

取締役の選任に関する株主提案権

——米國SEC規則改正案を中心に——

一 はじめに

会社におけるパワーバランス(権限配分)はコーポレート・ガバナンスにおける非常に重要な問題である。

大規模公開会社においては、とりわけ、意思決定の合理化・迅速化といった必要性から、取締役会には大きな権限が委ねられている。こうした流れに沿うものとしては、例えば、日本においては、委員会等設置会社における利益処分案につき、株主総会の決議事項から取締役会の決議事項への変更⁽¹⁾、定款授權に基づく取締役会の決議による自己株式の取得の解禁⁽²⁾、さらには、近時、法制審議会が示した簡易合併・簡易分割制度の適用基準の大幅な緩和等⁽³⁾があげられる。取締役会の権限強化は今日の会社業務の複雑化や専

吉 行 幾 真

門化への対応でもあり、基本的に、今後とも肯定的に捉えるべきものであろう。

ただ、取締役会の権限が強化されることで会社経営の機動性が高まる反面、株主の存在感が希薄となり、取締役会と株主とのパワーバランスが正当化できない程度まで取締役会の権限が強化される可能性が高まることも否定し得ない。実際、取締役会の権限強化に対する懸念として、具体的には、自己株式の取得を株主総会決議事項から取締役会決議事項にする定款変更に対する懸念が表面化しており⁽⁴⁾、英国の機関投資家が二〇〇四年六月の日本企業の株主総会では、上記のような定款変更議案には反対票を投じた模様である⁽⁵⁾。

株主がこのような形で会社経営に関与することは、取締

役会と株主とのパワーバランスを適正に保つ上で意義があり、株主の会社に対する意見表明といった観点からは、注目に値する株主権行使の一手法であると位置づけることも可能であろう。

しかしながら、取締役会と株主とのパワーバランスといった観点から、株主にとり最も重要な株主権と考えられるものは取締役選任権であろう。というのも、取締役会は会社経営における中枢に位置しており、そのメンバーである取締役が誰になるかということ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。ただ、取締役の選任権を株主が有してはいるものの、実際には、通常、株主は取締役会が推薦する取締役候補者の中から選任しているに過ぎず、株主が何らの制約を受けることなく取締役を選任しているのではない。確かに、取締役を選任する場合、最終的には、株主総会における議決といった株主のフィルターを経なければならぬとする手続は不可欠であるが、取締役の選任局面におけるキー・プレイヤーは取締役会であることは否めない。⁽⁶⁾

ともあれ、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、取締役選任に関する株主提案権を行使する場合、当該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。米国では、株主が取締役の選任に関する株主提案権を行使する場合、一般的に、会社側の委任状説明書に当該取締役候補者を記載することは会社側が拒絶することができ⁽⁷⁾ため、株主は、通常、委任状説明書の作成から送付に関わる一切のコストを⁽⁸⁾自らが負担しなければならない。それゆえ、米国では、取締役会からのサポート無く株主自らのイニシアチブで取締役の選任を行うことは実質的には非常に困難である。

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大きな動きが表面化している。⁽⁹⁾すなわち、後述のように、SECは取締役の選任に関わる株主の権利の強化を提言しており、具体的には、会社側の委任状説明書に、株主が指名する取締役候補者を掲載できるようにすることを提言したのである。これは、取締役会と株主とのパワーバランスに対する大きな動きであると考えらる

ことも可能であろう。⁽¹⁰⁾

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こととする。⁽¹¹⁾

二 株主提案権

現在、SECは、株主による取締役候補者の指名に関する規則の改正作業を行っている。この規則は、委任状説明書を通して、株主が会社の経営政策等に関わる提案を行う手段として利用する株主提案権に関わるものである。⁽¹²⁾そこで、まず、株主提案権について定めているSEC規則14a-18のアウトラインにつき取り上げ、その後、SEC規則改正案について述べる。⁽¹³⁾

一九三四年証券取引所法一四条は、株主が会社の経営政策等につき経営者や他の株主とコミュニケーションを図る手続につき規定している。そして、現行のSEC規則14a-18(以下、「株主提案規則」とする)では、株主提案を行うおうとする株主が、本規則の下でSECによって示された手続的要件、及び、実的要件を満たす限りにおいて、株主提案を株主に送付する委任状説明書に記載することを経営者に求めることができる旨を規定している。⁽¹⁵⁾

したがって、株主提案が本規則における要件を満たす場合、会社はその提案を委任状説明書に記載しなければならない。株主提案がSEC所定の要件を満たさない場合には、会社は当該株主提案の委任状説明書への記載を拒絶することが可能である。記載を拒絶された場合、株主は会社のコストで他の株主とコミュニケーションを図ることができなくなる。

なお、会社が株主からの提案を拒絶する場合、会社はSECに対して拒絶理由を示さなければならない。⁽¹⁶⁾そして、当該株主提案が株主提案規則の下で適切に拒絶しうるとSECによって認められた場合には、ノーアクション・レターが発行される。⁽¹⁷⁾会社は発行されたノーアクション・レターを根拠に株主提案を拒絶する。株主提案を拒絶された株主はノーアクション・レターに対するSECの公式見解を求めることが可能であるが、SECにはそれを拒絶することが認められている。⁽¹⁸⁾もっとも、株主提案の委任状説明書への記載を求めて直接的に会社を訴えることも認められており、実際にそうした事例も垣間見られる。⁽¹⁹⁾ただ、いざにせよ、株主提案権は株主が自らの意見や関心事を会社に示すことができる限られた方法であるといえる。⁽²⁰⁾

今日、株主提案権は株主にとり重要な権利であると位置づけられているものの、SECが一九三四年証券取引所法に株主提案権に関わる規定を設けたのは一九四二年になってからであった。⁽²¹⁾

株主提案規則が整備された一九四二年当初、株主提案権の要件は株主の考慮に委ねることが「適切な事項 (proper subject)」に該当する提案である場合との旨が定められていたにすぎなかった。⁽²²⁾そして、SECは「適切な事項」の意味内容は州法が決めるべきものであるとしていたが、この点につき州法では進展がみられなかったため、SEC自らが「適切な事項」を解釈するようになった。⁽²³⁾その後、株主提案権の要件につき、改正が行われ、とりわけ、会社が委任状説明書に記載する必要がある、すなわち、会社が株主提案を拒絶することが可能な事由（以下、「拒絶事由」とする）の明確化が図られてきた。株主提案規則は現在までに、十数次の改正が行われているが、現行の株主提案規則が示す一三の拒絶事由の原型が揃ったのは一九七六年改正においてであり、現行の規制は一九八八年改正によるものである。なお、一三の拒絶事由とは、株主提案が「①州法上不適切な場合、②違法な場合、③委任状規則違

反の場合、④個人的苦情の場合、⑤会社の事業と関係を欠く場合、⑥会社の権限の範囲外の場合、⑦会社の通常の業務執行に関する場合、⑧取締役の選任に関する場合、⑨会社提案に反対する場合、⑩実質的に対応済の場合、⑪重複提案の場合、⑫再提案の場合、⑬具体的な利益配当に関する場合」である。⁽²⁵⁾

以下、これらの拒絶事由のうち、現在SECにより改正作業が行われている「⑧取締役の選任に関する場合」を詳しく見ることにする。⁽²⁶⁾なお、改正の基本的な方向は、株主提案が取締役の選任に関する場合であっても、一定の条件を満たす場合には拒絶事由とみなさないとするもののである。

三 SECによる規則改正

株主提案を一定の事由に基づき拒絶する理由は、州法が定める株主と取締役との間の権限配分を覆さないようにするためにある。⁽²⁷⁾それゆえ、拒絶されることを回避するため、多くの株主提案は義務的な提案ではなく勧告的な提案の形をとっている。⁽²⁸⁾

この点、拘束力のない勧告的提案が実際に株主総会で議

決されたとしても、果たしてどの程度の意義があるかは疑問であるともいえるが、SEC規則14a-8(i)(1)の注記には、株主提案が勧告(recommendation)あるいは提言(suggestion)に属する場合には基本的に(当該株主提案を会社側の委任状説明書へ記載することは)適切である、との解釈が明記されている。それゆえ、たとえば株主提案が取締役会の権限の範囲内に含まれる場合であっても、その提案を拘束力のある義務的な提案としてではなく、単に勧告的な形で提案する場合、提案が拒絶される可能性は低くなる⁽²⁹⁾。したがって、この限りにおいては、株主による勧告的提案は意義を有することになる。ただ、あくまで、勧告であることには十分注意しなければならない⁽³⁰⁾。

では、本論文で取り上げる、取締役の選任に関する株主提案についても、同様に、勧告的提案である場合と義務的な提案である場合とは、その取扱いに相違が生ずるのであるうか。理論的には相違が生じうるかもしれないが、取締役の選任が会社における経営中枢である取締役会のメンバーを決定する極めて重要な事項である以上、こうした事項については別段の事情がある場合を除き、原則的に勧告的な提案ではなく拘束力のある義務的な提案を行うべきで

あるともいえる。

つぎに、現在SECにおいて改正作業が行われている取締役の選任に関する株主提案について見てゆくこととする。

1 改正の経緯

既述の通り、SECは、従来、株主が自らの提案を会社に対して委任状説明書に記載することを請求してきた場合、それを拒絶しうる事由を具体的に示してきたのであるが、近時、取締役の選任に関する株主提案の取扱いにつき改正作業が進行している。

改正作業に至った直接的な契機は、二〇〇二年一月に米国地方公務員組合年金基金(the American Federation of State, County and Municipal Employees: AFSCME)がシティグループ(Citigroup)他五社⁽³¹⁾に対して、発行済株式総数の三%以上を保有する株主が、取締役候補者を指名する権利を付与するよう求める株主提案を委任状説明書に記載するよう請求したことにある。AFSCMEからこのような株主提案を受けた各社は、上記提案が取締役の選任に関する提案であることから、株主提案規則所定の拒絶事由に該当すると判断し、SECに対してノ

アクション・レターの発行を求めた。そして、SECは各社の請求を認容し二〇〇三年一月にシティグループに、翌二月に残り五社に対してノーアクション・レターを発行した。これに対して、AFSCMEはSECがシティグループに発行したノーアクション・レターにつきSEC自体が審査 (review) することを求めた。その後、二〇〇三年四月にSECは当該ノーアクション・レターへの支持を明らかにする一方で、健全なコーポレート・ガバナンスと透明なビジネス慣行を促進することを確保する目的の下、取締役の選任に関する株主提案に対する規制を改正する方向で検討していく旨を表明した。⁽³⁵⁾そして、二〇〇三年一月月に改正案が公表されるに至った。

2 改正案の主たる内容

改正案では、一定の条件の下で、一定の株主あるいは株主のグループが取締役候補者の委任状説明書への記載を会社⁽³⁶⁾に請求できるとしている。

ここでいうところの一定の条件とは、以下に示すいずれの場合に該当した場合の翌期の株主総会において、という意味である。すなわち、①議決権総数の三五%以上⁽³⁷⁾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②議決権総数の一%以上を継続して一年以上保有している株主⁽³⁸⁾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五〇%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。⁽³⁹⁾

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、議決権総数の五%以上の株式を継続して一年以上保有する株主⁽⁴⁰⁾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する案が示されている。すなわち、取締役の数が八名⁽⁴¹⁾以下の場合は一名、九人から一九人の場合は二名、そして、二〇名以上の場合は三名、とされている。

3 改正案の分析

現在、SEC規則14a-8(i)(8)に基づき、取締役の選任に関する株主提案を会社が拒絶することが認められている

ため、株主が会社側の委任状説明書を利用して取締役候補者を独自に推薦することは非常に困難であった。しかしながら、SECが示した改正案によれば、一定の要件を満たせば、それが可能となる。これは、いわば、SEC規則14a-8(i)(8)の廃止案に等しいものであり、実際、SECもその旨を示唆している。⁽⁴²⁾

取締役候補者を独自に推薦する形で、株主が取締役の選任に直接的に関与することは、通常行われていないため、今後、この改正案が実際に最終案として採用された場合、⁽⁴³⁾取締役会の運営にどのような影響があるのか定かではない。

ただ、改正案が示す一定の条件が満たされた後に、実際に自らが推薦する取締役候補者を委任状説明書に記載することができる株主は、議決権総数の5%以上の株式を継続して二年以上保有する株主あるいは株主グループである。それゆえ、議決権総数の5%未満の株式しか有していない株主が独自に取締役候補者を委任状説明書に記載しようとする場合、他の株主と連携して議決権総数の5%以上の株式を集め、その後、各株主の意見を調整して取締役会の規模に応じた員数制限に沿う形で取締役候補者を決定するというプロセスを経なければならぬ。他方、単独で議決権総

数の5%以上の株式を保有している株主はそうしたプロセスを経ることはない。しかしながら、そもそも、大規模公開会社において議決権総数の5%以上の株式を単独で保有している株主が存在することはまれであり、存在したとしても、極めて規模の大きなミューチュアル・ファンド等であって、通常、そうした機関投資家が独自に取締役候補者の擁立に動くことはないと考えられる。もっとも、自らの利益に合致する限りにおいて、他の株主が擁立する取締役候補者を支持する形で、株主独自の取締役の擁立に関わることはあり得る。

議決権総数の5%以上の株式を有していなければならないという議決権要件が厳格な要件であることに疑いはないが、ここにSECの意図をくみ取ることも可能であろう。⁽⁴⁴⁾すなわち、株主提案規則の改正の方向性として、SECは、取締役の選任プロセスに株主が直接的に関与するメカニズムを制度的に構築することで、現在の取締役と株主とのパワーバランスにおける株主の力の強化を試み、その一環として、取締役の株主に対するアカウンタビリティを強化しようとした。しかしながら、厳格な議決権要件のみならず、このメカニズムを利用するには基本的に株主総会を二

回経なければならないという要件が置かれていることから分かるように、SECは株主の力を勇み足的に強化することにならないよう、注意した改正案に落ち着いたのである⁽⁴⁵⁾。これは、株主が現実に取り締役を送り込めるようになるれば、取締役会に緊張感が生じ、株主利益を意識しない取締役の選任に歯止めがかかること等が期待できる反面、株主利益にストレートに直結するメカニズムの導入が会社経営に与える影響への懸念にも注意深く配慮しようとしているSECの姿勢の表れであるとも考えられる⁽⁴⁶⁾。

このように、会社におけるパワーバランスに十分配慮した上で、株主が取締役の選任に主体的に関与することを可能にするメカニズムを導入しようとするSECの株主提案規則改正案は、会社における取締役会をコアとする効率的な意思決定システムに対する適切な負荷あるいはブレーキと位置づけることも可能であろう。

四 おわりに

取締役の選任は、会社経営の中枢を担う者を選任することであり、会社における基本的決定事項のうち、最も重要なものであるといえる。しかしながら、従来、とりわけ

大規模公開会社における株主は、取締役選任に事実上間接的に関与するほかなかったのである。すなわち、株主は、現行の取締役会が推薦する取締役候補者から取締役を選任するほかになく、取締役候補者の指名権は、事実上、現行の取締役会にあった。それゆえ、SECが規則を改正して取締役会候補者の指名権を株主にも認めるといことは、一見、取締役会が実質的に確保している取締役選任の主導権⁽⁴⁸⁾（以下、「取締役の選任に関する取締役会の主導権」とする）の否定にもつながりかねない。

しかしながら、改正案によれば、株主にそのような強い権利が与えられるのは、あくまで、「一定の条件」の下で、という強い前提がおかれているのであり、即座に「取締役の選任に関する取締役会の主導権」に変動が生じるわけではない。それどころか、この「一定の条件」は会社におけるパワーバランスを強く意識した条件となっており⁽⁴⁹⁾、むしろ、「取締役の選任に関する取締役会の主導権」の適正化に資するものであるともいえる。もっとも、「取締役の選任に関する取締役会の主導権」は、直截に言えば、会社における意思決定の中枢的機関である取締役会のメンバー選任権を実質的に取締役会自体が確保するといった、

いわば、内向き指向ともいふべき傾向が内在することは否定し得ない。そのため、株主の利益を保護するための合理的なフェールセーフ(fail-safe)を制度的に担保しておく必要性は高いと思われる。

なお、日本においては、株主提案権を行使しうる株主の手続的要件は米国と比して数値的な相違はあるものの、質的には大きな違いはない。⁽⁵⁰⁾しかしながら、株主提案権の内容規制ともいえる株主提案権の実体的要件については、日本と米国とは質的に異なる。すなわち、米国においては、既述の通り、会社のコストで株主が提案することができる内容については規制が加えられているのに対し、日本において、そのような実体的要件は形式的に規定されているのみである。米国において会社が委任状説明書に株主提案を記載することを拒絶することと同様な効果を有するのは、日本では、会社が招集通知等に株主提案を記載することを拒絶することであるが、招集通知等に株主の提案を記載することを拒絶することが可能とされるのは以下の場合である。提案内容が株主総会の決議事項でない場合(商法二二三条の二第一項但書)、提案内容が法令・定款に違反する場合(商法二二三条の二第二項但書)及び提案内容が

最近三年以内に一〇分の一以上の賛成が得られなかったものである場合(商法二二三条の二第二項但書)である。このように、日本の株主提案権の実体的要件は、形式的であり、きめ細かさを欠いていることから、実際には、手続的要件が株主提案権の主たる要件であり、実体的要件はそれを補足するものと整理することも可能であろう。

この点、米国における株主提案権の手続的要件及び実体的要件はいずれも一定の機能を有しているが、きめ細かさの点で、実体的要件が株主提案権の主たる要件であると理解することも可能であろう。もっとも、要件のきめ細かさそれ自体について一概に評価することは難しいが、少なくとも、株主提案権の手続的要件のみならず実体的要件がきめ細かく整備され、その結果、提案内容がフィルタリングされる場合には、株主提案権の内容の射程が狭くなる。他方、株主提案権の手続的要件及び実体的要件のいずれも整備するものの、実体的要件については、提案内容を形式的にフィルタリングするような機能のみを担わせる場合には、株主提案権の内容の射程は会社経営全般に及び、株主提案権の内容の射程は非常に広がる。前者が米国であり、後者が日本である。こうした文脈の限りにおいては、現在、

米国の株主提案権は日本のそれより規制が加えられており、制度上は、日本の株主提案権の方が株主にとり利用しやすい状況である。

ただ、平成一四年商法改正により導入された委員会等設置会社において、株主提案権、とりわけ、株主が取締役の選任に関する株主提案を行使することにつき、特段の議論は見受けられないが、少なくとも理論上、注意が払われるべきとも考えられる点がある。

すなわち、平成一四年商法改正においては、委員会等設置会社の導入の他、様々な改正がなされたのであるが、その一つとして、取締役等の選任につき内容の異なる種類株式が新設された。⁽⁵¹⁾この種類株式を発行することが可能な会社は定款による株式譲渡制限をした会社に限定されている。これは、公開会社にそれを認めると経営者支配の強化に濫用される危険があるためである。この点、委員会等設置会社においては、指名委員会が取締役選任議案の内容を決定することが、⁽⁵²⁾種類株式総会単位の取締役選任制度とは相容れないことから、たとえば定款で株式譲渡制限を定めた会社であっても、取締役等の選任につき内容の異なる種類株式を発行することはできない。⁽⁵³⁾

それゆえ、委員会等設置会社における取締役の選任手続において、指名委員会が担っている役割には注目されるべきであろう。そこで、委員会等設置会社に対して取締役等の選任につき内容の異なる種類株式を発行が明文をもって禁止された趣旨を鑑み、委員会等設置会社の株主が取締役の選任に関する株主提案を行う場合には、当該提案を株主総会ではなく、指名委員会に提案すべきとの見解もあり得るかもしれない。しかしながら、株主提案権、とりわけ、取締役の選任に関する提案権を株主が実際に行使することが想定される場面は、通常、提案権を行使する株主と現行の取締役会とが緊張状態を迎えている状況であり、⁽⁵⁴⁾そうした局面においては、(その過半数が社外取締役から構成されているとはいえ)取締役会の内部組織である指名委員会ではなく、株主総会に直接、株主提案を提出すべきであろう。したがって、委員会等設置会社であっても、従来型の監査役設置会社であっても、取締役の選任に関する株主提案権の扱いは同一であると⁽⁵⁵⁾考えられる。

ともあれ、米国において改正案が成立した暁には、少なくとも、取締役の選任に関する株主提案権を行使する株主、とりわけ、機関投資家をはじめとする大株主の潜在的な利

便性は高まるものと思われる。ただ、カルパースが、「改正案に基づいて独自候補者を立てることは、あくまで、『最後の手段』⁽⁵⁶⁾との位置づけを行っている点には十分注意する必要がある。

今後は、改正案の動向を、取締役会と株主のパワーバランスといった切り口からフォローするとともに、とりわけ機関投資家サイドの視点に目配りした上で、取締役の選任に関する株主提案権の意義につき、さらなる分析を進めていくことが必要である⁽⁵⁷⁾と考える。

(1) 株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律(商法特例法) 二二条の三一第一項。

(2) 商法 二二条の三一第一項二号。

(3) すなわち、簡易合併そして簡易分割といった簡易組織再編行為の要件の基準を、存続会社等の譲受け側については発行済株式総数の二〇％に、分割会社については総資産の二〇％に、それぞれ緩和すること(日本経済新聞二〇〇四年六月二日。なお、簡易組織再編行為の改正案につき「会社法制の現代化に関する要綱試案」(平成一五年一〇月二二日法制審議会会社法(現代化関係)部会)(商事法務一六七八号四頁以下(二〇〇三年))の簡易組織再編(第四部・第七二)(商事法務一六七八号一三一・一三二頁

(二〇〇三年))、相澤哲ほか「会社法制の現代化に関する要綱試案」に対する各界意見の分析(Ⅴ・完) 商事法務一六九三号四三頁(二〇〇四年)、及び、伊藤靖史「資本制度・組織再編(会社法制の現代化に関する要綱試案研究(3))」 商事法務一六九五号二五・二六頁(二〇〇四年)等参照。

(4) 二〇〇四年三月末日現在、定款授權に基づく取締役会決議による自己株式取得を可能にする改正商法(「商法及び株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律の一部を改正する法律」(平成一五年法律第二二二号。平成一五年九月二五日起施行))に基づく定款変更を行った会社は四三九社である(資料版/商事法務二四三三六〇頁(二〇〇四年)参照)。なお、自己株式の取得は結果として特定の株主に対する会社財産の払戻しになることから、売主を会社が恣意的に選択することができるとすると株主平等原則に反することになる。このため、定款授權による自己株式の取得をする場合には、すべての株主に平等に処分機会が与えられる市場取引または公開買付けに取得方法が限定される(塩崎恭久ほか「自己株式取得方法の見直し等に関する商法等の改正の経緯と概要」 商事法務一六七二七頁(二〇〇三年)参照)。それゆえ、事実上対象となる会社は上場会社および店頭公開会社に限定される(資料版/商事

法務二三五号七頁(二〇〇三年)参照)。

(5) 英国の大手機関投資家であるハーミーズ (Hermes) は、二〇〇三年末時点で運用資産総額四四〇億ポンドであるが、そのうち、一一億ポンド(約二五〇〇億円)を約五五〇社の日本企業に投資している(日本経済新聞二〇〇四年六月七日夕刊参照)。そして、ハーミーズの投資先日本企業の九割近くの四八〇社が二〇〇四年六月の株主総会において、取締役会決議による自己株式取得を可能とする定款変更議案を盛り込んだところ、ハーミーズはそれら四八〇社のうち、八割近くの会社の当該定款変更議案に対して反対票を投じた模様である(日経金融新聞二〇〇四年七月二九日参照)。なお、反対票を投じた理由としては、会社による自己株式の取得自体には反対しないものの、定款授權に基づく取締役会決議による自己株式取得については、株主の関与が薄れ、自己株式取得の決定過程がわかりにくくなる、といった懸念を挙げている。

(6) 米国における取締役の選任においては、取締役会がキー・プレイヤーであるというよりは、通常、取締役会の内部に設置されている指名委員会がそのキー・プレイヤーであるというのがより正確な理解であるともいえる。しかしながら、指名委員会が取締役会の内部に設置される点に注目すれば、やはり、米国における取締役の選任におい

ては、取締役会がキー・プレイヤーであるとも解せよう。なお、二〇〇三年一月に、証券取引委員会(the U.S. Securities and Exchange Commission: SEC)は、指名委員会の機能(functions)及び株主と指名委員会とのコミュニケーションの透明性を高めることを目的に、指名委員会に関する情報開示の新たな規則(Rules on Disclosure of Nominating Committee Functions and Communications Between Security Holders and Boards of Directors (SEC Press Release No.2003-160 (Nov. 19, 2003))を採択した。新しい規則では、「①指名委員会の設置の有無(無い場合にはその理由)、②指名委員会のメンバーは独立しているか否か、③取締役候補者を指名する際の手続、④取締役候補者を指名する際の第三者機関の利用の有無、⑤取締役候補者の指名基準、⑥株主が推薦する取締役候補者の考慮の有無、⑦長期保有の大株主から推薦された取締役候補者を指名委員会が推薦する取締役候補者に加えた場合にはその理由」等を会社側の委任状説明書に記載することが規定された。このような形で、取締役の選任プロセスの透明性を高めることは会社経営の適正化に資するものであると位置づけられよう。加えて、指名委員会に対する株主によるモニタリングが強化されることで、株主利益の保護にもつながりうる。ただ、指名委員会に関

する情報開示の拡充は、取締役の選任において取締役会の内部組織たる指名委員会がそのキー・プレイヤーであることを大前提としており、取締役会と株主とのパワーバランスといった視点からは、取締役会サイドに有利に作用しうる点是否かな³⁾。

(7) 17 CFR 240.14a-8 (i) (8) (2003) (本条項は、株主が取締役の選任に関する提案を会社側の委任状説明書に記載することを求めてきた場合に会社側はそれを拒絶できる旨を規定する)。

(8) このようなコストを「キャンペーン・コスト (campaign costs)」と呼ぶ (see Lucian Bebchuk, Designing a Shareholder Access Rule 2 (working paper 2004) <http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/corporate_governance/papers/04_bebchuk_De-signing.pdf> (05/10/2004))⁴⁾。

(9) ニューヨーク証券取引所 (NYSE) に上場しているハノーバー・コンプレッサ社 (Hanover Compressor Company) において、一九九九年から二〇〇一年にかけて行われた不正会計問題につき、二〇〇二年に株主代表訴訟が提起されていたが、二〇〇三年五月に和解が成立し、発行済株式総数の一%以上を保有する株主に対して取締役候補者を二名指名する権利を認めることが決まった

(see The Houston Chronicle, May 14, 2003)。⁵⁾ また同様にNYSEに上場しているアプリア・ヘルスケア・グループ社 (Apria Healthcare Group Inc.) は、二〇〇三年六月に自発的に、株主による取締役候補者の指名に関する政策 (Policy Regarding Alternative Director Nominations by Stockholders) を公表し、議決権総数の五%以上の株式を二年以上継続して保有している株主あるいは株主のグループに対して取締役候補者を二名指名する権利を認め⁶⁾、⁷⁾した (see EDGARPlus Form-Type: Proxy Filing-Date: Jun 11, 2003 (<http://www.lexis.com/research/retrieve?_m=d8eb4a8937d047dbb17f841548b667b&docnum=3&_fmtstr=FULL&startdoc=1&wchp=dGLbVlZ-zSkAZ&_md5=4d67efd7e614a5fedf18d91db74dc9b> (05/10/2004))⁸⁾。なか⁹⁾、マブリン・ヘルスケア・グループ社の会長 (chairman) のラルフ・ホワイトワース (Ralph Whitworth) はリレーショナル・インベスターLLC (Relational Investors LLC) の Principleでもある (リレーショナル・インベスターLLCは資産運用会社であり、この会社の総資産運用額は約二〇億ドルであるが、その四割近くはカルバース (California Public Employees' Retirement System: CalPERS) からの受託である (see CalPERS Press Release, Sep 20,

2002))。

- (10) なお、経済協力開発機構 (Organisation for Economic Co-operation and Development : OECD)) は一九九九年にガバナンス原則を採択したのであるが、二〇〇四年四月にその改訂版が公表された。改訂版のガバナンス原則では、株主に取締役候補者を指名する権利を与えるべき旨が明文化された (<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf> (05/10/2004))。改訂版ガバナンス原則の邦語文献としては神山哲也「改訂されたOECDコーポレート・ガバナンス原則」資本市場クォーターリール巻一号「二頁以下 (二〇〇四年) 等がある。

- (11) なお、本稿では大規模公開会社を検討の対象としてゐる。

- (12) 米国の株主提案権制度一般につき、近時の邦語文献としては、三和裕美子『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス』一三七頁以下 (日本評論社、一九九九年)、内海淳一「米国における株主提案規制の在り方」平成法学六号二七頁以下 (二〇〇一年)、中原俊明「米国の株主提案権をめぐる近時の動向」志學館法学三三号七九頁以下 (二〇〇二年)、栗山徳子「アメリカ法上の株主総会」中山一彦先生古稀記念『現代企業法の理論と課題』三三三頁以下 (信山社、二〇〇二年)、長阪守「アメリカにおける株主提

案権制度の機能に関する一考察」阪大法学五一巻五号一六三頁以下 (二〇〇三年)、及び、長阪守「アメリカにおける株主提案権制度の理論と現実」阪大法学五三巻二号四八九頁以下 (二〇〇三年) 等。

- (13) SEC規則改正案に対しては、米国の Business Roundtable (日本経団連に相当) による反対意見が根強くあり、(Phyllis Plich and Lynn Cowan, Investors, Stirred Up by Scandals, Rally for Corporate Democracy, Wall Street Journal, July 9, 2003) のように William C. Donaldson 委員長は改正案の成立をめざして一貫した態度を維持している (see Amy Borrus, 53 Business Week Asian Edition/May 24, 2004 and Speech by SEC Chairman: Remarks before Financial Services Leadership Forum by William H. Donaldson <<http://www.sec.gov/news/speech/spch092704wvhd.htm>> (29/10/2004))。ただ、近時、Donaldson 委員長を除く四人のSECの委員の意見が真二つに割れ、SECの委員の間における合意点が見いだしがたい状況にある。こうした状況に加え、Business Roundtableをはじめとする産業界の強い反対論等とも相まって、SEC規則改正案が早期に成立する可能性は低い (Joris M. Hogan, Corporate Governance Update: SEC Enforces Reg FD but Deadlocks on Share-

holder Democracy Proposal, 32 Sec. Reg. L. J. 268, 271・272 (2004). 日経金融新聞二〇〇四年七月一日、同二〇〇四年九月二八日及び同二〇〇四年九月二九日等参照。

(14) 株主は市場価格で二〇〇〇ドル以上あるいは議決権総数の1%以上の株式を一年以上継続して保有し続けている(17 CFR 240.14a-8 (b) (1) (2003))。株主は一つの提案しかできず(17 CFR 240.14a-8 (c) (2003))。提案とその理由を含め五〇〇語以内に収めなければならないこと。提案は前年度の定時株主総会の委任状説明書発送日の二二〇日以上前に会社に提出しなければならないこと(17 CFR 240.14a-8 (e) (2) (2003))等。

(15) 17 CFR 240.14a-8 (2003).

(16) 17 CFR 240.14a-8 (m) (2) (2003).

(17) SECのノークション・レターは、民間業者等が実施を予定している具体的取引・具体的行為がSEC所管法令に照らし、問題がないかという当該業者の照会に対し、SECの部局がする回答のことである。注意しなければならないのは、SECによるノークション・レターの発行とは通常、SECのスタッフすなわち補助機関の行為である点である。行政命令や法執行の権限を有する行政庁としてのSEC自体の行為ではない(常岡孝好「日本版ノーク

クション・レター制度の導入」学習院大学法学会雑誌三七巻一号一〇九頁(二〇〇一年)。⁹それゆえ、ノークション・レターはSECの公式見解ではない。ただ、弁護士(practicing attorneys)はSECのノークション・レターを株主提案規則の解釈指針としてしばしば利用している(Eric A. Welter, Note, The Shareholder Proposal Rule: A Change to Certainty, 60 Geo. Wash. L. Rev. 1980, 2004 (1992))。¹⁰なお、ノークション・レターの類似的制度として、日本では、法令適用事前確認手続(http://www.e-gov.go.jp/link/no_action_letter.html) (05/10/2004)がある。

(18) See *Kixmiller v. SEC*, 492 F.2d 641, 645-46 (D.C. Cir. 1974) (一九七四年証券取引所法三五条にはSECの命令('order')及び、規則に関する裁判所の再審理('review')に関する規定があるが、あくまで、再審査の対象になるのは命令、及び、規則である以上、再審査の対象となるのは命令権限、及び、規則制定権限を有するSECである。この点、SECの部局(division)が発行するノークション・レターはSECの命令、あるいは、規則のいずれでもない。したがって、ノークション・レターについての再審査は認められない(常岡・前掲注(17)一一八頁以下参照)。

- (61) See Peter J. Skalaban, Borak Breathes: Implying a Private Right of Action to Enforce SEC Rule 14a-8, 61 Geo. Wash. L. Rev. 1514, 1521-38 (1993).
- (62) See Melvin Aron Eisenberg, Access to the Corporate Proxy Machinery, 83 Harv. L. Rev. 1489, 1490 (1970).
- (63) 一九四二年当初、株主提案権に関する規定は、その規則 14a-8 によって (Exchange Act Release No.3347 (Dec. 18, 1942), 7 Fed. Reg. 10653, 10656 (1942))、その規則 14a-8 の規則 14a-8 によって (See 47 FR 47420 (1982))。
- (64) Exchange Act Release No.3347 (Dec. 18, 1942), 7 Fed. Reg. 10653, 10656 (1942).
- (65) 株主提案規則は、州会社法によって認めらるる株主提案権を確認してゐるものにあらず (Milton V. Freeman, An Estimate of the Practical Consequences of the Stockholder's Proposal Rule, 34 U. Det. L.J. 549, 549 (1957))。
- (66) See Timothy L. Feagans, Comment, SEC Rule 14a-8 : New Restrictions on Corporate Democracy?, 33 Buff. L. Rev. 225, 236 (1984) ; Louis Loss, Fundamentals of securities regulation, 473 (1988).
- (67) 17 CFR 240.14a-8 (i) (8) (2003).
- (68) 取締役の選任に関する株主提案権の歴史的経緯について、Lewis J. Sundquist III, Note and Comment: Proposal to Allow Shareholder Nomination of Corporate Directors, 30 Wm. Mitchell L. Rev. 1471, 1473-1475 (2004). を参照。
- (69) See 17 CFR 240.14a-8 (i) (1) (2003).
- (70) Stephen Choi, Proxy Issue Proposals : Impact of the 1992 SEC Proxy Reforms, 16 J.L. Econ. & Org. 233, 241 (2000).
- (71) See Klaus Epppler & Karen B. Leibowitz, Dealing with Rule 14a-8 Shareholder Proposals, in PLI Proxy Contests, Institutional Investor Initiatives, Management Responses 779, 788 (1990).
- (72) この点、会社が自主的に株主による勧告的提案を採用するインセンティブの存在を指摘する上で、勧告的提案の意義を説明する見解もある (see Choi, supra note 28, at 241) 。すなわち、勧告的な株主提案が株主総会になつて実際に過半数をまぎらなかつても、相当数の株主の支持を得た結果、会社経営陣と株主とのコミュニケーション不足が対外的に表面化し、会社の評判にダメージが生ずること (damaging publicity) を避けるために、会社が自主的に

株主による勧告的提案を採用するインセンティブの存在である。

- (31) 他五社は、シアーズ・ローバック社 (Sears, Roebuck and Co.)、エクソンモービル社 (ExxonMobil Corporation)、バンク・オブ・ニューヨーク (The Bank of New York Company, Inc.)、イーストマン・コダック社 (Eastman Kodak Company) を含む AOL タイムワーナー社 (AOL Time Warner Inc.) である。なお、シティグループ及び前二者に対しては義務的提案であり、後三者に対しては勧告的提案であった。

- (32) 17 CFR 240.14a-8 (i) (8) (2003).

- (33) AFSCME が SEC に対して審査を求めた日の翌日に他の五社に対するノークション・レターが発行された。

- (34) SEC Press Release No.2003-46 (Apr. 14, 2003).

- (35) SEC Press Release No.2003-46 (Apr. 14, 2003); SEC Press Release No.2003-59 (May 1, 2003) (SEC が「健全なコーポレート・ガバナンスと透明なビジネス慣行」に言及した背景には「サーベンス・オクスレー法 (Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No.107-204, 116 Stat. 745 (2002)) を制定する大きな引き金となった近時の企業不祥事の影響もあろう。ただ、サーベンス・オクスレー法は取締役の選任プロセスそれ自体については何らの

変更を加えていない (J. Robert Brown, Jr., *The Irrelevance of State Corporate Law in The Governance of Public Companies*, 38 U. Rich. L. Rev. 317, 373 (2004)).

- (36) SEC Proposed Rules Release No.34-48626 (Oct. 14, 2003) (なお、この改正案は2003年11月を期限にパブリック・コメントが募集された後、Lucian Arye Bebchuk 教授、John C. Coffee, Jr. 教授及び E. Norman Veasey デラウェア州最高裁判所首席裁判官 (当時) 等、三〇名を超えるコメントーターを交えたシンポジウム (round-table discussion) が翌二〇〇四三月開催された (なお、このシンポジウムの速記録 (以下、「速記録」とする) が、下記のサイトにおいて公開されている。 <http://www.sec.gov/spotlight/dir-nominations/transcript/03102004.txt> (05/10/2004))。

- (37) なお、日経金融新聞二〇〇四年九月二十九日は、「三五%以上」ではなく、「五〇%以上」に引き上げる案が SEC で検討されていると指摘する。

- (38) なお、「二〇〇二年二月三十一日時点において、米国に本社があり、かつ、NYSE、ナスダック市場あるいはアメリカン証券取引所に上場 (登録) している会社 (以下、『前掲注 (38) 所定の会社』とする)」のうち、議決権総数の一%以上の株式を一年以上継続して保有している株主が

少なくとも一人いる会社は全体の八四%であった (SEC Proposed Rules Release No.34-48626 note 79 (Oct. 14, 2003))。

(39) したがって、基本的に(①の場合に該当する場合を除き)、株主総会を二回経なければ、株主自らが推薦する取締役候補者を委任状説明書に記載することができない。

(40) なお、前掲注(38)所定の会社のうち、議決権総数の五%以上の株式を一年以上継続して保有している株主が少なくとも一人いる会社は全体の四二%であった (SEC Proposed Rules Release No.34-4862 note 82 (Oct. 14, 2003))。

(41) 改正案ごうては、Joris M. Hogan, Corporate Governance Update: SEC Propose Enabling Shareholders to Include Nominees in Company Proxy Materials, 32 Sec. Reg. L. J. 4, 43, 43-55 (2004). が詳しい(邦語文献としては、平松那須加「株主による取締役候補者の指名を容易にする米国SEC」資本市場クォータリ七巻三三九頁以下(二〇〇四年)等)。

(42) SEC Proposed Rules Release No.34-48626, note 74 (Oct. 14, 2003). なお、以前からのEO規則14a-8(8)の廃止を主張するものもあった (Carol Goforth, Proxy Reform as a Means of Increasing Shareholder Participa-

tion in Corporate Governance: Too Little, but Not Too Late, 43 Am. U. L. Rev.379, 449-50 (1994))。

(43) 前掲注(13)において既に示しているように、SEC規制改正案が早期に成立する可能性は低いのであるが、近時、SEC規制改正案を修正し、議決権総数の一%以上を保有する株主に「(取締役会が推薦する)取締役候補者の選任決議案に対して異議申し立てを行う権利」を与える等といった妥協案(当初のSEC規則改正案に比べ、いわば、株主の権利が大きく後退した内容の妥協案)がSECにおいて検討され始めている(日経金融新聞二〇〇四年一〇月二七日参照)。

(44) なお、前掲注(38)所定の会社のうち、議決権総数の五%以上の株式を一年以上継続して保有している株主が少なくとも一人いる会社は全体の五七%である。そして、そのような株主が五名以上存在する会社は全体の一・四%であった (SEC Final Rules Release No.33-8340, note 83 (Nov. 24, 2003))。

(45) なお、SEC委員長のWilliam H. Donaldsonが、先述のシンポジウム(前掲注(36)参照)における開会の辞(opening remarks)の中で、「本改正案の主たる目的は、会社経営に対して不満を持っている株主に対して、」会社から長期的な利益を得ることを放棄すること(すなわち、

株式の売却』と、『多くのコストをかけて委任状闘争(proxy fight)を行なった』との間に位置する落とし所(middleground)ともいえる折衷案を提供することにある』といった旨の発言をしている(速記録参照)。また、シンポジウムにコメンテーターとして参加したLucian Arye Bebchuk教授は、『本改正案は取締役の選任を活性化させる(invigorating)上で、穏当な対応(moderate step)である』との位置づけを行っている(Lucian Arye Bebchuk, The Case for Shareholder Access to the Ballot, 59 Bus. Law. 43, 47 (2003))。

(46) 例えば、特定の株主あるいは株主グループの利益のみを追求する取締役が選任されること。

(47) 日本経済新聞二〇〇三年一〇月九日参照。

(48) 「主導権」とは、決定権には至らないが、「決定に至るまでの過程において大きな影響力をもつ力」との意味である。

(49) なお、一定の条件のうち、「議決権総数五%以上の株式を継続して一年以上保有する株主あるいは株主グループ」との要件は、主として、機関投資家を意識しているのであらう。

(50) 日本において株主提案権を行使するには、六ヶ月前より引き続き総株主の議決権の一〇〇分の一以上または三〇

〇個以上の議決権(例えば、株価が一〇〇円の株式で一元を一〇〇株とする会社の場合、三〇〇個以上の議決権を取得するには最低三〇〇万円が必要となる)を有する株主が、代表取締役(執行役)に対し、会日より八週間前までに書面にて提案を行う必要がある(商法二二三条之二)。米国の株主提案権については、前掲注(14)参照。

(51) 商法二二三条一項六号。

(52) 商法特例法二二条の八第一項。

(53) 商法特例法二二条の三六第四項(なお、江頭憲治郎『株式会社・有限会社法』二二三頁(有斐閣、第三版、二〇〇四年)参照)。もっとも、委員会等設置会社となりうるのは、商法特例法上の大会社(商法特例法一条の二第二項)またはみなし大会社(商法特例法一条の二第三項二号・二条二項)であり、そうした会社が定款による株式譲渡制限をしている場合はレアケースであらう。

(54) 例えば、二〇〇二年及び二〇〇三年の東京スタイルにおける株主提案権行使事例(資料版/商事法務二一九号六七頁以下(二〇〇二年)及び資料版/商事法務二三三一号六頁以下(二〇〇三年)参照)等。

(55) なお、取締役の選任に関するものも含め、株主提案権はその内容及び手続については、解釈によっていたずらに変更を加えられるべきではなく、仮に変更するのであれば、

(73) 取締役の選任に関する株主提案権

立法による改正を行うべき類のものであろう。

(56) 日本経済新聞二〇〇四年六月一八日。

(57) 日本の大規模公開会社においては、基本的に、取締役会の権限強化の流れにある。そうした中、株主提案権、とりわけ、取締役の選任に関する株主提案権が取締役会と株主とのパワーバランスにおける重要な役割を担う可能性を排除することは、米国のみならず、日本においても困難であらう。将来的に、日本における機関投資家の株主としての影響力が米国の様にその存在感が今後さらに増してくることが有力視される現時の状況において、株主の権利、とりわけ、取締役の選任に関する株主提案権につき、大きな動きが見られる米国から得られる日本法へのインプリケーションは少なくないであらう。

二〇〇四年 四月一九日受稿
二〇〇四年 九月一九日レフェリーの審査
をへて掲載決定

(二橋大学大学院博士課程)