した622社に対し35.9%。前年調査比1.2ポイント増）となっている（「平成28年全株懇調査58.株主優待制度」参照）。

また、長期保有株主を増加させる目的で保有期間に応じた優遇措置のある株主優待を行っている会社が135社（同21.7%。同3.4ポイント増）となっている（「平成28年全株懇調査58.株主優待制度」参照）。

### ⑤ 株主懇談会

#### ア. 近時の傾向等

以上のほか、株主総会以外での対話の取組みとして、主に個人株主との懇談の場として、株主懇談会等の行事・サービスを実施している会社があり、多くの会社が株主総会終了後に実施している。

#### イ. 取組事例等

株主総会終了後の株主懇談会等を開催する会社は【図表I-2-17】のとおり349社（回答会社1,800社に対し19.4%。前年調査比1.1ポイント増）が実施している。その内容は、懇親会が171社（実施会社349社に対し49.0%）、プレゼンテーションと質疑応答が93社（同26.6%。同9.0ポイント減）、工場等の会社施設の見学が50社（同14.3%。同0.4ポイント減）を占めている。

また、株主懇談会等で飲食物を提供する会社は137社（同39.3%）となっている（「平成28年全株懇調査47.株主懇談会等の開催（3）総会開催日以外での株主懇談会等の有無」参照）。

【図表 I - 2 - 1 7 株主懇談会等の開催】

(1) 総会終了後の当日の行事・サービス等の有無

	A	B	C	計	D	E	計	合計
	有				無			
	継続実施	今回から実施	今回復活		今回から廃止	従来から無し		
26年	307社 17.5%	8社 0.5%	4社 0.2%	319社 18.2%	13社 0.7%	1,421社 81.1%	1,434社 81.8%	1,753社 100%
27年	310社 17.4%	14社 0.8%	2社 0.1%	326社 18.3%	14社 0.8%	1,437社 80.9%	1,451社 81.7%	1,777社 100%
28年	328社 18.2%	16社 0.9%	5社 0.3%	349社 19.4%	18社 1.0%	1,433社 79.6%	1,451社 80.6%	1,800社 100%

(平成28年全株懇調査47. 株主懇談会等の開催)

(2) 総会終了後の当日の行事・サービス等の内容(複数回答)(47(1)でA~Cに回答の場合のみ回答)

	A	B	C	D	E	F	G
	懇談会(飲食物を提供)	プレゼンテーションと質疑応答	会社案内ビデオ	自社製品パンフ等の展示案内	工場等の会社施設の見学	映画上映	その他
26年	173社 54.2%	104社 32.6%	30社 9.4%	97社 30.4%	44社 13.8%	5社 1.6%	32社 10.0%
27年	166社 50.9%	116社 35.6%	29社 8.9%	94社 28.8%	48社 14.7%	3社 0.9%	30社 9.2%

(平成27年全株懇調査49. 株主懇談会等の開催)

	A	B	C	D	E	F	G	H
	懇親会	プレゼンテーションと質疑応答	会社案内ビデオ	自社製品パンフ等の展示案内	工場等の会社施設の見学	経営方針説明会	飲食物提供	その他
28年	171社 49.0%	93社 26.6%	26社 7.4%	93社 26.6%	50社 14.3%	65社 18.6%	137社 39.3%	22社 6.3%

(平成28年全株懇調査47. 株主懇談会等の開催)

### 3. 建設的な対話に向けた今後の課題

前記2.において、国内の株式市場がグローバル・スタンダード化する過程で企業と投資家の様々な「対話」のための仕組みが整備されつつあること、また、企業の様々な取組事例を紹介した。株主総会についても、年1回の形式化された手続から、決議事項の承認という目的のために年間を通じた投資家との建設的な対話を行う一連のプロセスの総仕上げに変わりつつある。こうした流れの中で、企業サイド・投資家サイド双方で課題が現れてきていることから、これを以下に整理することで、今後の取組改善に資するものとした。

#### (1) 企業側の課題

##### ① 株主総会における対話に関する課題

###### ア. 株主総会日までの取組み

###### a. 株主総会関連情報の投資家への早期開示

前記2.(1)において、株主総会における対話のための取組みを紹介したが、一般的に、投資家の多くは株主総会という会議体そのものには出席せず、事前に議決権を行使することで企業との対話を実施している。このため、投資家との対話を建設的なものとするためには、投資家の手元に可能な限り早く株主総会議案と関連情報を届け、投資家の議案検討期間を長くすることが有効と考えられる。この関連では、招集通知の早期発送や外国人投資家のための招集通知の英訳などの取組みが行われている。しかしながら、これらの取組みだけでは、監査日程など現行の法制度に基づく手続と、原則紙ベースでの印刷・発送が必要な実務を前提とした場合、議案検討期間の大幅な拡大は困難な状況である。

こうした状況の打開策として有効と考えられるのが招集通知の発送前ウェブサイト掲載である。前記2.(1)②のとおり、「コーポレートガバナンス・コード」の適用開始を受け、これを実施する企業が飛躍的に増加した。招集通知の発送前ウェブサイト掲載は、企業にとって、大きなコスト負担が無く導入可能な取組みである。ただし、平成27年6月総会以後、実施会社が大きく増加したものの、発送日の1営業日前の開示に留まっているケースは少なくない。発送前ウェブサイト掲載に初めて取り組んだ会社が多いことや、株主宛の書類が株主の手元に届く前にウェブサイトに掲載されることへの心理的な圧力等があると考えられるが、軽微な記載ミスが投資家の議決権行使行動に大きな影響を与えるとは考えにくく、また、記載ミスが発生した場合でもウェブ修正に準じた取扱いで対応は可能と思われる。企業においては、他社における取組事例も参考に、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が望まれる。

なお、招集通知の掲載場所については、自社ウェブサイトだけでなく、東京証

券取引所ウェブサイトへの同時掲載、実質株主を含む機関投資家や議決権行使助言会社へのメール送付といった工夫も考えられる。

#### b. 投資家の多様な議決権行使への対応

コーポレートガバナンス・コード補充原則1-2④により、主に外国人持株比率の高い企業において、議決権電子行使プラットフォームを含む電子投票制度の採用が進んでいる（【図表I-2-2】参照）。電子化促進研究会では、議決権電子行使プラットフォームの採用により、投資家の議案検討期間は、国内機関投資家で+6～8営業日、海外機関投資家で+7～10営業日程度拡大されとの報告があった（電子化促進研究会第1回配布資料5-2 19頁）。また、議決権電子行使プラットフォームを採用した場合、投資家の行使状況をタイムリーに把握可能であることや、行使のやり直しが株主総会前日（議決権行使期限）まで可能なことなど、対話を株主総会直前まで行えるといったメリットがあることが報告された。

一方で、議決権電子行使プラットフォームの採用会社は、平成28年9月9日時点で760社に留まる。議決権電子行使プラットフォームを含む電子投票制度を採用する場合、一般に、企業は、株主名簿管理人が提供する電子投票システムの使用料に加え、国内で主に議決権電子行使プラットフォームを提供しているICJに対し手数料を支払う必要がある。このため、株主構成や会社規模によっては、電子投票制度導入に伴う費用負担の増加に比してメリットを感じにくいということが、企業側の利用の進まない要因の一つと考えられる。また、詳細は3.

(3)で後述するが、投資家（特に国内機関投資家）サイドにおいても採用が進んでいない状況や、採用していても議決権行使が必ずしも早期化していないことも要因と考えられる。しかしながら、IT技術の進歩を背景に、株主総会プロセスに限らず、電子的な手段による手続の更なる拡大・一般化の流れは止められないと思われる。また、「伊藤レポート」にも示されているようにわが国企業が投資家との対話先進国となり投資を促すうえでの上場会社の責務として、株主総会議案検討期間の拡大に繋がる施策への積極的な対応が望まれている。議決権電子行使プラットフォーム未採用会社においても電子投票制度導入の是非を今一度検討することが望ましい。

#### イ. 株主総会日について

##### a. IR型株主総会への対応

過去、わが国の株主総会は、総会屋の排除を目的として、形式的・防衛的に開催されることが一般的であった。その後、総会屋を排除する法制度が整備されるとともに、一般個人投資家の資本市場への参加が拡大するにつれ、株主総会の性

格も企業と投資家との対話の一つの機会として、様々な工夫がなされるに至っている。従来、集中していた株主総会開催日は分散化・早期化の傾向を示すとともに、議事運営においても、映像やプレゼンテーションを多用し、分かりやすく丁寧な説明が行われるようになってきている。

株主総会の出席者の多くは個人投資家であるが、個人投資家は上場企業の株主構成の約2割を占める重要な存在である一方で、機関投資家に比べ経営陣との対話の機会を設けることが困難である。個人投資家の更なる投資促進を促すためにも、個人投資家との数少ない対話の機会である株主総会について、更なる工夫を検討することが望ましい。

#### b. グローバル機関投資家等の株主総会への出席

2. (1) ⑩で述べたとおり、実質株主、すなわち名義株主ではな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、コーポレートガバナンス・コード等においてその参加を認めるべく実務的な取扱いの検討が促されている。これを背景に、全国株懇連合会は、「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」（平成27年11月13日）を制定した。こうした取組みは、個々の企業の自主的な取組みを超えて株主総会を投資家との重要な対話の機会と捉え、そのための環境整備を積極的に推進する姿勢を国内外に示す好機となった。

現状は実質株主が株主総会への参加を要請するケースは多くはないが、投資家サイドでもスチュワードシップ・コードの制定を受け、企業とのエンゲージメント活動が活発化しており、今後、株主総会への出席要請が増加することも想定される。

こうした状況を踏まえ、企業は、他社の取組事例等を参考にしながら社内における検討を進め、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。

## ② 株主総会以外での対話に関する課題

### ア. 株主判明調査の実施

株主名簿に記載されていない実質的な株主（資金提供者や運用機関）を調査する場合、企業は、一般的には外部の専門の事業者調査を委託している。この株主判明調査は、投資家との対話活動を積極的に行うことを想定した場合、対話の相手方を特定するための最も基本的な資料となる。ただし、株主判明調査を実施する会社は年々増加傾向にはあるものの、その増加ペースは鈍い。

株主判明調査を実施した場合、調査会社のサービス内容にもよるが、企業は、自社の株式を保有する運用機関の名称、保有株式数、運用スタイルや運用拠点、

投資判断を行うポートフォリオマネージャー、アナリスト等のキーパーソンの情報等を入手できる。企業は、これらの情報をもとに、自社が機関投資家からどのような評価を受けているかを分析し、今後の効率的な活動方針を立案することとなる。株主判明調査は、こうした取組みを開始するために有効なツールであるといえ、各社での積極的な活用が期待される。

#### イ. 機関投資家向け対話の取組みにおける課題

2. (2) ②で述べたとおり、平成28年全株懇調査等によれば、機関投資家との対話の取組みは、直近の傾向では、国内機関投資家向けの活動が微増、海外機関投資家向けの活動は横ばいという状況となっている。その理由は、各社の株主構成の違いや投資家対応の体制整備状況、対応に要するコスト負担感等が考えられる。

一方、投資家側の要望は、スチュワードシップ・コードの制定等を背景に、業績動向や株主還元等の説明を行う対話活動に加え、コーポレートガバナンスの内容の説明や株主総会議決権行使における情報開示の拡大、アニュアルレポートにESG情報を記載した統合報告書の発行といった活動にも拡がりつつある。

一部の短期的かつ過大な要求を行う投資家を除き、機関投資家との対話は、自社の資本効率向上のための施策立案等において気づきを得る端緒となる場合が少なくないように思われる。また、グローバル・スタンダード化する株式市場の参加者として、国内外機関投資家の動向や関心事項を把握し適切に対話を行うことは、企業が持続的な成長をめざすうえで必要不可欠な取組みであり、一層の取組みの強化・促進が期待される。

#### ウ. 個人投資家向け対話の取組みにおける課題

いわゆるアベノミクス以降、国内株式市場が回復するにつれ、機関投資家だけでなく個人投資家も、個別企業の業績動向や株主還元等への関心を高めている。

こうした動きを踏まえ、個人投資家との対話に向けた様々な取組みが行われている。具体的には、従来から行われてきた証券会社支店等での投資セミナーやイベント会場で開催されるIRフェアに加え、潜在的な投資家層である若年層をターゲットとして、大都市部で夜間に開催される説明会や、女性限定セミナーなど特徴的な取組みも見られるようになってきている。さらには、中長期の株式保有を促すため、中長期保有者向けの株主優待制度の充実など、新たな取組みも目立ってきている。また、中長期的な株式保有を促進する施策として、種類株式を発行する会社もでてきている。

一方で、社内の議論では、機関投資家に比して個人投資家の人数が多く網羅的な対話が困難な点や、施策実施後の個人投資家の動向把握が困難で効果測定が難



しい点等から、個人投資家との対話促進の取組みに否定的な意見が出ることも多いであろう。また、機関投資家に比べれば関心事項の特定が困難で、どのような質問がなされるかも不明確であることなどから、取組みに消極的な企業もみられる。

しかしながら、投資行動がマクロ環境に左右されがちな機関投資家と異なり、個人投資家は、株価下落時にも買付けを行うなど企業の適正な株価形成に資するといわれている存在であるとともに、今後はコーポレートガバナンス・コードの浸透等を背景とした政策保有株式売却の受け皿としても大きな期待が寄せられる存在である。また、個人投資家は、いったん株式を購入すると長期保有する傾向もあり、企業が短期的な視野に囚われずに中長期的な事業戦略や資本政策を行ううえで、極めて重要なパートナーにもなり得る。企業側の前向きな取組みに参加する個人投資家は、概ね好意的な反応を示すようだ。

こうした状況を踏まえ、企業においては他社の事例等を参考にしつつ、個人投資家との対話にさらに取り組んでいくことが期待される。

## (2) 機関投資家等に対する要望

これまで、投資家との建設的な対話に向けた企業の取組みについて事例をもとに紹介するとともに、課題と考えられる事項について述べた。ここでは、課題を解決するうえで、企業サイドの取組みの強化・拡充だけでは解決できない事象について、投資家への協力を促すことにより、さらなる建設的な対話の実現に向けた一助となることを期待したい。

### ① 株主総会における対話に関する要望

#### ア. 議決権行使の早期化

株主総会議案に関する対話促進の取組みを推進する企業においては、議決権を行使する機関投資家に対する不満も多い。議案の検討期間の拡大や多様な行使手段の整備を行っても、必ずしも機関投資家の議決権行使の前倒しに繋がっていないため、会社側は機関投資家の議案への反応が確認できず対話が促進されていないというものである。

機関投資家は、一般的に、株主名簿に記載された株主から資金提供者まで複数の階層にわかれた構造で株式を保有している。このため、各階層間での行使指図に時間を要してしまう。また、こうした課題を解決出来るはずの機関投資家向け議決権電子行使プラットフォームについても、特に国内の機関投資家において、企業の導入が一定レベルに留まる現状においては、紙ベースと電子ベースという複数の事務フローが発生してしまうことを理由として導入が進んでいない実態がある（電子化促進研究会第2回 配布資料7-2 6頁）。しかしながら、法

的な義務がない中で、上場会社のすべてが議決権電子行使プラットフォームを導入することを望むのは現実的ではない。まずは、対話のための取組みを実施する企業との間でベストプラクティスを実践し、企業と投資家双方に対話の本質的なメリットがあることを証明できれば、さらに多くの企業の導入も望めるのではないだろうか。コーポレートガバナンス・コードの導入を背景に、今後、株主総会における対話促進の流れが加速していくと考えられるので、機関投資家においても、こうした取組みに応えるべく、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。

#### イ. 対話に基づく議決権の行使（企業の実情に基づいた行使）

機関投資家が議決権行使を行う際、特にパッシブ運用の海外機関投資家の場合、ISSやグラスルイスといった議決権行使助言会社の発出するレポートも参考に賛否の判断が行われると聞く。当該助言機関の賛否判断基準は、年々改定され国内の法制度等を勘案しローカライズされたものとなりつつある。一方で、一定の期間に数千社の国内企業の賛否判断を行わなければならない（個々の企業の実情は確認できない）ことから、賛否判断結果は画一的なものである場合も多い。機関投資家も、限られた期間と少ない要員で数多くの行使を行わなければならないことから、企業との対話を行う時間的な余裕がなく、結果として当該助言機関の発出するレポート通りの行使とならざるをえない事情があるようだ。

しかし、前述したとおり、企業は年々コーポレートガバナンスの充実に向けた取組みを加速させており、議決権行使についても、機関投資家との様々な対話を行う準備が整いつつあるといえる。スチュワードシップ・コード5-4が「機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。」と要請していることにも鑑みれば、機関投資家においても、対話に必要な要員の確保等の体制の整備を行い、対話に基づいた議決権の行使（企業の実情に基づいた議決権の行使）を要望したい。

#### ウ. グローバルな機関投資家等の株主総会への出席

前記（1）①イ. b. のとおり、全国株懇連合会では、実質株主の総会参加要望に応えるため、本ガイドラインを制定した。今後、企業において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基本方針の整備が進んでいくものと想定される。

機関投資家において株主総会への出席を希望する場合は、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は本ガイ

ドラインを参照するとともに企業への早めの連絡を実施するなど、円滑な総会運営に協力願いたい。

#### エ. 議決権行使結果と反対行使理由の開示

上場会社は、平成22年3月31日以後に終了する事業年度に係る定時株主総会から、議決権行使結果を臨時報告書において開示している。また、コーポレートガバナンス・コード補充原則1-1①において、「相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべき」とされている。

しかしながら、企業は、反対行使結果の数や比率は集計できるものの、反対行使を行った機関投資家やその理由を把握することは必ずしも容易ではない。一部の投資家を除き、通常、機関投資家の行使結果を調査するには、企業は、専門の事業者へ委託し実質株主の判明調査を行うとともに、当該実質株主が行使基準や行使結果を公表していない場合（多くの場合はしていない）は、過去の行使行動等を参考に推計せざるを得ない。

実質株主の意見を企業の事業運営や機関設計に適切に反映していくためには、大きな費用負担なく容易に実質株主の議決権行使結果や反対行使理由等が把握できることが必要である。スチュワードシップ・コード5-3において「機関投資家は、議決権の行使結果を、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。」と要請されていることに鑑みても、実質株主においては、議決権の行使結果とともに、企業に反対行使をした理由を通知する仕組みの整備を要望したい。

### ② 株主総会以外における対話に関する要望

#### ア. SR対応体制の整備

株主総会以外の対話に向けた取組みとして、これまで実施してきた業績動向や株主還元について説明する、いわゆるIR活動に加え、総会議案の説明や、それに付随するコーポレートガバナンスの状況やESG情報の説明など、SR活動の充実に向けた投資家の要望が高まっていることを先に述べた。

一般に、SR活動の対応窓口は、これまで実施してきたIR活動の対応窓口と、拠点や対応者が異なるケースが多い。このため、SR活動を実施する場合、IR活動とは別に国内外の機関投資家の個別訪問等を行う必要があるが、企業においては、活動スケジュールやコスト面、対応要員の確保等の観点から、必ずしも十分な活動ができないケースも有り得る。この点、IR活動では、証券会社が主催する投資カンファレンスが世界各地で開催されるなど、効率的な対話が出来ようになっていることと対照的である。

こうした状況を踏まえ、S R活動を含めた対話活動の更なる充実に向け、機関投資家においても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。

(3) その他の要望（電子化促進研究会報告書関連）

平成28年4月に電子化促進研究会報告書が公表されている。本報告書では、主に3つの課題、具体的には①株主総会招集通知等の提供の原則電子化に向けた課題と方策、②議決権行使の課題と方策、③株主総会関連の適切な基準日設定に向けた対応策、について有識者による議論がなされるとともに、報告書において、招集通知等の原則電子化に向けた法改正の道筋や、議決権行使の電子化促進に向けた関係団体における取組みの促進、適切な基準日の設定に向けた関係団体における取組みの推進等が示された（本提案書も関係団体における当該取組みの1つである）。いずれも投資家との建設的な対話に欠かすことのできない論点であり、こうした議論が、株主総会を取り巻く様々な関係団体との間でなされたことについて歓迎したい。今後、本報告書の内容・取組みが広く周知され、企業と投資家の建設的な対話に寄与することを切に望みたい。

## 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) 基準日設定に関する議論の契機と対話促進研究会の設置

平成26年6月24日に閣議決定された日本再興戦略改訂2014において、企業の新事業へのチャレンジや収益性・生産性向上に向けた機運を後押しし、持続的な企業価値向上につなげるため、新たに講ずべき具体的政策が列挙された。その一つとして、「企業と投資家との対話の促進の観点から、株主総会の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。」ことが盛り込まれた（日本再興戦略改訂2014 32頁）。この背景として、企業とリスクマネーの出し手である投資家とが、質の高い対話を通じて相互理解を深め、ともに持続的成長・中長期的企業価値向上を目指すことが不可欠であるとの認識のもと、株主総会プロセスも対話の場として、その環境が欧米諸国と比較して遜色のないものとなっているか、質の高い対話を促進するものとなっているか、といった点についての問題意識があったことが挙げられる。

この検討を行うため、平成26年9月に経済産業省を事務局とする対話促進研究会が設置され、その下に「株主総会のあり方検討分科会」が設けられて株主総会の基準日設定の考え方についても議論が行われ、平成27年4月23日に対話促進研究会報告書が公表されている。

#### (2) 対話促進研究会における論点整理

##### ① 議決権の基準日関連

対話促進研究会においては、日本企業の株主総会がなお6月下旬に集中している状況が諸外国との比較において確認され、機関投資家の議案検討の負荷を高め議決権行使の意思決定の時間が十分取れていない状況が指摘された。これに対し、議決権行使期間を確保する観点から招集通知の早期発送（早期開示）・電子化等の促進とともに、株主総会のスケジュール設定に関する検討が行われた。後者の検討において、株主総会の議決権に係る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、具体的に次のような点が指摘された（以下、対話促進研究会報告書77頁以降より抜粋）。

- 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ティング）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。

こうした問題に対応し、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つの考え方が提示された。

- 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、招集通知を送信する株主を特定するための日を5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）

各上場会社は自らの会社の実情に応じた選択により、情報の質と株主の検討期間を確保できる株主総会スケジュールを組むことが重要であり、具体的な基準日の設定については、各上場会社が検討するということになる。なお、上記2つのうち、イ.の英国型は、実務上の工夫で実現可能か精査が必要との留保が報告書においても付されている。英国の電子投票制度は、招集通知發送にかかる基準日以降の株数の変動をブローカーやカストディアンが決済情報を投票期日まで反映する方法で運営されているようである。個人株主もブローカー名義で株主名簿に登録されることによりこのシステムを利用できるかたちをとることでカバーされているが、実務上個人株主についてはどのように運営されているか、またどの程度徹底されているかは不明である（なお、英国の株主確定の制度については電子化促進研究会報告書84頁を参照）。このような事情から、現時点のわが国において、上場会社個社の選択により英国型を実施することは困難と考えられる。

## ② 配当金の基準日関連

対話促進研究会では配当金の基準日についても、諸外国において次のような実務は見当たらない点が指摘された。

- 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。

この結果、予想配当金額に基づく権利落ち価格での株式売買がなされるという問題と、配当を株主総会で決議する会社では総会時点においてすでに株主でない者が議決権を行使できる結果、他人の財布から引き出すお金を決めさせるが如きインセンティブの歪みが存在するという問題が生じ得る。この問題に対し、対話促進研究

会報告書では次のような考え方を示している。

- 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

ただし、ア. では基準日を2つ設定するコスト負担は生じないもののインセンティブの歪み解消にはならず、イ. では基準日を2つ設定するコストの問題が指摘されている。

### (3) 基準日に関する懸念が指摘された具体的事例

以上のような、対話促進研究会における論点整理が取りまとめられるなか、議決権と配当の基準日に関する問題が懸念される具体的事例も報道された。

すなわち、創業家一族による経営権の争奪を反映して役員選任の株主提案が提出されていた家具販売会社の株主総会において、基準日現在で大株主であった機関投資家が総会日直前においてその持株の過半を売却していたが議決権を行使したという事例であり、エンブティボーディングの問題が指摘されている（弥永真生「基準日はこのままでよいのか」金融・商事判例1466号1頁）。また、スクイーズアウト関連議案の可決を条件とした特別配当を基準日後に公表した電子機器販売会社の事例においては、前述のインセンティブの歪みの問題が指摘されている（山田和彦「アムスク株主総会決議取消請求事件と実務への影響」旬刊商事法務2039号24頁）。いずれも、特殊な事例であり上場会社一般の問題ではないが、基準日の適切な設定を検討するうえで示唆を与える事例である。

### (4) 論点を踏まえた実務検討の必要性

以上のような論点整理が進む中、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がないのかは、十分に検証できていないのが実態である。つまり、そうしたリスクも含めて各企業が自らの判断で決算日とは異なる基準日を選択しなくてはならないことになる。

この点について、平成28年4月21日に公表された電子化促進研究会報告書は、基準日を変更しようとする企業が直面する課題や疑問について記載したうえで、「企業のみならず、関係者において、決算日と基準日が異なることになった場合に必要となる対応や、基準日を変更した事実を関係者にスムーズに伝えるための工夫等について検討がなされ、株主との対話充実に取り組みやすい環境作りが進むことを期待する。この観点からは、本年秋に取りまとめ予定の全国株懇連合会における議論・検討に大いに期待するところである。」と結んでいる（電子化促進研究会報告書87頁）。また、平成28年6月に閣議決定された「日本再興戦略2016」においても「投資家との対話を重視する企業が、株主総会の日程や基準日を欧米諸国等の状況と比較しても合

理的かつ適切に設定する（例えば、諸外国同様、決算日から4ヶ月後に株主総会を開催する、基準日を決算日より後に設定して基準日と総会との期間を短くする等）ための総合的な環境整備の取り組みを進める」ことが盛り込まれている。

このような状況のもと、全国株懇連合会としても、「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に取り組まなくてはならないと考えている。また、本章は、単に「決算日と異なる基準日」の設定を検討する企業だけではなく、より多くの企業が手に取って参照することができるよう、海外の諸制度も踏まえ「適切な基準日」をどのように検討すればよいのかもあわせて考えることとしたい。



## 2. 外国の諸制度との比較

以下では、「適切な基準日」の設定について企業が検討する際の参考となるよう、日本と諸外国の法制、基準日設定の状況について概観する。なお、対話促進研究会報告書においては、米国、カナダ、英国、ドイツ、フランスについての調査結果が記載されたうえで、「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、具体的な基準日及び総会日の設定方法を検討するため」（対話促進研究会報告書80頁）に参照する諸外国の例として米国型と英国型の2つが提示されている。米国および英国は、上場会社数などの点において他国と比べて株式市場の規模が大きく、グローバルな視点からも代表的な市場と考えられることから、これらの国と日本の制度との比較を行うこととする。

### (1) 日本の法制、基準日設定の状況

#### ① 法制

##### ア. 株主総会の開催日に係る規定

定時株主総会の開催日に関して、毎事業年度の終了後、一定の時期に招集しなければならない、との規定がある（会社法296条1項）。「一定の時期」については、具体的な範囲が特に定められていない。定時株主総会が毎事業年度の終了後一定の時期に招集されなければならないのは、毎事業年度の会社の損益状況を確定し、これに基づいて剰余金の配当を決定することにあるとされる（岩原紳作編「会社法コンメンタール7－機関（1）」（青竹正一）商事法務47頁）。

##### イ. 議決権行使の基準日等に係る規定

議決権行使にかかる基準日と権利行使日（株主総会開催日）の間が3ヶ月を超えることはできない（会社法124条2項）。

#### ② 実務

##### ア. 株主総会開催時期

一般に会社は、その定款で事業年度終了後3ヶ月以内に定時株主総会を招集する旨あるいは毎年6月に定時株主総会を招集する等、一定の期間内に招集する旨を定めている。そして、定款で定める一定期間において、どの時点を総会日とするかは、取締役会の裁量によって決定しうると解されている（中村直人編著「株主総会ハンドブック（第4版）」商事法務21頁）。

平成28年6月に株主総会を開催した会社の総会開催日は、33.1%（1,433社中475社）の会社が同一日（最終営業日の1営業日前）であるが、この集中度合いにかかる数値は平成27年42.6%、平成26年42.0%で、本年は大きく減少した（「平成28年全株懇調査1.総会の開催日」参照。一方で、6月以外に株主総会を開催した会社の総会開催日は、平成28年には最終営業日

の5営業日以前が最も多く28.1%（367社中103社）、次いで1営業日前が22.9%（367社中84社）と集中の度合いは小さくなっている。

いずれの場合においても、実務上は、基準日である決算日から3ヶ月後という期限間近に多くの会社が株主総会を開催しているということである。この理由としては、事業年度に係る計算書類等および事業報告の作成、招集通知の作成、会社法上規定される監査の実施、剰余金の配当等の議案の決定ならびに株主へ提供する書面の印刷、これらに要する日数を考慮する必要がある点があげられる。さらに、公開会社の場合には株主総会の日の2週間前までに招集通知を発送しなければならないため（会社法299条1項）、その前に上記一連の作業を完了する必要がある。その結果、株主総会の開催日は決算日から3ヶ月目の中～下旬に設定されることが多くなる。

#### イ. 議決権行使基準日設定時期

現在の実務では、議決権を行使できる株主を定めるための基準日は、事業年度の終了日（＝決算日）と一致させている。これは、剰余金の配当を受けるための基準日を事業年度の終了日と一致させていることから、定時株主総会の決議により剰余金の配当を行う場合を想定すると、配当を受ける株主が定時総会の議決権も有するべきであると考えられているからである（中村直人編著「株主総会ハンドブック（第4版）」商事法務18頁）とされる。

対話促進研究会報告書（別冊）概要版の16頁によれば、サンプル調査が行われた日本企業10社の基準日は全て決算日であり、定時株主総会開催日までの日数は80日から88日の間となっており、うち5社が同一の日に開催している。

### (2)米国の法制、基準日設定の状況

#### ① 法制

##### ア. 株主総会の開催日に係る規定

前回の株主総会から13ヶ月以内に株主総会が開催されない場合、株主または取締役の申立てにより、裁判所が総会の開催を命令することができる（デラウェア一般会社法§211（c））。また、上場会社は、毎事業年度に定時株主総会を開催しなければならない（NYSE マニュアル302.00項）。

##### イ. 議決権行使の基準日等に係る規定

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日以内に設定することが求められている（デラウェア一般会社法§213（a））。また、米国の配当基準日については、配当の基準日を定める取締役会決議より先立つ日を設定してはならず、かつ配当支払日の60日以内で企業が設定した日と定められて

いる（デラウェア一般会社法 § 213（c））。

## ② 実務

### ア．株主総会開催時期

米国の大規模会社（時価総額が100億ドル以上の企業）10社では決算日から平均124.4日後に株主総会が開催されている。また、中規模会社（時価総額10億ドル以上100億ドル未満の企業）10社、小規模会社（時価総額10億ドル未満の企業）10社については、それぞれ、平均138.3日後、平均144.1日後の開催となっている（【図表Ⅱ-2-1】参照）。

### イ．議決権行使基準日設定時期

米国企業30社について、議決権行使の基準日は決算日と同一ではなく、各企業の株主総会開催日は基準日から平均56日後に設定されている（対話促進研究会報告書79頁）。

## (3) 英国の法制、基準日設定の状況

### ① 法制

#### ア．株主総会の開催日に係る規定

決算日から6ヶ月以内に株主総会を開催するものと定められている（英国会社法336（1））。

#### イ．議決権行使の基準日等に係る規定

英国では議決権を有する株主を確定するための基準日は、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するという規定がある

（The Uncertificated Securities Regulations 2001 Regulation 41（1））。

### ② 実務

#### ア．株主総会開催時期

英国の大規模会社（時価総額が10億ポンド以上の企業）10社については決算日から平均119.4日後に株主総会が開催されている。また、中規模会社（時価総額1億ポンド以上10億ポンド未満の企業）、小規模会社（時価総額1億ポンド未満の企業）については、それぞれ、平均130.7日後、平均161.2日後の開催となっている（【図表Ⅱ-2-1】参照）。

#### イ．議決権行使基準日設定時期

英国企業30社について、議決権行使の基準日は決算日と同一ではなく、各企

業の株主総会開催日から平均2日前に設定されている（対話促進研究会報告書79頁）。なお、サンプル会社の規模によっては、平均の数値で2日を超えている点につき、(3)①イにおいて、基準日は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することと整合しないように思われるが、この理由については定かではない。

(4)まとめ

① 各国の定時株主総会開催日の決算日からの所要日数

以下の表は、日本、米国、英国における定時株主総会開催日の決算日からの所要日数である。米国および英国では決算日から4～5ヶ月後に定時株主総会を開催しているが、日本では決算日から3ヶ月以内に定時株主総会を開催しており、開催のタイミングが両国に比べると非常に早いことがうかがえる。

【図表Ⅱ-2-1 各国の定時株主総会開催日の決算日からの所要日数】

	日本	米国	英国
大規模10社	85.0日	124.4日	119.4日
中規模10社	—	138.3日	130.7日
小規模10社	—	144.1日	161.2日
平均	85.0日 (2.8ヶ月)	135.6日 (4.5ヶ月)	137.1日 (5.0ヶ月)

(対話促進研究会報告書72頁、図表4-8をもとに作成)

② 各国の定時株主総会の集中／分散の傾向

以下の表は、対話促進研究会報告書においてサンプル調査が行われた会社（日本10社、米国、英国各30社）について、決算日から定時株主総会の開催日までの日数を一定の範囲ごとに割合で示したものである。

以下の表から、日本では決算日から3ヶ月後近辺に集中して開催される傾向にある一方、米国および英国では比較的分散して開催される傾向にあることがわかる。

【図表Ⅱ-2-2 各国の決算日から定時株主総会開催日までの日数の分布】

定時総会開催日 (決算日後)	日本	米国	英国
90日以内	100%	0	7%
91日～120日以内	0	30%	20%
121日～150日以内	0	50%	50%
151日～180日以内	0	17%	17%
181日以後	0	3%	7%

③ 各国の議決権行使基準日

以下の表は、日本、米国、英国における議決権行使基準日の定時株主総会からの遡及日数である。基準日から株主総会開催日までの期間について、米国は日本と比べて1ヶ月程度短く、英国は非常に短くなっている。

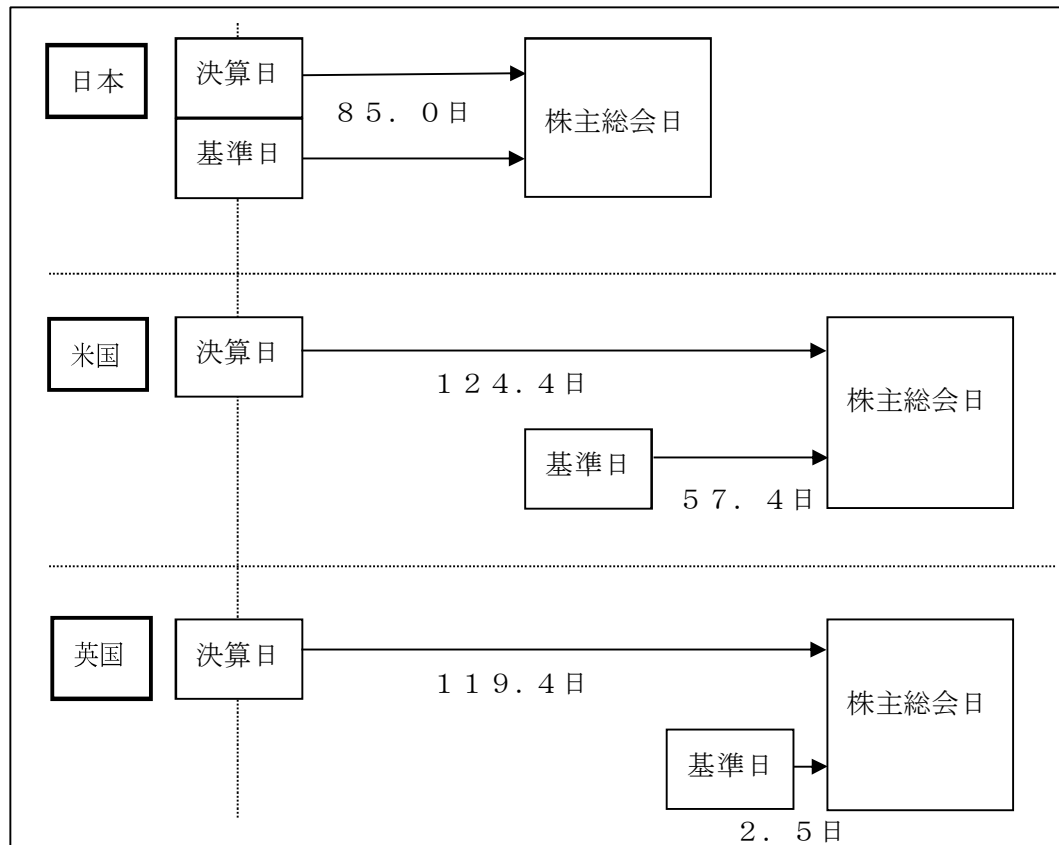
【図表Ⅱ－２－３ 各国の基準日から株主総会開催日までの期間】

	日本	米国	英国
大規模10社	85.0日	57.4日	2.5日
中規模10社	—	56.7日	1.9日
小規模10社	—	52.9日	2.3日
平均	85.0日 (2.8ヶ月)	55.7日 (1.9ヶ月)	2.2日 (0.07ヶ月)

④ 各国の決算日、議決権行使基準日、株主総会開催日の関係図

以上のデータをもとに、日本、米国および英国における大規模10社について、決算日、議決権行使基準日、株主総会開催日の関係（実務）を図にまとめると以下のとおりである。

【図表Ⅱ－２－４ 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】



繰返しになるが、米国および英国と比較した日本の特徴は、決算日から株主総会開催日までの期間が短く、基準日から株主総会開催日までの期間が長い、ということである。このような違いが発生する理由は、米国および英国においては、決算日の株主が議決権を行使し配当を受けるべきとの考えがなく、決算日とは別に、より株主総会に近い時点を議決権行使基準日として設定しているためである。両国では、招集通知の添付書類となる年次財務報告書が作成・開示された後（決算日から米国では51.5日後、英国では66.7日後）、定時株主総会まで40日以上を設けて招集通知が送付されている（基準日は各国の規制に基づき、決算日から総会までの期間内で別途設けられる）。

### 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

###### ア. わが国にもともと存在していた考え方であること

わが国には、もともと「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。

その起源は古く、およそ100年前には既にそうした慣習が全国的に行き渡っていたようである（浜田道代「新会社法の下における基準日の運用問題〔上〕」旬刊商事法務No. 1772号6頁）。

###### イ. 株主名簿閉鎖制度の変遷（慣習を前提とした株主確定実務の発展）

わが国における株主の確定実務を振り返ってみても、当初から決算日の株主が権利株主であることを前提に実務が工夫されていたことがうかがわれる。

まず、昭和25年商法改正前において、すでに毎決算期の翌日からその期の定時株主総会の終了の日までの期間、株式の名義書換や質権の登録などを停止する旨が定款に定められているのが一般的であった。当時、このような定款規定に法的な根拠はなかったが、多数のしかも変動する株主を的確に処理するためには、ぜひとも必要な対応であり、その有効性は承認されていたようである（上柳克郎・鴻常夫・竹内昭夫編「新版注釈会社法（4）」（高鳥正夫）有斐閣32頁）。

この「株主名簿の閉鎖」実務は、昭和25年商法改正で明文化されることとなる。さらに、株主名簿の閉鎖と同一の効果をもたらす別の選択肢として「基準日制度」が制定されたのもこの改正時である。なお、この時の株主名簿閉鎖期間および基準日と権利行使日までの期間はいずれも60日であった（昭和30年商法改正で「2ヶ月」に変更）。その後、会計監査人監査が創設されたことにより、監査期間を伸長する必要が生じたため、同期間も「3ヶ月」に延長されることとなった（昭和49年商法改正）。

このように、昭和25年の商法改正では、それまでの実務を踏まえた「株主名簿の閉鎖」制度と新たな「基準日」制度の2つの制度が導入されたが、実際に利用されたのは、それまでの実務慣行に合った「株主名簿の閉鎖」、すなわち、権利を行使すべき株主または質権者を決算日から定時株主総会終了日まで固定する実務が主流であった。

その後、名義書換代理人（現在の「株主名簿管理人」）の作業の機械化が進み、

名義書換手続が迅速に行われるようになると、決算日時点の株主を確定するために株主名簿を閉鎖する期間は1ヶ月で足りるようになった。そこで、今度は決算日を「基準日」としつつ、株主名簿は1ヶ月だけ閉鎖するといった、2つの制度を併用する実務が広く採用されようになっていった。

さらにコンピューター技術が進歩し、株券等の保管振替制度も実施されるに至ると、もはや「株主名簿の閉鎖」を行う必要性はほぼなくなり、株主名簿の閉鎖をやめて「基準日」のみの対応に切り替える会社が急増した。その結果、株主名簿閉鎖制度は平成16年の商法改正時に廃止され、株主名簿の確定に関する制度は基準日制度に一本化されることとなった。

「決算日現在の株主＝権利株主」という伝統的な考え方は、「決算日の株主」と「定時株主総会で議決権を行使する株主」を一致させるため、株主名簿を閉鎖させるという実務の工夫を発端として改善されてきた制度の変遷の中にあってもほとんど変化することはなく、半ば慣習法化されてきたように思われる。例えば、株主名簿の閉鎖期間中は（新株発行を除く）権利変動状況を原則として反映できないことになっていたが、それは「仕方のないこと」として受け止められ、特に問題視されることはなかった（浜田道代「新会社法の下における基準日の運用問題〔上〕」旬刊商事法務1772号10頁）。

#### ウ．決算日を基準とした会社法以外の法制度に基づく実務

過去においては、会社法以外の法令にも、決算日から3ヶ月以内に定時株主総会を開催することを前提とした規制が存在していた（ただし、その後の法改正により現在は廃止されている）。

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（または損失処理案）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。

このようにわが国では、長い間また多くの人々によって、議決権および配当の基準日は決算日であるという考え方が共有されており、その考え方を基準として制度や実務が発展してきた。

#### 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)。

また、法人税法には、会計監査人設置会社における法人税の申告について「(一般的に)決算期から3ヶ月以内に確定した決算に基づく申告」を求める規定が存在するが(法人税法74条1項、同75条の2)、他方、会計監査人設置会社は無限定適正意見(計算規則126条1項2号イ)があることなどの一定の要件に該当することで、取締役会の決議によって計算書類を確定できることから(承認特則規定。会社法439条、計算規則135条)、多くの場合は定時株主総会の開催日程に対する事実上の制約とはならないという考えを示している(対話促進研究会報告書76頁)。仮に承認特則規定の要件を満たさず、定時株主総会で計算書類の承認を受けなければならなくなった場合についても、当該株主総会の開催時期が株主との対話促進の観点から相当な時期と認められるときは、「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おり、こうした場合の税務申告時期についても基本的には制約にならないと思われる(対話促進研究会報告書76頁、125頁。なお、電子化促進研究会報告書82頁の注62において、株主総会時期の見直しに伴う法人税の確定申告期限の延長の申請がなされた場合、対話促進の観点を踏まえた申請であり、かつ、他の法人税法の規定や申告期限を基準とした税務手続等との整合性をも踏まえて相当と認められる延長期間であれば、当該申請は認められ得ることを国税当局から確認している旨の記載がある。)

### ③ 「適切な基準日」の検討

前述のとおり、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ヵ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ろう。

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)を上回っているかなどを検証する必要があると考えられる。そこで、以

下では、そうした主要論点について整理することとしたい。

なお、対話促進研究会報告書では、議決権に関する基準日の変更を検討する際に参考になる諸外国の制度として、「米国型」（株主総会の開催日前10日以上60日以内の日を基準日に設定）または「英国型」（総会の開催日から48時間以内に基準日を設定）の2つが提示されている。しかし、現実的には「米国型」を志向することが無難であると思われる。なぜなら「英国型」は、基準日と総会日の期間が極めて短いことに大きな利点があるものの、実際に企業が単独で対応することは困難といわざるを得ないからである（1.（2）①参照）。

## （2）主要論点ごとの比較

### ① 「決算日＝基準日」の分かりやすさおよび通念的に浸透していること

一般論として、現在の実務のように決算日と基準日が同日であることは、いつ時点で株式を保有していれば株主総会の議決権や配当金の権利が付与されるのかが分かりやすい。特に多数の銘柄を保有する株主にとっては、決算日さえ把握していれば、別途基準日を確認する手間が不要であることを便利に感じる場合もあると思われる。また、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い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

#### ア. 「株主確定」のコストについて

上場会社では、基準日を定めた場合、証券保管振替機構（以下「機構」という）から株主名簿管理人に対して当該基準日時点の株主の情報を含んだ総株主通知が通知され、これに基づき株主名簿を更新することで権利株主が確定できる（振替法151条、同152条）。

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。

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、議決権行使基準日を決算日以外に設定したとしても議決権と期末配当の基準日を同一に設定する限り、株主確定コストが増加することはないと思われる。

#### イ. 「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（つまり、発送コストが合理化されている）。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）

対話促進研究会報告書では、決算日から招集通知を発送するまでの期間について、諸外国と比べてわが国では素早い対応をしているということが確認されている（対話促進研究会報告書67頁）。加えて、コーポレートガバナンス・コードの適用後、招集通知の発送前ウェブサイト掲載が急増しており、決算日から議案を公表するまでの期間はさらに早まっていると考えられる。

他方、わが国では決算日を基準日としているため、決算日から総会日までの期間が諸外国と比べて短くなってしまいう結果をもたらしている。つまり、いくら急いで招集通知を公表しても、結局のところ、多数の機関投資家等は非常に限定的な期間で議案を検討し、議決権行使を済ませなければいけないという状況に陥っている。電子化促進研究会でのICJ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54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。ICJ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と（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）、また、同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週間程度要するとされていることに留意が必要である（電子化促進研究会報告書78頁）。

なお、わが国の株主総会が6月下旬に集中しているという状況そのものが、投資家の議案検討の負荷を高めている要因と指摘されるが、この点について、対話促進研究会報告書では、集中そのものの解消より、各企業や投資家が十分な検討・対話の期間を確保する方策を検討することが重要との認識が示されている（対話促進研究会報告書75頁）。

#### ④ エンプティボーディングの問題（基準日から総会日が3ヶ月もある問題）

わが国では、基準日株主が行使できる権利は基準日から3ヶ月以内に行使するものに限定されている（会社法124条2項）。期間が定められた背景としては、「決算、監査及び総会招集に要する期間として必要な期間に合わせたものである。」と解説されている（前田庸「会社法入門 第12版」有斐閣354頁）。

他方、総会日と基準日との間に3ヶ月という期間が存在することについては、「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。株主総会の意思決定が総会日現在の株主の利益に反するおそれがある」との問題提起（いわゆるエンプティボーディングによる決議の歪みに関する指摘）がなされ、海外機関投資家からも、議決権行使の3ヵ月前までに株主登録をすることとなっているのは長すぎて議決権を有する投資家層を適切に反映できないので、この期間を短縮すべしといった意見が寄せられたとされている（対話促進研究会報告書80頁）。

しかし、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合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、エンプティボーデ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。エンブ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

### ア. 予想配当金額に基づく権利落ちの問題

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82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に、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に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。

### イ. 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ことになっており（④のエンブティボーティングの問題）、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、ア.と同様に、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、基準日の前に配当額を決定できるのかという問題は残っている。単元未満株式の買取請求等によって企業が有する自己株式数は日々変動しており、基準日を設けて自己株式数を確定しない限り、帳簿価額の総額（会社法454条1項1号）が決定できないおそれがあるが、この点は後述する（4.（2）④イ.参照）。

#### ウ. 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。特に変更初年度においては個人株主からの問い合わせも想定され、対応や周知に要する会社側の負担も考慮する必要がある。一方、投資家としては、長期運用の視点から配当金の受取時期が遅れても特段問題ないという指摘がなされており（株主総会のあり方検討分科会（第5回）議事要旨）、また、そうした実務が定期的に行われる限り、株主に特に不利益があるわけではないという有力な見解もある（田中亘「定時株主総会はなぜ六月開催なのか」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理念 上巻』475頁）。

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）も検討が必要となろう。

#### ⑥ 経営トップの選任時期について

わが国では、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便宜的な対応は見られる。

#### 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（平成28年全株懇調査43. 提示株主総会前の有価証券報告書の提出）。実施

企業が少ない背景として、有価証券報告書の総会前提出があくまで任意であることや、総会前提出（特に議決権行使に用いることができる程度に早期のタイミングでの提出）のためには、会計監査人の監査日程を含めた作成スケジュールの前倒しが必要なことが考えられる。

対話促進研究会報告書では、企業側として、有価証券報告書の内容自体は株主総会の開催日前に準備を終えている場合があるものの「招集通知の発送のタイミングに合わせる形での早期作成は実務上困難」であるとされている（総会前提出会社における提出時期は、「総会前日～数日前まで」が9割弱を占めている）。さらに、機関投資家サイドの実態としても、「総会前の厳しいスケジュールの中で、多くの企業に投資している投資家が膨大な有価証券報告書を読み込むことは難しく、むしろ事後的な分析に使う投資家がいるということではないか。」と指摘している。加えて、現実的な対応として「仮に有価証券報告書の情報の中で総会前に出すことが有益な情報があればその部分だけを出すこと」が示されている（対話促進研究会報告書48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。また、そのような日程であれば、会計監査人等の監査スケジュールを調整することも比較的容易になると思われる（対話促進研究会報告書でも、有価証券報告書を総会前に開示するためには、現在の株主総会日の後ろ倒しも含めた総会スケジュールの見直しが必要とされている（対話促進研究会報告書48頁））。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。

また、対話促進研究会報告書では会社法、金商法の各監査報告書の作成時期の違いによる後発事象の取扱いにより、株主・投資家への混乱を招く可能性があることについて、双方の監査の実質的な一元化を図る方向で検討を促しているが（対話促進研究会報告書35頁、同119頁）、招集通知と有価証券報告書の作成タイミングを近づけることができれば、そうした課題の対処としても一定の効果があるのではないだろうか。

### (3) 基準日を変更する場合の選択肢

現在の「決算日＝基準日」をとりまく主要論点は以上のとおりである。以下では、これらを踏まえた具体的な選択肢について検討していきたい。

① 考えられる選択肢

定時株主総会の議決権と期末配当の基準日、株主総会日の設定について、現在の実務を変更する場合、これまで見てきた主要論点を踏まえて選択肢を検討する必要があると思われる。

特に、投資家の議案検討期間（企業にとっては投資家との対話のための期間）がどの程度伸長できるかという点はポイントとなる。

対話促進研究会報告書では、米国の実務を参考に現状の実務の課題に対応する考え方としていくつかの選択肢が示されている（対話促進研究会報告書80頁、同83頁）。

■「議決権の基準日（および株主総会日）」として示された考え方

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。

上記の考え方を採用する場合、基準日と総会日との間は約2ヶ月に短縮される。また、株主総会日が概ね1ヶ月後ろ倒しで開催されることになるため、招集通知の公表時期から総会日までの期間もより長く確保でき、投資家の議案検討期間は伸長される。なお、「Ⅲ 株主提案権制度のあり方」の株主提案権行使期限（総会日の8週間前。会社法303条、同305条）の問題が是正されれば、議案の確定時期も早まり、投資家の議案検討期間をさらに伸長できる可能性がある。

■「配当の基準日」として示された考え方

議決権の基準日を株主総会の開催日から2ヶ月前に変更したうえで、  
ア. 議決権の基準日と同じとする（後記【図表Ⅱ-3-1】のパターンB）  
イ. 株主総会以後に基準日を設定する（後記【図表Ⅱ-3-1】のパターンC）

上記のア. を採用する場合、議決権の基準日と配当の基準日が同日になり、株主総会関係書類と配当関係書類を同封して株主に送付できるため、現在の実務と同様に、書類送付にかかるコストを抑えることができる（前記（2）②イ. 参照）。一方で、現行制度では法定書類作成のために決算日時点の株主名簿を確定させる必要があると考えられ、株主確定に係るコストは増加する（前記（2）②ア. 参照）。

また、上記のイ. を採用する場合、議決権の基準日を変更して得られるメリットに加え、配当金に関する課題を解決し、配当金の基準日と支払時期の関係を諸外国と同様にできる。しかし、基準日が複数になりコストが大きく増加するとともに、配当金の支払時期が大幅に遅くなる懸念がある。

なお、剰余金の配当を取締役会で決議できる場合は、議決権の基準日と定時株主総会日程のみ変更し、剰余金の配当の基準日と支払時期は従来同様とすることも可



能である（後記【図表Ⅱ－３－１】のパターンA）。この場合、株主名簿は2回確定する必要があるが、決算日を株主確定日として総株主通知を受けることができる（前記（２）②ア．参照）。また、中間配当制度を導入している場合に、中間配当の基準日・支払時期を検討する必要もない（前記（２）⑤ウ．参照）。

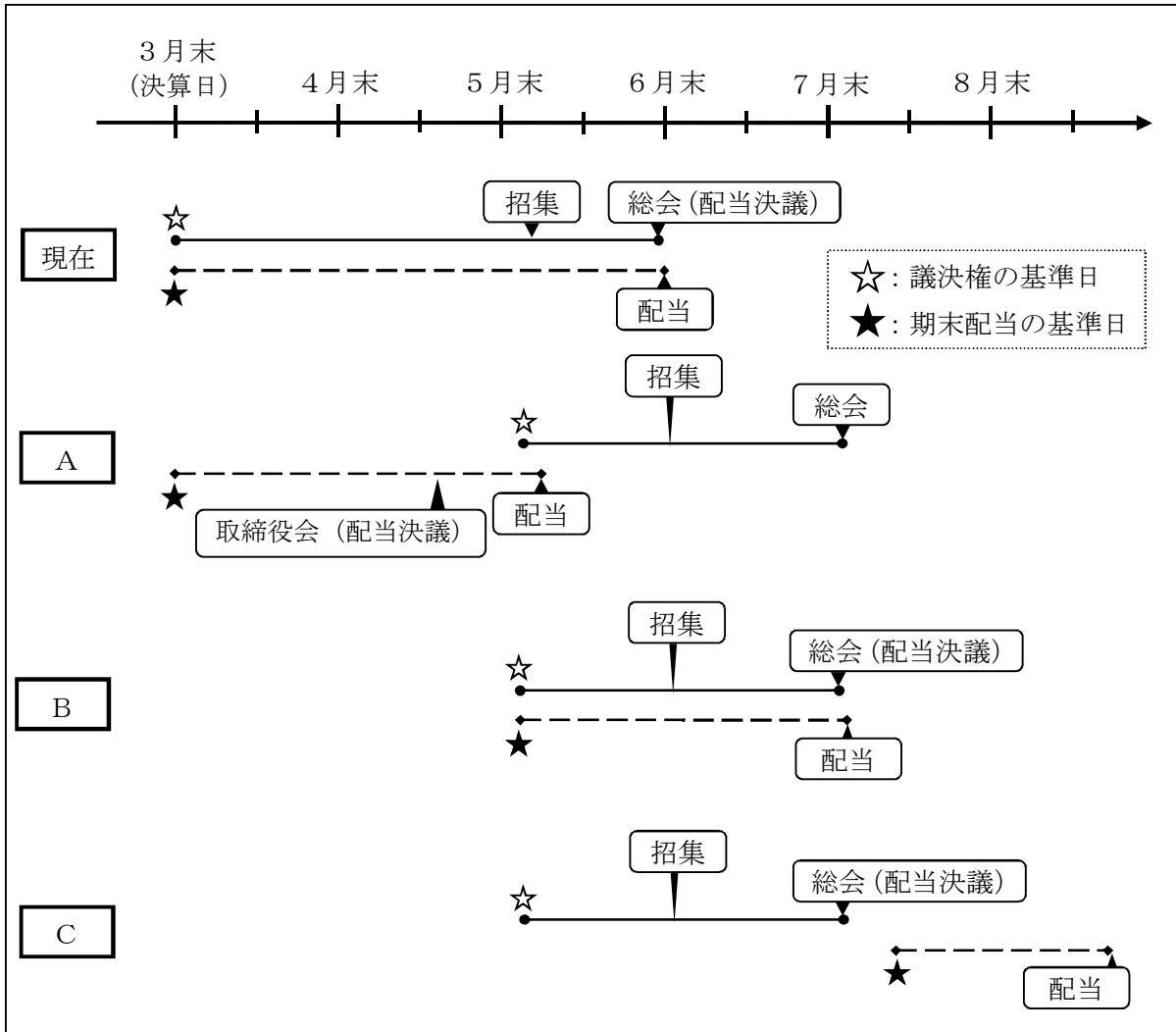
② 各選択肢のスケジュールイメージ

以上を踏まえ、3月決算を前提に、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）をそれぞれ分けて整理すると、【図表Ⅱ－３－１】および【図表Ⅱ－３－２】のようになる。

【図表Ⅱ－３－１ 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Ⅱ－３－２ 各基準日のパターンのスケジュールイメージ】



【図表Ⅱ－３－２】で示した選択肢は、いずれに変更しても機関投資家の議案検討期間の確保やエンプティボーティングの問題を改善することができる。ただし、パターンAは、配当の決定を取締役に授権できる旨の定款変更を行っている企業が、全体の4割弱に留まっていること（「平成28年全株懇調査89. 剰余金の配当等（1）剰余金の配当等の取締役会授権に関する定款規定の有無」参照）から一般的な選択肢とは言い難く、また、パターンCは株主名簿の確定が2回必要なので、パターンBとの比較ではコスト面での優位性が低い。

#### 4. 基準日変更の実務の検討

前記3. のとおり、3月決算会社が基準日変更を行う場合の選択肢としてA、B、Cの3つのパターンがあるが、ここでは、議決権と配当の基準日とともに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等を検討する。

##### (1) 基準日変更の手続とスケジュールの概観

###### ① 定款変更

基準日変更に際しては、定款変更が必要となる。変更を要するのは、定時株主総会の招集時期、定時株主総会の基準日および剰余金の配当の基準日に係る規定である。

パターンBを採用する場合、定時株主総会の招集時期は「毎年7月」に変更する必要がある（8月上旬に開催する予定であるときは「毎年8月」に変更することが考えられる。あるいは、「毎年7月下旬から8月上旬」とすることでもよいと考えられる）。また、定時株主総会の基準日も「5月31日」に変更することになる。次に、剰余金の配当の基準日も期末配当について「5月31日」に変更することになるが、中間配当の基準日については5月31日を起点として6ヶ月後の「11月30日」とするか、「9月30日」のままとするかは検討を要する。会社法上、「取締役会設置会社は1事業年度の途中において1回に限り取締役会の決議によって中間配当をすることができる旨を定款で定めることができる」（会社法454条5項）と規定されており、中間配当の基準日を期末配当の基準日から6ヶ月後に設定しなければならない法的な制約はないからである。

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だろうか。

【図表Ⅱ－４－１ 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

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。

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</u> 月にこれを招集し、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</u> 月にこれを招集し、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)	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。</u>

※ 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

基準日変更に際しては、定款に加えて株式取扱規程も変更する必要がある。単元

未満株式の買増制度を採用している場合、株式取扱規程に買増請求の受付停止期間が規定されている。これは機構が株主確定日の前営業日から起算して10営業日前の日から株主確定日までの日の間を取次停止期間と定めていることによるものである(業務規程施行規則97条1号)。パターンBを採用して基準日変更を行う場合、5月31日が株主確定日になるため、買増請求の受付停止期間に関する規定を変更する必要がある。また、前述のとおり中間配当の基準日を9月30日から11月30日に変更する場合は、11月30日を株主確定日に加える変更をあわせて行う必要がある。

【図表Ⅱ-4-2 株式取扱規程の変更案】

(下線部は変更箇所を示す)	
現行	変更案
<p>(買増請求の受付停止期間)</p> <p>第21条 当社は、毎年次に掲げる日から起算して10営業日前から当該日までの間、買増請求の受付を停止する。</p> <p>(1) 3月31日 (新設)</p> <p>(2) 9月30日 (新設)</p> <p>(3) その他機構が定める株主確定日等</p> <p>2 前項にかかわらず、当社が必要と認めるときは、別に買増請求の受付停止期間を設けることができるものとする。</p>	<p>(買増請求の受付停止期間)</p> <p>第21条 当社は、毎年次に掲げる日から起算して10営業日前から当該日までの間、買増請求の受付を停止する。</p> <p>(1) 3月31日</p> <p><u>(2) 5月31日</u></p> <p><u>(3) 9月30日</u></p> <p><u>(4) 11月30日</u></p> <p>(5) その他機構が定める株主確定日等</p> <p>2 (現行どおり)</p>

※ 3月31日、9月30日についても株主確定日であることを前提としている。

### ③ 関係機関への通知

#### ア. 証券取引所

定款変更を行う場合、東京証券取引所はその内容をただちに開示することを求めている(上場規程402条(1)an)。また、定款変更の内容を開示する場合はあらかじめ証券取引所に説明するものとしている(上場規程413条)。基準日の変更に係る定款変更を行う場合は、その内容や変更理由等を証券取引所に説明することとなる。

#### イ. 機構

機構は基準日の定めに係る定款変更を行った場合、その内容を通知することを

求めている（業務規程 12 条 1 項、業務規程施行規則 6 条および別表 1）。通知する事項は定款変更の効力発生日、変更後の定款に定める基準日および基準日時点の株主が行使できる権利の内容（例：剰余金の配当）である。

④ 株主等への周知

基準日変更に伴い、定時株主総会の開催が 6 月から 7 月に変更になり、期末配当の支払開始も同様に変更になるため、株主への周知を図り混乱が生じないよう留意する必要がある。周知方法としては自社ウェブサイトでの告知のほか、基準日変更を実施した定時株主総会に係る決議通知を送付する際に周知を図る方法や中間配当時に周知を図る方法等が考えられる。

⑤ 基準日変更に係るスケジュール

基準日変更に係るスケジュールをまとめると【図表Ⅱ-4-3】のとおりである。

【図表Ⅱ-4-3 基準日変更に係る日程例（パターン B の場合） ～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	決算日、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	中間決算日、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	決算日	
	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	
	9 月末	中間決算日	
X + 2	1 1 月末	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から 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、定時株主総会の日から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ICJ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

機構は一定の事由が生じたときに総株主通知を行う旨を定め（業務規程144条）、株主の権利に係る基準日は総株主通知を行う事由に該当する。現在の実務では決算日が議決権および期末配当に係る基準日であるため、決算日を株主確定日とした総株主通知が行われるが、基準日変更を行った場合は決算日が議決権および期末配当に係る基準日でなくなり、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いことになる。

一方、事業報告、有価証券報告書、株主総会参考書類やコーポレートガバナンス報告書等の各種開示書類には決算日時点の株式の状況や大株主の状況の記載が求められる。例えば、事業報告では当事業年度の末日（＝決算日）における大株主上位10名の氏名または名称、その有する株式数および持株比率の記載が求められる（施行規則122条1号）。また、有価証券報告書でも当事業年度末現在の大株主の状況を記載することが求められている（開示府令第3号様式 記載上の注意(25)）。このため、決算日が基準日でなくなった場合においても、なお決算日を株主確定日とする必要があるように思われる。

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。

なお、パターンAの場合は、決算日が配当基準日であることから、決算日現在の株主名簿はこれまでどおり確定されるので、このような問題は生じない。

## 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から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必要があるため、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

### ア. 配当金支払スケジュール

配当金支払スケジュールを作成するうえで配当金支払開始日（効力発生日）は最も重要な要素である。通常、剰余金の配当を株主総会で決議する場合、効力発生日はその翌営業日になる。

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（全国株懇連合会編「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。

一方、剰余金の配当を取締役会で決議する場合には株主総会招集通知の発送時に配当金関係書類を同封し、配当金支払開始日（効力発生日）を発送日の翌営業日とすることも考えられる。この場合、パターンA（議決権の基準日を5月末、配当の基準日を3月末、株主総会日を7月末頃とするパターン）を採用すれば現行の配当金支払スケジュールの変更は不要である。ただし、議決権と配当の基準日が異なるために、配当金関係書類を招集通知等の株主総会関係書類と同封することができず、郵送コストが倍増するなどの影響がある。

### イ. 実務上の留意点

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。ところで、取締役会決議で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。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。あるいは、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。

次に、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(【図表Ⅱ-4-4】では概ね半月程度前倒しの日程としている)。このため、配当計算に必要な情報は早めに準備する必要が生じる。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税地は個々の会員の住所地の都道府県となることから、あらかじめ持株会に関する事務の委託先(証券会社が多いと思われる)から地方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、外国居住の株主のうち軽減税率の適用を受けることができる株主は、常任代理人を通じて発行会社(株主名簿管理人)に「租税条約に関する届出書」を提出するが、配当計算に間に合うタイミングで提出されなかった場合、配当金支払時に軽減税率の適用を受けることができない。そのため、後日差額の還付手続を行う株主が増加することも考えられる。配当金支払事務に支障が生じないよう、常任代理人が「租税条約に関する届出書」を配当に係る基準日後、可能な限り早期に提出することが望まれる。

【図表Ⅱ－４－４ 剰余金配当の日程例（株主総会決議による剰余金の配当を実施する場合）～パターンBの場合（3月決算会社が議決権および配当基準日を5月末として7月に定時株主総会を開催する場合）～】

現行			変更後		
月	日	内容	月	日	内容
3月	31日	決算日（基準日）	3月	31日	決算日
4月	中旬	租税条約に関する届出書 （株主⇒会社（株主名簿 管理人））	4月		
5月	上旬	配当関係書類の作製 ・配当金領収証 ・配当金計算書	5月		
	中旬	取締役会決議（配当議案 確定）			
	中旬 ～ 下旬	配当計算（株主名簿管理 人）		31日	基準日
6月	上旬	配当金支払事務委託 契約締結	6月	上旬	取締役会決議（配当議案確 定）
	上旬	株主総会招集通知発送		中旬	租税条約に関する届出書 （株主⇒会社（株主名簿管 理人））
				中旬	配当関係書類の作製 ・配当金領収証 ・配当金計算書
	下旬	租税条約に関する届出書 （会社⇒所轄税務署）			
	下旬	定時株主総会 【配当金額の決定】			
	下旬	配当金支払開始			
7月			7月	上旬	株主総会招集通知発送（※） 配当計算（株主名簿管理人）
				中旬	配当金支払事務委託 契約締結
				下旬	租税条約に関する届出書 （会社⇒所轄税務署）
				下旬	定時株主総会 【配当金額の決定】
				下旬	配当金支払開始

※ 株主総会招集通知の発送時期等については株主名簿管理人およびICJ（議決権電子行使プラットフォームを利用する場合）と事前に調整する必要がある。なお、取締役会決議（配当議案確定）の時期は、念のため、基準日後に行うこととしている。

## ⑤ その他の留意点

### ア. 株主への周知

基準日の変更のための定款変更を決議した後、基準日変更の事実を株主に周知する方法として、決議通知が考えられる。また、有価証券報告書には「提出会社の株式事務の概要」に議決権の基準日、剰余金の配当の基準日を記載することから、翌年以後は基準日に変更となる旨を記載して投資家に周知することが考えられる。

また、中間配当関係書類を送付するタイミングで中間報告書を株主宛に送付する場合は、「トピックス」として次回より基準日に変更になる旨を説明したり、「株主メモ」欄で言及することなどが考えられる。さらに、念には念を入れる意味で、決算日が到来する一定期間前に、基準日の変更について任意開示を行って周知することも考えられる。

なお、「会社四季報」等の投資情報専門誌、証券会社での顧客向け情報提供や各種ウェブサービスなど証券関係者等が、投資家に混乱が生じないよう情報提供の方法を工夫することを期待したい。

### イ. 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には、配当基準日と同様に、株主優待の権利確定日をどうするか、検討することが考えられる。ただし、必ずしも株主優待の権利確定日を配当基準日にあわせる必要はないため、従来どおり決算日（3月31日）や期央（9月30日）を権利確定日とすることも問題はない。

### ウ. 有価証券報告書の提出時期

投資家から見れば、有価証券報告書は、詳細度や鮮度という点で事業報告や計算書類等よりすぐれていて、事業のリスク等の経営戦略的な記載等のように有価証券報告書のみに記載されている情報があり、株主総会の前に株主に提供されると対話や議決権行使に資することが指摘されている（対話促進研究会報告書48頁）。有価証券報告書を株主総会の前に提出する場合、このメリットを踏まえると少なくとも株主総会招集通知発送のタイミングで提出することが効果的であると考えられるが、これは従来どおりの提出日程とほとんど変わらないものと思われる。

### エ. ストックオプションの行使制限期間

機構は新株予約権の行使請求を取り次がない日として、新株予約権行使により交付される振替株式に係る株主確定日およびその前営業日を定めている（業務規程施行規則285条）。ストックオプションを発行している場合、現在も株主確定

日の直前は権利行使を受け付けない取扱いとしているが、基準日を変更する場合には新たに株主確定日となる議決権および配当基準日の直前も権利行使を受け付けることができないため、新株予約権者に周知を行う必要がある。あわせて、株主確定日直前の行使制限が付与（割当）契約書にも規定されている場合には、基準日変更に際して当該規定の見直しにも留意する必要がある。

#### オ. 法人税の申告

前記3.(1)②のとおり、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ヶ月以内に開催するための制約とはならないという見解が有力である。通常、会計監査人設置会社であれば、無限定適正意見（計算規則126条1項2号イ）があることなどの一定の要件を満たせば、取締役会の決議で計算書類を確定することができ（会社法439条、計算規則135条）、これに基づいて税務申告を行うことができるからであるが、仮にこの承認特則規定の要件を満たさず、定時株主総会で計算書類の承認を受けなければならなくなった場合についても、当該株主総会の開催時期が株主との対話促進の観点から相当な時期と認められるときは「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。この点、電子化促進研究会報告書82頁の注62において、株主総会時期の見直しに伴う法人税の確定申告期限の延長の申請がなされた場合、対話促進の観点を踏まえた申請であり、かつ、他の法人税法の規定や申告期限を基準とした税務手続等との整合性をも踏まえて相当と認められる延長期間であれば、当該申請は認められ得ることを国税当局から確認している旨の記載がある。

#### カ. 7月に株主総会を開催することによる留意点

基準日変更に伴い7月に株主総会を開催する場合、開催時期に特有の事象として追加で留意すべき事項がある。まず、6月開催と比較して気温が高いことが想定できるため、気温が高いことへの対応に取り組む必要がある。震災時に推進された節電にも配慮しつつ、来場株主には熱中症対策、総会会場の適切な空調温度の設定や体調を崩す株主が現れた場合の対応方針を講ずる必要がある。加えて、会場案内の係員（特に屋外に配置する場合）にも熱中症対策が求められる。従来から夏季に定時株主総会を開催している4月決算会社や5月決算会社の株主総会運営に学ぶところが多いのではないだろうか。

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、適切な会場の確保といった課題もあろう。平成28年4月からのジュニアNISAの開始に伴い、今後は未成年の株主が増加することが想定されるが、株主総会開催時期

が学校等の夏季休暇と重なる場合、未成年者の来場が増加することも懸念される。法定代理人と一緒に出席することが想定されるため、会場問題がより深刻になる恐れもある。

さらに、株主総会運営では株主に対して基準日変更を行った理由等を説明することに加えて、株主からの質問も想定されるため想定問答の準備も求められる。第一四半期決算の内容が確定または公表される時期と株主総会が重なることも想定されるため、株主総会開催時点で当該決算内容が未公表であれば株主からの質問が想定される一方で、公表済の場合は四半期決算の内容を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し7月に定時株主総会を開催するようになれば、現在の6月総会の集中日開催が7月総会の集中日開催として問題が再燃する可能性もある。集中日開催の問題を回避するためには、8月に定時株主総会を開催することも検討すべきであろうし、4月末等を基準日として7月上旬や中旬に定時株主総会を開催するという選択肢も検討すべきであろう。

### 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

わが国における株主提案権制度は、「制度上株主が自らの意思を総会に訴えることができる権利を保障することにより、その疎外感を払拭し、経営者と株主あるいは株主相互間のコミュニケーションをよくして、開かれた株式会社を実現しようとする」（稲葉威雄「改正会社法」金融財政事情研究会131頁）ことを目的として、昭和56年商法改正で導入された。対話促進研究会報告書で「株主提案権は、株主の意向を反映するための重要な方法として、適切に活用されることが重要である」（同報告書132頁）と指摘されているように、今日においても株主が会社の経営に関与するための重要な権利であると認識されており、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードが浸透するにつれ、対話のツールとしての重要性は今後より一層高まっていくことが期待される。

一方で、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も増加している。

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、対話促進研究会報告書が「株主提案権が（株主の共益権として）有効に機能するための適切な行使のあり方等について、現在の行使状況や諸外国の状況も参考にしつつ、今後、実務的な検討が行われることも重要である」（同報告書132頁）と指摘していることも踏まえ、わが国の株主提案権制度を諸外国の制度を参考にみつめ直して、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。

諸外国の例としては基準日と同様に米国および英国を取り上げることとし、まず2. でそれぞれの株主提案権に係る法制度や利用状況を概観し、次いで3. でわが国において株主提案権が行使された場合の実務対応を確認した後、4. ではこれらを踏まえて対話の観点からわが国の株主提案権制度の何が問題となっているのかを整理し、あるべき制度の姿を検討していく。

なお、わが国では、①議題提案権（株主総会の目的事項の追加を求めることができる権利、会社法303条）、②議案提案権（株主総会の目的事項につき議案を提出する権利、会社法304条）、③議案要領通知請求権（議案の要領の招集通知への記載を求める権利、会社法305条）をあわせて株主提案権としているが、株主総会当日にその会場において議案を提出するという性格の②についてはここでは取り上げない。

## 2. 外国の諸制度との比較

### (1) 日本の法制、株主提案権の利用状況

#### ① 日本の法制

##### ア. 手続面

公開会社かつ取締役会設置会社の場合、定款で要件を緩和した場合を除き、株主提案権を行使するには総株主の議決権の1%以上または300個以上（定款で引き下げ可）の議決権を6ヶ月前（定款で短縮可）から継続して保有していることを要する（会社法303条、305条）。

権利行使は、株主総会の日から8週間前まで（定款で短縮可）に行う必要がある。

提案文字数については、法律上特段の上限は定められてはいない。もっとも、株主総会参考書類に提案の全部を記載することが適切ではない分量を会社が自主的に定めることはでき（施行規則93条1項）、旧商法で規定されていた400字という基準を引き続き定めている会社も多い。また、提案理由が明らかに虚偽である場合、専ら人の名誉を侵害または侮辱する目的によるものと認められる場合には、株主総会参考書類への記載を要さない。

##### イ. 内容面

一定の事項を株主総会の目的とすることを請求する権利である以上、提案内容は株主総会の目的事項に関するものでなければならない。取締役会設置会社では、株主総会で決議できる事項は会社法に規定する事項または定款で定めた事項に限られるが、特に業務執行に係る内容を定款変更議案として提案してきた場合の取扱いが問題となる。後で述べるように、取締役会制度の趣旨に照らして不適法ではないかという議論もあるものの、実務的には定款変更という形式的な要件を満たしていれば提案を取り上げざるを得ない状況となっている。

株主総会の目的事項とすることができるものであっても、当該提案が法令または定款に違反する場合は、会社は提案を拒絶することができる（会社法305条4項）。また、実質的に同一の議案につき、株主総会において10%以上（定款で引き下げ可）の賛成を得られなかった日から3年を経過していない提案も同様である（会社法305条4項）。ただし、実質的に同一かどうかの判断は難しいところもあり、実務的には異なる提案として取り上げざるを得ない場合も多い。

なお、株主提案権についても民法の一般原則である権利濫用法理の制約を受けると解され、これを認める裁判例もあるが、実務上は権利濫用の該当性の判断について慎重にならざるを得ない。

#### ② 日本における利用状況

過去5年間に行使された株主提案の件数（議案数ではない）をみると、平成23

年が27社31件、平成24年が38社50件、平成25年が34社45件、平成26年が30社43件、平成27年は44社56件となっており、漸増傾向にあるといえる（商事法務研究会編「株主総会白書」旬刊商事法務2085号、2051号、2016号、1983号）。

例年、電力会社において原発反対株主からの社会的または政治的目的による株主提案が続いているほか、電力会社以外でも同一の株主によると思しき連続提案が行われている事例が目立つ。また、数年前には1名の個人株主が100もの提案を行った例をはじめ、1人または複数の個人株主が多数の提案を行っている実態もあるとされている。平成28年全株懇調査によると、提案権を行使した株主の属性は「その他個人株主」が最も多く、また1件当たりの提案議案数は「2個」に次いで「5～10個」に多くの回答が集まる結果となっている。

提案内容として最も多いのは定款変更議案である。形式的な要件を満たしていれば提案内容が法令または定款に違反しない限り株主提案として取り上げざるを得ないという事情から、本来であれば株主総会の議案になじまない提案を付議可能な体裁に整えるために定款変更が利用されることが多いとされる。なお定款変更議案の賛成率は総じて高くないものの、多くの賛成を集める提案も一部出てきている。具体的には、剰余金の配当等の決定を取締役会の専権事項としている会社で株主総会でも決議できるよう求めるものや役員報酬の個別開示などで、議決権行使助言会社が賛成推奨をしていることもあって、3分の1を超えるような高い賛成率を得ている事例が存在する。

前述した電力会社における提案以外の提案では、増配型提案や役員を選解任を内容とする提案が目立つ。

## (2)米国の法制、株主提案権の利用状況

### ① 米国の法制

米国において株主提案を行う場合、SEC Rule 14a-7に基づき、提案株主自らの費用負担において委任状勧誘資料を全株主に対して送付するよう会社に請求するか（いわゆる委任状合戦）、SEC Rule 14a-8に基づき、会社の委任状説明書(proxy statement)に自己の提案を記載し、委任状行使書(proxy card)に賛否・棄権の欄を設けることを要求することとなるが、ここでは後者を取り上げる。

米国の株主提案権制度は、SECルールで手続および内容の両面について詳細な規定が置かれていることに加え、ノーアクション・レター制度により解釈の明確化が図られている点に大きな特徴がある。

### ア. 手続面

株主提案権を行使できる株主は、議決権付株式を1%以上または市場価格で



2, 000ドル以上を保有する株主に限られる。

保有期間については、提案時まで1年以上継続保有しており、かつ、提案時から株主総会までの継続保有が必要とされる(14a-8(b))。なお、提案時から株主総会までの継続保有を約する書類をあわせて会社に提出する必要があるが、株主がこの約束に反した場合、以後2年間は株主提案を行うことができない(14a-8(f)(2))。

提案の数は、株主1人につき各株主総会あたり1つまでで(14a-8(c))、単語数は関連文書も含めて500単語を超えてはならない(14a-8(d))。一見1つの提案に見える場合であっても、実質的に複数の提案を含んでいるような提案は認められない。

提案期限については、原則として、前年における委任状説明書の発送日を基準として、その120日前までになされる必要がある(14a-8(e))。

これらの手続に瑕疵がある場合、提案期限超過といった回復できない瑕疵の場合を除き、会社は提案受領後14日以内に当該瑕疵を治癒するよう通知する必要があり、通知から14日以内に瑕疵が回復されなければ当該提案を取り上げないことができる(14a-8(f))。

#### イ. 内容面

提案の内容面で会社が委任状説明書から株主提案を除外できる事由として、以下の13項目が規定されている(14a-8(i))。

- ① 州会社法上不適切な提案
- ② 法令違反となる提案
- ③ 委任状規則違反となる提案
- ④ 個人的な不満 (personal grievance) や自己の利益 (special interest) に関する提案
- ⑤ 会社の事業に重要な関係を持たない提案
- ⑥ 会社の実施権限がない提案
- ⑦ 通常の事業運営 (ordinary business operations) に関する提案
- ⑧ 取締役選解任提案
- ⑨ 会社提案と対立する提案
- ⑩ 実質的に実施済みの提案
- ⑪ 同一の総会において他の株主により先になされた提案と重複する提案
- ⑫ 過去5年以内になされ、一定の賛成を得ていないものと実質的に同一の提案
- ⑬ 配当の具体的な額に関する提案

米国では、会社経営は取締役会の権限であって株主は直接会社を経営する権限

を有さないという原則があることから、会社経営に関して会社や取締役会を拘束するような内容の株主提案は①に抵触するものとして認められないとされる。他方、拘束力がなく、単に一定の行動の検討を推奨または要請するに過ぎない提案は、他の除外事由に該当しない限り認められるため、実際の提案は多くがこのような形式を採っている。

もっとも、会社の経営とは必ずしも関連性がないような社会的問題のようなものまですべて取り上げざるを得ないとなると会社経営に支障をきたすおそれがあるため、⑤のように経済的な重要性を有しないものを原則除外することができる基準や、⑦のように取締役会の専決事項である通常業務を除外するための基準が設けられていることでバランスが図られている。

なお、⑧取締役選解任提案や⑨会社提案と対立する提案が除外されるのは、取締役選任のような会社の支配に関わる提案については委任状勧誘規則に従って委任状合戦を行わせる趣旨とされ（黒沼悦郎「株主の選挙提案を認めるSEC規則の無効化」旬刊商事法務1974号57頁）、このような提案を行おうとする株主はSEC Rule 14a-7に則って自ら費用を負担して委任状勧誘を行うことになる。

#### ウ. その他

提案株主（代理人を含む）は、総会へ出席して説明を行わなければならない、正当な理由なく欠席した場合、以後2年間株主提案を行うことができない（14a-8(h)）。

会社は提案を排除する場合、最終の委任状説明書をSECに提出する80日前までに、提案を取り上げない理由を、それを支持する弁護士意見を添付してSECへ提出するとともに、その写しを提案株主に提供しなければならない（14a-8(j)）。この提出に先立ち、SECに対して「ノーアクション・レター」を申請することができる。これは、当該株主提案を排除した場合にSECに対して制裁発動を勧告するか否か（no-action）の見解をSECスタッフに求めるもので、あくまで非公式な手続（informal procedure）で法的拘束力はないとされるが、実務上は大きな影響を与えている。

会社が提案を取り上げることとなった場合、会社の作成する委任状勧誘資料には、原則として提案株主の氏名と住所、持株数が記載される（14a-8(1)）。

#### ② 米国における利用状況

米国では伝統的に株主提案が盛んに行われている。2015年に付議されるに至った提案数は年間約500件あり、それ以外にも提案の約4割が交渉の結果付議されるに至らず取り下げられたというデータもあり、相当数の提案が行われているこ

とがうかがえる。

提案内容も、社会的・政治的なもの、報酬に関するもの、その他ガバナンスに関するもの（例：取締役会議長とCEOの分離）など多岐にわたっているが、最近の特色としてはProxy Accessに関する提案が目立つことがあげられる。

前述のように、取締役選解任議案は会社の委任状説明書には記載できないとされている。2010年、3%以上の議決権を3年間継続して保有する株主に対し、取締役会の定員の25%までの候補者を指名する提案を会社の委任状説明書に記載することを許容するProxy Access 制度（SECRule 14a-11）が一旦は制度化されたが、経済界の反対にあって2011年には無効とされた。しかし、同時に提案されていた14a-8(i)(8)の改正である「株主の指名権に関する定款・付属定款の改正を求める株主提案を、会社が同条項を根拠に会社の委任状資料から除外することをやめさせること」は取り消されずに施行されたため、定款変更によりProxy Access を実現しようとする株主提案が増加している（2015 Proxy Season Review S&C）。

### (3) 英国の法制、株主提案権の利用状況

#### ① 英国の法制

英国における株主提案権は、2006年英国会社法で定められている。なお、以下は公開会社（public company）を前提とした記載である。

#### ア. 手続面

定時株主総会（annual general meeting）において株主提案権を行使できる株主は、総議決権の5%以上または1人平均100ポンド相当以上の株式を有する株主100人以上とされている（英国会社法338条）。なお、100ポンドの計算は額面（nominal value）で行うため、市場価格によっては実際に要件を満たすために大きな資金が必要となる可能性がある。例えば、British Petroleum 社の場合、必要となる株式の市場価格の合計額は最低でも約30万ポンド以上（1人平均約3,000ポンド以上）となる（一般社団法人比較法研究センター「株主提案権の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書」51頁）。

提案期限については、株主総会の6週間前までに行う必要がある。それを過ぎた場合でも招集通知が発送されるまでは可能とされている（英国会社法338条）。なお、定時総会の招集通知は原則として総会日の21日前までに行う必要がある。ただし、通知に係る費用を会社に負担させようとする場合、当該総会に先立つ会計年度末までに提案を行う必要がある（英国会社法340条）。

議案の提案説明書（statement）は1,000単語を超えてはならない（英国会社法314条）。

## イ. 内容面

可決されても無効とされるもの（違法行為を指示するものや定款に抵触するもの）、他人の名誉を棄損する (defamatory) もの、法的根拠を欠いている (frivolous) または嫌がらせ目的 (vexatious) であるものは不可とされている（英国会社法 338 条）。

取締役を拘束 (binding) する内容も勧告的 (advisory) な内容も提案可能だが、拘束的な提案は、多くの場合に取締役会に業務執行権限を与える定款規定に抵触することとなり、75%以上の賛成が必要な特別決議 (special resolution) が要求されることとなるようである。

## ウ. その他

費用負担については、会計年度末までに提案がなされた場合を除いて原則として提案株主の負担となる。総会の6週間前または招集通知発送時までに株主から費用の支払いがない限り、会社は送付する義務を負わない(英国会社法 340 条)。

## ② 英国における利用状況

英国での株主提案権の行使はそれほど盛んではないとされる。とはいえ、2000年から2006年という若干古いデータではあるものの、当該期間における株主提案の数は500件弱であったことを示す文献がある。なお同文献によると提案者の属性としては機関投資家が多く、提案内容の60%以上は取締役選任に関するものであったとされている (SHAREHOLDER PROPOSAL RULES AND PRACTICE: EVIDENCE FROM A COMPARISON OF THE US AND UK)。

【図表Ⅲ－２－１ 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"> <li>・株主総会目的事項でないもの</li> <li>・法令または定款違反</li> <li>・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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・州会社法上不適切なもの</li> <li>・法令違反となるもの</li> <li>・委任状規則違反なもの</li> <li>・個人的な不満や自己の利益に関するもの</li> <li>・会社の事業に重要な関係がないもの</li> <li>・会社の実施権限がないもの</li> <li>・通常の事業運営に関するもの</li> <li>・取締役選解任議案</li> <li>・会社提案と対立するもの</li> <li>・実質的に実施済みであるもの</li> <li>・他の提案者からの提案と実質的に重複しているもの</li> <li>・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じの議案</li> <li>・具体的な配当の額に関するもの</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・可決されても無効なもの</li> <li>・他人の名誉を棄損するもの</li> <li>・法的根拠を欠く、または嫌がらせ目的であるもの</li> </ul>
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

##### ① はじめに

株主提案が形式的に適法に提案されたかに関して確認する事項として、株主確認、書面性の確認、保有議決権数の確認（会社法303条2項、4項、305条1項、3項）、株式保有期間の確認（会社法303条2項、305条1項）、請求時期の確認（会社法303条2項、305条1項）がある。

以下は公開会社かつ取締役会設置会社を前提に説明する。

##### ② 株主の確認

株式取扱規程では、株主が株主提案権（少数株主権等）を行使する場合、本人確認書類の添付と個別株主通知の申出を必要としている場合が多いと考えられる。会社は、本人確認書類の内容と個別株主通知の氏名および住所等を確認する。

#### 【図表Ⅲ－3－1 全株懇の株式取扱規程モデル】

##### (株主確認)

第10条 株主（個別株主通知を行った株主を含む。）が請求その他株主権行使（以下「請求等」という。）をする場合、当該請求等を本人が行ったことを証するもの（以下「証明書類等」という。）を添付し、または提供するものとする。ただし、当会社において本人からの請求等であることが確認できる場合はこの限りではない。

2 当会社に対する株主からの請求等が、証券会社等および機構を通じてなされた場合は、株主本人からの請求等とみなし、証明資料等は要しない。

3 代理人により請求等する場合は、前2項の手続きのほか、株主が署名または記名押印した委任状を添付するものとする。委任状には、受任者の氏名または名称および住所の記載を要するものとする。

4 代理人についても第1項および第2項を準用する。

##### (少数株主権等)

第11条 振替法第147条第4項に規定された少数株主権等を当会社に対して直接行使するときは、個別株主通知の申出をしたうえ、署名または記名押印した書面により行うものとする。

##### ③ 書面性の確認

株式取扱規程により、少数株主権等を会社に対して直接行使する場合は、書面によることを求めているため、株主提案権の行使は書面によることが必要となる（【図表Ⅲ－3－1】参照）。

④ 株主の保有議決権数の確認

株主提案を行った株主は、総株主の議決権の100分の1以上の議決権または300個以上の議決権を有する株主であることが必要となる（会社法303条2項、305条1項）。100分の1以上または300個という割合は、定款でこれを下回る割合を定めることができ、そのような定めをした場合は、その割合となる（会社法303条2項、305条1項）。

また、議決権の数は、議決権を行使することができない株主が有する議決権は算入しないことに注意が必要である（会社法303条4項、305条3項）。なお、保有議決権数は複数株主が共同して提案することで充足させることも可能である。

⑤ 株式保有期間の確認

株主提案を行った株主は、総株主の議決権の100分の1以上の議決権または300個以上の議決権を6ヶ月前から引き続き有する株主である必要がある（会社法303条2項、305条1項）。6ヶ月の保有期間は、請求日から遡って算定される（東京地判昭和60年10月29日金判734号23頁）。

なお、保有議決権数の要件は、株主提案権の行使日と基準日とのいずれか遅い日まで維持する必要がある、6ヶ月間の保有期間内は、常に総株主の議決権の100分の1以上の議決権または300個以上の議決権を維持しなければならないと考えられている。

⑥ 請求時期の確認

株主提案権は、株主総会日の8週間前までに行使する必要がある（会社法303条2項、305条1項）。8週間という期間は、定款でこれを下回る期間を定めることができ、そのような定めをした場合は、その期間となる（会社法303条2項、305条1項）。

株主提案権は「少数株主権等」（振替法154条1項、147条4項）に該当するので、株主が株主提案権を行使する場合には、振替機関（機構）に対し自己が有する振替株式の種類・数等を会社に通知するよう申し出る必要がある（同法154条3項、4項、5項）。株主提案を行った株主は、振替機関から会社に対して個別株主通知がされた後、4週間が経過するまでに権利行使する必要がある（同条2項、振替命令40条）。

(2) 提案内容の実質的な確認

① はじめに

形式的に適法な株主提案権が行使された場合、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することとなる。複数の株主提案があった場合、まず複数の株主提案全体をまとめて適法性を検討し、次に個々の株主提案議案の適法性を考えることとなる。

なお、実務上は、取り上げる株主提案議案の数が多いと、議決権行使書面に賛否の記入欄を記載すること等が困難になる可能性があるので、事前に株主名簿管理人に問合わせる必要がある。ただし、議決権行使書面に記載が困難であることだけを理由に、取り上げる株主提案議案の数を会社の判断で恣意的に減らすことはできないことに注意を要する。

## ② 株主提案全体

株主提案権も私法上の権利であるため、民法の一般条項である権利濫用法理（民法1条3項）が適用される。株主提案権の行使が争われた仮処分事例においても、「株主提案権といえども、これを濫用することが許されないことは当然であって、その行使が、主として、当該株主の私怨を晴らし、あるいは特定の個人や会社を困惑させるなど、正当な株主提案権の行使とは認められないような目的に出たものである場合には、株主提案権の行使が権利の濫用として許されない場合がある」（東京高決平成24年5月31日資料版商事法務340号30頁、以下「裁判例①」という）とされており、株主提案権の行使が権利の濫用として不適法となる場合のあることについては争いが無い。そして、事例判断ではあるが、会社に対して株主提案権を行使した株主が、提案した株主提案を会社に取り上げなかったこと等を理由に、会社に対して損害賠償請求を行った訴訟（東京高判平成27年5月19日金融・商事判例1473号26頁、以下「裁判例②」という）において、株主提案が、「個人的な目的のため、あるいは、控訴人会社を困惑させる目的のためにされたものであって、全体として株主としての正当な目的を有するものではなく、提案議案の個数や会社との話合いの過程を踏まえると、提案株主の態度は「株主総会の活性化を図ることを目的とする株主提案権の趣旨に反するものであり、権利の濫用として許されないものと言わざるを得ない。」そして、株主提案が「前記のような目的に出たものと認められることからすれば、その提案の全体が権利の濫用に当たるものというべきである」と判断され、この事案においては、株主提案権の行使が権利の濫用により不適法であるとされた。

このように、株主提案がなされた目的から、株主提案全体が権利の濫用として不適法とされた事例はある。しかしながら、株主提案権の採否を判断する際に裁判所の判断を仰ぐことはできないため、客観的な事実、証拠から明白に正当な目的でないと判断できる場合を除き、全体を権利の濫用とし、全ての株主提案議案を取り上げない判断をするのは実務上難しいと考えられる。

なお、上記の裁判例において、裁判所が株主提案権の行使の目的を認定した際の



事実としては、「提案議案の数」「提案株主が株主提案に至った背景」「提案議案の内容」「提案株主と会社との話合いの内容」等がある。

### ③ 個別議案

#### ア. 法令・定款違反

法令もしくは定款に違反する議案（会社法305条4項）は、不適法な株主提案とされるところ、仮処分事案（東京地決平成25年5月10日資料版商事法務352号34頁）ではあるが、議案の一部に法令違反があれば当該議案全体が不適法になるとの判断を示しており、また、内容が不明瞭である議案も違法な株主提案となりうることを示している。したがって、議案の一部に法令違反を含む議案や、内容が不明瞭な議案を不適法として取り上げないことが考えられる。

#### イ. 実質的同一性

株主提案権については、実質的に同一の議案につき株主総会において総株主の議決権の10分の1以上の賛成を得られなかった日から3年を経過していない場合には、株主提案を拒否できる（会社法305条4項）。「賛成を得られなかった日から3年を経過していない場合」の解釈は、株主提案権行使の日から逆算して3年以内に同一提案が決議されていたこととする見解、提案された議案が審議されるべき株主総会の会日を基準として過去3年以内とする見解があるが、後者の方が広く株主提案を認めるものであるため、後者に依拠するのが無難であると考えられている。

「実質的に同一の議案」の判断は、具体的なケースに則した事実認定の問題となり、一般的な基準を示すことは困難である。例えば、期末配当を4円とする株主提案が昨年提案され、総株主の議決権の10分の1以上の賛成を得られなかったとしても、今年全く同一の株主提案をされた場合、昨年と今年の財務状況が異なる以上、実質的に同一と言い切れるか疑義が生じることもある。そのようなこともあり、実務上、実質的に同一の議案であるとして、株主提案を取り上げないと判断するのは難しいと考えられる。

#### ウ. 権利の濫用

前記のとおり、株主提案権も権利の濫用として許されない場合があり、株主提案全体として濫用と評価することが難しくても、個別の株主提案議案については権利の濫用として許されない場合があると考えられる。しかしながら、権利の濫用の判断は実務上難しいと考えられる。

④ 株主提案議案を不当に取り上げなかった場合のリスク

株主提案議案を不当に取り上げなかった場合、以下のようなリスクが生じる。リスクを最小限にするためにも、専門家の法的見解を取得して判断することが肝要である。

ア. 過料

適法な株主提案権の行使があった場合に、その請求に係る事項を株主総会の議題としなかったときは、取締役等に100万円以下の過料が科される（会社法976条19号）。

イ. 株主総会決議取消訴訟

株主提案議案を不当に取り上げなかった場合、取り上げなかった株主提案と同一の議題の会社提案を承認可決する決議については決議取消リスク（会社法831条）が生じるが、取り上げなかった株主提案議案と同一の議題の会社提案がなければ、取消されるべき決議がない以上、決議取消リスクはないと考えられている（江頭憲治郎「株式会社法（第6版）」328頁）。ただし、株主総会で決議された議案と密接な関連性がある等の特段の事情がある場合、株主提案の不当拒絶は決議の瑕疵が問題となりうることに注意が必要である（東京高判平成23年9月27日資料版商事法務333号39頁）。

ウ. 仮処分

提案株主が、議案の通知請求権（会社法305条）を被保全権利として、株主提案議案を取り上げることを求める仮の地位を定める仮処分を申立てることができ、実際に争われた事例もある（裁判例①）。

エ. 損害賠償請求

適法な株主提案権の行使があった場合に、その株主提案議案を取り上げなかったことに対し、提案株主が会社または取締役に対して損害賠償請求をすることが考えられ、実際に争われた事例もある（裁判例②）。

(3) 取締役会意見の作成

取締役会の意見については、意見があるときには記載することと定められている（施行規則93条1項）。通常、株主提案に対して取締役会としては反対である旨の意見を記載することになるが、一般株主にとって分かりやすい説明を心がけることが重要である。昨今、機関投資家の中には株主提案議案に賛成票を投じることもあるため、機関投資家にとっても説得力のある反対理由を記載することを心がける必要がある。

複数の株主提案議案があった場合、取締役会の反対意見は議案ごとに記載することが多いが、提案議案の内容からまとめて反対理由を記載できるときは、ある程度まとめて反対理由を記載することもある。一般の株主にも理解しやすいように、会社提案議案の他に株主から提案されている議案があり、その議案については会社が反対している旨を招集通知に分かりやすく記載するとともに、議決権行使書面にも株主提案議案であることを分かりやすく表示するのが肝要である。

また、賛否等の記載のない議決権行使書、いわゆる白票の取扱いについて、賛否等の意思表示があったものとするためには取締役会で決議する必要がある（施行規則63条3項ニ）、株主提案議案がある場合は「各議案について賛否の表示がない場合は、会社提案については「賛」、株主提案については「否」の表示があったものとして取り扱います。」のように決議し、議決権行使書面に記載する（施行規則66条1項2号）。株主提案がなされたことは、東京証券取引所等の適時開示事項（発生事実）には該当しないが、保有議決権数の多い機関投資家や大株主からの株主提案であり、一定数の賛成票が集まることが想定されるような場合は、適時開示を行い当該株主提案議案に対する反対理由等を説明することも実務上行われている。

#### （4）招集通知への議案内容の反映

##### ① はじめに

取り上げるべき株主提案議案と当該議案に対する取締役会の意見が決定すると、招集通知および議決権行使書面に反映する必要がある。法令に基づき必要事項を記載することは当然であるが、一般株主にも分かりやすく記載することが求められる。

##### ② 招集通知

狭義の招集通知においては、株主から提出された議題を記載する。また、株主が議案の要領を提出している場合は、議案の要領も記載しなければならない（会社法305条1項）。なお、会社提案議案と株主提案議案を明確に区分して記載することが通例である。

株主提案議案が会社提案議案と両立するか、択一的な関係に立つのかの判断を行い、択一的な関係に立つ議案がある場合は、矛盾する投票は無効として集計することとなる。したがって、このような株主提案議案が存在する場合は、招集通知において、例えば「会社提案の第1号議案」と「株主提案の第5号議案」は択一的な関係にあるため、いずれの議案に対しても賛成する旨の議決権の行使をした場合、いずれの議案の議決権の行使も無効になる」旨の注意文言を記載することが一般的である。

株主提案がされた場合、株主総会参考書類には、以下の事項を記載しなければな

らない（施行規則93条）。

【図表Ⅲ－3－2 議案通知請求権に係る株主総会参考書類への記載事項】

- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>a. 議案が株主の提出に係るものである旨</li><li>b. 議案に対する取締役会の意見があるときは、その意見の内容</li><li>c. 株主が提案の理由を会社に対して通知したときは、その理由</li><li>d. 議案が取締役等の選任に関するものである場合において、株主が当該選任につき株主総会参考書類に記載すべき事項（施行規則74条～77条）を会社に対して通知したときは、その内容</li></ul> |
|--|

上記c.およびd.については、株主総会参考書類にその全部を記載することが適切でない程度の多数の文字、記号その他のものをもって構成されている場合にあつては、当該事項の概要を記載すればよい。これは、会社がその全部を記載することが適切であるものとして定めた分量を超える場合も、同様である（施行規則93条1項柱書カッコ書）。

当該制限は、法令に根拠を有する株主権の制約であり、取締役会で決定すれば足りる事項であるが、実務的には、株式取扱規程において定めておくのが適当とされる。定める文字数としては、会社法制定前には提案の理由につき上限400字とされていたところ（旧商法施行規則17条1項1号）、それを踏襲し同数とすることが考えられる。もっとも、議案そのものは制限の対象とはならない。字数制限に関する規定例は、次のとおりである。

【図表Ⅲ－3－3 （全株懇モデル）その他の条項】

<p>第12条 株主総会の議案が株主の提出によるものである場合、会社法施行規則第93条第1項により当会社が定める分量は以下のとおりとする。</p>
---

一 提案の理由

各議案ごとに〇〇〇字

二 提案する議案が役員選任議案の場合における株主総会参考書類に記載すべき事項

各候補者ごとに〇〇〇字

③ 議決権行使書面のフォーマット

一般的な議決権行使書面は縦が4インチのサイズで、この中に株主の住所、氏名、議案に対する賛否記載欄があるが、株主提案が行われると議案の数が多くなるため、4インチの議決権行使書面の中に全ての情報を入れることが困難となる場合がある。そのような場合は、8インチや12インチの紙を用い、議決権行使書面自体は4インチのままであるが、株主の住所等は株主が郵送で返信する際の議決権行使書面に

は印刷しないこととなる。

また、会社提案と株主提案があることを強調するため、赤字を使用することや、取締役会が株主提案について反対している旨の表記をすることも考えられる。

【図表Ⅲ－３－４ 議案数が多くなる場合の議決権行使書面の例】

株主氏名等

議決権行使書  
〇〇〇〇株式会社 御中  
私は、平成〇年〇月〇日開催の貴社第〇回定時株主総会（継続会または延会を含む）の各議案につき、右記（賛否を〇印で表示）のとおり議決権を行使いたします。  
平成〇年〇月〇日

各議案について賛否の表示がない場合は、会社提案については「賛」、株主提案については「否」の表示があったものとして取り扱います。  
〇〇〇〇株式会社

取締役会は、株主提案に反対しています。

株主番号 ●●●● 議決権の数 個 ●●●●  
(単元株式数100株)

会社提案		
議案	原案に対する賛否	
第1号議案	賛	否
第2号議案	賛	候補者のうち を除く
第3号議案	賛	否

株主提案		
議案	原案に対する賛否	
第4号議案	賛	否
第5号議案	賛	否
第6号議案	賛	否

ご参考  
基準日（平成〇年〇月〇日）  
現在のご所有株式数 x,xxx,xxx株  
○ 議決権行使コード  
○ パスワード  
○ 議決権行使サイトURL  
<http://www.xxxx.net>

【お願い】  
1. 株主総会に出席の際は、議決権行使書用紙を会場受付にご提出ください。  
2. 当日株主総会にご出席願えない場合は、以下のいずれかの方法により議決権を行使いただけますようお願い申し上げます。

…

〇〇〇〇株式会社

(5) まとめ

以上は主に法的な観点で記載したが、株主提案権が行使された場合、実務上は、まず提案株主と対話を行い株主提案議案の目的等を確認し、不適切な提案があった場合等は、提案株主と会社との話合いで、会社法が株主提案権を認めた趣旨に沿った株主提案議案となるように修正等を行うことが望ましい。

#### 4. 対話の観点からの問題点

株主提案権制度が「開かれた株式会社を実現しようとする」目的で導入されたことは先に述べた。当時の株主総会は「総会屋」という一部の特殊株主に牛耳られており、いわゆる安定株主の保有比率が60%を超える中で株主との対話の場として、必ずしも十分な機能を果たしていなかったことから、株主の権限を強化し「開かれた株式会社」を実現する手段の一つとして株主提案権制度を明文化するという立法目的には十分な意義が認められる。

しかしながら、現在では「総会屋」の活動はほとんど見られない。また、金融機関や事業法人同士の持ち合いなど、いわゆる政策保有株式の比率も当時と比べて大きく低下し、今後も一層の低下が見込まれる状況にあることから、制度導入時の「開かれた株式会社」については既に実現しつつあるともいえる。

一方、企業への単なる嫌がらせや悪ふざけとしか思えないような提案、極めて多数の議案の提案など株主提案権制度の具体的な弊害も顕在化してきている。対話型プロセスへの転換が求められている近時の株主総会において、建設的な対話を促進するという観点からもこのような株主提案はその実現を阻害するものといえる。

ここでは、わが国の株主提案権制度における現状の問題点を整理し、建設的な対話を促進するための株主提案権制度の実現に向けた検討課題等について、諸外国の制度との比較、立法論的な観点も踏まえて述べることにする。

##### (1) 行使要件について

###### ① 投資家の利便性を高める証券取引所の取組みと投資単位水準

東京証券取引所をはじめとする全国の証券取引所は、投資家の利便性を向上させるため平成19年より売買単位を100株に集約する取組みを進めてきた。

この取組みに加え、平成21年以降、個人投資家が投資しやすい環境を整備するために、望ましい投資単位として5万円以上50万円未満という水準を明示し、当該望ましい投資単位の水準への移行と維持を企業行動規範において上場企業の努力義務として定める（有価証券上場規程445条）とともに、投資単位が50万円以上である場合は、事業年度経過後3ヶ月以内に望ましい投資単位の水準へ移行するための投資単位の引下げに関する考え方および方針等を開示することを義務付けている（有価証券上場規程409条）。

このような投資家の利便性等を向上させる取組み等の結果、近年、一単位当たりの投資金額は低下してきている。さらに平成27年12月、売買単位の100株への統一期限が平成30年10月までと定められたことに伴い、今後このような傾向はさらに加速するものと考えられる。

【図表Ⅲ－４－１ 単元株式数と投資単位の状況（平成２７年１２月１日時点）】

単元株式数	1,000株	100株
50万円未満	70.2%	94.3%
50万円以上100万円未満	21.6%	4.6%
100万円以上	8.2%	1.1%

（出所：日本取引所グループHPより）

② 株主提案の保有要件の実質的な緩和

このような証券取引所の取組みにより投資単位が引き下げられてきた結果、株主提案の資格要件の一つである議決権個数の保有下限要件の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。

例えば、望ましい投資単位の水準の下限である5万円で計算すると300個の議決権を保有するための必要な投資金額は15百万円ということになり、株価次第では個人投資家でも従来に比べて低額で株主提案が行い得るような投資金額の水準に低下してきている。

また、東京証券取引所が公表している平均株価データ（東証1部）によれば、議決権個数300個に相当する金額水準は、統計データで最も古い平成10年1月当時の半分以下となっている。

【図表Ⅲ－４－２ 平均株価ベースの議決権300個の投資金額水準の変化】

	平成10年1月	平成28年1月
東証1部単純平均株価（※）（①）	575.48円	2,776.05円
調整基準（②）	1,000株	100株
300個の価額（①×②×300）	172,644千円	83,282千円

（※）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）

諸外国の例では、米国の場合、2.（2）で述べたとおり株主提案権を行使できる株主資格としては、議決権の1%以上もしくは市場価格2,000ドル分以上の株式を保有する株主とされており、投資金額ベースではわが国よりも緩い資格となっている。

一方、英国の場合は、2.（3）で述べたとおり株主提案権を行使できる株主の保有資格要件はかなり厳格であり、わが国で見られるような個人株主が単独で株主提案を行うことは容易ではない。

### ③ 行使要件としての保有金額水準の問題

わが国の場合、個人的な目的によるものなど本来の趣旨を損なうような株主提案が近年散見されるようになってきたが、その要因の一つとして投資単位の引下げなどによる一单元当たりの金額の低下が考えられる。

しかしながら、株主提案権の制度が設けられた立法当初は持株数の要件としては「300株以上」となっており、「一株の券面額が原則として5万円の株式を前提としている」（元木伸「改正商法逐条解説（改訂増補版）」商事法務89頁）ことも併せて考慮すると、15百万円という金額が念頭にあったようである。むしろ当時の立案担当者としては株主提案権を「単独株主権とすることが望ましい」と考えており「提案権が濫用されると会社が思わぬ損害を被ることになりかねない」ことから「300株以上」という持株数の要件を定めたとの説明もなされている（同上）。立法当初はこの金額水準で提案権の濫用防止の効果があると考えられていたことがうかがえる。また、当時の平均時価水準では300単位は1億円程度であったようであり、300単位という持株要件は高すぎるとの批判もあった（久留島隆「株主の提案権」横浜経営研究第Ⅲ巻第4号279頁）。

一方、わが国の行使要件は、総株主の議決権の1%以上という割合的基準と300個以上の議決権個数という絶対的基準を設けており諸外国と比較しても珍しい立法例であり、また、かかる行使要件は、わが国の会社法においても株主提案権以外では例を見ない要件であることが指摘されている（同上271頁）。

これは割合基準だけにすると個人株主にとって株主提案権の行使が事実上不可能となるために絶対的基準を加味したと考えられており（同上271頁）、立案担当者の説明にもあるように株主提案権は少数株主権でありながら単独株主権に近い制度として創設されたことがうかがえる。

その結果、1%と300単位の時価は、【図表Ⅲ-4-3】のように大きく乖離している実態が生じており、1%という割合的基準による要件が実質的には機能しておらず、空文と化している可能性がある。株主提案権は、株主による総会招集請求権の延長線上に位置づけられながらもその持株要件である総議決権数の3%という水準と比較してもバランスを失したものとなっている。株主提案権制度が法制化された直後においても、株主提案権の要件を株主総会招集請求権の要件と同じ水準まで引き上げ「ほぼ同じ内容を持つ二つの権利のバランスをとり、その乱用を防ぐ」ことが当時の与党のグループからも主張されている（小坂徳三郎「株主総会正常化の提案について」旬刊商事法務1011号15頁）。



【図表Ⅲ－４－３ １％と３００単元の時価の差異（平成２８年２月２６日終値ベース）】

	時価総額の１％	３００単元の時価
中央値	１３５百万円	３９百万円
平均値	１，３８４百万円	１８７百万円

（出所：SPEEDA をもとに試算）

④ 今後の検討に当たっての視点

株主提案権の行使に際しての保有金額水準の問題は、諸外国の事例を見ても分かるように濫用的な提案など株主提案権制度の弊害に対する予防策としてのあり方、もしくは株主提案権制度の考え方全体の中で捉えるべきものと考えられる。

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る（澤口実「株主提案権の今」資料版商事法務３４０号２６頁）。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。

(2) 行使期限について

① 行使期限が定められた趣旨

わが国の場合、株主提案権の行使期限は、株主総会の日から８週間前までとなっているが株主提案権が導入された昭和５６年の商法改正当時においては、株主総会の日から６週間前までとなっていた。この６週間前までというのが平成１４年の商法改正により現在の８週間前までにあらためられたものであるが、株主提案権が行使されると、当該請求が法律の要件を備えているかを判断し、招集通知に当該議題を付け加えるなどの作業をするのに実務上の対応が困難であったからであることがその理由とされている（岩原紳作編「会社法コンメンタール（７）」（青竹正一）商事法務１００頁）。

この改正当時の平成１４年６月総会においては、招集通知発送日から総会日前日までの日数は１５日以内の会社が７４．８％と約４分の３を占めており、１６日以内も合わせると８５．４％と法定期間である２週間プラス２日以内に集中していた（資料版商事法務編集部「招集通知発送日早期化状況調査」資料版商事法務２２６号４８頁）。平成２８年における同期間（２週間プラス２日以内）の会社の割合は、２９．２％と当時の３分の１程度となっており（平成２８年全株懇調査）、招集通知の早期発送が進んでいることが分かる。その分、株主提案権の行使期限から招集通知の発送までの期間が短縮されてきており、実務上の準備期間を確保するという趣

旨からは8週間前までという株主提案の行使期限が設けられた改正法当時の実情と大きく変わってきている。

## ② 株主との対話の促進の観点からの問題点

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。コーポレートガバナンス・コードや機関投資家の要請による招集通知の早期発送・開示の要請があるものの、この8週間前より早く株主総会の議案を確定することはできず、事実上の早期発送・開示の上限を画する規制となっている。

他方で前記の立法経緯のとおり当該行使期限の8週間前は企業にとっても実務上対応可能なギリギリの期間でもあるといえる。株主総会の日8週間前の直前に株主提案権の行使がなされた場合は、当該株主提案に対する諸々の準備（法律上の要件充足の確認、招集通知等への記載、会社側意見の準備等の対応）により実務的な負担も増加するため、招集通知の発送・開示スケジュール全体に影響を与える懸念も考えられる。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は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なっているともいえる。

## ③ 基準日との関係における問題点

総株主の議決権の1%以上または300個以上という議決権の保有要件については、株主提案権の行使日と基準日のいずれか遅い日まで満たしている必要があるものと解されている（相澤哲他「論点解説 新・会社法」商事法務126頁）。

しかし、「Ⅱ 基準日の適切な設定」でも触れたとおり、エンプティボーティングの問題により基準日から株主総会までの期間を短縮すべきとの要請もある中、仮に基準日から株主総会の会日までが8週間を下回る場合は、株主提案権の行使期限の後に基準日を迎えることになる。議決権のない者に株主提案権の行使を認めることは不合理であるため、この場合は基準日が保有要件の終期となり、企業としては、提案株主の保有要件の最終的な要件充足の確認を待たずに、招集通知の作成等の実務を行わざるを得ないこととなる。

## ④ 行使期限の再検討にあたっての視点

米国と英国における株主提案権の行使期限については2.(2)(3)で述べたとおりであり、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120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

#### ① わが国の場合の株主提案議案の傾向

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を見ると、定款変更議案が圧倒的に多い。

さらに、定款変更議案の提案内容を見てみると、会社の事業目的や基準日、配当決議機関など定款記載事項そのものの変更を提案する内容も見られる一方で、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295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。

【図表Ⅲ－４－４ 平成26年7月～平成27年6月に開催の株主総会にかかる株主提案権行使の内容】

議案の種別	議案の件数	(割合)
定款変更	139件	67.8%
取締役解任	18件	8.9%
取締役選任	22件	10.7%
剰余金処分	14件	6.8%
その他	12件	5.9%
合計	205件	100.0%

※ 取締役選任議案・解任議案については、複数候補者を対象とする議案も一議案として集計

(出所：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)

#### ② 業務執行事項に関わる株主提案

業務執行事項に関わる株主提案については2種類の類型があることが指摘される(松尾健一「株主提案権制度の見直しの要否」法律時報86巻3号49頁)。

ある事項を株主総会の決議対象に加えるための定款変更議案とその定款変更議案の成立を条件として追加された決議事項に関する議案を提案する方法と、業務執行

に関わる事項を直接定款に定める方法であるが、いずれの方法によってもこのような業務執行に関わる株主提案は、その議案が可決された場合、業務執行上の取締役の裁量を制約するおそれのあるものや会社の経営や財務に重大な影響を及ぼしかねないものも含まれる。

取締役は会社法355条によって忠実義務の一環として定款遵守義務を負っており、変更後の定款および株主総会決議に従わない業務執行は定款違反となり取締役の善管注意義務違反を問われる可能性がある。たとえ株主提案により決議された内容が不合理または経営判断上適切でないものであったとしても、取締役の業務執行は一定の範囲で拘束されることになるという問題がある。

#### ア. 業務執行事項に関わる株主提案への対処

このような問題に対し、学説では、社会運動の一環としての提案権行使に関し、「一般的な経済的または政治的な主張をなすことは適法な提案権の行使・・・とは評価できない」との見解（弥永真生「一株運動と会社法」ジュリスト1050号109頁）や、そもそも業務執行事項を株主総会の決議事項とすることはできないとする見解（岩原紳作編「会社法コンメンタール（7）」（松井秀征）商事法律務41頁）、取締役としては定款規定・総会決議の廃止に向けて努力すべきであり、その時間的余裕がない場合には、定款・決議に違反する行為をしても緊急避難的行為として任務懈怠を構成しないとする見解（前掲、松尾40頁）などの解釈がこれまでも論じられてきた。

このような一種の株主提案権行使の権利濫用とも言うべき提案については、株主提案権の制度導入の時点より「経営者としては噴飯ものの提案」や「特殊株主による提案」として懸念されていたが、「不合理なものであれば、多数決で否決」すれば良いとされていた（稲葉威雄「改正会社法」金融財政事情研究会131頁、前掲、松尾48頁）。

実際に、社会運動的な株主から毎年提案を受ける電力会社等をはじめとしてこのような株主提案が可決された事例はこれまでになく、仮処分等の提訴を受けるリスクをとるよりは「多数決で否決」というスタンスで臨んでいるのが実態であろう。業務執行事項に関わる株主提案を株主総会の目的事項から排除するという対応はほとんど行われてこなかったように思われる。

#### イ. 業務執行事項に関わる株主提案の問題点

現時点では、業務執行事項に関わる株主提案が可決された場合の具体的な弊害の内容は必ずしも明らかではないが、内容によっては、将来的に経営上の裁量が制約されることが懸念される。また、圧倒的多数で否決されたとしても「承認可決の見込みのない提案を毎年取り上げることにどれだけの価値があるのかについ

ては、今なお検討の余地があろう」との指摘（中西敏和「株主提案権制度の変化と総会実務への影響」資料版商事法務338号19頁）にも見られるように、「多数決で否決」との考え方は結果として企業に無用な負担を強いることになっていることも否めない。建設的な対話の観点からもこのような株主提案をほぼ毎年のように取り上げることの意義は大いに疑問である。

このような疑問を認めつつも、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、次に述べる不適切な株主提案や(4)において取り上げる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。

### ③ 不適切な内容の株主提案

某証券持株会社への株主提案のように、企業への単なる嫌がらせや悪ふざけとしか思えないような株主提案が業務執行に関する定款変更議案としてなされる事例も散見されるようになってきている。

わが国においては、定款変更議案の形をとれば、法令もしくは定款違反または同一議案の連続提案という拒絶事由に明確に該当するものでなければ、ほとんどあらゆる事項を株主提案の内容に含めることが可能である。

しかしながら、株主提案権の不当拒絶が他の成立した決議の取消し原因となり得る場合があるとした裁判例（東京高判平成23年9月27日）にも鑑みれば、いったん株主提案を受けた企業としては、明白な提案拒絶事由に該当しない限りはこれを株主総会で取り上げないという対応は別のリスク（提案株主からの訴訟等の提起により更なる嫌がらせに発展するリスク）を抱え込むことにもなりかねない。総会場で真摯に議論すべき事項とは到底考えられない単なる嫌がらせや悪ふざけのような株主提案であってもこれを拒絶することは困難となっている。

### ④ 米国や英国の場合

米国の場合、2.(2)で見たようにSEC Rule 14-a 8(i)各号に掲げられた13項目のいずれかに該当する場合（80頁参照）、企業は当該株主提案を委任状勧誘資料に掲載することを拒否できる。わが国で見られる業務執行事項に関わる株主提案の多くについては、「会社の通常の事業運営に関するもの」（SEC Rule 14-a 8(i)⑦）またはその他の拒否事由に該当するものと思われる。

また、濫用的な株主提案の関係では、「個人的な不満や自己の利益に関するもの」（SEC Rule 14-a 8(i)④）として、委任状勧誘資料から排除することも可能と

なっている。

英国の場合、業務執行に関する事項も株主提案権に相当する制度を通じて株主総会に提案することができ、かつ、決議が成立すれば拘束力をもつとされており、実際に業務執行に関する提案も行われている（前掲、松尾51頁）。

#### ⑤ 同一議案の連続提出に係る拒否事由

株主提案の拒否事由のひとつである同一議案の連続提案については、3.(2)で述べたとおり、実質的に同一の議案であるとして株主提案を取り上げない判断を行うことは難しい。まして定款変更議案という形で提案される株主提案においては、形式的にすら同一ではない議案として株主が提案することも容易であることから、定款変更議案の形でなされる株主提案を当該拒否事由に基づき取り上げないとすることは実務上ほとんど不可能といえる。

一方、米国においても2.(2)で述べたとおりSECルール上、過去5年以内になされた提案と実質的に同一の提案である場合が、委任状勧誘資料への掲載の拒否事由となっており、わが国の会社法と類似の拒否事由が定められている。

しかしながら、米国においてはノーアクション・レター制度により、会社の判断に対する制度的な担保があるのに対し、そのような制度のないわが国においては、株主提案の拒否事由としては実効的に機能していないという問題がある。

#### ⑥ 不適切な内容の株主提案への対処に向けて

株主総会を株主との建設的な対話の場とするためには、以上のような不適切な内容を含む株主提案を排除するという企業の判断は認められて然るべきであるし、そのための制度的な枠組み作りも求められよう。

3.(2)においても述べたとおり、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だけ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（前掲、松尾52頁）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議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。

このため近時、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、以下の①～④のような問題が生じている。

#### ① 株主提案が個人的な目的で利用されること

株主提案権は、株主共通の利益を図ることを目的とする共益権でありながら、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極めて大量の株主提案が行われることがある。このような事案では、100個を超える株主提案がなされることも珍しくはない。

#### ② 招集通知関係のコストの問題

議決権行使書面には、各議案についての「賛否を記載する欄」を設けなければならない(会社法施行規則66条1項。勧誘府令に基づき委任状用紙も同様)。

通常の総会の場合、議決権行使書面(または委任状用紙)は葉書で返送を受けることが一般的であるが、極めて大量の株主提案が行われた結果、通常の葉書では記載しきれなくなることから、その場合別途の用紙を作成のうえ、株主に返送を求めることにもなりかねない。

また、議案通知請求権に基づき、企業は株主総会参考書類に株主提案の議案および議案の要領を記載しなければならないが、極めて大量の株主提案が行われた場合、分量の大きい招集通知を作成しなければならなくなる。また、定款変更議案では議案自体が長文になる場合が多いとの指摘もある(澤口実「株主提案権の今」資料版商事法務340号25頁)。

この対応に要する印刷費や郵送費用は企業の負担となるが、通常の株主総会にかかる費用よりも大きく企業のコストアップおよび実務負担の増加要因となっている。

ウェブ開示により、招集通知への記載を省略することは、株主提案も省略が許されない議案(会社法施行規則94条1項1号)の一つである以上、不可能である。

#### ③ システム的な制約の問題

インターネットもしくは議決権電子行使プラットフォームを利用して電磁的方法により議決権行使を行う場合、1回あたりの株主総会で提案できる議案数についてはシステム提供会社により上限がある。

当該上限数を超える大量の株主提案が行われた場合は、議決権行使書の返送等の書面投票のみに依らざるを得ないこととなり、株主の利便性ひいては議決権行使の機会を損ないかねない。

#### ④ 株主総会運営上の問題

株主総会当日の運営としても、大量の株主提案が行われた場合は、その上程にかかる議事進行シナリオとしても相当の時間を要することとなるほか、提案株主から提案理由の説明がなされることで多くの時間を割くことになる。ほとんど議論に値しないような提案であっても、株主総会に出席した株主は延々と提案理由を聞かされ続けることになる。

その結果、株主との質疑応答の時間にも影響を与えることも考えられるところ、株主総会における株主との建設的な対話を阻害することになりかねず、株主共同の利益の観点からも問題となり得る。

#### ⑤ 米国と英国の状況

2. (2)で述べたとおり、米国においては、1名の株主が提案できる株主提案は、1社あたり1回の株主総会で1個に限られており、また提案内容としても「株主共同の利益に適わない個人的利益の追求を目的とした株主提案」は委任状書類への掲載を拒否できるとされていることから、わが国のように個人的な動機からくる目的で大量の株主提案を行うことは不可能である。

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、株主提案権行使の要件自体が厳しいことは2. (3)で述べたとおりである。

#### ⑥ 濫用的な大量の株主提案への対処に向けて

濫用的な大量の株主提案が行われる事案に対して、3. (2)で述べた裁判例②は権利の濫用を認定したものとして注目される。

しかし、本判決については、権利の濫用を認定しなかった第一審判決との差異は、「事実認定の差に基づくもの」であって、「裁判例の集積もない現時点において、その判断は容易とはいえない」ことから、「多数の提案を受ける会社側の負担については、何らかの立法論的なアプローチによって解決されるべき事項とも考えられる」との指摘もある（小林史浩「株主提案権とその権利の濫用」旬刊商事法務2079号49頁）。

本判決によりどのような場合に権利の濫用と言えるのか具体的な場面での適用基準等が明らかとなったわけではなく、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ことはすでに述べたとおりである。立法論として「1人（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」（前掲、松尾51頁）との指摘もあり、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。

一方、米国においては、提案株主は自らの費用で自らの株主提案に関する委任状勧誘等の一連の手続を行わなければならないのが基本である。2.(2)で述べたとおり、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おり、自らの費用負担で株主提案を行う場合は、多額の費用（委任状書類の印刷・郵送費、SECへの届出に伴う弁護士費用、委任状勧誘についての専門業者への支払い等）も生じることから、濫用的な株主提案が行われることを実効的に抑制する仕組みとして機能しているといえる。

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ことは先に述べたとおりである。

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、3.(2)で述べたとおり、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。

また、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（3.(2)裁判例②）、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、前述した「ノーアクション・レター」という制度により（3）で述べた株主提案の拒否事由の審査制度が存在するが、わが国においてはかかる制度はなく、最終的には訴訟等による解決という手段のみとなっている。

また、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な内容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ことは難しい。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ろう。

## <参考文献>

- ・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 報告書」(2015年)
- ・経済産業省「株主総会のあり方検討分科会 議事要旨(第1回～第7回)」(2014年～2015年)
- ・株式会社ICJ「我が国の株主総会プロセス電子化の現状 評価と提言」株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会(第2回)資料(2016年)
- ・「ドイツ・コーポレートガバナンス・コード(仮訳)」コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議(第1回)資料(2014年)
- ・一般社団法人比較法研究センター「株主提案権の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書」(2016年)
- ・稲葉威雄「改正会社法」金融財政事情研究会(1982年)
- ・本木伸「改正商法逐条解説(改定増補版)」商事法務(1983年)
- ・相澤哲他「論点解説 新・会社法」商事法務(2006年)
- ・上柳克郎・鴻常夫・竹内昭夫編「新版注釈会社法(4)」有斐閣(1986年)
- ・岩原紳作編「会社法コンメンタール7 - 機関(1)」商事法務(2013年)
- ・江頭憲治郎「株式会社法(第6版)」有斐閣(2015年)
- ・前田庸「会社法入門 第12版」有斐閣(2009年)
- ・中村直人編著「株主総会ハンドブック(第4版)」商事法務(2016年)
- ・田中亘「定時株主総会なぜ六月総会なのか」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理念 上巻』商事法務(2007年)
- ・久保佳納子「米国における株主総会と取締役会の権限領域(1)」広島法学34巻2号(2010年)
- ・久留島隆「株主の提案権」横浜経営研究第Ⅲ巻第4号(1983年)
- ・弥永真生「一株運動と会社法」ジュリスト1050号(1994年)
- ・弥永真生「基準日はこのままでよいのか」金融・商事判例1466号(2015年)
- ・松尾健一「株主提案権制度の見直しの要否」法律時報86巻3号(2014年)
- ・小坂徳三郎「株主総会正常化の提案について」旬刊商事法務1011号(1981年)
- ・浜田道代「新会社法の下における基準日の運用問題〔上〕〔下〕」旬刊商事法務1772号・1773号(2006年)
- ・武井一浩「株主提案権の重要性と適正行使」旬刊商事法務1973号(2012年)
- ・黒沼悦郎「株主の選挙提案を認めるSEC規則の無効化」旬刊商事法務1974号(2012年)
- ・山田和彦「アムスク株主総会決議取消請求事件と実務への影響」旬刊商事法務2039号(2015年)
- ・小林史浩「株主提案権とその権利の濫用」旬刊商事法務2079号(2015年)
- ・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(2015年)

- ・資料版商事法務編集部「招集通知発送日早期化状況調査」資料版商事法務226号(2003年)
- ・中西敏和「株主提案権制度の変化と総会実務への影響」資料版商事法務338号(2012年)
- ・澤口実「株主提案権の今」資料版商事法務340号(2012年)
- ・東京株懇話会「六十五周年記念 講演録」(1997年)
- ・全国株懇連合会編「新訂第3版全株懇モデル」商事法務(2011年)
- ・第69回全国株懇連合会定時会員総会第2分科会審議事項「株主総会運営の実務」(2014年)

## <要望事項>

### I 適切な基準日の設定との関連

#### 1. 有価証券報告書および事業報告の記載時点の見直し（本提案書57頁、70頁参照）

有価証券報告書の「株式等の状況」や事業報告の「大株主の状況」の記載時点を事業年度末日から議決権行使基準日に変更することを要望する。

（理由）

現在、有価証券報告書の「株式等の状況」や事業報告の「大株主の状況」は事業年度末現在で記載することとされている。企業が決算日以外の日を議決権および配当の基準日として設定した場合は、事業年度末日（＝決算日）が基準日でなくなることから、当然には事業年度末日時点の総株主通知は行われず、企業が事業年度末日を株主確定日とする総株主通知請求を行う必要がある。総株主通知請求のコストを含めた株主確定コストは発行会社が負担することとなるため、議決権および配当の基準日の変更を阻害する要因の1つとなっている。

この点について、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（12頁）は、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を提言しており、そのような法改正が実現すれば、事業年度末日現在の株主名簿を確定する必要がなくなる。できるだけ早期にディスクロージャーワーキング・グループ報告の提言が実現することを要望する。

#### 2. 法人税申告期限の延長（本提案書56頁、75頁参照）

法人税の申告期限（会計監査人設置会社の特例として決算期から3ヶ月以内。法人税法75条の2）について、株主との対話促進のため決算期後に議決権の基準日を設定し決算期から3ヶ月を超えて計算書類承認のための定時株主総会を開催する場合は、申告期限を延長できるやむを得ない事情に該当する旨の明確化を要望する。

（理由）

法人税の申告期限は決算期から3ヶ月以内（会計監査人設置会社の特例）に「確定した決算」に基づき行うものとされている。上場会社の多くは無限定適正意見を得て取締役会で計算書類を確定することができるため定時株主総会を7月に開催しても問題は生じないが、無限定適正意見が得られない等の事情により定時株主総会において計算書類の承認が必要になった場合については議論がある。特別の事情がある場合は申告期限の延長が認められることから、前述のような場合に決算期から3ヶ月を超えて定時株主総会を開催しても支障のないよう、その明確化を要望したい。

### 3. 剰余金の配当決議における決議事項（本提案書71頁、72頁参照）

配当金の基準日を設定する前に剰余金の配当決議をする場合は、会社法454条1項各号の決議事項のうち「配当財産の帳簿価額の総額」については、算式表示あるいは上限額（最大額）を算定する方法も可能である旨の解釈の明確化または法律改正を要望する。

（理由）

会社法451条1項においては、剰余金の配当決議における決議事項が列挙されており、その一つに「配当財産の種類及び帳簿価額の総額」が規定されている。剰余金の配当決議を基準日前に行う場合は、その後基準日までに単元未満株式の買取請求や売渡請求により自己株式数の変動が生ずるため、正確に配当財産の帳簿価額の総額を算出することができない。予想配当額に基づく権利落ち価格での株式売買の問題点を解消するため、基準日前に剰余金の配当決議を検討する際の支障とならないよう要望したい。

### 4. 剰余金の配当等の決定の取締役会権限化

上場会社等一定の会社においては、剰余金の配当等会社法459条1項に列挙する事項の決定権限を取締役会専属の権限とすることを要望する。

（理由）

米国の各州法においては、上場会社・閉鎖型タイプの会社を問わず、取締役会に剰余金処分権限が専属している（江頭憲治郎「株式会社法第6版」674頁）。わが国においては、定款により剰余金処分を取締役会権限とすることが可能であるが、原則は株主総会の権限であることから、当該定款変更を行うための議案を付議すると多くの機関投資家から反対され、グローバルな企業ほど議案の否決リスクが大きくなっている。また、定款変更によって剰余金処分権限を取締役会に授権した会社に対して、株主総会の決議で剰余金処分ができるよう定款変更を求める株主提案が毎年のように行われることもある。

比較法的に見た場合にわが国の会社法制は株主の権利が相対的に大きいと指摘されている点も踏まえ、少なくともグローバルに事業を展開する上場会社においては機動的な株主還元・成長投資の機会を確保し、定款変更後に株主提案が繰り返される事態を回避するため、剰余金処分権限を米国企業と同様に法令により取締役会権限とすることを要望する。

## II 株主提案権制度との関連

### 1. 株主提案権制度の見直し（本提案書93～105頁参照）

会社法303条および305条に基づく株主提案権の制度について、行使要件をはじめとする以下の論点に関し、会社法改正を視野に見直しの検討を行うことを要望する。

#### 論点① 株主提案権の行使要件

行使要件としての割合的基準と絶対的基準を併用する現在の定め方自体について割合的基準である総議決権数の1%以上という要件が実効的な要件として機能していないと

いう実態を踏まえて見直しの検討を行うことを要望したい。

行使要件の基礎となる最低保有金額水準の考え方についても、廃止あるいは引き上げの是非を検討するという方向性も排除されるべきではない。また、英国の事例に見られるように小口の株主の場合の提案可能な人数制限（株主数要件）を設けるといった手段も、建設的な対話を実現していくという観点から株主提案権制度の弊害防止策の選択肢の一つとして検討を行うことを要望したい。

#### 論点② 株主提案権の行使期限

株主提案権の行使期限は、株主総会の日より8週間前までとなっているが、諸外国における株主提案権の行使期限については、わが国に比べ株主総会の日より相当日数前までにその行使を行うことが求められている。また、法改正当時は招集通知の発送期間は2週間が大半であったが現在では機関投資家からの要請等を受け、招集通知の早期発送も進捗してきており8週間前から招集通知発送までの期間が短期化してきている。

建設的な対話を実現するという観点からは、株主提案権の行使期限が招集通知の早期発送の阻害要因とならず、提案株主との十分な対話の期間を確保することも重要であることから、株主提案権の行使期限をより前倒し（例えば、株主総会の日より10～12週間前など）する検討を行うことを要望したい。

#### 論点③ 提案議案の内容について

わが国の株主提案権制度では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、そのことが不適切な株主提案が行われる原因となっていることが懸念される。

株主総会を株主との建設的な対話の場とするために、このような不適切な内容を含む株主提案を排除するという企業の判断は認められて然るべきであるし、そのための制度的な枠組み作りも必要になるものと思われる。

そこで提案された議案の内容について、少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なども検討することを要望する。

#### 論点④ 提案議案の数について

濫用的な数の株主提案が行われる事案に対して、権利の濫用を認定した裁判事例も見られるところではあるが、具体的な場面での適用基準等が明らかとなっただけではなく、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実務として対処することは困難である。

そこで株主提案権制度としては、1人（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について検討を行うことを要望する。

論点⑤ 費用負担について

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を要望する。

論点⑥ 独立した監督機関の設置について

株主提案の内容自体が不適切な内容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困難である。

諸外国の例にあるように、株主提案を排除する際の手続として、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ろう。

(理由)

株主提案権は、昭和56年の商法改正により制度化されて以降35年が経過し、株主総会をめぐる状況も立法当時とは大きく変わってきている中、個人的な目的による不適切な株主提案や極めて多数の議案の提案を行う事例も見られるなど株主提案権制度の具体的な弊害も顕在化してきている。

対話型プロセスへの転換が求められている近時の株主総会において、株主提案権制度が対話を促進するうえでの障壁とならず、建設的な対話を促進するための制度として機能していくための、そのあり方について検討を行うことを要望したい。