

2010年10月5日 全2頁

混迷深まる米国ガバナンス改革

資本市場調査部
環境・CSR調査課
鈴木裕

「PROXY ACCESS」の実施時期が延期される見通し

[要約]

- 米国の株主提案制度の改正により、株主が取締役候補者を提案することが容易に行なえるようになり、SECが関連規則の策定を進めていた。
- 11月中旬には、規則が決定されるものと予想されていたが、米国商工会議所などの経営者団体が実施延期を求めて提訴しており、SECも実施延期を事実上決定した。
- 米国における一連の企業ガバナンス改革は、株主による経営者監視を強める効果を持つ。株主の権利濫用を危惧する見解にも理由はあるだろう。

1. 米国金融改革法における企業ガバナンス改革

ドッド=フランク法と
企業ガバナンス改革

オバマ政権発足以来、企業経営者を監視するための仕組みづくりや、株主の権利拡大を図るためのガバナンス改革が推し進められている。企業ガバナンスに関する大幅な改正を含む米国金融改革法（ドッド=フランク・ウォール街改革及び消費者保護に関する法律：Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）は、本年7月に可決成立した。同法により、役員選任に関する株主提案の容易化、役員報酬の株主総会議案化、保管ブローカーによる代理投票制改正、役員報酬決定プロセスの透明化など様々な新制度が実現されようとしている。

アクティビストにも
戦う手段を提供

今回の改正は、米国民党の支持層である年金基金や労組基金など機関投資家の要求に応え株主権を強化するものだ。しかし、経営者団体には、この一連の改革は、むしろコストを増大させるばかりか、特殊な意図を持つ株主を力づけ適切な企業経営を困難にする恐れがあると反発しているところもある。株主である以上いわゆるアクティビスト・ファンドにとっても、使える手段を充実させる結果となるのだから経営者団体の危惧にも理由は無い。

2. 株主の経営関与を強める「PROXY ACCESS」

企業ガバナンス改革
を警戒する圧力団体

米国の経営者団体である米国商工会議所（the U.S. Chamber of Commerce）とビジネス円卓（the Business Roundtable）は、ガバナンス改革の実施延期を目指して様々なロビー活動を行ってきた。特に、「PROXY ACCESS」と呼ばれる役員選任に関する株主提案の容易化はこれまでもたびたび検討されてきたが、これらロビー団体の反対

も強かったため、なかなか実現しなかった。しかし、ドッド=フランク法の成立によって、PROXY ACCESS に関する規則を SEC が制定し、株主による経営者へのチェック機能が高まるものと期待されていた。

株主主導で取締役選
任議案を提案できる

PROXY ACCESS が実施されれば、株式の 3%以上を 3 年間以上継続して保有する株主（または株主グループ）は、取締役数の 25%以下（または 1 名）の取締役候補者を提案できるというものだ。この提案は会社側が作成する株主総会招集通知に記載されることになるので、株主は低コストで取締役選任議案を争うことができるようになる。わが国の株主提案権に比べれば、持ち株数・期間の制限が厳しいし、提案取締役数の上限があるなど、株主にとってはかなり使いにくい制度であるように思える。しかし、従来は、取締役選任を株主が経営陣と争おうとするならば、委任状争奪を伴うかなりコスト高の方法しかなかったのに比べれば、株主主導の取締役選任を劇的に容易化するものといえるだろう。

3. ガバナンス改革の実施延期

PROXY ACCESS に対する経営者団体の警戒感は強く、これが許されれば特殊な意図を持った者が取締役になり、むしろ企業価値を減少させるような経営判断を下す恐れもあるとして反発していた。経済的利益を目的とせず、特定の政治的社会的な主張を実現することを目指す株主が取締役を送り込めば、一般株主の利益とは一致しない経営が実現する恐れがある。また、オプションなどデリバティブ商品を用いて、株価下落が自身の利益になる状況（これをエクイティ・デカップリングということがある）を作り出した株主が、取締役選任を求めるかもしれない。そうした恐れが払拭できないために、米国商工会議所とビジネス円卓は、共同で PROXY ACCESS の内容や実施時期の再考を求めて提訴していた¹。

SECがPROXY ACCESS
規則の再考を決定

SEC は、規則の実施時期について裁量権を有しており、見直しが必要であれば行なうというスタンスだ。経営者団体からの訴えに対しても、性急な実施は、不測のコストを要したり、不明確な規制や無用な混乱を生じる恐れがあるとの見方に配慮し、これを避けるために再検討を行なうことを決めた²。当初は、来年の株主総会シーズンから実施されると見込まれていたが、今回の SEC の決定により 1 年程度の遅れるものと思われる。

¹

<http://www.uschamber.com/press/releases/2010/september/us-chamber-joins-business-roundtable-lawsuit-challenging-securities-an>

² <http://sec.gov/rules/other/2010/33-9149.pdf>