

委任状勧誘におけるインターネット活用を促す米国 SEC の提案

大崎 貞和

要 約

1. 2005 年 11 月 29 日、米国 SEC は、上場会社等の株主総会に提出される議案の内容を説明する委任状説明書等のインターネットを通じた電子的な送付に関する規則改正案を採択した。
2. 1995 年の SEC による解釈通達によって、委任状説明書等を電子的に交付することは可能となっていたが、個々の株主による事前の同意が必要とされることから、実際にはそれほど活用されていない。
3. 今回の規則改正案では、会社が委任状説明書等のファイルを誰もがアクセスできるウェブサイトアップロードし、その旨を株主総会開催日の 30 日前までに紙媒体または電子メールによって通知すれば、個々の株主から同意を取り付けることなく、電子交付することが可能とされている。
4. この提案は、インターネットが誰もが利用できる社会のインフラストラクチャーとして完全に定着したという SEC の認識を示す画期的なものである。日本においても、株主の承諾を得て株主総会招集通知等を電磁的方法で送付することが可能となっているが、今回提案されたより簡便な仕組みは、今後の制度改革を考える上で、大いに参考となるであろう。

はじめに

2005 年 11 月 29 日、米国証券取引委員会 (SEC) は、上場会社等の株主総会に提出される議案の内容を説明する委任状説明書 (proxy statement) のインターネットを通じた電子的な送付に関する規則改正案を採択した¹ (改正案の正文は 12 月 8 日付で公表)。

この規則案は、インターネットが、誰もが利用できる社会のインフラストラクチャーとして完全に定着したという SEC の認識を示すものとして、画期的な意義を有している。

委任状説明書の送付をめぐる現行制度

米国では、公開会社による委任状勧誘は、1934 年証券取引所法による規制を受けるものとされる (同法 14 条(c)項)。会社は、株主総会招集に際して、会社提案の内容や会社側が記載することとした株主提案の内容を記載した委任状説明書を年次報告書とともに株主に送付しなければならないが、そこに記載すべき内容や手続きの詳細は、1974 年 11 月に制定された SEC 規則 14a-3 に定められている。

現行の規則 14a-3 は、委任状説明書の記載内容や記載にあたって使用するべき書体や文字の大きさなどに関する詳細な規定を設けてい

るが、株主への送付方法については、同一住所の複数の株主へ送付する書類を一定の要件の下で一つにまとめることができるといった規定を除いて、具体的に触れていない。しかし、規則の制定当時、委任状説明書が紙で作成され、郵便によって株主の住所へ送付されることは、当然の前提とされていた。

ところが、1990年代半ば以降、インターネットが急速な普及を遂げるなか、証券法の規制を受ける書類の送付をインターネット上の電子メールやウェブサイトにおけるファイルの閲覧やダウンロードといった方法で実現したいとするニーズが現れた。

SECは、1995年2月、ある法律事務所からの問い合わせに答えるノー・アクション・レターの形をとりながら、一定の要件を満たせば、証券の募集に際して作成される目論見書を紙ではなく電子的なファイルとして作成し、インターネットなどの電子媒体を通じて投資家に交付することが容認されるとの見解を明らかにした²。更に、同年10月には、目論見書のみならず、証券発行者または、発行者のために行う者が投資家に交付する様々な書面の電子媒体による交付に広く適用される解釈通達を発表した³。

この解釈通達では、それまで紙で作成されていた書面が、電子媒体を通じて有効に交付されたと言うためには、投資家（株主）に対して書面が交付されることを通知した上で、書面へのアクセスを可能にすることが必要との考え方が示された。また、実際に交付が行われたことを発行者側が証明するためには、事前に電子媒体による交付に関して投資家の明示的な同意を得ておくことなどが必要であるとされた。

通達には、52にのぼる具体的な設例が付され、どのような方法をとれば電子媒体による書面の交付が有効に行われるかが分かりやすく解説されているが、委任状説明書の交付に関する設例では、会社が委任状説明書と年

次報告書のファイルを自社のウェブサイトへアップロードし、その旨を全ての登録株主に通知しただけでは不十分であり、インターネット上で書面が交付されることに対する事前の同意や、実際に登録株主全員がファイルにアクセスしたことの確認をとらなければ有効な交付とは言えないとの考え方が示されていた⁴。

しかし、会社が、株主から個別に電子媒体による書面の交付に関する事前の同意を取り付けるためには、株主の意向を確認するための書面のやり取りなどが必要であり、大きなコストを要する。しかも、株主は常時変化するので、一度同意を取り付ければその後は手続き不要というわけには、とても行かない。

株式やミューチュアル・ファンドの目論見書の交付についても、会社による株主への書面交付と基本的に同じ枠組みが適用されるが、それらの場合については、投資信託会社や仲介証券会社が、顧客から書面の電子交付に関する同意を取り付けることが比較的容易であるため、インターネット上での書面交付が広く行われている⁵。これに対して、委任状説明書の電子化は、法制上可能となったにもかかわらず、それほど広く行われていないのが実情であった。

・改正案の内容

1. 発行会社による委任状勧誘書面の交付

今回のSECの規則改正案の最大の眼目は、発行会社による株主への委任状説明書や年次報告書など委任状勧誘書面の交付に関して、株主に対する書面交付の通知と書面へのアクセス可能性の確保によって電子媒体による書面交付が有効に成立するという95年通達の基本的な枠組みを維持しながらも、実務上最大の障害となっていた、株主による事前の同意を不要にしようとする点にある。

すなわち、会社が、誰もが無料でアクセス

できるウェブサイト（SEC の電子開示システム EDGAR のサイトを除く）に委任状説明書や年次報告書のファイルをアップロードし、株主総会開催日の 30 日前までに「委任状電子説明書に関する通知」を株主に送付（紙の郵送または電子メール）すれば、委任状説明書等の有効な交付が行われたことになる⁶（規則 14a-3(g)(1)）。

但し、株主が委任状説明書等の書面を紙媒体で郵送する、あるいは電子メールで送付するよう求めた場合には、会社は、2 営業日以内に対応しなければならないものとされる（同規則(g)(7)）。

2. 証券会社等による委任状勧誘書面の交付

会社は、委任状説明書等の書面を直接株主に送ることもできるが、個人投資家を中心に、証券会社や保管銀行の名義（いわゆるストリート・ネーム）で株式を保有しているケースも多く、その場合は、証券会社等を通じて書面の送付を行っている。今回の規則提案は、この場合についても、インターネットを利用した書面交付に関する枠組みの整備を図っている。

会社が、ストリート・ネームで株式を保有している株主に対して、上で述べた「委任状電子説明書に関する通知」とファイルへのアクセス可能性を確保するという方法による電子的な書面の交付を行おうとする場合には、証券会社等に対して、明示的な指図をしなければならない。その場合、会社は、十分な数の「委任状電子説明書に関する通知」を証券会社等に対して、送付期限の 5 営業日前までに交付しなければならない（規則 14b-1(b)(2)）。

ストリート・ネームの株主に対する場合も、書面の電子交付の仕組みは、通常の株主に対するものと基本的に同じである。但し、株主が、紙の書面の郵送やファイルの電子メールによる送付を希望する場合の方法については、

株主が、自らの氏名等を会社に知られることを希望しない場合があることから、会社へ直接請求するのではなく、証券会社等へ請求し、証券会社等が、会社から書面の郵送等を受けるものとされている（規則 14b-1(d)）⁷。

3. 発行者以外の者による委任状勧誘

今回提案された規則改正では、「委任状電子説明書に関する通知」の送付とファイルへのアクセス可能性の確保による電子交付という仕組みは、会社以外の者による委任状勧誘にも利用できるものとされる（規則 14a-3(g)(8)）。

会社の作成する委任状説明書が、全ての株主に必ず届けられなければならないのに対し、いわゆる委任状合戦（proxy contest, proxy fight）に際して自らの株主提案に対する賛同を求める者は、全ての株主に対して勧誘を行わなければならないという義務を負うわけではない。委任状合戦が行われる場合、会社が作成する委任状説明書には、問題の株主提案には反対票を投じるよう求める文言が記載されているので、提案者は、勧誘を幅広く行わなければ、自らの立場が不利になるだけだからである。

そこで、株主提案に関する電子媒体による委任状勧誘に際しては、会社による委任状説明書の送付の場合とは異なり、全ての株主に対する通知を行うことや株主の求めに応じて書面のコピーを送付することなどは必要ないものとされる。

・規則改正案の意義と日本への示唆

SEC は、今回の規則改正が提案通り実現すれば、大量の委任状説明書の印刷や郵送に要するコストが大幅に削減され、公開会社に大きなメリットをもたらすとともに、株主提案を出す者にとっても、効率的な委任状勧誘が可能になるものと期待している。

SEC は、インターネットのような新しい技術は、社会に恩恵をもたらすものであり証券取引においても大いに活用されるべきとのスタンスを基本的にはとりながらも、これまでは、インターネットの普及度が、郵便や電話といった従来のメディアとは相当異なるという現実を踏まえた、慎重な対応をとってきた。前述の解釈通達における委任状説明書の交付に関する解説においても、「会社は全ての登録株主が、インターネット上のウェブサイトを通じて年次報告書や委任状説明書にアクセスできるものと想定してはならない」と述べ、電子媒体による書面の交付は事前に同意した者に対してのみに限られるとしていた。電子目論見書等について、電子的な交付への同意を撤回できるとしたり、投資家から請求があれば直ちに紙の目論見書等を送付しなければならないとしているのも同趣旨からである。

今回の政策転換は、上の通達の表現を借りるとすれば、「会社は全ての登録株主が、インターネット上のウェブサイトを通じて年次報告書や委任状説明書にアクセスできるものと想定して差し支えない」と SEC が判断するに至ったことを示している。世界的に、インターネットの普及はめざましく、今や社会生活に欠かせないツールとなっている。最初の通達から 10 年を経て、SEC が、この現実の変化を受け入れ、政策転換に踏み切ったことの意義は大きい。

日本においても、2001 年の商法改正において、株主総会招集通知や議決権の代理行使のための参考書類・委任状などを電磁的方法によって送付することや書面投票に代わる電子投票が可能となった。但し、これは株主の承諾を得た場合に限り、来年施行される予定の会社法でも、同じ仕組みがとられている（商法 232 条 2 項、会社法 299 条 3 項など）。

米国は、インターネットの母国ということもあり、ネット先進国のイメージが強い。しかし、最近では、日本も、光ファイバー網の

整備や ADSL の普及などで、ブロードバンドの人口普及率では米国を上回っており、しかも業者間の激しい競争の結果、ブロードバンド料金は世界で最も低い水準となっている⁸。もちろん、今回の米国 SEC の提案をそのまま日本にも当てはめるべきかどうかについては議論の余地があるが、今後の日本における制度改革を考えていく上で、大いに参考になることだけは確かであろう。

¹ *Internet Availability of Proxy Materials*, SEC, Release No. 34-52926; IC-27182; File No.S7-10-05 (December 8, 2005).

² Re: Brown & Wood, February 17, 1995, SEC No-Act. LEXIS 281. このノー・アクション・レターや次の解釈通達の内容を含め、SEC の従来の見解や対応について詳しくは、拙著『インターネット・ファイナンス』（日本経済新聞社、1997 年）第 5 章及び拙稿「インターネット時代の証券取引規制」（東京大学大学院法学政治学研究科附属比較法政国際センター比較法政研究シリーズ第 5 号）参照。

³ *Use of Electronic Media for Delivery Purposes*, SEC Release, No. 33-7233; 34-36345; IC-21399 (October 6, 1995).

⁴ 通達の設例(23)。なお、設例(28)では、事前に電子媒体による交付に同意した株主に対して、ウェブサイト上の投票用紙(proxy card)をプリント・アウトして会社に返送するよう求めることは差し支えないとの見解が示されている。

⁵ 「今後交付する全ての目論見書」といった方法で一般的な同意を取り付けることが可能である。

⁶ この仕組みを通じた電子交付の対象となる書面は、次の通りである。株主総会招集通知、委任状説明書、書面投票の投票用紙、情報説明書、年次報告書、その他の委任状勧誘書面、各書面の内容に関する訂正。

⁷ 自らの氏名などアイデンティティを会社側に知られたくないとする株主は、しばしば「非開示実質株主」(objecting beneficial owner: OBO)と呼ばれる。最近、日本では、会社が真の株主の氏名を知りたいとの主張が盛んになっているが、米国では、株主が自らの氏名を会社に対して秘匿する権利が制度的に保障されているのである。

⁸ 総務省『平成 17 年版情報通信白書』84 頁。