

アメリカとイギリスにおける コーポレートガバナンス制度に関する一考察(一) —ステークホルダーの利益保護という視点から—

安 本 政 恵

- 一章 はじめに
 - 二章 会社理論とコーポレートガバナンス
 - 1 節 事業会社の概念
 - 2 節 アメリカのコーポレートガバナンスにおける株主権限
 - (1) 株主権限の制限
 - (2) 株主権限を強化する動き
 - 三章 アメリカにおける株主利益の再構成
 - 1 節 株主権限強化の提言
 - (1) Bebchuk 教授の見解
 - (2) Bainbridge 教授の見解
 - 2 節 Shareholder democracy によるステークホルダーの利益保護の提言
 - (1) Fairfax 教授の見解
 - (2) イギリスにおける shareholder democracy
 - (3) ガバナンス制度によるステークホルダーの利益保護の限界
- (以上、本号)

一章 はじめに

事業会社にとって効果的なコーポレートガバナンスとはどのようなものかを考える際に、大きく分けて取締役を重視する考え方と株主を重視する考え方がある。つまり、会社経営において取締役の裁量を尊重することに積極的な考え方と、株主が会社の実質的な所有者であることを理由として株主の経営決定への積極的な参加を支持する考え方である。特に公開会社においては、会社の目的は企業価値を高め、所有者である株主の利益を向上させることであると考えられるため、そのためのコーポレートガバナンス制度として、取締役と株主のどちらに主導権を与えるべきかという問題が生じる。一方で、

株主以外の利害関係者（ステークホルダー）についての利益を重視する考え方もある。特に、近年では企業の社会的責任について注目が集まってきていることや、企業買収の増加などがその背景にある。取締役、株主、ステークホルダーの三者の関係について考えると、取締役は常に株主に対してのみ義務を負っているのではなく、支払不能時や企業買収時などはステークホルダーの利益を考慮するよう求められている。また、株主とステークホルダーに関しても両者の利益は常に対立するわけではなく、例えば企業の不当行為を防ぐなどの点では両者の利益が一致する場合がある。このように、会社関係者間の利益は互いに影響しあっており、また、どの関係者を中心とするかによってコーポレートガバナンスに対する考え方も様々である。本稿では、事業会社に効果的なコーポレートガバナンス制度について近年行われている議論を概観していくこととするが、特にステークホルダーの利益保護という視点から考察していきたいと考えている。

従来から、アメリカでは会社の経営決定を行う際に取締役の裁量が重視されており、株主が経営決定に介入できる権限は制限されているため、取締役中心のコーポレートガバナンス制度であると考えられている。一方で、最近では株主権限を強化すべきだという議論が生じている。例えば、ハーバード大学の **Bebchuk** 教授は株主が経営決定に参加できるようにすることで、活発な株主活動を招き、結果的に企業価値を高めることにつながると主張している。これに対し、UCLA の **Bainbridge** 教授は、大規模公開会社における所有と経営の分離の必要性や株主の能力に関する問題点を理由にして株主権限の強化に反対する見解を示しており、活発な論争が行われている。そこで、まず本稿では、この論争をきっかけにして、事業会社に効果的なコーポレートガバナンス制度とはどのようなものかということに対する最近のアメリカの動向を概観していくこととする。

一方で、取締役と株主を中心とした、このようなコーポレートガバナンス制度に関する議論では、ステークホルダーの利益が軽視されるのではないの

かという懸念が生じる。しかし、最近では、株主権限の強化によってガバナンス制度を向上させ、その結果企業価値を向上させることが株主だけでなくステークホルダーの利益の向上にもつながるという主張がなされている。そこで、本稿では、このような見解を主張しているメリーランド大学の Fairfax 教授の見解を紹介することで、アメリカにおけるステークホルダーの利益保護に関する動向についても概観していくこととする。その際、同教授の論文でとりあげられているイギリスにおけるコーポレートガバナンス制度についても紹介し、アメリカとイギリスでの株主権限に関する規定について、若干の比較を行う。また、ステークホルダーの利益保護に関しては、従来から法律の介入による保護や契約等によるステークホルダー自身の自己防衛が図られてきたことから、それらの規定についても紹介することとする。ただし、ステークホルダーといってもその範囲は広範囲にわたる。一般的には、従業員、顧客、債権者、社債権者、地域社会などをさすが、このうち、債権者をとっていても担保債権者と非担保債権者、自発的債権者と非自発的債権者(不法行為債権者)、交渉能力のある債権者 (adjusting creditors) と交渉能力のない債権者 (non-adjusting creditors⁽¹⁾) などのように分類分けが可能であるため、どのステークホルダーを対象とするかによって具体的な保護方法も変わってくる。ただし、本稿では、特定のステークホルダーに焦点をあてていくのではなく、株主以外の利害関係者を対象として位置付ける。したがって、論述にあたっては、必要に応じてどのステークホルダーを対象としているのか、また、どのように分類分けをしているのかを指摘することとする。

第二章の第 1 節では、事業会社の概念として、一般的になされている議論を紹介する。第 2 節では、アメリカのガバナンス制度において株主権限が制限されている現状と、それを変えようとする動きが生じていることを紹介する。第三章の第 1 節では、株主権限の強化を主張する Bebchuk 教授とそれに反対する Bainbridge 教授の見解を紹介する。第 2 節では、ステークホルダーに焦点をあて、株主権限強化によるガバナンス制度の向上がステークホルダ

一の利益向上にもつながるといふ Fairfax 教授の見解を紹介する。また、イギリスにおける活発な株主活動を紹介し、アメリカにおいても活発な株主活動が行われるためにはイギリスのガバナンス制度のように株主権限を強化する必要があるのかという点に関して、アメリカとイギリスの株主権限に関するコーポレートガバナンス制度を比較する。以上までが本稿であるが、第四章では、法律の介入によるステークホルダー保護として、取締役によるステークホルダーの利益考慮義務と資本制度について紹介し、第五章では、契約等によるステークホルダー自身の自己防衛方法について紹介することとする。最終的には、コーポレートガバナンス制度によるステークホルダーの利益保護と法律の介入等による従来からの保護方法について、若干の考察を行いたいと考えている。

二章 会社理論とコーポレートガバナンス

1 節 事業会社の概念

会社は誰のものか（最終決定権を有しているのは誰か）、また会社の目的は何か（会社はどの対象者の利益のために存在するか）ということが、コーポレートガバナンス制度を決定するにあたって重要な視点である。Bainbridge 教授は、手段軸（means axis）と目的軸（ends axis）の2つの軸によって会社理論をいくつかの領域に分類している⁽²⁾。それによると、まず手段軸では株主中心主義（shareholder primacy）と経営者主義（managerialism）が挙げられる。株主中心主義のうち古い理論は、株主が会社を所有していると仮定し、取締役は株主のための単なる給仕にすぎないとしている⁽³⁾。最近では、株主は明示・黙示の契約で結びつけられた多くの要素の1つにすぎないとする理論もあるが（契約主義）、この場合でも、取締役には株主利益を最大化させる信託義務があるとし、会社構成員の中で株主に特権的な地位を与えている⁽⁴⁾。一方、経営者中心主義は会社を専門家である経営者によって支配され

る官僚的な階層と考へ、取締役は名目上の指導者であるとして、会社の経営決定に関しては経営者の裁量を認めている⁽⁵⁾。ただし、この理論は現代においてさほど牽引力がないとされている⁽⁶⁾。次に目的軸では、株主利益最大化主義とステークホルダー主義 (social entity model) が挙げられる。前者は、会社は株主の利益を最大化するために運営されなければならないとし、後者は、取締役等は意思決定をする際に会社の全ての構成員の利益を考慮しなければならないと考へる⁽⁷⁾。

これに対し、Bainbridge 教授は取締役中心主義 (director primacy) を提案している。これによると、手段軸として会社を支配するのは取締役であるが、目的軸として会社が追求する利益は株主利益の最大化であるとしている⁽⁸⁾。このように、会社理論の見解も様々であるが、目的軸については、アメリカのコーポレートガバナンスにおける基本的な特徴は株主利益の最大化であり、これが事業会社の目的であるとされている⁽⁹⁾。また、手段軸に関しては、法律上株主の権限は弱められており、現在のアメリカでは実質的に株主中心主義がとられていないとする⁽¹⁰⁾。これらを確認するために、第 2 節では、アメリカのコーポレートガバナンスにおける株主権限について概観していく。

2 節 アメリカのコーポレートガバナンスにおける株主権限

(1) 株主権限の制限

株主権限を制限する規定として次のことが指摘されている⁽¹¹⁾。① SEC の委任状規則によって、株主による取締役の選解任権や株主提案権を制限している。② ディスクロージャーに関する規則⁽¹²⁾や短期売買差益規則⁽¹³⁾などによって、会社に対して影響力を有する大株主の組織や株主間のコミュニケーション等を難しくしている。ここでは、株主が取締役に対して自身の要求を主張するための方法とその制限を具体的に紹介する。

1 委任状闘争 (proxy contests)

アメリカにおける全ての州では、少なくとも1年に1回株主総会を開催することを求めている。株主の多くは直接総会に出席せず、委任状によって投票するが⁽¹⁴⁾、多くの州では、会社がいわゆる「サメよけ（shark repellents）」といわれる方法を採用することを認めており、これによって反対派の株主が委任状闘争によって取締役会の支配権を得ること難しくしている⁽¹⁵⁾。また、委任状闘争におけるその他の重大な障害はコストである。なぜなら、委任状闘争では弁護士などの専門家が必要であり、また、多くの株主に委任状を送付することでその費用も高くなるからである。さらに、理論的には、取締役は会社資産を制限なく使用できないとされるが、取締役会は株主の反対に対応するための費用を会社で支払うことができる。ただし、単に取締役の個人的な権限を維持するためではなく政策的な理由がある場合、そして金額が合理的な場合に限られる。一方で、反対株主の活動は会社によって費用を負担されることが一般的に認められておらず、取締役と株主両方の過半数によって決議が承認された場合のみ、会社の費用とすることができるとされる⁽¹⁶⁾。

2 取締役選任における多数投票基準

アメリカでは、取締役の選任における投票制度は多数投票基準（plurality voting standard）がデフォルトルールとされている。デラウェア州一般会社法（Delaware General Corporation Law、以下 DGCL とする。）216 条（3）項によると、「個人株主や代理人による多数の投票によって取締役は選任される」と規定されている。模範事業会社法（Model Business corporation Act、以下 MBCA とする。）7.28 条（a）項に対するコメントによると、「“多数”とは最も多くの投票を得た個人が、最大の人数に達するまで取締役として選任されることを意味する」とされている。つまり、理論的には、たとえ 99 % の株主が投票を保留した取締役候補者であっても、1 % でも投票を得た場合、当該候補者は選任されることになる。しかし、このような多数投票基準では取締役の選任において株主の意思が反映されにくいと主張されている⁽¹⁷⁾。

3 株主提案権

SEC 規則 14a-8 によると、過去 1 年間に少なくとも株式の 1 % を有している、または \$ 2000 以上の株式を有している株主は、株主提案とその理由を委任状説明書に記載して、会社に提出することができる。株主提案の長所としては、提案者が印刷や送付のコストを支払う必要がないため、費用が安いということが挙げられる。しかし、SEC 規則 14a-8 (i) では、委任状説明書から除外される株主提案について規定している⁽¹⁸⁾。よって、株主提案が除外事由に該当すると取締役会や経営者が判断した場合、SEC に対して委任状説明書から除外することを要求できるのである。除外事由のうち以下の 2 点が株主の活動にとって重要であるとされる⁽¹⁹⁾。

- ① SEC 規則 14a-8 (i) (1) によって、株主提案は州法に基づく適切な行動でなければならないとされる。デラウェア州では、全ての会社権限は取締役会によって管理されるとしているため (DGCL § 141 (a))、株主は会社の経営活動に着手できず、取締役によって事前に提示された事柄を承認等するだけである⁽²⁰⁾。これに対する例外が、株主による付属定款 (bylaw) の修正である。付属定款は、会社の設立総会において、設立者や設立時取締役によって採用される。初期のコモンローによると、株主のみが付属定款を修正する権限を有するとされていたが、その後多くの州は、株主が付属定款の修正権限を取締役に委任することを認める法律を制定した。DGCL § 109 (a) はこのアプローチの典型である⁽²¹⁾。一方で、DGCL § 109 (b) によって、付属定款の修正範囲についても重要な制限が課されている。それによると、付属定款には法律や基本定款⁽²²⁾などに反する条項や会社事業に関連する条項を入れることができない。よって、特定の経営決定に関する付属定款は効力が否定されることになる。しかし、州法の下で有効な場合、当該付属定款に関する株主提案は SEC 規則 14a-8 (i) (1) によって除外することができない。

重要なことは、株主が採用した付属定款によって取締役会の裁量権を制

限するか否かということである。この点に関して DGCL § 141 (a) によると、「この章の下で設立された全ての会社の経営事項は取締役会によって管理される」としているため、取締役会の経営権を制限する付属定款は、DGCL § 109 (b) によって禁止されている法律等に反する付属定款に該当し、認められないと考えられる。一方で、DGCL § 141 (a) によると、取締役会の権限は「この章で与えられる程度」に完全に除外されるとも規定しているため、DGCL § 109 に従って制定された付属定款が法律等に反しない場合、取締役会の権限を制限する内容の付属定款でも認められるのかという争いがある。これに関して、裁判所の見解は様々であり⁽²³⁾、この見解の相違が解決されるまでは、強制的な付属定款の変更が株主の有効な活動手段となるかは不明確であるとされる。

- ② SEC 規則 14a-8 (i) (8) によると、株主提案が取締役の選任に関連する場合、当該提案を除外できるとしている。では、株主提案が、取締役の選任に関する付属定款の修正を求めるものである場合はどうであろうか。

AFSCME v AIG 事件⁽²⁴⁾において、AFSCME は AIG に対して、取締役候補者を立候補させるために必要な最低限の資格に関する付属定款修正の提案を行った。SEC は、当該株主提案は規則 14a-8 (i) (8) に従って除外できるという立場をとった。しかし、第二巡回区は、当該規則によって排除できる株主提案は、次の選挙における特定の取締役議席に関するものだけであるとし、当該株主提案を認めた。

2007 年 7 月 25 日、SEC は AFSCME 判決を受けて、2 つの異なる提案を行った。1 つは、今まで通り SEC 規則 14a-8 (i) (8) に従い、取締役の選任に関する株主提案は委任状説明書から除外されとする提案 (Status Quo 提案) である。もう 1 つは、一定の条件を満たす株主は、取締役の選任に関する付属定款の修正を行うことができるという提案である (Access 提案⁽²⁵⁾)。その後、SEC は Status Quo 提案を採用する旨を発表した⁽²⁶⁾。

(2) 株主権限を強化する動き

(1) でみたように、アメリカでは、株主が権限を行使するための方法に様々な制限が課されていることから、近年では株主権限を強化するための提案として、次のような主張がなされている。

1 取締役選任方法改正の提案

2003 年、SEC は取締役の選任手続きに関して大胆な改革を提案した。SEC 規則 14a-11 によると、以下の 2 つの事項のうちどちらかが起こった場合、株主は自身が支持する候補者を委任状説明書に記載できるとする。①取締役の選任に関する株主提案が SEC 規則 14a-8 に基づいてなされ、当該提案が株主総会において過半数の承認を得た場合。②少なくとも 35 % の株主が、取締役会によって選任された候補者に対して、投票を留保した場合。これらの場合、次の株主総会において、株主による候補者が委任状説明書に記載されることとなる。しかし、全ての株主がこの手続きを行えるわけではない⁽²⁷⁾。現在の段階で、SEC 規則 14a-11 は採用されてもいないし、撤回されてもならず、行政上不確定な状態のままである。しかし、多くの会社では株主が規則 14a-8 を使って付属定款の修正を行い、SEC が提案した規則 14a-11 と同様の効果を得ようとしているとされる⁽²⁸⁾。

2 過半数投票基準

取締役の選任における多数投票基準を変化させる動きが生じている。2006 年、デラウェア州は取締役の選任に関する法律 (DGCL § 141 (b)) を修正し、過半数投票基準 (majority voting standard) を認めた。それによって、過半数に満たない投票しか得られなかった取締役は、取締役会に対して辞表を提出しなければならないという規定を付属定款で定めることができるようになった。さらに、DGCL § 216 の改正によって、取締役は過半数の投票を得た場合に選出されると付属定款に定めることができるようになった⁽²⁹⁾。また、

アメリカ法曹協会（American Bar Association）はMBCAを改正し、‘plurality plus’基準を採用した⁽³⁰⁾。

3 期差選任制取締役会の廃止

多くの会社は、取締役の自由裁量を保持するために期差選任制取締役会（classified board）を採用している。期差選任制取締役会では、毎年一部分の取締役しか選出されず（通常1/3）、残りの取締役は数年間任務に就く（通常3年⁽³¹⁾）。これによって取締役の入れ替えを難しくし、取締役の責任を低下させる原因になるとして、株主は期差選任制取締役会を廃止して毎年取締役を選任するように提案している（declassification proposal⁽³²⁾）。

4 株主権限の拡大に対する提案

デラウェア州では株主による基本定款の修正権限が制限されている（DGCL § 241、242）。そこでBebchuk教授とFried教授は、株主権限の強化という考え方に基づいて、株主が会社の基本定款を修正できるようにすべきだと提案した⁽³³⁾。さらに、Bebchuk教授は、株主が会社の経営決定に介入できる内容の定款条項を認めるよう提案した⁽³⁴⁾。

第三章では、Bebchuk教授が主張する株主権限強化の見解の詳細について、そして同教授に反対するBainbridge教授の見解について紹介していくこととする。

第三章 アメリカにおける株主利益の再構成

1 節 株主権限強化の提言

(1) Bebchuk教授の見解

アメリカの会社法の中心的な原則は、全ての主要な経営決定は取締役会に

よって行われるというものであるため、株主が経営決定に介入できる唯一の方法は、取締役を交代させることであるとされる。しかしながら、このようなアメリカの会社法の特徴は、現代の公開会社にとって当然の結果であるとはいえないとする^{(35) (36)}。

Bebchuk 教授は、株主による取締役の選任手続き等を簡単にすることも重要であるが、その他の事項に関して株主権限を強化することも大切であると考えている。具体的には、以下の 3 つの経営決定に関して、株主の介入が考えられるとしている⁽³⁷⁾。

① rules-of-the-game decisions

rules-of-the-game decisions とは、会社関係者が行動する際に適用する規則の選択についての決定をさす⁽³⁸⁾。基本的なコーポレートガバナンスは、基本定款と設立州法によって定められる。基本定款は修正可能であるが、それらは取締役会によって行なわれなければならない⁽³⁹⁾。前章で述べたように、付属定款の修正に関しては株主に取締役会と同等の権限を認めているが⁽⁴⁰⁾、付属定款は基本定款に従属するものであるため、付属定款によって基本定款の条項を変更することはできない⁽⁴¹⁾。このように、株主が会社の経営決定に介入することは制限されている⁽⁴²⁾。

② game-ending decisions

game-ending decisions とは、合併や統合、資産の売却、解散などの決定をさし⁽⁴³⁾、それらの決定には株主の過半数による承認が必要とされている⁽⁴⁴⁾。しかし、株主に認められているのは拒否権だけで、取締役会のみが当該決定の提案をすることができる⁽⁴⁵⁾。また、デラウェア州では、取締役会は株主による合併や資産売却等の提案を取り下げることができる⁽⁴⁶⁾。

③ scaling-down decisions

scaling-down decisions とは配当によって会社資産を減少させる決定をさす⁽⁴⁷⁾。州法上、配当に関する決定権限は全て取締役会が有しており⁽⁴⁸⁾、株主は配当

に関して提案権だけでなく拒否権も有していないことから、株主は配当に関する経営決定に介入することができない。

以上のように、会社の経営決定において株主が介入する権限が制限されていることから、たとえ多数の株主が会社の価値を高めると考える決定でも、取締役会は排除することができる。さらに、取締役会が現状維持を望んでいる場合、株主の拒否権によって経営決定に変化を促すことは難しい。このような状況では、経営決定を行う際に、経営者の好みが重視されることになるため、株主に *rules-of-the-game decisions* 等を行う権限を認めることによって、全体的なコーポレートガバナンスを改善できると Bebchuk 教授は主張する⁽⁴⁹⁾。ただし、株主権限の強化を無条件に推奨しているわけではなく、それによって株主や会社の価値を高めるコーポレートガバナンス制度を構築する場合にのみ、株主権限の強化が望ましいとしている⁽⁵⁰⁾。

このような Bebchuk 教授の見解に対して、株主権限を強化することによってステークホルダーの利益を害することになるのではないかという主張もある⁽⁵¹⁾。これについて、*rules-of-the game decisions* や *scaling-down decisions* は株主間や経営者と株主間の関係に影響を与えるものでありステークホルダーに影響を与えるものではないといえるが⁽⁵²⁾、*game-ending decisions* はステークホルダーの利益に影響を与える場合があるとしている⁽⁵³⁾。しかし、株主の経営介入による当該利益の損失は通常のものではなく規模も小さいといえること、また、全てのステークホルダーの利益を考慮する経営は無意味であると考えられることから⁽⁵⁴⁾、ステークホルダーの利益保護という名目によって、株主権限を制限している現在の状況を正当化できないと Bebchuk 教授は主張する⁽⁵⁵⁾。つまり、株主権限を強化することによってステークホルダーの利益を害することにはならないとしている。

(2) Bainbridge 教授の見解

株主権限強化を主張する Bebchuk 教授の見解に対して、Bainbridge 教授が次のような反論をしている⁽⁵⁶⁾。現在の制限された株主投票制度は過半数の州で採用されているデフォルトルールであるので、制定法における既成の規則 (off-the-rack rule) として維持されなければならない⁽⁵⁷⁾。また、Bebchuk 教授の提案する権限を株主が得た場合、株主がそれらを有効に活用することができるかということについて疑問があるとしている。

以下、1 では、アメリカにおいて株主権限が制限されている理由として、大規模公開会社の特徴である所有と経営の分離について、2 では株主権限の行使能力に疑問を生じさせる様々な要素について概観していく。最後に、3 では株主権限強化による株主中心主義に対して、Bainbridge 教授が主張する会社理論である取締役中心主義について紹介する。

1 所有と経営の分離

アメリカにおける全ての州の会社法上、取締役会が経営決定機関とされており、株主は会社経営に関する行動を開始できず、取締役会の提案に対して承認するか否かという権限のみを有していると規定されている⁽⁵⁸⁾。中央集権的な経営決定の構造は、会社の利害関係者が均一な情報を有さない場合や異なる利益を有する場合に生じることが多い⁽⁵⁹⁾。また、このような中央集権的な経営決定の構造は、多数の従業員や経営者、株主、債権者などを有する大規模な会社の経営上の問題を扱うのに適しているため、大規模公開会社において望まれるとする⁽⁶⁰⁾。

株主は、期待される利益がコストを上回る場合のみ、会社情報に基づく決定を行うが、会社のディスクロージャー書類の多さや複雑さ等を考慮すると、株主が当該決定を行うコストはとても高い。さらに、多くの株主の保有株式数は投票結果に影響を与えるには少ない場合が多いことから集団行為問題 (collective action problem) が生じるため、株主による決定を期待することは難しい。以上から、株主は会社経営に対して、無関心になる傾向があるとし

ている⁽⁶¹⁾⁽⁶²⁾。よって、中央の組織に全ての会社情報を伝え、当該組織が経営決定を行う所有と経営の分離がコスト面からも効果的であるとしている。

一方で、所有と経営の分離によってエージェンシーコストが生じるとされる⁽⁶³⁾。会社理論としては、取締役の自由裁量による決定と、当該取締役の権限が責任を持って使用されることのバランスが求められるが、これらは正反対の性質を有している。これについて、株主中心主義の観点からは株主を残余財産請求者としてとらえ、当該株主に最終的な監督権限を与えることでエージェンシーコストの解決を図ろうとする見解がある⁽⁶⁴⁾。しかし、実際は取締役会に対する株主の監督権限は制限されており、さらに、株主は取締役会を監督するための能力も動機も有していないと Bainbridge 教授は主張する⁽⁶⁵⁾。このようなエージェンシーコストは残余財産請求者以外の者に裁量を与えることから必然的に生じるものであるが、会社法は取締役会の裁量権を奪うことによってエージェンシーコストを解決しようとはしていないため、会社法は取締役会に対して責任を課すだけでなく、その権威も尊重しているといえる⁽⁶⁶⁾。つまり、取締役会に経営決定権を与えることについて、一定の理解を示している。

2 株主の権限行使能力

Bainbridge 教授は、株主の権限行使能力に疑問を持っている。なぜなら、会社が不正行為に着手することを事前に予見することは不可能であるため、株主は会社を監視せざるを得ないが、会社のディスクロージャーにおいて今後の事業の見通しが全て公開されるわけではないので、その監視にはコストがかかるからである。よって、多くの個人株主は機関投資家の活動にフリーライドすることで利益を得ようとする受け身的な姿勢であることが多いため、個人株主による活動は起こりにくいといえる⁽⁶⁷⁾。また、個人株主が活動を行うには他の株主の支援が必要であり、そのためには株主同士のコミュニケーションが必要となる。しかし、SEC 規則によって、委任状勧誘などに関

して様々な制限が課されているため、株主による集団行動は起こりにくいといえる⁽⁶⁸⁾。

一方、機関投資家についても、機関投資家の多くは利益の最大化を目的としているため、利益よりもコストが勝る株主活動には従事しない傾向があることや⁽⁶⁹⁾、短期的な利益のみを追求するため、効果的な経営決定を行うには適していないという指摘がなされている⁽⁷⁰⁾。

3 取締役中心主義

大規模公開会社では、事業組織の運営に関して階層的な意思決定構造を有しているから、会社内の誰かが責任を負い、決定を下す権利を有していなければならないとされる。これについて、株主中心主義では株主を残余財産請求者とみなし、取締役会を監督する権限を認めているが、これは 1 で述べた取締役会の経営決定権限に権威を与える所有と経営の分離の考えに調和しないと指摘されている⁽⁷¹⁾。また、Bebchuk 教授が主張するように、株主に対して *rules-of-the game decisions* 等を行う権限を認めることは、2 で述べたように株主の権限行使能力の不足等から現実的ではない。実際、各州の会社法においても株主は会社の運営や長期的な方針について会社を主導する権限を有していないため、アメリカでは株主中心主義ではなく取締役中心主義がとられているとされる⁽⁷²⁾。以上から、Bainbridge 教授は会社を支配するのは株主ではなく取締役であるとする取締役中心主義を主張しているが、取締役中心主義においても、会社の目的を株主利益の最大化とすることは否定していない⁽⁷³⁾。

2 節 shareholder democracy によるステークホルダーの利益保護の提言

前節では、取締役会を中心に置いているアメリカの伝統的なコーポレートガバナンス体制に対して、株主権限強化による新しいガバナンス体制を提案する Bebhuk 教授の見解とそれに反論する Bainbridge 教授の見解を紹介し

た。第2節では、株主権限の強化による *shareholder democracy*（株主民主主義⁽⁷⁴⁾）によって株主の利益だけでなくステークホルダーの利益も高められると主張する Fairfax 教授の見解を紹介する。同教授の研究では、イギリスにおいて機関投資家による活発な株主活動によってガバナンスに影響を与えている例が示されており、アメリカにおいても活発な株主活動をもたらすためには株主権限を強化することが必要であると主張されている。よって、アメリカとイギリスにおける株主保護・ステークホルダー保護に関するガバナンス制度の比較を行い、株主権限強化によるステークホルダーの利益保護の有効性について検討していくこととする⁽⁷⁵⁾。

(1) Fairfax 教授の見解

株主はステークホルダーの協力者として機能し、強化された株主権限によってステークホルダーの利益も高めることができるのかという疑問に対して、Fairfax 教授はそれを肯定する4点の理由を示している。

1 株主の多様性

会社には様々な株主が存在し、それぞれ利益も異なる。期間で株主を分類した場合、短期間の株主と長期間の株主が存在する。前者の例はミューチュアルファンドやヘッジファンドであり、短期間で利益をあげることを目的としているため、ステークホルダーの利益については考慮しないことが多い。一方、後者の例は年金基金や保険会社などの機関投資家であり、ステークホルダーにとって有益な経営方針を支持するとされる。なぜなら、会社の長期にわたる健全性を促進するためにはステークホルダーの利益に注意を払わなければならないことを認識しているからである。その他の分類として、*diversified shareholder* と *undiversified shareholder* がある。前者はいくつかの会社に投資を分散している株主で、後者は一つの会社に投資を限定している株主のことをさす。これらの株主は、市場への影響という点において異なる利

益を有する。undiversified shareholder はある経営決定によって当該会社に及ぶ影響のみを考慮するが、diversified shareholder は地域社会や市場に対する影響についても考慮するとされる。なぜなら、当該経営決定によって、株式のポートフォリオの価値に影響を与えるからである。以上から、会社の経営決定において、ステークホルダーの利益を考慮する株主も存在することが分かる⁽⁷⁶⁾。

2 主張者としての株主

当初、委任状規則によって、株主は社会的事項に関連する提案を提出することが禁止されていたが、1976 年に SEC はこれを廃止した⁽⁷⁷⁾。これによって、ステークホルダーの利益を促進するための提案を行う株主が登場し始めた⁽⁷⁸⁾。さらに、これらの社会的事項に関する株主提案は、以前に比べて他の株主の支持を得るようになってきている⁽⁷⁹⁾。以上のように、ステークホルダーに関する問題を解決するために、株主が自身の提案権等を使用する場合もあることから、株主権限の強化によってステークホルダーに消極的な影響を与えないことが分かる⁽⁸⁰⁾。

3 株主積極主義 (shareholder activism)

Fairfax 教授の研究によると、ステークホルダーに関する問題に対して経営者の注意を向けさせるには、株主の活動が重要な役割を果たすことが示されたとされる⁽⁸¹⁾。当該株主の役割は、大まかに 3 段階に分けられる。①株主提案を提出することによって、経営者だけでなく他の株主や地域社会などの注意を集める。②株主提案によって、会社は当該問題について考慮するよう促されるだけでなく、当該問題に対する会社の立場を説明するように求められることから、会社は株主提案を排除する理由を述べるか、当該提案が会社の委任状説明書に含まれている場合にはその旨を告げなければならない。いずれにおいても、会社は当該提案について考慮し、会社の立場を示さなければならない。③株主は何度も提案を提出することによって、または提案を提出

する会社を増やすことによって、当該提案事項の正当性を示すことができる。

このような株主の活動によって、会社の経営政策に影響を与えることができる。もちろん、これらが全て成功するわけではないが、株主提案によって、ステークホルダーに関する問題に対して経営者の注意を向けさせることができる。重要なのは、株主は単に独立した問題に影響を与えるのではなく、継続中の経営政策に影響を与えることができるということである⁽⁸²⁾。以上から、株主の行動は、ステークホルダーに関する会社政策について、強い影響を及ぼすとしている。

4 ステークホルダーの利益の多様性

ステークホルダーには、顧客や債権者、従業員、地域社会など様々な種類が存在するため、それらの利益は異なる場合や対立する場合がある。よって、shareholder democracy によるコーポレートガバナンス制度が、特定のステークホルダーにとって有益となることは十分に考えられる。しかし、Fairfax 教授の研究によると株主が債権者のために行動したという例はないため、株主権限の強化によって債権者が利益を得るとすることは考えにくいとしている。反対に、株主権限の強化によって従業員が利益を得るという例は示されており、従業員に対して有効的な経営政策は、株主にも好まれるとしている⁽⁸³⁾。

以上から、株主がステークホルダーと共通の利益を有している場合、短期間または長期間の会社経営に影響を与えることで、当該ステークホルダーの利益のために行動することができるという一方で、株主と共通しない利益を有するステークホルダー（債権者）は、株主活動によって利益を得にくいと理解できる。しかし全体として、株主権限の強化はステークホルダーにとって有益であるといえる⁽⁸⁴⁾。

(2) イギリスにおける shareholder democracy

アメリカにおける shareholder democracy 議論の反論者は、次のような点を指摘する。①株主は基本的に受け身であり、強化された権限をうまく行使できない。②現在の株式会社形態である所有と経営の分離が、企業価値の向上のための最適な構造である⁽⁸⁵⁾。以下、これらの議論の妥当性について考察するために、まず、イギリスにおける shareholder democracy の現状を概観していくこととする。

1 株主の受け身的性質

株主は受け身な姿勢であることが多いため、株主権限を強化してもそれを使いこなせないという主張の一方で、イギリスでは、株主が権限を強化される範囲で株主の受け身的な性質は緩和されるとする見解がある。例えば、イギリスの株主は、取締役に対して反対投票を行う者が多いことで知られている。反対投票が 30 % を超える場合（これを ‘striking’ という）、たとえ取締役を解任させるための株主の投票が過半数に満たない場合でも、この投票によって取締役を解任することができる場合がある⁽⁸⁶⁾。以上から、株主の受け身的性質から予測されるよりも、株主は会社の経営決定事項に影響を与えることができる⁽⁸⁷⁾。

2 shareholder democracy と企業価値

アメリカにおいても、shareholder democracy の強化によって会社に積極的な影響を与えるという見解と会社の価値には影響がないとする見解に分かれる⁽⁸⁸⁾。一方、最近のイギリスの研究によると、機関投資家による株主活動と会社の価値の増加には高い相互関係があることを示すものもある⁽⁸⁹⁾。しかし、当該研究結果が他の国（特にアメリカ）にも当てはまるわけではないということが指摘されている⁽⁹⁰⁾。なぜなら、アメリカとイギリスではガバナンス制度が異なるし、多くの場合においてイギリスのガバナンス制度のほうがより

株主権限の強化について発展的であるからとされる⁽⁹¹⁾。この研究では、少なくとも機関投資家による株主活動が正しい状況で行われることで、株主利益によい影響を与えることが示された⁽⁹²⁾。以上から、Fairfax 教授は、アメリカのコーポレートガバナンスをイギリスのように変更することによって、株主活動により適した状況が作られる可能性が高められ、その結果 shareholder democracy の強化によって株価にもよい影響を与えられると主張する^{(93) (94)}。

このように、shareholder democracy によるステークホルダーの利益向上について Fairfax 教授は一定の効果を認めているが、そのためにはアメリカの株主権限を強化し、コーポレートガバナンス体制を変更する必要があると主張している。(3) では、両国のガバナンス制度はどのように違うのか、また、アメリカのガバナンス制度をイギリスのように変更することで、株主活動の活発化を招き、それが企業価値の向上につながるのか、またそれによって結果的にステークホルダー利益も向上することになるのかということについて検討する。

(3) ガバナンス制度によるステークホルダーの利益保護の限界

コーポレートガバナンス制度は、公開会社の基本的な構成員間の権限バランスやエージェンシー問題が影響しているといわれる⁽⁹⁵⁾。エージェンシー問題を解決するための方法としては大きく分けて規則戦略⁽⁹⁶⁾とガバナンス戦略⁽⁹⁷⁾に分けられるとされる。ここではガバナンス戦略をとりあげ、アメリカとイギリスにおける株主全体を保護するガバナンス制度とステークホルダーを保護するガバナンス制度について紹介する。

1 株主全体を保護するガバナンス制度

① 株主の選解任権

株主が解任権を行使する場面は2つある。1つは取締役を任期満了時に解

任する場合であり⁽⁹⁸⁾、もう 1 つは任期途中で取締役を解任する場合である。イギリスの法律では、理由なしに取締役を解任できる権利を株主に与えている (1985 年会社法 303 条、368 条⁽⁹⁹⁾)。一方、デラウェア州においても、期差選任制取締役会でない場合、理由なしに取締役を解任することを認めているが (DGCL § 141 (k))、基本定款に記載がなければ株主は臨時総会を招集する権利を与えられないため、当該解任権は制限されている (DGCL § 211 (b), § 211 (d))。このように、法域ごとに取締役解任権の取扱いについては違いがあるが、この違いは重要ではないとされる。なぜなら、いずれもデフォルトルールによって、株主に対してほぼ同様の取締役解任権を与えているからである⁽¹⁰⁰⁾。

株主の選解任権について影響を与えるその他の要素は、株主の集団行為問題である⁽¹⁰¹⁾。株主が分散している場合、法律で株主の集団行為を促進または制限することによって、株主の影響力を強化または縮小することができる。例として、アメリカでは委任状の勧誘に関して厳しい規制がなされており、これが株主集団行為における主要な問題になっていると指摘されている⁽¹⁰²⁾。しかし、アメリカでは証券諸法によって、株主の取締役会に対する造反が促進されているので、株主活動に対するこれらの制限は強調されるべきでないともいわれる⁽¹⁰³⁾。

② 株主の経営決定権

株主による直接投票はコストが高いだけでなく、有益な結果が得られないことがあるとされる。なぜなら、少数派株主は会社情報をあまり有していないからである。よって、会社法によって株主投票が必要とされる経営決定は制限されている。通常、経営陣に全て委任することが不適切な場合にのみ、株主が実質的に経営決定に参加することが法律で認められている⁽¹⁰⁴⁾。

公開会社において株主の直接的な経営決定権を最も制限しているのはアメリカである。既に述べたように、アメリカでは株主は定款変更など会社の重

要な決定に対して承認等を行うことはできるが、定款変更の提案を自ら行うことはできない⁽¹⁰⁵⁾。一方、イギリスでは、公開会社の定款を修正する提案が少数派株主によってなされた場合、通知が適切になされ、過半数以上の投票を得たならば、取締役会が反対しても当該提案は承認されるとする⁽¹⁰⁶⁾。

しかし、このような株主の経営決定権に関する取り扱いの違いは、あまり重要ではないとされている。その理由として、株主の集団行為問題の存在によって大規模会社の個人株主は、経営権限を委譲せざるを得ず、実際に経営決定に参加する機会は限られていることが指摘されている⁽¹⁰⁷⁾。

③ 取締役の動機付け

株主利益を保護するために、株主と利益の対立を有していない者を株主の受託者とみなし、経営決定権を与えることが考えられる（信託法理）。アメリカでは、公開会社の取締役会に外部の独立した取締役を採用することが奨励されている⁽¹⁰⁸⁾。このことによって、取締役会の公正性を確保し、取締役による不当な行為を防止することが期待されている。イギリスもアメリカと同様に独立した取締役を求めているが、制定法等によって明示されているわけではない。しかし、独立した取締役が実際にどの程度会社ガバナンスの発展に寄与しているのかは明らかではないという指摘もある⁽¹⁰⁹⁾。

また、取締役に対して株主利益を考慮する動機を与えるその他の方法として、報酬規定がある。近年、アメリカにおける取締役の報酬は劇的に上昇しているが、当該報酬額と実際の業務成果が関連しているかは不明確である。よってSECは取締役の報酬に関して詳細なディスクロージャーの提出を求めようとして連邦法を改正した⁽¹¹⁰⁾。公開会社を多く有するイギリスにおいても、経営成果に基づく報酬規定が使用されている。なぜならば、当該報酬規定は、株主による取締役のモニタリングと同様の効果を与えるため、取締役による自己利益追求行為等を抑止することが期待できるからである⁽¹¹¹⁾。

以上から、アメリカとイギリスにおいて、取締役を動機づけるコーポレートガバナンス制度については同様の定めがなされているが、株主の取締役選解任権と経営決定権については異なる定めがなされていることが分かる。アメリカの場合、中心的なエージェンシー問題は経営者と株主間の対立であり、最も力のある利害関係者は専門の経営者である。よって、アメリカは国際基準でみると株主全体の利益に対してあまり友好的ではないと指摘されている⁽¹¹²⁾。アメリカと同様に、イギリスにおいても株主は分散されているが、アメリカとは異なり、株主は会社のガバナンス制度を決定する際により多くの自由裁量を有している。また、機関投資家同士の協力によって、所有権が分散している公開会社においても株主利益が優位を占めることが保証される⁽¹¹³⁾。しかし、このような両国のガバナンス制度の差異は、株主保護の効果に関してはあまり重要視されていない。

2 ステークホルダーを保護するガバナンス制度

理論的には、全てのステークホルダーの利益は取締役によって保護され得るが、ヨーロッパでは実際は労働者のみが保護されるとしている。例として、ドイツでは、大会社における supervisory boards⁽¹¹⁴⁾の構成員のうち半分は従業員の代表者でなければならないと定められている (employee director⁽¹¹⁵⁾)。このような employee director の存在によって、従業員の利益を高める経営決定が行われるよう、会社に影響を与えることが期待できる。一方で、取締役会に株主利益を優先する代表者と従業員利益を優先する代表者が存在することによって、会社経営にコストが生じることも懸念される⁽¹¹⁶⁾。イギリスでは、取締役会に employee director を採用する制度は採用されていない。

また、株主保護の場合と同様に、信認法理によって、ステークホルダーの利益を保護する方法が考えられる⁽¹¹⁷⁾。アメリカでは、会社法や constituency statute⁽¹¹⁸⁾によって取締役会が株主の圧力から保護されている範囲で、取締役会はステークホルダーの受託者であるとみなされ、ステークホルダーの利益

を考慮しなければならないと考えられている⁽¹¹⁹⁾。

以上、アメリカとイギリスのガバナンス制度を概観してきたが、株主権限について考えた場合、両国のコーポレートガバナンス制度に違いがあっても、効果にさほどの違いはないと思われる。よって、Fairfax 教授が主張するように、アメリカのコーポレートガバナンス制度をイギリスのように変更することで活発な株主活動を招くという考え方には十分な説得力があるかは疑問である。また、機関投資家の活発な株主活動によって企業価値の向上がもたらされるという考え方もなされているが⁽¹²⁰⁾、機関投資家が負っている主要な義務は受益者の利益を最大化させることであるため、ガバナンスへの介入によって長期的な企業価値を高め、株主・ステークホルダーの利益の向上につながることを期待するには限界があるのではないかと考えられる。さらに、株主活動の結果、企業倫理や環境に配慮するなどの点に関してステークホルダーの利益が促進される場合があることは否定できないが、Fairfax 教授も主張するように全てのステークホルダーの利益が考慮されるわけではなく、また実際には株主とステークホルダーとの連携が必要となるため、ステークホルダーは自身の利益を保護するために株主活動だけに頼るわけにはいかないといえる。

ステークホルダーを保護するためのその他の方法として、法律による介入や契約等による自己防衛が考えられる。ステークホルダーの中でも債権者について考えた場合、法律による保護が全て正当化されるわけではなく、法律による保護が契約による保護よりも効果的である場合のみ、ふさわしいとされている⁽¹²¹⁾。なぜなら、今日では、債権者は法律に頼るのではなく、契約や格付け会社、その他の自己防衛方法によって自身の利益を保護することが多く、法律による保護はこれらの方法よりも過剰または不足する場合があるからである。では、なぜ会社法において拘子定規的な規定がなされているのかというと、法律によって契約による保護のための効果的な土台を提供するこ

とができるからである。具体的には、法律によって既成の条項 (readymade terms) が提供されることにより、契約締結のコストが削減される場合がある。さらに、当事者が自身で保護交渉をすることができない場合には、法律による保護が不可欠であるとされる⁽¹²²⁾。このように、対象となるステークホルダーの種類によって必要となる保護方法は異なる。第四章では法律の介入によるステークホルダーの保護として取締役によるステークホルダーの利益考慮義務と資本制度を、第五章では契約等によるステークホルダー自身の自己防衛の方法について概観していくこととする。

- (1) Reinier Kraakman, Concluding Remarks on Creditor Protection, 7 E. B. O. R. (European Business Organization Law Review) 465 (2006).
- (2) Stephan M. Bainbridge, Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 547-549 (2003).
- (3) この会社理論では、株主を会社資産の所有者とみなし、法的保護を受ける立場にあると考える。また、取締役と株主の関係を信託関係に類似したものと捉え、株主の利益を向上させるために取締役は株主の資産を預かっていると考える見解もある。Lisa M. Fairfax, Doing Well While Doing Good: Reassessing the Scope of Directors' Fiduciary Obligations in For-Profit Corporations with Non-Shareholder Beneficiaries, 59 Wash. & Lee L. REV. 409, 430 (2002).
- (4) この会社理論によると、取締役は株主の代理人として仕える契約を結んでいるとされる。しかし、取締役と株主の利益は常に一致するわけではないので、取締役と株主間の契約は、取締役が他の利害関係者よりも株主の利益を促進するよう法的義務を負っていると理解されたとしている。また、非株主 (従業員や債権者) は、株主とは違う方法で保護を得ることができる (例えば、労働組合は経営者の経営決定に対して影響を与えることができる) が、株主は会社に対して影響を与えることが比較的少ないので、取締役が株主の利益を尊重することは適切であるとしている。Bainbridge, *supra* note (2), at 431-432.
- (5) Adolf Berle と E. Merrick Dodd の論争において、両者は経営者の裁量を認め、経営者中心主義の立場をとっていたが、取締役と経営者 (執行役) を区別していなかったため、取締役会の重要な性質を見落していると Bainbridge 教授は指摘している。Id. at 561.

Berle と Dodd の議論に関しては、William W. Bratton and Michael L. Wachter,

Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and The Modern Corporation, 34 J. Corp. L. 100 (2008). 参照。

- (6) 1980年代から1990年代にかけて、取締役の監視を活発にしようという動きが起こり、裁判所もMBOのような組織上の決定に関する事項は、取締役会による有効な手続きや監視が必要であることを明らかにした。これらの結果、取締役会は経営陣からの独立性を高めており、また、会社法の形式的構造では経営陣は取締役会に従属するよう求めているため、経営者主義の考え方は現在では劣勢であるとしている。Bainbridge, *supra* note (2), at 562-563.
- (7) ステークホルダー主義に対する反論としては、株主とステークホルダーの利益は同時に生じることが多いため、取締役会は全ての利益を考慮することができないという‘two masters problem’や、たとえ取締役が株主の利益にならない経営判断を行う場合でも責任も負わず、場合によっては利益相反行為を行う可能性があることなどが指摘されている。Fairfax, *supra* note (3), at 432-433.
- (8) Bainbridge, *supra* note (2), at 550.
- (9) Bainbridge教授は、株主利益最大化は法律だけでなく、会社のイデオロギーの基本的特徴であること、そして近年広がりを見せる会社再構成の動きや取締役等に対するストックオプション付与に関連して、取締役には株主利益最大化を実行するインセンティブがあると述べている。Id. at 576-577.
- (10) Id. at 573.
- (11) Stephen M. Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, 54-55 (Oxford University Press, 2008).
- (12) 1934年証券取引所法13条(d)項によって、株式総数の5%以上を有する株主はディスクロージャーの提出が求められるため、株主に4.9%以上の株式を保有することをためらわせることになる。
- (13) 会社の役員・取締役・主要な株主が、当該会社の持分証券の買付・売付後6カ月以内に反対売買することによって得た利益は会社に返還しなければならないとされる。(1934年証券取引所法12条, 16条(b)項)
- (14) 一般的に、取締役会が委任状を勧誘し、取締役会が推薦する候補者が株主の支持を得ることが多い。しかし、時々、反対派の株主が取締役会の推薦する候補者に反対する委任状を勧誘することがある(election contest)。また、反対派の株主が取締役会の提案に反対する委任状を勧誘することもある(issue contest)。どちらの場合も独立した委任状(proxy cards)と委任状説明書(proxy statements)が別々に株主に送付される。Bainbridge, *supra* note (11), at 210.
- (15) 例えば、累積投票がある。これは、複数の取締役を選出する場合に、株主は1株につき選任する株主と同数の議決権を有し、当該議決権を1人の候補者に集中して行使

することも分散して行使することもできるという制度である。これに対し、ニューヨーク証券取引所は、上場会社に対して一株一議決権制度を採用するように要求しており、ヨーロッパ共同体も同様の姿勢であるとしている。Lisa M. Fairfax, *Shareholder Democracy on Trial: International Perspective on the the Effectiveness of Increased Shareholder Power*, 3 VA. L. & Bus. Rev. 1, 16-17 (2008).

- (16) Bainbridge, *supra* note (11), at 211.
- (17) Fairfax, *supra* note (15), at 5.
- (18) SEC 規則 14a-8 (i) によると、以下の 13 点の除外事由を挙げている。①会社が組織されている州の法律によって禁止されている行為を求める提案、②連邦法・州法・外国法などに違反する行為を求める提案、③委任状規則に違反する行為を求める提案、④株主の個人的な不満や特別の利益に関する提案、⑤直近の会計年度末において会社の総資産の 5% 未満に関連する活動についての提案や会社事業に関係ない提案、⑥会社が実行権限を持たない事柄に関する提案、⑦会社の通常の事業経営に関する提案、⑧取締役の選任に関する提案、⑨会社が株主に対して行った提案と直接に対立する提案、⑩会社が既に実行している事柄と同じ提案、⑪他の提案者によって既に提出されている提案、⑫一定の場合、過去 5 年間になされた提案と同じ事柄の提案は、それ以後 3 年間に開催される株主総会において委任状説明書から除外することができる、⑬現金または株式の配当の具体額に関する提案。
- (19) Bainbridge, *supra* note (11), at 214-219.
- (20) SEC 規則 14a-8 に対する explanatory note によると、取締役会に対して特定の行動をしよう求める提案（このような提案を勧告的提案 (precatory proposal) という）は州法の下で適切であることが大半であるとしている。よって、このような勧告的な提案は会社が不適切であることを示さない限り適切であるとみなされる。しかし、たとえ当該提案が過半数株主の支持を得る場合でも取締役会を拘束することはない。勧告的提案については、長坂守「アメリカにおける株主提案権制度の理論と現実 - 90 年代以降の改正動向および株主の行動主義をめぐる近時の争点 -」*阪大法学* 第 53 卷第 2 号 493-504 頁 (2003) 参照。
- (21) DGCL § 109 は以下のように定める。

(a) 項

会社の付属定款は基本定款に記載がある場合、または会社が株式の払い込みを受けるとまでは、会社設立者や初期の取締役、取締役会によって採用・修正・廃止される。会社が株式の払い込みを受けた後は、付属定款を採用・修正・廃止する権限は株主にある。株式会社でない場合は、投票権を持つ会社構成員が権限を有する。しかし、基本定款に定めることによって、付属定款を採用・修正・廃止する権限を取締役に与えることができる。株式会社でない場合は、経営組織 (governing body) に与えること

ができる。このことによって、株主や会社構成員の付属定款に関する権限が剥奪されるわけではない。

(b) 項

付属定款には、法律や基本定款に反する条項や会社事業に関連する条項、株主・取締役・役員・従業員の権利や権限に関する条項を含めることができない。

- (22) 基本定款の訳としては、articles of incorporation, articles of association, the charter などがあるが、本稿では明確な違いのない限り、全て基本定款と表記する。
- (23) CA, Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan, 953 A. 2d 227 (Del. Supr., 2008) 事件において、AFSCME は「取締役の選任において一人以上の候補者を出馬させるために生じた合理的費用を株主または株主グループに対して会社が補償するようにしなければならぬ」とする付属定款の修正を提案した。これについて、SEC は以下の2点について意見確認を求めた。①当該株主提案は適切な株主行為であるか否か、②当該提案が承認された場合、取締役会は信認義務違反にあたるか否か。デラウェア州最高裁判所は①について、当該提案は適切な株主行為であると認めた。しかし、②については当該提案が承認された場合、取締役の信認義務の履行を妨げるためコモンローに反すると判断された。ただし、本件付属定款の提案において、全く補償を与えないという裁量を取締役会に留保していれば、信認義務の観点からも有効な付属定款となりうることが示された。
- (24) 462 F. 3d 121 (2d Cir. 2006).
- (25) Access 提案によると、以下の条件を満たす場合 SEC 規則 14a-8 とスケジュール 13G を修正し、会社は取締役の選任に関する株主の提案を除外することができないとしている。①当該提案が株主の承認を得ていること、②提案提出の少なくとも1年前から株式総数の5%以上を継続して有している株主によって提案がなされること、③株主がスケジュール 13G を提出することができること、④当該提案が SEC 規則 14a-8 に定めるその他の要求を満たすこと。SEC Release No. 34-56160 (2007).
- (26) この理由として、SEC 規則 14a-8 (i) (8) がない場合、委任状闘争において SEC が要求するディスクロージャー規制や詐欺禁止条項を株主が守らない恐れがあることが挙げられている。SEC Press Release No. 2007-246 (2007).
- (27) 以下の4つの条件を満たすことが必要とされる。①会社株式の5%以上を有しており、少なくとも過去2年間において必要な数の株式を継続して有していた。②株主総会の期日まで、必要な数の株式を継続して保有する意思がある。③スケジュール 13D よりもスケジュール 13G によって保有株式を報告する資格がある。④候補者名が会社に伝えられる前にスケジュール 13G を提出する。スケジュール 13G を使う資格があるのは会社支配権を獲得する意思を否認する場合であるから、SEC 規則 14a-11 は会社取得のための道具とはならない。Bainbridge, supra note (11), at 223.

- (28) *Id.* at 224.
- (29) 2006 年の終わりには、250 以上の会社が付属定款によって過半数投票基準を採用したとされる。*Id.* at 213.
- (30) これによると、過半数の投票しか得られなかった取締役は辞表を提出しなければならず、会社はその辞表を受け取るか否かを決定しなければならない。(MBCA § 10.22) *Fairfax, supra note (15)* at 7.
- (31) *Id.* at 9.
- (32) 2003 年の段階で、株主が当該提案を行う会社は 50 % を超えているが、その 1/3 以下が期差選任制取締役会を廃止できていなかった。しかし、最近の研究によると、期差選任制取締役会を排除する会社が出始めており、2006 年の終わりまでに、株主は S&P500 の取締役の過半数を毎年選出することになるとされている。*Lisa M. Fairfax, Making The Corporations Safe For Shareholder Democracy, 69 Ohio St. L. J. 53, 71 (2008).*
- (33) *Bainbridge, supra note (11)*, at 225.
- (34) *Lucian Ayre Bebchuk, The Case for Increasing Shareholder Power, 118 Harv. L. Rev. 833 (2005).*
- (35) 株主の権限を制限し、経営から分離すること（所有と経営の分離）によって、経営者の権力強化、株主権限の脆弱化をもたらしたといえるが、これは株主による介入から取締役を隔離する法的規則によって導かれたことであり、経営者の情報の有利性や経営の中央集権化の要請、また株主が自身の権限を濫用する恐れがあるという理由からではないと *Bebchuk* 教授は主張する。*Id.* at 913.
- (36) イギリスにおいても所有と経営の分離の考え方を採用しているが、株主が経営決定に介入することが経営の中央集権化に反するとはみなされていないとしている。*Lucian Ayre Bebchuk, Letting Shareholder Set the Rules 119 Harv. L. Rev. 1784, 1795 (2006).*
- (37) アメリカでは州ごとに異なる会社法規則を有しているが、ここではデラウェア州一般会社法と模範事業会社法をとりあげる。
- (38) *Bebchuk, supra note (34)*, at 844.
- (39) DGCL § 242(b), MBCA § 10.03.
- (40) DGCL § 109, MBCA § 10.20.
- (41) DGCL § 109(b), MBCA § 2.06 (b).
- (42) 政策的な観点からは基本定款による ‘first-order rule’ を行う株主権限を否定しながら、付属定款による ‘second-order rule’ を行う権限を認めるのは矛盾しているといえるため、株主による付属定款の修正は制限されるべき、または廃止されるべきだという意見もある。*Bebchuk, supra note (34)*, at 846.
- (43) *Id.* at 846.
- (44) DGCL § 251 (c), § 271 (a) and § 275 (b), MBCA § 11.04 (c), § 12.02 (e), and § 14.02

- (c).
- (45) DGCL § 275 (c), MBCA § 11.04 (a).
- (46) DGCL § 271 (b).
- (47) Bebchuk, *supra* note (34), at 847.
- (48) DGCL § 170 (a), MBCA § 6.40.
- (49) Bebchuk 教授は、株主が経営決定に介入する際のふさわしい制度についても述べている。それによると、株主提案の中には短期的な利益に基づく歪んだものも存在し得るため、2つの定例総会において株主の過半数の承認を得た場合にのみ当該提案を認めるべきであるとする。Bebchuk, *supra* note (34), at 838-839.
- (50) Bebchuk 教授は、株主による経営決定への介入の利点を認めているが、困難を伴うことも理解しているので、当該介入権限が強制的にまたはデフォルトルールによって規定されることには賛成しない。むしろ、基本定款によって株主が経営決定に介入するための特別な権限を許可できるように法律で定めるべきであるとする。Id. at 841-843.
- (51) このように解する理由としては、以下のものが挙げられる。①株主権限を制限することは、株主がステークホルダー利益を奪うような経営決定を行うのを防ぐために必要である。②敵対的企業買収時において、ステークホルダーの利益が害されないようにするため、経営者による支配が必要である。Id. at 907-908.
- (52) Id. at 909.
- (53) 例えば、合併等によって従業員が解雇されたり、債権者の債権がリスクにさらされたり、地域から会社の本社がなくなるなどの影響がある。さらに、scaling-down decisions に関しても、資産等の清算においてはステークホルダーに影響を与える場合がある。Id. at 909-910.
- (54) なぜなら、経営者がどのような行動をとっても特定のステークホルダーには利益になることを理由として正当化されてしまうからである。
- (55) さらに、経営者の利益がステークホルダーの利益と一致する割合は、株主利益と一致する割合よりも低い場合、経営者にステークホルダー利益の効果的な保護を期待できないという見解もある。Bebchuk, *supra* note (34), at 910-911.
- (56) Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 Harv. L. Rev. 1735, 1736 (2006).
- (57) また、Bainbridge 教授は、株主権限を強化することが会社の利益を高めるならば、会社の定款等によって当該権限強化が既に行われているはずであり、こうなっていない以上、投資家は株主権限の強化に価値を見出ししていないことになると主張している。これに対して Bebchuk 教授は、会社が IPO の際の定款に株主権限強化に関する条項を含めることはできないなどの点を挙げ、反論している。Bebchuk, *supra* note (36), at

1805-1807.

- (58) Bainbridge, *supra* note (11), at 4.
- (59) 例えば、短期的な株主と長期的な株主では、希望する会社の経営方針に違いが生じることがある。
- (60) Bainbridge, *supra* note (56), at 1749.
- (61) *Id.* at 1745.
- (62) これに対し、どのような *rule-of-the game decisions* が株主にとって利益となるかについて取締役会のほうが情報を有している場合でも、当該取締役会が正しい決定を行う動機を有しているとは限らないと *Bebchuk* 教授は主張する。Bebchuk, *supra* note (34), at 881.

また、*rule-of-the game decisions* においては、会社特有の内部情報は基本的に必要ではなく、むしろ会社で発生する幅広い範囲の問題について判断することが求められるとしている（例えば、定款に基づく期差選任制の取締役会を排除するかどうかなど）。Bebchuk, *supra* note (36), at 1802.

- (63) 株主は会社の残余財産請求者であるため、会社の利益を得る権限を有している。しかし、会社の利益をどのように使うかは取締役等が決定することであるため、取締役等が株主のためではなく自分自身のために会社収益を使う危険が生じる場合があるとしている。Bainbridge, *supra* note (11), at 6.
- (64) Bainbridge, *supra* note (2), at 567.
- (65) *Id.* at 568.
- (66) *Bebchuk* 教授は経営判断原則によって株主による経営介入を制限していると主張するが、デラウェア州最高裁判所によると、経営判断原則は DGCL § 141 (a) によって取締役に与えられた会社経営権を守るために存在すると述べられている。(Smith v. Van Gorkom, 488 A. 2d 858, 872 (Del.1985)) Bainbridge, *supra* note (56), at 1747.

また、*Bebchuk* 教授は株主の株主代表訴訟手続き (*derivative litigation*) に制限を加えることで、株主を経営介入から制限していると主張するが、ニューヨーク州最高裁判所によると、会社法によって取締役会の権限と責任のバランスが図られているので、株主を経営決定から排除することは問題ないとしている。(Marx v. Akers, 666 N. E. 2d 1034, 1037 (N. Y. 1996)) *Id.* at 1748.

- (67) Bainbridge, *supra* note (11), at 202-203.
- (68) 本稿第二章第 2 節 (1) 参照。
- (69) *Bernard Black* 教授の調査によると、最も活動的な機関投資家であっても、コーポレートガバナンスに関する活動は少ししか行われていないことが判明した。同教授によると「会社の経営内容と機関投資家によって保有されている株式数に相互関係があるという強い証拠はない」としている。Bainbridge, *supra* note (56), at 1751-1752.

- (70) Leo E. Strine, Jr, *Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America*, 119 Harv. L. Rev. 1759-1764-1766 (2006).

Strine 判事は取締役の選解任権に関する株主権限を強化することには賛成しているが、これに対して、株主が取締役を選出することによって株主の望む *rules-of-the game decisions* が成し遂げられるかは不明確であると Bebchuk 教授は主張する。また、株主に *rules-of-the game decisions* を行う権限を認めてもいいと考える理由として以下の4点を挙げている。①取締役の選解任に関する決定のほうが会社特有の情報を必要とする。②短期株主と長期株主に好まれる *rule-of-the game decisions* はかけ離れているわけではない。③規則の変更は、短期間における株価の上昇のために行われるわけではない。④株主の過半数の支持を得ている勧告的提案は Strine 判事が思うほど誤った判断に基づくものではない。Bebchuk, *supra note* (36), at 1797-1803.

- (71) Bainbridge, *supra note* (2), at 572-573.

- (72) *Id.* at 573-574.

- (73) その理由として、株主利益最大化規範がなければ、取締役会は自らの経営決定を評価するための決定基準を欠く、また、明らかな基準がない場合取締役は自身の利益を追求しようとする *Bainbridge* 教授は主張する。また、ステークホルダー主義の見解によると、取締役会に株主以外の構成員の利益を考慮する裁量を与えることになるが、これによって株主が投資から離れるなどのリスクが増加する。さらに、ステークホルダーは債務証券等によって一定程度の契約上の保護を受けられるが、株主は会社の基本的な書式による契約上の保護を受けるには不十分な地位に置かれているため、取締役の信認義務による保護が必要であるとしている。 *Id.* at 580-588.

- (74) 経営者の権限濫用行為の背景には、企業統合と企業規模の巨大化を経て生じた所有と経営の分離の現象が存在しているため、株主総会の機能を高度化することによって、経営者の権限濫用行為を防止しようとする議論がある。このような立場を *corporate democracy* (会社民主主義)、または *shareholder democracy* (株主民主主義) という。 *shareholder democracy* の詳細については、以下参照。松井秀征「株主総会制度の基礎理論 (三) -なぜ株主総会は必要なのか-」法学協会雑誌第125巻11号2577-2578頁(2008年)、長坂守「アメリカにおける株主提案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-」阪大法学第52巻第2号1349-1351頁(2003年)

- (75) アメリカの中でもデラウェア州の法律をとりあげ、比較していくこととする。よって本節においてアメリカと表記する場合、デラウェア州をさすものとする。

- (76) Fairfax, *supra note* (32), at 83-85.

- (77) Exchange Act Release No. 12,999, 41 Fed. Reg. 52,994 (1976).

つまり、本来は SEC 規則 14a-8 (i) (7) によって通常の事業経営に関する株主提案

は排除されるが、ある業務が重大な社会政策に係る可能性がある場合は、当該提案は通常の事業経営に関するものではなく、株主による投票になじむものとするという考え方が SEC によって示された。詳細については、長坂・前掲注(20) 496-498 頁参照。

- (78) 例えば、1994 年から 2005 年にかけて、the Domini Funds は 50 以上の会社に対して社会や環境に関する 100 以上の株主提案を行ったとされる。Fairfax, *supra* note (32), at 86.
- (79) 2006 年においては、過半数投票や取締役の報酬に関する提案よりも、ステークホルダーに関する株主提案が多く行われ、さらに、このような社会的事項に関する提案への支持も着実に増加しているといわれる。Id. at 88.
- (80) 2005 年の proxy report によると、社会的な株主 (social investors) と伝統的な株主 (traditional investors) の融合が増加していると指摘されている。また、当該 report では、社会的事項に関する株主提案の成否を測定するにあたって、経営者が当該提案に積極的に従事したか否かで判断している。これによると、経営者は株主とガバナンスに関する事項だけでなく社会的事項について協議することにも負担を感じるため、株主提案は成功していると考えられるとしている。Id. at 90.
- (81) Id. at 91-92.
- (82) 例えば、環境問題について、当初株主は特定の望ましくない行為を止めるように求めたが、現在では会社の行為が環境に与える影響について、そしてどのように環境を保護するかについてのレポートを書くように求める提案を行うなどの場合がある。Id. at 93-94.
- (83) 同様に、株主は顧客と一致する利益を有しているため、株主は顧客と同様に会社のブランド価値や商品を守ることに関心を持っているといえる。Id. at 94-96.
- (84) 一方で、株主権限強化によってステークホルダー利益が促進されない要素がいくつかあると Fairfax 教授は指摘している。例えば、株主がステークホルダーの利益を支持しない場合、当該ステークホルダーの利益に焦点があてられることはない。よって、株主権限が強化される体制においては、ステークホルダーと株主が連携をとれるようにする必要がある。しかし、当該連携には限界があるとしており、ステークホルダーは株主だけに頼ることはできないとも述べている。また、株主権限の強化によって株主が自己利益を追求する可能性もある。このことによって shareholder democracy の正当性が損なわれるわけではないが、このような濫用を防ぐための制度の発達が必要であるとしている。さらに、活発な株主の例であるヘッジファンドはステークホルダーとは異なる利益を有していることが多いため、特定の株主について注意が必要であるという認識が必要となり、権限を行使する株主のタイプを監視する必要があると Fairfax 教授は述べている。Id. at 97-105.
- (85) Fairfax, *supra* note (15), at 22.

- (86) 同様に、株主の‘no’ vote が過半数に満たない場合でも、株主の意思表示によって徐々に会社に変革を促した例があると指摘されている。Id. at 24.
- (87) Bebchuk 教授は、株主権限強化の目的は経営者を交代させることではなく、むしろ経営者と株主間の対話を増やし、重大な局面において株主の声を届かせることであるとしている。この観点からすると、株主は自身の権限を適切に行使しているということができるとしている。Bebchuk, *supra* note (34), at 876.
- (88) Fairfax, *supra* note (15), at 24.
- (89) この研究では、イギリスの年金ファンド（the Hermes UK Focus Fund, 以下 HUKFF とする）による 1998 年から 2004 年までの株主活動を取り上げ、当該活動による利益を一般株主がどれほど受けられるかという点について考察された。Merch Becht et al., *Returns to Shareholder Activism-Evidence from a Clinical Study of the Hermes U. K. Focus Fund*, ECGI Financial Working Paper No. 138, 6 (2006).
- (90) Id. at 3-5.
- (91) イギリスにおいても通常の経営決定は取締役会で行われるが、株主は特別決議によっていつでも定款を修正でき、将来的に会社の経営決定に介入することができるなど、イギリス法は株主に対して多くの権限を与えているとされる。Bebchuk, *supra* note(34), at 849. 両国のガバナンス制度の違いについて、本稿第三章第 2 節（3）参照。
- (92) 最近のイギリスでは、機関投資家が会社のガバナンスにおいて積極的な役割を果たすべきだという論調が高まっているが、機関投資家の目的や会社のガバナンスに介入する意欲・能力については疑問があるとする見解もある。その理由として、機関投資家は受益者のために投資利益を最大化させる義務を負っているため、機関投資家が長期的見地に立って必要な場合には不当経営を是正するために経営に介入する費用を負担することを期待するのは困難であること、また、経営の個別的介入において機関投資家が経営のモニタリングに積極的に資金をあてる意欲を有するかは明確ではないことが挙げられている。詳細については、川内克忠『英米会社法とコーポレートガバナンスの課題』成文堂 144-156 頁（2009 年）を参照。
- (93) Fairfax, *supra* note (15), at 25.
- (94) HUKFF による株主活動に対する株価の反応は様々であるが、特に会社の再構成や CEO の交代などによって大きな利益が得られるとしている。一方、HUKFF が介入する前後での会社の収益については統計的に大きな違いがあるわけではないと指摘されている。Merch Becht et al., *supra* note (89), at 18-19. よって、機関投資家による株主活動がステークホルダーに与える影響については一定の制限があるのではないかと考えられる。
- (95) 会社法は以下の 3 つのエージェンシー問題に対応しなくてはならないとされる。①株主に対する経営者の機会主義的行動、②少数派株主に対する支配株主の機会主義的

行動、③会社の利害関係者に対する会社自身の機会主義的行動。Henry Hansmann and Reinier R. Kraakman, *Agency Problems and Legal Strategies*, in *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*, 22 (Reinier R. Kraakman et al ed., Oxford University Press, 2004).

- (96) 本人 (principal) と代理人 (agent) 間の関係について規制する実体的な条件を定める方法であるとされる。この中には、代理人への制約 (agent constraint) と連携条件 (affiliation terms) があり、前者は規則と基準に、後者は entry strategy (例えば、法律によって、代理人に対して本人との契約の前に本人の活動についての情報を公開することを要求する。) と exit strategy (例えば、株主に対して保有株を売却することで会社から脱出する機会を与える。) に分けられるとしている。Id. at 23-24.
- (97) 本人の権限を強化する、または代理人のインセンティブを形成することによって、間接的に本人を保護しようとする方法であるとされる。この中には指名権、決定権、代理人の動機づけがあり、指名権は取締役の選任権と解任権に、決定権は発議権と拒否権に、代理人の動機づけは信認法理と報酬規定にそれぞれ分けられるとしている。Id. at 23-27.
- (98) デフォルトルールとして 1 年間と定めているが、期差選任制の取締役会では最長 3 年とされている (DGCL § 141 (b))。Henry Hansmann and Reinier R. Kraakman, *The Basic Governance Structure*, in *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*, 37 (Reinier R. Kraakman et al ed., Oxford University Press, 2004).
- (99) 2006 年 11 月に、The Companies Act 2006 が国王の裁可を受け、成立した。最終的に全ての条文が適用されるのは 2009 年 10 月であるが、既に適用されている条文もある。詳しくは、BERR (ビジネス・企業・規制改正省) のホームページより参照可能 (<http://www.berr.gov.UK/files/file45516.pdf>)。
- (100) 例えば、アメリカ法は比較的弱い解任権を与えているが、取締役在任期間を短くすることが可能であり、反対に、イギリス法は終身的な取締役在任期間を認めているが、強い解任権を与えていると指摘されている。Hansmann and Kraakman, *supra* note (98), at 38.
- (101) 法域ごとに、小規模・中規模の株主による集団行為問題をどのように扱うかは異なっている。その理由の一つとして、アメリカやイギリスでは、典型的な公開会社は大規模公開会社を意味するが、大陸ヨーロッパでは大規模公開会社でも支配株主が会社を支配していることが多く、委任状の重要性が小さいことが指摘されている。Id. at 46.
- (102) 本稿第二章 2 節 (1) 参照。
- (103) 例えば、SEC の委任状規則によって、経営者に完全なディスクロージャーの提出を強要することができるため、株主は会社内部の情報を知ることができ、このこと

139- アメリカにおけるコーポレートガバナンス制度に関する一考察 (一) (安本)

が株主活動を行うための動機になるとされる。さらに、アメリカでは判例法によって経営者による不当な操作から株主の議決権を保護しており、また、活動に成功した株主に対して、事後的に会社が補償することを認めているとされる。Hansmann and Kraakman, *supra* note (98), at 42-43.

- (104) イギリスでは取締役の利益相反取引が懸念される場合、株主の承認が必要とされる。例えば、£100000 を超す資産取引が行われる場合 (1985 年会社法 320-322 条)、取締役の雇用契約が 5 年以上に及ぶ場合 (同法 319 条) など。また、合併など会社構造自体を変えてしまう経営決定が行われる場合、株主の 75 % 以上の承認が必要となる (同法 427A 条)。一方、デラウェア州の場合、合併などの経営決定が行われる際、株主の過半数以上の承認が必要とされる (DGCL § 251 (c))。
- (105) DGCL § 242 (b).
- (106) Hansmann and Kraakman, *supra* note (98), at 47.
- (107) 株主の権限が強く制限されているアメリカでは、株主の直接的な決定権を強化することによって公開会社のガバナンスを向上させることができると考える見解もある (本稿第三章第 1 節 (1) 参照)。しかし、これらがアメリカで認められない理由は、会社経営者の政治的な力が考えられると指摘されている。例えば、株主が会社の経営決定に関与することができる場合 (会社の付属定款を修正するなどの方法によって)、敵対的な買収を防ぐために経営者が組み立てた防衛方法がうまく機能しないことなどが考えられるとしている。Id. at 48-49.
- (108) アメリカの証券取引所の規則においても、公開会社の取締役会の過半数は独立した取締役であることを求めている。Id. at 50.
- (109) Id. at 51.
- (110) また、最近では株主による勧告的決議 (advisory vote) によって取締役の報酬額を抑制しようという動きがあるとされている ('say on pay')。Fairfax, *supra* note (15), at 10-11.
- (111) Hansmann and Kraakman, *supra* note (98), at 51.
- (112) 一方で、アメリカのガバナンス制度はある点においては株主利益に適ったものであるとされる。例えば、小規模の一般投資家をガバナンスに参加するよう促すなどの点が挙げられている。しかし、小規模投資家を議決権行使に積極的に参加させることは、大株主による議決権行使の圧力に比べて、コーポレートガバナンスに与える影響は少ないとも指摘されている。Id. at 67-68.
- (113) イギリスの機関投資家のコミュニティは経営関係者 (managerial constituency) と同様の影響力を有しているとされる。よって、イギリスのコーポレートガバナンス制度が株主に友好的なのは、おそらくこれらのコミュニティの累積的な努力によるものではないかと述べられている。Id. at 68.

- (114) ドイツでは、two-tier board (二層取締役会制) がとられており、management board (業務執行取締役会) と supervisory board (監査取締役会) に分けられる。supervisory board は、management board を監視し、これに助言を行う職責を負っている。よって業務執行には関与しない役員・労働者等によって構成される。CFA 協会金融市場規範センター「上場企業のコーポレートガバナンス 投資家のためのマニュアル」11 頁 (2005) 参照 (http://www.cfainstitute.org/aboutus/worldwide/asiapac/pdf/cgm_japaneseversion.pdf)。supervisory board に期待される役割については、武井一浩「企業法務からみた上場会社法制をめぐる諸論点」商事法務 1865 号 40-43 頁 (2009 年) 参照。
- (115) 同数投票の場合の決定権 (tie-breaking votes) は業務執行取締役が有するため、employee director は通常取締役と同じ権限を有しているわけではない。しかし、management board の指名等に関して拒否権を有しており、このことによって employee director は会社政策に一定の影響を与えられるとされる。Hansmann and Kraakman, *supra* note (98), at 63.
- (116) *Id.* at 62.
- (117) オランダでは、大規模会社の supervisory board が取締役を自己選任し、株主と労働組合の両者が当該取締役の選任について意見することができる (拒否権は有していない) という制度がある ('structure regime')。選任について争いが生じた場合は、the Commercial Court in Amsterdam が最終的な決定を下すとされるが (Book2, Art. 153, 158 Dutch Civil Code)、当該制度によって経営者中心主義を強めることになるという指摘等があり、消極的な見解が多いとしている。*Id.* at 65-66.
- (118) 信認義務修正法と訳され、州ごとに異なる規定がなされている。一般的には、敵対的な企業買収時において、取締役が株主に負う信認義務が修正され、株主以外のステークホルダーの利益を考慮することが認められる。詳しくは、太田洋・今井英次郎「米国各州における企業買収規制立法の最新状況 (下)」商事法務 1723 号 38-39 頁 (2006 年) 参照。
- (119) Hansmann and Kraakman, *supra* note (98), at 65.
- (120) 本稿第三章第 2 節 (2) 参照。
- (121) Gerald Herting and Hideki Kanda, *Creditor Protection, in The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 72 (Reinier R. Kraakman et al ed., Oxford University Press, 2004).
- (122) 3 つのケースが重要であるとされる。①取引が小規模すぎて交渉できない場合、②債権者の経験不足で自己防衛が期待できない場合、③集団行為問題によって、事前に全ての債権者にとって有益な保護条項を手に入れることができない場合。*Id.* at 72.