

## 株主による取締役候補者の指名を容易にする米国 SEC

2003年10月8日、米国証券取引委員会（SEC）は株主による取締役候補者の指名を従来よりも容易にするための規則改正を提案した<sup>1</sup>。一定の条件下で、会社が株主総会を招集する際に作成する委任状説明書（proxy statement）に、機関投資家等の株主が指名する候補者の情報を記載することを義務付けるというものである。本稿では、これまでの経緯を振り返ると共に、改正案の内容を紹介することとする。

### 1. 株主による取締役候補者の指名が難しい米国

#### 1) 株主提案と会社の記載拒否権

米国では、会社が株主総会を招集する時に、株主に議決権の行使を促す際の参考書類として委任状説明書を送付する。委任状説明書には、各議案について株主が判断を下す上で必要な情報が記載される。取締役選任の場合、現行の取締役会の構成や運営状況、候補者の氏名や会社との取引関係といったプロフィールが開示される。以上については、1934年証券取引所法に規定が設けられている<sup>2</sup>。

1934年証券取引所法は、株主が総会議案について提案を行う場合、その提案内容を会社の委任状説明書に記載するよう要求することができるとしている。但し、株主なら誰でも要求できる訳ではなく、時価で2,000ドル以上の株式、または発行済み株式総数の1%以上の株式を1年間以上保有していて、かつ、株主総会の開催日に株主である者に限られる<sup>3</sup>。

要求を受けた会社は、その株主提案の内容によっては、委任状説明書への記載を拒否す

<sup>1</sup> SEC, Release No. 34-48626, "Security Holder Director Nominations." (October 14, 2003) (左記の日付は、規則改正案が SEC のホームページに掲載された日。)

<sup>2</sup> 我が国では、大会社で株主が1,000名以上の会社は、株主総会の招集通知に議決権行使書を添付する書面投票の実施が義務付けられており、それ以外の会社も取締役会の決議で採用することができる（商法 239条の2第1項、商法特例法 21条の3第1項～第4項）。また、米国の制度に倣って上場会社を対象に委任状勧誘制度を導入しており（証券取引法 194条）、上場会社は委任状勧誘を行うこともできる。日米の株主提案の詳細は、橋本基美「株主提案のガイドラインを示す米国 SEC 規則の改正」『資本市場クォーター』1998年夏号参照。

<sup>3</sup> 1934年証券取引所法規則 14a-8(b)(1) なお、我が国の株主提案権は、6ヶ月前より引き続き総株主の議決権の100分の1以上または300個以上の議決権を有する株主に認められている（商法 232条の2）。書面投票制度を採用する会社は、招集通知に添付する参考書類に、株主提案の内容や取締役会の意見等を記載する。我が国では、米国と違って、取締役選任に関する株主提案についても招集通知への記載を要求することが認められている。委員会等設置会社においても、取締役選任議案の総会付議は否定されない。武井一浩『新しい経営機構戦略』（商事法務、2002年）など参照。

ることが認められている。取締役の選任に関する株主提案はその一つであり、会社はそのような株主提案を受け取った場合には、株主提案の内容とそれを記載しない理由を SEC に提出し、記載を拒否することに対するノー・アクション・レターの発給を求めることができる<sup>4</sup>。株主には、会社が SEC に提出した書類のコピーが渡され、それに対する反論を SEC に提出する機会が与えられる<sup>5</sup>。

## 2) 困難な株主提案

会社が株主提案の委任状説明書への記載を拒否し、SEC も会社の判断を支持した場合、株主が取締役選任について提案を行う方法としては三つの道が残されることになる<sup>6</sup>。

第一に、株主は自ら委任状説明書を作成し、委任状合戦 (proxy contest) を行うことができる。その際、株主は発行会社に対して、株主名簿を与えるか、株主に代わって勧誘資料を株主宛てに送付 (費用は株主負担) することを要求することができる<sup>7</sup>。しかし、実際に委任状合戦になった場合に株主が負担しなければならない費用は数十万ドルから百万ドル以上に達するとも試算されており、株主が委任状合戦を起こすのは容易なことではないとされる<sup>8</sup>。

第二に、株主は、各州の会社法に基づき、株主総会の場で取締役の候補者を提案することができる。但し、SEC によれば、多くの株主が委任状を通じて議決権を行使するため、株主総会で提示された候補者が十分な支持を得るのは難しいという。

第三に、株主は会社の指名委員会に取締役の候補者を推薦することができる。この方法について SEC は、指名委員会が株主から推薦された候補者を採用することは稀であると指摘している。

このように、いずれの方法も株主にとってはハードルが高く、米国で株主が取締役候補者について提案を行うのは困難な状況であるのが実状である。そのような状況を踏まえ、SEC は、米国企業の株主は会社が指名する候補者だけを対象とした投票を行う機会しか与えられていないと指摘している。しかも、多くの会社が過半数投票ではなく相対多数投票を採用しているため、株主の過半数以上の支持を得なくても選任されるという。SEC は、米国企業の委任状勧誘および取締役選任は、現職取締役による選任を承認するだけで形骸化

<sup>4</sup> 1934年証券取引所法規則 14a-8(i)(8) 会社は、委任状説明書を SEC に提出する日から遡って 80 日前までに SEC に記載を拒否する旨を伝え、ノー・アクション・レターの申請を行わなければならない。ノー・アクション・レターについては、橋本基美「ノー・アクション・レターの実態」『資本市場クォーターリー』1998年夏号参照。

<sup>5</sup> 1934年証券取引所法規則 14a-8(k)

<sup>6</sup> SEC Division of Corporation Finance, Staff Report, “Review of the Proxy Process Regarding the Nomination and Election of Directors” (July 15, 2003)

<sup>7</sup> 1934年証券取引所法規則 14a-7

<sup>8</sup> AFSCME, “Shareholder Access to the Proxy: Increasing Democracy & Accountability in Corporate Governance” (June 2003)

されているとの見解を示している<sup>9</sup>。他の有識者からも、米国企業の取締役選任の「実際のシステムは、選任というよりは承認である」と言われている<sup>10</sup>。

### 3) これまで見送られてきた規則改正

米国では、これまでも、株主が会社の委任状説明書を利用して取締役候補者を提案することの可否をめぐって、議論が行われてきた<sup>11</sup>。しかし、SEC は、指名委員会の存在を尊重し、株主は指名委員会に推薦するというかたちで候補者を提案することができるという理由で規則改正を見送ってきた。

1977 年にコーポレート・ガバナンスや委任状勧誘に関する規則の見直しが行われた際には、会社は①指名委員会の有無と、②指名委員会を設置している場合には同委員会が取締役選任について株主からの提案を検討するかどうかを開示することが義務付けられた<sup>12</sup>。また、1980 年に連邦議会上院に提出された SEC のスタッフ・レポートでは、当時指名委員会という新しい組織形態が普及しつつあることに注目し、当面は指名委員会が株主からの推薦を検討するという仕組みが十分に機能するかどうか様子を見ると説明された。

1992 年には、株主が自ら委任状勧誘を行う場合で、株主が指名する候補者数が取締役の定員に満たない時には、会社側が指名する候補者で補完することができるようにする規則改正がなされ、委任状合戦を行い易くする工夫がなされた<sup>13</sup>。

---

<sup>9</sup> SEC、前掲注 1

<sup>10</sup> ロバート A.G.モンクス&ネル・ミノウ、株式会社ビジネスブレイン太田昭和訳『コーポレート・ガバナンス』（1999 年、生産性出版）208-209 頁

<sup>11</sup> SEC、前掲注 6

<sup>12</sup> 1934 年証券取引所法規則スケジュール 14A アイテム 7

<sup>13</sup> 例えば、取締役の定員が 7 名の会社で株主が 2 名の候補者を提案する場合、残りの 5 名は会社側の候補者で充足することができ、提案者である株主は自分が反対する 2 名の候補者の氏名だけを記載すれば足りるとされた。（1934 年証券取引所法規則 14a-4）

## 2. 公務員年金基金の要請

今回、SEC が株主提案に関する規則の見直しに至ったことには、AFSCME (American Federation of State, County and Municipal Employees : 米国地方公務員連盟) の公務員年金基金 (以下 AFSCME とする) がシティグループ他 5 社に提出した議案をめぐる問題と、大手公務員年金基金からの強い要請が大きく影響している。

### 1) AFSCME の働きかけ

2002年11月、AFSCMEは投資先であるシティグループ等に対し、発行済み株式総数の3%以上を保有する株主が、自分の指名する取締役候補者に関する資料を会社の委任状説明書に記載することを要請できるように定款を変更する議案を提案した。AFSCMEは、株主が委任状合戦を起こすのは困難であり、また、指名委員会に候補者を推薦したとしても指名委員会が実際にそれをどのように検討したのかを株主側がチェックする術がないことを指摘し、定款変更の必要性を訴えたのであった<sup>14</sup>。

それに対してシティグループは、AFSCMEの提案は取締役選任に関するものであるとして、同提案を委任状説明書に記載することを拒否し、SECの企業金融局 (Division of Corporation Finance) に記載拒否に対するノー・アクション・レターの発給を要請した。2003年1月、SECからシティグループの主張を認めるレターが出されたため、AFSCMEは同決定を不服としてSECの委員会 (Commission) に再審査を求めている。そして2003年4月14日、委員会は企業金融局の決定を支持すると発表した上で、同局に、委任状勧誘をめぐる規定やその解釈で変更すべき点を洗い出すように指示したのであった<sup>15</sup>。

その後、AFSCMEは2003年6月に規則改正の必要性を説いた文書を発表し、9月と10月には個人投資家と公務員年金基金を対象としたアンケート調査の結果を公表した<sup>16</sup>。AFSCMEによれば、個人投資家1,030名を対象に行った調査では84%が取締役候補者を提案するために会社の委任状説明書を利用したいと答え、全米の公務員年金基金のうち資産規模が上位100に入る基金に対して実施した調査では80%が株主の委任状説明書へのアクセスは重要であるとし、6割の基金が、規則が改正された場合に委任状説明書を利用して取締役候補者を指名することに意欲を示したという<sup>17</sup>。

---

<sup>14</sup> AFSCME、前掲注8

<sup>15</sup> この指示に対して企業金融局が提出した報告書が脚注6のスタッフ・レポートである。

<sup>16</sup> AFSCME、前掲注8

<sup>17</sup> AFSCME, “New Poll Shows Groundswell of Investor Support for Reforming Corporate Director Elections” (September 23, 2003), “New Survey Shows Large Public Funds Support Strong Proxy Access Rules for Director Elections”(October 6, 2003)

## 2) 共鳴する他の公務員年金基金

以上の AFSCME の活動を受けて、2003 年 9 月 23 日にはカルパース (CalPERS : カリフォルニア州職員退職年金基金)、ニューヨーク州の公務員年金基金のトラスティーを務める州財務監督官 (Comptroller)、カルスターズ (CalSTRS : カリフォルニア州教職員退職年金基金)、コネチカット州財務局といった大手公務員年金基金の関係者が、AFSCME と共同プレスリリースを公表し、委任状勧誘規則の改正の必要性を訴えた<sup>18</sup>。

米国の公務員年金基金は、エンロンやワールドコム不正会計事件で損失を被った経緯から、投資先の事業会社におけるコーポレート・ガバナンスの重要性を従来以上に感じるようになってきている<sup>19</sup>。AFSCME 等は、企業改革法による監査委員会の独立性の確保や企業幹部の不正行為に対する罰則強化に加えて、株主自身が取締役候補者の指名により直接的に関与できるようにすることが必要だとしている。会社の作成する委任状説明書を活用することができれば、受託者責任を負う機関投資家として自ら適任者を取締役候補者に指名する機会が広がると期待しているのである。

## 3. 規則改正案の概要

先述したように、これまで SEC は、指名委員会に株主からの候補者の指名案を吸い上げる役割を期待してきたが、それが上手く機能していないのではないかと懸念が生じた。指名委員会は株主から推薦された候補者を真剣に検討していないといった指摘もあり、また、大手公務員年金基金の強い要請もあって、今回、規則の見直しに至った。

SEC は、まず、2003 年 8 月に指名委員会に関する情報開示の拡充を提案した<sup>20</sup>。1977 年の規則改正によって指名委員会の有無と株主提案の検討については開示が義務付けられているが、それだけでは、株主が取締役候補者の指名手続を把握するのに不十分だと判断されたためである。SEC は、会社に対して、指名委員会の有無 (無い場合にはその理由)、指名委員会の構成員が会社から独立しているか否か、候補者を指名する際の手続の詳細、候補者の指名に第三者機関を利用しているか、候補者の選択基準、株主から推薦された候補者を考慮するか、1 年前から引き続き議決権株式の 3% を超える保有者から推薦された取締役候補者を最終的な候補者リストに入れなかった場合にはその事実と理由等を委任状説明書で開示させることを提案した。

<sup>18</sup> AFSCME, "Public Pension Funds Urge Securities & Exchange Commission to Heed the Call of Investors Seeking Access to Proxy for Electing Directors" (September 23, 2003)

<sup>19</sup> ニューヨーク州、ノースカロライナ州、カリフォルニア州といった大手公務員年金基金は、証券会社や資産運用会社に対して利益相反防止措置を要請した。平松那須加「証券会社に利益相反防止を求める米国公務員年金基金」『資本市場クォーターリー』2003 年秋号参照。

<sup>20</sup> SEC, Release No. 34-48301, "Disclosure Regarding Nominating Committee Functions and Communications between Security Holders and Boards of Directors" (August 8, 2003.) 同提案は 2003 年 11 月 19 日に採択された。

次いで発表された今回の SEC 規則改正案は、新たに証券取引所法規則 14a-11 を設け、一定の条件を満たした場合、会社に株主が提案する取締役候補者について委任状説明書に記載することを義務付けることを提案している。SEC 案は、新たな手続が敵対的買収の手段として利用されることを回避するために、①「トリガー条項」を設け、②委任状説明書への記載を要求できる株主を、2年前から引き続き議決権株式の5%を超える株式を実質的に所有する機関投資家等で、会社を支配する目的を持たない者に限定し、③会社が委任状説明書に記載する義務を負う候補者の要件や人数も限定している。以下、詳細を紹介する。

## 1) 対象企業

SEC が提案している新規規則の対象は、証券取引所法の委任状勧誘規則の対象会社であつて、かつ、当該会社に適用される州の会社法が株主に取締役候補者を指名する権限を付与している場合である。米国では、株主総会の決議等については州の会社法が規定を設ける一方で、株主総会の決議事項を株主に事前に開示して議決権の行使を勧誘する制度（委任状勧誘制度）は 1934 年証券取引所法が規定している。そこで、証券取引所法では、州法で違法となるような内容の株主提案を委任状説明書への記載項目から除外することで州法との調和を保っている。

但し、SEC は、小規模な企業への負担を考慮し、当初は新規規則の対象を一定以上の規模の会社に限定することを提案している。すなわち、企業改革法に基づき、2005 年 12 月までに四半期および年次報告書の提出期限が 45 日・90 日からそれぞれ 35 日・60 日以内にまで短縮される予定となっている会社（accelerated filer）である<sup>21</sup>。SEC は、2002～2003 年の間に株主提案の委任状説明書への記載拒否が 226 件あったが、そのうち上記の要件に合致しない会社からの申請は 26 件しかなかったという事実を踏まえ、当面は規模の大きい会社だけを対象とすることは合理的だと判断している。

なお、外国企業は委任状勧誘規制の対象ではないので、今回の規則改正案の対象にもならない。

## 2) トリガー条項

SEC は、委任状勧誘の手続が効果的に機能していない会社に限って新規規則を適用すべきであると考えており、二つのトリガー条項を設けている（次頁の囲みを参照）。会社が指名した取締役候補者に対して 35%を超える支持保留票（withhold vote）が投じられた場合

<sup>21</sup> 具体的には、①直近の第 2 四半期末時点で浮動株の時価総額が 7,500 万ドル以上である、②過去 1 年間以上、証券取引所法 13 条(a)項または 15 条(d)項に基づき報告書を提出している、③過去に 1 回以上年次報告書を提出している、④通常の報告書よりも開示項目が少ない報告書形式（10-KSB および 10-QSB）が適用される小規模会社ではない、という条件を満たす会社である。

と、株主から新規則の適用が提案され、それが過半数の支持を得た場合である。

SEC 規則改正案では、二つのトリガー条項のいずれか一つでも満たした場合、会社は、二年後の年次総会までの間、取締役選任に関する株主提案があった場合に、その情報を委任状説明書に記載する義務を負うとされる。また、トリガー事項が発生した場合には、四半期報告書または年次報告書においてその事実を公表する義務を会社に課すことも提案されている。

#### 新規則が適用されるためのトリガー条項

- ① 2004 年 1 月 1 日以降に開催される株主総会において、取締役の選任決議において、会社が指名した候補者のうち 1 名以上に対して投票総数の 35% を超える支持保留票が投じられた場合（但し、委任状合戦の場合や新規則 14a-11 が既に適用されている場合を除く）
- ② 株主が新規則 14a-11 の定める手続の適用を株主総会で提案し、下記の要件を満たした場合
  - (a) 2004 年 1 月 1 日以降の株主総会に当該提案を行った時点で、その提案者（単独、または複数の株主で形成されるグループ）が 1 年前から会社の議決権株式の 1% を超える保有者であり<sup>22</sup>、
  - (b) 株主総会において同提案が投票総数の過半数の支持を得た

なお、SEC は、これらトリガー条項以外にもう一つ、前年の株主総会で株主から提案され（今回の新規則の適用以外に関する議案）、かつ、投票総数の過半数の支持を獲得して決議された事項が、当年の株主総会の委任状説明書発送日から 120 日前までに会社の取締役によって実行されなかった場合、というトリガー条項を設けることも検討している。

### 3) 候補者の情報記載を要求できる株主の要件

新規則の定める手続きを利用して、委任状説明書に自分の指名する取締役候補者の情報を記載するように要求できる株主について、SEC は他の株主提案の場合よりも厳しい要件を設けることを提案している。

すなわち、①単独の株主で、あるいは複数の株主グループ全員の合計で、2 年以上前から引き続き会社の議決権株式の 5% を超える実質的保有者であること（beneficially own）、②株主総会の開催時まで当該株式を保有する意向があること、③株式の実質的保有状況について 1934 年証券取引所法スケジュール 13G で報告する資格を有する投資家（ブローカーデ

<sup>22</sup> SEC は規則提案書において、ニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、ナスダックに上場している米国企業の 84% には、発行済み株式総数の 1% 以上を 1 年間以上保有している株主が最低でも 1 名は存在するという試算（Vickers Stock Research 社の分析）を紹介している。

イーラー、銀行、保険会社、投資会社、投資顧問業者、年金プラン等) であること、④取締役候補者の指名議案を会社に提出した当日またはそれ以前にスケジュール 13G の報告書を提出し、そこに議決権株式の 5% を超える株式を継続して 2 年間以上保有している事実が記されていること、の全てを満たす株主とされる。

1934 年証券取引所法は、一般に、証券の 5% を超える保有者に対して、SEC、証券取引所、および証券の発行者にスケジュール 13D に基づく報告書を提出することを義務付けている。スケジュール 13G はスケジュール 13D の簡易版であり、機関投資家など通常の業務において株式を取得する者に適用される。スケジュール 13G は会社を支配する目的で株式を取得した投資家には適用されないため、今回の SEC 改正案でもそのような投資家は対象とならない。

#### 4) 記載される取締役候補者の要件

SEC は、株主が指名する取締役候補者が一定の要件を満たしていない場合には、会社が委任状書類への情報記載を拒否することを認めることを提案している。具体的には、まず、株主が提案する候補者が州法、連邦法、取引所や全米証券業協会の規則に違反する場合である。また、特定の株主の利益を代表するような候補者を排除するために、SEC は、提案を行う株主と指名される候補者との関係について制限を設けることを提案している（下の囲み参照）。

##### 提案者と候補者との関係に対する制限

- |   |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"><li>① 提案者（単独の株主・複数の株主で形成されるグループ）が自然人である場合には、指名される候補者が提案者自身または提案者の親族<sup>23</sup>であってはならない</li><li>② 提案者が法人である場合には、指名される候補者またはその親族が、指名を受けた年またはその前年に提案者の従業員であってはならない</li><li>③ 指名された候補者またはその親族が、指名された年またはその前年に提案者である株主やその関係会社から、直接または間接的にコンサルティング、アドバイザー、その他サービスに対する報酬を受け取ってはならない（年金プランに基づく固定された報酬は含まない）</li><li>④ 指名される候補者は提案者やその関係会社のエグゼクティブ・オフィサーまたは取締役であってはならない</li><li>⑤ 指名される候補者は提案者を支配する者であってはならない</li></ul> |
|---|

<sup>23</sup> ここでいう親族とは血縁関係、婚姻、養子縁組によって発生する親族を指し、その範囲は従姉弟までとされる。（1934 年証券取引所法レギュレーション S-K の *The term "family relationship" means any relationship by blood, marriage, or adoption, not more remote than first cousin.* という規定に準ずる。）

## 5) 委任状説明書への記載が義務付けられる人数

SEC は、企業が委任状説明書に記載しなければならない株主提案の候補者の最低人数を規定することを提案している。これは、新規則が特定の株主または株主の団体が会社を支配することを目論んで取締役全員を取り替える手段として用いられることを防ぐための工夫である。

SEC 規則改正案は、会社に①取締役会の定員が 8 名以下の場合には 1 名、②定員が 9 名以上 19 人以下の場合には 2 名、③定員が 20 名以上の場合は 3 名、株主の指名する候補者について記載する義務を課すとしている。

また、会社の取締役会のメンバーに、既に、株主による指名で候補者となって選任された取締役が存在し、かつ、株主総会の開催日以降も取締役を務める場合には、それら既存の取締役の人数も含めて委任状説明書に記載しなければならない候補者の人数を考えれば良いとされている。つまり、取締役会の定員が 8 名の会社の場合、株主から記載を要請された時点で既に取締役会に株主提案を経て選任された取締役が 1 名でも存在する場合には、会社は、委任状説明書への記載義務を負わないことになる。

さらに、複数の株主から取締役候補者の提案が行われた場合、会社は、保有株式数が多い株主の提案から優先的に委任状に記載することが提案されている。

## 4. 改正案に対する評価

株主が従来よりも容易に取締役候補者を指名できるようにすることで取締役会の機能は高められるのか、という点については議論がある。

全米の大企業の CEO で構成されるビジネス・ラウンドテーブルや、買収案件で有名な法律事務所のワクテル・リプトン・ローゼン&カツツなど法曹関係者の間では、株主に候補者を指名させることによって取締役の質が低下することを懸念する声もあがっている。たとえば、①特定の株主の利益を代表する取締役が選任されるおそれ、②株主が指名する取締役候補者は会社が指名する候補者よりも専門性など能力が劣るおそれ、③株主が指名する取締役が選任されるとそれまでの取締役会のチームワークが崩壊するおそれ等が指摘されている<sup>24</sup>。

それに対して、今回の改正を要請してきた AFSCME は、株主が指名した候補者が取締役に選任されれば、取締役会のパフォーマンスが上がるとしている。AFSCME は、在職の取締役が取締役候補者を指名する自己完結的な取締役会では結束力が高まるという利点もあるが、それが裏目に出て、取締役会全体の意向に沿わない意見や情報は無視もしくは軽ん

<sup>24</sup> Bebchuk, Lucian Arye, "Shareholder Access to the Ballot." *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 428* (August 2003)

## ■ 資本市場クォーターリー2004年冬

じられる傾向があると指摘している。しかし、株主指名の取締役が加われば、取締役会の閉鎖的な環境が改善され、外部の新しい意見が取り込まれることになるとのことである。

SECは、今回の規則改正の目的として「企業民主主義（Corporate Democracy）の改善」を掲げている。エンロン事件後にSECが手がけるコーポレート・ガバナンス関連の施策としては、監査委員会の独立性の強化に次ぐものとなる。同提案が実現すれば、コーポレート・ガバナンスの要ともいえる取締役の選任をめぐって、手続の透明性や株主の関与のあり方が変わる事となる。 \_

（平松 那須加）