

米国における株主提案権に関する一考察

—— プロキシシー・アクセスに着目して ——

吉 行 幾 真

はじめに

日本における株主提案権は、昭和 56 年の商法改正で導入された¹。導入された背景には、当時の株主総会に特殊株主たる総会屋が跋扈し、さしたる議論もなく短時間で会議が終了していたという事情があった²。そこで、

-
- 1 株主提案権は、昭和 56 年商法改正による新設規定であり、それ以前には、株主提案権を認める規定は商法上には存在しなかった（前田重行・新注会（5）232 条の 2 注釈 3（1986 年）参照）。しかしながら、旧証券取引法 194 条の委任を受けて、議決権の代理行使を規制する目的で昭和 23 年に制定された委任状勧誘規則（上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する規則（昭和 23 年証券取引委員会規則第 13 号））によれば、

「第八条

株式の発行会社により、又は当該会社のために当該株式について勧誘が行われ又は行われようとする場合において、当該会社の株主は、書面を以て、勧誘の目的たる議案の説明に必要な資料を自己に送付すべきことを当該会社に対して請求することができる。

- 2 前項の請求に応ずるために必要とする適正な費用は、当該株主の負担とする。

- 3 第一項の規定による請求がなされ、且つ、前項の費用の前払がなされた場合には、当該会社はその請求に応じなければならない。」

とされていた。これは、委任状が勧誘される議案に異議のある株主についてのみ認められていたものであるから、一種の反対提案権にすぎないのであるが、上記規定は制定された翌年の昭和 24 年の改正で（早々に）削除された（龍田節「株主の総会招集権と提案権（二）」法学論叢 71 巻 2 号 46 頁（1962 年）参照）。

- 2 松井秀征「株主提案権の動向」ジュリスト 1452 号 41 頁（2013 年）参照。

株主提案権の規定を整備することで、株主に株主総会における意思決定についてのイニシアティブをとる機会を与え³、株主総会の現状を改めようとした⁴。

総会屋の排除⁵を目的とした商法上の罰則は、昭和 13 年改正で設けられた会社荒し等に関する贈収賄罪（現行会社法 968 条）に続き、昭和 56 年改正でも株主の権利行使に関する利益供与罪および受供与罪（現行会社法 970 条 1 項 2 項）が新設されたが、総会屋の排除は奏功しなかった⁶。

その後、日本の複数の代表的な金融機関等の最高幹部が関与しての会社ぐるみの総会屋事件が発生し、単なる民事の問題では片付けられない病理現象が日本経済の中核まで浸透している事態が明らかになり⁷、平成 9 年改正では利益供与と要求罪および威迫を伴う利益受供と罪・利益供与と要求罪（現行会社法 970 条 3 項 4 項）の新設・厳罰化がなされた⁸。この改正は奏功し⁹、総会屋の活動は影を潜めた¹⁰。

3 前田・前掲注 (1) 注釈 1 参照。

4 稲葉威雄「商法改正を振り返る～昭和 56 年改正を中心にした回顧と俯瞰～」旬刊商事法務 2000 号 33 頁 (2013 年) は「当時は……株主総会は、(総会屋)によって牛耳られ……株主総会は、およそ一般株主が発言できない雰囲気であった。これは、日本の国辱ともいふべきもので、日本企業の信頼を著しく損ね、この排除なくして株主総会ひいては会社の運営の正常化はあり得ないと考えられた」とする。

5 会社にとって、総会屋の排除は絶対に排除しなければならない問題であり、単純な民事やエコノミクスの問題を超えた暴力団対策の問題である (大塚和成「外敵不在となった株主総会のあり方」資料版/商事法務 336 号 7 頁 (2012 年) 参照)。

6 大塚・前掲注 (5) 6 頁参照。

7 稲葉・前掲注 (4) 33 頁は「日本の企業社会の……病根は深かった。大企業 (証券・金融・電機・流通等各界の代表的な会社) がかわる利益供与事件の摘発は、かなり長期間続いた」とする。

8 大塚・前掲注 (5) 7 頁参照。なお、平成 12 年改正で子会社の計算での利益供与も禁止された。

9 久保利英明「利益供与と禁止規定の意味」旬刊商事法務 1454 号 2 頁以下 (1997 年) 参照。

10 大塚・前掲注 (5) 7 頁参照。昭和 56 年改正で利益供与と罪ができ総会屋はある程度根絶方向に向かい始めたが最終的に平成 9 年改正によりほぼ根絶した (吉戒修一・中西敏和「対談 会社法制の見直しに関する中間試案について商法改正とその立案・実務の対応を振り返って」商事法務 2000 号 27 頁 [吉戒発

現在、総会屋の存在感は、株主提案権の制度が導入された昭和 56 年当時とは比べものにならないほど低下している¹¹。他方、株主提案権は、導入当初の昭和 58 年に、よみうりランド等で行使された後、平成 2 年に東京電力・関西電力で行使されたのを機に、電力会社における株主提案が半数以上を占め、これに運動型やクレーマー型の株主提案が加わる程度であった¹²。

しかしながら、最近では、会社支配権の獲得を狙う大株主やアクティビストと呼ばれる投資家の行使、それに伴う委任状勧誘合戦に注目が集まる状況等のほか、ここ数年は、これらとも異なる新たなパターンでの株主提案権の行使が徐々に増加し¹³、看過できない状況にもなりつつある¹⁴。

すなわち、株主 1 名が膨大な数の株主提案を行う事例¹⁵、株主提案が定

言] (2013 年) 参照)。

- 11 松井・前掲注 (2) 42 頁参照。中西敏和「株主総会」江頭憲治郎編著『株式会社法大系』236 頁 (有斐閣、2013 年) は、「今日……総会屋はほとんど姿を消し、株主は少なくとも自由に発言の機会が与えられている」とする。
- 12 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 15・17 頁 (2012 年) 参照。
- 13 日本経済新聞 2012 年 7 月 2 日朝刊・日本経済新聞 2013 年 7 月 15 日朝刊参照。2012 年度 (2011 年 7 月～2012 年 6 月) に行使された株主提案案件は 38 社で、過去最多となった (商事法務研究会編「株主総会白書 2012 年版」旬刊商事法務 1983 号 16 頁 (2012 年) 参照)。このうち、前年に引き続いて株主提案を受けた会社は 19 社 (50%) であり、株主提案を受ける会社に連続化・固定化の傾向がみられる (寺岡隆樹「本年度のチェックポイント～会社法改正、招集通知、株主提案等～」ビジネス法務 13 巻 5 号 78 頁 (2013 年) 参照)。最近の株主提案の傾向につき、山田和彦「株主提案権の行使と総会対策」4 頁以下 (商事法務、2013 年) 参照。
- 14 澤口実「株主提案権の今」資料版/商事法務 340 号 18 頁 (2012 年) 参照。前田重行・松井秀樹「<対談>商法——株主総会の実務と理論」法学教室 396 号 28 頁 [松井発言] (2013 年) は「ファンドや競合企業などが会社の経営の支配権をめぐる、取締役……の選任議案を提案し、会社側……が提案する議案とどちらかが可決されるのかというプロセスを通じて、経営の支配権帰属が決まるという事例が、本来、株主提案権制度が想定していたような使われ方」であるとする。
- 15 HOYA 株式会社における 2010 年開催の株主総会において、創業者一族の株主 (3 万 8000 株・議決権数 380 個) から、117 個の議案が提案され、会社はそのうち 15 個だけを株主総会に提出した。株主はそれを不満として、株主総会決議取消訴訟を提起したが、第 1 審 (東京地判平成 23・4・14 資料版/商事法務

款変更の形式をとりつつその内容が定款記載事項としてふさわしくない事例¹⁶、社会的問題¹⁷・政治的¹⁸問題¹⁹に関して株主提案を行う事例等である²⁰。

328号64頁)および控訴審(東京高判平成23・9・27資料版/商事法務333号39頁)で株主は敗訴した。2011年開催の株主総会でも、株主は再度、68個の議案を提案し、仮処分の申立てを受けた会社は株主と和解し、20個だけを株主総会に提出した。株主はそれを不満として、再度、株主総会決議取消訴訟を提起したが、第1審(東京地判平成24・8・30ウエストロー・ジャパン文献番号2012WLJPCA08308014)で株主は敗訴した。2012年開催の株主総会でも、再々度、63個の議案を提出したのであるが、会社は株主提案権の濫用を理由に63個すべての議案を株主総会に付議しないと株主に通知した。そこで、株主は、提案の付議を命じる仮処分決定の申立てを行った。第1審(東京地決平成24・5・25資料版/商事法務340号33頁)および抗告審(東京高決平成25・5・31資料版/商事法務340号30頁)で株主は敗訴した。そして、2013年開催の株主総会でも、再々再度、議案を提案し、提案の付議を命じる仮処分の申立てを受けた会社は、株主の申立てを一部認容する決定(東京地決平成25・5・10資料版/商事法務352号34頁)株主は本決定を受け即時抗告したがその後取り下げられ本件は終了している(「<ニュース>東京地裁、HOYA株主総会招集通知への株主提案議案記載等仮処分命令申立事件で株主の申立てを一部認める決定」旬刊商事法務2003号46・47頁(2013)参照)を受け、9個の議案を株主総会に提出した。なお、株主提案と株主総会決議の効力については、吉本健一「株主提案の不当拒絶と株主総会決議の効力」阪大法学61巻3・4号671頁以下(2011年)等参照。

- 16 野村ホールディングス株式会社における2012年開催の株主総会では、株主から「野菜ホールディングス」への商号変更を求める件をはじめとする100個の議案が提案され、会社はそのうち18個だけを株主総会に提出した(たとえば、「オフィス内の便器はすべて和式とし、足腰を鍛練し、株価四桁を目指して日々ふんばる」旨を定める定款変更の提案等(<http://www.nomuraholdings.com/jp/investor/shm/2012/data/report108.pdf>参照))。
- 17 久保大作「社会的目的による株主提案権の行使」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論 上巻』519頁(商事法務、2007年)は、「株主提案が乱立するという事態は、会社が妥当な運営を行っている場合にはまず考えられないのではないかと思う。……(社会的目的による株主提案権の行使は、株主総会の)管理運営コストと割り切り、甘受するしかないように思われる」とする。
- 18 「<スクランブル>株主総会の傾向と新たな課題」旬刊商事法務1970号50頁(2012年)は「今年は政治目的に株主総会が利用されている。株式会社の制度は、株主など各プレーヤーがそれぞれ自己の合理的な経済的利益のために……最も効率的な経済的な仕組みで(あり)、……そこに経済合理性ではなく、政治目的や行政目的の)……プレーヤーが入り込み、しかもそれが大量の株式を保有しかつ行政的権限も有しているとなると……効率的な仕組みを基本から破壊してしまいかねず、大いに危惧される」とする。
- 19 私的団体たる株式会社において現実が生じた政治問題(たとえば、原子力発電を行う電力会社においては、その意思決定につき公的部門の関与が不可避となっている政治問題)をどのような枠組みで処理すべきかという問題は、従前の社

株主提案権の制度は、株主に意見表明の機会を与えることそれ自体を目的とした制度であるため、この制度の中に意見表明を制約するためのメカニズム²¹をほとんど有していない²²。これは、「経営に素人の株主が出す提案である以上、経営者としては噴飯ものの場合もありえようが、真摯に対応することが望ましい」²³ といった株主提案権の制度を導入した昭和 56 年当時の立法趣旨に忠実であり、かつ、当時の時代背景も色濃く反映された結果であり、昭和 56 年当時の政策的帰結²⁴でもある。

それゆえ、株主提案権制度をめぐる状況につき、昭和 56 年当時とは一変しているにもかかわらず²⁵、株主提案権を行使された会社は会社の利益等に合致しない可能性があっても、原則として株主総会の目的事項である

-
- 会運動型の話とは質的に異なるだけでなく、私的団体における意思決定とこれに対する公的な関与との緊張関係が、株主提案権という枠内には収まりきれず、株主権一般、さらには株式会社制度一般にまで及びうる（松井・前掲注（2）44 頁参照）。なお、福島第一原発事故におけるリスク管理の問題につき、会社法上の内部統制と取締役の責任の観点から具体的に検討したものと、仮屋広郷「リスク管理と取締役の責任——会社法学から見た福島第一原発事故——」一橋法学 12 巻 2 号 53 頁以下（2013 年）等参照。
- 20 澤口・前掲注（14）18 頁参照。
- 21 議案提案権（会社法 304 条）と議案通知請求権（同 305 条）については、当該議案が法令もしくは定款に違反する場合、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のいずれかに該当するときは、提案することができない（同 304 条・305 条 4 項）。なお、「実質的に同一の議案」といえるかどうかについては、会社を取り巻く情勢・提案内容・提案株主の立場等を検討して慎重に判断する必要がある（松山遙「敵対的株主提案とプロキシファイト」30 頁（商事法務、第 2 版、2012 年）参照）、毎年、同様の提案議案を受理している会社も見受けられる（三井住友信託銀行証券代行部編著『会社法制最新事情と株式実務 Q&A』256 頁（商事法務、2012 年）参照）。
- 22 松井・前掲注（2）44 頁参照。
- 23 稲葉威雄『改正会社法』131 頁（金融財政事情研究会、1989 年）。
- 24 前掲注（18）50 頁参照。
- 25 昭和 56 年改正の当時は、實際上（大株主が株主提案権を行使する場合を除き）株主が株主提案権を行使しても、株主総会で可決・成立するとは、考えられていなかった（前田ほか・前掲注（14）26・27 頁 [前田発言] 参照）。しかしながら、その後、株式相互保有の構造が崩れたことで、具体的な決議の成否に影響するとは考えられていなかった株主提案権制度の性格に変化が生じた（松井秀征『株主総会制度の基礎理論』389 頁（有斐閣、2010 年）参照）。

限り²⁶、株主総会参考書類に掲載し、招集通知とともに送付しなければならないのは、再考の余地がある²⁷。

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²⁸を制約するメカニズム²⁹がないのは、会社側にのみ一方的に負荷がかかるメカニズム³⁰であり、バランスを欠く感が否めない³¹。

-
- 26 定款変更議案とセットで株主提案権が行使されると、基本的に、法令違反の内容でない限りは原則として適法な株主提案になりうる（松山遙「講演 本年総会に向けた留意点～株主提案対応を中心に～」会報（東京株式懇話会）738号30頁（2013年）参照）。
 - 27 なお、株主が本当に経営者の政策を変えようとするには、単に株主提案権を行使するだけでは不十分であり、株主が自分で委任状勧誘をする必要がある（江頭憲治郎「コーポレート・ガバナンスの視点から見た会社法」『会社法の基本問題』312頁（有斐閣、2011年）参照）。
 - 28 会社法では一株主が提案できる議案数には制限がなく、提案議案が多数であることのみをもって株主提案権の濫用ということは困難であるが、株主提案権はその権利行使自体から直接に経済的利益を得るものではないため、株主としての利益とは関係のない他の目的に利用されやすく、それだけ濫用の危険性は高い（吉本健一「経営環境の変化と株主総会」旬刊商事法務1986号6頁（2012年）参照）。
 - 29 東京地決平成24・5・25（資料版/商事法務340号33頁）は、「株主提案権は……株主提案に係る議題、議案の数や提案理由の内容、長さによっては、会社又は株主に著しい損害を与えるような権利行使として権利濫用に該当する場合があります」とし、東京高決平成24・5・31（資料版/商事法務340号30頁）は、「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というべきである」とする（前掲注（15）参照）。ただ、権利の濫用は、裁判所にとり、「伝家の宝刀」や「最後の砦」的なものであることは否めず、これが認められるか否かは非常に難しい（微妙な）部分がある（松山・前掲注（26）31頁参照）。
 - 30 「お土産を受領して総会の雰囲気に入るだけの株主から、天下国家の一大事を総会の場で議論する株主まで多様な株主が混在する」（関俊彦「株主総会の大型化」資料版/商事法務340号17頁（2012年））が、「株主総会だけではなくて日本の社会全体の問題で、行き過ぎた消費者意識……が問題になりつつあって、クレーマーが非常に多くなっている」（菊地伸ほか「座談会 近年の動向からみる株主総会のあり方」旬刊商事法務1973号50頁【白石直樹発言】（2012年））。それゆえ、「昔の総会屋とは違った意味で、個人株主に対しても毅然とした対応をとることが必要な時になっている」（同1973号50頁【北浦一也発言】）。なお、「『平穏な株主総会』と大型化傾向の進展」資料版/商事法

日本の会社法の考え方は、株主総会万能主義³²から出発しており、そうした中で少数株主権である株主提案権をどのようにバランスを取るかは法律論としては非常に難しい問題であるが³³、株主にとり最も重要な（根本的な）株主権と考えられるものは取締役の選任権であろう³⁴。取締役会は会社経営における中枢であり³⁵、そのメンバーである取締役が誰になるかは株主にとり極めて大きな関心事であると考えられるからである。

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、株主提案は招集通知等に記載され、いわば、株主は会社のコストで株主提案権を行使できる。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³⁶。

日本と米国における相違は、「1人ひとりの株主の意見を会社はどのくらい会社のコストで対応すべきかと」という問いに対する答えのズレにその一因を見いだしうるかもしれない³⁷。すなわち、利害が異なる多数の株主が存在し、1人の株主の意見に反対の株主も多く存在するわけであり、米国ではそれについて会社のコストで手続を進める事項を事前に一定の場合に限定するのに対して、日本では1人の株主のアクションが会社全体を動

務 352 号 3 頁（2013 年）は、お土産目当てに株主総会に会場に来場する株主が相当数いることやお土産目当ての株主を株主総会の会場内に滞留させない工夫を示す一方で、お土産自体の是非につき取り上げている。

31 松井・前掲注 (2) 44 頁参照。

32 穴戸善一「ベンチャー企業とベンチャー・キャピタル」江頭憲治郎編著『株式会社法大系』122 頁（有斐閣、2013 年）参照。

33 神田秀樹・武井一浩「対談 会社法の実務動向」ジュリスト 1452 号 18 頁 [神田発言]（2013 年）参照。

34 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 55 頁（2005 年）。

35 吉行幾真「米国における取締役会コアモデルに関する一考察」名城法学 55 巻 3 号 47 頁以下（2005 年）では、効率的な意思決定を促進するガバナンス・システムの中核である取締役会が担うべき役割は非常に大きいことを論じた。

36 神田ほか・前掲注 (33) 18 頁 [神田発言]・安江英行「日米英のコーポレート・ガバナンスの状況と比較分析 [上]」旬刊商事法務 1904 号 29 頁（2010 年）参照。

37 神田ほか・前掲注 (33) 17 頁 [武井発言] 参照。

かしうと考え³⁸、米国のような制限を行わずフリーハンドに近い形で株主提案権の行使が可能となっている³⁹。

しかしながら、近時、米国における取締役の選任に関する株主提案権につき、米国証券取引委員会 (the U.S. Securities and Exchange Commission : SEC) のみならず、連邦議会・連邦裁判所等が関係する大きな揺らぎがみられた。すなわち、取締役の選任については日本のような形での株主提案権が認められていなかった米国において、その是非をめぐっておきた揺らぎである。こうした揺らぎが、米国に比べ、濫用が懸念されるほどに強い株主提案権⁴⁰をもつ日本に与えるインプリケーションは少なくないであろう。

そこで、以下、米国における株主提案権のうち、とりわけ、取締役の選任に関する株主提案権を取り上げていく。

株主提案権

1 ドッド・フランク法

SEC は SEC 規則 14a-8 で、株主の提案を会社の委任状資料 (proxy materials) 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されていた⁴¹。しかし、2010年7月に成立したドッド・フランク法 971条⁴²は、「株主が会社による委任状勧誘を取締役

38 神田ほか・前掲注 (33) 17頁 [武井発言] 参照。

39 日本においては、株主総会決議事項であるかぎり全て株主提案権の対象となるため (前掲注 (26) 参照)、株主提案権を行使する形で、配当政策・取締役選任等の株主の経済的利益に関係する政策問題が持ち出される可能性は、米国より高い (江頭・前掲注 (27) 311頁参照)。

40 吉戒ほか・前掲注 (10) 26頁 [中西発言] 参照。

41 See, SEC Release No. 34-56914; IC-28075; File No. S7-17-07 (Dec. 6, 2007). 米国における選挙提案につき、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頁以下 (2012年)、吉行・前掲注 (34) 54頁以下等参照。

42 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No.

候補者の指名の株主提案に利用できること（プロキシー・アクセス (proxy access)）」を認め、プロキシー・アクセス⁴³を制定する権限を SEC に与えた。そこで、SEC は同年 8 月に SEC 規則 14a-11 を制定した⁴⁴。

2 SEC 規則 14a-11⁴⁵

新設された SEC 規則 14a-11 の概要は以下の通りである⁴⁶。

111-203, § 971, 124 Stat. 1376, 1915 (2010). ドッド・フランク法は、いわゆるリーマンショック (2008 年) に端を発する金融危機に対応する包括的な金融規制改革の立法として 2010 年に成立した。ドッド・フランク法については、岩原紳作「金融危機と金融規制～アメリカのドッド・フランク法を中心に～」前田重行先生古稀記念『企業法・金融法の新潮流』395 頁以下 (商事法務、2013 年)・松尾直彦「米国ドッド＝フランク法の域外適用問題」神作裕之編『企業法制の将来展望』208 頁以下 (財經詳報社、2012 年)・小出篤「ドッド＝フランク法の成立」金融法研究 27 号 115 頁以下 (2011 年)・小立敬「米国における金融制度改革法の成立」野村資本市場クォーターリー 14 巻 1 号 127 頁以下 (2010 年) 等参照。なお、ドッド・フランク法の「ドッド・フランク」は上院の銀行委員会 (Banking Committee) 委員長の Chris Dodd と下院の金融サービス委員会 (Financial Services Committee) 委員長の Barney Frank に由来する。

- 43 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』211 頁 (商事法務、2013 年) は「日本の株主は 1 人で何個でも株主提案を提出することができ……会社法上有効な提案には、原則的に全ての定款変更議案と役員選任議案が含まれる。株主が自分の好きな取締役候補を選び、提案すれば原則それが定員内の人数であれば……株主総会招集通知と議決権行使書に会社の費用で載せてもらえる。これが米国の株主がのどから手が出るくらい欲しがっている『プロキシー・アクセス』である。さらに日本の株主総会決議のほぼすべてには決議後即時に法的拘束力があり……日本では委員会設置会社を除外して米国に比べれば株主総会の決議事項が圧倒的に多い……この側面だけをみれば株主アクティビズムにとってこんなに活動しやすい国はない」とする。
- 44 SEC は SEC 規則 14a-11 を制定するとともに、SEC 規則 14a-8 (i) (8) を改正し、株主の指名権に関する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外すことをできないようにしたが (Release Nos. 33-9136; 34-62764; IC-29384; File No. S7-10-09 (Aug. 25, 2010), 75 Fed. Reg. 56,668A (Sept. 16, 2010)). 黒沼・前掲注 (41) 58 頁参照、本稿においては、SEC 規則 14a-11 のみを取り上げる。
- 45 17 C.F.R. § 240.14a-11.
- 46 黒沼・前掲注 (41) 58 頁参照。

委任状勧誘規則が適用される会社⁴⁷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。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。会社は、提案株主が提供した当該株主およ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⁴⁸。

SEC 規則 14a-11 は、SEC が 2009 年に株主提案に関する規則の改正を提案し⁴⁹、2010 年のドッド・フランク法⁵⁰の授權を受け、提案の一部を修正して新設された。修正された点は主として2つである⁵¹。

すなわち、当初提案では会社の規模に応じて議決権の要件が1%・3%・5%の三段階に区分されていたが会社の規模に関わりなく一律に3%以上に

47 See, supra note 44, at 56,740 n.778. それゆえ、SEC 規則 14a-11 は、ほぼ全ての公開会社 (almost all public companies) に適用される (see, Bernard S. Sharfman, Why Proxy Access is Harmful to Corporate Governance, 37 Iowa J. Corp. L. 387, 395 (2012)).

48 なお、SEC 規則 14a-11 の適用については、以下の制限が付されていた (黒沼・前掲注 (41) 58 頁参照)。「規則は、州法または会社の統治文書 (governing documents) が株主の取締役候補者の指名を禁止している場合には、当該株主は規則を利用することができない。会社は、1人または取締役数の25%を超える数のいずれが多い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。複数の株主が指名できる場合は、議決権割合が最も高い株主のみが候補者の指名ができる」。

49 See, SEC Release Nos. 33-9046;34-60089; IC-28765; File No. S7-10-09 (June 10, 2009), 74 Fed. Reg. 29,024 (June 18, 2009). なお、前掲注 (44) で述べたように、SEC 規則 14a-11 の制定と SEC 規則 14a-8 (i) (8) の改正は 2010 年に同時に行われたのであるが、これは 2009 年の規則改正の提案がこの両者を含んでいたことによる。

50 ドッド・フランク法は、その前文 (preamble) によれば、「金融システムの説明責任と透明性を改善し、“too big to fail” (大きすぎてつぶせない) を終わらせ、緊急救済措置の終了により米国の納税者を保護し、消費者を濫用的な金融サービスの慣行から保護し、もって米国の金融の安定を促進することおよびその他の目的」を有する (小出・前掲注 (42) 115 頁参照)。

51 See, Sharfman, Supra note 47, at 447.

統一された⁵²。当初提案では株式の保有期間の要件が1年以上であったが3年以上に延長された⁵³。

SEC 規則 14a-11 は、最終的に、SEC において3対2 (3-2 vote) で採択され⁵⁴、制定に至った。SEC 規則 14a-11 が採択された2010年当時のSECの委員長は、2008年12月に民主党のBarack H. Obama大統領に指名され翌2009年1月に就任したMary L. Schapiro⁵⁵であり、(委員長を含めた) SEC 委員5名中、3名がDemocrat (民主党員) であり、2名がRepublican (共和党員) であった。それゆえ、このときのSECは民主党の影響力を強く受けていた^{56, 57}。

3 Business Roundtable 事件⁵⁸

概要

SEC 規則 14a-11 (以下「本規則」とする) の採択で反対票を投じた2人のSEC 委員 (Commissioner) のうちKathleen L. Casey⁵⁹は、「この規

52 Supra note 44, at 56,674-75.

53 Supra note 44, at 56,675.

54 See, Marcy Gordon, Proxy Access: SEC Gives Shareholders Greater Say On Corporate Board Seats, Huffington Post, Aug. 25, 2010 (http://www.huffingtonpost.com/2010/08/26/proxy-access-sec-gives-sh_n_695263.html).

55 Schapiro 委員長は、委員長就任に先立つ2009年1月に行われた confirmation hearing (審問) において、「会社の取締役の選任において、大株主 (big shareholders) に、より大きな発言力を与えていきたい」と述べた (Zachary A. Goldfarb, SEC Pick Pledges to Ratchet Up Oversight, Wash. Post, Jan. 16, 2009, at D01)。その後、同年6月に、SECは、株主提案に関する規則の改正を提案した (前掲注 (49) 参照)。

56 See, Joseph A. Grundfest, The SEC's Proposed Proxy Access Rules: Politics, Economics, and the Law, 65 Bus. Law. 361, 379 (2010)。労働組合および公的年金基金がプロキシ・アクセスの極めて強力な支持団体 (strongest proponents) であるとともに、民主党 (the Democratic Party) の強力な支持母体でもある (see, Grundfest, id. at 378・379)。

57 岩原・前掲注 (42) 396頁は、「規制ないし政府の介入は極めて政治的行為であるにも拘わらず、我が国においては専ら経済的側面に興味が集中して、政治的側面の検討が少ない」とする。

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

59 Casey 委員は、George W. Bush 大統領 (共和党) により指名され、2006年7

則には根本的・致命的 (fundamentally and fatally) な誤りがあり、司法審査 (judicial scrutiny) をクリアするのは非常に難しいであろう⁶⁰と述べていたが、それは現実となった。

本規則が制定された翌月 (2010年9月)、Business Roundtable (ビジネス・ラウンドテーブル⁶¹) と Chamber of Commerce of the United States of America (米国商工会議所) が本規則の審査 (review⁶²) を連邦巡回裁判所に申し立てた。

申立人は、「SEC が取引所法 3 条 (f) 項 (Section 3 (f) of the Exchange Act)⁶³・投資会社法 2 条 (c) 項 (Section 2 (c) of the Investment Company Act of 1940)⁶⁴ で求められている、効率性 (efficiency)・競争 (competition)・資本形成 (capital formation) に対する規則の影響を十分に考慮せず、行政手続法 (Administrative Procedure Act)⁶⁵ に違反して規則を制定した⁶⁶と主張した。具体的には、「SEC が、労働組合および公的年金基金のような特別利害関係 (special interests) がある投資家により本規則が株主価値に無関係な目的で悪用されるおそれがあることを説明した膨大な数のパブリック・コメントを無視したことで、プロキシー・

月から 2011 年 8 月まで SEC 委員であった。なお、反対票を投じたもう 1 人の委員の Troy A. Paredes は、(Casey 委員と同様に) George W. Bush 大統領 (共和党) により指名され、2008 年 8 月から現在に至るまで SEC 委員である。

60 Gordon, *supra* note 54.

61 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)。

62 Review under the Administrative Procedure Act, 5 U.S.C.S. § 551 et seq., of S.E.C. Rule 14a-11, promulgated by Securities and Exchange Commission.

63 15 U.S.C. § 78c (f).

64 15 U.S.C.S. § 80a-2. なお、本稿の検討対象から投資会社は除くこととする。

65 5 U.S.C. § 551 et. 行政手続法の下では、行政機関の行為は、それが恣意的 (arbitrary)、気まぐれ (capricious)、裁量の濫用、その他法の違反がある場合、裁判所により無効とされる (5 U.S.C.S. § 706 (2) (A)) (黒沼・前掲注 (41) 55 頁参照)。

66 黒沼・前掲注 (41) 55 頁参照。

アクセスのコストの算定において判断を誤っている」⁶⁷と主張し、本規則の無効を求めた。

本件申立てを受け、SECは申立ての結果が出るまでの間、2010年11月15日に効力発生することが予定されていた本規則の施行を自主的に延期した⁶⁸。

裁判所の判断

裁判所は、本規則の経済的効果 (economic consequences) を、3つの視点「(i) 費用便益 (costs and benefits)、(ii) 特別の利害を有する株主 (shareholders with special interests)、(iii) 選任合戦の頻度 (frequency of election contests)」から取り上げ、SECが本規則を制定したのは恣意的で、かつ、気まぐれであったと判断し⁶⁹、審査の申立てを認め、本規定を無効とした⁷⁰。上記3視点からの判旨は下記の通りである⁷¹。

67 「<海外情報>SECのプロキシ・アクセス・ルール無効判決の波紋」旬刊商事法務1939号79頁(2011年)参照。

68 同上参照。

69 前掲注(65)参照。

70 無効判決を受けて、SECは、本判決の再審理 (rehearing) や最高裁判所 (Supreme Court) による審理を求めないことと発表する一方で、今後とも、プロキシ・アクセスにつき検討をすすめることも示した (Press Release, SEC, Statement by SEC Chairman Mary L. Schapiro on Proxy Access Litigation (Sept. 6, 2011) (<http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-179.htm>))。しかしながら、2008年の金融危機や規制改革 (regulatory reform) に向けての民主党の政治的な勢い等の追い風があった本規制の制定当初の頃とは風向きが変わったこと (see, Sharfman, supra note 47, at 476・477)、ドッド・フランク法に基づき多数の規制を制定することが求められているSECの現状においてその人的資源に対して圧倒的な負荷がかかっていること (前掲注(67)参照)等の理由から、SECがプロキシ・アクセスの推進をリベンジすることは、現状では、難しいように思える。なお、ドッド・フランク法に基づき398の規則制定が求められているが、2013年9月3日現在、最終規則の制定は160(全体の約40%)にとどまっている (<http://www.davispolk.com/Dodd-Frank-Rulemaking-Progress-Report/>参照)。

71 黒沼・前掲注(41)56頁参照。

(i) 費用便益⁷²

SEC は、反対派取締役 (dissident directors) が取締役会メンバーになった場合の会社の業績につき、実証研究の結果が分かっているにもかかわらず、株主の指名する取締役が選任される可能性が高まると取締役会および会社の業績 (board and company performance) と株主価値 (shareholder value) が改善することを十分に証明できなかった。

(ii) 特別の利害を有する株主

提案株主に持株要件および保有期間の要件 (ownership and holding requirements) が課されているものの、公的年金基金および組合年金基金 (public and union pension funds) が本規則を利用すると信じるに足る十分な理由がある。しかしながら、SEC はこれら特別の利害を有する株主が、株主の利益を最大化させる以外の目的のために本規則を利用し、会社に費用を負担させるであろうとの懸念に対応しなかった (ducking)。この点で SEC は恣意的であった。

(iii) 選任合戦の頻度

SEC は、伝統的な委任状合戦がどの程度、本規則による委任状合戦に置き換わるかについては、数十社であると見積もる一方で、指名株主 (nominating shareholders) が委任状勧誘資料の印刷・郵送代を直接的に節約できることを示したときに見積もった置き換わる会社数は数百社であった。このように、便益を評価するときは本規則の活発な利用を予想し、費用を評価するときは不活発な利用を仮定していた。本規則による指名の頻度 (frequency of nominations) についての SEC 内部での議論は矛盾しており (inconsistent)、恣意的であった。

72 Leen Al-Alami, Comment: Business Roundtable v. SEC: Rising Judicial Mistrust and the Onset of a New Era in Judicial Review of Securities Regulation, 15 U. Pa. J. Bus. L. 541, 559 (2013) は、費用便益分析 (cost-benefit analysis) は高度に操作可能な手法 (highly manipulable tool) であるとする。

私的自治

SEC が導入を試みたプロキシ・アクセスは、基本的に、オプト・アウト (opt-out : 選択的離脱) することが認められない、公開会社に対する一律適用 (one-size-fits-all⁷³) を意図した規則、すなわち、強行的な (mandatory) プロキシ・アクセスであった。コーポレート・ガバナンスに対するこのようなアプローチには批判も多く、プロキシ・アクセスは私的自治 (private ordering) に委ねるべきとのパブリック・コメントが SEC に数多く寄せられていた⁷⁴。

SEC 規則は、連邦規則 (federal regulation) として、強行的で統一的なルールを会社に課し、連邦規則からオプト・アウトする選択肢を制限する。最適な規制枠組みを築いていく際に、強行的な規則で築こうとすると、SEC のような規制当局による介入が高まる⁷⁵。このような場合、競争自体を減退させたり、政策的に導入された非効率かもしれない選択に対する規律が弱まる⁷⁶。

他方、会社独自の選択を認める規則による場合、規則の影響を評価する上で必要なパリエーションが直接的に示され、非効率な規制からのオプトアウトが会社に促されることになる⁷⁷。これは、強行的な連邦規則が常に不適切であるということの意味しているのではなく、統一的な連邦規則はコーポレート・ガバナンスを規制する手段としては必ずしも最適ではない⁷⁸、という意味である⁷⁹。

73 See, supra note 44 at 56,679.

74 See, supra note 44 at 56,670-74.

75 See, Jill E. Fisch, *The Destructive Ambiguity of Federal Proxy Access*, 61 *Emory L. J.* 435, 490 (2012).

76 See, Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law*, 82-83 (1993).

77 See, P.R. Chandy et al., *The Shareholder Wealth Effects of the Pennsylvania Fourth Generation Anti-Takeover Law*, 32 *Am. Bus. L.J.* 399, 403 (1995).

78 連邦規則は、最適な規制方法を事前に特定するのが難しい分野において実験的に試すようなことには適していないが (see, Fisch, supra note 75 at 491)、会

株主が取締役候補者を指名する権利については、州法上の株主の議決権の規制枠組みに組み込まれている⁸⁰。株主の議決権は州法⁸¹に由来しているのであり、会社が定款を通して株主の議決権をカスタマイズするツールを州法は提供している⁸²。

株主の取締役候補者指名権は、議決権それ自体の範囲と議決プロセスの双方いずれにも関わるものであり⁸³、この相互関連性は、SEC 規則によるプロキシ・アクセスを否定的にとらえる方向に作用する⁸⁴。

社独自の定款を通じた私的自治によれば、(検証されておらずアレンジもできない) 強行規定がもたらす高いコストを負担することなく、市場が何がベストかを判断することを可能にする (Leo E. Strine, Jr., *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, 66 *Bus. Law.* 1, 7 (2010))。

79 See, Fisch, *supra* note 75 at 491.

80 See, *ibid.* なお、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 257 頁 (2010 年) は、株主提案権制度は、本来的に会社内部の問題であり、州会社法が規律すべきものであるが、デラウェア州会社法はこれに関して定めを置いていないことを指摘する。

81 州法の特性は以下の 3 点があげられる (see, Fisch, *supra* note 75 at 487)。州法の多くは強行規定というよりは授權 (enabling) 規定である。州法は規制の競争におかれている。州法の発展は進行形である。

82 See, Fisch, *supra* note 75 at 491. 州会社法の代表格であるデラウェア州会社法では、個々の会社の具体的事情、たとえば、大株主の存在、機関投資家の持ち株比率、経営者の持ち株比率等に応じて、絶対多数決 (majority voting) あるいは相対多数決 (plurality voting)、通常の取締役会あるいは期差制取締役会、累積投票制、種類別投票制等を定款を通して選択することができ、会社毎にテイラーメード可能な法規整である (see, Jill E. Fisch, *Leave It to Delaware: Why Congress Should Stay out of Corporate Governance*, 37 *Del. J. Corp. L.* 731, 742 (2013))。なお、デラウェア州会社法の会社法市場での覇権的地位および連邦政府による州会社法への介入に関する議論につき、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) 参照。

83 See, Mark J. Roe, *A Spatial Representation of Delaware-Washington Interaction in Corporate Lawmaking*, 2012 *Colum. Bus. L. Rev.* 553, 558・559 (2012)。

84 See, Fisch, *supra* note 75 at 491.

政治的要因

1 メガホン外部性⁸⁵

プロキシー・アクセスは、労働組合や公的年金基金にとり特に重要であるメガホン外部性 (megaphone externalities) を形成する。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る。メガホン外部性を形成するには、取締役候補者を実際に当選させたり、さらには、当選するように行動する必要もない。取締役候補者は、候補者として指名されるだけでその存在感を示すことができる。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。

それゆえ、労働組合や公的年金基金にとって、プロキシー・アクセスは manna (天恵) となる。

2 選挙レバレッジ⁸⁶

選挙レバレッジ (electoral leverage) とは、プロキシー・アクセスの制度を通して、株主 (取締役候補者・その支持団体等) が、会社から譲歩を引き出すことである。すなわち、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、取締役候補者の指名を行わない、取締役候補者の指名を撤回する、キャンペーン⁸⁷のトーンを調整する等により、会社から何らかの譲歩を引き出すことである。

指名株主の忠実義務

プロキシー・アクセスは何らのアカウントビリティーを負うことなく株主が会社における意思決定に参加することを認める⁸⁸。株主がプロキシー・

85 See, Grundfest, supra note 56 at 380-382.

86 See, Grundfest, supra note 56 at 382-383.

87 たとえば、特定の団体が行うキャンペーンである。

88 See, Sharfman, supra note 47 at 408.

アクセスを自身のために利用し、機会主義的行動をとる場合、取締役とは異なり、忠実義務を負うことはない⁸⁹。

これに対して、支配株主に忠実義務を負わせるロジック⁹⁰で、プロキシ・アクセスを利用する株主（指名株主）に対しても忠実義務を負わせようとする見解⁹¹もあるが、指名株主が会社の利益や大株主の利益のために行動しないことが明らかであったとしても、株主の経済的な自己利益と直接的に結びつく特定の経営判断（取引）でない状況において、忠実義務を負わせることは難しい⁹²。

おわりに

米国におけるプロキシ・アクセスは、いったん成立したが、すぐに無効となり、現状においては、今まで通り、選挙提案は株主のコストで行わなければならない。それゆえ、会社のコストで選挙提案の委任状勧誘が認められるのは、経営の継続性のために経営者のみに与えられた特権⁹³が維持される結果⁹⁴となっている。くわえて、プロキシ・アクセスに対しては、私的自治、メガホン外部性・選挙レバレッジ、指名株主の忠実義務といった視点からは、肯定的な評価を導くことは難しい。

翻って、日本では、濫用的提案や本来の目的にふさわしくない提案に対する会社法改正論⁹⁵や、初期対応として、濫用的提案等に対しては会社側

89 See, *ibid.*

90 江頭憲治郎『株式会社法』406・407頁（有斐閣、第4版、2011年）参照。

91 See, Roberta S. Karmel, *Should a Duty to the Corporation Be Imposed on Institutional Shareholders?*, 60 *Bus. Law.* 1, 20-21 (2004) and Iman Anabtawi & Lynn Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 *Stan. L. Rev.* 1255, 1295 (2008).

92 See, Sharfman, *supra* note 47 at 409.

93 森田章「株主総会の機能と現状」旬刊商事法務 1684号7頁（2003年）参照。

94 See, Roe, *supra* note 83 at 556.

95 松井・前掲注(2) 46・47頁、「<スクランブル>投資説明会化の進む株主総会」旬刊商事法務 2003号50頁（2013年）、「<つぶやき>世相を映す鏡たる株主総会」資料版/商事法務 342号394頁（2012年）参照。なお、吉戒ほか・前掲注

の弁護士の意見書に従って記載を要しないとする制度の導入論⁹⁶等があるものの、プロキシ・アクセスは、現状では、ほぼフリーハンドな形で利用されている。

日本と米国では、プロキシ・アクセスに対する位置づけは両極端であるが、こうしたギャップは、株主による選挙提案のコストに対する会社負担のあり方につき、日米間において大きなズレがあることを示しているとも考えられる。ただ、最終的には頓挫したものの、米国においては、金融危機に対する対応策として立法されたドッド・フランク法に基づき、プロキシ・アクセスを導入する機運が高まりをみせたり、日本においては、プロキシ・アクセスにとどまらず、株主提案権制度自体を取り巻く環境が、導入当初とは大きく変化している⁹⁷。

それゆえ、日米ともに、いずれも大なり小なりの揺らぎ等を受け、今後とも、現状のような両極に位置づけられ続ける可能性は低いかもせず、さらには、低くあるべき、すなわち、現状を修正すべきとの論もありえよう。その際、とりわけ、日本法においては、少なくとも、現在のほぼフリーハンドな状態からさらに自由度を拡げる方向ではなく、自由度を狭める方向で考えるべきであろう⁹⁸。

日本におけるプロキシ・アクセス、そして、株主提案権制度を、米国のように極めて制限的にデザインし直すべきかどうかは議論（疑問）の余地が多々ありえようが、どのような制度デザインが望ましいかは⁹⁹、今後

(10) 26 頁 [吉戒発言] は、「濫用的なものがあれば、それに対処する改正をやればよい(が)……濫用対策のためだけの法案を提出するというのは、立法力学からいって難しい」とする。

96 森田・前掲注(93)7頁参照。法律意見書の値段につき、山原英治『法律意見書の読み方』65・66頁(商事法務、2013年)参照。前田ほか・前掲注(14)[前田発言]は「濫用提案については、何らかの形で会社側が招集通知に載せることを拒否し得るような一定の基準を立てることが可能か検討してみることも必要」とする。

97 前掲注(11)参照。

98 前掲注(43)参照。

99 法律のみで制度デザインを修正する方法のほか、法律に加えて証券取引所の上場規則等のソフト・ローも含めた形で修正する方法も考えられる。企業の自律

論 説

の宿題である。

的な行動を引き出すために、ソフト・ローの活用も有用であろう（山口利昭『法の世界からみた「会計監査」』80頁（同文館出版、2013年）参照）。

ソフト・ローによる規律と法律による規律の両者がお互いに補い合って分担し、全体として制度を改善していくことは可能であり、法律に基づく制度を、より実効性のあるもの、より柔軟に現実になかった形で運用できるものとして、ソフト・ローを形成していくことが望ましい（岩原紳作・中西敏和「<対談>会社法制の見直しへ向けた課題と展望 中間試案取りまとめを振り返って」商事法務 1956号 9頁 [岩原発言]（2012年）参照）。