

株主提案権とプロキシ・アクセス

吉 行 幾 真

一 はじめに

日本における株主総会は、かつての「シャンシャン型」や（特殊株主との）「対決型」から、「対話型」へと変化しているとされる¹。こうした変化は、2014年2月に金融庁が公表した「『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」²の副題として記されている「投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために」³といった文言とも

-
- 1 長谷川俊明「株主総会のグローバル化」国際商事法務 42 巻 1 号 115 頁（2014 年）参照。
 - 2 「『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」 (<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>) 参照。日本版スチュワードシップ・コードには、機関投資家が顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るにあたり有用と考えられる諸原則が、プリンシプルベース・アプローチに基づいて定められているが、このコードは、国内外を問わず、インベストメント・チェーンに組み込まれた様々な機能を担う各業者すなわち資産運用者としての機関投資家のみならず、資産保有者としての機関投資家や議決権行使助言会社等に適用し得る広範な射程をもつ（神作裕之「日本版スチュワードシップ・コードと資本市場」月刊資本市場 344 号（2014 年）(<http://www.camri.or.jp/annai/shoseki/gekkan/2014/pdf/201404-1.pdf>) 参照）。日本版スチュワードシップ・コードは、機関投資家の受託者責任を通じて企業価値を向上させるための方策の 1 つである（神作裕之「コーポレートガバナンス向上に向けた内外の動向 - スチュワードシップ・コードを中心として -」旬刊商事法務 2030 号 12 頁（2014 年）。日本版スチュワードシップ・コードにつき、笠原基和・木村祐基「機関投資家と投資先企業との『対話』の充実に向けて——機関投資家の『スチュワードシップ責任』の定着に向けた取組み」法律時報 1070 号 18 頁以下（2014 年）等参照。
 - 3 副題における「対話」とは、「『目的を持った対話』（エンゲージメント）」であ

整合的である。

株主総会は、株主・会社間における対話⁴、すなわち、株主・会社間の双方向性が制度的に確保されている代表格ではあるが、株主総会における株主・会社間の双方向性を実効的に担保していると目されているのは株主提案権制度であろう。それゆえ、株主提案権には多くの期待が寄せられる傾向があり、現実にも、各種の期待が込められた株主提案が様々な目的で利用されている⁵。株主の期待や目的に応える形で株主提案権が利用されている状況は、株主・会社間の対話ルートが活用されている証しであり、望ましい現況であるともいえそうである。

り、「対話」を通じて、機関投資家が中長期的な投資リターンの拡大を図る目的で、企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことを意味する（日本版スチュワードシップ・コード参照）。なお、エンゲージメントにつき、「会社と株主が一体となって双方の成長に貢献し合う関係」ととらえる場合、会社が株主からのアプローチを待つ必要は無く、会社自ら株主に対してアプローチすることも想定される（今出達也「株主アクティビズムとその対応」三菱UFJ信託銀行証券代行部・日本シェアホルダーサービス編著『株主と対話する企業』210頁（商事法務、2013年））。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の分析・提言を行う、2013年7月に立ち上げられた経済産業省の「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（座長：伊藤邦雄教授）における2014年8月公表の「最終報告書（伊藤レポート）」（<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>）では、エンゲージメントを行うためには、企業による開示情報がその基礎として重要であるだけでなく、情報開示のあり方そのものについても議論がなされるべきことを指摘する。

- 4 もっとも、株主・会社間との対話といっても、たとえば、公式な（プレスリリース的）対話 or 非公式な（オフレコ的）対話、友好的な対話 or 敵対的な対話、自主的（任意的）な対話 or 法に基づく対話等々、様々な形の対話があり、その内実は多種多様である。それゆえ、一義的にその意味内容を定義づけることは難しい。ただ、対話である以上、株主から会社（あるいは、会社から株主）への一方通行ではなく、株主・会社間における双方向性が確保されている必要がある。
- 5 昭和56年商法改正により創設された株主提案権の行使状況につき、創設当初から平成23年につき、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 20～23頁（2012年）等参照。平成23年以降については、松山遥・西本強編著『株主提案の議案ごとの分析と問題点 平成23年7月から平成25年6月までの事例（別冊商事法務381号）』1頁以下（2013年）等参照。

しかしながら、株主・会社間の対話ルートが制度的に確立され、現実には活用されていることそれ自体は望ましいことではあるが、対話の実質が、株主提案権を導入した当初の制度趣旨とは異なる形での利用も見受けられるようになってきている現況については、議論の余地があることは別稿⁶で論じた。すなわち、日本における株主提案権は、株主による意見表明の側面のみが重視され、濫用的な権利行使を制約するメカニズムがないため、会社側にのみ一方的に負荷がかかるメカニズムであり、バランスを欠く感が否めないとした。

別稿では、株主提案権を通じての株主・会社間の対話におけるバランスには問題があると指摘した上で、株主提案の中でも、特に、米国におけるプロキシ・アクセス（株主が会社による委任状勧誘を取締役候補者の指名の株主提案に利用できること）に着目し、プロキシ・アクセスを認めた SEC 規則 14a-11⁷ を無効とした連邦巡回控訴裁判所の判決を中心に言及した。

本稿では、米国におけるプロキシ・アクセスをめぐる議論を手がかりに、日本におけるプロキシ・アクセス（会社法 305 条：議案通知請求権）への示唆を見いだしたい。

二 プロキシ・アクセスの歴史

米国におけるプロキシ・アクセスは、歴史的には、1942 年に遡るが⁸、実際に、プロキシ・アクセスにつき大きな動きが起き始めたのは 2000 年代に入ってからである⁹。

6 吉行幾真「米国における株主提案権に関する一考察」名城法学 63 巻 2 号 35 頁以下（2013 年）。

7 17 C.F.R. § 240.14a-11.

8 1942 年当初のプロキシ・アクセスについては、吉行幾真「取締役の選任に関する株主提案権」一橋論叢 133 巻 1 号 54 頁（2005 年）等参照。なお、プロキシ・アクセス（proxy access）類似の用語としては、shareholder proxy access や shareholder access to (the) proxy 等がある。

9 See, Michael K. Molitor, The Crucial Role of the Nominating Committee:

従来、プロキシー・アクセスは SEC (the U.S. Securities and Exchange Commission) 規則 14a-8¹⁰ により否定されていたのであるが、2003 年に SEC が本規則の改正を提案し¹¹、プロキシー・アクセスを一定の場合に認めようとした¹²。しかしながら、Business Roundtable (ビジネス・ラウンドテーブル¹³) 等の反対により、実現しなかった¹⁴。

その後、2006 年に、全米最大級の地方公務員組合年金基金 (the American Federation of State, County and Municipal Employees : AFSCME) が全米最大級の保険・金融サービス会社 (American International Group, Inc. : AIG) に対して、プロキシー・アクセスの規定を付属定款に設けることを内容とする株主提案を委任状資料 (proxy materials) に記載することを求めて訴訟が提起された¹⁵。

Re-Inventing Nominating Committees in the Aftermath of Shareholder Access to the Proxy, 11 U.C. Davis Bus.L.J. 97, 111 (2010).

10 17 C.F.R. § 240.14a-8 (2003) .

11 改正の経緯については、吉行・前掲注 (8) 58 頁以下等参照。

12 一定の場合とは、以下の場合である (吉行・前掲注 (8) 59 頁参照)。すなわち、「議決権総数の 35%以上を保有する株主が (取締役会が推薦する) 新任取締役候補者に対する承認を留保する場合、あるいは、議決権総数の 1%以上を継続して 1 年以上保有している株主あるいは株主グループが推薦した新任取締役候補者に対して議決権総数の 50%以上を保有する株主が承認した場合」の翌期の株主総会において、一定の株主あるいは株主グループは取締役候補者を委任状説明書に記載することが可能となる。そして、取締役候補者を委任状説明書に記載することができる一定の株主あるいは株主グループとは、議決権総数の 5%以上の株式を継続して 2 年以上保有する株主あるいは株主グループである。なお、株主が委任状説明書に記載しうる取締役候補者の数については、取締役会の規模により制限されており、取締役の数が 8 名以下の場合は 1 名、9 人から 19 人の場合は 2 名、そして、20 名以上の場合は 3 名、とされていた。

13 ビジネス・ラウンドテーブルとは、米国の有力企業の最高経営責任者 (Chief Executive Officer : CEO) で構成する経済団体である (杉山欽哉・田口杏奈「米国コーポレート・ガバナンスの最近の動向」生命保険経営 81 巻 1 号 94 頁 (2013 年) 参照)。

14 See, Bo Becker, Daniel Bergstresser and Guhan Subramanian, Does Shareholder Proxy Access Improve Firm Value? Evidence from the Business Roundtable's Challeng, 56 J. Law & Econ. 127, 131 (2013).

15 AFSCME v. AIG, Inc., 462 F.3d 121 (2d Cir. 2006). 本判決については、近藤光男「取締役の選任手続に関する株主提案の可否」旬刊商事法務 1836 号 40 頁以下 (2008 年) 等参照。

本判決では、プロキシー・アクセスを認める手続を定めた付属定款を求め、株主提案は、SEC 規則 14a-8 (i) (8)¹⁶ により除外することはできないとし、AFSCME によるプロキシー・アクセスが認められた。本件では、SEC 規則 14a-8 (i) (8) により除外可能な株主提案は¹⁷、次の選挙における特定の取締役の議席に関するものだけであると¹⁸した。

本判決の後、SEC 規則 14a-8 (i) (8) についての解釈が不確実/不安定 (uncertainty and confusion) になったとして、取締役の指名・選任の手続についての株主提案も明確に排除する目的で、2007 年に、SEC 規則 14a-8 (i) (8) の改正が行われた¹⁹。2007 年改正は、付属定款の変更といった私的自治を通してのプロキシー・アクセスを排除するものであり、SEC による今までの対応の中で最も制限的なものであった²⁰。

しかしながら、2010 年 7 月に成立したドッド・フランク法 971 条²¹ は、プロキシー・アクセスを認め、プロキシー・アクセスを制定する権限を SEC に与えた。これを受けて、SEC は同年 8 月に SEC 規則 14a-11²²を制

16 17 C.F.R. § 240.14a-8 (i) (8) (2009).

17 SEC は SEC 規則 14a-8 で、株主の提案を会社の委任状資料に記載することの義務づけが可能な株主提案権を定めているが、取締役候補者の提案といった、いわゆる、選挙提案は記載が義務づけられる株主提案の対象から外していた。

18 安本政恵「アメリカとイギリスにおけるコーポレートガバナンス制度に関する一考察 (一)」広島法学 33 巻 2 号 150 頁 (2009 年) 参照。

19 See, Shareholder Proposals Relating to the Election of Directors, Exchange Act Release No. 56, 161, Investment Company Act Release No. 27, 914, 72 Fed. Reg. 43, 488, 43, 491 (July 27, 2007).

20 See, Jill E. Fisch, The Destructive Ambiguity of Federal Proxy Access, 61 Emory L.J. 435, 445 (2012).

21 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, §971, 124 Stat. 1376, 1915 (2010).

22 17 C.F.R. § 240.14a-11. SEC 規則 14a-11 の概要は以下の通りである (吉行・前掲注 (6) 44 頁等参照)。すなわち、委任状勧誘規則が適用される会社においては、委任状資料に、一定の株主が指名する取締役候補者を記載しなければならないが、取締役候補者は各証券取引所の上場規則が定める独立性の基準を満たさなければならない (独立性の基準につき、丹羽はる香「社外取締役の監視義務の具体的内容」同志社法学 65 巻 4 号 361・362 頁 (2013 年) 等参照)。一定の株主とは、規則の利用を通知した日まで 3 年以上、議決権の 3% 以上を保有している者であり、株主総会まで当該議決権を保有しなければならない。

定したのであるが、同年9月にビジネス・ラウンドテーブルと Chamber of Commerce of the United States of America (米国商工会議所) が本規則の審査 (review) を連邦巡回控訴裁判所に申し立てた。その結果、申立てが認められ、本規則は無効とされた²³。

なお、SEC は SEC 規則 14a-11 を制定する際に、同時に、SEC 規則 14a-8 (i) (8) も改正し、株主の指名権に関する付属定款等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外すことをできないようにしていた²⁴。これは、付属定款等の変更といった私的自治を通してのプロキシ・アクセスを容認するものであった。

2010年改正では、SEC 規則 14a-11 の制定と SEC 規則 14a-8 (i) (8) の改正が行われたが、前者は裁判所により無効とされたものの、後者は2011年9月から施行されている²⁵。つまり、プロキシ・アクセスをめぐる SEC 規則は、2007年改正前の状態に戻ったことになる²⁶。それゆえ、SEC のスタンスとしては、全社一括適用的な (comprehensive) プロキシ・アクセスから、各会社毎の (company-by-company) プロキシ・アクセスにシフトした状況にある²⁷。

各会社毎のプロキシ・アクセスとは、 会社の付属定款を改正するこ

会社は、提案株主が提供した当該株主及び候補者に関する情報を委任状説明書 (proxy statement) に記載し、候補者名を委任状書面 (form of proxy) に記載しなければならない。なお、株主が支配の変更を意図している場合には本規則を利用できない、会社は1人または取締役数の25%を超える数のいずれか多数の候補者を委任状資料に記載することを求められない、複数の株主が指名資格を有する場合には最も高い議決権割合を有する株主のみが候補者を指名できる(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55頁(2012年)参照)。

23 Business Roundtable v. SEC, 647 F.3d 1144 (D.C. Cir. 2011).

24 Facilitating Shareholder Director Nominations, Exchange Act Release No. 34-62, 764, 75 Fed. Reg. 56,668, 56, 730 (Sept. 16, 2010).

25 Facilitating Shareholder Director Nominations, Securities Act Release No. 9259, Exchange Act Release No. 65, 343, Investment Company Act Release No. 29, 788, 76 Fed. Reg. 58, 100, 58, 100 (Sept. 20, 2011).

26 黒沼・前掲注(22)58頁参照。

27 See, Becker et al, supra note 14, at 133.

とでプロキシー・アクセスの手續規定を設け、改正後の付屬定款に基づきプロキシー・アクセスを行う、といった二段階アプローチ (two-step approach)²⁸ である。

三 デラウェア会社法

州会社法の代表格であるデラウェア会社法²⁹は、2009年改正において、会社の付屬定款にプロキシー・アクセスを認める規定を定めることを可能とする112条 (access to proxy solicitation materials)³⁰ を新設するとともに³¹、付屬定款に定める方法で行われた取締役の選任にかかる委任状勧誘につき「一定の成功」³² を収めた株主が負担した費用の償還を会社に請求できるとする113条 (proxy expense reimbursement) も新設された³³。

デラウェア州判例では、これまで、取締役の選任プロセスにおいて、会社が推薦する取締役候補者に対抗馬を立てる株主の権利につき、株主に有利な判断をする場合³⁴と、会社の経営陣に有利な判断をする場合³⁵とが混在し、裁判所の判断が錯綜 (ambivalence) していた³⁶。

28 See, *id.*

29 デラウェア州会社法の会社法市場での覇権的地位につき、玉井利幸『会社法の規制緩和における司法の役割』60頁以下(中央経済社、2009年)及びデラウェア州政府の公式サイト「企業がデラウェア州を選ぶ理由」(http://corplaw.delaware.gov/jpn/why_delaware.shtml)等参照。

30 Del. Code Ann. tit. 8, § 112.

31 新設された112条を「自主的プロキシー・アクセス制度 (voluntary proxy access regime)」と呼ぶ場合もある (see, Becker et al, *supra* note 14, at 132).

32 See, Molitor, *supra* note 9, at 119.

33 Del. Code Ann. tit. 8, § 113.

34 *Harrah's Entm't, Inc. v. JCC Holding Co.*, 802 A.2d 294, 310 (Del. Ch. 2002); *JANA Master Fund, Ltd. v. CNET Networks, Inc.*, 954 A.2d 335, 345 (Del. Ch. 2008) etc..

35 *Openwave Sys. Inc. v. Harbinger Capital Partners Master Fund I, Ltd.*, 924 A.2d 228, 238-239 (Del. Ch. 2007); *Accipiter Life Scis. Fund, L.P. v. Helfer*, 905 A.2d 115, 124-125 (Del. Ch. 2006) etc..

36 See, Jill E. Fisch, *Leave it to Delaware: Why Congress Should Stay Out of Corporate Governance*, 37 Del. J. Corp. L. 731, 759 (2013).

そうした中で、2009年改正の前年の2008年に、AFSCMEがCA社に対してCA社の付属定款に「取締役の選任にかかる委任状勧誘の結果、株主が指名した取締役候補者が取締役に選任された場合、株主が負担した合理的な委任状勧誘費用³⁷の償還を会社に請求できる」とする旨の規定を盛り込むことを株主提案したのであるが、本株主提案の適法性につき、デラウェア最高裁判所の判断³⁸が示された。

本件では、本株主提案を受けたCA社が、(弁護士の意見書を添付して)SECに対して、SEC規則14a-8(i)(1)³⁹及び(2)⁴⁰により除外することを求めた一方で、株主提案を行ったAFSCMEも、(同様に弁護士の意見書を添付して)SECに対して除外をしないように求めた。そこで、SECは、争点を2つに整理した上で、デラウェア最高裁判所に判断を仰いだのが本件である⁴¹。すなわち、AFSCMEの株主提案はデラウェア州法上、

37 委任状勧誘費用とは印刷、郵送、コンプライアンス、勧誘、交通、広告、広報等の費用である。

38 CA, Inc. v. AFSCME Emp. Pension Plan, 953 A.2d 227 (Del. 2008). 本件については、藤林大地「米国における委任状勧誘制度」同志社法学 62巻3号341頁以下(2010年)・楠元純一郎「取締役選任と委任状勧誘にかかる費用の帰属」旬刊商事法務1932号44頁以下(2011年)等参照。

39 17 C.F.R. § 240.14a-8 (i) (1).

40 17 C.F.R. § 240.14a-8 (i) (2).

41 See, CA, Inc., 953 A.2d at 230-231. デラウェア州議会は、2007年に、SECがデラウェア最高裁判所に対して意見照会(certification)を可能にする憲法改正(Del. Const. art. IV, § 11(8); Del. Sup. Ct. R. 41)を行った(藤林・前掲注(38)340・341頁参照)。この意見照会制度はプロセス・イノベーション(process innovation)であるとも位置づけられている(see, JSteven J. Cleveland, Process Innovation in the Production of Corporate Law, 41 U.C. Davis L. Rev. 1829, 1841(2008))。なお、SECは、意見照会制度につき、株主提案におけるノー・アクションレターをめぐる問題を解決する上で非常に便利な仕組み(very useful tool)であるとしている(see, John W. White (Director, Division of Corporation Finance, SEC), Speech by SEC Staff: Corporation Finance in 2008? A Year of Progress (August 11, 2008) (<http://www.sec.gov/news/speech/2008/spch081108jww.htm>))。もっとも、SEC規則14a-8の運用自体がSECにとり重荷(burdensome)であるとの意見もある(see, Task Force on Shareholder Proposals of the Subcommittee on Federal Regulation of Securities ("Task Force"), Section of Business Law of the American Bar Association, Report on Proposed Changes in Proxy Rules

株主の行為として適切であるか、 AFECME の株主提案が採択された場合、CA 社はデラウェア州法に違反するのか、であった。

これに対して、裁判所は以下の通り判示した⁴²。

につき、

本件付属定款改正案の目的は株主による取締役候補者の指名を容易にすることで、選任プロセスの健全性 (integrity) を高めることにある。通常、競争的な取締役の選任選挙に関する現行の枠組みでは、取締役会により指名された取締役候補者のみが、選挙費用 (election expenses) の償還を受けられる。他方、対抗馬の候補者には原則的には償還されない。本件付属定款改正案は、株主が指名した取締役候補者が取締役に選任された場合に、株主が負担した委任状勧誘費用 (proxy expenses) の償還を会社に請求できることを約束することで、取締役会サイドではない候補者 (non-management board candidates) の指名を促すものであるため、株主の行為として適切である。

につき、

本件付属定款改正案は、取締役が信認義務を適切に果たすことが困難な場合においても選挙費用の償還を義務づけるものである。デラウェア州法上、個人的あるいは経営 (management) 上の問題ではなく、会社の政策 (policy) 上の問題が争点となっている場合に、取締役会は委任状勧誘費用を償還できる。しかし、委任状争奪戦が個人的もしくは不当な (petty) 関心に動機づけられている場合、または、会社の利益を高めるものではないもしくは会社の利益に反する場合、取締役の信認義務に基づき、費用償

and Regulations Regarding Procedures for the Election of Corporate Directors, 59 Bus. Law. 109, 112 (2003)).

42 藤林・前掲注 (38) 345・346 頁参照。

還は完全に否定される。この点において、本件付属定款改正案はデラウェア州法に違反する。本件付属定款改正案は、少数の取締役の選任に成功した場合に、合理的な費用の償還を義務づけるものであるため、償還における適切な金額を決定する完全な裁量を CA 社の取締役に提供する。さらには、本件付属定款改正案には、特定の事案における費用償還を行うこと自体が適切であるか否かを判断する信認義務を果たす CA 社の取締役の完全な権限を留保する文言や条項が一切含まれていない。

裁判所は、付属定款を通してプロキシ・アクセスを実現する株主提案は認められるが、さらに一步踏み込んだ委任状勧誘費用の償還については、取締役の信認義務上の問題点^{43, 44}があるとして、最終的には、本件付属定

43 裁判所は、株主が取締役の選任に際して委任状勧誘をする場合、委任状勧誘費用が合理的であるか否かを判断する裁量権が取締役にあり、合理的でないとは判断すれば、信認義務上、会社にその費用を支出させてはならないため、取締役から裁量権を完全に奪うような本件付属定款改正案は違法であるとした(楠元・前掲注(38) 47頁参照)。そこで、裁判所は、信認義務上の問題点を解決するために、fiduciary-out条項(回避条項)を設けることを求めている(see, D. Gordon Smith, Matthew Wright & Marcus Kai Hintze, Private Ordering with Shareholder Bylaws, 80 Fordham L. Rev. 125, 158 (2011), Julian Velasco, Fiduciary Duties and Fiduciary Outs, 21 Geo. Mason L. Rev. 157, 206 (2013))。回避条項は、取締役の信認義務と契約上の義務が衝突するのを回避するために設けられる規定であり、たとえば、当初の買収契約より有利なオファーがあった場合に、買収ターゲット会社の取締役がそのような行為を行うことを認める条項であり(see, William T. Allen, Understanding Fiduciary Outs: The What and the Why of an Anomalous Concept, 55 BUS. LAW. 653, 653 (2000). 玉井・前掲注(29) 199頁参照)、回避条項は M&A の場面のみで用いられている(see, Sabrina Ursaner, Keeping "Fiduciary Outs" Out of Shareholder-Proposed Bylaws: An Analysis of CA, Inc. v. AFSCME, 6 N.Y.U. J.L. & Bus. 479, 513 (2010))。

44 裁判所が、取締役の信認義務上の問題点を解決するために回避条項の利用を示唆した判示は不適切であるとされ(see, Ursaner, supra note 43, at 504-507, Velasco, supra note 43, at 213)、判決の翌年に新設されたデラウェア会社法 113 条(Del. Code Ann. tit. 8, § 113 (2009))では、回避条項の策を講じることなく、本件付属定款改正案で問題とされた委任状勧誘費用の償還を容認する規定として立法化された(see, Smith et al, supra note 43, at 158)。

款改正案は違法であるとした。

裁判所はこのような判断を示した上で、本件付属定款改正案を合法とする選択肢を2つ示した⁴⁵。1つ目は、CA社の基本定款 (certificate of incorporation)⁴⁶ を改正することであり、2つ目は、デラウェア会社法の改正であった。

四 プロキシ・アクセス

プロキシ・アクセスについては、アクティビスト株主、とりわけ、機関投資家サイド (institutional investor community) における長年の目標であるともされるが⁴⁷、プロキシ・アクセスにより、株主が容易に取締役候補者を指名できるようになった場合に、高い能力をもつ取締役の選任や再任が難しくなるかもしれないという懸念⁴⁸や、いわゆる、メガホン外部性 (megaphone externalities)⁴⁹ や選挙レパレッジ (electoral lever-

45 See, CA, Inc., 953 A.2d at 240.

46 アメリカの会社定款は、会社の基本的な事項を定めた基本定款と、その他の事項について定めた付属定款 (bylaw) とからなっている (江口高顯『株式会社の支配をめぐる経営者と株主との間の力関係』宍戸善一編著『「企業法」改革の論理』211頁 (日本経済新聞出版社、2011年) 参照)。基本定款の変更には取締役会の承認が必要であり、株主の発議のみによる定款変更儀はできないが、付属定款の変更については株主からも発議可能である (see, Del. Code Ann. tit. 8, § 109, Model Business Corporation Act § 10.20, 松尾健一「株主提案権制度の見直しの要否」法律時報1070号50頁 (2014年) 等参照)。

47 See, Stephen M. Bainbridge, Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II, 95 MINN. L. REV. 1779, 1802 (2011). プロキシ・アクセスは強力な利益集団 (powerful interest group) がお気に入りのプラン (pet project) であるとする (see, id at 1805)。

48 See, Martin Lipton & Steven A. Rosenblum, Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come, 59 Bus. Law. 67, 86 (2003).

49 メガホン外部性とは、わずかなコストで、特定の事項を主張する取締役候補者を指名することで、その存在感を示すことであり、存在感を示す価値は、実際に当選する可能性とは、本質的に無関係であるため、労働組合や公的年金基金等にとって、プロキシ・アクセスは manna (天恵) となる (吉行・前掲注(6) 51頁等参照)。

age)⁵⁰ に対する危惧もある。

他方、プロキシー・アクセスが認められ、取締役会の構成が効果的に入れ替わる可能性が高まることで、取締役会の株主に対するアカウントビリティーも高まることへの期待⁵¹や、株主権を強化することが株主の利益になり、会社の効率性が高まるとの強い信念の下⁵²、プロキシー・アクセスは会社の利益になるとの声もある⁵³。くわえて、会社の付属定款経由でプロキシー・アクセスを認めることにつき、株主権の強化を推進する立場からは、付属定款経由のプロキシー・アクセスでは、プロキシー・アクセスを行うには付属定款の改正を経なければならないため、事実上、ノー・アクセスがデフォルトとなる⁵⁴ため、アクセスをデフォルトとすべきとの論もある⁵⁵。

プロキシー・アクセスについては、議論が分かれているが、プロキシー・アクセスを通じて、株主が指名した取締役候補者が実際に取締役に選任された場合に懸念されるのは、取締役会のバルカン化 (balkanization) である。取締役会のバルカン化とは取締役会内での内部対立である⁵⁶。すな

50 選挙レバレッジとは、株主が指名する取締役候補者が実際に当選する見込みが全くない場合であっても、株主（取締役候補者・その支持団体等）が、取締役候補者の指名を撤回する等を交渉材料にして、会社から何らかの譲歩を引き出すことである（吉行・前掲注（6）51頁等参照）。2008年に物言う株主のカーン・アイカーンがモトローラの取締役候補者に自分自身を薦める意図を示したが、7%未満の得票しかできなかったものの、アイカーンからの圧力には効果があり、モトローラは、アイカーンが求めていた2人の新しい取締役を取締役候補者として指名し、携帯電話端末部門のスピンオフの可能性についてアイカーンに相談することを合意した（リチャード・A・ブリーリーほか（藤井眞理子ほか）『コーポレート・ファイナンス 第10版 下』524頁（日経BP社、2014年）、日本経済新聞2008年4月4日朝刊参照）。

51 See, supra note 24, at 56, 670.

52 See, Lucian Arye Bebchuk, The Case for Increasing Shareholder Power, 118 Harv. L. Rev. 833, 914 (2005).

53 See, Lucian Arye Bebchuk, The Case for Shareholder Access to the Ballot, 59 Bus. Law. 43, 65 (2003).

54 これは、デラウェア会社法112条（Del. Code Ann. tit. 8, § 112）の立場である。

55 See, Lucian A. Bebchuk & Scott Hirst, Private Ordering and the Proxy Access Debate, 65 Bus. Law. 329, 333 (2010).

56 See, Usha Rodrigues, Let the Money Do the Governing: The Case for Reuniting Ownership and Control, 9 Stan. J. L. Bus. & Fin. 254, 267 (2004).

わち、株主が候補者として指名し、かつ、実際に選出された取締役が取締役会内で少数派 (dissident) となり、取締役会内部における各取締役の相互協力 (collegiality)⁵⁷ や経営陣と取締役会との間における情報共有が損なわれることへの懸念である⁵⁸。

また、プロキシ・アクセスにより、取締役の候補者がその定員を上回った場合、競争型選挙 (contested election)⁵⁹ になる。競争型選挙が予定される場合、落選の可能性もありえるため、ビジネス界における自らの評判を損なうおそれから、有能な取締役候補者が立候補をためらうことも考えうる⁶⁰。くわえて、競争型選挙の頻度が高まった場合、会社が混乱 (disruptive) するとともに、多額のコストもかかり、会社の利益を損なうことにもつながりかねない⁶¹。

五 デラウェア会社法と SEC 規則との平仄

2008年に、デラウェア最高裁判所が、付属定款経由の私的自治に基づくプロキシ・アクセスを認めた後、その翌年の2009年にデラウェア会社法が改正され、会社の付属定款にプロキシ・アクセスを認める規定を

57 取締役間の相互協力を強調しすぎると、結局、株主は、株主提案の対抗馬より、会社提案の取締役候補者を選ぶことになりがちであるとの指摘がある (see, Julian Velasco, Taking Shareholder Rights Seriously, 41 U.C. Davis L. Rev. 605, 666・667 (2007))。

58 See, Lipton & Rosenblum, supra note 48, at 80-83. 情報共有については、人間の性質 (human nature) ・仲間意識 (collegial relationship) との関わりによる (see, id at 80-82)。なお、株主が候補者として指名しかつ実際に選出された取締役が、特定の特別な利益 (たとえば、労働組合・政治的団体・社会活動組織等の利益) を代表する場合、取締役会におけるバルカン化の先鋭化も懸念されうる (see, id at 83)。

59 取締役の候補者がその定員と同数あるいはそれを下回る場合には、信認型選挙となる。

60 See, Task Force, supra note 41, at 120, Bebchuk, supra note 53, at 53.

61 See, Task Force, supra note 41, at 111. 競争型選挙を避けるため、取締役候補者の最終決定権を指名委員会 (nominating committee) に委ねることを提案する見解がある (see, Molitor, supra note 9, at 154-179)。

定めることを可能とする 112 条が新設された⁶²。なお、同年の 2009 年に、模範事業会社法 (Model Business Corporation Act : MBCA) も改正され、デラウェア州会社法 112 条 (及び 113 条) と同様の規定が MBCA2.06 条に設けられた⁶³。

他方、2006 年に、連邦巡回控訴裁判所は、プロキシ・アクセスを認める手続を定めた付属定款を求める株主提案は適法であるとした⁶⁴。そして、2010 年に SEC 規則 14a-8 (i) (8) 改正⁶⁵により、SEC は付属定款の変更といった私的自治を通してのプロキシ・アクセスを明確に容認し、2011 年から施行されるに至った⁶⁶。

それゆえ、プロキシ・アクセスに対するスタンスつき、デラウェア会社法と SEC 規則との平仄は合っており、それぞれのスタンスに大きなズレは生じていない。

次章⁶⁷では、デラウェア会社法あるいは SEC 規則により妨げられない (unimpeded) 最初のプロキシ・シーズン⁶⁸である 2012 年⁶⁹、そして、翌年の 2013 年におけるプロキシ・アクセスの実際につき、触れていく。

62 See, Del. Code Ann. tit. 8, § 112 (2009).

63 See, American Bar Association Section of Business Law, Committee on Corporate Laws, Report on the Roles of Boards of Directors and Shareholders of Publicly Owned Corporations and Changes to the Model Business Corporation Act -- Adoption of Shareholder Proxy Access Amendments to Chapters 2 and 10, 65 Bus. Law. 1105, 1115-1116 (2010).

64 See, AFSCME, 462 F.3d 121.

65 See, 17 C.F.R. § 240.14a-8 (i) (8).

66 前掲注 (25) 参照。

67 次章は、Catherine G. Dearlove & A. Jacob Werrett, Proxy Access by Private Ordering: A Review of the 2012 and 2013 Proxy Seasons, 69 Bus. Law. 155, 164-182 (2013) に依っている。

68 プロキシ・シーズンとは株主総会シーズンのことである。株主総会の議案を分析したレポートのことをプロキシ・ペーパーとよばれている (ナオミ・ストラウド「グラス・ルイス日本市場議決権行使助言方針」旬刊商事法務 1961 号 50 頁 (2012 年) 参照)。

69 See, Fisch, supra note 36, at 769.

六 アメリカにおける 2012 年/2013 年プロキシー・シーズン

1 2012 年^{*70}

2012 年のプロキシー・シーズンにおいて、プロキシー・アクセスを求めた株主提案⁷¹は 24 件行われたが、8 件が拘束型提案 (binding proposal) で、残り 16 件が勧告型提案 (precatory (non-binding) proposal) であり⁷²、特定の人物・組織が複数の会社で提案を行っているのも確認された⁷³。

全 24 件中 15 件につき、会社の経営陣が SEC 規則 14a-8⁷⁴に基づく SEC によるノー・アクションレターを求め、15 件中 7 件が認められた。

最終的に、12 件のプロキシー・アクセス案が株主総会の決議にかけられ、2 件⁷⁵が可決された。この 2 件とも、プロキシー・アクセスが可能な株主は、SEC 規則 14a-8⁷⁶の利用を通知した日まで 3 年以上、議決権の 3% 以上を保有している者としていた。この要件は、無効とされた SEC 規則

70 See, Dearlove & Werrett, *supra* note 67, at 164-168.

71 アメリカでは、株主提案を正式に行う前に、会社にレターを送り、自らの提案を非公式に伝えることがある一方で、企業価値向上のための提案を公開書簡 (poison pen) の形で行うこともあり、そのような広い意味における株主による提案を campaign と呼ぶ (太田洋「最近のアクティビスト株主および買収防衛策の動向」西村高等法務研究所編『アクティビスト・敵対的買収対応の最新動向』46 頁 (商事法務、2014 年) 参照。

72 拘束型提案とは、会社の付属定款の変更を株主総会で直接求めるものであり、勧告型提案とは、会社の取締役会に対して、会社の付属定款の変更をリクエストするものである。拘束型提案と勧告型提案との相違につき、吉行・前掲注 (8) 57・58 頁等参照。なお、米国では勧告型提案は多くみられるが、日本においては、株主提案が株主総会で可決された場合、取締役は株主総会決議を遵守する義務を負う (会社法 355 条) 以上、取締役に勧告するだけの提案は認められていない (近藤光男『最新株式会社法』201 頁 (中央経済社、第 7 版、2014 年) 参照)。

73 同一人物・組織で確認されたのは最大で 7 件であった。

74 17 C.F.R. § 240.14a-8.

75 Chesapeake Energy Corp. と Nabors Industries Ltd. の 2 件であり、いずれも、勧告型提案であった。

76 17 C.F.R. § 240.14a-8.

14a-11⁷⁷における要件と同じである。

否決された 10 件のプロキシ・アクセス案は、概ね USPX (the United States Proxy Exchange)⁷⁸ が提示したガイドライン⁷⁹に基づくものであった。このガイドラインでは、プロキシ・アクセスが可能な株主は、SEC 規則 14a-8⁸⁰の利用を通知した日まで 2 年以上、議決権の 1%以上を保有している者としていた。

2 2013 年⁸¹

2013 年のプロキシ・シーズンにおいて、プロキシ・アクセスを求めての株主提案は 13 件行われた。全 13 件中 6 件につき、会社の経営陣は SEC 規則 14a-8⁸²に基づく SEC によるノー・アクションレターを求めたが、2012 年とは異なり、全て拒否され、認められたのは 0 件であった⁸³。全 13 件中 8 件は、2012 年にも同様の株主提案があった会社においてであり、2 年連続でプロキシ・アクセスを求めての株主提案であった。

2013 年が 2012 年と大きく異なるのは、2013 年において、プロキシ・

77 17 C.F.R. § 240.14a-11.

78 USPX は個人投資家を対象とする草の根的アクティビスト株主グループ (grassroots shareholder activist group for individual investors) とされ (see, Stephen Taub, Proxy Access Gets New Life, Institutional Investor (America's Edition) November 2011 (Load-Date: December 20, 2011)、創設者は Glyn A. Holton である (see, Louis M. Thompson, What the (Near) Future of Shareholder Communications Holds, Compliance Week January 2012 (Load-Date: March 17, 2012))。

79 See, Joe Mont, Proxy Access Efforts Starting Slow, Compliance Week May 2012 (Load-Date: May 21, 2012).

80 17 C.F.R. § 240.14a-8.

81 See, Dearlove & Werrett, *supra* note 67, at 168-173.

82 17 C.F.R. § 240.14a-8.

83 SEC がノー・アクションレターを認める場合につき、SEC 規則 14a-8 (17 C.F.R. § 240.14a-8) の (a) ~ (m) まで 13 の事由が列挙されているが、2012 年においては、個数制限 (各株主総会における株主提案の数は株主 1 人につき 1 個に制限) をしている SEC 規則 14a-8 (c) 違反や曖昧/不明確な文言の利用を禁じる SEC 規則 14a-8 (i) (3) 違反等の技術的ミスによりノー・アクションレターが認められた例が目立ったが、2013 年においては、そうしたミスは確認されなかった。

アクセスを株主ではなく、会社側が提案した例が現れたことである。件数としては2件⁸⁴であり、2件とも2012年にプロキシ・アクセスを求めている株主提案があった会社であった。なお、株主の提案を受けた後に会社側が株主総会の決議を経ることなく、プロキシ・アクセスを採用した件数が1件⁸⁵あり、この1件は2012年に同様の株主提案があった会社であった。

SECによるノー・アクションレターが1件も認められなかったため、全13件のプロキシ・アクセス案が株主総会の決議にかけられ、最終的に、3件⁸⁶が可決された。この3件にくわえて、株主総会決議を経ることなく会社側が採用した1件の合わせて4件とも、プロキシ・アクセスが可能な株主は、2012年に可決された2件と同様に、SEC規則14a-8⁸⁷の利用を通知した日まで3年以上、議決権の3%以上を保有している者であった。

なお、2013年に示された16件のプロキシ・アクセス案は、大別すると、3つに類型化することも可能である。

3%&3年案、1%&1年(Norges Bank)案、1%&2年(USPX)案である。の3%&3年案は全16件中9件の最多であり、上記の通り、認められた4件はいずれもこれに該当する。の1%&1年案は、4件であり、いずれも、Norges Bank⁸⁸による提案であった。の1%&2年案は、

84 Chesapeake Energy Corp.とHewlett Packard Co.の2件である。

85 これはWestern Unionという会社で、2012年・2013年と連続で、株主であるNorges Bankからプロキシ・アクセスを求める株主提案が出された。2012年においては株主総会で否決されたが、2013年は、Norges Bankが示したプロキシ・アクセス案では、プロキシ・アクセスが可能な株主は、SEC規則14a-8の利用を通知した日まで1年以上、議決権の1%以上を保有している者であったが、Western UnionとNorges Bankの両者が協議の結果、株主要件を3年以上&3%以上に変更することで合意し、Western Unionの取締役会はプロキシ・アクセスを認める付属定款の変更を決議した(see, Western Union Co., SEC No-Action Letter, 2013 WL 354800 (Mar. 13, 2013)).

86 Century Link, Inc.、Hewlett Packard Co.、Verizon Commc'ns Inc.の3件である。

87 17 C.F.R. § 240.14a-8.

88 Norges Bankとは、ノルウェー銀行であり、ノルウェーの中央銀行である。ノルウェー銀行は、総資産約8300億ドル(87兆円)の世界最大級の政府系ファ

3件でUSPXが示したガイドラインに沿うものであった。

七 日本法への示唆

プロキシ・アクセスにつき、米国においては、SEC規則により、事実上、ノーアクセスであったが、現状においては、SEC規則の改正やデラウェア会社法の改正により、私的自治を通じたプロキシ・アクセスが可能となり、実際に、活用もされつつある。

日本においては、過去10年、株主提案権は毎年20社から40社位で行使されており、その大半は定款変更に関する議案である⁸⁹。取締役の選任に関する株主提案は、毎年、数社から十数社であるが、その提案は会社対大株主の内紛や社内経営陣の内紛等による提案が多い⁹⁰。しかしながら、2014年2月に公表された日本版スチュワードシップ・コード⁹¹や2015年

ンドであるノルウェー政府年金基金を運用しており、2013年には世界の投資先2000社以上との面会を実施した（日本経済新聞2014年3月3日朝刊参照）。なお、ノルウェー政府年金基金は、計算上、世界のすべての上場企業株の1%以上を保有するという巨大な存在であるとされる（日本経済新聞2013年9月11日朝刊参照）。実際、ノルウェー政府年金基金の2012年末における日本株保有額は約1.9兆円であったが、2013年末には約3.8兆円となり、前年比でほぼ倍増し、東京証券取引所の時価総額（約440兆円）の1%に迫った（日本経済新聞2014年3月3日朝刊参照）。

89 「トピック：株主提案議案の状況と今後の課題」旬刊商事法務2038号53頁（2014年）参照。2014年6月総会の会社では、2013年と同数の25社で株主提案議案が付議され、電力会社等を対象とする運動型の株主提案が継続しており、前年に続けて株主提案議案を付議する会社は16社であり、株主提案の全議案149議案のうち122議案（82%）が定款変更議案であった（「視点：平成26年6月総会を振り返って」資料版/商事法務364号（2014年）参照）。

90 山田和彦『株主提案権の行使と総会対策』70頁（商事法務、2013年）参照。

91 日本版スチュワードシップ・コードでは、機関投資家が投資先企業の株式を長期的に保有することを前提とし、企業価値向上につながる問題提起・問題改善を行うべきとする（大崎貞利「英国における機関投資家と上場企業のエンゲージメント（対話）」神作裕之 編『企業法制の将来展望』294頁（資本市場研究会、2013年）参照）。日本版スチュワードシップ・コードのモデルとなった英国のスチュワードシップ・コードでは、スチュワードシップ活動の強化として行う投資先企業への関与の具体例として「株主総会の招集を請求し、場合によっては取締役の交替を提案すること」等の方法が挙げられているが、日本版スチュワードシップ・コードでは、具体的行動の例示は除かれている（田中巨「日本版スチュワードシップ・コードの検討」月刊監査役629号68頁（2014

の施行が予定されている改正会社法⁹²により、社外取締役⁹³の選任圧力は上昇しつつあり、今後、従来の内紛型とは異なる形で、取締役、とりわけ、

年) 参照)。その結果、投資先企業の「企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合」であっても、英国版が示す取締役の交替等の対決的な株主権の行使よりは、むしろ「より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる認識の共有を図る」ことが「まずは」期待されている(同参照)。なお、英国におけるスチュワードシップの現状につき、平野由香「英国におけるスチュワードシップ・コードの動向」生命保険経営 82 巻 3 号 42 頁以下(2014 年)等参照。

- 92 改正会社法では、上場会社を含む有価証券報告書提出会社で監査役会設置会社が、社外取締役を置かない場合には、株主総会で説明責任を負うことになった。経済産業省のコーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会(座長: 神田秀樹教授)は、2014 年 6 月に公表した「社外役員等に関するガイドライン」において、社外取締役の最長在任期間を設けることを提言した。神田教授は、社外取締役の果たす役割は、その企業の経営の透明性を保ち、説明責任を果たし、経営トップに対策を促すために何をすべきかという 3 段階で検証が必要であるとする(日本経済新聞 2014 年 2 月 24 日朝刊参照)。なお、改正会社法が求める「社外取締役を置くことが相当でないことの理由」の開示との関係で、社外取締役を 1 人も選任しないことをどう正当化できるかという点の説明に焦点が当てられ、適法とされるにはどう説明すればよいかという議論は必要だが、法律上の要請をクリアするための議論だけにこだわると、議論が本質から外れることになる(藤田友敬「『社外取締役・取締役会に期待される役割 - 日本取締役協会の提言』を読んで」旬刊商事法務 2038 号 13 頁(2014 年)参照)。
- 93 2014 年 6 月末時点で、東京証券取引所第一部上場企業(東証一部上場企業)の 7 割以上が社外取締役を選任している(日経産業新聞 2014 年 7 月 11 日参照)。そして、東証一部上場企業の 3 割以上が社外取締役を 2 人以上置いており、2014 年 8 月末時点の株式時価総額上位 100 社に限れば、8 割以上となり、さらに、100 社中 12 社では取締役全体の半数以上が社外取締役である(日本経済新聞 2014 年 9 月 2 日朝刊参照)。落合誠一「社外取締役の量と質のより一層の充実を」ビジネス法務 14 巻 10 号 1 頁(2014 年)は、「社外取締役に期待すべき基本的役割は・・・モニタリング(であり)・・・モニタリング機能の発揮のためには・・・社外取締役が 1 人ではその役割を十分発揮できないから、取締役会において多数である必要がある」とする。なお、上場企業であっても、小規模な会社では、創業者等が支配株式を有している例が多い上に、非安定大口株主からの圧力もないため、社外取締役が選任されても機能する可能性は低く、それだけに、良い人材が就任する可能性も低いため、全上場企業に社外取締役の選任を義務づけるべきとの立法論には疑問の声(江頭憲治郎「上場会社の株主」江頭編著『株式会社法大系』23 頁(有斐閣、2013 年)参照)があり、江頭憲治郎「会社法改正によって日本の会社は変わらない」法律時報 1078 号 61 頁(2014 年)は、「改正(会社法)が社外取締役設置の『事実上』の強制に止まり、法令上の強制にならなかったことは、不幸中の幸いであった」とする。

社外取締役の選任に関して、株主提案が行使される状況は整っていくことも予想される。くわえて、そうした状況に乗じる形で、取締役の選任に関する株主提案権が濫用⁹⁴されることもありえよう⁹⁵。

そこで、特段の規制をかけず、今まで通り、プロキシ・アクセスにつき、ほぼフリーハンドな形での利用を維持した上で、いわゆる、打たせて取る⁹⁶的な方法も含めて取締役の選任に関する株主提案権に対応する方法や、一応、少数株主権ではあるものの⁹⁷、実際には大株主権とはかなり距離感のある現行のプロキシ・アクセスにつき⁹⁸、大株主権の色彩を強め

- 94 従来、わが国の上場企業のおよそ8割は毎年6月に株主総会を開いており、しかもそのうち9割以上の開催日が6月下旬であるが、これは、各企業が定款により、株主総会の議決権や配当の受領権を有する株主を確定する「基準日」を、事業年度の末日（決算日、大多数は3月末日）と定めているためである（田中亘「緊張感ある対話：促進を（経済教室）」日本経済新聞2014年8月7日朝刊参照）。会社法上、基準日は権利行使日前の3カ月内としなければならないとされているが、議決権と配当の受領権の基準日を決算日とすることは、法律の要請ではないため、たとえば5月末日を基準日と定め、7月や8月に総会を開催することも可能であり、議案をめぐる投資家と企業との対話を促すことが期待できる（同参照）。一方で、基準日が決算日より繰り下がる場合には、株主提案の準備期間も長くなり、その利活用、さらには濫用の可能性も高まるかもしれない。
- 95 株主提案権には、会社支配権としての機能とコミュニケーション機能があるが、前者の機能を重視すべきであり、後者の機能には限界がある（近藤光男『コーポレート・ガバナンスと経営者責任』18～21頁（有斐閣、2004年）参照）。
- 96 河本一郎ほか「株主提案権の行使をめぐる諸問題」旬刊商事法務1021号31頁[多田晶彦発言]（1984年）参照。株主提案権が株主の権利である以上、明確な根拠をもって違法といえない場合、株主による提案につき、取締役会が裁量権をもって採否を決定するのは不適切であるため、株主提案議案について招集通知に議案の要領を記載せず、株主総会でも取り上げなかったことにより手続き上の瑕疵の存在が疑われる結果となる（高橋美加「株主総会は荒れ模様」法学セミナー717号96・97頁（2014年）参照）。
- 97 小出篤「少数株主権における少数株主要件」落合誠一先生古稀記念『商事法の新しい礎石』155頁（有斐閣、2014年）は、株主提案権が少数株主権である理由は「（株主）提案権の対象となっている株主総会でその提案を可決する決議がなされる蓋然性があるといえる程度の大株主に権利を行使させないと無駄になるため」であるとみる。なお、株主提案権は、共益権の一種であり、究極的には会社の利益のために行使されるべきものである（田中亘「判批」ジュリスト臨時増刊1466号111頁（2014年）参照）。
- 98 総株主の議決権の100分の1以上の議決権とする要件（会社法305条1項）は大株主権そのものであるが、300個以上の議決権とする要件（同）は大株主権

る、すなわち、株主の持株保有要件⁹⁹といったフィルターを強めに機能させる方法も考えうる。

他方で、プロキシ・アクセスにつき、株主が経営陣と敵対しない形で取締役の選任に関する株主提案を行う制度として機能すべきと考える場合、可決の見込みもなく、多数派株主が支持しないプロキシ・アクセスを認める意義に疑問の余地が生じる¹⁰⁰。こうした立場によれば、SEC 規則 14a-11 あるいは 2012 年/2013 年にアメリカにおいて付属定款を改正する形で導入されたプロキシ・アクセスから得られるインプリケーションは少ないとはいえ、今後、日本におけるプロキシ・アクセスの利活用に対する備えとして検討に値するように思える。

ではない。これは、全国の証券取引所が個人株主の裾野拡大に向け、1 単元の株式数を 5 万～50 万円になるように上場企業に要望している現状（日本経済新聞 2013 年 9 月 8 日朝刊参照）では、なおさらである。

99 持株保有要件とは、議決権数要件および保有期間要件等のことである。

100 近藤・前掲注（95）19 頁参照。