



Title	アメリカにおける株主提案権制度の機能に関する一考察 : コーポレート・ガバナンス論の歴史的展開を背景にして
Author(s)	長阪, 守
Citation	阪大法学. 2003, 52(5), p. 163-190
Version Type	VoR
URL	<a href="https://doi.org/10.18910/54733">https://doi.org/10.18910/54733</a>
rights	
Note	

*The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA*

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

# アメリカにおける株主提案権制度の機能に

## 関する一考察

——コーポレート・ガバナンス論の歴史的展開を背景にして——

長 阪 守

### 一 はじめに

会社の統治機構はいかにあるべきかというコーポレート・ガバナンスの問題に対して、アメリカにおいては、証券法 (Securities Act)<sup>1)</sup> 及び証券取引所法 (Securities Exchange Act) といった連邦による証券取引規制及び各証券取引所が定める上掲基準が与える影響が大きいと言われる<sup>2)</sup>。中でも、証券取引所法四条によって設置された連邦証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, SEC) は、証券法・取引所法に関して、自ら政策目標を掲げ、それを規則として具体化し、規則の執行を行っており、一九三四年の創設以来、アメリカの公開会社のコーポレート・ガバナンスに対して、大きく関与してきた。例えば、株主総会が株主総会を行なうについては、通常、株主総会決議を有効に行なうために株主に対して委任状の勧誘を行なうところ<sup>3)</sup>、SECは、会社が委任状勧誘を行なう

際に、その委任状書面 (form of proxy) にSEC所定の書式による委任状説明書 (proxy statement) を添付するよう義務付けているのである (SEC規則一四 a 三)。

そして、本稿の主題であるSEC規則一四 a 八 (以下、規則一四 a 八) も、SECが定めるこれら一連の委任状勧誘規制の一環として制定されたものである。本規則によって、株主は、委任状説明書に自身の提出する提案を記載するよう求める権限を付与されている。このような株主提案権制度を定める規則一四 a 八は、一九四二年の公布以来、コーポレート・ガバナンス議論の大きな争点の一つとされてきた。そこで、本稿においては、アメリカの公開会社を廻るコーポレート・ガバナンス論の歴史的な展開を背景としつつ、SECの規則改正の動向を分析することで、米国のコーポレート・ガバナンスにおける株主提案権制度の位置付け、機能を検討することとしたい。また、その中で、米国のコーポレート・ガバナンスにおける株主像あるいは株主による会社経営への影響といったものが、歴史的にどのように評価されてきたかを若干でも整理できれば幸いである。なお、規則一四 a 八については、一九八三年に規則の根本的な改正が企図され、それが現行法の基礎ともなっている。本稿では、ひとまずその改正に至る経緯を中心に検討を進めることにしたい。

## 二 経営者支配と株主提案権制度の制定

(一) 株式の分散化と経営者に対する監視・監督の必要性

バーリ = ミーンズ (A.A.Berle and C.G.Means) が、その著書『近代株式会社と私有財産』(The Modern Corporation and Private Property) で、株式会社における所有と支配の分離の事実、及びこれに伴う経営者支配拡大の傾向を指摘したのは一九三三年のことである。彼らの調査により、高度に株式所有が分散化した公開会社の多

くで、経営者が<sup>(4)</sup>株主総会の議決権行使に関する委任状の勧誘過程を通じて、事実上、経営者自身によって選任されており、合併等の重要な議案についても、経営者の提案が株主に否決される事態がほぼ考えられないという状況になっていることが明らかにされた。<sup>(5)(6)</sup>

バリーは、そのような所有と支配の分離という状況を前提に、所有者である株主と支配者である経営者との利害の対立について、支配者の目的には、信望、権力、専門的熱意に対する満足感等があり、仮に支配者の最大の目的が私利の追求ということであるとすれば、支配者の利益と所有者の利益が対立することになると分析した。更に、当時の支配者には、例えば会社の得た利潤を自身が重大な投資権益を持っている従属会社に移行させる等<sup>(7)</sup>、会社の利潤を自己の利益に転換させる多くの非直接的方法が備わっているとバリーは述べた。特に、一九〇〇年から一九一五年にかけての鉄道会社の破産について、「多くの鉄道会社が、不手際な財務経営の結果、管財人に引き渡されたが、これらはほとんどが支配者集団の利益が原因となってもくろまれたことが明らかである。」と経営者を批判し、経営者に対する監視・監督の必要性を主張した。<sup>(8)</sup>このようなバリーの功績を契機として、アメリカのコーポレート・ガバナンス論は、いかに経営者を監視・監督し、適切に業務執行をさせるかという問題を中心に展開することになった。

(二) SEC規則一四 a 八の制定と初期の改正

一九三三年に制定された証券法及び一九三四年に制定された証券取引所法の主眼が、投資家に対して適切な情報の開示を行なうことにあるのはもとよりであるが、株式会社の問題に対しては、議会による証券諸法制定の意図の一つに、「経営権の濫用 (managerial abuses) を抑制するために、公平な議決権行使 (fair corporate suffrage) を奨励」することがあった旨が指摘されている。<sup>(9)(10)</sup>

そして、その手段として採用されたのが、一九四二年に公布された規則一四 a 八である。SECは、「委任状勧誘規制が、経営者によって株主に与えるのが適切であると判断された全ての事項を株主に対して開示することに失敗している」として、規則一四 a 八により、株主が、自己の提出した提案を経営者側の委任状説明書に記載するように経営者に求めることができる旨を定めた。このような権限は、株主が会社経営に影響を与えることを奨励するものであり、会社の実質的な所有者としての株主を重視するものである。<sup>11)</sup>

もっとも、株主の提案が際限なく委任状に記載されるわけではない。そもそも、会社の業務執行権限は経営者にあるので、<sup>12)</sup>業務執行に関わる提案が認められた場合でも、それは、株主の意見を表明するための勧告的提案として行なわれることになる。また、会社が、仮にその株主提案を委任状説明書に記載する必要がないと考える場合には、会社はSECにその提案の排除理由を記載した書面を提出することができる。SECは、自己の定めた規則の下で提案を排除するのが適切だと判断した場合、法的執行を行なわない旨の書面、いわゆるノーアクションレター (no-action letter) を発行することになる。<sup>13)</sup>

規則制定当初、SECは、株主提案権を単独株主権と捉えており、また、委任状に記載するよう要請される株主提案とは、「適切な議題 (proper subject)」でなければならぬとしていた(後に、適切な議題は州会社法及びコモローによって決定されるというコメントが発表される)<sup>14)</sup>。しかし、そのような曖昧なルールに問題があるのは明らかであり、<sup>15)</sup>SECは、一九六〇年代までに三回の大きな規則改正を行なっている。

一九四八年改正では、株主提案が委任状から排除されつつある実質的な理由として、「個人的な要求の強制または個人的な苦情の救済を目的としたもの」という規定が制定され、手続上の改正として、「過去二年間に提出された提案で、提案者が株主総会に出席しないもしくは株主総会に提案を提出しなかった、あるいは、三%以上の議決を取

れなかつた場合に、提案の排除が可能であるとされた。一九五二年の改正では、一般的な経済、政治、人種、宗教、社会あるいはそれに類似する事項を促進することを目的とした提案の排除が可能である旨が規定された。そして、一九五四年改正では、提案の排除理由として、「会社の通常の業務に関する事項」が追加され、手続上の改正として、提案が初年度の株主総会で三%以上、次年度の株主総会で六%以上、更にその翌年度の総会で一〇%以上の賛成を得られないときに、提案の排除が可能である旨が規定された。<sup>16)</sup> これらの改正は、いずれも、提案権制度が濫用されることを回避するための行使要件の明確化・厳格化を指向した改正と言える。

### 三 一九六〇年代におけるコーポレート・ガバナンス論の対立と株主提案権

前述のバリーの指摘以来、アメリカにおいては、いわゆるコーポレート・ガバナンス論が盛んになった。特に、企業の社会的責任を巡る議論が活発化した一九六〇年代から七〇年代にかけては、株主提案権の行使件数が増加したこともあり、株主提案権制度についての議論も活発に行なわれた。本章では、その基本的な立場を三つに分類し、その対立軸を中心に株主提案権制度がどのように評価されてきたかを検討する。<sup>17)</sup>

#### (一) 会社民主主義 (corporate democracy)

1 エマーソンとラッチャム (F.D.Emerson and F.C.Latham) は、初期の英国の会社が、相互に極めて密接な関係をもつた株主によって構成されており、そのような会社では株主総会は実際に会社の業務についての討論と意思決定の場であったこと、そして、総会に出席する株主は、それぞれの固有の能力と技術を持って提示された問題の討論と決定に参加したこと、更にその総会では、討論のための情報開示がなされ、そのような開示の下で意思決定がなされていたこと(つまりイギリスの初期の会社においては株主に対する情報開示と株主の総会への能動的な

参加と議決権の行使が重要視されていたこと(を主張し、アメリカにおいても、株主に対する情報開示と議決権の代理行使制度の改革により、株主に初期のような能動的な地位を復活せしめる必要性を主張した<sup>(18)</sup>)。このように、株主が会社の実質的な所有者であるという概念を重視し、株主に会社の意思決定への参加を促すのが会社民主主義あるいは株主民主主義 (shareholder democracy) と呼ばれる立場である。この立場からは、SECによる一連の委任状勧誘規制 (開示原則の確立、議案に対する株主の賛否の記載欄を委任状用紙に設けなければならぬ旨を定める規則一四 a 四 b 項、株主間のコミュニケーションを定める規則一四 a 七、株主提案権制度を定める規則一四 a 八等) は、会社民主主義の理念に資する立法的努力であるとして評価された<sup>(19)</sup>。

また、この立場の論者は、経営者に対する監視・監督を行なう中心的な機関の一つとして、株主総会を特に重要視する傾向にあつた。その法的根拠は、会社の実質的な所有者が資本の出資者である株主であるという点に求められる。大規模な株式会社が言わば私的政府と言えるほどの権力を持ち、会社権力が主として経営者の利益を考慮して行使されているという疑念から<sup>(20)</sup>、株主権の強化を図り、経営者への監督の実効性を高めるべきであるという主張がなされたわけである。

もっとも、コーポレート・ガバナンスにおける監視・監督の主体としての株主の能力にはやはり限界がある。一九六〇年代のこの立場の論者への典型的な批判は、「SECによる度重なる規則改正の後も、経営者によって選任された取締役候補者の選任提案や取締役の報酬に関する提案が株主総会において否決されるというような事態はほとんどない、故に、一連の改正に特に効果があつたようには見受けられない<sup>(21)</sup>。」というものであつた。株主権の強化を通じた経営者への監視・監督が、そのみでは不十分であるという点は、現在、コンセンサスが得られていると言つてよいであろう。そこで、一九七〇年代頃からは、コーポレート・ガバナンスにおける社外取締役の役割が

重要視されることになる。<sup>(22)</sup> もっとも、株主総会あるいは株主の機能を重視するという考えと、経営者の監視・監督の強化のために他の制度を採用するという考えは、特に矛盾するものではない。<sup>(23)</sup>

2 会社民主主義の主張は、経営者の監視・監督のみに主眼を置かず、巨大化した株式会社を株主という個人を通して、公共的な観点からも抑制しようとする点において特徴的である。この立場の論者は、会社の様々な不正や現実社会とのギャップを株主の影響力を通じて是正しようという観点を導入している。<sup>(24)</sup> そして、株主提案権制度は、株主が会社の意思決定に参与することを通じて、会社に対して社会的問題に対する説明責任を負わせ、更には会社が積極的に社会的責任を果たすことを促進する制度として肯定的に捉えられることになる。<sup>(25)</sup> ここで想定されている株主は、単なる金銭的利益を追求するだけの投資家ではなく、会社の実質的な所有者である一人人である。そのような株主が会社経営において影響力を行使するのは当然のことであり、この立場からは、むしろ、それが積極的に行使されるための装置が整えられることが期待されたのである。

(二) 経営者主義(managerism)

1 一九〇〇年代初期の株式会社では、株主の地位は弱体化し、株主総会は無機能化していた。そのため、当時株主が会社経営について影響を及ぼすということについては、一般的な問題としては認識されていなかった。但し、バーリは、会社が原則として株主のために経営されるべきことを認める一方で、<sup>(26)</sup> 株主が会社に対して影響力を行使するということに否定的な見解を取っていた。彼は、「大規模での極端な分業等が当然に意味するものは、個人主義ではなく協調であり、また、ほとんど独裁主義に近いような権威の承認である。大規模会社での組織体系の最頂点でだけ、個人的創意はある程度自由活動を持つことができる。」と述べている。<sup>(27)</sup> そこからは、情報が不足し、適切な判断を行なうことが不可能である株主が、会社経営に影響を及ぼすことについての懸念を読み取ることが可

能であらう。

このように、会社経営における経営者の裁量権を尊重することに積極的な考えは、一般的に経営者主義と言われ<sup>(28)</sup>る。経営者主義的な考えを採るマニング (B. Manning) も、会社民主主義を批判した一人である。彼は、一九六〇年の論文で、一九三〇年代以降の委任状規則改革に関する諸改革が有効なものではなく、バリー・ミンズの指摘以来、相変わらず大多数の株主が、委任状用紙に署名するだけのラバー・スタンプの地位にあるにすぎないと述べ、株主が会社を所有しているというア・プリオリな命題はもはや放棄すべきであると主張した<sup>(29)</sup>。そして、証券市場が発達していることと、株主の関心が経済的利益にしかないことを根拠に、会社経営に対する広範な裁量権を経営の専門家である経営者に認めることを主張したのである<sup>(30)</sup>。

2 そこで、マニングは、株式の無議決権化と経営者に広範な裁量権を与えることを主要内容とした新しい株式会社モデルを提唱している。その中で、彼は、経営者のコントロール方法として、第一に、経営者の経営活動に関する情報及び資料の完全でかつ適時の提供の必要性、第二に、経営者に対する監督機構（その機構としては、行政機関またはその他の公的機関が想起されている）、特に経営の報酬に対する監督の必要性、第三に、株主が企業の意思決定に参加しえないため、その代替措置として、株主の投資を急速かつ安価に引き上げるような方法の必要性という三点を挙げている。ここで彼の想定する株主像とは、自己の経済的利益にのみ関心のある、言わば投資家としての株主であり、コーポレート・ガバナンスにおける株主の役割は、適切な情報を取得した上で株式を売買することに限定されることになる<sup>(31)</sup>。

バリー以来、経営者主義的立場を取る論者は、経営者の広範な裁量権を認める代わりに、情報の非対称性を主たる根拠として、株主の経営に対する影響力は排除されることが望ましいと考える傾向にある。マニングの提唱する

モデルから、彼が、投資者としての株主を尊重し、その影響を肯定する一方で、証券市場を通じない直接的な株主の影響に対しては否定的な立場であること、一方、それだけでは経営者のコントロールが不十分であり、それを補完する装置が必要であると考えていたことが分かる。経営者の裁量権を重視する考えからは、株主提案権制度を定める規則一四 a 八は否定的に解されることになる。

(三) クライアントグループ参加型 (Client-group Participation) の会社モデル

1 大規模会社においては、もはや私企業として営利を追求するのみでなく社会的責任を負うものであると考えるのがいわゆる企業の社会的責任論であるが、その中身は論者によって様々である<sup>(32)</sup>。有名なバリーとドットの論争を始め<sup>(33)</sup>、古くから論じられ、かつ、現在でも大きな問題の一つであり、その内容も種々の問題を孕んでいるため一括りに論ずることは困難である。しかし、社会的責任の問題は、一応、会社がどこまで公益的な観点からの行為をなせるかという会社の能力(あるいは企業行動の制約)の問題と、どのような手段で、会社に社会的責任を実現させるかという方法論の問題とに分けて考えることができる。

会社の能力の問題については、かつてのフリードマンのような「長期的に見てビジネスにおける社会的責任とは利潤を増加させることである」<sup>(34)</sup>というような急進的な考えを採用しつるものではなく、会社が幾許かの公益的制約に服することについてのコンセンサスは得られていると考えるであろう。判例上、株主の利益に合致しない会社費用の支出は認められている<sup>(35)</sup>。アメリカ法律協会 (American Law Institute) が一九九二年に策定した「コーポレート・ガバナンス原則 分析と勧告」(Principles of Corporate Governance : Analysis and Recommendation (以下、「原則」という))<sup>(36)</sup>においても、会社が、公共の福祉や人道、教育上及び慈善の目的に対して、合理的な額の資源を充てることが可能である旨が規定されている(「原則」第二〇一条 b 項)。

問題は、いかに会社に社会的責任を果たさせるかという方法論であるが、一九六〇年代から七〇年代にかけては、企業の非行や環境の悪化などをきっかけに、社会的責任に対して特に関心が高まり、方法論についての議論が活発化した。その中で、本稿では、会社に利害関係を有する利益集団を会社経営に参画させるべきであるというクワイアントグループ参加型と呼ばれるコーポレート・ガバナンス論を展開した論者であるチエイズ (A. Chaves) を取り上げたい。

チエイズは、現代の大規模公開会社の株主には経営者をコントロールするような力はなく、株主の利益は、会社の会計情報が公開されることや経営者の詐欺的な行為が防止されているような適切な株式市場が維持されることで確保されると述べ、会社の意思決定については、むしろより会社に緊密な関係にある諸集団 (membership closer to the facts of corporate life) が関与すべきであるとした<sup>(37)</sup>。この主張の特徴は、公共的観点を企業経営に取り入れる手段として、会社経営に利害関係人を積極的に取り込もうとすることにある。

会社の経営機構に、直接、社会的利益の代表者を組み込むのであるから、社会的責任を果たす方法としては、強力である。特に、経営者に積極的に社会的責任を果たさせることを企図する場合、経営者の裁量権が拡大され、経営者の監視・監督の問題が更に深刻化するという懸念が起るわけであるが、このような方法は、そのリスクが減少する点に優位性がある。

しかし、チエイズの見解に対しては、部品供給業者や顧客 (Suppliers and Customers) に会社の意思を決定するスキルがあるとは考えにくく、その場合の取引先企業の利己心や利害の対立をどうするかが不明である、との批判がなされた。また、労働者 (Labor) が経営に参加するといふ点についても、やはり労働者にそのような会社意思決定に関与するスキルがあるのが疑問であること、労働者が会社に対して弱い立場にあることや、取引先企業に

比べれば労働者と会社の利害は相対的に一致しているとはいえ、なお深刻な利害対立があるという問題が指摘されることになった。<sup>39)</sup>

2 直接に経営に利益集団を参加させようとするのが、チエイズの提唱するクライアントグループ参加型のモデルであるが、前述の通り、チエイズは会社の意思決定に対する株主の関与について否定的な見解を述べている。その根拠は、それが社会的責任を果たす手段として機能していない点、すなわち、制度の実効性の低さにある。<sup>40)</sup> このことから、逆に公益を重視するという考えを採用する場合でも、株主提案権制度が社会の公益的な要請に有効に働いているものと評価するならば、必ずしも規則一四 a 八を否定的に捉える必要はないことが分かる。結局、公益を考慮する際に問題となるのは、株主の利益と企業に対する社会的要請が対立するときであり、それは前述した会社の能力あるいは会社の目的の問題として現れる問題である。そのような対立が特に深刻化したのは、一九八〇年代の M & A ブーム時で、その時には、余剰利益の還元を望む株主と、リストラ等によって職を追われることになる労働者との利害の対立が顕在化しているが、そのような M & A の規制については、一応、各州で会社法上の解決が図られている。<sup>41)</sup>

#### 四 一九七〇年代における SEC の動向と規則改正

一九七〇年代の規則一四 a 八に関する SEC の動向に影響を与えたと言われるのが、コロンビア地区控訴裁判所の Medical Committee for Human Rights v. SEC 事件である。本件では、株主がダウ社 (Dow Chemical Company) に対して行なった「ナパーム弾が人間に対して使用されない」という合理的な保証のない限り、その販売を禁ずる旨の定款の修正を要求する決議を採用するよう取締役会に求める提案<sup>42)</sup>を、経営者が排除する際に、SEC により発

行されたノー・アクションレターの是非が問われた。<sup>(43)</sup> ダウ社の経営陣は、提案が会社の通常のビジネス活動に関するものであること、その目的が、一般的な経済、政治、宗教、社会その他類似の事項を促進することを目的とするものであることを理由に排除の正当性を主張した。<sup>(44)</sup>

それに対して、裁判所は、会社に関する道徳的・政治的決定を行なう株主の権利は、少なくとも経営者のそれと同様に重要であると述べ、SECに（株主提案権に対する）制限の再考を促した。<sup>(45)</sup> その判決を受け、SECは、一九七六年に、少なくともいくつかの社会政策に係わる提案、特に「倫理問題（ethical issues）」についてはもはや排除すべきではない、とのコメントを出したのである。<sup>(46)</sup>

一方で、一九七六年の改正では、株主提案権を行使できる件数に制限が付けられ、提案件数は、従来の無制限から提案者一人当たりにつき二つに制限されている。また、提案の排除理由も、一九七二年、一九七六年の改正により明確化され、一連の改正により、州会社法上不適切議題、会社の法違反を惹起させるもの、ミスリーディング等、個人的苦情、ビジネスと無関係、会社の支配外、会社の通常のビジネス活動、役職の選任、会社提案への反対、現実的無意味、実質的に重複、過去に提出、具体的配当額、という一三の項目に該当する提案が排除できることが明示された（規則一四 a 八(c)項(1)号から(13)号）。<sup>(47)</sup>

その後、SECは、一九七七年に取締役の選任過程、そして、コーポレート・ガバナンス全般における株主参加、株主間のコミュニケーションに関するルールの再点検を行い、上院に七六〇頁に渡る報告書を提出している。その報告書には、株主が、コーポレート・ガバナンスに参加する適切な機会を与えられていない旨が記載され、株主によるコーポレート・ガバナンスの参加を促進する三つの方法が提示された。一つは取締役会による情報公開の増進、一つは株主提案権制度の促進、もう一つは、株主による取締役の指名を認めるといった方法であった。<sup>(48)</sup>

## 五 エージェンシー理論の発達と株主提案権制度への批判

### (一) 初期のエージェンシー理論の特色

企業の社会的責任に関する論議が注目を集める一方、一九七〇年代の中頃から、いわゆるエージェンシー理論が発達し始め、一九八〇年代以降の有力な企業理論の一つとなった。<sup>49</sup> その背景には、証券市場が発達し、現実の証券市場が情報に対して効率的であると考えられる効率的資本市場仮説 (efficient capital market hypothesis) があり、<sup>49</sup> 公開されている全ての情報を株価が反映している時に成立するセミ・ストロングフォームの効率性についての仮説が定着したことがある。<sup>50</sup>

エージェンシー理論の発端は、コース (R. Coase) によって主張された「企業契約論 (contractual theory of the firm)」にあるとされる。コースは、企業を「契約の束 (nexus of contracts)」として捉えた。彼によれば、企業は複雑に入り組んだ契約関係を一つの要から拡がる扇のように単純な構造に整理するために導入された法律上の擬制に過ぎない。<sup>51</sup> 株主は、資本の出資者として特別な地位に立つものではなく、会社を基礎として契約関係に入った利害関係グループの一つとして位置付けられる。その後、コースに影響されたジェンセンとメックリングは彼の理論を発展させ、人々の間に結ばれる契約はすべて代理関係 (agency relations) に還元することができ、それに伴う交換費用はすべて代理費用 (agency cost) として取り扱うことができると主張した。<sup>52</sup> そこで、エージェンシー理論では、株主と経営者間の代理費用の分析が焦点となる。

しかし、そのような代理費用は、社会的に最適なレベルまで削減されていると考えるのが、初期のエージェンシー理論の特色である。何故、代理費用が最適なレベルに削減されるのか。それは、エージェンシー理論が、「取引

費用 (transaction cost) が存在しないならば、私的交渉によってもたらされる結果は効率的なものであり、その交渉結果は、「初期的な法的ルール設定に依存しない」というコースの定理の影響を受けているからである。会社の支配権市場、資本市場、経営者の労働市場、製品市場等、市場の力を通じて経営者の裁量権を抑制するメカニズムが存在しており、そのような市場が有効に機能している状態では、現在、存続している企業・経営者は、競争に勝ち抜いている以上、最適な状態に保たれていると推定されるのである。<sup>(53)</sup>

初期のエージェンシー理論からは、経営者への監視・監督は、各種の刑罰法規や株主代表訴訟等のサンクション、そして何より市場を通じて既に行なわれているため、市場を適切に保つこと（そのための情報開示規制の強化やインサイダー取引規制等の強化）、及び、取引費用を削減するための契約モデルの雛型を提供することが会社法の役割であるとされ、それ以上の企業に対する積極的な法の介入は契約を通じての市場の機能を阻害するものとして否定的に解されるのである。<sup>(54)</sup>

(二) 初期のエージェンシー理論と株主提案権

エージェンシー理論においては、株主は単なる利害関係人である。とすれば、株主が会社の実質的な所有者として会社の意思決定に影響を与えることができる、という考えとは相容れないようであるが必ずしもそうではない。この立場からも、株主は会社において中心的な役割を果たすものとして重要視される。その主たる根拠として、株主が最終的な残余財産請求権者であること、株価の上下は株主の利益に直結するため、株主は会社全体の利益の向上に対して監視者としてのインセンティブを持っていること<sup>(55)</sup>が挙げられる。

とすれば、エージェンシー理論からは、株主の影響は、望ましいものとして許容されることになりそうである。しかし、証券市場を通じた影響（すなわち株式の売買やM&A）をガバナンスに望ましいものと肯定的に捉える一

方で、規則一四 a 八による提案権行使については、否定的な見解を取る論者が多い。<sup>(56)</sup> その主たる理由は、以下の三点である。

一点目は、いわゆるフリーライダー問題 (free rider problem) で、株主提案権の行使が、経営者の委任状勧誘にただ乗り (free ride) していることから、そのような提案権行使によるコストが、会社 (ひいては他の株主) のコストにより行なわれている、という批判である。<sup>(57)</sup> 一九七〇年代以降、株主提案権の行使件数が劇的に増加したことに伴い会社側の費用負担が増加した。例えば、一九七六年に A T & T 社が株主提案に対応するために要した費用は、郵便代や印刷費を中心として、一件につき、約二、四五〇ドルであった。<sup>(58)</sup> 少数の株式しか持たない者が、所有者としての利益を享受し、毎年のように提案を行なうことで会社に費用の負担を強いている。そのような費用負担の問題から規則一四 a 八は廃止されるべきであるという主張は、この問題から来る指摘である。<sup>(59)</sup> 二点目は、株主提案権の規定が、そもそも、経営に悪影響を及ぼすという問題 (market influence problem) である。効率的な市場においては、資本配分の決定は、利益の最大化 (profit maximization) と経済的効率性 (economic efficiency) に基づいて配分されるべきであるという前提の下で、<sup>(60)</sup> 規則一四 a 八による株主の介入は、経営者の決定に対する株式市場 (equity market) の役割を歪めるといふ批判がそれにあたる。<sup>(61)</sup> 三点目は、株主による会社経営への示唆 (勧告的提案) が意味をなさないといふもので、そもそも、株主提案が可決される例が少ないこと、更に株主の提案によっても、経営者が行動を実際に改めることが少ないため、提案権制度の費用負担が無駄になっているといふ批判である。<sup>(62)</sup>

一九七〇年代のSECの動向を見れば、それが、株主提案権制度の意義を考慮しつつ、一方で増加する株主提案権に対応するものであったものと評価できる。ところが、一九八〇年代に入り、SECは株主提案権制度への積極的な姿勢を一転している。SECは、「規則一四 a 八は、会社の費用負担あるいは主に経済的な利益にしか関心のない他の株主の費用負担の下に株主が自己の意見を表明するための道具として使われており、それを制限するべきである。」と述べ<sup>(63)</sup>、一九八二年に再び規則一四 a 八の抜本的な改正を行なうことを発表し、それについてのコメントを求めた<sup>(64)</sup>。

そこで、SECが求めたコメントの内容であるが、それは、そもそも株主提案権制度の運営にSECが関与すべきかという制度の在り方そのものについて意見を要求するものであった。その中で、SECは三つの具体案を提示している。一つは、株主提案が委任状から排除されるかについて争いが生じた場合、当事者の判断に委ねるといふ案、一つは、主として州法上の適切議題はすべて委任状に記載するといふ案、そしてもう一つは、現行法の枠組みを保ちつつ、株主の委任状勧誘手続きへのアクセスを制限するといふ案である<sup>(65)</sup>。その結果、SECは、圧倒的多数の支持を得て<sup>(66)</sup>、従来通り規則一四 a 八に關与することを決定し、その一方で、株主提案の手続き要件を更に厳格化しつつ、排除理由の明確化を図ったのである。

まず、手続きに関する主たる改正点として、提案株主は、議決権株式の1%または市場価格で一千ドル以上を所有する者で（従来は議決権株式を一株以上持てば足りた）、さらにその株式の保有期間は、提案提出前の一年間以上という要件が定められた（規則一四 a 八(a)項(1)号）。また、提案株主は、提案提出を株主に通知する場合、自

己の名前、住所、持株数、および持株要件を満たすことの資料を通知しなければならないこととされ (a) 項 (2) 号 (株主提案の提出期限も九〇日前から、一二〇日前に延長された) (a) 項 (2) 号)。そして、会社の費用負担軽減のため、提案者一人当たりの提案件数が、従来の二つから一つに制限された (a) 項 (4) 号)。

次に、提案が排除されつる実質的理由についての主たる改正点であるが、まず、規則一四 a 八 (c) 項 (1) 号の州会社法上不適切な議題の意味を明確にするために、適切な提案であるかは州会社法上の問題であること、そして、取締役会に一定の行為を命令する提案は州法上適切な議題でないこと、が明記された。また、規則一四 a 八 (c) 項 (4) 号について、個人的苦情であるかは、主観的な意図を SEC の職員が判定することが困難であるため、他の株主全体の利益になるか否かという基準を新たに設けることで客観性を担保しようとの試みがなされた (もつとも、株主一般に関心があるような倫理的、社会的責任に関する提案はこの排除理由に含まれない)。一方、規則一四 a 八 (c) 項 (5) 号では、ビジネスと無関係か否かの判定基準として、提案が会社の財務年度末の総資産の 5% 内、および最近財務年度の純利益および総売上上の 5% 内にあたる活動に係しなければならぬ旨が定められた、前年度に提出された提案を再度提案する場合には必要な議決権獲得率が高められる (規則一四 a 八 (c) 項 (12) 号) 等の改正も実施された<sup>(67)</sup>。

以上、一九八三年改正の内容を見ると、少数派の株主に不利益な改正であるが、社会的な提案を抑制するのではないかと批判を招きこそした<sup>(68)</sup>が、その内容が、特に従来の株主提案権制度を本質的に変更するようなものとは評価できないことが分かる。一九八三年改正は、株主提案権の行使件数の増加とそれに伴う会社側の費用負担の増加に対応すること、及び、従来の排除理由における曖昧さを克服するために排除理由を客観化することを企図した改正であるが、そのような提案権の行使要件の厳格化は、規則制定当初から行なわれてきており、実際には一九

四二年の規則の公布以来、規則一四 a 八の機能そのものは一貫しているものと評価できる。手続的要件の厳格化は、提案権の濫用に対応するためには当然のものであり、一方、提案の実質的排除理由については、一九七〇年代の明確化と倫理問題に対する提案の許容という方向性が、八〇年代においてもそのまま維持されていると言える。経営者の判断を歪める、費用ほどの効果がない等、様々な批判を浴びながら、規則一四 a 八はアメリカのコーポレート・ガバナンスに組み込まれているのである。<sup>(69)</sup>

### 七 小 括 株主提案権のコーポレート・ガバナンスにおける位置付け

コーポレート・ガバナンスにおける経営者への監視・監督の主体の一つが株主であるという点は明らかであり、特に、株式の売買を通じた経営者に対する規律付けは、現行のコーポレート・ガバナンスの根幹と言ってもよいかもしれない。問題は、株主提案権が経営者への監視・監督機能の一端を担っているか、そして、担うに相応しいかであるが、株主提案権制度によって、株主にとって関心がある問題に対する会社のスタンスがより明確になるという点を見れば、株主提案権は、株式の売買を判断するための情報開示の機能を担っているという面は否定できないように思われる。特に、一九九〇年代に入って、機関投資家への株式が集中したことをきっかけに、<sup>(70)</sup>経営者による買収防止策に対抗する提案が可決されるという事態を見れば、立法当初の狙い通り、株主提案権により、直接に経営者の経営権の濫用を抑制する機能が働き始めたとも可能である。現行法の株主提案権制度では、株主提案により取締役の報酬を提案することも認められているが、<sup>(71)</sup>このような提案によって、社外取締役制度が補完される可能性があることも重大である。社外取締役により構成される監査委員会制度が有効に機能するか否かは、コンプライアンス体制の構築、ひいては企業の非行防止にとって最重要課題の一つであるが、そのような機能を担う社

外取締役について、その独立性、職務執行の公正性を確保するには、株主の直接・間接の支援が必要であろう<sup>(12)</sup>。いずれにせよ、アメリカにおいて、株主提案権制度に期待されている機能の一つは、直接、間接に経営権の濫用を制限するという点にある。

また、株主提案権と企業の社会的責任の関係について見れば、日本において、アメリカは株主権モデルであるというような指摘がなされるとき、しばしば、そのことが他の利害関係者（ステークホルダー）の利益を無視あるいは搾取しているかのようなイメージと一体となって論じられる場合がある。しかし、アメリカにおいて採用されている株主提案権制度には、株主を通じて、そのような多様な利害関係者の利益を考慮させようという観点が導入されている点には注意せねばならない。実際には、企業の非行を防ぐとか、倫理や環境に配慮するといった問題について、株主の利益と会社に関わる利益集団（ステークホルダー）の利益は一致しており、株主権の尊重は、ステークホルダーの尊重につながる面が大きい。前述のダウ社の判例は、人権問題への社会の関心が株主を通じて経営者に直接に届けられた例であると捉えることが可能であるが、例えば、環境に関する提案や従業員の福利厚生に対する提案では、それぞれ消費者や地域住民、従業員等の関係者の利益が株主を通じて考慮される結果となる。株主提案権制度の立法過程、改正過程を見れば、アメリカにおいて、会社がより適切に社会的責任を果たすための方策の一つとして、株主権の充実という手段が採用されているということが言える。

#### おわりに

一九九〇年代以降、機関投資家の株式保有が増大するにつれ、規則一四a 八は機関投資家によっても活発に行使されることになったが、このような株主の行動主義は、法と経済学の領域からは、分散化していた株式が機関投

資家に集中することによって株主がコーポレート・ガバナンスに影響を及ぼすことが合理的になった(すなわち株主の合理的無関心という前提が崩れた)と説明されている<sup>(73)</sup>。また、コーポレート・ガバナンス論における経路依存性(path dependency)の概念が認識されるにつれ、初期のエンジニア理論の特徴である進化論的思考は否定されたものと評価できる<sup>(74)</sup>(初期のエンジニア理論から始まって、近時、ネットワーク外部性やカオス理論と結びつくに至っている法と経済学的コーポレート・ガバナンス論の変遷と株主提案権制度との関係は、本稿では論じることができなかったがいずれ改めて述べたい)。

急速なインターネットの普及が、株主の情報収集、株主間のコミュニケーション、議決権行使を容易にし、株主の権限と責任を更に深化して考えなければならぬ状況が本格化してきたと言える。今後、日本において、アメリカのコーポレート・ガバナンスを参考にする上では、アメリカ型の株主提案権制度の存在も無視できないものと言えるのではないだろうか。

- (1) 連邦の証券規制の経緯について、Loss=Seigman, Securities Regulation 167 (Revised 3rd Ed.(1998)). 以下、証券取引についての連邦規制は、ニユディール政策の一環である。
- (2) コーポレート・ガバナンスの明確な定義は欧米においても確固としたものは存在しない。一般的には、コーポレート・ガバナンスの問題は、「会社は誰のものか」という会社主権論の問題と、会社の経営・管理機構はいかにあるべきかという統治機構の問題にわけて考えることができる。本稿では、コーポレート・ガバナンスを後者の意味で使用する。江頭憲治郎「自民党の商法等改正試案骨子と監査役・監査役会」商事法務一四七〇号一七頁等。
- (3) 例えば、デラウェアの一般事業会社法では、株主総会における定足数は会社の定款または付属定款で定めてよいことになっているが、少なくとも、議決権は株式総数の三分の一以上でなければならず(デラウェア事業会社法二一六条)、公開会社では一般に会社による委任状勧誘が必要である。

- (4) 本稿においては、便宜上、経営者(manager)とは、最高執行責任者(Chief Executive Officer, CEO)等、会社の業務執行についての実質的な権限を持つ役員を指すものと捉えて論述する。
- (5) A. A. Berle and C. G. Means, "The Modern Corporation and Private Property" 18, 19, 86-88 (1932). かつ、この点については、ワナーは、ハーリの一般会社法の進展により経営が所有から分離したこの考えを歴史的事実の認識であると指摘している。彼によれば、一般会社法の成立以前から、実質的に所有と経営は分離していたという。Walter Werner, *Corporation Law in Search of its Future*, 81 Colum. Law Rev. (1981).
- (6) 金融機関や一部富裕層の株主を除く、一般の個人株主が、実際に議決権を行使することで株主総会の決議に対して影響力を及ぼすことはなくなり、例外的に小所有の株主の議決権が問題になったのは、会社の支配権が争われる事態に陥る場合のみであった。Berle and Means, *supra* note 5, at 80-84.
- (7) Berle and Means, *supra* note 5, at 119-.
- (8) *Id.* at 123-124.
- (9) Leila N. Keeling, *The 1983 Amendments to Shareholder Proposal Rule 14A-8: A Retreat From Corporate Democracy?*, 59 Tulane. Law Rev. 166-168 (1984).
- (10) Eric A. Welter, *The Shareholder Proposal Rule: A Change to Certainty*, 60 Geo. Wash. Law Rev. 1990-1991 (1992).
- (11) Ray Garrett, *Attitudes on Corporate Democracy: A Critical Analysis*, 51 NW. U. Law Rev. 310, 315 (1956). また、SECは、一九四四年の年次報告書で、SECの委任状規則は会社経営における民主的なプロセスの復活の一つの寄与をなしてきたものであるという見解を示している。10 SEC Annual Report 51 (1944).
- (12) アメリカでも、伝統的に会社の業務執行権は取締役会に属する。小山賢一『アメリカ株式会社法形成史』参照。現行法では、アメリカ法曹協会(American Bar Association)が一九八四年に採択した改正模範会社法(Revised Model Business Corporation Act)の第八、〇二条b項で、「取締役会は、定款に記載した制限に服し、会社の全ての権能は取締役会が行使し、または、その授權に基づいて行使しなければならない。会社の営業および業務は、取締役会の指示のもとに行なわなければならない」ことが規定されている。また、改正模範会社法とは異なる会社法を展開している他の州においても概ね同様の規定がある(例えば、デラウェア州第一四一条やニューヨーク州第七〇一条)。

説

論

- (13) ノーマン・シモン・ター制度について Thomas P. Lenke, *The SEC No-Action Letter Process*, 42 Business Law. 1019 (1987).
- (14) Welter, *supra* note 10, at 1983.
- (15) 当初の行使要件の緩やかさは、委任状を「名譽を毀損する(libelous)」「上品な(scurrilous)」「卑劣な」批判された。 David C. Bayne, S.J., *The Basic Rationale of Proper Subject*, 34 U. DET. Law. Journal. 575,591 (1957).
- (16) Welter, *supra* note 10, at 1984.
- (17) Melvin A. Eisenberg, "The Structure of the Corporation—a legal analysis-", 19 (1976), 「アイゼンバーグは、この時期の会社統治についての考え方が三つの学派に大別される」として「一こそ会社民主主義(Corporate Democracy)」「一こそクライアントグループ参加型の統治(Client-group Participation)」「一こそ経営者主義(Managerism)」であると述べている。これらの対立軸を中心とした議論は一九七〇年代頃まで盛んであった。
- (18) Frank D. Emerson and Franklin C. Latham, *The SEC Proxy Proposal Rule: The Corporate Gaffly*, 19 U. Chi. Law.Rev. 807,835 (1952).
- (19) Keeling, *supra* note 9, at 162.
- (20) Earl Latham, *The Commonwealth of the Corporation*, NW. U. Law.Rev.25(1960), 「ハッチャムは、共和国の理念は大衆全員の利益を追求し、特権階級を排除すべきことにある」と述べて、株主をそのおなじな大衆に見立てた上で、その理念を大規模な会社に適用していく必要性を説いた。
- (21) 当時の会社民主主義的立場に立つ論者への批判として、 Bayless Manning, *Book Reviews*, 67 Yale Law Journal, 1486-1487 (1958).
- (22) もともと、NYSEは一九五六年以来、上場会社に対して、少なくとも二名以上の社外取締役を置くことを要求してきたが、一九七二年には、SECが全ての公開会社において社外取締役を導入することを勧告し、翌年NYSEはそれを支持する立場を表明した。日本監査役協会編『アメリカ企業経営環境と監査機能』参照。
- (23) 社外取締役制度に対する典型的な批判に、社外取締役にインセンティブがないというものがあるが、そのような批判は、インセンティブを重視する法と経済学の分野からなされることが多い。Brudney, *The Independent Directors-*

*Heavenly City or Potemkin Village*, 95 Harv. Law Rev. 597(1982).

(24) Garrett, *supra* note 11, at 311.

(25) *See, Id.*

(26) Berle and Means, *supra* note 5, at 247. 彼は「経営者の権力を信託権力としての会社権力(Corporate Powers as Powers in Trust)」を表現している。

(27) Berle and Means, *supra* note 5, at 348.

(28) Eisenberg, *supra* note 17, at 20.

(29) Bayless Manning, *Corporate Power and Individual Freedom: Some General Analysis and Particular Reservations*, NW. U. Law Rev. 38-(1960). この論文で「トミンタ」は「会社(corporation)」とは「単に法的な形態に付けられた名前であり、その実態は経営者集団に他ならないと主張し、現在の経営者の権力は非正当である(すなわち所有によって根拠づけられるものではない)」としている。

(30) Manning, *supra* note 21, at 1488.

(31) *Id.*, at 1489.

(32) 「企業の社会的責任」の内容は論者によって異なるが、日本及び英米法についての社会的責任論の学説・判例の展開を併記したものとして、末永敏和『コーポレート・ガバナンスと会社法』七三頁(二〇〇〇年)。

(33) 一九三〇年代に、取締役は誰の受託者かという問題について、パーリは、会社の権力は株主の信託による権力であることに対して、ドットは、会社の権力は社会全体の中で保持されることだ。仮に会社権力が株主の信託によるものであるとすれば、経営者は株主の利益を最優先に追求することが要求されるはずである。その後、パーリは、「支配集団は、現代会社が所有者または支配者だけでなく全ての社会に奉仕することを要求する地位にこの社会を置いたのである」として、利潤の極大化を第一に追求することに対して否定的な見解を述べている。パーリとドットの論争については、森田章『現代企業の社会的責任』を参照。

(34) *See*, Milton Friedman, "Social Responsibility of Business is to Increase Its Profit", The New York Times, Sept.13, 1970.

(35) *Herald Co.v.Seawell*,472 F.2d 1081,1091 (10th Cir.1972). *Bangor and Aroostock R.R. v. Bangor Punta Operations, Inc.*,

482 F.2d 865 (1st Cir. 1973). 前者において、裁判所は、デンヴァーのとある新聞社について、同紙の地域支配の継続性を保証するため、ニューハウス・チェーンによる同社の株式公開買付を拒絶する取締役会決定と自社株の購入とを株主の経済的損失が明らかにもかかわらず支持した。一方、後者は鉄道事業についての判例であるが、少なくとも、このような公共的役割を担う事業においては、判例は会社が公益を考慮して行動を行なうことを肯定している。

(36) 「原則」は、「本条(b)項及び第六、〇二条敵対的公開買付けを妨げる効果を持つことが予見される取締役の行為」が定める場合を除き、会社は、会社の利潤及び株主の利益を増進させるための事業活動を行なうことを、その目的とすべきである(第一〇一条a項)と定めつつ、「会社は、その事業を行なうにあたり、会社の利潤及び株主の利益がそのためには増進させられない場合においても、(1) 自然人と同様に法が定める範囲内において行動しなければならず、(2) 責任ある事業活動にとり適当であると合理的にみなされる倫理上の考慮を加えることができ、並びに、(3) 公共の福祉、人道上、教育上、及び慈善の目的に合理的な額の資源を充てることができる。」(第一〇一条b項)と定めている。

(37) このようなチェイスの主張については、M. A. Eisenberg, *supra* note 17, at 20. に引用されたチェイスの論文を参照した。チェイスは、株式会社の意思決定に対して株主の関与よりも他の利益集団の関与を主張する立場(クライアントグループ参加型(Client-group Participation))の論者の一人であるが、その中でも、特に労働者の株式会社意思決定への参与を重視していた。

(38) 例えば、ヴァッツが「ひとたび会社の利潤極大化という概念が放棄されたならば、経営者を監督し、正当化するような魅力的で論理的な新しい枠組みを構築することは容易ではない」と指摘するように、経営者に社会的責任についての裁量権を広範に与えることは、経営者の権限を無制限に拡大させるとともに、経営の指針を失わせることにつながる可能性がある。Vagts, *Reforming the Modern Corporation: Perspectives from German*, 80 Harv. Law Rev. 48.

(39) Walter Winter, *Collective Bargaining and Competition: The Application of Antitrust Standards to Union Activity*, 73 Yale Law Journal, 14. 更にウインターは「より具体的な例として、会社の合併(それには当然リストアップという事態が想定される)等の重要問題に対して、労働者が会社の意思決定に関与する場合はどうするのかといった疑問を提示している。なお、このような議論のきっかけは、労働者の代表が監査役会(supervisory board)に参加するドイツの共同決定法にある。

- る。しかし、結局は、従業員代表が会社経営に参加するのは、アメリカになじまないという意見が大勢を占めたようにである。<sup>40</sup> Steefel and Falkenhansen, *The New German Stock Corporation Law*, 52 Cornell Law Rev. 537. また、この新しいチェイスの理念は、現在は、社外取締役制度の充実(例えば、消費者運動家が社外取締役として会社に加わるという例がある)と同じ形で反映されてきているように思われる。Ralph D. Ward, "21st Century Corporate Board", 140 (1997).
- (40) M. A. Eisenberg, *supra* note 17, at 20.
- (41) 第四次M&Aブームでの敵対的企業買収の多くは、切り売りによる会社の解体を招き、経営陣・従業員は会社を去らなければならぬという事態が生じることが多かったが、八〇年代末は、米国経済が低迷していたため、従業員が、再就職先を見つけるのが難しく、「企業買収は一般市民から株主・資本家への不当な富の移転である」という社会的非難が巻き起こった。この時期、初めて、株主の影響力が会社の経営を定めるのではないかということが現実味を帯びて議論され始めた。Henry. G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, Journal of Political economy vol73, 110-119 (1982).
- (42) Keeling, *supra* note 9, at 169.
- (43) F.2d 659, 662, 663 (D.C.Cir.1970).
- (44) SEC規則一四 a 八(3)項(5)号(現行(3)項(5)号)と規則一四 a 八(3)項(2)号(現行(3)項(5)号)の排除理由である。
- (45) F.2d 681,682(D.C.Cir.1970).
- (46) Securities Exchange Act Release No. 12,999, 41 Fed. Reg. 52,994 (1976). なお、この論理問題には、政治献金の在り方が含まれるわけではない。
- (47) Keeling, *supra* note 9, at 177.
- (48) Staff Report on Corporate Accountability, Division of Corporate Finance, Securities and Exchange Commission, presented to Committee on Banking, Housing & Urban Affairs, U.S. Senate, 96th Cong. 20 Sess. 63 (Sept. 4, 1980). この点については、広範かつ多様な疑わしいあるいは違法な企業行動(例えば、賄賂、キックバック、違法な政治献金、不正な関係債行)の審判に就いたと言われる。Securities Exchange Act Release No. 13,482, 42 Fed. Reg. 23,901, 23,902 & n.1 (1977).

説

論

- (49) 本稿では一九七〇年代から八〇年代にかけての新古典派的な市場重視の会社モデルを初期のエージェンシー理論として論述するが、その内容や会社法へのアプローチは必ずしも一様でない。初期の法と経済学のアプローチについては Robert W. Hamilton, "The Law of Corporations in a nutshell" (3ed)(1992), を参照した。
- (50) Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. of Fin. 383 (1970). Ball and Brown, *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*, 6 J. of Acctg. Research, 159 (1968).
- (51) Ronald. H. Coase, *The nature of the firm*, *Economica* N.S. (1937).
- (52) M. Jensen. and W. Meckling, *Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure*, *Journal of Financial Economics*, vol.3. (1976).
- (53) Mark J.Roe, *Chaos and Evolution in Law and Economics*, 109 *Harv.Law.Rev.*667, 668(1996).
- (54) 会社の経営者の成績が良くない場合、株式の価格は下落する。その結果、株式を買い集めることが容易になり、当該会社は買収の標的になりやすくなる。もし会社を支配する株主が変更すれば、当然に取締役の交代ということが起こりうる。成績のよくない取締役は追放されるという事態が発生しうる。そこで、経営者は、そのような事態を避けるために効率よく業務執行を行なうよう規律付けられる。このように、市場の力は、経営者に対する監視・監督機能を果たすことになる。説明せよ。 Richard A. Posner and Kenneth E. Scott, *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, 12 (1980).
- (55) Alchian and Demsetz, *Production, Information Costs and Economic Organizations*, 62 *Am.Econ.Rev.*781-(1972). 株主を所有者として捉える伝統的な会社モデルにおいて、株主主権が唱えられ、株主利益を中心としたアプローチが試みられているのに対して、市場重視的な立場においても、やはり株主利益を中心としたアプローチが試みられているわけである。
- (56) そもそも、初期のエージェンシー理論からは、合理的な個人であるはずの株主は、株主総会において議決権を行使するインセンティブがなく、会社経営に不満があるならば、株主は株式を売却するはずであると説明される(合理的な無関心)場合が多い。
- (57) Susan W. Liebler, *A Proposal to Rescind the Shareholder Proposal Rule*, 18 *GA Law.Rev.* 425. (1984).

- (58) Securities Exchange Act Release No. 19,135 (1982), ちなみに、一九七〇年代に増加した株主提案の行使件数は一九八一年に三三七件、翌年には四八七件となり増加傾向にあったが、個人の苦情やビジネスと無関係であるとしてSECが排除を認める提案も多くなった(一九八一年の二二一件、一九八二年の二八七件)。
- (59) George W. Dent, Jr., *SEC Rule 14a-8: A Study in Regulatory Failure*, 30 NYL SCH. LAW REV. 1 (1985).
- (60) Alfred. W. Stonier and Douglas. C. Hague, A TEXTBOOK OF ECONOMIC THEORY, 103,104 (4th ed. 1973).
- (61) 下記のコーンリー博士の企業の社会的責任についての概念が非現実的であるという指摘から引かれた。Liebeler, *supra* note 57, at 449-450, 454.
- (62) Dent, *supra* note 59, at 6. 1Jの無効性の問題については、事業を営むものに把握されるかという主観的な問題に帰結するが、提案権の有効性を種族区分に依拠するものという例として Virginia J. Harnisch, *Note, Rule 14a-8 After Reagan: Does It Protect Social Responsibility Proposals?*, 6 J.L. & POL. 415, 441 (1990), を参照。
- (63) Securities Exchange Act Release No. 19,135, 47 Fed. Reg. 47,420(1982). 下の有名な方針転換の言葉には、株主提案権に対する会社の増加やその意味の負担の増加があるが、1Jのコメントは、前述のハーシエンシー理論による影響が多分に窺われる。
- (64) *Id.* at 47,420, 47,422, 47,434-435
- (65) Securities Exchange Act Release No. 20,091, 48 Fed. Reg. 38,219(1983).
- (66) 三九七のコメントが企業や法律事務所、投資家から送られた、目的は「従来通りSECが株主提案権制度に依存する」が支持されたこと。Securities and Exchange Commission, DIVISION OF CORPORATE FINANCE, SUMMARY OF COMMENTS, SHAREHOLDER PROPOSAL PROPOSED AMENDMENTS RELEASE 10.
- (67) その他「如何の程度」検証は本稿の範囲を超えて置かれる。
- (68) Timothy L. Feagans, Comment, SEC Rule 14a-8: *New Restrictions on Corporate Democracy?*, 33 BUFF. LAW REV. 254-65 (1984).
- (69) もちろん、一九八三年改正、そして、現行の規則一四 a 八に関する提言、批判は様々であり、更なる検討が進められるべきである。例えば、ウェルターはルールにより厳密な法制化を求めた。Welter, *supra* note 10, at 2002-

2010. しかし、少なくとも現行法の基本的な枠組みが、この改正によって定まったとは言えるであろう。

(70) 米国株式市場における機関投資家の株式保有率の増大は顕著であり、一九五〇年には約八%であったものが、一九八一年には三八%に、そして、一九九〇年には五三・三%に達している(なお、そのうち公的・私的年金基金の総資産が四〇%を占めている)。このよつな株式保有率の増大により、株式を売却するという選択肢よりも、経営者を監視・監督するという選択肢の方が合理的になったのだと言われている。Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, Mich. Law Rev. 570-574, 594-608 (1990).

(71) Walter, *supra* note 10, at 2004.

(72) 本稿では詳述することはできなかったが、例えば、Hamisch, *supra* note 62では、提案権制度の有用性が説かれている。九〇年代以降の機関投資家の行動とその法的制約の問題や、機関投資家と社外取締役との連携については、別途詳述する機会を持ちたいと思つ次第である。

(73) *See, Id*

(74) *See, e.g.,* Mark J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance* (1994).