

松 山 大 学 論 集  
第 22 卷 第 2 号 抜 刷  
2 0 1 0 年 6 月 発 行

## アメリカにおける株主提案の最近の動向

内 海 淳 一

# アメリカにおける株主提案の最近の動向

内 海 淳 一

- I. はじめに
- II. アメリカの株主提案制度の背景
  - II-1 SEC 規則の形式的要件
  - II-2 これまでの経緯
- III. 判例の検討
  - III-1 「通常の業務執行 (Ordinary Business Operations)」の解釈
  - III-2 付属定款の修正 (Bylaw Amendments)
  - III-3 取締役候補者の指名 (Nominations of Directors)
- IV. 残された課題
- V. おわりに

## I. は じ め に

2005年6月、日本の会社法典が成立（2006年5月1日に施行されたが、組織再編行為に関する部分は1年延期）し、近時のコーポレート・ガバナンスに対する意識の高揚から、株主総会における会社－株主間のコミュニケーションがよりいっそう重視されることになったと思われる。そして、同法施行に際し組織再編行為に対する法規整が1年延期された理由は、株主が会社との対話を無視して容易に敵対的買収を仕掛けることを経営者側がおそれたためにほかならない<sup>1)</sup>。このように、近時は経営者側が株主の利益を無視した過剰な防衛策（たとえば、ポイズン・ピルまたはライツ・プランと呼ばれるものとして、敵対的買収者が現れた場合に新株予約権を既存株主に発行し、その行使を買収者以外に認めることで買収者の持株比率を低下させる方法など）を講じるという、従来の会社法制度になかった現象がみられ<sup>2)</sup>、そこでは株主と会社との紛争が、裁判所に持ち込まれる結果となっている<sup>3)</sup>。

こうした現状を踏まえ、今後はソフトランディング的手法としての株主提案権（会社303条1項・2項・304条本文・305条1項・2項）が行使され、株主・経営陣が一体となった会社運営を図る必要性が高まってくるのではないだろうか。そこで本稿では、アメリカでの株主提案制度<sup>4)</sup>に関する最近の動向に注目して、今後の日本の株主提案権のあり方についての参考に資したいと思っている。

### 注

- 1) 2005年2月、ニッポン放送に対するライブドアの敵対的買収が表面化したことが契機となって、敵対的買収防衛策のための猶予期間が設けられた。
- 2) 2008年6月、アメリカンビールの象徴ともいえるバドワイザーを製造する企業（アンハイザー・ブッシュ社）は、ベルギーのインペプ社の買収提案を受け入れたが、これは従来の日本の企業風土では受け入れがたい事態と思われる。
- 3) 主な事件は、新株予約権が支配権確保のため特定の株主に発行されることは著しく不公正であるとして、その発行差止仮処分が認められたニッポン放送事件（東京高決2005年3月23日判時1899号56頁）、株主割当による新株予約権、いわゆる平時導入・有事発動型（事前警告型）ポイズン・ピルの導入が取締役会で決議されたことに対して、その発行差止仮処分が認められたニレコ事件（東京高決2005年6月15日判時1900号156頁）、5%ルールに基づき株式の大量保有を公表された会社が、事前警告型ポイズン・ピルの導入を公表したのち敵対的な公開買付（TOB）が実施されたので、公開買付完了日前を基準日とする株式分割を取締役会で決議したが、それは公開買付の目的の達成を妨げるものではないとされた日本技術開発事件（東京地決2005年7月29日判時1909号87頁）、株式公開買付を行った株主の持株比率を低下させる目的で新株予約権の株主割当が株主総会で決議されたが、株主の共同利益のためであれば公開買付者に対し異なる取り扱いを行っても株主平等原則に反せず適法とされたブルドックソース事件（最決2007年8月7日民集61巻5号2215頁）など。
- 4) アメリカの株主提案も日本の株主提案と同じく会社法上認められた権利であるが、実際には会社のコスト（負担）で行われることを想定しているため、アメリカの株主提案に対する規制は、その行使の排除に実質的な重点が置かれていることから、日本のように形式要件を具備すれば株主提案権をほぼ確実に行使できる状況（拒絶事由は、会社304条但書参照）と異なり非常に限られた手法となっている。

## II. アメリカの株主提案制度の背景

### II-1 SEC 規則の形式的要件

アメリカの株主提案<sup>5)</sup>は、日本の株主提案権と同様に形式的要件を満たす必要がある。すなわち、株主提案は、まず適格要件として、議決権を有する株式が1パーセント以上または時価総額2,000ドル以上で、かつその株式を1年以上保有する株主でなければならず(14a-8(b)(1))、また手続的要件として、株主提案の内容(提案は1つのみで、その説明・理由など含めた場合でも500語以内)は、原則的に年次総会のための委任状説明書の発送日(前年度の日付を基準)の120日前までに会社に提出しなければならない(14a-8(c)・(d)・(e)(2))。日本では、公開会社の場合、原則として総株主の議決権の100分の1以上または300個以上の議決権を6ヶ月以上保有する株主であれば、総会期日の8週間前までに株主提案権(議題・議案)を請求することができる<sup>6)</sup>(会社303条2項・305条1項。ただ、提案の個数については、明文規定が存在していないので、複数の提案も可能と思われる)。アメリカの方が日本よりも早めに会社に対し請求しなければならないこととなっているが、これは、会社が株主提案をめぐりSECに対しノーアクション・レター<sup>7)</sup>(会社が発送する委任状説明書などの資料から株主提案を除外しても、SECは制裁措置を発動しないと考えられている内容の書面)の発行を求める期間を考慮しているためであろう。そして、このノーアクション・レターが発行されるか否か(株主総会の議題・議案として採用されるか否か)がアメリカの株主提案における最大の争点となっており、その意味で、SECの裁量に委ねられているともいえよう。ただ、このノーアクション・レターは、SEC(企業財務局)のスタッフが発行するものであって法的拘束力を有するものではない。すなわち、ノーアクション・レターは、SECとしての公式見解ではないが、実際にはこれまでの個別事案の集積により株主提案問題の中心的役割を担うものであって、司法判断においてしばしば引用される重要かつユニークな実務的地位を占めているものである<sup>8)</sup>。そこで、次節では株主提案をめぐる株主-会社-SEC間のこれまでの経

緯を概説することとする。

## Ⅱ-2 これまでの経緯

近時、アメリカの株主提案は、コーポレート・ガバナンスの発展に多大の影響を与えているといえる。すなわち、社会派活動家の株主提案 (social activist proposals) では、会社が不当な低賃金労働者 (sweatshop labor) を雇っていないか、またはそうした取引先から製品を購入していないかについての調査・開示を要求したり、エネルギー消費に対する調査・報告、環境問題に対する会社としての見解などを求めている<sup>9)</sup>。このような株主は、社会的責任投資<sup>10)</sup> (social responsible investment/SRI) を行う組織 (SRI investors/主に宗教社会に属する投資家グループや聖職者の年金基金、労働組合、環境団体など) として、とりわけタバコやギャンブル、アルコール、軍事兵器、避妊・中絶避妊薬と関係のない商品やサービスを提供している会社に投資を行っており、こうした SRI による資産は巨額となっている<sup>11)</sup>。つまり、株主側が投資先の会社の重要な資金源となって会社をコントロールすることにより、企業価値の向上を目指したコーポレート・ガバナンスに対する間接的影響力を強めているといえる。

一方、コーポレート・ガバナンスに対する直接的な株主提案では、SRI とは通常関係なくカリフォルニア州公務員退職年金基金 (CalPERS) やニューヨーク市職員退職年金基金 (NYCERS)、ウィスコンシン州投資局などが、付属定款記載の敵対的買収防衛策となるポイズン・ピル条項の廃止や CEO (最高経営責任者) と取締役会議長の分離を要求している<sup>12)</sup>。このような行動派株主 (shareholder activists) は、企業価値の最大化と堅実な企業買収市場を前提としたガバナンスを追求している<sup>13)</sup>。

周知のように、株主提案制度に対する法規制は、沿革的にみれば、1934年証券取引所法 (Security Exchange Act of 1934) に基づき、1942年に具体的な SEC 規則 14a-7 (現 14a-8) として規律されることとなったものである<sup>14)</sup>。すなわち、SEC は、提案内容が株主総会の「適切な議題 (proper subject/14a-8(i)(1))」かどうか

か、現実的には会社の委任状資料に含めることができるかどうかについて、株主－会社間の調整を行っており、さらに「適切な議題」の具体的な解釈規則として、1954年に「通常の業務執行（ordinary business operations/14a-8(i)(7)）」に関する株主提案は委任状資料から除外できることとしている。これは、日常的に行われる業務を会社法上の経営権限とすることにより、この権限に抵触する株主提案が「適切な議題」に当たらないことを示すものである<sup>15)</sup> それゆえ、株主提案は、前述のように形式的要件を満たしても実体的要件を備えていなければ意味がないといえよう<sup>16)</sup> 実際上も、今日的な意味、つまり社会運動の一環として株主提案がなされた最初の事案は、1968年のダウ・ケミカル社に対しベトナム戦争で自社のナパーム弾が使われないよう定款修正案を委任状資料に含めることを求めるものであった<sup>17)</sup> この株主提案は、結果的には成功しなかったが、行動派株主はその潜在能力の大きさを知ることとなり、以後最近に至るまで、提案内容が株主総会において実際に可決されることよりも、株主提案を行うことによって経営者側とさまざまな社会的あるいはガバナンスの問題を議論することができ、また他の株主に対しても問題意識を持ってもらう手段として有意義であると考えられてきている<sup>18)</sup> これに関して、SECは、1972年以降、たびたび通牒を発し「通常の業務執行」により除外できる範囲を拡大させ混乱を引き起こしたという経緯がある<sup>19)</sup> とくに、1995年のCracker Barrel事件<sup>20)</sup> は、その後の株主提案制度に対し大きな影響を与えたといえる。この事案は、ニューヨーク市退職者年金基金（NYCERS）が、同性愛者に対する雇用差別を禁止する株主提案をCracker Barrel社に行ったもので、SECは、当初このような雇用機会均等に関する事柄について、従来の解釈基準（重要な方針に関わる問題は、委任状資料から除外することができない）からすればCracker Barrel社の要求に対しノーアクション・レターを発行しないと思われたが、結果的には発行した。そこで、NYCERSは、SECに対して従来の解釈基準に従うことを求めて提訴した。このCracker Barrel事件における裁判所の判断の重要な点は、会社の委任状資料から除外することができる「通常の業務執行」のSECの解釈基準が不

明確である、ということであった<sup>21)</sup> SECは、Cracker Barrel事件判決後、「通常の業務執行」の適用基準として、①日常の業務権限に関する内容の株主提案(たとえば、従業員の雇用・昇進・解雇、製品の品質・生産量、仕入先の確保)は委任状資料から除外することができるが、それが重大な社会問題 (significant social policy issues) を含むもの(たとえば、差別問題に繋がるもの)であれば除外できない、②専門的な判断ができる立場にない株主が、会社に対し高度なレベルを必要とする緻密な業務内容 (micro-manage) の株主提案を行う場合は、委任状資料から除外することができる旨の通牒を公表した<sup>22)</sup> しかし実際には、その後もSECの裁量に委ねられている部分が大きかったといえる。このように、SEC規則の実質的意義は、株主提案を会社のコスト(負担)による委任状資料から排除できることにあり、かりに株主提案が会社の委任状資料に含まれなくても当該株主は別途自費で行うことができるわけであるが、現実的であるとはいえない<sup>23)</sup>

ところが、エンロンやワールドコム事件により、いわゆるコーポレート・ガバナンスの失敗および行動派株主が洗練<sup>24)</sup>されたことで、2003年にはカバナンスに対する株主提案が増大し、さらに株主総会でこれを支持する株主も増加したことは劇的な変化であったといえる<sup>25)</sup> また、SECは、1940年投資会社法 (Investment Company Act of 1940) に基づくあらたな規則<sup>26)</sup>を2003年に公表(2004年8月施行)し、これによりミューチュアル・ファンド(複数の投資家から集めた資金をまとめて運用するアメリカの投資信託)のマネージャーは、その運用先の各会社の株主提案に対する賛否を投資家に開示することとなり、ますますコーポレート・ガバナンスに対する関心が高まった<sup>27)</sup>

このようにして、従来の株主提案を委任状資料から除外された株主とSECとの論争が、あらたな展開として株主と会社の直接的な論争へと発展しているのである。

#### 注

5) 株主提案に関するSEC規則 (Rules & Regulations) については、17 C. F. R. § 240.14a-

- 8 以下参照。
- 6) 公開会社でない取締役会非設置会社の株主提案権は、単独株主権であり（会社 303 条 1 項）、また公開会社でない取締役会設置会社の場合は、総株主の議決権の 100 分の 1 または 300 個以上の議決権を有する株主に認められた少数株主権である（会社 303 条 2 項・3 項・305 条 1 項・2 項）。
  - 7) ノーアクション・レターの一般的な手続きに関しては、Thomas P. Lemke, *The SEC No-Action Letter Process*, 42 Bus. Law 1019 (1987), 藤田浩「米国 SEC ノーアクション・レター手続の概要」商事法務 1574 号（2000 年）45 頁参照。
  - 8) D. Gordon Smith & Cynthia A. Williams, *BUSINESS ORGANIZATIONS Cases, Problems, and Case Studies* (2d Edition), Aspen Publishers, at 464 (2008).
  - 9) *Id.* at 460.
  - 10) 首藤恵「機関投資家のコーポレート・ガバナンスと社会的責任投資—英国の経験—」経済学論纂（中央大学）43 巻 3・4 号（2003 年）177 頁では、SRI とは「社会的責任を果たす企業を支持する投資」と広く定義され、①市場における売買により投資対象を選別する方法（スクリーニング）、②株主として投資先企業の経営に関与する方法（株主行動）に大別されている。また、SRI の詳細については、仮屋広郷「社会的責任投資に関する一考察」一橋法学 4 巻 2 号（2005 年）75 頁参照。
  - 11) *supra* note 8), at 460-61.
  - 12) *Id.* at 461.
  - 13) *Id.*
  - 14) 内海淳一「米国における株主提案規制の在り方」平成法学 6 号（2003 年）29-30 参照。
  - 15) Kevin W. Waite, *The Ordinary Business Operations Exception to The Shareholder Proposal Rule: A Return to Predictability*, 64 Fordham Law Rev. 1253, 1262 (1995).
  - 16) この点は、日本と大きく異なっている。すなわち、日本の会社法 304 条但書では、拒絶事由として、当該議案が法令・定款に違反する場合または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（定款による引き下げ可能）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となっている。
  - 17) *supra* note 8), at 461.
  - 18) *Id.*
  - 19) 内海・前掲注 14) 30 頁以下参照。
  - 20) *New York City Employee's Retirement Sys. v. SEC*, 45 F. 3d 7 (2d Cir. 1995).
  - 21) 内海・前掲注 14) 32 頁。
  - 22) *Amendments to Rules on Shareholder Proposals* (SEC Release No. 34-40018), 63 Fed. Reg. 29106, 29108 (May 28, 1998).
  - 23) *supra* note 8), at 463.
  - 24) つまり、カリフォルニア州公務員退職年金基金 (CalPERS) やニューヨーク市職員退職



年金基金（NYCERS）などの機関投資家が、社会的責任投資家（SRI investors）と同様、その強大な資金力を背景に投資先のコーポレート・ガバナンスに対する重要性を認識し、その専門的知識・経験を備えるようになったことを意味している。

25) *supra* note 8), at 461-62.

26) 17 C. F. R. § 270. 30b1-4.

27) *supra* note 8), at 462. 日本においても投資信託協会は、2010年5～6月の株主総会から加盟する投資信託委託会社（運用会社）に対し、投資先企業の議決権の行使状況を個別に開示することを義務づけた。

### Ⅲ. 判例の検討

#### Ⅲ-1 「通常の業務執行（Ordinary Business Operations）」の解釈

株主提案をめぐる争いは、従来、この「通常の業務執行」の適用の有無が中心となっていたと思われるが、さらなる問題提起となる判例が出現した。

#### APACHE CORPORATION v. NYCERS<sup>28)</sup>

##### 【事実の概要】

本ケースにおける Apache 社は、デラウェア州で設立され天然ガスや石油などの調査・開発・精製を行っており、ヒューストン（テキサス州）をその活動拠点としているエネルギー会社であり、紛争の相手方は、NYCERS（ニューヨーク市職員退職年金基金）など5つの公的年金基金およびその管理・運用受託者の NYC. Comptroller（ニューヨーク市会計検査院）である。

2007年10月29日、NYC. Comptroller は、Apache 社に対し雇用の性的差別撤廃に関する株主提案を行い、これを翌年5月開催の年次総会の委任状資料に含めることを求めた。具体的には、以下のような禁止すべき10原則に基づき会社が雇用機会均等方針を実践する内容の株主提案であった。

- ① 会社の雇用政策として性的志向やジェンダー・アイデンティティーに基づく差別を禁止する。
- ② 全従業員に対し会社の差別禁止の雇用政策を周知させる。
- ③ 各従業員の実績や健康状態、地位、能力に基づく差別をしない。

- ④ 従業員の福利厚生について性的志向やジェンダー・アイデンティティーに基づく差別をしない。
- ⑤ 性的志向やジェンダー・アイデンティティーの問題は、社会人相互理解教育プログラムに含める。
- ⑥ 性的志向やジェンダー・アイデンティティーに基づく社内グループに対する差別をしない。
- ⑦ 会社の広告・宣伝として性的志向やジェンダー・アイデンティティーに対する否定的な表現を避ける。
- ⑧ 会社の広告・宣伝およびマーケティング活動において性的志向やジェンダー・アイデンティティーに基づく差別をしない。
- ⑨ 製品およびサービスの提供において性的志向やジェンダー・アイデンティティーに基づく差別をしない。
- ⑩ 慈善寄付活動について性的志向に基づくグループ・組織をその対象から排除しない。

2008年1月3日、Apache社は、SEC規則14a-8(i)の手続きに従ってSEC企業財務局に対しノーアクション・レターの発行を求めた。その理由として、当該提案内容がSEC規則14a-8(i)(7)の「通常の業務執行 (ordinary business operations)」に当たるため、会社が株主に送付する委任状説明書などの資料から除外できると主張している。そして、SECスタッフは、同年3月5日、Apache社に対しノーアクション・レターを発行し、これを受けてApache社は、同年3月31日、当該株主提案を除外した年次総会の委任状資料を発送した。

ところが、Apache社は、同年4月8日、SEC規則14a-8(i)(7)に従って当該株主提案を委任状資料から除外したことが適法である旨の宣言判決<sup>29)</sup> (declaratory judgment) の申立てを裁判所に対して行った。

#### 【判旨】

「当裁判所は、SEC規則14a-8(i)(7)に従って適法に当該株主提案が委任状説明書から除外されたものと判断する」

## 【検討】

「通常の業務執行」についての SEC の解釈基準は、1995 年の Cracker Barrel 事件と同種の内容、すなわち同性愛者に対する雇用差別を禁止する株主提案と同じように社会的方針に関わる内容が含まれていれば、「通常の業務執行」に当たらないとして委任状資料から除外できないこととなった<sup>30)</sup>。しかし、社会的問題か否かを判断するに際しては、SEC に裁量の余地が残されており、また社会的問題が含まれていなくても、それが「通常の業務執行」に該当するか否かについて、依然として SEC は個別的に仲介的役割を果たしてきている。

ところが、Apache 事件では、SEC 規則 14a-8(i)(7)に基づき適法に Apache 社が当該株主提案を委任状資料から除外した旨の宣言を裁判所に求めることで、さらなる法的補強を試みたのである。前述のとおり、SEC スタッフにより発行されたノーアクション・レターは法的拘束力を有していないため、厳密に言えば会社は法的には不安定な状態にあるといえる。すなわち、会社は SEC に対しては一応安心できる状況にあっても、提案株主に対しては訴訟を提起される危険性にさらされている。そこで、こうした不安定さを一掃することは、会社にとって大きな課題となるわけである。ただ、このケースのポイントは、ノーアクション・レター発行の判断過程において問題となる点が存在していたことである。したがって、裁判所が Apache 社の主張を認めて SEC の判断を肯定したことは、今後の「通常の業務執行」の解釈・運用に影響を及ぼす可能性が非常に大きいと思われる。

SEC スタッフは、Apache 社に対するノーアクション・レター発行の理由として、当該株主提案で掲げられている禁止すべき差別の 10 原則のうち、いくつかは「通常の業務執行」に該当すると判断している<sup>31)</sup>。すなわち、当該 10 原則には、「通常の業務執行」とそうでないものが并存していたのである。したがって、1 つでも「通常の業務執行」に抵触すれば、株主提案全体が認められないかどうかは議論の余地があると考えられる。これを敷衍すると、本来の目的からすれば株主提案として認められる内容であっても「通常の業務執行」に

関わる事柄が僅かでも含まれていれば、ノーアクション・レターが発行される可能性があるということである。裁判所は、具体的に原則①～⑥は雇用差別に関わるものであるが、⑦～⑩は「通常の業務執行」に対する会社の差別的行為を禁止するものであると述べている<sup>32)</sup> かりに原則⑦～⑩が社会的方針に関わるものであったとしても、それらは会社に対し高度なレベルで緻密な業務を要求する株主提案として容認できないとも述べている<sup>33)</sup> 結局のところ、NYCERSらは、当該10原則に倣って(すなわち、10原則は単なる例示として)雇用機会均等方針を実践することをApache社に求める株主提案を行ったのではなく、Apache社に10原則を採用することを求める株主提案を行うことにより雇用機会均等方針を実践させることにあった旨が裁判所に認定され<sup>34)</sup> しかもこの10原則のすべてが「通常の業務執行」に抵触してはならないというのである<sup>35)</sup>

従来、株主提案の内容が「通常の業務執行」であるかどうかは二者択一的に判断されていたものと考えられていたが、本ケースを契機として提案内容の一部が「通常の業務執行」に関わっている場合の可否について考える必要性が生じているのではないだろうか。ひいては、この「通常の業務執行」による除外規定自体の廃止を含めた議論の可能性も考えられる<sup>36)</sup>

### Ⅲ-2 付属定款の修正 (Bylaw Amendments)

株主は、会社の根本規則である付属定款を修正する権利を当然に有しており、それを株主提案として行使することが可能である。そして、実際上も、最近ではこうした株主提案が見受けられるが、しかし現実問題として、付属定款の修正を求める株主提案の内容如何によっては会社負担でこれを総会に提出することができない場合もありうる。すなわち、その提案内容が株主提案全般に関わってくる本則の会社法で認められている「適切な議題」に抵触すると解釈されて、SEC規則14a-8(i)(1)により会社の委任状資料から除外されるおそれも考えられる。このSEC規則の趣旨は、各州会社法が取締役に経営権限を与えていることから、その侵害により取締役を拘束する内容の株主提案を排除す

ることにあるわけであるが<sup>37)</sup>しかし付属定款の修正に関する「適切な議題」の解釈をめぐり、SECが時により苦慮している事例も散見される<sup>38)</sup>そこで、この問題に対し裁判所も苦悩したBebchuk事件について概観することとする。

### BEBCHUK v. CA, INC.<sup>39)</sup>

#### 【事実の概要】

ハーバード大学ロー・スクール教授であるLucian A. Bechukは、2006年3月23日、株主としてCA社（ソフト開発会社）に対し、付属定款を以下のように修正する株主提案を行った。すなわち、その内容は、①株主総会の承認がない場合、ライツ・プラン（ポイズン・ピル）の導入・期間延長・廃止には取締役会決議での全会一致を求める、②ライツ・プランの期間は、導入後または延長後1年間とする、というものであった。

CA社は、同年4月21日、SEC（企業財務局）スタッフにノーアクション・レターの発行を求めたが、このCA社の対応にBebchukは直ちに訴訟を提起し、株主提案内容の修正付属定款が会社法（デラウェア州）に違反しないことの宣言判決を求めた。さらに、CA社が行ったノーアクション・レターの要求を撤回すること、および今後CA社が当該付属定款修正の株主提案を争うため会社法上の他の措置を講じないことをも請求した。

SECのスタッフは、同年6月5日、この訴訟の行方を見守るため、CA社に対しノーアクション・レター<sup>40)</sup>の発行を拒絶した。

#### 【判旨】

「付属定款修正の株主提案が、取締役会権限において採用したライツ・プランに対する制限として、デラウェア会社法に違反するかどうかについては疑問の余地がある。なぜなら、当該株主提案は株主総会でいまだ承認されておらず、また当裁判所の管轄とすべき司法的根拠がこれまでないことから、この問題についての法的判断は、未だ成熟性（ripeness）がないとして時期早尚である」

#### 【検討】

デラウェア衡平法裁判所は、このケースがまだ確定した状況でない、した

がって、仮定条件のもとでは司法判断できないとして現時点での裁判所の限界を示し、裁判上確立された成熟性の理論<sup>41)</sup> (ripeness doctrine)により請求を棄却した。この成熟性の判断は、連邦法および州法に共通した理論であり、その適用は慎重になされている<sup>42)</sup>

本ケースは、Bebchukが株主総会の権限である付属定款の修正を株主提案としてCA社に求めたのに対し、CA社が修正された定款の記載は取締役の経営権限に抵触するとしてSECスタッフに対しノーアクション・レターの発行を求めたことから、株主総会権限と取締役会権限が衝突する会社法上の争いとなったものである。すなわち、デラウェア会社法では、ライツ・プランの導入権限は取締役会にあると規定されていることから、その侵害となるような変更ないしは導入等の決定方法を株主総会権限である付属定款の修正において実行できるかどうか争点となったものである。なぜなら、取締役会におけるライツ・プラン導入権限は、実際にそれを発動する段階において、付属定款の制約を受けないか否かが明確でないからである<sup>43)</sup> 本ケースのキーポイントは、当該株主提案が株主総会で可決されていないことであり、裁判所は、本株主提案が成功するかどうか不確実な状態にあることを重視し、この不確実な状態は、裁判所が法的判断をする際の障害、すなわち未成熟であると述べている点である。したがって、株主提案の内容が明らかに無効といえる場合や株主総会で可決される見込みがほとんどないような極端な場合であれば、裁判所は法的判断を下したかもしれないが、実際に争点となっている事柄についてそれを証明できる根拠は見出しがたいように思われる<sup>44)</sup> 判旨によれば、裁判所が判断できる場合は、株主提案が株主総会で可決されたのちということになるであろう。ちなみに、ポイズン・ピルの発行に関する取締役会と株主との合意については、デラウェア会社法において有効と判断されているケースもあるが<sup>45)</sup> これは、取締役会がその権限の制限に同意した場合なのであって、取締役会が望まない権限の制限について株主提案で強行できるか否かについては別次元の検討が必要になると思われる。

従来、株主提案をめぐることは、SEC 規則においてその可否が争われてきたが、このケースのように会社法上の権利を持ち出すことによって、株主提案制度上あらたな問題点が露呈することとなったといえよう。すなわち、付属定款を修正するという株主提案は、これまでの直接経営に関わる内容とは明らかに異なり、株主総会権限である付属定款の修正をその内容に含めることにより、株主総会への提出の可能性を高めており、したがって、こうした付属定款修正の株主提案は、直ちに排斥することはできないと考えられるが、ただ株主総会と取締役会の権限分配が明確に区別されていないグレーゾーンにおいては、その衝突を誰がどの段階で判断するかが焦点になるように思われる。ただ、SEC が事前の利害調整役を担うとしても、会社法または SEC 規則の根拠規定が必要となるのではないだろうか。とくに、SEC 規則において、会社法上の付属定款に関する株主総会権限に何らかの制限を加えることは困難と思われ、むしろ問題は、SEC 規則ではなく会社法の根本的問題として解決すべきものなのかもしれない。したがって、各州の会社法において株主総会または取締役会の権限として規定することも考えられよう。

結局、Bebchuk 事件で判明したことは、これまで株主提案に関しては連邦レベルの SEC 規則のみで対処してきたことに限界が生じたことである。現在、同種の株主提案に対する SEC スタッフのノーアクション・レターの発行は、この事件を境に停止されているようである。この SEC 規則と各州会社法の融合による一元的解決が困難であれば、州法レベルの会社法が関与すべきあらたな事態が発生したと考えざるを得ない。

### III-3 取締役候補者の指名 (Nominations of Directors)

SEC は、エンロンやワールドコム事件後、健全なコーポレート・ガバナンスを確保するために取締役の選任に関し SEC 規則 14a-8(i)(8)の改正案 (2003 年 10 月) を公表した<sup>46)</sup>。すなわち、一定要件のもとで取締役選任の株主提案を認めるものであった<sup>47)</sup>。この改正案に対する賛否両論の状況のなか、2006 年 9 月

5日、一石を投じる判決が下された。

### AFSCME v. AMERICAN INTERNATIONAL GROUP<sup>48)</sup>

#### 【事実の概要】

American Federation of State, County & Municipal Employees (以下、AFSCMEとする)はアメリカ有数の労働組合であり、その年金資金で保険・金融の多国籍企業である American International Group (以下、AIGとする)の普通株式(26,965株)を保有している。

2004年12月1日、AFSCMEは、AIGに対し一定条件のもとで株主の指名した取締役候補者を取締役会による取締役候補者とともに年次総会の委任状説明書に含めることができるよう付属定款を修正する旨の株主提案を行った。AIGは、SEC規則14a-8(i)(8)により取締役等の選任に関する株主提案は委任状説明書から除外できることになっているので、この株主提案は除外することができるとして、SECに対しノーアクション・レターを発行を求めた。

2005年2月14日、SEC企業財務局は、AIGの要求どおりにノーアクション・レターを発行したため、AFSCMEは、当該株主提案をAIGの次期年次総会の委任状説明書に含めることを求めて提訴(一審敗訴)した。

#### 【判旨】

破棄差戻し。

「株主提案による取締役候補者を議決権行使書など会社の委任状資料(proxy materials)から除外することができるかどうかの問題点は、…SEC規則14a-8(i)(8)の規定自体の曖昧さのみならず、SECによる二通りの異なる解釈が存在することにある。…したがって、当該株主提案は、SEC規則に基づいて会社の委任状資料から除外することはできない」

#### 【検討】

従来、株主が直接的に取締役の選任を要求する株主提案は、SEC規則によって実質的に会社側はそれを拒絶することが可能であった。そこで、株主側は、あらたな手法として株主の指名による取締役候補者を認めるよう付属定款



を修正する旨の株主提案を行ったのが本ケースである。

そこで、裁判所は、株主が指名した取締役候補者を委任状資料に含めることができるようにする付属定款修正の株主提案が、委任状資料から排除できるとする SEC 規則 14a-8(i)(8)の「選任に関する (relates to an election)」という文言に当たるかどうかについて検討を行った。その際、判断材料とされたのが、当裁判における SEC の主張内容および SEC 規則 14a-8(i)(8)に関する最新の 1976 年の SEC 通牒<sup>49)</sup> (以下、1976 Statement とする) である。

SEC は、当該裁判において、当該株主提案が現取締役である候補者に対する反対運動や株主側による取締役候補者を委任状資料に含める手段とするために SEC 規則 14a-8(i)(8)が該当しないとして利用されるのであれば、それにより選任合戦 (contested elections) に陥ることとなるので、このような株主提案は当該規則の「選任に関する」の範疇に含まれると述べている<sup>50)</sup> したがって、この解釈によれば、AFSCME の付属定款修正の株主提案は委任状資料に含める手段となるので、SEC 規則 14a-8(i)(8)に該当し委任状資料から排除することが可能となるわけである<sup>51)</sup>

しかし、1976 Statement では、会社機関の選任 (corporate elections) に関する SEC 規則 14a-8(i)(8)の除外規定は、本来は選任運動や機関その他法人組織の選任行為に対する修正に繋がるものではないと解釈されていたのである<sup>52)</sup> なぜなら、会社側による取締役の選・解任に対し会社以外の者がそれに反対して委任状勧誘を行う場合は、SEC 規則 14a-11 (現 14a-12) による開示規定が存在するためとされていたからである<sup>53)</sup> このように取締役の選任運動が想定されている以上、これを理由として SEC 規則 14a-8(i)(8)により除外することは無理ではないだろうか。

そこで、裁判において SEC は、1976 Statement の意味として、SEC 規則 14a-8(i)(8)の除外規定は、SEC 規則 14a-11 を含めた他の委任状規定の適用の場合を除き、一般的に選任の修正に繋がるものではないとのやや苦しい解釈を展開し<sup>54)</sup> さらに、こうした解釈を踏まえて、株主側の取締役候補者を委任状資料

に含めることによって直ちに、または将来的に選任合戦となるのであれば、SEC 規則 14a-8(i)(8)に従って株主提案を除外することができる」と主張した<sup>55)</sup> この点に関し裁判所は、SEC 規則 14a-11 を代替的株主提案と捉えるのであれば、それはトリガー規定、すなわち会社側の候補者に反対する場合なので、会社側に対峙して株主側の候補者を株主提案として行えば SEC 規則 14a-8(i)(8)により除外できると述べている<sup>56)</sup> しかしながら、本ケースにおけるように会社側の候補者に反対するという意味を有しない取締役の選・解任に関し付属定款を修正して委任状勧誘を求めることは、SEC 規則 14a-11 の射程外であり、同様のことが株主提案についてもいえるとしている<sup>57)</sup>

本件裁判所の判断によれば、1976 Statement は、明らかに取締役の地位を会社側と争う場合の株主提案について制限を加える趣旨であり、選任合戦となるような手続変更を求める株主提案は除外できるとする解釈を排除するものであった<sup>58)</sup> また、1976 Statement の4ヶ月後にあらたな通牒<sup>59)</sup> が公表され、そこにおいて累積投票や取締役としての一般的条件などに関する株主提案は、SEC 規則 14a-8(i)(8)の「選任に関する」範囲に含まれないとされている<sup>60)</sup> したがって、1976 Statement がこれ以降の SEC 企業財務局の見解となり、選任合戦となるような株主提案を除外できるかもしれないとの認識は、1990 年までなかったのである<sup>61)</sup>

こうした状況において、当該裁判での SEC の規則 14a-8(i)(8)に対する解釈は、1976 Statement と矛盾しており、また 1976 年の立場を変更した形跡もみられないにも拘らず、1990 年以降、1976 Statement の誤った解釈が適用され、ノーアクション・レターが発行されてきたと断定している<sup>62)</sup> それゆえ、SEC における最新の解釈基準となる 1976 Statement が該当するのは特別な状況での選任の場合であり、本件 AFSCME のような一般的な選任手続きを求める株主提案の場合には当てはまらないと判示している<sup>63)</sup> ただ、このケースのポイントは、1976 Statement の解釈上の問題として争われており、取締役選任に関する一般的手続修正（付属定款）を求める株主提案の是非についての判断は、SEC

の管轄であると裁判所は述べている<sup>64)</sup>

AFSCME 事件判決後、早速 SEC は、規則 14a-8(i)(8)を明確化するための通牒<sup>65)</sup>を発したが、それは AFSCME と同様の株主提案を委任状資料から除外できるとする内容、すなわち当該判決を拒絶するものであった。結局、SEC のあらたな解釈基準によって事態収拾は図られたが、前述のⅢ-2と同様、SEC が管轄する取締役選任に関する株主提案と会社法上の株主総会権限による付属定款修正との調整の問題が依然として残っているように思われる。さらに、株主提案による取締役候補者の指名を一定条件のもとで認めようとする動きがこれで沈静化したとも考えられない。

#### 注

28) 2008 WL 1821728 (S. D. Texas Apr. 22, 2008), 2008 U. S. Dist. LEXIS 32955 (S. D. Texas Apr. 22, 2008).

29) アメリカの宣言判決は、日本の確認判決に類似している。

30) 内海・前掲注14) 33頁。

31) *supra* note 28), at \*3 (WL).

32) *Id.* at \*6 (WL).

33) *Id.* 本文Ⅱ-2 参照。

34) *Id.*

35) *Id.*

36) Douglas M. Branson, Joan MacLeod Heminway, Mark J. Loewenstein, Marc I. Steinberg, Manning Gilbert Warren III, BUSINESS ENTERPRISES:LEGAL STRUCTURES, GOVERNANCE, AND POLICY Cases, Materials, and Problems, LexisNexis, at 301 (2009).

37) *supra* note 8), at 463. したがって、経営権限に関する内容の株主提案であっても取締役を拘束しない勧告・提言は許される、と SEC は判断している (SEC 規則 14a-8(i)(1) note)。

38) *Id.* at 473.

39) 902 A. 2d 737 (Del. Ch. 2006), 2006 Del. Ch. LEXIS 118 (Del. Ch. Jun. 22, 2006).

40) CA, Inc., SEC No-Action Letter, 2006 WL 1547985, at \*1 (Jun. 5, 2006).

41) とくに宣言的あるいは差止的な争いにおいて、裁判所による法的判断を受けるには紛争が十分成熟していなければならないこと。したがって、紛争がまだ抽象的な場合は、この理論により司法判断が回避される。

42) *supra* note 39), at 740 (A. 2d).

- 43) *Id.* at 743.
- 44) *Id.* at 742.
- 45) *Unisuper Ltd. v. News Corp.*, 2005 WL 3529317 (Del. Ch. Dec. 20, 2005), 2005 Del. Ch. LEXIS 205 (Del. Ch. Dec. 20, 2005).
- 46) *Security Holder Director Nominations* (SEC Release No. 34-48626), 68 Fed. Reg. 60784 (Oct. 23, 2003).
- 47) 2003年改正案の具体的な経緯・内容については、吉行幾真「取締役の選任に関する株主提案権－米国SEC規則改正案を中心に－」一橋論叢 133巻1号(2005年)54頁参照。
- 48) 462 F.3d 121 (2d Cir. 2006), 2006 WL 2557941 (2d Cir. Sep. 5, 2006), 2006 U.S. App. LEXIS 22653 (2d Cir. Sep. 5, 2006).
- 49) *Proposed Amendments to Rule 14a-8* (SEC Release No. 34-12598), 41 Fed. Reg. 29982 (Jul. 20, 1976).
- 50) *supra* note 48), at 126 (F.3d).
- 51) *Id.*
- 52) *Id.*
- 53) *Id.*
- 54) *Id.* at 127.
- 55) *Id.*
- 56) *Id.*
- 57) *Id.* at 127-28.
- 58) *Id.* at 128.
- 59) *Adoption of Amendments Relating to Proposals by Security Holders* (SEC Release No. 34-12999), 41 Fed. Reg. 52994, (Dec. 3, 1976).
- 60) *supra* note 48), at 128 (F.3d).
- 61) *Id.*
- 62) *Id.* at 129.
- 63) *Id.* at 129-30.
- 64) *Id.* at 131.
- 65) *Shareholder Proposals Relating to the Election of Directors* (SEC Release No. 34-56914) 72 Fed. Reg. 70450 (Dec. 11, 2007).

#### IV. 残された課題

以上、アメリカの株主提案について、その最近の行使状況をみてきたが、ここでは提案内容の複雑・巧妙化につれてSECによる調整が困難な状況に追い

込まれているように感じられる。実際、SECは、ノーアクション・レターの要求を事実上認める場合に、「意見なし (no view)」・「何ら意見表明せず (not to express any view)」のような文言での対応も行っているが<sup>66)</sup>、他方コーポレート・ガバナンスの重要性の観点からは、提案内容のいっそうのレベル・アップが求められるであろう。したがって今後は、SEC規則の解釈・運用のみならず、各州会社法における株主提案に関する株主総会と取締役会の権限分配についても検討を要する時期が到来したと考えられる。株主総会で定款修正の株主提案が可決されても、その実行により取締役会権限を侵害することになれば、事後的に会社法違反となることも十分ありうるからである。

また、取締役候補者の指名に関する株主提案については、AFSCME判決後、その取締役候補者を委任状資料に含めることによって直ちに、または将来的に選任合戦となることをSECは望んでいないとの見地から、委任状資料からこれを除外できると解されてきている。こうしたSECの立場では、株主側が取締役候補者を指名することを含め取締役選任に関しその方法や手続きなどの株主提案が事実上困難となっていたが、2009年6月、この問題についてSECは2003年以来の改正提案<sup>67)</sup>を行い、委任状規定が適用される公開会社および投資会社において、株主による取締役候補者を会社の委任状資料に含めることができる権利を認めようと試みている。今後、この改正提案の動向を注視しなければならないが、SECはこの問題に対し真剣に対処しているようである。

#### 注

66) 内海・前掲注14) 38頁。

67) Facilitating Shareholder Director Nominations (SEC Release No. 33-9046) 74 Fed. Reg. 29024 (Jun. 18, 2009).

## V. お わ り に

既述のように、現在アメリカの株主提案に関する動きは、大きな転機を迎えようとしており、SEC規則および会社法（とくにデラウェア会社法）は、ともに今後の方向性を見据えた法的枠組みの再構築に乗り出しているのではないだろうかと思われる。

一方、日本の株主提案権は、アメリカのそれと異なり、株主総会権限である定款変更案としてほぼ確実に行使されており、取締役会等の経営権限との分配が十分に確立されていないように思われる。さらに、役員報酬の個別開示<sup>68)</sup>や投資信託委託会社の議決権行使状況の個別開示<sup>69)</sup>などディスクロージャー制度の充実を図る動きが見受けられ、株主提案権はそれをよりいっそう補完・拡充するものであると考えている。その際、アメリカにおける議論は大いに参考になるであろう。

### 注

68) 内閣府令により2010年3月決算の上場企業から順次、1億円以上の報酬を得ている役員について、その氏名および報酬額を個別に有価証券報告書に記載するよう義務づけた。

69) 前掲注27) 参照。

【付記】 本稿は、2008年度松山大学国外研究に基づきサザン・メソジスト大学デッドマン・スクール・オブ・ロー（ダラス、テキサス）での研究成果の一部である。

I would like to thank the SMU Dedman School of Law for supporting this project. I would also like to express my gratitude to my supervisor Professor Marc I. Steinberg, Professor Christopher H. Hanna, Chairman of Graduate Legal Studies Committee, and Mr. Gregory Ivy, Associate Director of the Underwood Law Library.

July 4, 2010