

株主提案のガイドラインを示す米国 SEC 規則の改正

数ヶ月に及ぶ公開ヒアリングの後、株主および会社双方のコンセンサスを得て、98年5月21日、米国の株主提案に関するSEC規則（委任状勧誘規則）が改正された。株主提案の手続きをQ&A形式にし、社会問題に関係する雇用に関する事項など、株主提案の範囲を拡げている。コーポレート・ガバナンスの気運が高まっている我が国では、株主提案権の行使も微増・多様化の傾向にある。このような株主アクティビズムの萌芽を育む土壌の整地こそ重要である。

1. 日米の株主提案の比較

1) 株主提案の可能な範囲は日本の方が広い

株主が自己の提案を株主総会の議題とするには、一般的に、会社が招集する株主総会のために会社が作成する招集通知および議決権行使の参考書類¹に株主提案が記載されるよう求める方法が採られる。株主自ら株主総会を招集して、当該議題の賛否を問うことも可能であるが、費用や事務手続きに要するコストが膨大であるため、実際には行われない。

米国では、会社が株主総会を招集する際に、会社提案に対する賛成の議決権行使を株主に求めるため、委任状(proxy)を作成し、その参考書類である委任状勧誘書類(proxy statement)とともに株主に送付する。会社の経営方針に反対する株主提案を、会社の議案への賛成を勧誘する委任状説明書に記載することについて、会社は消極的である。株主提案は委任状勧誘規則(1934年証券取引所法規則14A)14a-8に基づき行われる。会社は、同規則14a-8(c)に定める適用除外事由に基づき、株主提案を委任状勧誘書類に記載しないことについて、同規則違反として法執行の対象とならないよう、SECに対してノー・アクション・レター²を求めて、株主提案を委任状勧誘書類に記載しないようにしている。適用除外事由をみると、株主提案として株主総会で付議できる議題の範囲は、我が国より

¹ 我が国では、議決権を有する株主が1000人以上の監査特例法上の大会社である株式会社では、書面投票制度に基づき議決権行使のための参考書類が株主に送付される(特例法21条の2、21条の3)。米国では、会社の提案に賛成を求める議決権行使のための委任状とその参考書類である委任状説明書が株主に送付される。我が国においても、証券取引法194条および委任状勧誘規則などに委任状制度はあるが、書面投票制度の方がよく利用されている。

² ノー・アクション・レターの詳細については、拙稿「ノー・アクション・レターの実態」『資本市場クォーターリー』本号を参照。

限られていることがわかる（表1）。SECも適用除外事由の解釈について広く解釈してきた経緯があり、株主が提案した議題が株主総会で付議されるためには、会社とSECの解釈という2つのハードルを乗り越えなければならない。

我が国では、商法232条ノ2に基づき、6ヶ月前より継続して発行済株式数の1%以上の株式または300株以上の株式を有する株主に対して、株主提案に議題および議案を提案する権利（株主提案権）を認めている。米国の制度に比べ、保有充足期間が短く、総会に出席して提案をするということも求められていない。また、法令に違反するものあるいは泡沫提案を除いて、株主から株主提案の要求を受けた場合には、経営陣は必ず株主総会の議題としなければならない³。株主が提案できる事項は、取締役・監査役の選任や利益処分案に対する提案など、通常、会社が年次総会の議案とすることも広く対象となっている。

表1 日米の上場会社に対する株主提案に関する法制比較

	米国	日本
根拠法	1934年証券取引所法14条 同法規則14a-8	商法232条ノ2、参考書類規則4、証券取引法194条、委任状勧誘規則
株主提案権の性質	提案追加権	提案追加権、反対提案権
保有株数要件	社外議決権株式1%または時価2,000ドル相当額以上（※）の株式	発行済株式総数の1%または300株（単位株制度採用会社では300単位株）以上の株式
保有期間要件	1年間継続保有すること	6カ月以上継続保有すること
株主提案できない事項	<ul style="list-style-type: none"> ・ 準拠州法に照らして適切でない場合 ・ 州法、連邦法に違反する場合 ・ 取締役の選任 ・ 配当額に関するもの ・ 再提案の要件を満たさないもの（1年目3%、2年目6%、3年目10%の支持が必要） など 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 法令または定款に違反する場合 ・ 同一の提案が株主総会において、議決権の10%以上の賛成を得なかったときから3年を経過していないとき ・ 提案理由が明らかに虚偽である場合または専ら人の名誉を侵害し、若しくは侮辱する目的によるものと認められる場合
提案の分量	1株主につき1件、500語以内	数の制限なし、提案理由400字以内
株主提案の請求期限	前年の委任状書類発送日と同じ日付より70日以上前に会社に請求	株主総会会日の6週間前に、書面で代表取締役へ請求

（注1）※印は今回改正された事項を示している。

（注2）日本については、書面投票制度適用会社について列挙している。

（出所）野村総合研究所作成

株主提案に関する規制は、米国では、会社法上の定めはなく、証券取引に関するディスクロージャー規制と位置づけられている一方、我が国では、商法上の少数株主権として規制されているほか、ディスクロージャー規制として、監査特例法上の大会社（資本金5億

³ 日米の株主提案に関する詳細については、拙稿「株主提案権にみる日米の株主行動（Ⅰ～Ⅲ）」（旬刊商事法務 No.1385～1387）を参照。

円以上または負債総額200億円以上の株式会社)の株主総会に関する参考書類規則4条や、上場会社の株主総会に関する議決権の代理行使の勧誘に関する証券取引法194条に規定がある。米国の会社法は州法であることから、税収の確保・増大のために、各州が競って企業に有利な法改正を行ってきた(いわゆる「race to the bottom(下への競争)」)結果、株主の権利に関する規定は多くない。株主は投資家という観点から、連邦法である証券諸法に基づく公正かつ透明な証券取引を担保するディスクロージャー規制によって保護されているとみられる。

2) 株主提案の状況

(1) 米国では主要企業の3割に株主提案

米国では、上記のように議題になるハードルが高いにも関わらず、公的年金基金や社会・環境団体などの株主アクティビストを中心に、議決権行使のほかに、会社との直接対話を通して成果が得られなかったことについて、株主提案を行うことが多い。米国 IRRC (Investor Responsibility Research Center) 社の調査によると、98年のプロキシ・シーズン⁴では、米国主要企業2000社について、のべ600件(うち280件は社会問題)に関する株主提案があった。97年の774件に比べると激減したものの、主要企業の3割は、株主提案を議題としたことになる。また、98年第1四半期にSECが株主提案に関し発出したノー・アクション・レターは、294件であった。

株主総会で株主提案が承認されることはまれながら、徐々に増えているようであり、特にコーポレート・ガバナンスに関する提案が注目される。同じくIRRCの調査では、97年でみると、社会問題よりもコーポレート・ガバナンス問題に関する提案が多くなっている。コーポレート・ガバナンス問題に関する提案は376件であり、そのうち22件が承認されている。22件のうち、組分け取締役会の廃止提案が10件、株主の権利に関する提案が10件、役員報酬に関するゴールドデン・パラシュートに関する提案が1件、取締役の年金給付を制限する提案が1件となっている。いずれも、現経営陣の権力維持や権限拡大に歯止めをかけようとするものである。

株主提案は、定款や付属定款の変更や合併など州法で株主の議決が必要なものを除いて、会社に対する勧告ということになる。したがって、各州の会社法において、役員報酬の決定など、取締役会に決定権が与えられている事項が株主提案として議題となり、仮に可決されたとしても、会社はこの決議に拘束されない(non-binding)とされている。だが、この決議を無視すると、取締役の再任を阻まれる可能性が高まるため、賢明ではないという意識が働くともいえる。

⁴ プロキシ・シーズンとは、年次株主総会における株主の議決権を代理行使するための委任状(プロキシ)の勧誘が活発になる時期である。米国の企業の多くは12月決算であり、また、年次株主総会は4月~6月の間に行われることから、毎年1~3月の第1四半期当たりになる。

(2) 株主提案にみるガバナンス活動

SEC が 1992 年に 1934 年証券取引所法規則 14A（委任状勧誘規則）を改正するまでは、株主が株主総会の議題に関して公に発言することは、委任状勧誘規則上の勧誘とみなされて、委任状勧誘手続きをとらなければならなかった。この時期、リストラ・レイオフ・業績低迷の中、それとは無関係に企業の役員に支払われる高額報酬への批判が高まり、そのような経営陣を退陣させようと株主総会のための委任状争奪戦(proxy fight)⁵が激化した。また、リレーションシップ・インベスティングの重要性が増し、年金基金など機関投資家によるコーポレート・ガバナンス活動への積極的な取り組みも広がりつつあった（表 2）。

SEC は、世論の批判に応え、株主間のコミュニケーションを促進するため、委任状勧誘規則の委任状勧誘の要件を緩和するとともに、ストック・オプションなど株主提案の対象拡大、役員報酬の開示内容の充実を行った。

表 2 米国年金基金をはじめとする機関投資家株主のガバナンス活動例

92年10月	GM のスティーブ・ジョブズ会長兼 CEO の辞任—経営不振による社外取締役や加パースからの退任要求
93年1月	IBM のイーカース会長兼 CEO の辞任—初の減配の引責、社外取締役や加パースからの退任要求
93年1月	ウェスチングハウスのロバート会長兼 CEO の辞任—経営不振による他の取締役や加パースからの退任要求
93年2月	アマックスのロバートソン会長兼 CEO の辞任—経営不振による大株主や投資信託からの退任要求
93年10月	クレフ (TIAA-CREF (全米教職員保険年金協会—大学教職員退職株式ファンド・運用資産 1853 億ドル(96年12月現在))、コーポレートガバナンスに関する方針を公表
94年4月	GM、28 のガバナンス憲章を公表 (取締役会議長と CEO の分離、社外取締役会、退任年齢 70 歳など)
95年6月	加パース、国際議決権行使ガイドラインを採択
96年5月	フィリップ・モリス、役員報酬額の第三者評価と開示に関する株主提案に 3.8% の賛成が集まる
96年9月	マイクロテクノロジー、最高業務責任者、最高財務責任者らを取締役から外すことに決定—機関投資家株主からの指摘
96年11月	カリフォルニア州の株主訴訟改革に関する住民提案 (プロポジション 211) がなされたが、否決 クレフ、フィリップ・モリスをはじめ加パース会社への投資中止の方針を決定
96年12月	ユニオン・エレクトリック、取締役向け退職年金プランの廃止を決定—年金など株主からの批判に対応
97年2月	加パース (運用資産約 1100 億ドル (97年2月現在))、業績ワースト 10 位を発表 (アップル・コンピュータ、リーボック・インターナショナル、ノベルなど)

⁵ 米国では、会社の支配権を巡って、委任状すなわち議決権の争奪戦がよく行われる。投資家保護の観点から、株主に対し、議決権行使に必要な情報が十分提供されるよう、証券取引所法規則 14 条 A (委任状勧誘規則) によって、詳細なディスクロージャー義務が発行会社に課されている。

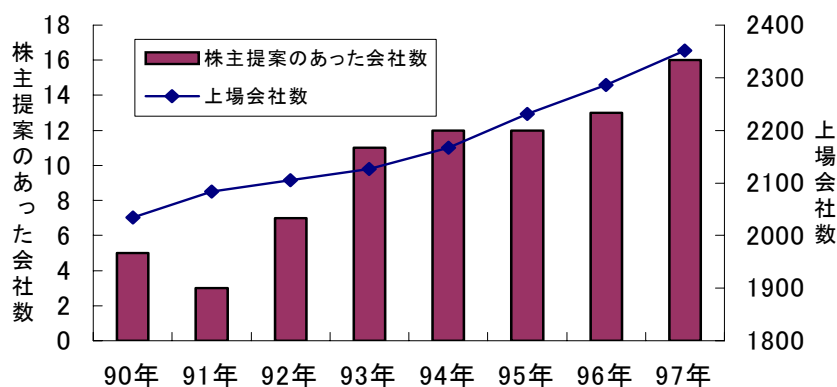
97年3月	リーボックの株主総会で、取締役の任期を3年から1年に短縮するカルパースの提出した株主提案が53%で承認 カルパース、イギリス、フランス向けのコーポレートガバナンス原則を発表
97年4月	カルパースら、ウォルト・ディズニージャブプルコンピュータのCEOへの高額報酬を批判
97年5月	タイム・ワーナーの株主総会で、社外取締役を導入
97年6月	カルパース、ガバナンス基準（報酬委員会は社外取締役のみからなっているか、社外取締役の筆頭取締役によるCEOの監視は行われているか、など）に基づき全米300社の格付けを行うことを8月の理事会で正式決定予定
98年2月	カルパース（運用資産約1400億ドル（98年2月現在）、業績ワースト9位を発表（AMD、EDS、インターナショナル・フレバー・アンド・フレーグランスNYなど）
98年3月	カルパース、日本企業に対するコーポレートガバナンス原則を発表
98年5月	NYSRF、カルパースらの不支持により、リョットの会社提案（ストック・オプションプラン、クラス株式の発行）が否決 TIAA-CREF、ファースト・ビショップの全取締役の不再任と取締役の減員を提案する委任状勧誘書類を提出

（出所）野村総合研究所作成

（2）我が国は微増傾向

1997年版株主総会白書によると、96年7月総会から97年6月総会の1年間で、上場会社2093社について、16社17件であった。12社13件であった96年に比べると、微増となっているが、米国に比べ、格段に少ない（図1）。

図1 上場会社の株主提案状況



（注1）上場会社数は各年とも「会社四季報」第三集より採用している。

（注2）95年には非上場会社である日本交通公社に対してJR東日本が株主提案権を行使したことが明らかになっているが、この件は含めていない。

（出所）旬刊商事法務「株主総会白書1990年版～1997年版」より野村総合研究所作成。

我が国上場会社における株主提案状況は、92年以降なだらかな上昇傾向にあるものの、全体の1%にも満たない。これまでに、株主提案が可決されたのは、三井埠頭（東証2部

上場、98 年会社更生法適用) の 94 年の年次株主総会の 1 件がある。この提案は、取締役及び監査役の選任に関する提案であり、提案者がもともと発行済株式総数の 5 割超もっていたため、可決された。また、提案株主についてみると、原子力発電反対派株主、株主オンブズマンが毎年登場している。

ほぼ毎年、株主提案権を行使されているのは、電力会社であり、いわゆる市民運動型株主の提案が多数を占める。最近の傾向としては、株主オンブズマンや投資顧問会社の会員からの提案も毎年みられるようになった。提案内容も、増配要求や取締役・監査役選任議案から取締役会における各種委員会の設置や自己株式消却の提案など、多様化している。

2. SEC規則改正の背景

1) 「通常の業務執行」の解釈上の問題

米国では、株主提案が会社の委任状説明書に記載されるかどうか、すなわち、株主総会の議題となるかどうかは、SECスタッフの意見が重要な役割を果たす。会社が株主から提案を受けた場合、その提案を総会の議題として不適切であるとする考え方が違法でないことを確実にするため、SECスタッフにノー・アクション・レターを求める。

従来、SECは、1934年証券取引所法規則14a-8(c)(7)に基づき、証券登録者すなわち発行会社の「通常の業務執行の範囲に (the conduct of the ordinary business operations)」に関する事項を広く解釈し、株主提案が過度に経営に影響を与えないよう配慮していた。つまり、役員報酬の決定方法や雇用問題などは、株主が経営陣に委任している「会社の通常の業務」とであると判断していたのである。

旧証券取引所法規則14a-8(c)(7)

証券登録者は、以下の場合には、委任状説明書から提案及びその記述を差し控えることができる。

(1)~(6) 省略

(7) その提案が証券登録者の通常の業務執行の範囲に (the conduct of the ordinary business operations) に関する事項を対象とする場合

しかしながら、90年代に入って、高額な役員報酬に対する世論の批判が高まり、役員報酬に対して株主のチェックができないということに対して大問題となった。SECは、92年に、従来の方針を転換して、役員報酬に関する株主提案を認めた⁶。

⁶ 92年2月に、SECがクライスラー、イーストマン・コダック、IBMなど10社に対して発出したノー・アクション・レターでは、役員報酬に関する株主提案を委任状書類に記載するよう勧告された。この勧告に拘束される義務はないが、10社とも同株主提案を総会で付議した。

1992年に、クラッカー・バレル・オールド・カントリー・ストア社（以下、Cracker Barrel社という）が、株主であるニューヨーク市職員退職年金基金（NYCERS）が平等な雇用機会（equal employment opportunity）に関する株主提案を委任状説明書に記載しないことについて、SECにノー・アクション・レターを求めた件につき、SECは、会社側の主張を認めた。NYCERSは、株主提案として「通常の業務」に当たらないとして、訴訟を提起した。この後、社会問題を取り上げた雇用に関する株主提案の委任状書類への記載の可否について、論争が高まっていった。

法律上、社会問題に関する株主提案を受けたとき、会社はその提案を排除することはできない。だが、SECは、雇用問題については、社会問題を取り扱う場合であっても、証券取引所法規則14a-8(c)における「通常の業務」にあたるとして、会社の主張を認めてきた。連邦控訴裁判決では、SECの主張が認められたが、このような立場に批判が高まり、96年には、連邦議会が、97年10月11日までに、株主提案のプロセスを見直し、連邦議会に報告することをSECに対し義務づけた⁷。

2) SEC の原案

SECは、97年9月18日に、株主提案に関する規則の改正案（原案）⁸を提示し、意見を求めた。当初、60日間の期間が設定され、98年の株主総会シーズンに間に合うよう、97年11月半ばまでをコメント締め切り日としたが、コンセンサスを得ることができず、98年1月まで延長された。この原案に対し、一般から2000を超えるコメントが寄せられた⁹。

原案を大筋で支持していたのは、TIAA-CREF（全米教職員保険年金基金）、CalPERS（カリフォルニア州退職年金基金）、ASCS（アメリカ総務部長協会）、ビジネスラウンドテーブルなど、一部の株主及び会社であった。一方、NYCERSやICCR（企業責任仲裁センター）、ABA（アメリカ法律家協会）およびLPA（労働主義協会）などは、強く反対していた。

SECのレビット委員長は、一般からのコメントに対し、規則改正を早期に実現するため、コーポレート・ガバナンスの専門家として有名な、I.ミルスタイン氏とH.ゴールドシュミット・コロムビア大学法学教授に意見を求め、両氏の意見をもとに、いくつかの修正を行った上で、新規則を決定した。

両氏は、株主提案を除外できる事項に関して、①個人の不満を解消するための提案の削除（旧規則14a-8(c)(4)）、②業務に関連する提案として抽象的要件の削除（旧規則14a-8(c)(5)）、および③再提出できるための得票割合の引き上げ（旧規則14a-8(c)(12)）、

⁷ ウォール・ストリート・ジャーナル紙（97年8月27日）参照。

⁸ Exchange Act Release, No. 39093 (Sept. 18, 1997) (62 Fed. Reg. 50682)

⁹ SECのパブリック・レファレンス・ルームで閲覧・閲覧できるほか、電子メール等で提出されたコメントについては、SECのウェブ・サイトで見る事ができる。

の3点についての改正に反対の意見を表明した。これらの点はいずれも受け入れられ、新規則では改正されなかった。

3. 新規則の内容

今回の改正では、①株主提案の手続き規定のQ&A形式化、②社会問題を提起する雇用関係の株主提案の容認（クラッカー・レターの撤回）、③株主提案に関するその他の改正、④会社による議決権の裁量行使に関する規定の明確化が行われた。

1) 株主提案にQ & A形式を採用

株主提案については、従来の1934年証券取引所法規則14a-8を全文改正して、わかりやすいQ&A形式に組み替えた。このような形式の採用は、SECが97年より推進している「プレイン・イングリッシュ（分かりやすい英語表現）」の一環でもある。従来の規定は、会社が委任状説明書から除外（omit）できる範囲を定めていたが、新規則は株主側がどのような提案であれば委任状説明書に含められる(include)という書き方に転換している。

新規則14a-8は、株主、あるいは投資家に問いかけるように、具体的に列挙されている。Q&Aは全部で13項目からなっている（表3）。

そのほか、同条項には、証券登録者（registrant）を会社(company)に置き換え、取締役会(board of directors)に、それに類似の理事会（analogous governing body）を併記するなど、わかりやすい表現、実態に即した表現が取り入れられている。

表3 新証券取引所法規則14a-8（株主提案）

質問と条文	質問	回答の概要
1 (a)項	株主提案の定義	株主の取締役の行為に対する要求
2 (b)項	提案資格とその証明方法	市価2,000ドル以上また社外株式総数の1%を1年間継続保有、実質株主であれば、総会日に保有している旨の書面を会社に提出、など
3 (c)項	提案できる数	1株主につき1件
4 (d)項	提案の語数制限	支持理由を含めて500語
5 (e)項	提案の提出期限	年次株主総会の場合、前年の通知発送日と同じ日から120日以上前
6 (f)項	質問1～4に基づかない提案の取扱い	会社はその提案をした株主に訂正するよう通知する義務がある。会社の通知から14日以内に再提出されなければ、その提案は除外される。
7 (g)項	提案を除外できる資格	会社が委員会やSECスタッフを説得する責任を負う。

8 (h)項	総会への本人の出席の可否	本人あるいは代理人の出席が必要。電子メディアを通じた総会の場合は、同電子媒体を通じての参加でよい。
9 (i)項	会社が株主提案を排除できる場合	法律に反するもの、個人的な不満に関するもの、取締役選任に関するもの、配当に関するもの、など13類型
10 (j)項	会社による株主提案除外の手続き	最終の委任状書類を委員会に提出する8日の80日前までに、委員会へ除外理由を記載した書面を提出、提案株主にも同文書を送付。
11 (k)項	会社への反論を委員会に提出できる可能性	可能。会社の除外理由提出後直ちに自己の反論を委員会に提出すべきである。
12 (l)項	提案株主の個人情報の記載	氏名、住所、保有株数を委任状書類に記載するか株主の請求に応じて知らせるかの選択制
13 (m)項	会社の反対理由に賛成できない場合	詐欺禁止規則に違反する場合は、SEC と会社に直ちに文書で知らせること。

(出所) 野村総合研究所作成

2) 「通常の業務執行」の解釈—クラッカー・レターの撤回

SECは、92年にCracker Barrel社に対して発行したノー・アクション・レター（以下、クラッカー・レターという）を98年5月21日をもって撤回し、同種の問題について現在棚上げになっているノー・アクション・レターおよび今後のノー・アクション・レターについても同じ方針が適用されることになった。これにより、クラッカー・レターにおいて展開されたSECの主張、すなわち、雇用問題は会社の「通常の業務執行」の問題であり、株主が提案する事項としては適切ではない、という考え方は撤回された¹⁰。

クラッカー・レターを撤回するレターに示された SEC 企業財務局の方針

会社の雇用方針や一般労働力の慣行に関する株主提案が社会問題と結びついているという事実によって、今後、会社の通常の業務執行の範囲からその提案を除外するという考え方はとらない。むしろ、そのような株主提案に関する（株主提案として委任状書類に含めるべきかどうかという）決定は、その提案が雇用問題をベースとする性質のものかどうかによるのである。

新規則において、旧規則 14a-8(c)(7)に定める「通常の業務」という言葉は存続することになった（新規則 14a-8(i)(7)）ため、今後、株主提案について、この除外理由に基づく会社の請求に対して、SEC スタッフは、ケース・バイ・ケースで対応することになる。SEC

¹⁰ 株主提案に関し SEC の方針が変更された事例としては、工場閉鎖に関する提案（Pacific Telesis Group, 89年2月2日）、たばこの生産に関する提案（Phillip Morris Companies, 90年2月13日）、役員報酬に関する提案（Reebok Int'l Ltd., 92年3月16日）、ゴールデン・パラシュート条項に関する提案（Transamerica Corp., 90年1月10日）がある。

は、この「通常の業務」に入るとして株主提案を認めない考え方として、ツー・ウェイ・アプローチを示し、この問題に関する会社と株主間の争いを解決しようとしている。すなわち、①雇用、昇進、定年など労働条件の date-to-date の基本的事項、②会社に対し綿密な管理（micro-manage）を求める事項の、いずれかに該当するものは、株主提案とすることはないとする考え方である。

SEC の企業財務局は、新規則 14a-8 に関するノー・アクション・レターの請求のための専用電子メール・ボックスを設けることとした。

ちなみに、97年のプロキシ・シーズンにおいて、社会問題に関連する雇用に関する株主提案として、30件がSECに提出された。

3) 株主提案に関するその他の改正

(1) 最低保有時価総額の引き上げ

株主提案に関する規則14a-8がQ&A方式に改編されたほかに、株主提案をする場合の最低保有時価総額が1,000ドルから2,000ドルに引き上げられた。最低保有時価総額の1,000ドルは1984年に導入されたものだが、近年の株価上昇に鑑み必然的な改正であるといわれている。

(2) 委任状説明書における情報の提示

また、株主提案をいつまでに会社に出すかについては明確な規定がなかったため、会社側の事務負担を軽減するため、日程に関する手続きを明確にした。委任状説明書の記載事項として、日付の開示について明確な規定が示された（規則14a-5）。同条の(e)項が修正されるとともに、(f)項が新設された。

すべての委任状説明書は、適切な表題のもとに株主提案の提出期限が記載されていなければならない。また、規則14a-8の手続きによらずに行われる株主提案の通知期限については、規則14a-4(c)(1)に基づいて計算した日付、あるいは株主提案について事前に通知する規定がある場合はその条項に基づく日付、または州法上の規定に基づく日付が記載されていなければならない。

今年の株主総会日が前年の同じ日付と30日以上変更される場合には、四半期報告書その他の方法で、直ちに、その変更の旨と株主提案の新たな提出期限日を知らせなければならないとされた((f)項)。

4) 議決権の裁量的行使権限の明確化

米国では、実質的株主が本人名義で会社に登録していることが少なく、証券会社や銀行の名義（いわゆる street name）で登録しているため、実質的株主が出席して議決権を行使

するという事はあまりなく、ほとんどが名義上の株主による議決権の代理行使が多い。株主が代理人に議決権の行使権限を付与する手段として委任状(proxy)が一般的に使われる。

議決権の裁量的行使権限とは、委任状用紙に特定の記載がなく、株主が委任状により投票する機会がない場合に、株主が行使し会社に返送した委任状を投票する権限である。

会社の議決権の裁量的行使に関して明解なガイダンスを提供するため、委任状に関する諸条件を規定する証券取引所法規則14a-4の(c)項も改正された。同項では、第1号が修正され、新しく第2、3号が追加された。

会社に議決権行使の裁量権限を与え得る場合、つまり、会社が自己の裁量で自己の提案に賛成の議決権行使ができる場合として、次の2点が認められた。まず、第一に、前年の株主総会に関する委任状書類が発送された日と同じ日付の45日前までに会社に委任状が送達されない場合である。ただし、このような取扱いをすることが前年の委任状説明書類に記載されていないと認められない。前年に株主総会を開いていなかったり、今年の株主総会日が前年の株主総会日と同じ日付から30日以上変更される場合には、会社が今年の委任状書類を郵送する前の相当な時期に受け取られてはならない((c)項(1)号)。

第二に、委任状の通知が会社に同(c)項(1)号(前年発送日付の45日前、あるいは会社の設立証書あるいは附属定款に定められた事前通知条項に基づく日)において送達されており、委任状説明書に、委任事項の内容についての助言や、各委任事項についての議決権行使の指示をどのように指図するかを記載している場合((c)項(2)号)である。このような記載がある場合でも、①同(c)項(1)号の期間内に、株主提案をする株主から委任状説明書および委任状用紙を法令で要求される最低限の株数を有する保有者に送付する予定であるという文書が提出された場合、②同規則14a-6¹¹に基づき提出された委任状書類に同様の記載がある場合、③提案を行うために必要とされる議決権を勧誘した後直ちに、委任状勧誘者、あるいは提案を行うために適用される法律に要求される議決権株数の最小割合を有する株主に対して委任状説明書および委任状用紙を送付する手続きがとられたことを知った第三者から、その旨の通知が会社になされた場合、には、会社は、その裁量により委任状に基づく議決権の行使をすることができない、とされた。

また、特別総会の勧誘や会社以外の個人による議決権行使の勧誘に関して、勧誘前の相当な時期に、勧誘者が、総会において提示されるべきことがわからない決議事項について委任状説明書及び委任状用紙に、そのような決議事項に関する議決権行使の裁量権限を会社に委ねる記載がなされている場合についても、年次株主総会の場合と同様に、議決権行使の裁量権限を認める、というように規定が明確にされた(14a-4(c)(3))。

¹¹ SEC に提出しなければならない委任状勧誘書類を列挙している。仮の委任状勧誘書類 (preliminary form) は、株主に確定版 (definitive form) が送付される日の少なくとも 10 日前までに SEC に提出しなければならない。

4. 新規則の影響

1) 残された問題

SEC の原案のうち、以下の 5 つの事項については、コンセンサスが得られず、最終的に改正に至らなかった。

(1) 個人的不満に関する提案の除外

質問 9 第 4 号 (旧規則 14a-8(c) (4))は、個人的な不満や特定の利益を助長する提案の除外を会社に認めている。原案では、提案が、公然と個人的な不満や特定の利益に関するものでありさえすれば、SEC スタッフはその理由で提案を除外することに同意できるよう、企業財務局が同規則を適用する方法を若干修正しようとした。それ以外の状況では、SEC の原案では、企業財務局がノー・アクション・レターに「no view (意見なし)」と表すことになる。SEC のこの提案は、必要な事実認定に当たって、そうでなくても外形上中立的な提案を評価することに関して企業財務局の能力は限られ、会社と株主自身が「個人的な不満」という除外条項を適用できるかどうかに関する多くの実際の情報をもっているという SEC の見解を反映したものであった。

株主はこの提案について重大な関心を示した。株主団体の多くが、会社は、個人的不満や特定の利益を実際には助長しない株主提案を「no view」とするノー・アクション・レターに基づいて除外しようとするだろうと危惧した。こうした場合、会社が、この規定に基づいて社会問題に関する株主提案を除外することもあるため¹²、株主は、提案を除外されないよう訴訟に散財せざるを得なくなるだろうと指摘した。

したがって、SEC は、会社と株主の間に議論を増大させるような提案の採用を見送ることにし、これまでどおり、ケース・バイ・ケースで判断することとした。

(2) 再提案の条件

ある提案が一定割合の支持を得られない場合、質問 9 第 12 号 (旧 14a-8(c) (12)) に基づき、会社は、3 年間、実質的に同じ内容を焦点とする提案を委任状説明書から除外することができる。このように提案が除外されないためには、提案は、最初の年に 3%以上、次の年に 6%以上、3 年目に 10%以上の賛成を得なければならない。SEC の原案では、それぞれ、6%、15%、30%に引き上げることとしていたが、株主団体から消極論が強く、現行通りとされた。

¹² 社会問題に関する提案は、一般的に、個人的不満や特定の利益を助長するものとして除外されることはない。83 年のリリースで、SEC は、提案者が個人的に関与し、あるいは知的及び感情的な関係のある問題に関する提案を除外するには、他の要因がなければ、旧 14a-8(4)を適用しないことを明確にした (Exchange Act Release No. 20091(Aug. 16,1983))。

株主団体からは、原案の引き上げ幅が大きすぎて、特に支持率の低い社会問題に関する提案には大きな打撃となることが指摘された。なお、TIAA-CREF は SEC の原案を支持し、CalPERS は若干の引き上げについては賛成していた。

(3) 優先条項の提案

SEC の原案では、質問 9 の(7)および(5)について、発行済株式総数の 3%を保有する株主には、「日常の業務執行」に関する除外や「関連性」に関する除外を覆すことを認めるという、優先条項が提案されていた。ASCS や企業は、原案に賛成ながら、3%は少なすぎると指摘した。一方、株主サイドは、3%を取得するのは困難であるとして強く反対した。また、米国投資会社協会 (ICI) は、運用会社にとっては、コスト負担が大きく、混乱を招くとして、反対を表明した。

最終的に、優先条項の採用を見送ったため、付随的に、委任状勧誘規則における提案資格の適用除外や証券取引所法規則 13 条(d)項に基づく実質保有者の報告要件に対するセーフ・ハーバー・ルール、さらに、企業財務局に提出される規則 14a-8 に関するノー・アクション・レターについての会社への提出期限の短縮も採択されなかった。

(4) 業務に関連する提案の除外

新規則 14a-8(i)質問 9 の(5)号では、最近事業年度末の総資産の 5%未満、最近事業年度の純利益及び総収入の 5%未満に相当する事業のほか、証券登録者の事業に関してあまり重要でない事項に関する提案を会社が委任状書類から除外することを認めている。SEC の原案では、純粋に経済基準を適用する規定に変更することとし、「会社の業務にあまり重要でない事項」の規定を削除することが盛り込まれていた。総収入または総支出の 1,000 万ドル以下の商品・サービスの売却あるいは購入に関する事項についての提案を会社に除外することを認めるものであった。

この点に関する強力な支持はなかったため、同規則の変更は行われなかった。企業サイドは、純粋経済的基準化に賛成であったが、1,000 万ドルという基準は低すぎるという見解であった。一方、株主サイドは賛否が分かれた。

(5) 会社意見に対する反論の機会

旧規則 14a-8(e)は、会社の株主提案に対する反対意見を委任状書類に記載する前に、事前にその写しを株主に送付することを求めていた。この規定は、SEC の企業財務局に対して、重要な誤りや誤解を生じさせる記述を知らせる機能も併せ持っていた。SEC の原案では、同規定の削除を提案していたが、同規定は会社に重要な誤りや誤解を生じさせる記述を訂正させ、会社と株主の交渉を円滑に進める役割を果たすものとして、多くの株主から強く反対された。最終的に、同規定は、新規則 14a-8 の質問 13 として存続することとなった。

2) 新規則の発効と今後の動向

新しい規則は、Federal Register¹³に掲載されてから、30日以内に発効することになっている。Federal Registerによると、新規則の発効日は98年6月29日となっている。また、クラッカー・レターの撤回の効力は98年5月21日をもって生じている。

98年のプロキシ・シーズンは既にピークを超えており、次(99年)のプロキシ・シーズンまでには十分時間がある。今回の新規則に対しては、機関投資家協会(CII)のA.ハンセン副理事は、「新規則は多くの株主グループに支持された改正が取り入れられている。」との確信を抱いているように、歓迎されているようである¹⁴。一方、企業側としては、委任状書類に関する事務手続きのスケジュールは立てやすくなったものの、クラッカー・レターの撤回により、雇用問題など、株主提案の対象が広がったことから、株主からの建設的な批判を受け入れざるを得なくなる。

そのほか、新規則により、SECスタッフの事務負担も大きく軽減できる見通しである。米国では、95年に書類削減法(Paper Reduction Act of 1995)が制定され、政府はペーパー・ワークの削減に取り組んでいる。SECでは、株主提案に関する企業と株主の対立に対する調整役として、ノー・アクション・レターの発出を行っているが、株主提案に関するノー・アクション・レターだけで年間件数の約3割を占めている。新規則がQ&A形式になり、わかりやすい規定になったことで、ノー・アクション・レター発出にかかるSECスタッフの事務負担が大幅に削減されるという効果も期待され、書類削減法に照らしても歓迎される改正となっている。

5. 我が国における株主を取り巻く制度変化

1) 危機感募る企業側の自主的内部改革

我が国では、企業が株主利益の最大化のための経営を標榜しつつも、業績不振が深刻化する中で、どのように株主に収益を還元していくかが大変な問題になっている。97年には、政府主導で、利益供与に関する罰則規定の強化など、各企業が遵法精神の強化、浸透を図った。

98年でみると、将来の社外取締役制度の採用を視野に入れた執行役員制の導入などによる経営監視機能の強化、自己株式の消却による経営資源の効率的活用の推進や、ストック・オプションの導入による収益拡大の弾みをつけるインセンティブ構造への転換など、企業の株主利益最大化のための努力は徐々に広がっている(表4)。

¹³ 連邦公報。我が国の官報に当たる。新規則は、98年5月28日にFederal Registerに掲載された。

¹⁴ ウォール・ストリート・ジャーナル紙(98年5月20日)より。

我が国企業にとって、3月に発表された CalPERS の日本企業に対するコーポレート・ガバナンス原則、そして、5月に最終報告書が出された日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム(CGFJ)のコーポレート・ガバナンス原則は、株主利益の最大化を掲げる経営を推進していく上で恰好の指針となっている。CGFJ の最終報告では、監査役会の取締役会への内製化、経営から真に独立した社外取締役の導入、社外取締役制度の上場規準化等を掲げている。

2) 期待される責任ある株主への転換

我が国において、コーポレート・ガバナンスに対する関心は高まっているものの、株主として具体的にどのように行動すべきかについての方針は発展過程にある。厚生年金連合会の委託研究会から年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する報告書が注目される。6月の株主総会を前に発表された同報告書では、議決権行使のための行動指針として、年金基金の4つの行動指針と運用受託機関の7つの視点が示されている。このような機関投資家の行動指針策定の動きが広まることが期待される。

3月決算会社の98年度の年次株主総会は、例年通り6月第四週の金曜日(今年は26日)に集中開催された。東京証券取引所の集計によると、3月期決算の東証上場企業(1522社)の92.5%にあたる1412社の株主総会が6月26日に集中した。政府の総会屋対策が功を奏し、97年の株主総会では総会屋の活動は激減した。98年の株主総会は、さらに企業の遵法意識が高まっている中、株主の責任ある行動が注目される。上場企業の大多数が6月の株主総会に集中するものの、97年7月以降に開催された上場会社の株主総会において、株主提案が行使された事例はなかった。報道されるところによると、98年6月総会では、経営権をめぐる提案、経営陣の責任を迫るための機関の設置を求める提案など、多様な株主提案がみられたほか、信託銀行が不祥事企業の退職慰労金贈呈議案等に対して棄権票を投ずるという積極的な株主権の行使の事例が伝えられている。

我が国における株主提案権制度は、81年の再導入以来変わっていない。97年には企業の不祥事が相次いで摘発され、株主オンブズマンをはじめとする株主らによって、不祥事を起こした企業の取締役の経営責任を迫る株主代表訴訟が急増した。だが、株主権である代表訴訟を提起する権利を縮小する方向で、商法等改正法案が議員立法される動きがある。米国のように会社側、株主側双方から意見を聞き、両者のコンセンサスを得た改正を行ってほしい。近年わずかではあるが、株主提案は増加傾向にある。このような株主アクティビズムの萌芽を育む土壌の整地こそ重要である。

表 4 最近における上場会社の経営組織改革事例

会社名	改革内容
トヨタ自動車	96年1月に、社外の有識者からなる「インターナショナル・アドバイザー・ボード」の1回会合。
日産自動車	専務取締役を廃止。社長、副社長、専務取締役による経営会議と、それに常務取締役を加えた常務会を廃止し、社長以下取締役・監査役全員(44人)参加の経営戦略会議に一本化。
丸紅	専務以上の役員に対して、退任後に子会社・関連会社役員に就任することを原則禁止
ソニー	97年、取締役を38人から社内取締役(副社長以上)7人と社外取締役3人とし、18人を「執行役員」とする。社外取締役を増員し将来的には5、6人に。
マツダ	社外取締役が1人から3人へ。
資生堂	常務会廃止。2年かけて取締役の数を23人から15人へ減少。企業の行動原則設ける。
新潟中央銀行	常務会を廃止、常勤取締役10人から成る「経営会議」を新設。
コマツ	97年定時総会で、外国人の社外取締役を選任。
武田薬品工業	社長・副社長・専務を「経営責任者」、常務以下を「業務執行責任者」と役割分担する経営方式を導入。経営会議を得た案件も取締役会で再度審議。取締役会には、非取締役3人が出席。
オリックス	取締役会の監視機関として外部の経営者や有識者からなる「諮問委員会」を設置。
富士写真フイルム	段階的な取締役会改革。第1段階は数年で21人から15人程度への減員、第2段階は社外取締役を2、3人導入。
東京電力	子会社の社長定年を68歳に引き下げ。相談役は70歳、顧問は67歳までとし在任期間も2年に短縮。
長期信用銀行	取締役を28人から6人へ減員。執行役員制を導入。顧問や相談役の一斉退任。
富士通	執行役員制を導入。
国際証券	執行役員制を導入。
日興証券	執行役員制を導入。
丸八証券	執行役員制を導入。
日栄証券	執行役員制を導入。
岩谷産業	執行役員制を導入。
光栄	執行役員制を導入。
東海銀行	執行役員制を導入。
スルガ銀行	執行役員制を導入。
日産ディーゼル	執行役員制を導入。取締役を21人から10人程度へ減員。経営会議や常務会を廃止し、取締役会に一本化。
伊藤忠商事	経営会議を16人から11人へ減員。顧問や相談役への任期制の導入。

(出所) 各種新聞報道を基に野村総合研究所作成

(橋本 基美)