

米国における株主総会と取締役会の権限領域（一）

—— デラウェア州法を中心に ——

久保 佳納子

はじめに

第一章 制定法における株主総会と取締役会の権限分配

第二章 株主による付属定款を通じた取締役会権限の制限

第一節 問題の背景

第二節 付属定款の有効性判断に関する判例—— *CA, Inc. v. AISCME Employees Pension Plan* 判決

第三節 CA判決の判断枠組みが形成されるまでの判例経緯（以上、本号）

第三章 信託義務を基軸とした権限分配法制

第一節 経営権限と信託義務

第二節 取締役会と株主総会の合意にもとづく権限委譲

第三節 取締役による役員等への権限委譲

おわりに

はじめに

株式会社の基本的な特質の一つは中央集権的な経営制度にあるといわれる。^① 会社の事業ならびに業務に関する決定権は通常、取締役会に与えられ、基本的に株主は取締役の選解任権を中心とした議決権をもって意思を反映させる仕組みになっている。わが国の会社法に多大な影響を与えている米国では取締役会に広い権限が与えられていることが

指摘されており^②、また株主には定款変更にかかる発議権が与えられていないといった特徴がある。もつとも、米国においてもここ数年その点を含めた権限分配の見直しや、会社観をめぐる議論が盛んに展開されており^③、また現実問題としても株主が取締役会の経営権に介入するような提案を行う事例も生じている。そこで、本稿では米国での議論の状況および関連する判例に検討を加え、米国の権限分配法制の論理的構造を明らかにしたい。

本稿では多くの企業が設立州として選択するデラウェア州を中心に、第一章では、まず制定法上定められている株主総会ならびに取締役会の権限を整理し、定款において権限等の定めを設ける場合について概観する。第二章では、付属定款を通じた株主提案が普及していることにつき、その背景ならびに問題点を説明し、付属定款をもって取締役の経営権に踏み込むことができるか否かが争われた判例を扱う。第三章では、基本定款等を通じた経営権委譲の判例ならびに取締役による役員等への権限委譲の判例を踏まえ、米国においては信認義務の機能を最大限に尊重する権限分配法制がとられていることを示したい。

第一章 制定法における株主総会と取締役会の権限分配

(1) 株主総会の決定権

デラウェア州法上、株主総会の承認を必ず要するのは取締役の選解任のほか、会社の基礎の変更に関わる事項——すなわち、資産の全部または実質的全部の譲渡または賃貸、基本定款の変更、吸収合併または新設合併、任意解散である。

取締役の選任のために定時株主総会は毎年開かれなければならない^④、期差制取締役会制度を採用している場合を除き、

すべての取締役が選任される(デラウェア州会社法二二一条(b)項)。取締役の解任は、正当な事由の有無は問わず議決権株式の過半数によって決せられる(一四二条(k)項)。ただし、期差制取締役会の定めがある場合は正当な事由があるときにのみ解任することができ(一四二条(k)項(一)号)、累積投票制がとられているときは解任の反対投票数が選任に必要な投票数に達している場合は正当な事由によってのみ解任しうる(同項(二)号)。

資産の全部または実質的全部の譲渡および賃貸については、議決権株式の過半数の賛成によって取締役会に授權され(二七一条(a)項)、取締役会が条件および対価を決定し実行する。なお、取締役会の判断で当該譲渡等を中止することもできる(同条(b)項)。

吸収合併または新設合併は、まず取締役会が相手会社と契約書を締結し(二五一条(b)項、二五二条(c)項、二五四条(d)項)、株主総会は当該契約書を承認する(二五一条(c)項、一五二条(c)項、一五四条(d)項)。

任意解散は、取締役会の過半数の賛成により解散することが適切であると判断された場合、議決権株式の過半数の賛成をもって決定される(二七五条(b)項)。あるいは株主全員の同意があれば取締役会の決議を要しない(同条(c)項)。なお、任意解散の撤回については、取締役会が撤回の採択を行ったあと、解散決議時の議決権株式の過半数の承認によって撤回することができる(三一一条(a)項(二)号(三)号)。

会社法は株主に会社の基礎的な行為に議決権を与えているが、決議対象の事項であっても、たとえば株主は合併に着手したり、その条件を交渉したりすることはできないように、これらの取引を株主が主導して決定することはできない。当該取引は取締役会によって行われ、株主ができるのは取締役会によって提案された当該取引に対して投票をすることであり、株主の議決権は多くは取締役会から提案される特定の取引の拒否権であるといえる。

(2) 取締役会の権限

一方で、取締役会には会社の経営権が包括的に与えられており、一四一条(a)項は「この編に基づき設立されたすべての会社の事業および業務は、この編または会社の基本定款に別段の定めがある場合を除き、取締役会によりまたは取締役会の指示のもとに経営されなければならない」と定めている。本条は、会社の事業ならびに業務に関する権限は取締役会にあるという原則を明記している。これに対する例外は三つあり、第一に、設立時の基本定款に取締役会が指名されない場合には設立者が経営権を有するほか(二二六条)、破産管財人等が会社の事業を引き継ぐために衡平法裁判所によって指名されることがある(三三二条)。第二に、閉鎖会社では、取締役会の権限を制限する株主間契約が認められており、あるいは株主が経営に直接携わるために取締役会を設けないことも可能である(三五〇条)。第三に、一四一条(a)項の文言に表れているように、基本定款に別段の定めを設けているときは取締役会による経営に例外が認められている。

その他にも取締役会には法律上様々な決定権が付与されている。取締役会の決定だけで行うことができる旨の明文規定が置かれているのは、役員への任命(取締役会または付属定款で定めた選任方法ならびに期間に従う。一四二条(b)項)、従業員および役員への貸付けおよび債務保証(一四三条)、株式の対価(基本定款において株主に委譲可。一五三条)、株式発行における対価のうち資本に組み入れる額の決定(一五四条)、授權株式の発行(一六一条)、利益配当の決定(一七〇条(a)項)、利益配当金から準備金を設け、または廃止すること(一七一条)、基準日の決定(二二三条)、自己株式の消却(二四三条)、資本の減少(二四四条(a)項)、会社財産への抵当権および質権設定(二七一条)などがある。さらに、取締役会の決定に加えて株主総会決議を要する事項は、上述のように、吸収合併または新設合併の契約書の承認(二五一条(b)項、二五二条(c)項、二五四条(d)項)、資産の全部または実質的全部の譲渡および賃貸の対価等の決定(二七一条(a)項)、任意解散(二七五条(b)項)などがある。

(3) 定款による変更——基本定款と付属定款

以上に述べたデフォルト・ルールに対して、定款で別段の定めを設けることが可能とされている場合もある。米国の定款は基本定款 (certificate of incorporation) と付属定款 (bylaw) という二層構造をとっており、基本定款には会社の商号や目的、種類株式などを記載しなければならないほか (一〇二条(a)項)、取締役の業務決定権限を制限する場合には基本定款に定める必要がある。付属定款は任意に設けることが認められるもので (二二二条(六)号)、基本定款が付属定款に優越する。付属定款の記載内容については各条文に定めがあり、たとえば、取締役の資格に関する事項 (二四二条(b)項)⁶⁾、取締役会決議の方法に関する事項、期差制取締役会に関する事項 (同条(d)項)、臨時株主総会の召集に関する事項 (二二一条(d)項)⁸⁾、取締役の選任決議に関する事項 (二二六条)⁹⁾ がある。その他、取締役会会議の省略禁止 (一四一条(f)項)、取締役や役員への費用の補償または前払い (一四五条(f)項)、定時株主総会の日時や場所 (二二一条(a)項(b)項)、株主総会を開催しないことについての通知 (二二二条) などについて付属定款で別段の定めができることが個別に示されている。

これらの具体的規定に加えて、一〇九条(b)項は、会社の事業および業務の執行ならびに会社・株主・取締役・役員・従業員の権利・権限に関して、法律または基本定款に反しない規定を付属定款に設けることを認めている。同条は付属定款において取締役の権限について定めることをも認めており、このことが後述するように取締役に経営権を与える一四一条(a)項との解釈に疑義を生じさせている。

なお、基本定款と付属定款の違いで最も重要なのが、それらの変更に関する手続きである。基本定款の変更については、取締役会が変更案について株主総会決議を行うことを決定し、それを受けて株主総会が承認をする (二四二条(b)項)。種類株式に不利益な変更の場合は当該種類株主総会の承認を要する (同条(c)項)。すなわち、基本定款変更の

提案を行えるのは取締役会に限られており、株主は承認権は有しているけれども、その発議権は与えられていない。一方、付属定款に関しては株主に発議権が与えられており、取締役会の承認を得ることなく株主総会決議のみで採択することが可能である(一〇九条(a)項)。もともと、取締役会にも同様の権限を与えることを基本定款に定めることが可能であり(同項)、実際に多くの会社では株主と取締役の双方が付属定款にかかる新設・変更・廃止の権利を有している。¹⁰⁾

第二章 株主による付属定款を通じた取締役会権限の制限

第一節 問題の背景

(1) 付属定款に関する株主提案の普及

近年では、いわゆるアクティビストと呼ばれる株主が会社の経営に積極的に関与する動きがあり、その手段として付属定款を通じた株主提案が盛んに行われている。その背景には、株主に付属定款変更の権限が与えられていることに加え、連邦法上、株主提案に制約があることが影響している。

一九三四年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) の委任状勧誘規制の一環として、証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, 以下「SEC」とする) が設ける規則 (以下「SEC規則」とする) は株主提案について規定を設けており、¹¹⁾ 会社が定時株主総会ならびに臨時株主総会を開催する際、提案を行おうとする株主は自らの費用で委任状勧誘するのではなく、会社が株主に対して送付する委任状書面 (form of proxy) ならびに委任状説明書 (proxy statement) に当該株主提案ならびにその説明を掲載するよう要求することができる。ただし、提案資格

ならびに提案内容に制限があり、会社側はそれらを満たしていない株主提案の掲載を拒否することができる。

提案株主の資格要件として、当該株主は提案を提出する日まで少なくとも一年間、株主総会で提案に投票することができる株式の少なくとも一%または市価二、〇〇〇ドル相当を保有し続けており、株主総会の終了まで当該株式を保有し続けなければならない(SEC規則一四a-1(b)項(一)号)。株主総会終了の日まで必要な数の証券を保持しなかった場合、会社は二年間にわたり当該提案者の提案をすべて排除することができる(f項(二)号)。

株主提案の内容について、会社は以下のSEC規則一四a-1(i)項各号に掲げられた十三項目のいずれかに該当する提案を委任状から排除することができる。すなわち、①州法上、株主の行為対象ではない場合、②提案が履行されると、会社が法律に違反することになる場合、③委任状規則違反に該当する場合、④会社またはその他の者に対する個人的要求に関するものである場合、⑤最終事業年度における総資産の5%未満、純利益と総売上高の5%未満または会社の事業に重大な関連がない行為に関するものである場合、⑥会社が当該提案を履行するための権限を欠いている場合、⑦会社の通常の業務執行に関するものである場合、⑧取締役会の構成員の推薦および選挙、またはその手続きに関するものである場合、⑨会社側の提案に反する場合、⑩すでに実質的に履行されている場合、⑪他の提案と重複している場合、⑫過去五年内になされた提案と実質的に同じであり、一定の賛成率が得られていない場合、⑬現金配当または株式配当に関するものである場合である。

以上のように、会社の費用で株主提案を行うには資格ならびに提案内容に制限が加えられており、必ずしも容易に低コストで提案を実現できるわけではないため、これまで株主は制約の弱い勧告的提案(pecuniary proposals)という手法を活用してきた。勧告的提案とは、決議を行ったとしても取締役会を拘束しない提案であり、この形式をとれば州法上株主の行為対象ではない事項であっても会社の委任状書類に提案を掲載させることができる(i項(一)号

注記)。しかし、このような勧告的提案に多くの賛成票が投じられても、それに従うかどうかは取締役会に委ねられている。

単なる勧告ではなく法的拘束力のある株主提案を行う手法が模索される中、付属定款に関する株主提案というスタイルに注目が向けられたのは、特に一九九五年頃から、ポイズンピルに関する付属定款の株主提案が始まりであった。¹⁹⁾ オクラホマ州の *Intentional Brotherhood of Teamsters General Fund v. Fleming Cos., Inc.* の認容判決がこれを後押しする形となり、その後他州でも買収防衛策を廃止あるいは緩和する同様の株主提案が普及し始め、さらに防衛策に限らず株主が経営事項に関与する手段として、付属定款を対象とする株主提案が広まっている。

(2) デラウェア州会社法一四一条(a)項と一〇九条(b)項の衝突

このような広がりを見せる中、株主が提案した内容が付属定款記載事項として適切か、とりわけ株主は付属定款を通じてどこまで取締役の経営に介入することができるのかが問題として浮上してきた。これは一四一条(a)項と一〇九条(b)項の解釈問題であり、この二つの条文の文言に注目すると、互いに堂々巡りに陥ることが指摘されている。一四一条(a)項では「この編に基づき設立されたすべての会社の事業および業務は、この編または会社の基本定款に別段の定めがある場合を除き、取締役会によりまたは取締役会の指示のもとに経営されなければならない」と定められている。そして一〇九条(b)項では「付属定款には、会社の事業、業務の執行、会社の権利もしくは権限、または株主、取締役、役員もしくは従業員の権利もしくは権限に関して、法または基本定款に反しない規定を設けることができる」と定められている。

一四一条(a)項は「この編…に別段の定めがある場合」に取締役の権限は制限されることを示している。「この編」とは、一〇九条(b)項を含めたデラウェア州会社法全体を指していると考えられ、一方で、一〇九条(b)項は「法…に反

しない」付属定款を認めている。一〇九条(b)項にいう「法に反しない」とは、おそらく取締役に経営権を与える一四一条(a)項に反しないことも要求されていると考えられる。このように一四一条(a)項では一〇九条(b)項にもとづいて付属定款で経営権に関する定めを許容するように読める反面、一〇九条(b)項は一四一条(a)項に反してはならないと示しているため、これら二つの条文の解釈が問題になっている。

(3) 付属定款の効力の判断基準に関する議論

株主は付属定款を設ける権限を通じて取締役の経営権に踏み込むような規定を設けることが可能であるのか、そして可能であるならばどれほどの範囲および程度まで許されるのか。少なくとも制定法上、当然には付属定款をもって取締役の経営権を制限しようと導けないとしても、一〇九条(b)項は付属定款に取締役の権限に関する規定を置くことができるかと定めているのは確かである。そこで、取締役の経営権の制限にはならないような取締役の権限に関する定めとは何か、ひいては経営権を制限する付属定款か否かの判断基準を明らかにしようとする研究が行われてきた。たとえば、Coffee教授は、上述のFleming事件を契機に、買収防衛策を扱う付属定款の有効性を検討するために試みに四つの基準を示して考察を加えている。すなわち、①常務事項に関する付属定款が基礎的事項に関する付属定款かという基準、②積極的行為を強制する付属定款か消極的な制限を課す付属定款かという基準、③手続きを定める付属定款か実質的な決定内容を定める付属定款かという基準、④事業決定について定める付属定款かコーポレート・ガバナンスについて広く定める付属定款かという基準である。⁽¹⁴⁾

しかし、教義上の基準は見出されないうまま、これは困難な問題であると認識されてきた。そのような中、二〇〇八年「CA Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan」判決⁽¹⁵⁾ (以下「CA判決」とする)において新たに裁判所の見解が示された。

第二節 付属定款の有効性判断に関する判例——CA, Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan 判決

〔事実の概要〕

CA, Inc. (以下「CA社」とする) はデラウェア州に設立されたコンピュータソフトウェア会社である。American Federation of State, County and Municipal Employees (以下「AFSCME」とする) はCA社の株主である。二〇〇八年三月十三日、AFSCMEはCA社に対して株主提案を行う。二〇〇八年年度定時株主総会につきCA社が発行する委任状書類にそれを掲載するよう求めた。本件株主提案(以下「Bylaw提案」とする)は、CA社の付属定款を以下のように変更することを要求している。「取締役会は、取締役の選挙において一人以上の候補者を擁立す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、会社から補償させなければならない」。

CA社の基本定款ならびに付属定款には委任状の費用の補償を特に扱う規定はなかった。ただし、基本定款に次のような一般規定が設けられている。「事業の運営ならびに会社の業務の遂行は取締役会に委ねられる」(これはデラウェア州会社法一四一条(a)項の文言を引用したものである)。このことから選挙費用を補償するか否かの決定は、CA社取締役会の裁量に委ねられており、したがってそれは信認義務の対象でもある。

二〇〇八年四月十八日、CA社は、SEC規則一四 a—八(i)項に掲げる提案排除事由のうち、州法上、株主の行為として不適切な事項(同項(一)号)あるいは法律違反をもたらす事項(二)号)に該当すると考え、委任状書類に当該Bylaw提案を載せないという意向をSECのファイナンス部門に通知し、ノーアクション・レター(no-action letter)を要請した。ノーアクション・レターとは訴訟不要意見書とも言われ、CA社がAFSCMEの提案を委任状書類に掲載しないとしても、ファイナンス部門はSECに何の行動も促さない旨を明らかにするものである。CA社の提出書類にはデラウェア州の弁護士である Richards Layton & Finger, P. A. の意見が添えられ、本件Bylaw提案は株主がとりう

る行為として適切な対象ではないとし、もしそれが実行されることになればデラウェア州会社法に違反することになると述べられている。

それに対し、五月二十一日、AFSCMEはCA社に対抗する文書をSECに提出した。AFSCMEの提出書類にはデラウェア州弁護士であるGrant & Eisenhofer, P. A.の意見が添えられ、本件Bylaw提案は株主の適切な行為対象であり、当該Bylaw提案が承認されたとしても、デラウェア州法に反しないと主張している。

このようにSECファイナンス部門はデラウェア州法について相反する法律意見に直面することとなった。そこで六月二十七日、SECはデラウェア州法上の二つの疑問点について同州最高裁判所に意見確認(certification)を求めた。⁽¹⁶⁾ 当裁判所は、委任状書類提出までの期間が短いことを考慮し(CA社は九月九日に開催される定時株主総会に先んじて、七月二十四日にSECに最終的な委任状書類を提出する予定であった)、「本件質問には迅速な決定を下す重大かつ切迫した理由がある」と判断して、七月一日に本件を受理した。

SECが意見確認を求めた内容は以下の通りである。すなわち、①AFSCMEの提案内容は、デラウェア州法上、株主の適切な行為対象であるか(第一質問)、②AFSCMEの提案が承認され、CA社がそれに従った場合、デラウェア州法に違反することになるか(第二質問)。

〔判旨〕

第一質問について

「第一質問は本件Bylaw提案が適切な株主行為であるか否かであり、より正確に言えば、当該Bylaw提案はCA社の取締役会の同意なくして株主が提案し定めることができるのか否かである。…一〇九条(a)項に従って、CA社の基本定款は付属定款の採用・変更・廃止権限を取締役に与えている。同条には、当該権限は『株主から権限を奪った

り制限したりするものではない』と示されているので、CA社の取締役会と株主は双方とも、それぞれ独自に付属定款の承認・変更・廃止権限を有している。…経営権は法律上、株主に与えられてはいない。実際に、デラウェア州会社法に準拠する会社の株主は、少なくとも法律または基本定款に別段の定めがある場合を除いては、会社の事業や業務に直接携わることができないということは確立されている。それゆえ、付属定款の採用・変更・廃止についての株主の法定権限は、取締役会と同一の権限とは言えず、一四一条(a)項にもとづく取締役会の経営上の特権によって制限されている。」

「一〇九条(b)項は付属定款を扱う一般条項であり、そこに記載しなければならぬ事項ならびに記載することができる事項について扱っている。…そして一〇二条(b)項(一)号は基本定款に規定しなければならない事項、または規定することができる事項についての条項である…。」

CA社は次のように主張する。『当該 Bylaw 提案は、CA社の取締役会が特定の目的のために——本件では取締役の選任費用を補償するために——会社の資金を費やすか否かを決定するという実質的な意思決定権限を制限するものである。一〇二条(b)項(一)号は、取締役会の法定権限を制限するような定めは基本定款に設けなければならないという趣旨である。したがって、本件 Bylaw 提案の内容は、CA社の基本定款…にのみ設けることができるのである。つまり、本件 Bylaw 提案は一〇九条(b)項によって許容されている付属定款記載事項の対象外である』。…ここで解決されていない問題というのは、一〇九条(b)項では認められている株主行為であって、かつ一四一条(a)項にもとづく取締役の経営権限に不適切に介入しないような行為とは何かという問題である。』

「付属定款の適切な役割というのは、取締役会が特定の重大な事業決定をどのように下すべきかを指示することではなく、そのような決定の過程や手続きを定めることにあるということはデラウェア州法では確立している。…そこ

で、本件 Bylaw 提案が取締役の実質的な決定権限のための手続きを規制するものであるのか、それとも決定自体を強制するものであるのかという点を争点とすることができる。

… 本件 Bylaw 提案は不適切にも会社資産の用途を指示するものとして表現されているけれども、CA社の取締役の選任手続きを規定する意図と効果があると考える。したがって、当裁判所は、本件 Bylaw 提案は株主の行為として適切であると判断する。… 我々は、会社資産の使用を要求していることだけを根拠として自動的に手続き性が否定されるものではないと考える。… 付属定款が手続きに関するものであるか否かは、その内容ならびに目的の観点から判断されなければならない。

… デラウェア州の会社の株主は、取締役の選任のための『候補者を選び出すことに携わる』権利を有している。株主は、取締役会から支持される候補者以外の者が選挙に出馬する気になるような付属定款を提案することで、当該権利の行使を促進する権利がある。… したがって、当裁判所は、当該提案はデラウェア州法上、株主の行為対象であると判断する。』

第二質問について

「第一質問に答える際に、我々はすでに、本件 Bylaw 提案はデラウェア州会社法あるいはCA社の基本定款のいずれにも表面的には違反していないと判断した。したがって、(1)では、本件 Bylaw 提案がコモンロー準則あるいはその趣旨に反するか否かを扱う。… 取締役会は本件 Bylaw に従うと信認義務に違反する可能性があるだろう。本件 Bylaw は禁止事項——すなわち会社ならびに株主に対する信認義務を十分に果たすことを妨げるような行動を取締役に負託する契約の禁止——に反することになると我々は判断する。」

「本件 Bylaw 提案はCA社取締役会に、いくらの補償が適切かという決定については完全な裁量を与えるものである、

なぜなら取締役は成功に至らなかつた候補者に『合理的な』費用だけを与えることが可能だからである。ただあいにく本件 Bylaw 提案は十分ではない、というのも補償を一切支払わないことが適切な場合に信認義務を履行する完全な権限を CA 社取締役に残保する条項や文言が設けられていないからである。∴ 以上のように、当裁判所は意見確認された第二質問について、デラウェア州法に違反することになると判断する。」

〔解説〕

デラウェア州最高裁判所は当該 Bylaw 提案の適法性を判断する際に、制定法の観点とコモンロー（信認義務）の観点という二点から考察を加えている。デラウェア州法上は株主の行為として適切であるとしたものの、コモンローの観点では、当該 Bylaw 提案が採用されると信認義務違反をもたらすという判断を下した。なお、最高裁の意見を受けて同日 SEC は AFSCME の提案が SEC 規則一四 a—八(i)項(二)号の排除事由に該当することを CA 社に通知している。

本件の意義は次の三点にあると思われる。第一に、一四一条(a)項と一〇九条(b)項の解釈が示されたことである。取締役の経営権限について基本定款に別段の定めを設けることができるとする一四一条(a)項と、取締役の権限に関する付属定款を設けることができるとする一〇九条(b)項について、両者は矛盾するものではなく、付属定款の適切な役割というものは取締役会の決定の過程や手続きを定めることにあると述べられている。そこで、付属定款の適法性の判断にあたり、取締役の決定手続きを規制するものであるのか、それとも決定自体を強制するものであるのかという基準を用いている。そして少なくとも会社資産を使用することを強制する付属定款が手続きを規制するものであるか否かを判断する際には、形式面だけではなく、その目的や効果も勘案すべきことが明らかにされた。本件では、取締役選任手続きに関する株主権を促進する目的と効果は認められたものの、結論としてはそれ以上に会社資金を不適切に使

用させないという目的を達成することを重視し、取締役会の経営上の権利義務を維持することが優先された。¹⁷⁾

第二に、本件 *Bylaw* 提案は全く補償を与えないという裁量を取締役に留保していれば、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。このことは、以前から指摘されていた問題を解決する一手段となる可能性がある。というのは、選任について株主提案がされる場合、会社は株主が推薦する取締役候補者を会社の委任状書類に掲載する必要がないため (SEC 規則一四 a-1(i) 項(八号))、株主は自らの費用で委任状勧誘を行う必要があり、その費用も取締役会の過半数議席を占めることができなければ回収することができないという問題があった。これまでも株主が取締役候補者を擁立するための方法が多く提案され、たとえば、会社の委任状書類に株主が推薦する取締役候補者を掲載するという付属定款を設ける株主提案がされた事例などがあつた。¹⁸⁾ 少なくとも選任費用を補償する付属定款についてはいわゆる *フィデューシャリー・アウト (Fiduciary-out)* 条項なる文言を入れれば有効とされる可能性が高まつた。¹⁹⁾

第三に、取締役の経営権に介入する内容の付属定款について、制定法と *コモンロー* という判断枠組みを用い、*コモンロー* の観点からの付属定款の有効性判断につき「取締役が負う信認義務の履行を妨げるか否か」という基準を用いている点である。このように信認義務を判断基準に据えることは、企業買収や買収防衛策が活発に議論される中で形成されてきたようである。以下では、信認義務の履行を妨げる合意について争われた事例を概観し、その枠組みが形成されるまでの判例の経緯ならびに *CA* 判決の位置づけを整理する。

第三節 CA 判決の判断枠組みが形成されるまでの判例経緯

一九九四年、取締役会と友好的買収者との間で締結された契約が争われた *Paramount Communications v. QVC*

Network⁽²⁰⁾ (以下「OVC判決」とする)において、取締役が負う信認義務の履行を妨げるような契約は無効であるとされた。続いて、一九九八年にポイズンピルに関する付属定款が争われた Quickturn Design System, Inc. v. Shapiro⁽²¹⁾ (以下「Quickturn判決」とする)では、取締役会が採用した付属定款の有効性判断についてすでに同枠組みが形作られている。その後も、二〇〇二年 Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.⁽²²⁾ (以下「Omnicare判決」とする)・二〇〇八年 Unisuper Ltd. v. News Corp.⁽²³⁾ (以下「Unisuper判決」とする)においても、「信認義務の履行を妨げるか否か」という基準が用いられている。なお、Unisuper判決については第三章で詳しく検討する。

OVC事件では、被買収会社である Paramount社取締役会が、友好的買収者である Viacom社と取引保護措置——no-shop条項や解約金など⁽²⁴⁾——を設けた契約を締結したことが問題となった。競合する買付者である OVC社がより高い買収価格を提示した際、Paramount社取締役会は、Viacom社との契約を理由に OVC社との交渉を拒んだ。デラウェア州最高裁判所は、「No-Shop条項は Paramount社取締役の信認義務を合法的に限定することはできない。当該契約あるいはその条項が取締役会の信認義務の履行を妨げるような方法で作為・不作為を要求することを意図している⁽²⁵⁾で、それは無効かつ法的拘束力はない。…。Paramount社取締役は信認義務から解放される契約を締結することはできない」と述べ、これらの契約条項がデラウェア州法上の信認義務を制限し、取締役が信認義務を履行するのを妨げる限り、その契約条項は無効であり、強制力がないと判示した。

同様に、Omnicare事件においても、取締役会が友好的買収者と結んだ合併契約が問題となった。当該合併契約では、たとえ取締役会が後に本件合併は株主の最大の利益にならないと判断したとしても、取締役会は株主総会に合併を提案しなければならぬ旨が定められていた。また、取締役会のうち二名は、会社の議決権の多数を保有する大株主でもあり、株主総会決議において合併に賛成する旨の同意をしていたため、当該合併は完全に固定 (lock up) された状

態にあった。最高裁判所は、株主総会に当該取引を提案する旨の合意は強制力はないと判示し、その理由として、そのような合意は取締役会が少数派株主のために信認義務を履行するのを妨げるからであると述べた。

そして一九九八年の *Quickturn* 判決では、取締役会が採用した付属定款の効力が争われた。この判決において、CA 判決と同様の枠組みが作られ、制定法とコモンローによる二つの審査がなされている。*Quickturn* 事件では、敵対的買収の対象会社となった *Quickturn* 社取締役会が、その付属定款に消却延期条項 (*delayed redemption provision*) を含んだライツ・プランを採用した。この消却延期条項は、新しく選任された取締役会にポイズンピルを六ヶ月間買い戻せないようにすることで、買収をやめさせるよう意図されたものであった。*Quickturn* 事件では、取締役会の権限を制限する規定は基本定款に設けなければならないという一四一条(a)項ならびに信認義務違反をもたらすことの双方を理由として当該付属定款は無効とされた。当判決では次のように述べられている。「デラウェア州会社法の最も基本的な主義の一つは、取締役会が会社の事業・業務の経営に最終的な責任を負うことである。*Quickturn* 社の基本定款には、取締役会の権限を制限するための規定は全く設けられていない。しかし、本件消却延期条項は、新しく選任された取締役会が会社ならびに株主に対して負う基本的な経営義務を六ヶ月の間完全には履行できないようにするものである。本件消却延期条項は、たった一点——すなわちライツ・プランの廃止——について取締役会の権限を制限するものにはすぎないけれども、当条項は株主にとって非常に重要な分野——会社の売却の交渉——における取締役会の権限を制限している。したがって、当裁判所は本件消却延期条項は一四一条(a)項にもとづき無効であると判示する。一四一条(a)項は、新しく選任された取締役会にデラウェア州の会社を管理運営する完全な権利を与えている」⁽²⁶⁾。

以上のように競合する敵対的買収者が存在する合併契約や買収防衛策を扱う事例において、信認義務の履行を妨げる合意は無効だとする理論が形成されており、これらの事例はいわゆる取締役の地位を揺るがす状況（あるいはそれ

を想定した状況)にあるため、受認者として取締役の保身目的ではない適切な行動がより強く問われる場面である。このことが「信認義務」という概念を用いた判断基準を形成なされた理由であると考えられる。これらの事例の特徴は、第一に、買収など支配権変動時の取締役の権限領域について形成された理論枠組みであったこと、第二に取締役会と買収者 (OIC 事件および *Omicare* 事件)あるいは取締役会が将来の取締役会行為を拘束する (*Quickrun* 事件)といった、合意に一般株主が関与しないケースであった。

この二点につき C4 判決はいずれもこれらの事例とは異なる状況にありながらも、信認義務の概念を用いた枠組みを実質的に踏襲している。それには *Quickrun* 判決が付属定款を扱っていたという共通点が少なからず影響を与えていると考えられる。*Quickrun* 事件は取締役会が採用した付属定款を扱っていたのに対し、C4 事件は株主が提案した付属定款であったという違いはあるが、C4 判決の最高裁判所はこの点は重大な差異ではないと述べている。⁽²⁷⁾ C4 判決は、支配権変動時の取締役の権限領域について形成された理論枠組みを、委任状勧誘の費用補償といった比較的一般的な経営権限の領域に用い、取締役会と株主総会の権限分配の指標に取り入れた点が新しい。

(1) 様々な形態の事業組織と比較し、株式会社ならではの特質として、①法人格を有すること、②株主の有限責任、③二重課税、④中央集権的な経営、⑤多様な資金調達方法、⑥市場を通じた投下資本の回収といった出口戦略があげられる。JOSEPH SHADE, DAVID G. EISEN, & CHARLES E. TWEEDY, JR., BUSINESS STRUCTURES IN A NUTSHELL, 29-32 (2003).

(2) 森田章「公開企業の取締役会権限の優越性—敵対的企業買収の防衛策を中心として—」商事法務一七八五号(二〇〇六年)。
 (3) See e.g., Lucian Arye Bebechuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARV. L. REV. 833 (2005); Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U. L. REV. 547 (2003); Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 VA. L. REV. 247 (1999). なお、二〇〇九年八月に A B A によって実務家や学者をメンバーとしたタスクフォ

ースが生まれ、株主と取締役の各役割について認識を再整理し、今後の方向性をまとめた報告書が出されている。Report of the Task Force the ABA Section of Business Law Corporate Governance Committee on Delineation of Governance Role and Responsibilities, 65 BUS. LAW. 107 (2009).

(4) 期差制取締役会とは、取締役を三グループに分け、毎年一グループずつ取締役の選挙を行うものであり、各取締役の任期は三年となる。これにより、大量に株式を取得した者であっても定時株主総会で取締役会構成員を一度に劇的に交代させることができなくなるため、買収防衛策として用いられている。Frederick H. Alexander & James D. Honaker, *Power to the Franchise or the Fiduciaries? : An Analysis of the Limits on Stockholder Activist Bylaws*, 33 DEL. J. CORP. L. 749, 752 (2008).

(5) EDWARD P. WELCH, ANDREW J. TUREZYN, & ROBERT S. SAUNDERS, FOLK ON THE DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW § 141.1.1. (2009).

(6) 取締役の資格を設ける付属定款に関しては、年齢制限や株主に限ることが認められるかが論点となっている。たとえば、取締役の選任条件として実質的な経営経験を有することは許される範囲であると考えられているが、会社資産の売却や清算に同意していること等を条件とするのは、取締役の資格というよりむしろ特定の会社行為を要求するものであるため許されないとされる。Lawrence A. Hamemesh, *Corporate Democracy and Stockholder-Adopted By-Laws : Taking Back the Street?*, 73 TUL. L. REV. 409, 483 (1998).

(7) 定足数および決議要件に加え(一四一条(b)項)、取締役会の開催場所(同条(g)項)、電話会議などを認めるか否か(i)項)などを付属定款で定めることができる。このように取締役会に対する制限が制定法上認められていても、その使い方によっては取締役会の経営権限を損なうことがありうるため、常に有効となるわけではない。なお、Frantz Mfg. Co. v. EAC Indus., 501 A.2d 401 (Del. 1985)では、過半数の株式を取得した買収者が防衛策を導入されるのを防ぐために、すべての取締役会の行為に全員出席かつ全員賛成の要件を設ける付属定款を採用した事例で、その有効性の判断にあたり当該制限が正当な株主利益に資するものであるか、株主利益を脅かすものを避けるためのものであるかが問われた結果、有効とされた。

(8) デフォルト・ルールでは、株主に臨時株主総会の招集権を与えておらず、取締役がその権限を有するが、付属定款において株主に付与することができる。なお、模範事業会社法(以下「MBCA」とする)ならびにその他多くの州法は少なくとも議決権の一〇%を有しているという持株要件を設けた上で株主にも臨時株主総会の招集権を与えてくる。See MODEL BUS. CORP. ACT § 7.02 (a) (2) (2005); see also PA. CONS. STAT. ANN. tit. 15, § 1755 (b) (2) (1990).

(9) 近年では、デフォルト・ルールである最高得票(plurality)方式をはずして、代わりに過半数(majority)方式を定めるために付属

定款が利用されている。最高得票方式は全取締役立候補者のうち得票数の多い者から取締役に選出される。これに対し、過半数方式は出席株主の頭数または株式の過半数の票を得なければならない。最高得票方式では投票保留や欠席は法的に意味がないが、過半数方式では投票保留や反対票を投じることで既存の経営陣に対してより効果的に異議を示すことも可能になる。JESSE H. CHOPPER, JOHN C. COFFEY, JR. & RONALD J. GILSON, *CASES AND MATERIALS ON CORPORATIONS*, 544 (7th ed. 2008).

- (10) 取締役会と株主がそれぞれ独自に付属定款の権利を有していることで、株主が採用した付属定款を取締役が変更あるいは廃止することができるとかという問題が生じている。アラウエア州会社法では、二〇〇六年、株主が取締役の選任の決議要件を加重する付属定款を採用した場合、取締役が当該事項について付属定款を変更および廃止することを禁止する旨の明文規定が新設された(二二六条)。しかし、その他の付属定款については、依然として明確な答えが出されていない。MBCA をモデルとする多くの州では、株主が採用した付属定款を取締役が変更することについて、当該付属定款において変更を禁じる旨の定めを置くことができるという明文規定を設けている。See, e.g., CAL. CORP. CODE § 211; MODEL BUS. CORP. ACT § 10.20 (a) (2) (2005). デラウェア州では、この点につき、一九七四年に一〇九条(b)項の改正の際に三つの改正案が出された。一つは取締役の変更権限を制限しないという案、一つは株主が採用した付属定款の変更については取締役の権限を制限するという案、そしてもう一つは基本定款において認めている場合または採用から一定期間後には変更を認めるといふ案が示されたものの、結局これらは採用されなかった。S. Samuel Alish & Lewis S. Black, Jr., *The Delaware General Corporation Law: Recent Amendments*, 30 BUS. LAW. 1021, 1023 (1975). 現行法の解釈では、基本定款において付属定款の変更・廃止の権限を取締役に無制限に与えている場合には、たとえ株主が採用する付属定款であっても、当該付属定款を通じて取締役に当該変更・廃止権限を制限することはできないと考えられている。L. John Bird, *Stockholder and Corporate Board Bylaw Battle: Delaware Law and the Ability of a Corporate Board to Change or Overrule Stockholder Bylaw Amendments*, 11 U. PA. J. BUS. & EMP. L. 217, 228-233 (2008).

- (11) 17 C. F. R. § 240.14a-8 (2008). 米国の株主提案について紹介する文献として、森田章「最近のアメリカにおける株主提案権の実態」証券研究五〇巻一七〇頁(一九七六年)、近藤光男「SEC株主提案規則の改正とその影響」商事法務一〇三八号二頁(一九八五年)、木俣由美「株主総会および株主の機能分化からみた株主提案権の意義」国際研究論叢二三巻特別号七一頁(二〇〇〇年)、黒沼悦郎「アメリカ証券取引法」二〇六頁以下(弘文堂、二〇〇四年)、長阪守「日米の株主提案権の行使範囲と可決時の効力」私法六八号二一六頁(二〇〇六年) 参照。

- (12) Hamernesh, *supra* note 6, 415 n. 18.
- (13) 975 P.2d 907 (Okla. 1999). 同事件では、Fleming社の株主である International Brotherhood of Teamsters, AFL-CIO (以下「Teamsters」とする)が、一九九五年十一月、Fleming社取締役会に対して、ライツプランが社外株式の過半数の承認を得られない限り、それを廃止することを迫る勧告的提案を行っていた。この提案は株主総会で投票された株式の三分の二近くの支持を得たにもかかわらず、Fleming社取締役会は一九九六年七月に期限が切れるライツプランの代わりに、新しいライツプランを採用することを決定した。そこで、Teamstersは勧告的ではない決議を行うために、付属定款の採用を提案するという手法をとった。当該提案内容は、最初に株主による承認がない限りポイズンピルを採用または維持することを禁じ、現在のライツプランを償還する旨を定めた付属定款の採用であった。TeamstersはSEC規則一四a—18に従って会社の委任状書類に当該提案を掲載することを求めたが、経営陣は当該提案を記載することを拒絶し、裁判所に当該提案を掲載しないことができるという確認判決を求めた。Fleming社はその設立州であるオクラホマ州法にもとづき、当該付属定款提案は取締役会の権限を侵害するものであり、それゆえ株主の適切な行為対象ではないと主張した。Fleming社によれば、取締役会の承認をもって株式を発行する授權資本制度 (OKLA. STAT. ANN. tit. 18, § 1038) はポイズンピルの創出についての特権を取締役に与えるものであり、当該事項について株主が付属定款をもって制限を加えることは法に反すると主張した。オクラホマ州最高裁判所は、取締役会によって採用されたライツプランを株主が再考する機会を否定すれば、自己の利益の観点からガバナンスを行うおそれのある取締役に最高の権限を与えかねないとして、当該提案事項は株主の行為対象に該当し、会社は委任状説明書に掲載すべきであると判断した。当判決の概要およびその影響については、Hamernesh, *supra* note 6, 421-24. 参照。
- (14) John C. Coffee, Jr., *The Bylaw Battlefield: Can Institutions Change the Outcome of Corporate Control Contests?*, 51 U. MIAMI L. REV. 605, 613-615 (1997).
- (15) 953 A.2d 227 (Del. 2008).
- (16) DEL. CONST. art. IV, § 11 (8); DEL. SUP. CT. R. 41.1. ねらは二〇〇七年に改正され、最高裁判所にはSECから提出された法律上の意見確認に答える権限が付与された。
- (17) Alexander, *supra* note 4, at 767.
- (18) AFSCME, Employees Pension Plan v. American International Group, Inc., 462 F.3d 121 (2nd Cir. 2006). この事件を契機として、SECは会社の委任状に一定の要件を満たした株主の取締役候補者を掲載すべきかパブリック・コメントに付したものの、従来通りの規則

が維持されることとなった。Sec. Exch. Act Rel. No. 34-56914 (Dec. 6, 2007).

なお、これらの事件を踏まえ、二〇〇九年十二月に M B C A は改正されている。取締役の選任に関する委任状勧誘において、会社の委任状書類に株主が擁立する取締役候補者を掲載することならびにその合理的な費用を株主に補償することを定める付属定款を認めるとともに (§ 2.06(e))、取締役会は合理的な費用の算定基準や手続きについての付属定款を設けることができ、株主はこの付属定款を変更および廃止できないとされた (§ 2.06(d))。

- (19) fiduciary-out 条項は一般に友好的な M & A 取引において利用されるものであり、当該取引を確実に遂行させるための取引保護措置 (deal protection devices) に従うと取締役等が会社に対して負う信託義務に抵触するおそれがある場合に、当該取引保護措置から取締役を解放することを可能にするために設けられる。Fiduciary-out 条項については、William T. Allen, *Understanding Fiduciary Outs: The What and the Why of an Anomalous Concept*, 55 Bus. Law. 653 (2000)* 岩倉正和 Ⅱ 大井悠紀「M & A 取引契約における被買収会社の株主の利益保護——Fiduciary Out 条項を中心に——」[上][中]「商事法務」一七四三号三三頁、一七四五号二七頁 (二〇〇五年) 参照。

今後、CA 判決を踏まえて付属定款においても fiduciary-out 文言を挿入することが予想されるが、取締役会が自らの地位を守るためにそれを援用して株主側の候補者への補償を拒否するおそれもある。そこで、この局面では fiduciary-out の援用を厳しく審査すべきであり、審査基準として、株主の議決権行使の効果を阻害する措置に適用されるいわゆるブラシウス基準を用いるべきとの主張がなされている。Christopher Fawal, *Protecting Shareholder Access to Director Elections: A Response to CA, Inc. v. AFSCME Urging the Adoption of a Blasius Standard of Review for the Exercise of a Fiduciary-Out Clause*, 59 DUKE L. J. 1457 (2010).

- (20) Paramount Communs Inc. v. QVC Network Inc., 637 A.2d 34 (Del. 1994). 同判決を紹介する邦語文献として、中山秀木「競合する企業買収を阻止する契約の適否」商事法務一四五五号三二頁 (一九九七年)、大杉謙一「敵対的買収と防衛措置の法的効力に関する一試論」小塚莊一郎編『落合誠一先生還暦記念 商事法への提言』四九三頁 (二〇〇四年) 参照。
- (21) Quickturn Design Sys., Inc. v. Shapiro, 721 A.2d 1281 (Del. 1998). 同判決を紹介する邦語文献として、黒沼悦郎「取締役会の権限を制限する付属定款の効力」商事法務一六二九号四八頁 (二〇〇二年) 参照。
- (22) Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914 (Del. 2003). 同判決を紹介する邦語文献として、棚橋元「オムニケア判決——取引保護条項の有効性——」野村修也 Ⅱ 中東正文編『M & A 判例の分析と展開』二五九頁 (経済法令研究会、二〇〇七年) 参照。
- (23) Unisuper Ltd. v. News Corp., 2005 Del. Ch. LEXIS 205 (Del. Ch. Dec. 20, 2005), *reprinted in* 31 Del. J. Corp. L. 1186 (2006).

- (24) ノー・ストップ条項 (no-stop clause) とは、M & A 取引において対象会社取締役等が他の買収を勧誘すること、他の買収者と交渉すること、ならびに他の買収者に非公開情報を提供することを禁止する条項をいう。ターミネーション・フィー (termination fee または break-up fee) とは、契約当事者が一方的に契約を解約するなど一定の事由が生じた場合に、解約した当事者が他方当事者に対して支払いを義務づけられる高額な解約金をいう。高額なターミネーション・フィーを課すことによつて、対象会社にとつて買収者との取引から離脱する障害となるため、第三者による介入を抑止する効果が高まる。取引保護措置については、松本真輔「友好的 M & A 取引における取引保護条項〔上〕」国際商事法務三二巻七号九三三頁（二〇〇三年）、高橋聖「M & A 取引における取引保護措置と取締役の善管注意義務」商事法務一七七三号四六頁（二〇〇六年）、カーティス・J・ミルハウプト編『米国会社法』二一五頁以下（有斐閣、二〇〇九年）参照。
- (25) *Paramount v. QVC*, 637 A.2d 34, 51.
- (26) *Quickturn v. Shapiro*, 721 A.2d 1281, 1291-92.
- (27) *CA, Inc. v. AFSCME*, 953 A.2d 227, 239.