

論文

米国のコーポレート・ガバナンスに関する株主権の考察

— 株主提案権, 取締役の選任・指名権, Say on Pay を対象として —

森 啓 悟

早稲田大学大学院社会科学研究所

アブストラクト：近年、日本では、株主（機関投資家）がコーポレート・ガバナンスに関与することが推奨されているが、効果的なガバナンスのために、株主がどの程度ガバナンスに関与することが適切なのかという問題がある。この問題への示唆を得るために、本稿は、米国のコーポレート・ガバナンスに関する株主権（株主提案権、取締役の選任権と候補者指名権、Say on Pay）について、法制の内容と特徴、変遷、最新状況を研究する。そして、米国において、株主の権利が制限されてきた理由として、株主の能力への懸念や権利濫用への懸念、会社の負担への懸念、州法と連邦規則の関係などが存在する一方、近年では、これらに対する反論がなされていることや、株主権の強さに変化が生じていることを明らかにする。

A Study on Shareholder Rights Related to Corporate Governance in the U.S. Shareholder Proposal, Election and Nomination of Directors, and Say on Pay

Keigo MORI

Graduate School of Social Science, Waseda University

Abstract: Recently, the Japanese Stewardship Code has been recommending institutional investors to intervene in corporate governance. However, the extent to which shareholders should intervene is still not clear. To consider this problem, this study examines the details, characteristics, transition, and current situation of shareholder rights related to corporate governance (e.g., shareholder proposal, election and nomination of directors, and say on pay) in the U.S. The result reveals that shareholder rights are limited by concerns about shareholder capability, abuse of shareholder rights, burden on companies, and the strong power of directors under state law. Thus, a number of people have been refuting these concerns, and shareholder power has been changing.

1 はじめに

近年、コーポレート・ガバナンスにおける株主（機関投資家）の役割が注目されている。日本では、2014年に策定された日本版スチュワードシップ・コードが、機関投資家の積極的な権利行使や経営者との対話を推奨している。しかし、株式会社における所有と経営の分離という特徴からわかるように、本来、経営を行うのは取締役（会）であり、株主は会社の内部情報を知らず、経営者としての経験や資質を有していないことが通常である。また、近年、会社の社会的責任が注目される中、株主が会社の利益に関係のない環境問題や社会問題などの解決を会社に要求する懸念がある。さらに、近年、株主が会社の長期的利益や持続的成長に反する短期的利益の実現を要求する懸念もある。

このような懸念がある中で、効果的なガバナンスを実現するために、株主はどの程度会社に関与すべきなのだろうか。日本では、官邸主導の下、政府の成長戦略の一環として、日本版スチュワードシップ・コードが策定され、機関投資家がコーポレート・ガバナンスに関与することが推奨されているためか、この問題について必ずしも十分な議論が行われてこなかったように見受けられる。

そこで、この問題への示唆を得るために、本稿は、米国のコーポレート・ガバナンスに関する株主権を研究する。米国では、基本的に、株主の権利が制限され、経営者の裁量が重視されてきた。これに対して、株主の権利を強化すべきとの主張がなされ、長年、株主の権利強化を巡って議論が行われており、近年、状況が変化しつつある。したがって、米国の株主権に関する法制の内容と特徴、変遷、最新の状況を研究し、株主の権利が制限されてきた理由やその制限を巡る議論を考察することに意義があると考えられる。なお、紙幅の関係上、本稿は、コーポレート・ガバナンスにおいて特に重要な株主の権利のうち、株主提案権、取締役の選任権と候補者指名（候補者提案）権、役員報酬の承認に関する議決権行使を研究対象とする。

2 株主提案権制度の概要

1930年代の米国では、委任状を通じた議決権行使が常態化していたところ、経営者が十分な説明や情報開示を行わずに委任状勧誘を行い、株主の支持を得ていた（Ryan 1988: 139）。そこで、投資家への十分な情報開示、および、公平な議決権（fair corporate suffrage）（株主が代理人に対して議案について賛否の指示をする機会（選択の自由））の確保によって、会社支配における株主の権利や声、会社の民主化を実現し、経営権の濫用や不適切な経営の継続を防止することを目的として（Sadat-Keeling 1984: 166; Ryan 1988: 140; 龍田 1968: 7; 今井 1971: 69-70; 矢沢 1957: 43）、1934年証券取引所法14条に基づき、証券取引委員会（SEC）が委任状勧誘プロセスを規制した。

その一環として、1942年に株主提案権制度も導入された。州会社法上、株主は、招集通知の議事日程に記載されていない事項であっても、通常の業務に関する事項（たとえば、定款変更や合併、解散以外の事項）に関する議案ならば、株主総会の議場で提案できる（前田 1979: 201; 今井 1971: 237）。

しかし、委任状を通じた議決権行使が常態化すると、議場で提案された議案を可決することは困難となる。そこで、株主提案を他の株主に周知させ、かつ、その提案に対する賛否の意思表示を行う機会を全株主に与えるために、株主提案権制度が立法化されたのである（前田 1979: 201）。

株主提案権制度は何度も改正された上で、現在、連邦規則（17 CFR § 240. Rule 14a-8）に規定されている。現行法上、株主は、株主総会で提案予定の議案の要領（500語以内で、1人につき1つの議案に限定）を、会社が株主に送付する委任状説明書（proxy statement）⁽¹⁾に記載するよう、会社に請求できる。この権利は、①市場価格で2千ドル以上の議決権付株式を3年以上保有する者、②市場価格で1万5千ドル以上の議決権付株式を2年以上保有する者、または、③市場価格で2万5千ドル以上の議決権付株式を1年以上保有する者が行使できる（Rule 14a-8(b)(i)）。

元来、株主提案権は単独株主権であった。しかし、1970年代に会社の社会的責任を追及する株主提案が増加した結果、会社と他の株主の費用負担で株主提案権を濫用している者がいるという懸念が示されるようになった（SEC 1983: 38219）。そこで、SECは、1983年の規則改正によって株主提案権を少数株主権⁽²⁾に変更するとともに、提案数を1人につき1つに限り、提案の抑制を図った。その後、1993年にも規則改正が行われ、行使要件が更に厳格化⁽³⁾された。加えて、2010年代には、ESG関連の株主提案が増加するに伴い、株主提案の抑制のために、経営者側はロビー活動を活発に行った（Kastiel and Nili 2021: 619）。たとえば、2016年、ビジネス・ラウンドテーブルは、会社のコストを犠牲にして少数派株主の個人的な利益を追求するために、株主提案が利用されていると問題視し、緩すぎる行使要件を現代に合わせて厳しくすべきであると勧告した（Business Roundtable 2016: 2-3）。2017年に、企業寄りの政策をとる共和党（トランプ）政権が誕生した結果、2020年の規則改正によって、会社の負担を軽減するために、更なる行使要件の厳格化が図られ、上記の要件になるとともに、複数の株主の持株数を合算して行使することが禁止された。

濫用や会社への過度な負担を防止するために、このような行使要件が設けられているほか、会社が株主提案を拒否できる事由として13個の排除事由⁽⁴⁾も規定されており（Rule 14a-8(i)）、この排除事由

(1) 米国では、制定法上、委任状勧誘が強制されているわけではないが、NYSEの上場規則はすべての株主総会において、会社が委任状勧誘をすることを求めている（NYSE Listed Company Manual § 402.04(A)）。連邦規則上、委任状勧誘を行う場合、委任状用紙には、議案の判断にとって重要な情報が記載された委任状説明書を添付しなければならない（Rule 14a-3(a)(1)）。

(2) 議決権の1%以上または市場価格で1千ドル以上の議決権付株式を1年以上保有する者。

(3) 議決権の1%以上または市場価格で2千ドル以上の議決権付株式を1年以上保有する者。

(4) 会社は、次の提案を拒否できる。①州法上不適切な提案。②法令（外国法も含む）に違反する提案。③委任状勧誘規則に違反する提案。④個人的な苦情・特別な利害に関する提案。⑤会社の事業に大きく関係しない提案。⑥会社が行える能力・権限を超える提案。⑦会社の通常の事業運営に関する提案。⑧取締役の選任に関する提案。⑨会社提案議案に反対する提案。⑩会社が既に実施している事項に関する提案。⑪他の議案と実質的に同一な提案。⑫過去5年の株主総会で提案され、十分な支持を得られなかった議案と実質的に同一の提案。⑬特定の配当に関する提案。

を巡り様々な議論が行われてきた。紙幅の関係上、本稿ですべての排除事由を検討することはできないが、排除事由の中には本稿が検討する株主権に関連する事由として、取締役の選任に関する提案と会社の通常の事業運営 (ordinary business operations) に関する提案が含まれている。

3 取締役の選任権と候補者指名権

米国の州会社法上、基本的に株主は株主総会における議決権行使を通じて、取締役を選任することができる。ただし、多くの州会社法が、過半数の賛成を得た候補者が選任される過半数投票ではなく、相対多数投票 (plurality vote) を採用している (Sundquist 2004: 1494)⁽⁵⁾。相対多数投票とは、多数の得票を得た候補者から順に選任される方式である。候補者数と取締役会の残りの定員数が同一の場合、競争が生じないため1票でも賛成があれば選任される (Kahan and Rock 2011: 1411)。

もっとも、株主は新たな候補者を提案する (競争を生じさせる) ことができ、その方法として、①株主総会の議場で候補者を提案する、②株主自らの費用負担で委任状勧誘を行い、候補者を提案するという2つの方法がある。しかし、委任状を通じた議決権行使が常態化しているため、①の方法で提案された候補者の選任は困難である。また、株主自ら委任状勧誘を行う場合、莫大な費用 (委任状の印刷費や郵送費など) や時間を要するため、②の方法を採用できる株主は限られる。そこで、③株主提案権を行使し、会社の費用負担で株主が候補者を提案する (プロキシアクセス) という3つ目の方法が考えられるが、前述のように、取締役の選任に関する提案は、排除事由に該当する⁽⁶⁾。

このような状況では、株主の議決権行使に関係なく、会社側が提案した候補者が選任され、取締役の選任は形骸化する。そこで、プロキシアクセスの採用を巡って様々な議論が行われてきた。

(1) 1978年規則改正

株主提案権制度の誕生当初から、プロキシアクセスは認められていなかったが、1970年代に、状況が変化する。当時、経営者が指名した取締役は経営者の活動を効果的に監視できず、選任プロセスを通して取締役が株主に説明責任を果たしていなかったにもかかわらず (SEC 1978a: 31945)、プロキシアクセスが認められていなかった。これに対して、株主は、単に経営者が指名した候補者を承

(5) たとえば、デラウェア州一般会社法は、取締役は、株主総会に出席した者または代理人による相対多数の議決権 (plurality of the votes of shares) をもって選任されると規定している (Del. Gen. Corp. Law § 216(3))。また、ニューヨーク州事業会社法も、取締役は株主の議決権の相対多数をもって選任されると規定している (N. Y. Bus. Corp. Law § 614)。

(6) 現行法は、①取締役候補者となっている者を不適格とみなす提案、②任期満了前に取締役を解任しようとする提案、③取締役またはその候補者の適性 (competence)、経営判断または人格 (character) に疑問を呈する提案、④特定の個人を取締役候補者とする提案、⑤その他、来たる取締役の選任の帰結に影響し得る提案の排除を認めている (Rule 14a-8(i)(8))。

認するにとどまり、会社事業に十分に参加できないと不満を抱いていた（SEC 1977: 44861）。

このような不満を抱く株主が増加した理由は、1970年代に、企業不祥事が表面化したこと⁽⁷⁾、および、機関投資家が台頭したことにあると考えられる。従来、会社に大きな問題が生じた場合、一般的に、株主は株式を売却して会社から退出していた。しかし、1970年代後半の米国では、機関投資家の株式投資が盛んになるにつれ、マーケットインパクトを与えずに多数の株式を売却することが困難になったため、機関投資家はコーポレート・ガバナンスに関心を抱くようになっていた（Wells 2015: 25）。SECも、機関投資家が株式の売却に疑念を抱き始め、株主提案を含む議案を注意深く考慮する手続きを採用するという変化が見られるとの認識を抱いていた（SEC 1978a: 31950）。

そこで、SECは規則改正を検討したが、プロキシアクセスは認められず、1978年に、指名委員会に関する情報開示規制が導入されるにとどまった（SEC 1978b: 58530-58532）⁽⁸⁾。SECのスタッフも、株主が積極的に活動すれば、会社の説明責任が向上するため、株主のガバナンスへの参加を増加させるべきであるとした一方（SEC 1980: A6）、指名委員会が機能するならば、プロキシアクセスは必要ないと結論付けた（SEC 1980: A61）。このように、当時は指名委員会と開示規制が重視されていたようだが、SECのスタッフは開示規制への懸念を認識していたにもかかわらず⁽⁹⁾、このような対応を図っており、プロキシアクセスに対する消極的な姿勢がうかがえる。また、州会社法は指名委員会の設置を求めておらず、NYSEの上場規則が指名委員会の設置を求めたのは2004年であったため、当時、指名委員会を設置する会社は少なく（SEC 1980: A61）、SECの対応は不十分であったと考えられる。

(2) 2003年規則改正

1980年代以降、機関投資家の株式投資とガバナンス活動は更に活発になっていた。1970年代後半から80年代の買収ブームに伴い、機関投資家は買収防衛策の撤廃を要求する株主提案を盛んに行うようになり、買収ブームが下火になっても、期差取締役会の廃止や役員報酬、取締役の独立性、過半数投票の採用などに関する提案を行った。また、1990年代以降、機関投資家は、業績の悪い会社の経営者と非公式に個別の対話を行い、圧力をかけるようにもなっていた（Wells 2015: 25-26）。

このような中、2003年、米国地方公務員年金組合（AFSCME）は、6社に対して、3%以上の株式を有する株主にプロキシアクセスを認める旨を、会社の付属定款に規定するよう株主提案で要求し

(7) 1972年のウォーターゲート事件を契機に、企業の不正支払が社会問題となった。

(8) 指名委員会または類似の委員会が設置されている場合、会社は、①当該委員会が、株主が推薦した候補者を考慮するか否か、②考慮するならば推薦するプロセスを開示することになった。

(9) 上記の脚注8で示した、1978年に導入された指名委員会に関する情報開示規制についてSECは、次のような懸念を認識していた。①指名委員会を設置していない場合に情報開示をすることは要求されておらず、これは、指名委員会を設置していない場合、情報開示を行う必要がないという意図しない結果を招いてしまう。②規制を免れるために、指名委員会を設置しないと判断する会社が現れる。③指名委員会は経営者寄りであるため、株主の推薦を拒む（SEC 1980: A54-A56）。

た。つまり、定款自治を通じて、プロキシアクセスを実現しようとした。SECは、一旦、これを認めないと判断したが、エンロン事件を始めとする企業不祥事、および、株主の意思が取締役の指名に反映されていないと不満を抱く機関投資家の増加をきっかけに（Fisch 2012: 442; 王子田 2005: 61-62）、企業の民主主義を促進し、健全なコーポレート・ガバナンスと事業慣行の透明性を確保する必要があると考え（SEC 2003a）、プロキシアクセスを認める規則改正を提案した（SEC 2003b: 60819-60823）⁽¹⁰⁾。

しかし、経営者側の反対があったため、この規則改正は断念され、2003年に、指名委員会に関する開示規制、および、株主と取締役会のコミュニケーションに関する開示規制が導入されるにとどまった（SEC 2003c: 67008-67011）⁽¹¹⁾。前者の開示規制は、取締役会と指名委員会を評価するために必要な情報を株主に提供すること、および、候補者の指名プロセスの透明性を向上させて株主がそのプロセスを理解できるようにすることを目的としている（SEC 2003d: 48725）。後者の開示規制は、取締役会の運営の透明性と株主の会社に関する理解を向上させることを目的としている（SEC 2003d: 48729）。もっとも、開示情報をもとに、株主が具体的にどのような行為をするのかという点については不明確であった。

-
- (10) 5%以上の議決権を2年以上保有している株主にプロキシアクセスを認めるという改正案であった。ただし、トリガー要件が設けられており、提案に当たり、次の2つの要件のうち、どちらかを満たさなければならない。①会社が指名した取締役候補者のうち1名以上に投票総数の35%を超える留保（withhold）があった場合、②議決権の1%以上を1年以上保有する株主がプロキシアクセスの採用を求める提案を行い、過半数の賛成を得た場合。また、次のような、提案可能な候補者に関する適格性要件も設けられていた。①提案株主が自然人の場合、候補者が提案株主自身または提案株主の親族ではないこと。②提案株主が法人の場合、候補者またはその親族が、提案株主の従業員ではないこと。③候補者またはその親族が、提案株主またはその関連会社から報酬を受け取っていないこと。④候補者が、提案株主またはその関連会社の上級役員または取締役ではないこと。⑤候補者が、提案株主を支配する者ではないこと。⑥提案株主と候補者が、候補者の指名について会社と合意をしていないこと。さらに、提案可能な候補者数にも制限が課せられており、取締役会の員数が8名以下の場合には1名まで、員数が9名以上20名未満の場合には2名まで、員数が20名以上の場合には3名まで、それぞれ候補者を指名できる。この規則改正案については、（藤林 2010: 290-294; 王子田 2005: 70-74）に詳しい。
- (11) 会社は、①指名委員会を設置しているか、②設置していないならばその理由、③指名委員会の規約があるか、④株主が推薦した候補者の考慮に関する指名委員会の方針と推薦プロセス、⑤その方針がないならばその理由、⑥指名委員会が候補者を調査・評価するプロセス、⑦指名委員会が候補者に求める資質やスキル、⑧5%以上の株式を1年以上保有する株主が候補者を推薦した場合に、指名委員会がその候補者を指名したか、などを委任状説明書で開示する（Schedule 14A Item 7(d)(2)）。また、会社は、①取締役会は株主に対して取締役会に意見を伝えるプロセスを提供しているか否か、②そのプロセスが設けられていない場合には、その理由、③そのプロセスが設けられている場合には、取締役会（適切ならば特定の個々の取締役）に意見を伝える方法、④株主の意見が取締役会の構成員に直接伝わらない場合には、どの意見を取締役会の構成員に伝えるか判断するプロセス、⑤年次株主総会への取締役の出席に関する方針があればその説明と前年の年次株主総会に出席した取締役の数、などを委任状説明書で開示する（Schedule 14A Item 7(h)）。ちなみに、2006年に、これらの情報開示は、Regulation S-K Item 407に集約された。

(3) 2008年規則改正

その後、2007年にも、SECは、州法上の株主権の行使を促進することを目的に（SEC 2007a: 43469）、5%以上の議決権を1年以上保有する株主が、プロキシアクセスの手続きを定款に規定するよう株主提案で要求できるようにするという規則改正案を提案したが（SEC 2007a: 43487）、結局、この規則改正は行われなかった⁽¹²⁾。

それどころか、2008年の規則改正によって、取締役の指名または選任の手続きに関する株主提案も排除できると規定された（SEC 2007b: 70456）。当時、前述したAFSCMEの株主提案のように、プロキシアクセスの手続きを定款に規定するよう要求する株主提案が行われていたが、このような提案は認められないとされたのである。これは、最も制限的な対応であったといわれている（Fisch 2012: 445）。

(4) 2010年規則改正

2008年のリーマンショックを契機に金融危機が生じると、会社と取締役会の説明責任と対応に懸念が生じ、投資家の信頼が失われた。そこで、SECは、株主が取締役会の構成員を指名・選任するという基本的な権利行使を通じて取締役会の責任を問うことについて検討し始めた（SEC 2009: 29025）。そして、SECは、株主が取締役を指名できる権利を有する限り、この権利の行使に不必要な制限を課すべきではないとした（SEC 2009: 29027）。また、民主党（オバマ）政権の下、2010年に制定されたドッド・フランク法971条は、プロキシアクセスを認め、プロキシアクセスを規定する権限をSECに付与した。そこで、2010年、取締役を指名・選任するという州法上の株主権の行使を促進することを目的に（SEC 2010: 56669）、次の2つの規則改正が行われた（SEC 2010: 56782）。

第一に、SECは、Rule14a-11を新設し、プロキシアクセスを認めた。ただし、行使要件⁽¹³⁾や候補者と提案者の適格性⁽¹⁴⁾、提案可能な候補者数⁽¹⁵⁾といった制限が課せられている。第二に、SECは、前述した2008年の規則改正で設けられた、取締役の指名・選任の手続きに関する株主提案を排除できるという規定を削除した。プロキシアクセスの手続きに関して定款で規定するよう要求する株主提案、すなわち、会社の定款自治（私的自治）を通じたプロキシアクセスを認めたのである。

これらの規則改正に当たり、SECは、株主が、会社の方針に関して取締役会に責任を取らせ、会社の方針に影響を与える主要な手段は、取締役の指名と選任であると位置づけており（SEC 2010: 56669）、株主が取締役を指名・選任することを重視している。また、SECは、規則改正によって、取締役会と会社のパフォーマンスが向上する⁽¹⁶⁾と評価している（SEC 2009: 29073-29074）。

(12) この規則改正案については、（藤林 2010: 301-307）に詳しい。

(13) 取締役の選任に関する総議決権の3%以上を3年以上継続して保有していなければならない。

(14) 取締役候補者が選任されると、法令に違反することになる場合、Rule14a-11は適用されない。また、提案株主と会社の間が取締役候補者に関する合意が存在しないことが求められる。

(15) 取締役会の定員の25%までしか取締役候補者を提案することができない。

(16) 具体的には、SECは、次のような利点があると述べている。株主が指名した取締役候補者の選任可能性が高ま

このように、2010年の規則改正で、ようやく、プロキシアクセスが認められたが、ビジネス・ラウンドテーブルが規則の審査を裁判所に申し立てた⁽¹⁷⁾。これに対して、裁判所は、①実証研究の結果が分かれており、株主が指名した取締役候補者の選任可能性が高まると、取締役会と会社の業績、株主価値が改善することを証明できていない、②特別な利害を有する株主が株主の利益を最大化させる以外の目的のために規則を利用し、会社に費用負担をさせるという懸念に対応していない、③SECは規則導入後の役員選任合戦の頻度について矛盾した議論を行っているとして（吉行 2013: 48; 黒沼 2012: 56-57）、プロキシアクセスを認める Rule 14a-11は無効であると判断した。

一方、プロキシアクセスの手続きに関して定款で規定するよう要求する株主提案は認められ、その結果、2018年にはS & P500の66%が定款でプロキシアクセスを認めている（Hill 2019: 527）。

4 役員報酬への株主の関与（Say on Pay）

(1) 1970年代から1990年代—株主提案に関するSECの解釈

基本的に州会社法では、役員報酬の決定権限は取締役会にあり、報酬委員会の設置を求める規定もない。たとえば、デラウェア州一般会社法とニューヨーク州事業会社法は、会社の事業と業務は取締役会の指示によって運営されると規定している（Del. Gen. Corp. Law § 141 (a), N. Y. Bus. Corp. Law § 701）。この取締役会の権限の中に役員報酬の決定権限も含まれており⁽¹⁸⁾、一般的に、州法は報酬の決定に株主が関与することを予定していない、といわれている（松尾 2015: 11）。しかし、制限的ではあるが、株主は株主提案を通じて役員報酬に関与していた。

前述のように、排除事由の1つに、「会社の通常の事業運営に関する株主提案」がある。これは、1954年規則改正で導入された排除事由であり、会社の日々の事業に関する判断を経営者に行わせるという意図がある（Waite 1995: 1255）。近時（2021年）のSECも、「株主は、会社の通常の事業に関する問題をどのように解決するか株主総会で判断できないため、その問題の解決を経営者と取締役会に限定することに、この排除事由の目的がある。」としている（Staff Legal Bulletin No. 14L）。

元来、報酬に関する株主提案はこの排除事由に当たると判断されており、報酬に関する事項は経営者に裁量があるとの考え方が支配的な見解であった（Marino 1999: 1220）。しかし、1976年、SEC

ることによって、現職の取締役が外部から細かくチェックされる可能性も増す。これによって、取締役は一層、取締役会のパフォーマンス向上によって会社の価値を向上させようと努力するようになる。また、株主の声を質を向上させ、取締役会の利害を株主の利害と一致させることができる。さらに、株主が候補者を指名することを避けるために、取締役会は株主からの懸念に一層対応するようになる。加えて、株主が指名した候補者が選任されると、取締役会の意思決定プロセスの透明性が向上し、株主が監視しやすくなる（SEC 2009: 29073-29074）。

(17) Business Roundtable v. SEC, 647 F.3d 1144 (D.C. Cir. 2011).

(18) デラウェア州一般会社法は、定款に別段の定めがある場合を除き、取締役会が取締役の報酬を決定する権限を有するという規定も設けている（Del. Gen. Corp. Law § 141 (h)）。

は、ほとんどの提案がこの排除事由に該当し、会社と株主にとって重要な問題に関する提案が排除されてしまうと懸念し (SEC 1976a: 29984)、通常の事業運営に関する提案であっても、「重大な政策、経済またはその他の意味合いを有する提案 (matters which have significant policy, economic or other implications inherent in them)」は排除できないと表明した (SEC 1976b: 52998)。これによって、ゴールデンパラシュートに異議を唱える提案や報酬に関する詳細な情報開示を求める提案などが認められていた (Simpson 1993: 211)。しかし、以上のSECの解釈は曖昧であり、SECの立場も安定しなかったため、時代によって提案できる内容に差があった (Waite 1995: 1255-1256)。

その後、1992年にも、高額な役員報酬への注目を受け、SECは、上級業務執行者 (senior executive) と取締役の報酬にのみ関係する勧告的・要請的な株主提案を認めるとともに (SEC 1992a: 29583)、開示規制⁽¹⁹⁾を導入した (SEC 1992b: 48145-48159)。SECは、株主に情報を開示し、株主に対する取締役会の説明責任を強化するとしており (SEC 1992a: 29583)、この改革の背景には、株主に十分な情報を与え、株主が報酬に関与できるようにし、その結果、報酬について会社自らが監視するようになるという考え方があった (Marino 1999: 1222)。ただし、提案可能な内容は非常に限られると批判されており (Simpson 1993: 213; Marino 1999: 1222)、当時は、株主提案より開示規制が重視されていたと考えられる。

(2) 2000年代前半—エクイティ報酬プランへの関与

2000年代初頭、エクイティ報酬の増加を受け、エクイティ報酬プランに関する株主提案が増加していたが、SECは同提案の排除を認めていた。しかし、2002年、NYSEの上場規則は、原則、エクイティ報酬プランは株主の承認が必要であると規定した。また、上場規則は、独立取締役のみで構成される報酬委員会の設置も求めた (NYSE Listed Company Manual 303A.08, 303A.05)。

加えて、2002年、SECのスタッフは、①上級業務執行者 (senior executive officers) と取締役のみのエクイティ報酬プランに関する株主提案は排除できず、②上級業務執行者と取締役、一般従業員のエクイティ報酬プランに関する株主提案、および、一般従業員のみのエクイティ報酬プランに関する株主提案は、既存株主の持分を大きく希釈化する場合に株主の承認を求める提案であれば排除できないとする旨の法律意見を公表した (Staff Legal Bulletin No. 14A)。もっとも、これは、エクイティ報酬プランに関する意見であり、エクイティ報酬または現金報酬に関する意見ではないとされているため、具体的な報酬額などに関する提案は認められないと考えられる。この法律意見の公表後、エンロン事件の影響も相まって、報酬に関する株主提案の数が急増した (Buchanan et al. 2012: 771)。さらに、2006年、SECは、報酬に関する新たな情報開示規制も導入した (SEC 2006: 53228-53266)⁽²⁰⁾。

(19) 表による役員報酬額の開示や、報酬委員会報告書の開示、会社業績と市場全体の動向を比較するグラフの開示などが求められた。詳しい開示内容については、(松尾 2015: 21-23) を参照。

(20) 報酬計画に関する情報や報酬の各要素、各要素を支払う理由、各要素の額の決定方法などの開示が求められるようになった。詳しい開示内容については、(伊藤 2007: 140-157; 松尾 2015: 25-34) を参照。

(3) 2000年代後半から2010年代— Say on Payの導入

しかし、以上の改革の効果は弱く、①役員報酬の高額化、②役員報酬と一般従業員の報酬の格差拡大、③会社の業績に連動しない役員報酬、④株価と市場の信頼を損なうようなインセンティブの役員への付与、⑤開示規制にとどまり株主に権利を与えていないSECの規則が、2007年に下院で問題とされた (House of Representatives 2007: 3-4)。その結果、実現されなかったが、役員報酬に関して、株主に勧告的な議決権行使 (Say on Pay) を行わせる制度の導入を図る法案 (Shareholder Vote on Executive Compensation Act) が提出された。また、実務でも、Say on Payの採用を求める株主提案が行われ、それを独自に導入する会社が存在した (Gordon 2009: 339-340)。

さらに、米国財務省は、金融危機の一因が役員報酬にあると位置づけた上で、報酬に関する株主と経営者のコミュニケーションを促進するために、すべての公開会社において、Say on Payを導入すべきであるとした。財務省は、勧告的決議であっても、経営者と取締役会に強い意見を伝え、報酬の透明性と説明責任を確保する上で役立つとともに、株主の関与を促進して取締役の説明責任を強化することによって、投資家の信頼が回復するとした (Department of the Treasury 2009: 73)。

最終的にドッド・フランク法951条に基づき、2011年、SECは連邦規則を改正し、次の2つの決議と開示規制を導入した (17 CFR § 240.14a-21, § 229.402 (Item 402) (b) (1) (vii))。① Regulation S-K に従った報酬の開示が要求される株主総会において、少なくとも3年に1度、Regulation S-KのItem 402に従って開示される役員報酬パッケージ全体⁽²¹⁾を承認するための勧告的決議を行う。②少なくとも6年に1度、株主総会において、Say on Pay (①の決議) を行う頻度について勧告的決議を行う。③会社は、報酬に関する方針と報酬を決定する際、直近のSay on Pay (①の決議) の結果を考慮したか、どのように考慮したか、その考慮がどのような影響を与えたか開示する。

この規定の導入に当たり、議会では次のような指摘がなされている。「企業の所有者としての株主は、役員報酬の適切さについて、集団で意見を表明できる権利を有する (Senate 2010: 133)」。「法的拘束力のない株主の議決権行使は、報酬委員会の決定に対する直接的な投票として役割を果たし、委員会の構成員に対する議決権行使の棄権よりも効果的に株主の不満を示す手段を提供する。報酬委員会は、高額な賞与を支給することに注意を払うとともに、株主の反対に困惑することを避けるようになる。また、報酬の抑制を考えている報酬委員会は、役員や報酬コンサルタント⁽²²⁾の過度な要求を拒

(21) 既に付与・支払いがされた報酬が承認の対象となっている。Regulation S-K Item 402に従って開示される内容について詳しくは、(伊藤 2007: 142-157; 松尾2015: 25-38) を参照。

(22) 報酬コンサルタントに関しては、会社から多額の報酬を得ている場合があり、その場合、客観的なアドバイスを提供することができず、高額報酬を助長するという懸念があった (Salley 2009: 768-769; House Committee on Financial Services 2009: 20, 28-29; Senate 2010: 135)。そこで、Say on Payの導入により、対応が図られようとしていることがわかる。また、2009年には、コンサルタントの独立性に関する開示規制が導入され、①会社が、直近の事業年度で、コンサルタントまたはその関係者に\$12万超の追加的な対価を提供した場合、報酬に関するコンサルタント料とその追加的な対価の総額を開示することが求められるようになった。経営陣ではなく、報酬委員会がコンサルタントを雇用した場合には、これに加えて、②コンサルタントまたはその関係者を雇用するという

否するために、株主の議決権行使の結果を利用できるようになる (Senate 2010: 134)。」

このように Say on Pay は期待されていたようだが、報酬に関する規律の枠組みは、Say on Pay 導入の前後で基本的に変化していないといわれていた (伊藤 2012: 27)。実際、Russell 3000 で Say on Pay において過半数の賛成を得られなかった会社の割合は、2011年から2021年にかけて一番多い年でも2.8%にとどまり、毎年7割強の会社が90%超の賛成を得ている (Semler Brossy LLC 2021)。また、Say on Pay 導入後も、役員報酬は増加している (Sullivan & Cromwell LLP 2020)。

5 株主の権利強化に対する反対意見

このように、1970年代には株主（主に機関投資家）が取締役の指名と報酬への関与を望み、SECもその重要性を認めていたが、2010年以前は、開示規制にとどまっていた。現在でも、定款自治を通じたプロキシアクセスと3年に1度の報酬への勧告的決議が認められるにとどまっている。また、2020年には株主提案権の行使要件が厳格化されており、株主の権利は制限されてきたといえる。5ではこの理由を考察するために、株主提案権とプロキシアクセス、Say on Pay への反対意見を検討する。

(1) 株主の能力への懸念

まず、株主の能力を懸念する声が多い。株主は、経営者としての資質を評価できないため、プロキシアクセスが採用されると資質のない者が指名・選任されると危惧されている (House of Representatives 1943: 157; SEC 1980: A38)。また、指名委員会は、取締役会の構成員の関係性や、どのような人物が取締役に必要か・溶け込めるかなどの内部情報を有しているが、株主は有していないと指摘されている (SEC 1980: A55-A56; Sharfman 2012: 402)。前述のように、2010年以前のSECも指名委員会を通じた規制を重視していた。加えて、エンロン事件後、SOX法が監査委員会の役割を強化したほか、NYSEの上場規則が取締役会の過半数を独立取締役で構成するよう要求するなどの対応が図られたため、その効果を見守るべきであるといわれていた (Sundquist 2004: 1498-1501)。株主よりも、他の機関を通じた規制が望ましいと考えられているように思われる。

報酬に関しても、情報を有していない株主が報酬を適切に評価できるとは考えられず、すべてのデータが検討されずに、間違った情報や直近の業績のみを反映して、議決権行使が行われる可能性があるといわれている (Lund 2010: 130; Bratton and Wachter 2010: 695)。会社の意思決定は、十分な情報に基づかない思い付きの議決権行使や、機会主義的な株主の影響を受けるため、株主が会社の意

決定または勧告を経営者がしたのか、③報酬委員会または取締役会が、コンサルタントまたはその関係者による追加的なサービスの提供を承認したか、開示することが求められるようになった (Regulation S-K, Item 407 (e) (3) (iii) (A) (B))。さらに、ドッド・フランク法952条は、コンサルタントの独立性を確保することなどを求めた。その結果、コンサルタントの業務が会社との間で利益相反を生じさせる場合に、その利益相反の性質とその利益相反にどのように対処したのか開示することが求められるようになった (Regulation S-K, Item 407 (e) (3) (iv))。

思決定に参加する機会が制限されているともいわれている (Sharfman 2019: 697-698)。

また、米国では、Say on Payの導入に当たり、既に2002年にSay on Payを導入していた英国⁽²³⁾を引き合いに出す者がいた。しかし、次のような、英米における機関投資家の能力の相違を踏まえると、米国では、Say on Payは十分に機能しないと指摘されていた (Gordon 2009: 348-350)。

英国では、特定の地域 (ロンドンやエディンバラ) に機関投資家が集中しているため、機関投資家は、低コストで定期的なコミュニケーションを行い (Tuch 2019: 1488-1489)、機関投資家同士で目的を共有し、会社の事業やガバナンスに協働で関与する経験を有する (Gordon 2009: 349)。また、英国では1970年代頃から、年金基金協会 (NAPF) や保険業協会 (ABI)、機関株主委員会 (ISC) などの投資家団体を通じて機関投資家が協働していた (Tuch 2019: 1481-1483)。現在でも、投資家フォーラム (Investor Forum) や投資協会 (IA) が存在し、政府がそれらを支持している (BIS 2014: 16-17)。投資家団体を通じて機関投資家同士のコミュニケーションや情報共有、戦略の構築が行われるため、影響力が強く、質の高い活動が行われやすいといえる。一方、米国の機関投資家の目的や投資期間、活動場所はそれぞれ異なり (Gordon 2009: 350)、英国と比べ、米国の投資家団体は重要な役割を果たしていない (Tuch 2019: 1488)。つまり、米国の機関投資家の協働力は弱いといわれている。

もっとも、近年の米国では、ヘッジファンドを中心とした投資家の協働が評価されているほか (Gilson and Gordon 2013)⁽²⁴⁾、大規模機関投資家の能力を高く評価する者もいる (Kahan and Rock 2020)。つまり、ヘッジファンドと機関投資家の能力への評価が向上している。また、機関投資家は自らが指名する候補者の能力や取締役会のパフォーマンスを判断できるという意見も存在する (McDonnell 2011: 86-87)。株主の能力への懸念は株主提案権制度の誕生当初から存在していたが、個人株主が多かった過去と機関投資家やヘッジファンドなどが台頭し、情報開示が充実した現在では、状況が変化していることに注意する必要があるだろう。

(2) 株主の権利濫用への懸念

次に、株主の権利濫用への懸念も多い。株主は会社に義務を負わないため、会社の利益ではなく、個人的利益 (社会問題や環境問題の解決、会社の長期的利益に反する短期的利益など) のために株

(23) 英国における Say on Pay について詳しくは、(坂東 2019) を参照。

(24) このようなヘッジファンドの活動について詳しくは、(白井 2016) を参照。ヘッジファンドを中心とした投資家の協働の実例として、たとえば、2017年、米国のヘッジファンドの Jana Partners と年金基金の CalSTRS は、投資先の Apple 社に対して、子供による iPhone の使い過ぎの防止など、子供が Apple 社の製品を適切に利用できるよすべきだと要求する旨の手紙を送付している。アクティビスト・ヘッジファンドとして知られる Jana Partners が、ESG を踏まえた投資判断を行う CalSTRS と協力し、このような活動をしたことは意外であるといわれている (Eccles 2018)。また、2021年、ヘッジファンドの Engine No. 1 は、自らが選んだ候補者 3 人を ExxonMobil 社の取締役として選任することに成功した。Engine No. 1 は、ExxonMobil 社の株式を 0.02% しか保有していなかったが、CalPERS や CalSTRS などの大規模年金基金の賛成を得たことにより、自派の取締役を選任できたようであり、今後、同社の炭素排出を削減していくと表明している (Stevens 2021)。

主提案が利用され、たとえば、個人的利益を追求する取締役が指名・選任されると危惧されている (Sundquist 2004: 1490; SEC 2010: 56671; Sharfman 2012: 405-406; Bainbridge 2006: 634)。前述のように、裁判所も、2010年に新設された規則を無効にする一因として、この懸念を挙げた。また、2020年の規則改正による株主提案権の行使要件の厳格化も、この懸念が一因となっている。

権利濫用への懸念が生じる原因は、株主提案権の行使要件と株主提案の動向にあると考えられる。前述のように、1983年の規則改正まで、株主提案権は単独株主権であったため、個人株主や単一の株主団体が複数の会社に対して多数の提案をしており、1970年代には、特に社会問題や環境問題に関する株主提案が数多く行われていた (Wells 2015: 22)。少数株主権になった後も、日英と比べ、米国の株主提案の数は非常に多く、社会問題や環境問題に関する提案も多く行われている (Buchanan et al. 2012: 771; Kastiel and Nili 2021: 582-583)。したがって、米国では、株主は権利濫用をするというイメージが強く、このイメージが株主権強化への反対につながっていると考えられる。実際、株主に対するイメージは法規制に関係するといわれている (Hill 2019: 513, 520)。

もっとも、以上の懸念に対して、仮にプロキシアクセスによって悪質な取締役が選任されても、取締役の義務や他の取締役によって、悪質な行為は防止されるという反論がある (Gravelle 2011: 185)。また、取締役の選任には他の株主の賛成が必要になるため、プロキシアクセスをする株主は自らの利害を他の株主の利害と一致させる必要があるという反論もある (McDonnell 2011: 81)。

加えて、近時の米国は変化し始めている。企業年金を規制するエリサ法を管轄する労働省は、ESGが会社の経済的な事業リスクや事業機会、投資価値に関係する場合があるとの認識に基づき、機関投資家がESGを考慮することを許容した (DOL 2020: 39116)。また、2019年、ビジネス・ラウンドテーブルは、株主第一主義を見直し、すべてのステークホルダーに経済的利益をもたらす必要があると宣言した。このような変化に伴い、社会問題や環境問題に関する株主提案は権利濫用とみなされにくくなる可能性がある。一方、ビジネス・ラウンドテーブルの宣言を実践している会社は非常に少なく、同宣言は単なるショー・PR活動にすぎないとする実証研究もある (Bebchuk and Tallarita 2022)。今後、ステークホルダー主義を巡る議論や会社の動向を見守る必要があるだろう。

(3) 会社の負担への懸念

株主提案による会社への負担や混乱を懸念する声もある (SEC 1980: A50; SEC 1983: 38219)。米国では1940年代から、個人株主が大量の株主提案を行っており、そのような個人株主は、Gadfly (うるさい人) と呼ばれていた (Wells 2015: 22; Kastiel and Nili 2021: 589)。1983年に株主提案権が少数株主権になった後も、Gadflyは必要最低限の株式を保有し、株主提案を行い続けており、2018年には、S & P1500における株主提案の41%が5人の個人株主、すなわち、Gadflyによって行われている (Kastiel and Nili 2021: 591)。したがって、個人株主の大量の株主提案によって生じる会社の負担を懸念する声が多くなると考えられる。実際、2020年規則改正による株主提案権の行使要件の厳格化は、Gadflyによる株主提案の反動であると考えられている (Kastiel and Nili 2021: 619-621)。また、Gadflyは、個

人的利益を追求すると批判される傾向にあるため (Kastiel and Nili 2021: 595), 前述した株主への権利濫用への懸念が生じる一因にもなっているだろう。

一方, 実際には, Gdfllyは, 株主権や買収防衛策などのコーポレート・ガバナンス関連の株主提案を主に行っており, かつ, その提案への賛成が多いことを示した実証研究も存在する (Kastiel and Nili 2021: 592-597)。したがって, Gdfllyはガバナンスの推進者であると評価する声もあり, 2020年規則改正はGdfllyの活動を阻害すると批判されている (Kastiel and Nili 2021: 609, 625)。

(4) 州法と連邦規則の関係

連邦規則が州法 (取締役会と株主総会の権限分配) を侵害することになるという指摘も多い。米国では, 取締役会の強固な自治が認められており (Gordon 2009: 349), 前述のように, 一般的に州会社法では, 取締役会が会社事業の運営を行うと規定されている。州会社法は, 事実上, 絶対的な意思決定権限を取締役に付与しており, 取締役会が経営者にその権限を委譲する (Bainbridge 2016: 707)。一方, 株主による会社支配は, 取締役会に意思決定権限を付与している制定法によって制限されており, 株主は消極的・受動的な役割を果たすにすぎない (Bainbridge 2006: 616; Bainbridge 2016: 714)⁽²⁵⁾。

このような認識からすると, SEC (連邦規則) が株主の権利を拡大することや企業民主主義は間違っており, 近時のSECの改革は, 州法のコーポレート・ガバナンス構造と一致しないと批判されている (Bainbridge 2006: 603; Bainbridge 2016: 714)。取締役の指名方法や報酬の決定方法などは州法が規定する領域であり, SECがこれらに関して州法に反する (株主が取締役の指名や報酬に関与できる) ような規定を設けることは州法の侵害に当たると考えられているのである (SEC 1980: A45; Sundquist 2004: 1497-1498; House of Representatives 2007: 21; SEC 2010: 56670-56671; Fisch 2012: 490-491)。

もっとも, 近年の米国は変化し始めており, 取締役候補者の指名プロセスは, 会社の私的自治 (private ordering) に委ねるべきであるという指摘がある (SEC 2010: 56672)。取締役の利益保護を主張する者であっても, この指摘を支持する者は多い (McDonnell 2011: 88)。実際, 前述のように, 現行法では, プロキシアクセスの手続きを定款で規定するよう要求する株主提案が認められており, 定款でプロキシアクセスを認める会社が増加している (Hill 2019: 527)。また, 近年, 定款変更を通じて, 期差取締役会の廃止や過半数投票の採用を実現する会社や株主提案が多い⁽²⁶⁾。

定款変更は新しいガバナンスであり, 法改正ではなく, 私的自治で取締役会と株主の権限のバランスを取る点に特徴があるといわれている (Fisch 2016: 1638-1639)。米国の機関投資家は, 他の法域の株主が有する権利を私的自治によって獲得するようになっているのである (Hill 2019: 541)。

(25) 英米の取締役会と株主総会の権限分配について, 歴史的な経緯から分析・比較した研究として, (Gower 1956), (酒巻 1972), (山口 1989), (Hill 2019) がある。

(26) S & P500において, 過半数投票の採用率は2006年から2014年で16%から90%に上昇し, 期差取締役会の廃止率は2004年から2014年で55%から93%に上昇した (Hill 2019: 529)。

(5) プロキシアクセスの効果は限られるとする見解

プロキシアクセスについては、次の4つの理由から、議決権行使を棄権した方が効果的であるとする見解がある (Kahan and Rock 2011: 1414-1420)。①取締役選任における委任状争奪戦を成功させるには、それ以外の委任状争奪戦よりも多くの賛成を必要とする傾向にある。②現行の取締役に不満を抱いている株主が議決権行使を棄権することは想定できるが、プロキシアクセスによって指名された候補者に必ずしも賛成するとは限らない。また、会社は、棄権の対象になっている候補者に対してポジティブキャンペーンをしづら一方、株主が指名した候補者に対してネガティブキャンペーンを行える。③プロキシアクセスには候補者を探す負担がある。④たとえ会社が指名した候補者が選任されたとしても、棄権の数が多かった場合、会社はそれを問題視し、対応する傾向にある。たとえば、選任されたCEOがすぐに辞任したり、会社が株主の要求に応じて期差取締役会を廃止したり、会社が今後多くの賛成を得られるように努力したりするといった実例がある⁽²⁷⁾。

実際、米国では、1990年に議決権不行使キャンペーンが行われるようになり、2000年代初頭に、この活動は機関投資家にとって人気の活動となっていたようである (Buchanan et al. 2012: 769)。米国では、株主総会決議の定足数が存在するため⁽²⁸⁾、議決権行使の棄権は効果的であるといえる。

(6) 画一的なガイドライン・助言会社の画一的な助言への懸念

Say on Payについては、画一的なガイドラインや議決権行使助言会社の画一的な助言の利用を懸念する声もある。個々の会社の業績や将来展望の評価にはコストがかかるため、英国では、Say on Payに当たり、機関投資家が、前述した投資家団体が作成した報酬に関するガイドラインや助言会社の助言を採用していることが多い。しかし、個々の会社に特有の報酬問題が生じている場合など、そのようなガイドラインや助言が適さない場合があるにもかかわらず、ガイドラインや助言によって、画一的な報酬慣行が確立されてしまうと危惧されている (Gordon 2009: 347-348, 353)。

前述のように、投資家の協働や投資家団体が活発ではない米国では、機関投資家の助言会社への依存度が高いため (Tuch 2019: 1488)、特に、助言会社に関する懸念は米国に当てはまるといえる。

(27) たとえば、2004年、Disney社のCEOであったMichael Eisnerは、選任に当たり、過半数の賛成を得たが、約40%の棄権票があり、翌年に辞任した。また、International Paper社は、取締役を選任するに当たり、約25%の棄権票があったことを受け、筆頭株主の要求を受け入れて期差取締役会を廃止した (Kahan and Rock 2011: 1419)。

(28) たとえば、デラウェア州一般会社法とニューヨーク州事業会社法は、株主総会決議の定足数を、議案について議決権を有する株式の過半数 (ただし、定款で3分の1まで引き下げられる) としている (Del. Gen. Corp. Law § 216, N. Y. Bus. Corp. Law § 608)。

6 むすびに代えて

米国では、株主の公平な議決権の確保や会社の民主化、不適切な経営の防止などを目的に、1930年代に委任状勧誘プロセスが規制された。その後、企業不祥事や機関投資家の台頭に伴い、1970年代からコーポレート・ガバナンスにおける株主（主に機関投資家）の役割が議論されるようになった。この議論は、企業不祥事の高発や金融危機、機関投資家の影響力の増大に伴い、益々、活発になっている。

米国では一貫して、株主が株主総会で取締役を選任する権利を有してきた。しかしながら、相対多数投票が採用され、かつ、株主提案権を行使して新しい取締役候補者を指名すること（プロキシアクセス）が認められないという形で株主の権利が制限されると、取締役の選任権は形骸化する。役員報酬に関しても、株主提案権を行使して提案できる内容は限られ、3年に1度の勧告的決議しか認められないという形で株主の権利が制限されてきた。また、1983年に株主提案権の行使要件と提案可能な上限数が設けられ、1993年と2020年には、行使要件が更に厳格化されたという点で株主の権利が制限されている。全体としてみると、株主の権利行使よりも指名・報酬委員会や情報開示規制が重視されていたといえる。

このように、株主の期待やSECの構想に反して、株主権が制限されてきた原因は、経営者側のロビー活動や共和党政権の影響、株主の能力と権利濫用への懸念、会社の負担への懸念、州法と連邦規則の関係などにあると考えられる。米国では、内部情報を有していない株主は適切な判断ができず、機関投資家は協働していないと指摘されている。また、個人的利益を追求する株主や多数の株主提案を行うGadflyは、他の株主の利益を害するとともに、会社に負担をかけると批判されている。さらに、19世紀中葉から、州会社法は取締役会の強固な権限を認めてきた。

一方、近年、機関投資家やヘッジファンドの台頭に伴い、それらの能力を評価する声や株主権の強化を求める声が多く見られる。そして、定款変更による私的自治が認められたり、ESGに関する考え方が見直されたりしている。つまり、株主の実態と株主へのイメージや評価などに応じて、株主権の強さは変化し得ると考えられる。ただし、株主へのイメージや評価は実態とは異なる可能性がある点、たとえば、実は、Gadflyはガバナンスの推進者であるとする実証研究（Kastiel and Nili 2021）や、実は大規模機関投資家はガバナンス活動に十分なリソースを割いていないとする実証研究（Bebchuk and Hirst 2019）も存在する点に留意する必要がある。誤ったイメージや評価に基づいた、株主権の制限または強化を避けるために、株主の実態を正確に把握する必要があると思われる。

日本では、取締役会設置会社の場合、定款変更により株主総会の権限を拡大できる（会社法295条2項）。また、株主提案に関して米国のような排除事由は存在せず、プロキシアクセスや報酬に関する提案は認められる。欧米と比べ、日本の株主の権利は強いいため、近年、株主総会の権限や株主提案権を制限する余地があるという指摘もなされている（加藤ほか 2022; 久保田 2022）。しかし、株主権の強さは、株主の実態を十分に把握した上で検討する必要がある。米国を参考にすれば、たとえば、機関投資家の能力や協働力が低い場合、株主が濫用的な株主提案を頻繁にしている場合、会社に

大きな負担が生じている場合などには、株主権を制限する余地があるといえる。一方、逆の場合に、株主権を制限すると、機関投資家による効果的なガバナンスが実現できなくなるおそれがある。

したがって、日本における株主、特に、機関投資家の実態を十分に把握し、勘案することが必要であろう。また、欧米と比べ、日本の株主の権利が強いことへの懸念も見られるが、米国では、株主の権利の制限に対する反発があり、近時、株主の権利が強化されつつあることも把握すべきである。その上で、コーポレート・ガバナンスへの関与を機関投資家に推奨することの是非や程度、推奨の方法、そして、株主権に関する法規制のあり方などについて検討することが必要となろう。

引用文献

- 伊藤靖史 (2007) 「米国における経営者の報酬等の開示に関する近時の改正」 同志社法学58巻7号
- 伊藤靖史 (2012) 「米国における経営者の報酬に関する近時の改正：ドッド＝フランク法による say on pay の導入等」 同志社法学64巻4号
- 今井宏 (1971) 『議決権代理行使の勧誘』 商事法務研究会
- 王子田誠 (2005) 「アメリカにおける取締役指名システムの改革」 姫路法学44号
- 加藤貴仁＝児玉康平＝三瓶裕喜＝武井一浩＝神田秀樹 (2022) 「コーポレート・ガバナンス改革と上場会社法制のグランドデザイン〔VI〕」 商事法務2300号
- 久保田安彦 (2022) 「組織体としての株主総会」 商事法務2303号
- 黒沼悦郎 (2012) 「株主の選挙提案を認めるSEC規則の無効化」 商事法務1974号
- 酒巻俊雄 (1972) 「株式会社の本質観と会社法理—イギリス法とアメリカ法—」 星川長七先生還暦記念論集刊行会編『英米会社法の論理と課題：星川長七先生還暦記念』 日本評論社
- 白井正和 (2016) 「アクティビスト・ヘッジファンドとコーポレート・ガバナンス」 商事法務2109号
- 龍田節 (1968) 「株式会社の委任状制度—投資者保護の観点から—」 インベストメント21巻1号
- 坂東洋行 (2019) 「英国における役員報酬改革」 早稲田法学94巻3号
- 藤林大地 (2010) 「米国における委任状勧誘制度：取締役の選任に係る勧誘規制と近時の動向を中心に」 同志社法学62巻3号
- 前田重行 (1979) 「株主提案権の立法論的検討」 証券研究57巻
- 松尾健一 (2015) 「米国における経営者報酬の実態及びその規制」 比較法研究センター「役員報酬の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書」
- 矢沢惇 (1957) 「アメリカ法」 私法17号
- 山口幸五郎 (1989) 『会社取締役制度の史的展望』 成文堂
- 吉行幾真 (2013) 「米国における株主提案権に関する一考察—プロキシ・アクセスに着目して—」 名城法学63巻2号
- Bainbridge, Stephen M. (2006) "The Case for Limited Shareholder Voting Rights," 53 *UCLA Law Review* 601.
- Bainbridge, Stephen M. (2016) "Revitalizing SEC Rule 14a-8's Ordinary Business Exclusion: Preventing Shareholder Micromanagement by Proposal," 85 *Fordham Law Review* 705.
- Bebchuk, Lucian A. and Roberto Tallarita (2022) "Will Corporations Deliver Value to All Stakeholders?" 75 *Vanderbilt Law Review* 1031.
- Bebchuk, Lucian A. and Scott Hirst (2019) "Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy," 119 *Colum. L. Rev.* 2029.
- BIS (Department for Business Innovation & Skills) (2014) Building a Culture of Long-Term Equity Investment: Implementation of the Kay Review: Progress Report.

- Bratton, William W. and Michael L. Wachter (2010) "The Case Against Shareholder Empowerment," 158 *University of Pennsylvania Law Review* 653.
- Buchanan, Bonnie G. et al. (2012) "Shareholder Proposal Rules and Practice: Evidence from a Comparison of the United States and United Kingdom," 49 *Am. Bus. L. J.* 739.
- Business Roundtable (2016) Responsible Shareholder Engagement and Long-Term Value Creation: Modernizing the Shareholder Proposal Process.
- Department of the Treasury (2009) Financial Regulatory Reform: A New Foundation.
- DOL (Department of Labor) (2020) Financial Factors in Selecting Plan Investments, 85 FR (June 30, 2020).
- Eccles, Robert G. (2018) Why an Activist Hedge Fund Cares Whether Apple's Devices Are Bad for Kids, *Harvard Business Review*, (January 16, 2018), <https://hbr.org/2018/01/why-an-activist-hedge-fund-cares-whether-apples-devices-are-bad-for-kids> (accessed October 7, 2022).
- Fisch, Jill E. (2012) "The Destructive Ambiguity of Federal Proxy Access," 61 *Emory L.J.* 435.
- Fisch, Jill E. (2016) "The New Governance and the Challenge of Litigation Bylaws," 81 *Brooklyn Law Review* 1637.
- Gower, L. C. B. (1956) "Some Contrasts between British and American Corporation Law," 69 *Harvard Law Review* 1369.
- Gilson, Ronald J. and Jeffery N. Gordon (2013) "The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Reevaluation of Governance Rights," 113 *Colum. L. Rev.* 863.
- Gordon, Jeffrey N. (2009) "'Say on Pay': Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In," 46 *Harvard Journal on Legislation* 323.
- Gravelle, Jack (2011) "Proxy Access for All Shareholders," 12 *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law* 173.
- Hill, Jennifer G. (2019) "The Trajectory of American Corporate Governance: Shareholder Empowerment and Private Ordering Combat," *University of Illinois Law Review* 507.
- House Committee on Financial Services (2009) Compensation Structure and Systemic Risk: Hearing, Serial No. 111-42, (June 11, 2009).
- House of Representatives (1943) Security and Exchange Commission Proxy Rules, 78th Congress First Session, H.R. 1493, H.R. 1821, and H.R. 2019, (June 9, 10, 11, 1943).
- House of Representatives (2007) Shareholder Vote on Executive Compensation Act, 110th Congress 1st Session, Report 110-88, (April 16, 2007).
- Kahan, Marcel and Edward Rock (2011) "The Insignificance of Proxy Access," 97 *Virginia Law Review* 1347.
- Kahan, Marcel and Edward Rock (2020) "Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders be Shareholders," 100 *Boston University Law Review* 1771.
- Kastiel, Kobi and Yaron Nili (2021) "The Giant Shadow of Corporate Gadflies," 94 *Southern California Law Review* 569.
- Lund, Andrew C. W. (2010) "Say on Pay's Bundling Problems," 99 *Kentucky Law Journal* 119.
- Marino, Lori B. (1999) "Executive Compensation and the Mismatched Emphasis on Increasing Shareholder Access to the Proxy," 147 *University of Pennsylvania Law Review* 1205.
- McDonnell, Brett H. (2011) "Setting Optimal Rules for Shareholder Proxy Access," 43 *Arizona State Law Journal* 67.
- Ryan, Patrick J. (1988) "Rule 14a-8, Institutional Shareholder Proposals, and Corporate Democracy," 23 *Georgia Law Review* 97.
- Sadat-Keeling, Leila N. (1984) "The 1983 Amendments to Shareholder Proposal Rule 14a-8: A Retreat from Corporate Democracy?" 59 *Tulane Law Review* 161.
- Salley, Stephen M. (2009) "Fixing Executive Compensation: Will Congress, Shareholder Activism, or the New SEC Disclosure Rules Change the Way Business is Done in American Boardrooms," 70 *Ohio St. L.J.* 757.
- SEC (1976a) Exchange Act Release Nos. 34-12598, 35-19602, 41 FR (July 20, 1976).
- SEC (1976b) Exchange Act Release Nos. 34-12999, 36-19771, 41 FR (December 3, 1976).
- SEC (1977) Exchange Act Release No. 34-13901, 42 FR (September 7, 1977).

- SEC (1978a) Exchange Act Release No. 34-14970, 43 FR (July 24, 1978).
- SEC (1978b) Exchange Act Release No. 34-15384, 43 FR (December 14, 1978).
- SEC (1980) Staff Report on Corporate Accountability.
- SEC (1983) Exchange Act Release No. 34-20091, 48 FR (August 23, 1983).
- SEC (1992a) Exchange Act Release No. 33-6940; 34-30851, 57 FR (July 2, 1992).
- SEC (1992b) Exchange Act Release No. 33-6962; 34-31327, 57 FR (October 21, 1992).
- SEC (2003a) Press Release 2003-46, (April 14, 2003).
- SEC (2003b) Exchange Act Release No. 34-48626, 68 FR (October 23, 2003).
- SEC (2003c) Exchange Act Release Nos. 33-8340; 34-48825, 68 FR (November 28, 2003).
- SEC (2003d) Exchange Act Release No. 34-48301, 68 FR (August 14, 2003).
- SEC (2006) Exchange Act Release Nos. 33-8732A; 34-54302A, 71 FR (September 8, 2006).
- SEC (2007a) Exchange Act Release No. 34-56160, 72 FR (August 3, 2007).
- SEC (2007b) Exchange Act Release No. 34-56914, 72 FR (December 11, 2007).
- SEC (2009) Exchange Act Release Nos. 33-9046; 34-60089, 74 FR (June 18, 2009).
- SEC (2010) Exchange Act Release Nos. 33-9136; 34-62764, 75 FR (September 16, 2010).
- Semler Brossy LLC (2021) 2021 Say on Pay and Proxy Results, <https://corp.gov.law.harvard.edu/2021/08/30/2021-say-on-pay-and-proxy-results/> (accessed July 5, 2022).
- Senate (2010) The Restoring American Financial Stability Act of 2010, 111th Congress 2d Session, Report 111-176, (April 30, 2010).
- Sharfman, Bernard S. (2012) "Why Proxy Access is Harmful to Corporate Governance," 37 *Journal of Corporation Law* 387.
- Sharfman, Bernard S. (2019) "Enhancing the Value of Shareholder Voting Recommendations," 86 *Tennessee Law Review* 691.
- Simpson, Alexander G. (1993) "Shareholder Voting and the Chicago School: Now is the Winter of Our Discontent," 43 *Duke Law Journal* 189.
- Stevens, Pippa (2021) Activist Firm Engine No. 1 Claims Third Exxon Board Seat, CNBC (June 2, 2021), <https://www.cnbc.com/2021/06/02/activist-firm-engine-no-1-claims-third-exxon-board-seat.html> (accessed November 27, 2022).
- Sullivan & Cromwell LLP (2020) Trends in U.S. Director Compensation, <https://corp.gov.law.harvard.edu/2020/08/16/trends-in-u-s-director-compensation/> (accessed July 11, 2022).
- Sundquist, Lewis (2004) "Comment: Proposal to Allow Shareholder Nomination of Corporate Directors: Overreaction in Times of Corporate Scandal," 30 *Wm. Mitchell L. Rev.* 1471.
- Tuch, Andrew (2019) "Proxy Advisor Influence in a Comparative Light," 99 *B. U. L. Rev.* 1459.
- Waite, Kevin W. (1995) "The Ordinary Business Operations Exception to the Shareholder Proposal Rule: A Return to Predictability," 64 *Fordham Law Review* 1253.
- Wells, Harwell (2015) "Shareholder Power in America, 1800-2000: A Short History," in J. Hill and R. Thomas (eds), *Research Handbook on Shareholder Power*, Edward Elgar.