

米国におけるプロキシー・アクセス元年

吉 行 幾 真

はじめに

株主が取締役候補者を独自に擁立しようとする場合、株主提案権を行使することになる。日本においては、株主提案は株主総会招集通知等に記載され、いわば、株主は会社のコストで取締役の選任に関する株主提案権を行使できる（プロキシー・アクセス¹の肯定）。この点、米国においては、基本的に、株主は会社のコストで取締役の選任に関する株主提案権を行使することはできない（プロキシー・アクセスの否定）とされてきたが、近時、2000年を迎えてからの最初の10年程の間に発生した米国におけるプロキシー・アクセスに関わる大きな揺らぎ²は、その後の大きな流れ（プロキシー・アクセスの一般化）を生み出すには至らなかった³。

しかしながら、2015年（そして、2016年）の米国におけるプロキシー・シーズン（株主総会シーズン）において、プロキシー・アクセスは、その

-
- 1 プロキシー・アクセスとは、株主自らが推薦する取締役候補者を会社に通知し、会社が作成する株主総会招集通知等に記載することである。
 - 2 大きな揺らぎにつき、吉行幾真「株主提案権とプロキシー・アクセス」名城法学64巻1・2号343頁以下（2014年）参照。
 - 3 米国において、1947年から2011年まで、強行的プロキシー・アクセス（mandatory proxy access）は認められなかった（see, Bernard S. Sharfman, What Theory and the Empirical Evidence Tell Us About Proxy Access, at 5-6 (May 11, 2016). Journal of Law, Economics and Policy, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2757761>）。

センター・ステージの地位を占めるまでに至った⁴。これは、さきの大きな揺らぎの中で生まれた芽が、今般、大きなウネリ (broad wave of shareholder proposals for proxy access⁵) の基因となり、結実しつつある結果でもある。それゆえ、さきの揺らぎの中に、現下の大きなウネリの萌芽を確認することも可能であろう。

本稿においては、別稿⁶で示した萌芽を確認した上で、大きなウネリに至った突破口 (ブレイク・スルー)⁷ としてのドライビング・フォース (推進力) 等につき取り上げ、米国におけるプロキシー・アクセスにつき考察を試みる。

私的自治⁸

米国におけるプロキシー・アクセスは、SEC (the U.S. Securities and Exchange Commission) 規則 14a-8⁹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、プロキシー・アクセスを一定の場合に認めようとした。しかしながら、ビジネス・ラウンドテーブル (Business Roundtable) 等の反対により、実現しなかった。

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 :

4 See, Tara Bhandari, Peter Iliev, and Jonathan Kalodimos, Public versus Private Provision of Governance: The Case of Proxy Access, at 21 (July 24, 2015), available at <https://www.sec.gov/dera/staff-papers/working-papers/public-vs-private-provision-of-governance.pdf>; Rosemary Lally, Proxy Access Remains in the Limelight in 2016 (1/14/2016), available at http://www.cii.org/article_content.asp?article=690.

5 Bhandari, et al, supra note 4, at 8.

6 吉行・前掲注 (2) 346 頁以下。

7 See, Simpson Thacher, Proxy Access Proposals, at 1 (July 30, 2015), available at http://www.stblaw.com/docs/default-source/memos/firmmemo_07_30_15_proxy-access-proposals.pdf (Simpson Thacher はニューヨークに本部があり、東京を含め世界 10 都市以上にオフィスを有する法律事務所である)。

8 詳細については、吉行・前掲注 (2) 346 頁以下参照。

9 17 C.F.R. § 240.14a-8 (2003).

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・アクセスの規定を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を提起した¹⁰。本判決では、プロキシ・アクセスを認める手続を定めた定款を求める株主提案は、SEC 規則 14a-8 (i) (8)¹¹ により除外することはできないとされ、AFSCME によるプロキシ・アクセスが認められた。

本判決の後、取締役の指名・選任の手続についての株主提案を明確に排除する目的で、2007 年、SEC 規則 14a-8 (i) (8) の改正が行われた。2007 年改正は、定款の変更といった私的自治を通じたプロキシ・アクセスを排除するものであり、SEC による今までのプロキシ・アクセスに対する対応の中で最も制限的なものであった。

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¹²は、プロキシ・アクセスを認め、プロキシ・アクセスを規整する権限を SEC に与えた。これを受けて、SEC は同年 8 月に SEC 規則 14a-11¹³を制定したのであるが、同年 9 月にビジネス・ラウンドテーブルと米国商工会議所 (Chamber of Commerce of the United States of America) 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¹⁴。

他方、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、株主指名の取締役候補者の選任に関する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¹⁵。これは、定款等の変更といった私

10 AFSCME v. AIG, Inc., 462 F.3d 121 (2d Cir. 2006).

11 17 C.F.R. § 240.14a-8 (i) (8) (2009).

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

13 17 C.F.R. § 240.14a-11.

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

15 Facilitating Shareholder Director Nominations, Exchange Act Release No.

の自治を通したプロキシ・アクセスを容認するものであった¹⁶。

プロキシ・アクセス元年

2010年にSEC規則14a-8(i)(8)が改正され、翌2011年から施行されたことにより、私的自治を通したプロキシ・アクセスが可能となったのであるが¹⁷、これは、実務的には、下記のことを意味する。

すなわち、株主提案がSEC規則14a-8(i)の(1)~(13)に定められた除外事由に該当する場合、株主提案を受けた会社は、SECに対してノーアクション・レター¹⁸を要請し、ノーアクション・レターが発行されると、当該株主提案を株主総会招集通知等に記載しないことができる¹⁹。SEC規則14a-8(i)の(8)には、取締役の選任(director elections)につき規定されおり、従来、取締役の選任に関して株主提案がされた場合、SEC規則14a-8(i)(8)に基づき、ノーアクション・レターの発行を受けるこ

34-62,764, 75 Fed. Reg. 56,668, 56,730 (Sept. 16, 2010).

- 16 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。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。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。各会社毎のプロキシ・アクセスとは、会社の定款を改正することでプロキシ・アクセスの手續規定を設け、改正後の定款に基づきプロキシ・アクセスを行う、といった二段階アプローチ(two-step approach)である。
- 17 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).
- 18 ノーアクション・レターとは、SECのスタッフが特定の事案について法執行をSECに対して勧告しないことを表明するものであり、正式な法的効力はないものの、実務的には極めて重要視され(山本雅道『アメリカ証券取引法入門』23頁(レクシスネクシス・ジャパン、2015年)参照)、原則的には裁判所による再審査を受けない(not reviewable)(see, Thomas P. Lemke, The Sec No-Action Letter Process, 42 Bus. Law. 1019, 1040 (1987))。
- 19 SEC規則14a-8(i)に関するノーアクション・レターの意義は、株主提案を受けた会社が当該株主提案を株主総会招集通知等に記載することを拒絶することに対して、SECが行政処分を行わないことを確認するところにある。

とで、当該株主提案を事実上、拒否することが可能であった²⁰。しかしながら、2010年にSEC規則14a-8(i)(8)が改正された結果、株主指名の取締役候補者の選任に関する定款の改正を求める株主提案については、ノーアクション・レターの発行をSECに要請することができなくなり、会社は同条項を根拠に当該株主提案を拒否することができなくなった。

それゆえ、SEC規則14a-8(i)(8)は、もはやプロキシー・アクセスを拒否する機能が失われ、2010年改正はSECにおけるプロキシー・アクセス規制の大きな転換点(marked shift)となり、その後、多くの会社においてプロキシー・アクセスを導入したり、あるいは、導入する予定が公表され始めた²¹。2010年改正はプロキシー・アクセスの一般化への大きなウネリの萌芽と位置づけられよう。

もっとも、2010年改正施行後の最初のプロキシー・シーズンである2012年からの3年間で、株主総会の決議にかけられたプロキシー・アクセスを求める株主提案の件数は、年間十数件程度の安定した推移で、2012年12件、2013年13件、2014年17件であったが、2015年は81件と急増した²²。

2015年のプロキシー・シーズンでは、900件以上の株主提案が行われ、

20 SEC規則14a-8(i)の(1)~(13)に定められた13の除外事由の中で特に重要なのは、取締役の選解任の提案を委任状説明書に記載しないことができることであり、これにより、株主は、その指名する者を取締役として選任させるためには、別途自らのコストで委任状勧誘を行う必要が生じる(松下憲「再考・委任状勧誘規制[下]」旬刊商事法務2059号54頁(2015年)参照)。したがって、プロキシー・アクセスが認められると、株主は安いコストで取締役の選任を争うことが可能になる(寺山恵「求められる機関投資家のスチュワードシップ」日興リサーチセンター編「日本経済と資本市場」177頁(東洋経済新報社、2016年)参照)。

21 See, Nicole L. Jones, Shareholder Proposals, Director Elections, and Proxy Access: The History of The Sec's Impediments to Shareholder Franchise, 93 Denv. U. L. Rev. Online 233, 246 (2016).

22 See, Simpson Thacher, supra note 7, at 2. 2012年は12件中2件、2013年は13件中3件、2014年は17件中5件が株主総会で可決された(id. at 1・2)。なお、2012年・2013年におけるプロキシー・アクセスを求める株主提案の分析につき、吉行・前掲注(2)357頁以下等参照。

そのうち 108 件がプロキシ・アクセスを求めての株主提案であったが^{23、24}、108 件のうち 75 件が NYC ファンド (New York City Pension Funds)²⁵ の監督者であるニューヨーク市会計監査官²⁶によるものであった。2015 年にプロキシ・アクセスを求めての株主提案がここまで急伸した (catalyzed)²⁷ 理由は、ニューヨーク市会計監査官が掲げるボードルーム・アカウントビリティー・プロジェクト (Boardroom Accountability Project : BAP) にあった。

BAP とは、ニューヨーク市会計監査官と NYC ファンドが 2014 年 11 月に立ち上げたプロジェクトであり、BAP の目的はプロキシ・アクセ

23 See, Gibson Dunn, Shareholder Proposal Developments During the 2015 Proxy Season, at 1 (July 15, 2015), available at <http://www.gibsondunn.com/publications/documents/Shareholder-Proposal-Developments-During-the-2015-Proxy-Season.pdf> (Gibson (,) Dunn (& Crutcher) はニューヨークに本部があり、世界 19 都市にオフィスを有する法律事務所である); Tim Human, Proxy access: what happens next? (June 9, 2015), available at <https://www.irmagazine.com/articles/proxy-voting-annual-meetings/20813/proxy-access-what-happens-next/>.

24 2016 年のプロキシ・シーズンでは、2015 年の 108 件の倍近い 201 件のプロキシ・アクセスを求めての株主提案が行われた (see, Gibson Dunn, Shareholder Proposal Developments During the 2016 Proxy Season, at 1 (June 28, 2016), available at <http://www.gibsondunn.com/publications/documents/Shareholder-Proposal-Developments-During-the-2016-Proxy-Season.pdf>).

25 NYC ファンドは、ニューヨーク市の 5 つの公務員年金基金【 ニューヨーク市公務員年金基金 (New York City Employees' Retirement System) ニューヨーク市教職員年金基金 (Teachers' Retirement System) ニューヨーク市警察官年金基金 (New York City Police Pension Fund) ニューヨーク市消防士年金基金 (New York City Fire Department Pension Fund) ニューヨーク市教育委員会年金基金 (Board of Education Retirement System) 】から構成される。NYC ファンドは全米第 4 位の年金基金であり、運用残高は、2015 年 11 月時点で 1600 億ドル (16 兆円) を超える (see, Christopher O'Dea, Proxy access: Flexing muscles (May 2016), available at <http://www.ipe.com/investment/briefing-investment/investment-flexing-muscles/10013103.article>). 全米第 1 位はカルパース (カリフォルニア州職員退職年金基金) であり、2016 年 3 月時点で約 2900 億ドル (29 兆円) (see, CalPERS, Facts at a Glance; 2016; facts, available at <https://www.calpers.ca.gov/docs/forms-publications/facts-at-a-glance.pdf>).

26 Scott M. Stringer.

27 See, Gibson Dunn, supra note 23, at 9.

スの一般化 (universal proxy access) とされ²⁸、プロキシ・アクセスを利用して取締役候補者を指名する権利を株主に与えることを目指す革新的なキャンペーン (groundbreaking campaign)²⁹ と称されるものであった。BAP の一環として行使された 75 件の株主提案のうち 66 件が株主総会の決議にかけられ、5 件は 70% を超える賛成票、全 66 件の平均では約 55% の賛成票を集め、41 件が可決された³⁰。2015 年は、会社が自主的にプロキシ・アクセスを採用した例を含め、最終的に、115 社がプロキシ・アクセスに関する規定を定款に盛り込み³¹、S&P500³²を構成する全米 500

28 See, Elizabeth A. Ising & Kasey L. Robinson, Recent Developments Related to the SEC's Shareholder Proposal Rule, 2015-JUL Bus. L. Today 1, 2 (2015).

29 New York City Comptroller, Boardroom Accountability Project, available at <http://comptroller.nyc.gov/boardroom-accountability/>. このキャンペーンは、株主が取締役候補者を指名するキャンペーンとしては、全米過去最大の規模であった (see, Paul Hodgson, At Whole Foods, Chipotle, and others, shareholders prepare for battle, (Feb. 3, 2015), available at <http://fortune.com/2015/02/03/whole-foods-chipotle-proxy-access/>)。BAP は 2016 年のプロキシ・シーズンでも継続され、プロキシ・アクセスを求めて 72 社に対して株主提案を行い、株主総会の決議にまで至ったのは 20 社であったが、最終的に、(会社が自主的にプロキシ・アクセスを採用した例を含め) 全 72 社中、約 70% の 50 社がプロキシ・アクセスに関する規定を定款に盛り込むことに同意した (see, New York City Comptroller, Comptroller Stringer, NYC Funds: Boardroom Accountability Enters Next Phase As Campaign Achieves Critical Mass, (April 26, 2016), available at <http://comptroller.nyc.gov/newsroom/comptroller-stringer-nyc-funds-boardroom-accountability-enters-next-phase-as-campaign-achieves-critical-mass/>; Yafit Cohn, The 2016 Proxy Season: Proxy Access Proposals, (Aug. 26, 2016), available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/08/26/the-2016-proxy-season-proxy-access-proposals/>)。

30 See, Schulte Roth & Zabel, The Activist Investing Annual Review 2016, at 40 (Jan. 26, 2016), available at <https://www.srz.com/images/content/5/8/v2/58247/The-Activist-Investing-Annual-Review-2016.pdf>. Schulte Roth & Zabel はニューヨークに本部があり、ワシントン DC とロンドン等にオフィスを有する法律事務所である。

31 See, Che Odom, NYC Pension Funds, CalPERS Prep for Proxy Access Blitz, (Jan. 28, 2016), available at <http://www.bna.com/nyc-pension-funds-n57982066676/>.

32 S&P500 は、米国株式市場の動向を表す代表的な株価指数であり、全主要業種を代表する 500 社から構成され、米国株式市場全体の時価総額の約 80% を占

社のうち、2015年までに、プロキシ・アクセスの規定が定款にある会社は117社となった³³。

2015年は、まさに米国におけるプロキシ・アクセス元年とでも呼ぶにふさわしい年になったのであるが、こうした状況に至るまでの、いわば、強力な推進力として、大きな役割を果たしたのが、同年におけるSECによるノークション・レターに関する解釈変更であった。

SEC 規則 14a-8 (i) (9)

2010年のSEC規則14a-8(i)(8)改正後、株主指名の取締役候補者の選任に関する定款の改正を求める株主提案、すなわち、プロキシ・アクセスを認めることを内容とする規定を定款に盛り込む株主提案を株主総会招集通知等に記載することを会社が拒否する根拠として、SEC規則14a-8(i)(8)に代わり、SEC規則14a-8(i)(9)³⁴が着目された³⁵。

この規定には株主提案が会社提案と対立 (conflicts with company's proposal) する場合は除外事由に該当すると定められていたのであるが、会社提案と株主提案の両者がその範囲や目的において同一 (identical in

めている (S&P500のご紹介 米国S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス社の日本法人のホームページ (http://japanese.spindices.com/documents/research/research-an-introduction-to-sp-500-jpn.pdf?force_download=true) 参照)。

33 See, Schulte Roth & Zabel, *supra* note 30, at 40. 2016年6月時点では、S&P500を構成する会社の約38%、Dow 30 index (ダウ工業株30種平均指数: 全米主要業種を代表する30社からなる (S&P500と同様の) 米国の代表的な株価指数) を構成する会社の約73%の会社において、プロキシ・アクセス規定が定款にあり、1年前の2015年6月時点では、それぞれ、3.8%と6.7%であった (see, Cohn, *supra* note 29)。

34 17 C.F.R. § 240.14a-8 (i) (9).

35 See, David M. Lynn, Marty Dunn, Scott Lesmes and Rose A. Zukin, *New Staff Legal Bulletin and Proxy Voting Guidelines Released Ahead of the 2016 Proxy Season*, (December 4, 2015), available at <https://media2.mof.com/documents/151204proxysession.pdf>.; Courtney Johnson, VII. Sec Rule 14A-8 (I) (9) & The Whole Foods Proxy Saga, 34 *Rev. Banking & Fin. L.* 458, 460 (2015).

scope or focus)³⁶ であることまでは必要とせず、SEC 規則 14a-8 (i) (9) は緩やかに解釈されていた。すなわち、両提案が二者択一的で株主にとり相反する判断となり、矛盾や曖昧な結果を招くおそれがある場合には、除外事由に該当するとされてきた³⁷。それゆえ、プロキシ・アクセスを定款に盛り込む株主提案それ自体は除外事由には該当しないが、会社がプロキシ・アクセスを定款に盛り込む提案をした場合、両提案が対立していると認められれば、除外事由に該当し、ノーアクション・レターの発行が認められた。

2010年のSEC規則14a-8(i)(8)改正前であれば、プロキシ・アクセスの株主提案を会社が株主総会招集通知等に記載することを拒否することは容易であった。しかし、改正後は、これを拒否する余地は相当程度限られることとなった。プロキシ・アクセスの株主提案に対する会社のノーアクション・レター関連の対応策が、SEC規則14a-8(i)(8)からSEC規則14a-8(i)(9)に移ったことに注目すると、プロキシ・アクセスの株主提案それ自体を拒否することはもはや現実的ではなくなり、プロキシ・アクセスに対する会社側の提案/対案によって会社が対応する構図が垣間見える。それゆえ、プロキシ・アクセスの株主提案を完全に拒否することは、極めて困難となり、2010年改正施行後は、プロキシ・アクセスの実現(可能性の肯定)を前提に、取締役候補者を指名する株主要件のいわば要件闘争(条件闘争)の段階へと突入した。これは、取締役会主導であったプロキシ・アクセスからの方向転換を意味しよう³⁸。

しかしながら、2015年、SECはSEC規則14a-8(i)(9)に関するノーアクション・レターに関する運用につき、大きな変更を行った。前年の

36 See, Exchange Act Release No. 34-40018 note 27 (May 21, 1998).

37 See, Borg Warner Inc., SEC No-Action Letter, 2014 WL 6999587 at 1 (Feb. 6, 2015). 実務上、会社提案と株主提案とが相対立する場合、当該議案を相反議案という(田中亘『会社法』185頁(東京大学出版会、2016年)参照)。

38 より簡明直裁に、株主主導のプロキシ・アクセスへの方向転換と評する見解(see, Sharfman, supra note 3, at 7)もある。

2014年12月、SECの企業財務部 (Division of Corporation Finance)³⁹ は Whole Foods Market 社 (以下、「WFM 社」とする) に対して「プロキシー・アクセスが可能な株主は、株主提案 (SEC 規則 14a-8⁴⁰) 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、当該株主は取締役の20% (あるいは2人) まで取締役候補者を指名できる (以下、「3%・3年・20%案」とする)」とするプロキシー・アクセスの株主提案 (以下、「本件株主提案」とする) を株主総会招集通知等に記載することを拒否することにつき、ノーアクション・レターを発行した⁴¹。

WFM 社は、2014年9月に本件株主提案を受けた後、プロキシー・アクセスできる株主の要件 (以下、「プロキシー・アクセス要件」とする) を本件株主提案より厳格なものとする会社提案、すなわち、「プロキシー・アクセスが可能な株主は、株主提案 (SEC 規則 14a-8⁴²) の利用を通知した日まで5年以上、議決権の9%⁴³以上を保有している者で、当該株主は取締役の10% (あるいは1人) まで取締役候補者を指名できる (以下、「9%・5年・10%案」とする)」とする会社提案をその対抗案 (以下、「本件会社提案」とする) として示した⁴⁴。その上で、WFM 社は SEC に対して、本件会社提案と本件株主提案とは「二者択一的で株主にとり相反する判断となり、矛盾や曖昧な結果を招くおそれがある」⁴⁵ 場合に該当することを理由に、本件株主提案を株主総会招集通知等に記載することを拒否することにつき、SEC 規則 14a-8 (i) (9) に基づくノーアクション・レター

39 山本・前掲注 (18) 23 頁参照。

40 17 C.F.R. § 240.14a-8.

41 See, Whole Foods Market, Inc., SEC No-Action Letter, 2014 WL 5426272 (Dec. 1, 2014).

42 17 C.F.R. § 240.14a-8.

43 WFM 社は、後に9%から5%に下方修正した (see, Gretchen Morgenson, Whole Foods' High Hurdle for Investors, N.Y. TIMES (Jan. 3, 2015), available at <http://www.nytimes.com/2015/01/04/business/whole-foods-high-hurdle-for-investors-.html>).

44 See, Whole Foods Market, Inc., SEC No-Action Letter, 2014 WL 5426272 at 1 (Dec. 1, 2014).

45 前掲注 (37) 参照。

の発行を求め、その結果、2014年12月、発行が認められたのであった。

本件ノーアクション・レターの発行後、20社以上の会社がSECに対して同様のノーアクション・レターの発行を求めた⁴⁶。こうした動きに対して、BAPを立ち上げたニューヨーク市会計監査官やCouncil of Institutional Investors (CII)⁴⁷等がSECに対して、本件の類いのノーアクション・レターの発行の見直しを求めた⁴⁸。見直しを求める意見の中には、本件ノーアクション・レターが抜け穴 (loophole) として使われ、株主提案におけるプロキシー・アクセス要件を単に加減する (watered-down)⁴⁹だけで株主提案を阻止できることを指摘する声もあった⁵⁰。

本件株主提案を行った株主⁵¹も、2014年12月、SECスタッフによる見直し (reconsideration by the staff) 要請及びSECによる見直し (review by the Commission) 請求を行った⁵²。その後、2015年1月、SEC

46 See, Andrew Brady & Lucas Torres, SEC Staff Will No Longer Issue No-Action Letters on Conflicting Shareholder Proposals During the 2015 Proxy Season, (Jan. 29, 2015), available at <http://www.jdsupra.com/legalnews/sec-staff-will-no-longer-issue-no-action-23445/>.

47 CII (米国機関投資家評議会) とは公的年金基金や財団基金等から構成されるロビー団体である (日本経済新聞 2015年9月11日朝刊参照)。

48 See, Gretchen Morgenson, S.E.C. Reversal May Clear Way for Shareholders to Challenge Companies, N.Y. TIMES (Jan. 19, 2015), available at http://www.nytimes.com/2015/01/20/business/sec-reversal-may-clear-way-for-shareholders-to-challenge-companies.html?_r=0; Brady & Torres, supra note 46.

49 プロキシー・アクセス要件の加減とは、たとえば、プロキシー・アクセスできる株主が保有する議決権の要件を「3%以上」から「9%以上」に増やすことである。

50 See, Morgenson, supra note 48; Johnson, supra note 35, at 462.

51 James McRichie. McRichie氏はアクティビスト株主であり、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、UPSXの主要メンバー (prominent member) とされる (see, R.J. Lehmann, Proxy Access: Shareholder democracy or creeping mercantilism?, R Street Policy Study No. 38 (July 2015) at 6). UPSXにつき、吉行・前掲注 (2) 358頁等参照。

52 See, Johnson, supra note 35, at 462. SECスタッフに対する見直し要請が拒絶された場合には、通常、SECに対する見直し請求が考えられる (藤田浩「米国SECのノーアクション・レター手続の概要」旬刊商事法務1574号49頁(2000年)参照)。2005年から2015年の間に、SEC規則14a-8 (i) の (1) ~

の Mary Jo White 委員長が、SEC 規則 14a-8 (i) (9) の適用範囲につき問題があるため、担当部局である企業財務部に対して、見直し (review) を指示したとの公式声明が出され⁵³、同時に、企業財務部は 2015 年のプロキシ・シーズンは SEC 規則 14a-8 (i) (9) に関する適用につき一切の見解を示さないとのコメントを発表した⁵⁴。同日、企業財務部は本件株主提案を行った株主に送ったレターを公開するとともに⁵⁵、本件ノーアクション・レターを撤回した⁵⁶。

(13) に定められた除外事由に対するノーアクション・レターに関連して約 320 件の見直し要請があり、そのうち、約 80 件が SEC による見直しも求め、実際に、SEC による介入 (commission intervention) が認められたのは本件株主提案の 1 件のみとされる (see, Courtney E. Bartkus, *Appealing No-Action Responses under Rule 14A-8: Informal Procedures of The SEC and The Availability of Meaningful Review*, 93 *Denv. U. L. Rev. Online* 199, 202・208 (2016))。

53 See, *Statement from Chair White Directing Staff to Review Commission Rule for Excluding Conflicting Proxy Proposals*, (Jan. 16, 2015), available at <http://www.sec.gov/news/statement/statement-on-conflicting-proxy-proposals.html>.

54 See, *Division of Corporation Finance Will Express No Views under Exchange Act Rule 14a-8 (i) (9) for Current Proxy Season*, (Jan. 16, 2015), available at <https://www.sec.gov/corpfin/announcement/cf-announcement---rule-14a-8i9-no-views.html>. この結果、2015 年のプロキシ・シーズンは、プロキシ・アクセスにつき、何の制限も無くなった (no-holds-barred battles) とも評された (see, ISS, *Proxy Access in the United States: What to Expect for the 2015 Proxy Season*, available at <https://www.issgovernance.com/library/proxy-access-in-the-united-states-what-to-expect-for-the-2015-proxy-season/>).

55 See, *Letter Re:Whole Foods*, (Jan. 16, 2015), available at http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2014_14a-8.shtml#w.

56 本件ノーアクション・レターの撤回は、SEC 委員長による介入であり、SEC 全体 (entire commission) によるものではない、くわえて、SEC 委員長は SEC 規則 14a-8 (i) (9) 全般の見直しを指示している以上、本件ノーアクション・レターの撤回は、特定事案の除外事由の実質的解釈を行った SEC による見直しには該当しないとされる (see, Bartkus, *supra* note 52, at 209)。なお、本件ノーアクション・レターが撤回されたことにつき、本件株主提案を行った McRichie は、「大勝利 (huge victory)」とした (see, Morgenson, *supra* note 48)。

Staff Legal Bulletin No. 14H

2015年1月にSEC委員長によるSEC規則14a-8(i)(9)の見直し指示を受けた企業財務部は、同年10月にStaff Legal Bulletin No. 14H⁵⁷(以下、「SLB 14H」とする)を公表し、SEC規則14a-8(i)(9)につき新たなガイドラインを示した⁵⁸。

SEC規則14a-8(i)(9)では、株主提案と会社提案とが対立する場合が除外事由に該当すると定めており、従来、会社提案と株主提案の両者が二者択一的で株主にとり相反する判断となり、矛盾や曖昧な結果を招くおそれがある場合が当該除外事由に該当すると解してきた。これにつき、SLB 14Hは、株主の戸惑い(confusion)や噛み合わない(inconsistent)提案への懸念を重視してきた従来の解釈では、両提案の対立の根本に大きな注意を払ってこなかったと総括した。その上で、今後は、除外事由に該当する株主提案か否かを両提案の直接的な対立の有無で判断すべきとした。そして、合理的な株主(reasonable shareholder)であれば論理的に両提案に賛成できない場合、すなわち、一方の提案に賛成することが他方の提案に反対することと同じである場合が直接的な対立が存在する場合であるとした。

SLB 14Hでは、株主提案と会社提案とが直接的に対立する場合として、2つの事例を示している。すなわち、会社が他社との合併に際して株主の賛成を求めている場面で当該合併に反対することを内容とする株主提案、会社提案においてCEOが同時に取締役会議長であることを求める定款

57 SEC Staff Legal Bulletin No. 14H (CF) (Oct. 22, 2015), available at <https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb14h.htm>. SLB 14Hでは、SEC規則14a-8(i)(9)の他に、SEC規則14a-8(i)(7)(除外事由: ordinary business operations(日常の業務執行))の見直しについても言及されているが、本稿では取り上げないこととする。

58 See, Morrison & Foerster, New Staff Legal Bulletin and Proxy Voting Guidelines Released Ahead of the 2016 Proxy Season, (Dec. 4, 2015), available at <https://media2.mofo.com/documents/151204proxyseason.pdf>.

規定につき株主の賛成を求めている場面で CEO と取締役会議長を分離⁵⁹することを求める株主提案、である。

他方、株主提案が会社提案と直接的な対立をしない場合とは、たとえば、合理的な株主が、一方の提案を他方の提案より好意的にとらえることがあっても、論理的には、両者に賛成することが可能であるケースであるとし、次のような具体例を示している。

プロキシ・アクセスを認めていない会社において、会社が「プロキシ・アクセスが可能な株主は、株主提案 (SEC 規則 14a-8⁶⁰) の利用を通知した日まで 5 年以上、議決権の 5% 以上を保有している者で、当該株主は取締役の 10% まで取締役候補者を指名できる (以下、「5%・5 年・10% 案」

59 かつては、CEO が取締役会議長を兼ねるのが米国型で、CEO と取締役会議長を分離するのが英国型とされていたが、最近では、米国でも両者を分離する例が増えてきており、分離しない場合は、社外取締役の中のリーダーであるリード・ダイレクター (lead director) を決め、その人に取締役会の運営に深く関与させることが一般的となっており (北川哲雄ほか「取締役会評価によるガバナンスの実効性確保に向けて [上]」旬刊商事法務 2049 号 14 頁 [大杉謙一発言] (2014 年) 参照)、社外取締役が CEO 抜きのエグゼクティブ・セッションを定期的に開催するという比較的新しい慣行も広がっている (リチャード D. パーソンス・マーク A. フェイゲン (辻仁子)「最高の取締役会をつくり方」ハーバード・ビジネス・レビュー 41 巻 3 号 84 頁 (2016 年) 参照)。もっとも、米国では、業績不振や企業不祥事等の後に分離に踏み切る例が多いものの、兼任制に復帰する例もあり、分離へのシフトが傾向的に明確になっているとまではいえない (栗原脩「取締役会議長と CEO は分離すべきか」ビジネス法務 16 巻 6 号 5 頁 (2016 年) 参照)。くわえて、米国における各社のコーポレートガバナンス・ガイドラインでは、兼任か分離かをハッキリとは決めず、定期的に検討するという書き方がポピュラーであり、理由としては、取締役会議長と CEO を一人の人間にするのか、役割を分けるかということは、その時の CEO の人物像、その時の機関投資家等の考え方のトレンド等次第であり、無理して頑張って決めても仕方がない面も指摘されている (内田修平ほか「コーポレートガバナンス・ガイドラインの活用」森・濱田松本法律事務所編『コーポレートガバナンスの新しいスタンダード』378・379 頁 [ケイン・N・ヨシノ、内田発言] (日本経済新聞出版社、2015 年) 参照)。なお、日本では、東京証券取引所の上場企業の 100% 近い会社において、取締役会議長は社長あるいは会長が務めているのが現状であり、取締役会議長の属性等は、会社定款に定めている場合が多いため、仮に議長の属性について取扱いを変える場合、定款変更という重い手続きも必要になりうる (同 384 頁 [内田発言] 参照)。

60 17 C.F.R. § 240.14a-8.

とする)」とする会社提案をした場面で、株主が「3%・3年・20%案」を提案している場合、両者には直接的な対立は認められず、SEC 規則 14a-8 (i) (9) に定める除外事由には該当しないとされた⁶¹。両者とも、「概ね (generally)」プロキシ・アクセスを認めるという共通の目的をもっており、両者を提案することで、合理的な株主が論理的にそのいずれにも賛成することができなくなるほどの対立があるとの判断を迫るものではないことがその理由とされた⁶²。

-
- 61 もっとも、SLB 14H では、拘束型提案 (binding proposal) ではなく、勧告型提案 (precatory (non-binding) proposal) による株主提案を薦めており、会社提案と株主提案が相互に相容れない強行的要求 (mutually exclusive mandates) を含む場合、両者の間に直接的な対立があるとされる。それゆえ、本件株主提案は勧告型提案であったが、仮に、拘束型提案であった場合、新ガイドラインのもとでは、会社提案と直接的な対立があるとされよう (See, J Robert Brown Jr., Shareholder Proposals & Staff Legal Bulletin No. 14H (CF): The Unnecessary Encouragement of Precatory Proposals (Part 9), (Nov. 5, 2015), available at <http://www.theracetothetbottom.org/home/shareholder-proposals-staff-legal-bulletin-no-14h-cf-the-unn.html>)。なお、拘束型提案とは、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、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 57・58 頁 (2005 年) 等参照。米国では勧告型提案が多くみられる一方、日本においては、株主提案が可決されたときには、取締役は決議を遵守する義務を負うのであり (会社法 355 条)、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」205 頁 (中央経済社、第 8 版、2015 年) 参照)。他方で、会社法および定款に定めのない事項について勧告的な株主提案が行われた場合、株主総会の権限外の事項に関する提案を理由に無視しても違法ではないが、会社が株主提案を受け入れて、法的には会社を拘束しない、せいぜい、取締役に對する事実上の圧力を持つにすぎない「勧告的決議」について株主総会で審議しても必ずしも違法ではないとの見解もある (高橋美加ほか「会社法」110・111 頁 [久保大作] (弘文堂、2016 年) 参照)。
- 62 株主提案が除外事由に該当すると主張してノーアクション・レターの発行を求める会社にとり、SLB 14H の新ガイドラインのもとでは、合理的な株主であれば、会社提案と株主提案の両者に直接的な対立があると判断するに十分な根拠を示す必要が新たに生じたのであり、これは、ノーアクション・レターの発行を求める会社の負担が以前より重くなったことを意味する (see, Philip Nickerson, SEC Rule 14A-8 (I) (9): The Conflict with Conflictinf Proposals, 93 Denv. U. L. Rev. Online 275, 286 (2016); Rosemary Lally, Companies Now Turning to Rule 14a-8 (i) (10) to Omit Access Proposals, (Feb. 4, 2016), available at http://www.cii.org/article_content.asp?article=705).

しかしながら、確かに、 で取り上げた本件株主提案・本件会社提案のいずれも、プロキシ・アクセスを認めるものであったが、本件会社提案の9%基準（議決権の9%以上）では当該基準を超える議決権を保有する株主が存在しないため⁶³、プロキシ・アクセスの現実味はほど遠いものであるのに対し、本件株主提案では3%基準が示されており、既存株主によるプロキシ・アクセスは現実味を帯びていた。それゆえ、会社提案はプロキシ・アクセスを肯定するものとしてではなく、プロキシ・アクセスを否定するものと位置づけることもでき、このように整理すると、両者は「一見」共通の目的をもっているようにもみえるが、合理的な株主であれば、プロキシ・アクセスの肯定案（本件株主提案）に投票すると同時に、プロキシ・アクセスの否定案（本件会社提案）に投票することはできないとも考えうる⁶⁴。

SLB 14H では、本件株主提案に対するノーアクション・レターについての言及はないが、この新たなガイドラインの下で、結果として、本件株主提案が除外事由に該当するか否かは明らかではないとも思える⁶⁵。ただ、こうした疑問の解消は、「合理的な株主」をいかに「合理的」に解釈するか次第であるのかもしれない。ともあれ、SLB 14H は除外事由を狭くし、議決権の保有数や保有期間等の単なる差異 (mere differences) は、もはや除外事由から外されることになった⁶⁶。

SEC 規則 14a-8 (i) (10)

2015年10月に公表された SLB 14H により、SEC 規則 14a-8 (i) (9)

63 WFM 社の筆頭株主の議決権保有比率は 5.4% であった (see, Whole Foods Market, Inc., SEC No-Action Letter, 2014 WL 5426272 at 4 (Dec. 1, 2014)).

64 See, J Robert Brown Jr., Shareholder Proposals & Staff Legal Bulletin No. 14H (CF): Analysis of the (i) (9) Guidance (Part 5), (Oct. 30, 2015), available at <http://www.theracetothetbottom.org/home/shareholder-proposals-staff-legal-bulletin-no-14h-cf-analysis.html>.

65 See, *ibid.*

66 See, Nickerson, *supra* note 62, at 285.

の新たなガイドラインが示され、多くのケースで、プロキシ・アクセスを認めることを内容とする定款規定に関する株主提案を株主総会招集通知等に記載することを拒否する根拠としていた同規則に頼ることがほぼ期待できなくなったため⁶⁷、除外事由の次なる拠り所とされたのが、SEC 規則 14a-8 (i) (10)⁶⁸ であった⁶⁹。SEC 規則 14a-8 (i) (10) は、株主提案が実質的に実施済み (substantially implemented) である場合、除外事由に該当すると定めていた⁷⁰。

実質的に実施済みとの理由を、プロキシ・アクセスに関する株主提案の除外事由に頼らざるを得ない状況にまで至ったことは、とりもなおさず、米国におけるプロキシ・アクセスの肯定がその前提となったことの証でもある。

2016 年のプロキシ・シーズンにおいて、SEC の企業財務部はプロキシ・アクセスに関する株主提案を除外することに対するノーアクション・レターの発行を 51 件求められ、そのうち 40 件が SEC 規則 14a-8 (i) (10) に基づいていた⁷¹。その後、36 件につきノーアクション・レターが

67 SLB 14H は、SEC 規則 14a-8 (i) (9) における会社提案と対立する株主提案に関する論争に終止符を打ったとされる (see, Gibson Dunn, *supra* note 24, at 22)。

68 17 C.F.R. § 240.14a-8 (i) (10)。

69 See, Simpson Thacher, SEC Staff Issues No-Action Responses With Regard to 18 Proxy Access Shareholder Proposals Challenged on “Substantial Implementation” Grounds, at 4 (March 1, 2016), available at http://www.stblaw.com/docs/default-source/memos/firmmemo_03_01_16.pdf.

70 株主提案を受けた会社が当該株主提案を株主総会招集通知等に記載することを拒否することにつき、SEC の企業財務部に対してノーアクション・レターの発行を求めるもその発行が認められなかった場合に、当該判断につき SEC スタッフによる見直し要請 (前掲注 (52) 参照) が可能であるが、見直し要請を行う際の根拠規定として最も利用されているのが SEC 規則 14a-8 (i) (10) であり、2005 年から 2015 年間の約 320 件の見直し要請に対して 39 件が認容され、そのうち 14 件が SEC 規則 14a-8 (i) (10) に基づく認容であった (see, Bartkus, *supra* note 52, at 203・204)。

71 See, Yafit Cohn, The 2016 Proxy Season: Proxy Access Proposals, (Aug. 26, 2016), available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/08/26/the-2016-proxy-season-proxy-access-proposals/#more-73510>.

SEC 規則 14a-8 (i) (10) に基づき発行された⁷²。(SEC 規則 14a-8 (i) (10) に基づくノーアクション・レターの発行が認められなかった) 残りの4件中3件は、プロキシー・アクセス要件のうち会社定款が定める議決権の要件が株主提案が求める要件より厳しく⁷³、1件は会社定款上のプロキシー・アクセス規定に対する個別要件の見直しを含んだ株主提案であった⁷⁴。

SEC 規則 14a-8 (i) (10) は、会社が既に親和的に (favorably) 受け入れている事柄につき株主の検討を不要にするための規定であり⁷⁵、SEC の企業財務部が株主提案が除外事由に該当する実質的に実施済みであるか否かの判断基準は、会社の特定のポリシー・実務・手続が株主提案の指針 (guideline) と親和的であるかどうかである⁷⁶。これは、会社が株主提案の内容を実施する態様 (manner) が株主提案の内容そのまま (precisely) に対応していない場合であっても、株主提案の本質的部分 (essential objective) を履践している場合には、株主提案が実質的に実施済みであるとされる⁷⁷。したがって、プロキシー・アクセスに関する株主提案とプロキシー・アクセスにつき既に会社定款上に規定されているプロキシー・アクセスとの間に重大な (crucial) な違いがあれば実質的に実施済みとはさ

72 See, *ibid.*

73 ノーアクション・レターが発行された36件全てにおいて、各会社は既にプロキシー・アクセスの規定を定款に定めており、プロキシー・アクセス要件のうち、議決権の保有数は3%以上、保有期間は3年以上であり、株主が指名できる取締役候補者の上限は30件が取締役の20% (もしくは2人) または20%、そして、議決権の保有要件をクリアするための株主合算可能上限 (aggregation limit) を設けていたのが33件で、そのうち31件が20人、1件が25人であった (see, *ibid.*).

74 See, *ibid.*

75 See, Release No. 9343 (S.E.C. Release No.), Release No. 19602, Release No. 12598, Release No. 35-19602, Release No. 34-12598, Release No. IC - 9343, 9 S.E.C. Docket 1030, 1976 WL 160410 at 9 (July 7, 1976).

76 See, *Texaco Incorporated*, SEC No-Action Letter, 1991 WL 178690 at 1 (Mar. 28, 1991).

77 See, *Hewlett-Packard Company*, SEC No-Action Letter, 2007 WL 4328654 at 3 (Dec. 11, 2007).

れないが⁷⁸、株主提案を受けた会社が株主提案通りに実施していない場合や株主提案を実施する方法につき会社が裁量を有していても、株主提案の本質的部分を履践している限りにおいて、当該株主提案は実質的に実施済みであると解される⁷⁹。

今般、250社を超える会社⁸⁰が定款にプロキシ・アクセスの規定を定めており、2016年のプロキシ・シーズンにおいて定款にプロキシ・アクセスの規定を定めた会社の90%以上が「株主提案（SEC規則14a-8⁸¹）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（株主合算可能上限⁸²は20人）で、当該株主は取締役の20%まで取締役候補者を指名できる（以下、「3% / 3年・20人 / 20%基準」とする）」とするプロキシ・アクセス要件、あるいは、この「3% / 3年・20人 / 20%基準」より緩やかな基準を採用した⁸³。2016年のプロキシ・シーズンでは、SEC規則14a-8 (i) (10) に基づきノーアクション・レターの発行が認められた36社全ての会社が「3% / 3年基準」を導入済みで、「20人 / 20%基準」については数社を除き概ね80%の会社が導入済みであっ

78 See, Yafit Cohn, SEC Denial of No-Action Relief with Regard to 3/3 Proxy Access Proposal, (Aug. 10, 2016), available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/08/10/sec-denial-of-no-action-relief-with-regard-to-33-proxy-access-proposal/>.

79 See, Morrison & Foerster's Corporate Finance Practice, The Proxy Season Field Guide Sixth Edition, at 164 (Jan. 13, 2016), available at <http://www.mofo.com//media/Files/Articles/2016/160112ProxySeasonFieldGuide.pdf>. SEC規則14a-8 (i) (10) に基づくノーアクション・レターに関する解釈に流動性があることは否めず、今後、現在の解釈が維持され続けるかは不確実である (see, Simpson Thacher, supra note 69, at 4)。

80 たとえば、S&P500を構成する会社の約38%、ダウ工業株30種平均指数を構成する会社の約73%の会社が、それぞれ定款にプロキシ・アクセスの規定を定めている（前掲注（33）参照）。

81 17 C.F.R. § 240.14a-8.

82 前掲注（73）参照。

83 See, Shirley Westcott, 2016 Proxy Season Review, (Aug. 11, 2016), available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/08/11/2016-proxy-season-review-2/>.

た⁸⁴。

私的自治を通じたプロキシ・アクセスが可能となった2012年のプロキシ・シーズンを初年度とすると、2016年のプロキシ・シーズンは5年目となる⁸⁵。最初の2年間の株主提案では、プロキシ・アクセス要件のうち議決権の保有数や保有期間の要件はまちまちであったが、3年目となる2014年のプロキシ・シーズンから「3% / 3年基準」へ収斂し始め⁸⁶、2015年・2016年のプロキシ・シーズンでは概ね100%までに至っている⁸⁷。「3% / 3年基準」はプロキシ要件における本質的な規定 (essential provisions) とも評され⁸⁸、この基準を含む「3% / 3年・20人 / 20%基準」はデファクト・マーケット・スタンダードの地位を占めつつある⁸⁹。

ただ、このスタンダードは、ノーアクション・レターの匙加減の歴史(結果)でもある。2010年にSEC規則14a-8(i)(8)が改正され、翌2011年から施行されたことで、私的自治を通じたプロキシ・アクセスが可能となったはずであるが、実際には、SECによる強行的ルール (mandatory rule) 的色彩を強く帯びているプロキシ・アクセスともいえる⁹⁰。

84 前掲注(73)参照。

85 前掲注(22)参照。

86 See, Bhandari, et al, supra note 4, at 8.

87 See, Cohn, supra note 71. 基準が収斂し標準化されることにより、株主がプロキシ・アクセスに関する株主提案に対する議決権を行使する際のコーディネーション・コストを下げる (See, Bhandari, et al, supra note 4, at 22)。株主のコーディネーション・コストにつき、吉行幾真「取締役会の調整権限とアカウンタビリティー」名城法学 57巻3号96・97頁(2008年)等参照。

88 See, Westcott, supra note 83.

89 See, *ibid.* ゲーハン・サブラマニアン(倉田幸信)「コーポレートガバナンスの3つの原則」ハーバード・ビジネス・レビュー 41巻3号84頁(2016年)は「プロキシアクセス制度を義務化すれば、取締役会が適切なスキルを持つ人々で構成されるための一助になる・・・プロキシアクセス制度は、取締役会をきちんと評価し、適切な人員構成にするための補強措置だと考えるべき」とする。

90 See, Sharfman, supra note 3, at 3.

おわりに

米国におけるプロキシ・アクセスは、2012年のプロキシ・シーズン当初に想定されたプロキシ・アクセスのイメージとは異なる形ではあるものの、かなりのハイペースで普及しつつある。ここまで急速に広がった理由としては、SEC規則の改正がまずもってあげられるが、プロキシ・アクセスを株主の基本的権利の一つとも位置づける機関投資家⁹¹・機関投資家団体・議決権行使助言会社⁹²等⁹³の影響力も大きなものがある⁹⁴。

-
- 91 近年、世界的にみられる現象であるが、株主として投資する主体として、機関投資家が非常に大きな力を持つようになり、機関投資家と適切な関係を構築しないと、会社としての重要な意思決定に障りが生じうるが、機関投資家、とりわけ、短期的な運用成果を求める投資家のいいなりになっても、会社としての長期的な成長が望めなくなる（中村信男・和田宗久『ビジネス法入門』110・111頁（中央経済社、2014年）参照。クォーターリー・キャピタリズム（四半期資本主義）につき、小平龍四郎『企業の真価を問うグローバル・コーポレートガバナンス』124・125頁（日本経済新聞出版社、2016年）参照。なお、福井義高「伊藤レポートは誰のため？」企業会計66巻4号126頁（2015年）は、「米国会社法の番人というべきレオ・ストライン（デラウェア）最高裁（判所）長官……は米国における会社法解釈の《王道》を歩んでいる人物（と位置づけた上で、この人物の言葉を引用し）……『過去四半世紀の機関投資家の影響力増大が必ずしも良いことばかりではなかった』と指摘し、経営者の監視以上に、機関投資家を監視することの重要性を強調している。
- 92 コーポレート・ガバナンス産業関係者ともいえる。コーポレート・ガバナンス産業につき、仮屋広郷「コーポレート・ガバナンス放談（上）改革の政治経済学」ビジネス法務15巻8号111・112頁（2015年）参照。エンゲージメント・サービス・プロバイダーもコーポレート・ガバナンス産業に含まれよう。エンゲージメント・サービス・プロバイダーにつき、澤口実ほか「株主・投資家とのエンゲージメントの要点と方針」森・濱田松本法律事務所編『コーポレートガバナンスの新しいスタンダード』327～329頁【小口俊朗発言】（日本経済新聞出版社、2015年）参照。
- 93 上村達男「人間の学としての会社法学」榎澤能生編『持続可能社会への転換と法・法律学』162頁（成文堂、2016年）は、「私募ファンドないしヘッジファンドの多くは……一万分の一秒というようなタイミングでの売買を日々行っており……このような者でも、名義書換の直前に一日売買を控えれば、名義書換をして議決権を行使……（でき、こうした）者のために議決権行使の助言をしている機関が金儲けをしている」とする。他方で、松本大「上場企業の覚悟」ハーバード・ビジネス・レビュー41巻3号95頁（2016年）は、「ウルトラショートタームであっても、HFT（超高速取引）投資家であっても……短期投資家を否定するなど、天につばを吐く行為とすらいえる」とされる。なお、「ヘッ

プロキシ・アクセスの規定を定款に定める会社が多くなったとはいえ、この規定に基づき株主が指名した取締役候補者が株主総会招集通知等に記載された事例は確認されておらず⁹⁵、プロキシ・アクセスが実際にどのような形で利用されるかは非常に興味深い。プロキシ・アクセスをラストリゾートとしてとらえる機関投資家もいるが⁹⁶、将来的には、業績不振の会社等でプロキシ・アクセスを介した取締役の送り込みも予想されている⁹⁷。こうした場合、当該取締役は自社の利益と自らを送り込んだ会社外の第三者（指名者）との利益とが衝突する可能性がある被指名取締役（nominee director）となるため、被指名取締役の利益相反や忠実義務に関する問題が指摘できる⁹⁸。くわえて、いわゆるアクティビスト株主⁹⁹が指

ジファンドは執拗なロビイングが奏功し、リーマン・ショック後の課税・規制強化の波を巧みにすり抜けてきた」とされる（小平・前掲注（91）124頁）。

94 世界を舞台に活動している投資ファンドは、世界経済の発展に大きく寄与している反面、企業に過度に短期的利益の追求を要求する投資ファンドの活動の活性化も認められ、企業経営が歪められる弊害も指摘される、こうした投資行動に対する危機意識が、企業の持続的成長と中長期的な企業価値の創造に資する、中長期的なリターンを目指した機関投資家の投資行動を推進するという（昨今喧しい）ダブルコード（日本版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）に共通する考え方の背後にある（川村正幸・仮屋広郷・酒井太郎『詳説 会社法』36頁 [川村]（中央経済社、2016年）参照）。なお、ダブルコードの目的は日本の上場企業の経営システムの再構築とされる（山田泰弘「企業統治と損害賠償」法律時報 88巻 10号 8頁（2016年）参照）。

95 寺山恵「米国のシェアホルダー・エンゲージメント」日興リサーチレビュー 2016年7月号 10頁参照。

96 たとえば、TIAA（Teachers Insurance and Annuity Association of America 運用残高は2016年6月時点で約8890億ドル（88.9兆円））やVanguard（運用残高は2016年6月時点で約3.6兆ドル（360兆円））である（see, Joann S. Lublin, Investors Gain Greater Clout Over Boards, (Jan. 10, 2016), available at <http://www.wsj.com/articles/investors-gain-greater-clout-over-boards-1452470402>; Westcott, supra note 83）。なお、TIAAは資産運用先の会社に書簡を送付するキャンペーンを行う形でプロキシ・アクセスの導入を促す活動を大々的に行っており、2015年は100社に対して書簡を送付した（see, TIAA, Leadership in Corporate Social Responsibility 2015 Review, at 5（2016）, available at <http://www.wsj.com/articles/investors-gain-greater-clout-over-boards-1452470402>; Westcott, supra note 83）。

97 寺山・前掲注（95）10頁参照。

98 被指名取締役に関する問題につき、根本伸一「被指名取締役 nominee

名した者が現実に取締役役に選任された場合に、アクティビスト株主が当該取締役役に対してボーナスの支払いを約することがあり、金の鎖 (golden leash) と呼ばれている¹⁰⁰。金の鎖は報酬契約で、そのルーツは米国におけるヘッジファンド・アクティビズムにあるが¹⁰¹、競争型選挙 (election contests) においては、アクティビスト株主にとり潜在的に効果的な手段となる¹⁰²。

金の鎖をインセンティブ報酬とみるか、賄賂とみるか、といった議論¹⁰³

director をめぐる法律問題」永井和之先生古稀記念『企業法学の論理と体系』699頁以下(中央経済社、2016年)参照。

- 99 アクティビスト株主により指名された取締役は、ときとして、取締役会のプロセスに混乱を生じさせ、建設的なコーポレート・ガバナンスに貢献していないこともあるとの指摘(セオドア・A・パラダイスほか「対話型アクティビスト対応の手法[下]」旬刊商事法務2059号45頁(2015年)参照)がある。アクティビスト株主により指名された取締役の独立性につき、Yaron Nili, *Servants of Two Masters? The Feigned Hysteria over Activist-Paid Directors*, 18 U. Pa. J. Bus. L. 509, 548~556 (2016). を参照。なお、ヘッジファンドと伝統的な機関投資家のアクティビスの比較につき、穴戸善一ほか『ゼミナール 金融商品取引法』148~153頁(日本経済新聞出版社、2013年)等参照。
- 100 See, Matthew D. Cain, Jill E. Fisch, Sean J. Griffith & Steven Davidoff Solomon, *How Corporate Governance Is Made: The Case of the Golden Leash*, 164 U. Pa. L. Rev. 649, 651 (2016). セブン&アイ・ホールディングス等の日本企業への投資でも知られている米国のアクティビスト株主のサード・ポイントは、2015年、Dow Chemical社へ2名の取締役の送り込みに成功したが(日経産業新聞2016年1月6日参照)、当該2名の取締役に金の鎖を適用し、取締役候補者となることに同意した時に25万ドル、取締役に選任後、Dow Chemical社の株式取得資金として追加で25万ドルを支払った(see, id. at 677・678.; David Benoit & Joann S. Lublin, *Third Point Revives 'Golden Leash' Pay Plan in Dow Chemical Fight*, WALL ST. J. (Nov. 16, 2014), available at <http://www.wsj.com/articles/third-point-revives-gold-en-leash-pay-plan-in-dow-chemical-fight-1416171616>).
- 101 See id. at 663~666. なお、ヘッジファンド・アクティビズムにつき、白井正和「アクティビスト・ヘッジファンドとコーポレート・ガバナンス」旬刊商事法務2109号34頁以下(2016年)参照。
- 102 See, id. at 649・651.
- 103 See, John C. Coffee, Jr., *Shareholder Activism and Ethics: Are Shareholder Bonuses Incentives or Bribes?*, (April 29, 2013), available at <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2013/04/29/shareholder-activism-and-ethics-are-shareholder-bonuses-incentives-or-bribes/>.

もあるが、取締役が第三者から直接的に多額のボーナスを支払いを受けることは、会社や株主全体の利益よりも第三者たるスポンサーの利益を図る傾向が否めず¹⁰⁴、実際に、会社定款で金の鎖を禁止する会社も現れている¹⁰⁵。他方で、金の鎖を全面的に禁止する定款は取締役会の保身にもつながらとも考えられ、金の鎖をどう評価すべきかは非常に難しい問題である¹⁰⁶。

アクティビスト株主が取締役を送り込む別のルートが既に垣間見られる中で¹⁰⁷、プロキシー・アクセスを現実に機能させることを前提とするか、あるいは、フェールセーフやラストリゾートとして位置づけるにせよ、少なくとも、米国におけるプロキシー・アクセスは取締役会に適度の緊張感と自律的作用を生むことは否定できない。2017年のプロキシー・シーズン以降、プロキシー・アクセスがどのように米国において展開していくか注視していきたい。

今後の宿題である。

104 See, Andrew A. Schwartz, Financing Corporate Elections, 41 J. Corp. L. 863, 868・869 (2016).

105 See, Cain, et al, *supra* note 100, at 652・653.

106 See, *id.* at 698・699.

107 会社がアクティビスト株主との間で合意書を締結することで、委任状争奪戦等の紛争の激化を未然に防いだり、終結させることが増えており、取締役会への参加（たとえば、アクティビスト株主が指名する者を株主総会における会社提案の取締役候補者名簿に含めることに合意）という形をとる場合があることが指摘されている（パラダイスほか・前掲注（99）43～45頁参照）。プロキシー・アクセスが定款に規定されている会社では、アクティビスト株主等がプロキシー・アクセス規定を会社との対話・エンゲージメント等において自らに有利な交渉材料として利活用することも十分ありえよう。