The University of Osaka
Institutional Knowledge Archive

Title	アメリカにおける株主提案権制度の理論と現実 : 九〇年代以降の改正動向および株主の行動主義を巡る近時の争点
Author(s)	長阪, 守
Citation	阪大法学. 2003, 53(2), p. 129-157
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/54848
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理論と現実

——九〇年代以降の改正動向および株主の行動主義を巡る近時の争点——

長阪　守

一　はじめに

バーリとミーンズが、株式会社における所有と支配の分離、およびこれに伴う経営者支配拡大の傾向を指摘したのは一九三二年のことである。[1] 以来、米国においては、大株主の存在しない大規模公開会社では、株主は自ら行動を起こして経営者の行動を規律しようとはせず、会社が行う委任状勧誘について特に関心を示すこともないということを所与の前提として、コーポレート・ガバナンス論が展開されてきた。[2]

しかし、九〇年代頃から、除々に従来の消極的な株主像が変容したと言われるようになった。米国では、機関投資家を中心とした株主による積極的な経営監視に関する議論が盛んに行われるようになり、株主の行動主義(shareholder activism)の様子は、日本においても多くの文献で紹介されるところになった。現在の米国においては、コーポレート・ガバナンスにおける株主の機能が注目されている。

そして、株主の行動主義の重要な手段として機能しているのが、株主提案権制度である。SEC(Securities

and Exchange Commission）は、会社が委任状勧誘を行う際に、その委任状書面に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が（取引所法規則一四a―二）、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（規則一四a―八）[3]。株主提案権は、委任状の勧誘合戦を行うような場合と異なり、株主にとっては低費用で行使できるというメリットがあり、機関投資家からも積極的に活用されるようになったのである[4]。

もっとも、一九四二年の公布以来、提案権制度には多くの批判があり、それに伴い十数回の規則改正が実施されてきたのは周知の事実である[5]。最近では、提案権によって直接・間接に担保されている強制的な会社情報の公開が必要かという議論や、付属定款（bylaw）の変更を求める義務的な（勧告的でない）株主提案が排除されるべきか否かという点についての争いがある。また、近時、提案権がコーポレート・ガバナンスに与える影響については、多くの実証的研究が蓄積されつつある。

そこで、本稿においては、まず、九〇年代以降の提案権の行使状況を確認した上で、直近の改正である一九九八年改正をめぐる経緯と実際の改正内容を分析する。その上で、会社の強制的な情報開示の問題、義務的提案の問題、提案権の実効性の問題という株主提案権制度を廻る近時の議論と判例を紹介することとしたい。

二　九〇年代の株主の行動主義と提案権の行使状況

（一）株主像の変容

株主が株主権の行使について消極的であるという原因に挙げられるのが、集合行為の問題（collective action problem）と合理的無関心の問題（rational apathy problem）である。すなわち、経営者の規律付けを図る株主

は、その行動費用を自己が負担しなければならないのに対し、会社の業績が向上したときの利益は、株式の持分割合に応じてしか享受することができない（集合行為の問題）。また、株主の行動で結果が左右される可能性は低く、自身が利益を享受できる割合も小さいから、委任状を読まずに経営者に賛成する方が合理的な選択となる（合理的無関心の問題）。[6] 特に、市場が発達している場合には、株主は株式を売却することによって投資を回収することができるのであるから、株主権を行使して経営者を規律付けする必然性に乏しい。[7]

しかし、九〇年代に入り、株主によるコーポレート・ガバナンスへの積極的関与がありうるということが、認識されるようになる。その最も大きな要因として挙げられるのが、機関投資家の株式保有率の増大である。従来、米国では、個人株主の所有比率が高く、米国で発行されている持分証券の機関投資家による保有割合は、一九五〇年には約八％に過ぎなかった。ところが、その割合は一九九〇年には約四〇％に上昇し、二〇〇〇年には約五〇％にと急激に増加している。[8] このような株式所有の機関投資家への集中を要因として、集合行為や合理的無関心の問題の前提が崩れたと説明される。[9][10]

なお、最近の状況としては、コーポレート・ガバナンスおよび企業の社会的責任の双方について、機関投資家の活動が活発化している。コーポレート・ガバナンスについては、一九九四年頃から労働組合、組合年金基金の株主活動が活発化したことに加え、コーポレート・ガバナンスに関する積極的な働きかけを表明する投資信託が増加しており、このような投資家の活動は、しばしばグッドガバナンスムーブメント（good governance movement）と呼ばれる。[11] また、社会的責任についても、従来から活動的であった機関投資家（TIAA-CREF, CalPERS, NYCERS, etc.）や、労働組合（ACTV, etc.）が、社会・環境責任投資（socially responsible investment）を表明する等、現在では、一定の社会的事項に関する投資基準（social screen）を採用している投資信託の資産規

模は、九五年から九七年の調査で、一六二〇億ドルから五二九〇億ドル（二〇〇一年には二兆ドル規模）に増加している。このような投資信託の運用資金は、九七年の段階で米国の全機関投資家の約9％を占めるという。[12] これらの機関投資家の多くは、環境保護団体であるセレスが公表しているセレス原則やＩＬＯ（International Labor Organization）の協定に基づき作成されているS. A. 8000 standard等、各種団体や機関が作成する一定の行動指針等の採用を奨励するあるいは当該基準を採用しているものについてのみ投資を行う等の行動を取っている。[13]

（二）提案権の行使状況

次に株主提案権の行使状況を確認する。まず、提案権の行使件数が増加傾向を示したのは、一九六〇年代頃からで、企業の社会的責任が注目を浴びだした時期からである。その後、提案の行使要件が厳格化されたにもかかわらず、提案権の行使件数は特に急激に減少するようなこともなく、八〇年代半ばには概ね年間四百～五百件程度の提案が行使されるようになり、近時は三百～四百件くらいで推移しているようである。[14] また、提案の行使者については、一九八六年以前までは主に個人投資家（あるいは個人投資家の集合した小規模団体）が中心であったが、一九七九年から一九八三年にかけては、一部の宗教団体と六、七名の個人投資家が年間の半分以上の株主提案を提出していた。[15] しかし、一九八〇年代以降は、それまでの教会団体や慈善団体だけでなく、機関投資家による株主提案権の行使が増加したことが特徴的である（もっとも、一九八六年から一九九〇年代初期にかけては五つの機関投資家（公的年金基金、教職員年金基金）が、提案の約二〇％を提出しており、機関投資家の中で活動的な団体は限られていた）。[16] 一九九四年以降は、労働組合そして組合年金基金団体が、公的年金基金を上回る株主提案を提出しており、最も活動的な株主となっている（その中でも、十から二十程度の団体が特に活発に提案を行使している）。[17]

次に、提案権の内容について見ると、九〇年代によく提出された提案としては、勧告的提案として、ポイズンピル等の企業買収の防衛策撤廃を求める提案、独立取締役を取締役会の過半数にする提案、総会の秘密投票に関する提案であり、一方、義務的提案としては、株主委員会を設置し、その費用負担を会社が負担する旨の附属定款を定めるという提案などが見られた。最近の傾向としては、勧告的提案として、取締役会の改革に関する提案（取締役会議長と最高執行責任者（CEO, chief executive officer）の兼任排除に関する提案など）や、役員の報酬の決定方法・開示に関する提案が多く見られる。また、義務的提案として、企業買収防衛策の撤廃を付属定款に記載するよう求める提案が見られるようになり、それをきっかけに義務的提案の認められる範囲が議論を呼んでいる。[18]

また、企業のいわゆる社会的責任に関する提案と目されるものとしては、環境保護団体等による環境に関する提案が継続的に提出されているほか、[19] 九〇年代以降は、会社の労働政策に関する提案（雇用問題や工場の閉鎖に関するもの等）が提案されることも増えた。こちらは、前述のように、いわゆる労働者株主（従業員、労働組合、組合年金基金など）の活動の活発化に伴うものである。[20] 一方、八〇年代に多く見られた南アフリカ問題に関する提案（南アフリカへの輸出を自粛するよう求める提案）は、アパルトヘイト問題が一応の政治的解決を見せたことに伴い行使されなくなる一方、近時は海外工場の悪条件下での労働（いわゆる sweat shop 問題）に関する提案が増えるなど、提案はその時代の社会情勢を反映している。[21] もっとも、会社の業務執行権限は取締役会にあるので、これら社会的問題の提案は勧告的提案として行われており、提案が多数の賛成を獲得する例は極めて少ないことには留意せねばならない。[22]

三　SECの動向と九八年改正

（一）提案の手続的要件と排除事由

株主提案権を規定するSEC規則十四a―八については、制定当初から、コーポレート・ガバナンスにおいて有用な機能を果たすのか、それとも、会社にとって単なる有害・無益なものに過ぎないのかが議論されてきた。同時に、会社が株主提案を排除する際に、SECが当該排除に対して行政当局として関与しないことを証する書面（ノーアクションレター）についても、その基準が曖昧であるという批判があり、裁判によって当該レターの当否が争われることも少なくなかった。[23] そのような背景の下、提案数の増加に伴う提案権行使の手続的要件の厳格化、排除要件の明確化のための改正が行われてきたのであるが、現行法では、株主が提案を行うための手続的要件として、当該株主が発行済株式総数の一％または市場価値で二千ドル以上の株式を一年間以上保有し、かつ株主総会開催時に株主でなければならないこと、株主は一つの提案しか行うことができず、提案とその理由をあわせて五百語以内で記載しなければならないことが定められている。また、提案を望む株主は、予定された総会の開催時より相当前（定時総会の場合は一二〇日前、臨時総会については合理的な期間の前）までに、提案の記載を要求しなければならない。[24]

一方、提案権の排除理由としては、①州会社法上の不適切議題、②会社に法令違反行為を強制するもの、③提案とその理由が虚偽または誤導的な記載を含んでいるもの、④株主の個人的利益を追求するもの、⑤会社の総資産の五％内にあたる活動に関係し、会社のビジネスと重大な関係がないもの、⑥実行のために会社の権限を越えるもの、⑦会社の日常の業務運営に関するもの、⑧役職選任に関するもの、⑨会社による提案に反対するもの、⑩抽象的な

もの、⑪他の提案者によって既に提出され、委任状勧誘書類に記載される予定のものと実質的に重複するもの、⑫過去に提出され（再提出のための賛成票獲得の要件が満たされず）再提出が認められないもの、⑬現金配当や株式配当の具体額に関係するものという一三の排除事由がある。[25]

この中で、排除の理由として最もよく使われてきたのが、⑦日常の業務運営に関するもの（Company's Ordinary Business Operations）である。同条項は、排除事由の中でも、特にその具体的な要件が不明瞭であり、その解釈に争いが生じることが少なくなった。一九七六年のSECの通牒は、重大な政策に関わる場合には当該提案を排除できないとして、例えば、会社が発電所を建設することに関する提案は、会社の日常の業務運営に関するものとして排除できるが、原子力発電所を建設することに反対する提案は、その経済性や安全性について重大な懸念があるから、重大な政策問題に関する提案として排除できないとしている。[26] しかし、このような例からも分かるように、提案が排除できるかどうかの判断は困難である。実際にその通牒以降も、特定の製品の製造中止を求める提案が重大な政策問題とされるなど、排除の基準は明確とは言い難かった。[27]

（二）九八年の規則改正

そこで、SECは、再び株主提案権の改正を図り、九七年の秋に各種機関投資家や株主団体・経営団体等に改正試案についての意見照会を行っている（なお、九八年改正が行われた背景には、証券市場改革法（The National Securities Markets Improvement Act of 1996）の制定（に伴う議会からの株主提案制度の再調査命令）がある）。[28] この改正を実施する主たる目的としては、株主提案を委任状勧誘書類へ含むか否かの決定プロセスを効率化することであるが、[29] 株主に対しては、「会社の日常の業務運営に関するもの」という排除事由を緩和することで、

株主の意見表明の機会を広げること、会社に対しては、提案を排除する手続きをより明確にすること、また、提案の再提出のための要件を厳格化することで会社の費用負担を軽減化することが企図されている。[30] そこで、以下SECの改正試案と現行法である九八年改正の内容を確認するものとする。

(1) 平易な英語表現の採用

SECは、より明確な理解を促すために、平易な英語を用いたQ&A方式の規則を採用することを提案した。新方式そのものは、原則として従来の内容を変更するものではないが、[31] 改正案については、一部についてSECの現在の解釈を反映して修正がなされた。結局、この改正案については、従来の排除事由を変更する可能性のある表現のみが修正され、実質的な規則の変更を伴わない形で正式に採用されており、Q&A方式という珍しい形式の規則が成立している。[32]

(2) クラッカーバレル政策の転換

SEC規則一四a―八(c)(7)の「会社の通常のビジネス活動」は、提案の排除事由として最も一般的に使われてきたものの一つであり、一九七六年に、排除に関する解釈が変更されたことは前述した。そもそも、本条を制定したSECの当初の意図は、些細な日常的な会社業務に関する株主提案を排除することにあったが、会社は、本条に基づく排除を濫用する傾向にあったため、排除事由を会社の通常のビジネス活動に関するもので、かつ、重大な政策にかかわらないものと限定したのである（一九七六年通牒の基準は、二段階テスト（two part test）と言われる）。[33] しかし、一九七六年の通牒により、排除できないとされることになった「重大な政策、経済あるいはそれらに関わる提案」の範囲は不明確であった。

その後、SECが一九九二年に出したクラッカーバレル社（Cracker Barrel Old Country Stores, Inc.）への

ノーアクションレターが、「会社の通常のビジネス活動」に対する解釈に大きな影響を与えた。[34] ニューヨーク市職員退職基金（NYCERS）が、クラッカーバレル社に求めた雇用政策の転換に関する株主提案について、SECは、「一般的な会社の雇用政策や雇用の実践に関する株主提案が社会的な問題と結びついていたとしても、会社の通常のビジネス活動の領域から離れるわけではない」と述べたのである（この見解は、雇用政策に関する提案についての「明確な基準テスト」（bright line test）と呼ばれた[35]）。

しかし、このSECの解釈に対しては多くの批判があった。「明確な基準テスト」の下では、雇用に関する問題は、例えそれが社会的・道徳的・法的に大きな問題を含んでいても、雇用一般に関する問題として排除されるのではないかと懸念されたのである。[36] そこで、SECは、九七年の改正案において、雇用政策に関する株主提案については、「明確な基準テスト」を採用せず、提案毎に排除可能かを分析する（case-by-case analysis）ことを提案したのである。[37]

その結果、この提案は多くの支持を受けて採用され、九八年の五月二一日から有効なものとなった。[38] しかし、この案は、再び一九七六以降の二段階テストを基準とすることを表明するものであるから、SECのスタッフに困難な判断を強いる、曖昧であるといった従来の批判を免れるものではない。その点はSECにも十分に意識されており、SECは改正に伴って「通常のビジネス活動」に関する当局の立場を改めて説明している。SECによれば、一般的には、SECが提案の排除が可能かどうかを判定する基準は、取締役会が解決すべき問題かどうかを判定する多くの州会社法の立場と一貫しており、[39] その理由は、株主が日常的な業務の執行を株主総会で決定することは実際的ではないという一般原則に由来するという。但し、株主提案権制度の重要性と複雑性の双方に対応するために、SECは具体的に二つの基本原則を採用している。一つは、会社を運営する上での日常的な業務執行は、経営陣の

能力に基づいて実行されるべきであり、直接に株主の監督になじむ事項ではないものの、SECの従来からの立場が示す通り、ある業務が重大な社会政策に関わる可能性がある場合には、その提案は日常的なビジネスに関わるものという範囲を超え、株主による投票になじむというものである。[40] そしてもう一つは、実際に複雑すぎる提案は、株主の投票によって決定されるのに適切なものとは言えず、経営陣の責任によって処理されるべきであるというものである。例えば、ある特定の時期に行動を起こすように要求するものや、雇用政策について従業員の雇用・昇進・雇用契約の打ち切りなどに関するもの、会社の製品の品質や生産量に関するもの等は、それが詳細な内容を含むような提案である以上、仮にその提案自体が社会政策に関わらないとは言えない場合であっても、なお本条の排除事由に該当するとSECは説明している。[41]

(3) 個人的苦情条項

SEC規則十四a―八(c)(4)は、提案が、(1)個人的な要求もしくは不平に関するもの、あるいは、(2)他の株主全体によって共有されない個人的な利益を増進させるものである場合に、会社が当該提案を排除することを認めている。[42] このルールの下でも、会社が株主によって提出された提案の目的が上記の排除事由に該当すると主張する場合には、SECのスタッフは、会社の主張が本条に該当するかどうかを決定するために、実際に主観的な提案の評価を行わなければならないという困難な作業を強いられていた。[43] そこで、SECは、「個人的な不平もしくは特別な利益(a personal grievance or special interest)に関する提案」についてのみ、会社は提案を排除可能であるという改正案を公表した。もし提案が一見して中立的なものであるなら、SECのスタッフは、会社からの提案排除の要望に対して、提案の排除についての評価を行う代わりに、自動的に提案についての見解を示さないというのが改正案の内容である。[44] その理由として、提案を廻る周囲の状況を考慮してその株主提案の実際の必要性を判定するとい

うことについてのSECの能力には限界があるのに対し、会社や株主は、提案が個人的な苦情（personal grievance）に関するものかについて実際に多くの情報を有するのであるから、表面的には中立的な提案（facially neutral proposal）であれば、SECの関与は制限すべきであるという点が挙げられた。[45]

しかし、SECは九八年改正においてはこの案を採用しなかった。この案の公表後、多くの「深刻な懸念」を示す見解が寄せられ、SECはこの案が株主と会社間における紛争を増加させる恐れがあるとして、従来どおり、ある特定の提案がこの条項に基づいて排除されるかどうかについて、ケースバイケースで判断を行うことを決定したのである。[46]

（4）会社のビジネスと無関係

SEC規則十四a―八(c)(5)は、提案が、(1)直近の財務年度末における会社の総資産の五％内、および、直近の財務年度の純利益および総売上高の五％内にあたる活動しか関係せず、(2)その他、会社のビジネスと他の事情で重要な関連がない場合に、会社が提案を排除することを認めていた。[47] しかし、本条項も、SECのスタッフに主観的な判断をさせるという困難な作業を強いており、一九八三年に採用された客観的な基準である五％ルールが採用された後でさえ、後段の主観的な判断を伴う規定の存在が本条に基づく会社による提案の排除の基準を不明瞭にしていた。[48] そこで、SECは、「会社のビジネスと重要な関連がない」という部分を削除し、提案と会社ビジネスとの関連性の有無を純粋に経済的な基準で評価することを提案した。更に、株主提案が、会社の総歳入あるいは総費用において一千万ドル以下のサービス・製品に関するものであれば、会社は提案を排除できるという新基準を提唱したのである。[49] SECによれば、この新基準によって、比較的小規模の会社においては提案の排除が容易に可能になるというメリットがある一方、大規模な会社においては、実質的に株主提案が行いやすくなるという。[50]

しかし、この改正案は支持を得られず、九八年改正においては採用されなかった。会社側からは、本案のコンセプトには同意できるが、一千万ドルという基準は低すぎて会社にとっては有用でないという批判があり、一方、株主団体からは、特定の提案については適切に経済的な評価を行うことが潜在的に困難である場合があり、この問題を客観的な基準のみに委ねることに対する懸念が表明されたためである。(51)

（5）賛成投票の獲得制限

SEC規則十四a―八(c)(12)は、直近の五年内に開催された年次または特別総会に関する会社の委任状勧誘書類に記載された株主提案と実質的に同内容の提案が提出された場合には、その以前の提出の最後の時から三年以内に開催される株主総会については、以下の要件の下に、会社が提案を排除できる旨を定めていた。その要件とは、(1)提案が前記期間中の一つだけの総会に提出され、それに関して投票された総数の五％未満しか獲得できなかった場合、(2)提案が前記期間中の二つの総会に提出され、二つ目の提出時にそれに関して投票された総数の八％未満しか獲得できなかった場合、(3)提案が前記期間中の三つ以上の総会に提出され、その最後の提出時に、それに関して投票された総数の十％未満しか獲得できなかった場合である。(52)

九七年の改正案では、同様の要件の下、一回目の総会では六％、二回目の総会では十五％、三回目の総会では三〇％以上の賛成票を獲得できなければ、会社は再度の提案提出を拒否することができるという案が提示された。(53) つまり、この案は提案の再提出を制限することで、会社の費用負担の軽減を図る案である。付け加えると、前述の改正案のいずれもが、結果として、株主提案を増加させることになるとSECは考えており、この案はそのバランスを取るためのものであった。しかし、本提案は多くの機関投資家・株主団体から批判されたため、九八年改正には採用されなかった。(54)

四　提案権制度を廻る近時の議論

（一）従来の提案権制度への批判と反論

次に、近時の提案権制度を廻る最近の議論の状況を確認するが、その前提として、制度への典型的な批判とその反論を確認しておきたい。まず、批判であるが、①提案の排除事由の曖昧さ、予測の困難さ、②会社の費用負担あるいはフリーライダー問題、③会社法の原則（取締役会が業務執行権限を持つ）との不一致あるいは経営者の裁量権の侵害等が挙げられる。[55] 一方、制度の必要性を主張するものとしては、①経営者への規律付け、②企業の社会的責任の増進、③より完全な情報公開を促すといった意見が見られる。[56] この中で批判の一つ目に挙げられている規則の曖昧さの問題については、それを理由の一つに挙げて提案権制度が不要であるという結論を導く者もいるが、それを根拠に、より明確なルールを導入することを提唱する意見が中心のようである。[57] 最近の議論としては、会社（ひいては他の提案を望まない株主）やSEC等を含めた費用負担を正当化するほどに制度の実効性があるのかという問題、および、附属定款の変更を行うような義務的提案がどの範囲まで認められるかという問題がある。以下、提案権への批判と正当化の根拠として挙げられているものとの関係を中心に、近時の議論を分析することにしたい。

（二）財務情報以外の会社情報の公開

株主は、提案権を行使することで他の株主に対して自己の意見を表明するとともに、他の株主が意思決定するために必要な情報を提供することができる。また、株主の提案権行使に対して、会社が当該提案を委任状説明書に記載することを決定した場合、会社は当該提案に対する会社の意見を委任状説明書に記載することができる。[58] とすれ

ば、提案権制度が少なくとも（提案が可決されない場合でさえ）、「情報の公開」に対しての一定の機能を担っているということは言えるであろう。[59] そこで、提案権正当化の根拠としてしばしば挙げられる情報の公開について、近時は財務情報以外の強制的な情報開示のシステムが構築されるべきかという観点からの議論が活発である（なお、八〇年代における提案権制度への批判の論拠に企業情報の強制的開示制度が不要であるという考えがある点には注意を要する[60]）。

この点、「社会的な情報の公開（social disclosure）」（例えば、製品、ビジネスを展開する地域、地域社会や国への関与など一般的な会社に関する情報）の重要性を主張する見解がある。[61] ウィリアムスは、まず、多くの投資家が経済的利益を追求しており、財務的に重要な情報について関心があることを前提に、会社の法令遵守に関わる情報は、財務的に重要な情報であるから投資家に提供されるべきであるとする（法の遵守に失敗した場合には、会社にとって多くの不利益な効果が発生する上に、会社の市場価値や将来の経済的なパフォーマンスにも影響を与える可能性があるため、それらは投資家全般にとって関心の高い情報にならざるを得ない）。そして、それらについて情報公開を促すことは、現在の正確な会社の価値を示し、会社の法令遵守を促進させるから投資家の保護と市場の効率性の両方に寄与する[62]（なお、会社の法令遵守の状況については、SEC規則等を通じて強制的な開示が要求されている部分があり、それらの規制で必要十分ではないかという疑問もありうるが、それに対しては、必要な法的規制と最終的な規則の制定・実施には、必然的に時間差が生じること、現在のグローバル経済の下では予測不可能な問題が多数あり、どのような情報が必要かを投資家に判断させることが望ましいとしている[63]）。次に、一般に会社活動に関する情報公開については、財務情報の公開と会社の一般的な活動状況の公開を明確に区別することは困難である（環境問題への取り組みや従業員の雇用政策に関する会社の考え方も、会社の収益にとって重大な要因に

なりうるし、将来的に株価に影響を及ぼす可能性がある）から、投資家にとっては、公開されることが望ましいと主張する。[64] 一つの例として、一九九八年のナイキ社（Nike Inc.）の急激な収益の悪化の背景に、海外の工場の労働環境に関する継続的かつ消極的な情報公開の姿勢があるという問題を挙げ、これは会社の情報公開に対するニーズが、財務情報の公開に限定されないことを示すものであるとしている。[65]

もっとも、多くの投資家が、（少なくともある時点においては）会社内部の情報を公開することに否定的な場合は十分にありうる。特に、支配株主（controlling shareholder）については、会社にとって不利益な情報の提供を望まない可能性が高い。また、情報の公開には必ず情報の収集・整理・公開に伴う費用が発生する。この費用負担は、最終的には株主の負担の下に行われることになるのであるから、ある株主にとっては、強制的な開示は有害なものであるという批判は十分に成り立つものであろう。[66]

結局、（例えば提案権等を通じた）社会的情報の開示の問題も、米国において、過去に大いに議論された財務情報の強制開示が必要であるかという問題と類似の問題が発生していると言える。実際に一定の強制開示が必要であるという財務情報の強制開示を正当化する理論は、社会的情報の開示により適合するという見解もある。[67] 現状では、一定の費用負担の限度において、社会的な情報の強制開示システムを導入することが有用であるということが言えるように思われる。

（三）企業業績と株主提案権制度の関連

株主提案権に対する典型的な批判の一つに、その費用ほどに効果がないというものがある。一九九〇年のブラックの論文は、多くの文献で株主の行動主義を示す基本的な資料として引用されることになったが、[68] 近時、そのブラ

ックですら、提案権の実効性に対して疑問を投じている。ブラックは、多くの提案は勧告的なものであり、かつ経営陣によって無視されており、機関投資家は効率的に経営陣に対して影響を与えるために組織的な行動を取る能力がなく、また、提案された問題に関して十分な情報を持っていない。その結果、機関投資家の積極的なモニタリングは、企業業績の改善につながっていないと指摘している。[69]

しかし、会社の業績あるいは株価への影響はさておき、少なくとも勧告的な提案だからという理由で、機関投資家が会社に対して影響を与えていないと言うことはできない。何故ならば、勧告的提案が多数の賛成を得られなかったときでさえ、当該提案の内容が実施されるケースがしばしば見受けられるからである。[70] 例えば、ある調査によれば、株主総会における秘密投票（confidential voting）を採用している一一八の会社のうち、秘密投票の提案があったのはその三分の一に過ぎず、しかも、提案が多数の賛成票を獲得したのは、そのうちの四件だけであった（企業買収の対抗策に関する株主提案等でも同様の傾向が見られる）。[71] また、提案権行使に積極的な機関投資家間においては、集合行為の問題を緩和するだけの十分なネットワークがあるという指摘もあり、必ずしも機関投資家が組織的な行動を取ることができないと言うことはできない。[72]

そこで、ロマーノは、最も提案の多い①取締役会の改革、②買収対抗策、③役員報酬、④秘密投票の四つの項目を中心に、近時の実証的な研究を総合的に分析し、提案権制度のコーポレート・ガバナンスへの影響を検討している。その結果からは、実際に株主提案権が行使されるに至るケースでは、取締役会の改革と取締役の報酬に関する提案は、企業業績（あるいは株価の向上）について大きな影響を与えておらず（insignificant）、企業買収対抗策に関する提案は、その効果が曖昧であり（ambiguous）、秘密投票の実施に関する提案は、企業業績に対する影響はない（no impact）と言える。[73] しかし、その一方で、投資家が行う私的交渉とそれに伴う投資家サイドによる経

営の質に関する情報の更新が与える影響については、近時の実証研究の多くが株価・業績に対してよい影響を与えていると結論している。[74] つまり、経営陣は、提案が企業価値の向上につながると考えるときにのみ交渉に応じるところ、私的交渉が成立しているときには、投資家はその提案が経営者によって実行されるとの予測のもとに株式の購入を行うのに対して、提案権が実際に行使されるということは、私的交渉の失敗、すなわち、経営陣が当該提案について企業価値の向上につながるという判断をしていないこと、更に、当該提案が可決される可能性が低く、仮に可決された場合ですら、提案の内容が実行されないであろうと投資家が予測することになるため、そのこと自体は株価に影響を与えないと考えられるのである。[75]

しかし、近時の実証的な研究の中には、投資家による私的交渉の結果、株価の向上につながる場合と、株価の減少につながる場合の双方がある、あるいは交渉に成功しても大きな影響がないと示唆する分析もある。[76] 株主提案権を通じた機関投資家の活動がどのような影響を与えているかは、今後の更なる研究が必要な分野であろう。但し、実際に業績に反映しているかはともかく、機関投資家の行動が取締役会の構成等に影響を与えていることは確実であり、そのような監視機能は長期的な企業の法令遵守体制の構築や急激な業績の悪化等が生じた際の対応などによい影響を与えると指摘されている。[77]

(四) 付属定款の変更を求める義務的提案

会社法は、業務の執行権限を取締役会に与えており、株主提案は主として勧告的提案として行われることは前述の通りである。しかし、株主提案がなされた場合、時に提案が可決されなかった場合でさえ提案内容が実現されることがあるし、逆に、勧告的提案が可決された時でさえ当該提案が無視されることがある（特に買収対抗策の撤回

に関する提案はしばしば無視される傾向が強いようである[78]。そこで、最近の傾向として、ガバナンスに積極的な投資家の一部が、付属定款の修正を求める義務的提案という形で提案権を行使する戦略を取り出しており、そのような提案が許容されるかが大きな論争を呼んでいる。この問題について、大きな影響を与えたと言われるのがオクラホマ州の判例（International Bhd. of Teamsters Gen. Fund v. Fleming Companies, Inc.）であり、当該判例においては、ポイズンピルを実施する場合に株主の承認を要求する旨の付属定款の変更に関する義務的提案が、州会社法上不適切な提案とは言えず排除可能な提案ではないと認められている[79]（なお、オクラホマ州の一般事業会社法はデラウェア州の一般事業会社法と類似しているという[80]）。

コフィーによれば、この問題には、(1)付属定款の修正を媒介として、株主は、どの範囲まで取締役会に強制的な指示を与えることが可能かという問題、(2)取締役会が株主総会を通過した付属定款の変更案を撤回できるか、(3)もし取締役会が付属定款の変更を求める株主提案を撤回することが可能であるとして、株主は更にそのような取締役会の権限を制限する付属定款の変更案を提案できるかといった法的問題が含まれるという[81]。コフィー自身は、業務執行権限が取締役会にあるという判例・会社法上の前提を踏襲しつつ、取締役会の権限を害さない義務的な付属定款変更提案は許容されるとし、その基準として以下のものが考えられるという。一つは、一般的な業務執行に関する事項か、会社の基本的な問題に関する事項かという基準であり、後者には、合併・解散・営業譲渡・定款変更等が含まれるが、買収対抗策に関しても後者と同様に会社の基本的な問題に関する事項と見る考えである。また、積極的な行動を促す提案が、一定の取締役会の行為を株主総会の承認を要するというように制限する提案という基準もありうるし、コーポレート・ガバナンスに関する問題か経営の問題がに分ける基準も考えられるという。例えば、ある特定の個人を会社の社長にすることを求める提案は、取締役会の決定に関する事項であり認められないが、取

締役がある一定の額以上の自己取引を実施する場合に、株主の承認を必要とする付属定款の変更提案は認められるという。[82] なお、取締役会による提案の撤回については、デラウェア州法の下では撤回は可能であるという見解が有力のようであるが、[83] コフィーは、そのような取締役会の撤回を制限する提案が可能であると述べている。[84]

五　終わりに

米国においては、株主提案権が企業の社会的責任に寄与していると評価する論者は少なくない。最近では、労働者株主によって提案権が行使される結果、会社・従業員の双方にとって、株主提案権が有益な制度になっているという指摘もある。しかし、株主提案権がどのような場合に排除されるか、企業の業績との関係でどういう効果があるかについては今なお多くの議論がある。実際には、機関投資家の積極的な行動にもかかわらず、機関投資家により提案されているコーポレート・ガバナンス原則は、いまだに多くの会社で採用されていないし、更に、株主提案権の行使についても、提案権が可決されるケースは稀である。しかしその一方で、近時は、従来消極的であると目されていた投資信託まで、積極的な株主権の行使を図る傾向にあり、提案権制度の直接・間接の影響力は、少なくないと見ることもできる。いずれにせよ、現状では、機関投資家を中心とした株主権の行使による影響が、コーポレート・ガバナンス論の大きな問題として取り上げられていると考えることができるであろう。

(1) A. A. Berle and C. G. Means, The Modern Corporation and Private Property; pp. 18-19, 86-88 (1932).

(2) Edward. B. Rock, The logic and (uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism, 79 Geo. L. J. 445 (1991). Bernard S. Black, Shareholder Passivity Reexamined, 89 Mich. L. Rev, 521 (1990).

(3) SECは、連邦証券規制の執行を担当する独立行政委員会であり、証券規制執行のための規則制定権限を持つ。S

ECが定める証券取引委員会規則を以下、単に「規則」という。William L. Cary & Melvin Aron Eisenberg, Cases and Materials on Corporations 258 (6th ed. 1988).

(4) 一般的に委任状勧誘には多額の費用がかかるが、反乱株主側が費用の償還を会社から受けられるのは、彼らが委任状合戦に買った場合で、かつ合理的な金額の範囲内に限られるという。Rosenfeld v. Fairchild Engine & Airplane Corp., 309 N. Y. 168 (1955). *See generally*, Black *supra* note 2.

(5) 提案権については、改正の都度、様々な議論がなされている。ここでは、八〇年代から九〇年代初期にかけての代表的な文献を紹介しておく。Virginia J. Harnisch, Rule 14a-8 After Reagan: Does It Protect Social Responsibility Shareholder Proposals?, 6 J. L. & Pol. 415, 418-39 (1990); Eric A. Welter, The Shareholder Proposal Rule: A Change to Certainty, 60 Geo. Wash. L. Rev. 1980, 1982-88 (1992); Marilyn B. Cane, The Revised SEC Shareholder Proxy Proposal System: Attitudes, Results and Perspectives, 11 J. Corp. L. 57 (1985); George W. Dent, Jr., SEC Rule 14a-8: A Study in Regulatory Failure, 30 N. Y. L. Sch. L. Rev. 1 (1985); Daniel R. Fischel, The Corporate Governance Movement, 35 Vand. L. Rev. 1259 (1982); Alan R. Palmiter, The Shareholder Proposal Rule: A Failed Experiment in Merit Regulation, 45 Ala. L. Rev. 879 (1994); Richard Y. Roberts, Shareholder Proposal Reform-A Search for Objectivity in Rule 14a-8, 22 Sec. Reg. L. J. 235 (1994); Patrick J. Ryan, Rule 14a-8, Institutional Shareholder Proposals, and Corporate Democracy, 23 Ga. L. Rev. 97 (1988); Timothy L. Feagans, Comment, SEC Rule 14a-8: New Restrictions on Corporate Democracy, 33 Buff. L. Rev. 225 (1984); Herbert Alan Gocha, Jr., Comment, The 1980's Amendments to Shareholder Proposal Rule 14a-8: A Final Damper on Dissent?, 17 U. Tol. L. Rev. 411 (1986); Sean Patrick O'Brien, Note, The 1983 Amendments to SEC Rule 14a-8: Upsetting a Precarious Balance, 19 Val. U. L. Rev. 221 (1984); Leila N. Sadat-Keeling, Comment, The 1983 Amendments to Shareholder Proposal Rule 14a-8: A Retreat from Corporate Democracy?, 59 Tul. L. Rev. 161 (1984); Kevin W. Waite, Note, The Ordinary Business Operations Exception to the Shareholder Proposal Rule: A Return to Predictability, 64 Fordham L. Rev. 1253 (1995). また、規則制定および過去の改正の経緯について、拙稿「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」（阪大法学五二巻五号）一六三頁以下（二〇〇三）を参照にされたい。

(6) *See*, Black, *supra* note 2, at 525.

(7) このような点を中心に株主提案権制度を批判している代表的な見解として、Susan W. Liebeler, A Proposal to Rescind the Shareholder Proposal Rule, 18 Ga. L. Rev. 425 (1984).

(8) 機関投資家（Institutional Investors）の一般的な説明として、William B. Chandler, On the Instructiveness of Insiders, Independents, and Institutional Investors, 67 U. Cin. L. Rev. 1083 (1999). 最近の株式保有の数値・傾向として、Carolyn Brancato, The Institutional Investor's Goals for Corporate Law in the Twenty-First Century, 25 Del. J. Corp. L. 35, 38 (2000).

(9) また、株主の行動主義を促した要因としてよく指摘されるのものとして、八〇年代末の企業買収ブームの収束と規則一四a―三の改正がある。八〇年代の企業買収ブームは、株主に公開買付という有利な資金回収の手段を与えていたが、連邦各州による一連の反買収法の制定によって、大量に株式を保有する機関投資家は、業績のあがらない会社から投資を引きあげる有効な手段を失ったため、会社内に留まって株主権を行使することで、投資成績を改善せざるを得なくなった。*See*, Black, *supra* note 2, at 580-585, 589-591. また、議決権行使に関する勧誘の規制をしている規則一四a―三は、他の株主と交信しようとする株主に、一定の条件の下にSECへの委任状説明書の届出をするよう義務付けていたが、一九九二年の改正によりこの規制内容は大幅に緩和された。その結果、有力な機関投資家同士が、様々なメディアを通じて、独自にかつ自由に議決権行使についての連絡を取ることが容易になったのである。Meredith M. Brown, The Impact of the SEC's 1992 Proxy Rule Amendments, in Contests for Corporate Control: The New Environment, 184-185 (1996).

(10) なお、米国では、九〇年代の初期にこのような機関投資家を中心とした株主の会社経営への関与を肯定的に捉えるか否定的に捉えるかについて活発な議論が見られた。特に、会社と株主の利益相反の問題、ERISA (Employees Retirement Income Security Act) 法の問題などが検討されていた。*See*, Rock *supra* note 2; Roberta Romano, Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered, Colum. L. Rev. 795, 797 (1993). この時期、ブラックが指摘するように、利益相反の問題が多い銀行や投資信託でも、会社が利益を得られるよ

うな場合には積極的に活動する可能性が十分にあり、そもそも、株主によるモニタリングということそのものが、少なくとも経営者を監視する必要性の存在という面からは、今後も試みられる価値があるという認識が定着したように見受けられる。Black, *supra* note 2. また、コフィーも、結論としては、株式を多くかつ長期的に保有する能力を持ち、かつ、重要な利害関係を持たない投資家であれば、機関投資家によるモニタリングは望ましいと述べている。John C. Coffee. Jr., Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as a Corporate Monitor, 91 Colum. L. Rev. 1277 (1991).

(11) また、近時の投資信託の活動状況について、Alan R. Palmiter, Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why not disclose?, Cardozo. L. Rev. 1424, 1435 (2002). パルミターによれば、投資信託がコーポレート・ガバナンスについて受動的であるという従来からの定説は完全に崩れつつあり、投資信託はコーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を果たしつつあるという。その大きな要因は投資信託による株式保有の増大にある。

(12) Cynthia A. Williams, The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency, 112 Harv. L. Rev. 1197, 1267-68 (1999). なお、Social Investment Forum によると、二〇〇一年の調査では、二兆ドルの資産が一定の screen の下に投資されているという。*See, infra* note 13.

(13) *See, id. And also*, Douglas M. Branson, What is the "New" Corporate Social Responsibility?: Corporate Social Responsibility Redux, Tul. L. Rev. 1219-1223 (2002). なお、セレスの内容・活動状況等については、下記のホームページを参照されたい。http://ceres. org/about/main.html (last visit 6/18/2003). これらの活動の最新状況は、下記のホームページより入手可能である。http://www.socialinvest.org/default.html (last visit 6/18/2003). その他の投資の基準として、タバコ・アルコール・ギャンブル・武器製造・人権・労働問題・中絶・動物愛護などがある。

(14) 九八年の提案権の行使件数は、コーポレート・ガバナンスに関する提案が二五四件、社会的責任に関する提案が一〇四件であり、そのうち五〇%超の支持を得た提案は、コーポレート・ガバナンスに関する提案で三二件、社会的責任に関する提案については一件もない。Roberta Romano, Less Is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance, 18 Yale J. on Reg. 243 (2001). 最近の提案権の正式なデータ

については、IRRC (Investor Responsibility Research Center) の VOTING RESULTS を参照にされたい。http://www.irrc.org/ (last visit 18/6/2003).

(15) Liebeler, *supra* note 7, at 425, 438.

(16) WILLIAM F. SANDER, SHAREHOLDER VOTING ALMANAC 3 (1991) ; Diane Del Guercio & Jennifer Hawkins, The Motivation and Impact of Pension Fund Activism, 52 J. FIN. ECON. 293, 297 (1999) (その五つの機関投資家は、CalPERS, CalSTRS, NYC, SWIB, CREF であるが、特に年金基金の行動が活発化した要因の一つとして挙げられるのが、ERISA法の改正とエイボンレターである。私的年金基金は、ERISA法に従わねばならないところ、九〇年代に入り、ERISA法では受託者責任が強化されることとなり（なお、ERISA法は公的年金にも少なからず影響を与えている）、その後、労働省はいわゆる「エイボンレター」を発状し、その中で、経営陣の交替を含め、購入株式の議決権を行使することが受託者責任の一部であるとアナウンスしたのである（九四年には、労働省は「シャーマンレター」を発状し、エイボンレターの趣旨が、外国企業にもそのまま当てはまる旨が確認された）。

(17) Randall S. Thomas & Kenneth J. Martin, Should Labor Be Allowed to Make Shareholder Proposals?, 73 Wash. L. Rev. 41, 51-52 (1998).

(18) Romano, *supra* note 10, at 803-805 ; Romano, supra note 14, at 191 ; John C. Coffee, Jr., MERGERS AND ACQUISITIONS SYMPOSIUM : ARTICLE : The Bylaw Battlefield : Can Institutions Change the Outcome of Corporate Control Contests?, 51 U. Miami L. Rev. 605, 613 (1997).

(19) 提案内容としては、セレス原則を採用するよう求めるもの等が中心である。セレスについては、前掲(13)を提案権の状況については、前掲(14)を参照されたい。

(20) Thomas & Martin, *supra* note 17, at 51-52 (1998).

(21) IRRC, *surpa* note 14.

(22) 社会的責任に関する提案で三〇%超の支持を得たのは、九七年で九五件中〇件、九八年で一〇四件中一件のみである。Romano, *supra* note 14, at 243-. 勧告的提案と義務的提案の限界については議論があるが、業務執行権限は取締

役会にあるのが各州の会社法の規定であるので、具体的な業務執行にかかわる義務的提案は、原則的には提案排除理由に該当する。

(23) 提案権の排除に関わる初期の代表的な判例として、In SEC v. Transamerica Corp., 163 F. 2d 511 (3d Cir. 1947) ; In Peck v. Greyhound Corp., 97 F. Supp. 679 (S. D. N. Y. 1951) ; In Brooks v. Standard Oil Co., 308 F. Supp. 810 (S. D. N. Y. 1969) ; Medical Committee for Human Rights v. SEC. 432 F. 2d 659 (D. C. Cir.). 等がある。初期の判例の分析として、Daniel E. Lazaroff, Promoting Corporate Democracy and Social Responsibility: The Need to Reform the Federal Proxy Rules on Shareholder Proposals, 50 Rutgers L. Rev. 47-56 (1997).

(24) 17 C. F. R. 240. 14a-8 (i).

(25) 九八年改正前の 17 C. F. R. 240. 14a-8(c)(1)-(13)の排除理由である。

(26) Exchange Act Release No. 40, 018 (1998), 63 Fed. Reg. at 29, 106-07 ; Lazaroff, *supra* note 23, at 92, 93.

(27) Exchange Act Release No. 12, 999(1976), 41 Fed. Reg. at 52, 998. この考えは Roosevelt v. E. I. Du Pont de Nemours & Co., 判決においても採用されている。この事件では、温暖化に影響があると言われるクロロフロカーボンの製造中止を求める勧告提案が出され、製造中止を求める勧告的提案そのものは排除できないとされた（但し、訴訟時には既に会社が当該製品の廃止の方針を打ち出していたため、提案の排除が認められた）。Roosevelt v. E. I. Du Pont de Nemours & Co., 958 F. 2d 416, 428 (D. C. Cir. 1992).

(28) Michelle J. McCann, Shareholder Proposal Rule: Cracker Barrel in Light of Texaco, 39 B. C. L. Rev. 965, 973 (1998) ; *see also*, Beth-ann Roth, Proactive Corporate-Shareholder Relations: Filling the Communications Void, 48 Cath. U. L. Rev. 101 (1998).

(29) Exchange Act Release No. 39, 093 ; 62 Fed. Reg. at 50, 682, 3(1997).

(30) *See, id* ; Lazaroff, *supra* note 23, at 91-97.

(31) Exchange Act Release, *supra* note 26, at 29, 106 (1998).

(32) *Id*, at 29, 107.

(33) Exchange Act Release, *supra* note 27, at 52, 994, 52, 997 (1976).

(34) Lazaroff, *supra* note 23, at 91.

(35) Cracker Barrel Old Country Store, Inc., SEC No-Action Letter, [1992-1993 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) at 77, 284. なお、明確な基準テスト導入の背景には、当時、従業員のリストラ等を反対する提案が多かったことが挙げられる。また、本件の雇用政策に関する問題が性的嗜好の差別に関するものであったことが、少なからず影響しているようにも見受けられる。

(36) Steven M. H. Wallman, Equality is More than "Ordinary Business," N. Y. TIMES ABSTRACT, Mar. 30, 1997, at 12. もっとも、多くの上場企業は、「明確な基準テスト」を歓迎し、同基準の下で提案を排除していた。See, Patricia R. Uhlenbrock, Roll Out the Barrel: The Sec Reverses Its Stance on Employment-Related Shareholder Proposals under Rule 14a-8-Again, 25 Del. J. Corp. L. 295, 296 (2000).

(37) Exchange Act Release, *supra* note 29, at 50, 682, 50, 688.

(38) Exchange Act Release, *supra* note 26, at 29, 106, 29, 114.

(39) *See id*, at 29, 108.

(40) *Id*.

(41) *Id*.

(42) 17 C. F. R. 240. 14a-8(c) (4) (1997).

(43) Exchange Act Release, *supra* note 29, at 50, 682, 50, 686.

(44) *Id*.

(45) *Id*.

(46) Exchange Act Release, *supra* note 26, at 29, 112.

(47) 17 C. F. R. 240. 14a-8(c) (5) (1997).

(48) Exchange Act Release, *supra* note 29, at 50, 686.

(49) *Id*, at 50, 686-50, 687. *See, also supra* note 26, at 29113.

(50) *Id.*

(51) Exchange Act Release, *supra* note 26, at 29, 113.

(52) 17 C. F. R. 240. 14a-8(c)(12) (1997).

(53) Exchange Act Release, *supra* note 29, at 50, 689.

(54) Exchange Act Release, *supra* note 26, at 29, 106, 29, 113.

(55) 近時の提案権制度への批判と反論をまとめたものとして、Lazaroff, *supra* note 23, at 70-87. 代表的な批判として、Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, The Economic Structure of Corporate Law 85-86 (1991); Liebeler, *supra* note 7, at 425-26; George W. Dent, Jr., *supra* note 5, at 1 (1985).

(56) Lazaroff, *supra* note 23, at 81-87. 提案権制度の必要性を主張する代表的な見解として、Sadat-Keeling, *supra* note 5, at 164; Waite, *supra* note 5, at 1261.

(57) *See generally*, Lazaroff, *supra* note 23, at 81-87. 制度の重要性を主張しつつも、新たに法整備を行うことを提案する見解として、Welter, *supra* note 5, at 1988.

(58) 17 C. F. R. 240. 14a-8 (e) (1997); Beth-ann Roth, *supra* note 28, at 103 n8.

(59) Sadat-Keeling, *supra* note 5, at 164. 特に、企業の社会的責任に関する提案はほとんど可決されることがないため（前掲(22)参照）、その主たる意義は、株主の意見表明と会社の立場の明確化という情報開示の重要性によって説明される必要があるように思われる。

(60) 米国には、一九七〇年代から一九八〇年代後半にかけて、証券法および取引所法の定める（財務情報を中心とした）強制的開示制度（mandatory disclosure）が不要であるという有力な意見があった。Jensen & Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, 3 J. Fin. Econ. 305 (1976). それに対しては、強制的な継続開示は、情報の真実性を制度的に保障するものとして有用であり、仮に強制開示がなければ、会社は自己に都合のよい情報のみを開示し、都合の悪い情報を開示しない弊害が生じるとされた。もっとも、後者については、会社がマイナスの情報を開示する方針を採用すれば、投資者の調査費用の節約につながり、株価を押し上げる要因になるし、沈黙それ自体がマイナスの情報と受け取られるという市場の圧力によって、結局、会社は自発的な

開示を要求されることになると反論された。Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, 70 Va. L. Rev. 669 (1984). しかし、第一に、強制的開示は、投資家が情報収集に必要なコストを下げ、情報を平等かつ正確に市場に供給する役割があり、第二に、発行会社の経営者と株主の利益が相反するような場合には、なお、情報の自発的な開示が期待できず、ポートフォリオ理論の下でも、ある投資家にとっては一銘柄に投資することが十分に合理的な場合もあり、現実に投資者の多くは分散投資をしていないという指摘がある。John C. Coffee Jr., Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System, 70 Va. L. Rev. 717 (1984). 結局、現状では、その程度あるいは方法についての議論はあるが、少なくとも、財務情報については一定の強制的な開示は必要かつ有用であるというコンセンサスが得られていると言ってよいように思われる。*See also*, Easterbrook & Fischel, *supra* note 55, at 87.

(61) ウィリアムスによれば、「社会的な情報の公開（social disclosure）」は、主に二つの範疇に分類されるという。一つは、包括的な法令・条約の遵守状況に関する情報（コンプライアンス情報）であり、会社が適切に業務を執行する上で守ることが強制されている各種法規の遵守の状況や遵守の体制に関する情報、もう一つは、会社の活動状況全般に関する情報（会社活動に関する情報）であり、製品の情報や輸出先の情報、雇用政策や地域への貢献、政治献金に関するものなど会社の活動全般に関わる情報である。ウィリアムスは、この問題を検討する上で、投資家を経済的投資家（economic investors：主に経済的な価値の実現に興味がある投資家）と社会的投資家（social investor：典型的には、投資をする際に会社の特定の製品や活動あるいは環境問題や雇用政策等を考慮する投資家）に分類し（もちろん、便宜上の分類を行ったものに過ぎない）、第一に、経済的投資家が強制的な「コンプライアンス情報」の開示を必要としているか、第二に、経済投資家にとって提案権の行使などで得られる強制的な「会社活動に関する情報」が必要か、第三に、現在の「社会的な情報の公開」に関する問題点についての分析を行っている。Cynthia A. Williams, *supra* note 12, at 1273-1276.

(62) *Id*, at 1277-1278.

(63) *Id*.

(64) *Id*, at 1284, 1285.

(65) *Id*, at 1286. *See generally* Bill Richards, Nike to Increase Minimum Age in Asia for New Hirings, Improve Air Quality, Wall St. J., May 13, 1998, at B10.

(66) Should The SEC Expand Nonfinancial Disclosure Requirements?, 115 Harv. L. Rev. 1444, 1445 (2002).

(67) *See, id*, at 1445, 1446.

(68) *See*, Black, *supra* note 2, at 521.

(69) Bernard Black, Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States, in 3 THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS AND THE LAW 459 (Peter Newman ed., 1998). *See also*, Jonathan M. Karpoff, Does Shareholder Activism Work? A Survey of Empirical Findings (1998) (*unpublished manuscript, on file with the* Yale Journal on Regulation).

(70) Romano, *supra* note 14, at 178.

(71) *Id*, at 178 n11.

(72) *See, id* at 179.

(73) ロマーノが参照した実証研究として Diane Del Guercio & Jennifer Hawkins, The Motivation and Impact of Pension Fund Activism, 52 J. FIN. ECON. 293, 297 (1999) ; Michael Smith, Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS, 51 J. FIN. 227, 232 (1996) ; James M. Forjan, The Wealth Effects of Shareholder-Sponsored Proposals, 8 REV. FIN. ECON. 61, 62 (1999) ; Jonathan M. Karpoff et al., Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence, 42 J. FIN. ECON. 365 (1996) ; Deon Strickland et al., A Requiem for the USA: Is Small Shareholder Monitoring Effective?, 40 J. FIN. ECON. 319 (1996) ; Sunil Wahal, Pension Fund Activism and Firm Performance, 31 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 1 (1996) ; Stuart L. Gillan & Laura T. Starks, A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence, CONTEMPORARY FINANCE DIGEST, Autumn 1998, at 10, 31.

(74) Deon Strickland et al. , supra note 73, at 334, 335 (1996) ; Tim Opler & Jonathan Sokobin, Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of The Activities of The Council of Institutional Inves-

tors, (Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics, Fischer College of Business, Ohio State Univ. Working Paper No. 95-5, 1995) ; Michael Smith, *supra* note 73. *See generally*, Romano, *supra* note 14, at 211, 212.

(75) Romano, *supra* note 14, at 213.

(76) Willard T. Carleton et al., The Influence of Institutions on Corporate Governance Through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF, 53 J. FIN. 1335, 1338-40 (1998) ; Claire E. Crutchley et al., The Shareholder Wealth Effects of CalPERS' Activism, 7 FIN. SERVICES REV (2000) ; N. K. Chidambaran & Tracie Woidtke, The Role of Negotiations in Corporate Governance: Evidence from Withdrawn Shareholder-Initiated Proposals (Dec. 1999)

(77) Romano, *supra* note 14, at 178.

(78) *E. g.*, Lawrence A. Hamermesh, Corporate Democracy and Stockholder-Adopted By-Laws: Taking Back the Street?, 73 Tul. L. Rev. 409, 421-22 (1998).

(79) International Bhd. of Teamsters Gen. Fund v. Fleming Companies, Inc., No. Civ. 96-165c-A, 1997 U. S. Dist. (W. D. Okla. Jan. 14, 1997).

(80) Coffee, *supra* note 18, at 605, 613-615. Del. Code Ann. tit. 8 109(a) (1991). 類似の規定として' *see*, N. Y. Bus. Corp. Law 601 (McKinney 1996) ; Revised Model Bus. Corp. Act 10. 20 (1996).

(81) *See, id*.

(82) *Id*, at 615-617.

(83) Jeffrey N. Gordon, "Just Say Never?" Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder-Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffett, 19 Cardozo L. Rev. 511, 544-49 (1997). Hamermesh, supra note 78, at 425-44, 453, 463-67 ; Jonathan R. Macey, The Legality and Utility of the Shareholder Rights Bylaw, 26 HOFSTRA L. REV. 835, 864-69 (1998).

(84) Coffee, *supra* note 18, at 605, 613-615.