

## 米国における取締役会コアモデルに関する一考察

——取締役会の権威とアカウントビリティに着目して——

吉 行 幾 真

はじめに

二〇世紀後半から二一世紀にかけ、米国においては、企業買収の活況等を背景にコーポレート・ガバナンス論<sup>(1)</sup>があるいは、会社のあり方をめぐる議論が活発化した。そこでの論点は多岐にわたっていたが、とりわけ注目すべきは、ステークホルダー（株主・会社債権者・従業員・コミュニティ等々）間の利害調整ルールにおける株主利益の位置づけに関する問題であったともいえる。というのも、この問題の理解如何によっては、会社法の基本的な構成が大きく変化する可能性があったからである。

会社においてステークホルダーの利益が対立する場合には、最終的にステークホルダーのいずれかの者の利益を優先させなければならず、そうした利害対立の適切な調整なくしては、会社が成り立たなくなるおそれがある。この点、米国の判例及び学説は、従来から株主利益の最大化が会社の目的であり、取締役の信認義務違反の責任は、

株主に対してのみ負うとしてきた。<sup>(2)</sup>

しかし、一九八〇年代に入り、敵対的な企業買収が活況を呈するなか、取締役が経営判断を行うに際し、株主以外の利益を考慮することを否定しない判例及び州法が現れるに至った。<sup>(3)</sup> こうした判例及び州法は、伝統的な株主利益の最大化といった原則を前提とした上で、取締役は株主に対してのみ信認義務を負うとすることの例外を法が認め、この点につき、取締役の信認義務の概念を巡り意見の対立が生じた。

そこで、本稿では、非常に概括的ではあるが、取締役は株主に対してのみ信認義務を負うとする見解に立つ会社概念（以下、「契約モデル」とする）、及び、取締役が株主以外に対しても信認義務を負うことを否定しない見解に立つ会社概念（以下、「共同体モデル」とする）につきそれぞれ整理した後、<sup>(4)</sup> 契約モデルをベースに、「取締役会の至高性」につき強調を試みる「取締役会コアモデル」につき、検討を加えていく。

### 会社概念総説

コーポレート・ガバナンス論は極めて多くの重要な問題を含んでいるが、ファンダメンタルな問題をあえて一つだけ抽出しようと試みれば、以下の問題を指摘できるかもしれない。

すなわち、会社を「契約の束 (nexus of contracts)」<sup>(5)</sup> と捉えるか、あるいは、「法的実体 (legal entity)」と捉えるか、という問題である。この問題は、会社におけるステークホルダー間の利害衝突、あるいは、大規模公開会社における所有と経営の分離に起因する取締役と株主との利害衝突を調整する方法とも関連する。

契約モデルに立つ契約論者 (contractarians) は、会社を、それ自体何ら実体を有していない契約の束であると捉え、<sup>(6)</sup> 取締役の行為に対して法的な規制を課すというよりはむしろ、取締役と株主の利益を関連づけることで、任

意的な契約及び市場の力に依拠する傾向があるといっている。

他方、共同体モデルに立つ共同体論者 (communitarians) は、会社を、自然人のように権利や責任の主体となる独自の実体であると捉え、<sup>(7)</sup> 取締役の行為の規制との関連で法的規制を強調する傾向があるともいえる。加えて、共同体論者は、そうした法的な規制を欠く場合、取締役は株主及び社会一般に対してアカウンタビリティを負わなくなるおそれがあるとの懸念を示しがちであるといえるかもしれない。<sup>(8)</sup>

では、これら会社概念につき言及した後、コーポレート・ガバナンス全般につき詳細な検討を行い、最終報告から一〇年以上経た現在において、今なおアメリカ会社法の研究につき不可欠とされる文献、A L I (American Law Institute) の「コーポレート・ガバナンス原則における会社概念についても言及していく」とある。<sup>(9)</sup>

#### (一) 契約モデル

##### 概説

新古典派経済学において確立された枠組みを基礎に、契約論者は、会社におけるステークホルダー間に存在する契約的な関係に着目している。法と経済学の領域において隆盛したこのモデルは、外部市場における取引費用を最小化するために会社が存在するとした Coase の理論に基づいている。<sup>(10)</sup> Coase は、市場における取引には費用が発生し、この費用は、市場における取引が契約当事者間の取引を規律する契約の束によって代替される組織を形成することで削減される、と指摘した。

加えて、Coase は、会社を組織しその組織内で発生する取引をコントロールする起業家の役割に注目した。Coase が論じるところの起業家は、会社を構成する契約の束において中心的な役割を果たす関係上、全ての契約の当事者となり、会社の各株主と個別に交渉を行い、さらには、組織を売却あるいは解散させる排他的な権利も有し

ているとされた。<sup>11)</sup>

その後、一九七〇年代に、多くの学者が Coase の理論を公開会社に対しても適用するようになり、一九八〇年代における一連の企業買収を契機に、より精緻化された理論へと進境した。<sup>12)</sup> 公開会社と Coase が想定した組織（以下、「Coase 的組織」とする）との最大の相違は起業家の不在であった。公開会社の取締役は Coase 的組織の取締役と同様の責任を負っている。しかしながら、Coase 的組織の取締役とは異なり、公開会社の取締役は資本の提供者でも、あるいは、会社における残余請求権者でもないのである。公開会社において、そうした役割は投資家が担っているのである。契約モデルにおいて、投資家は会社における契約当事者を構成するステークホルダーの一部のグループに過ぎない。こうした見解は、会社内部の市場と会社外部の市場の存在を前提とした上で、一定の取引は、一方における市場より他方における市場において効率的になし得るとの立場に立っている。したがって、会社は取引費用を減らすためにデザインされた契約の束から構成されたとした Coase の理論は、公開会社においても、起業家の不在によって損なわれることはないともいえる。

契約論者は、会社が独自の法的実体を有するとの見解に批判的なスタンスに立ち、会社を様々なステークホルダーを規律する明示的、あるいは、黙示的な契約の集合体であるとも位置づける。ステークホルダーは、既存の契約や合意が規律する範囲内で互いに交渉する自由を有しているが、通常、会社の取締役は、ステークホルダーの各グループと交渉することで、交渉の手続の簡便化を図っている。例えば、製品市場における契約条件が雇用契約の条件に不可避免的な影響を与える場合であっても、雇用契約は製品市場における契約とは別個に交渉される。

契約モデルにおいて、会社外部の市場で結ばれる契約の主たる役割は、会社内部における市場の機能を超えたところにある。この点、会社外部の市場としては、例えば、四つ挙げられる。すなわち、会社の支配権市場、資本市場、経営者市場、及び製品市場である。非効率あるいは不合理な契約は市場においてそのペナルティーを受けるリ

スクが高まり、そうしたリスクあるいはペナルティがもつ抑止力は自律的な行為を促す源泉となる。それゆえ、契約モデルは、会社内部におけるセルフコントロールのインセンティブが存在することを強く意識している点において、会社の自律性を強調した概念であるともとらえうる。<sup>13)</sup>

#### インプリケーション

契約モデルのインプリケーションは多岐にわたっているが、そのポイントは、会社における残余請求権者たる株主の利益を最大化させることにあるといえるかもしれない。

この点、資本主義経済における会社の生産プロセスを「チーム生産」と特徴付けた Alchian と Demsetz は、チームにおける手抜き (shirking) を最小化させることでチームの生産性を最大化させるには、チーム内のコントロール権を残余請求権者に委ねるべきである<sup>14)</sup>、とする。

そして、結論的には、契約モデルにおいて、取締役の信認義務は株主に対してのみ負っているものであり、株主の利益を最大化させるとのロジックは、株主を他の何れのグループのステークホルダーよりも優遇するといった偏頗的な価値判断によるものではなく、契約モデルにおける株主の優越的な地位は、残余請求権者としての地位に起因するものであると整理される。

すなわち、残余請求権者の地位にあるステークホルダーのみが会社利益の最大化を図るインセンティブを有しているものであり、その他のステークホルダーは、程度の差があるものの、固定的な債権を有しているといえ、会社が保証している債権の支払の程度を越えて会社利益の最大化を図るインセンティブを有していないとされる。株主は、他の何れのグループのステークホルダーよりも会社のコントロール権を高く評価するがゆえに、会社のコントロール権は株主に対して与えられるのである。

なお、株主利益の最大化が契約モデルの中心であり、契約モデルは株主重視の見解であるとらえているが、株主利益の最大化が全てのステークホルダーの利益を重視を結果するとの見解も導きつるとされる。<sup>15)</sup>

#### 本モデルに対する批判

契約モデルに対して最も厳しく批判するのであれば、契約を締結することは費用がかかりすぎる、あるいは、そもそも契約を締結することが出来ない、といった状況を強調することになる。実際、契約文言の不明瞭性、不測の状況への対応の不十分性、あるいは、契約違反の立証の困難性等が存在するため、契約の不完備性を完全に否定することは極めて困難である。<sup>16)</sup>

加えて、契約モデルに対する批判として、情報の非対称性や取引費用に関する問題等が解決し得ないことが挙げられている。<sup>17)</sup> これに対しては、例えば、株主と取締役との間のエージェンシー問題は、契約を通して解決することが可能であると考えられる契約論者もいるが、極めて多数の理論的あるいは実証的な先行研究が示しているところによれば、会社におけるエージェンシーコストはそもそも排除することはできないとされている。

#### (ii) 共同体モデル

##### 概説

契約モデルの考え方は、会社法上、極めて有力な地位を占めるに至っており、デラウェア州衡平法裁判所の首席裁判官であったAllenも、<sup>18)</sup> この状況を認めている。もっとも、Allenは、共同体モデルにつき、確固たる地位を築いている契約モデルとは異なるロジックが存在することは会社法学を発展させる上で有意であるとの見解も明らかにしている。<sup>19)</sup>

共同体モデルは、会社を個々の経済的な集合体ではなく、むしろ、法的な実体として捉えており、こうした立場に立つた上で経済的な行為が社会に対していかなる形で貢献すべきかといった視点にウェイトをおいている。したがって、共同体モデルにおいては、協調といった点を意識し、取締役の責任を強調する傾向があるともいえる。この点、契約モデルにおいては、会社の目的を達成するための取締役の行為に注目し、自由や競争といった価値を前面に出しているといえるかもしれない。

##### インプリケーション

共同体モデルにおいては、株主だけでなく、会社における全てのステークホルダーに対して信認義務を負うとする。<sup>20)</sup> それゆえ、共同体モデルでは、特定のステークホルダーが会社と交渉する機会を全く有していない場合に発生する負の外部性の問題<sup>21)</sup>だけでなく、情報や交渉力の非対称性をも考慮してステークホルダー間の公平性を図るべきと考える。それゆえ、契約モデルに立つ場合、法を契約における事前的自由や効率性を確保する手段であると位置づける傾向があるのに対し、<sup>22)</sup> 共同体モデルにおいては、法を契約の結果における公平性を確保するための手段と位置づける傾向があるといえるかもしれない。なお、既述の通り、現に、そのような共同体モデルを強く意識した法律が多数の州において立法化されている。

##### 本モデルに対する批判

実際、共同体モデルには優れた点が存在する。会社がより多くの社会的責任を果たすことはむしろ歓迎されるべきであろう。しかしながら、取締役が株主以外のステークホルダーに対して信認義務（以下、「多面的な信認義務」とする）を負うとする共同体モデルに拠った場合、取締役の責任につき極めて重大な問題が発生する。すなわち、

取締役が多面的な信認義務を負うとすることは、取締役の信認義務の名宛人が多岐にわたることを意味し、結果的に取締役の責任が曖昧なものとならざるを得なくなる。したがって、取締役のアカウントビリティーの緩和が結果されうる。<sup>(25)</sup> それゆえ、取締役が多角的な信認義務を負うとする共同体モデルに立つ会社概念は、少なくとも最も効果的なコーポレート・ガバナンスではない、ということはいえるかもしれない。<sup>(26)</sup>

(iii) ALIEのコーポレート・ガバナンス原則二・〇一条

ALIEのコーポレート・ガバナンス原則（以下、「ALIE原則」とする）において、会社概念に関して言及しているのは二・〇一条<sup>(27)</sup>（以下、「二・〇一条」とする）においてである。

二・〇一条：会社の目的および活動

- (a) 会社は、本条(b)項及び六・〇二条（敵対的公開買付を阻止する効果を有すると予想される取締役の行為）に服する場合を除き、会社利潤及び株主利益を増加させる意図で営業活動を行うことを、その目的とすべきである
- (b) 会社は、会社利潤及び株主利益が増加しない場合であっても、その営利活動において
- (1) 自然人と同じ程度に、法定の範囲内で行為する義務を負う
  - (2) 責任ある営業活動に適切であると合理的に考えられる倫理的考慮をすることができる
  - (3) 会社資産から合理的金額を公共の福祉、人道上、教育上及び慈善の目的に献金することができる

二・〇一条は判例法の立場に通っているとされるが、この二・〇一条の位置づけについては多くの議論がある。<sup>(28)</sup>

この点、一般的な見解として、(a)項は、判例法や契約モデルに沿った株主利益最大化原則を示しているのに対し、(b)項では共同体モデル的な見解に立ち、合理的な倫理上あるいは慈善目的の行為が株主利益最大化原則より優先されることを認めているとされる。(b)項の解釈については、ALIE原則の首席報告者であった Melvin A. Eisenberg は、以下のような見解を示している。すなわち、会社の基本的な目的は株主利益の最大化であるが、会社は経済的な存在だけでなく社会的な存在としての役割も果たすべきである、<sup>(29)</sup> 社会的な存在の要素としては、(b)項に三つ挙げられている。

まず、(b)項(1)において、会社は法が定める制限内においてのみ経営されなければならない、<sup>(30)</sup> ということを明らかにした。次に、(b)項(2)所定の合理的に倫理的な考慮により行う会社の行為とは、自然人が行う行為と同様に、会社の行為には倫理的な考慮も反映させるべきであり、もし反映させなければ社会的に賢明でないとされる作爲もしくは不作爲を回避すべきであるとの考えに基づいたものである。そして、(b)項(3)においては、会社財産のうち合理的な金額を慈善的な目的に投入することを認めているが、「<sup>(31)</sup> 同見解は、社会政策 (social policy)」、<sup>(32)</sup> ひいては、<sup>(33)</sup> 一国の富の大半は会社のコントロール下にあるとの事実によるものであるのかもしれない。

しかしながら、二・〇一条における共同体モデル的なトーンに対して、多くの学説は批判的であり、二・〇一条は株主利益最大化原則をより一層強調すべきであったとの見解が少なくない。そうした見解を以下、幾つか挙げてみる。

例えば、Nicholas Wolfson は、市場における力に対する信頼を論じる上で、ALIE原則には何ら実証的な根拠付けがなされていないと主張する。<sup>(34)</sup> また、W. Walker, Jr は、ALIE原則が予定するコーポレート・ガバナンスは政府による規制の強化に基づいたものであるあり、<sup>(35)</sup> 同点においてALIE原則は実務界 (business community) では受け入れられないとした。<sup>(36)</sup> そして、Roberta Romano は、ALIE原則において取締役が株主の承認無く株主

利益最大化原則を修正することを明示的に認めたことは不可解 (puzzling) であるとした<sup>(34)</sup>。加えて、James D. Cox は、A L I 原則における取締役の義務 (director's obligation) の射程範囲に株主以外のステークホルダーを含ませるより、むしろ、より直接的に株主のみをその射程に入れ、取締役の義務を固定的にすべきであると主張する<sup>(35)</sup>。さらには、二・〇一条(b)項により、取締役が倫理的もしくは慈善的な事由に基づく行為を任意に行いながら故に取締役の当該行為につき株主による十分なモニタリングを行えない<sup>(36)</sup>、あるいは、株主は当該行為に関する取締役の責任を追及するメカニズムを欠くことになる<sup>(37)</sup>、といった批判もある。

この点、A L I 原則自体の解説部分であるコメントや例解 (Illustrations) においても、株主によるモニタリングを欠く結果、取締役の権限濫用が行われつつあることを指摘する一方で、二・〇一条(b)項が取締役自身の価値観を追求することを促しているとも解しうる<sup>(38)</sup>。それゆえ、株主利益とステークホルダーの利益の関係について適切な形で規定をおくのであればよいが、明示の規定によりかえって混乱を生ぜしめることは避けるべきであるのかもしれない<sup>(39)</sup>。

とまれ、二・〇一条(b)項は、あくまで、取締役は合理的に倫理的もしくは慈善的であると考えられる事由を考慮することが可能であることを規定するにとどまり、取締役に對して経営判断を行う上でこれらの事項を考慮する義務を課しているのではない。したがって、二・〇一条の意義は、(a)項に示されている株主利益の最大化が会社の主たる目的であることを明示した点にあるといえ、原則的には、取締役は株主に對してのみ信認義務を負っているとの見解に立っていると解しうる。

### 取締役会の至高性

で示したように、会社概念は概括的には契約モデルと共同体モデルに類型化されるが、基本的には、程度の差こそあれ何れのモデルにおいても株主利益最大化原則は肯定されている。すなわち、契約モデルにおいては、取締役は株主に對してのみ信認義務を負うことから、株主利益最大化原則を全面的に肯定している。他方、共同体モデルにおいても、取締役の信認義務が株主以外のステークホルダーに對して負うことを否定しないといえ、通常、取締役が株主以外のステークホルダーに對して信認義務を負うことになる局面とは、株主利益最大化原則により株主以外のステークホルダーの正当な利益が害される場合である。したがって、共同体モデルにおいても、基本的に、株主利益最大化原則は否定されてはいないと解しうる。

ただ、ここで注意すべきは、株主利益最大化原則と株主中心モデルが必ずしも同義ではないということである。株主中心モデルにおいては常に株主利益最大化原則が適用されることになるが、反面、株主利益最大化原則の立場に与ることがストレートに株主中心モデルの立場に与ることを意味するのではないのである。とはいえ、今日、会社法における多数の論者が採用している会社概念は株主中心モデルの類であることには配慮する必要がある<sup>(40)</sup>。この点、非常に基本的な事項ではあるが、そもそも株主中心モデルとは何であるのか。こうした素朴な問いかけには、以下のように答えることも可能であるかもしれない。

すなわち、株主中心モデルとは、コーポレート・ガバナンスが株主を中心に組み立てられるべきということ、加えて、株主は会社における最終決定権者である、といった二つの理論をその支柱とするモデルである、と定義づける<sup>(41)</sup>。前者の理論は、いわば、株主利益最大化原則である。そして、後者の理論(以下、「最終決定権株主保有原

則」とする)は、とりわけ、エージェンシー・コストの削減と大きな関わりがあるとされる。

最終決定権株主保有原則をその理論的支柱の一つとする株主中心モデルにおいては、一般に、株主の議決権は強力かつ排他的であるとされる。<sup>(43)</sup> こうした立場によれば、会社組織における経営者が業務執行を行う上で、経営環境の変化に適宜対応しうる意思決定を行う権限のルーツが株主にあるとしている。<sup>(44)</sup> しかしながら、こうした見解には疑問を呈さざるを得ない。会社における経営者の業務執行の権限のルーツは本来的に取締役会にあるのである。以下、この点につき敷衍する。

#### (一) コンセンサスと権威

まず、会社とは一体どのように捉えられるのか。この点については、既に言及しているが、本稿では株主利益最大化原則をその基幹的な概念とする契約モデルの立場に与する関係上、会社の本質は単なる契約の nexus (束) に過ぎないものと捉える。より正確には、会社は契約の nexus を有していると考えることとする。この考えのルーツは、基本的には Coase の理論に因っているが、とりわけ、組織における意思決定という切り口からは、次に述べる二つの意思決定メカニズムを指摘する組織の意思決定に関する Arrow の理論に依拠している。すなわち、「コンセンサス」と「権威」である。<sup>(45)</sup>

「コンセンサス」をベースにした意思決定(以下、「コンセンサスモデル」とする)は組織の各メンバーが同一の情報及び利益を有しているときに利用され、集団的な意思決定を容易化する。他方、「権威」をベースにした意思決定(以下、「権威モデル」とする)は、組織の各メンバーの利益が一致せず、かつ、情報量も異なる場合に利用される。こうした状況においては集団的な意思決定が困難なものとなり、関連するあらゆる情報が提供され組織全体に対して拘束力のある意思決定を行う権限を委譲された中央の機関が権威モデルの要となる。

この点につき、会社の規模をメルクマークに敷衍すると以下の通りである。

小規模な会社はコンセンサスモデルが適合するその典型であり、会社の規模が大きくなるにつれ、コンセンサスモデルは実際のでなくなる。そして、本稿の検討対象である大規模公開会社に至っては、コンセンサスモデルの利用は本来的に不可能となり、こうした会社においては、まさに、権威モデルが適合する。

大規模公開会社の株主は会社業務あるいは会社政策に関して適切な決定を行う上で必要な情報あるいはインセンティブを有していない。また、株主の会社経営に対する関与をブロックしている集合行為 (collective action) の問題を克服することは難しく、たとえ、可能であったとしても非常にコストがかかる。<sup>(47)</sup> それゆえ、大規模公開会社においては、株主は意思決定の権限を規模の小さなグループ、すなわち、取締役会に委ねられることとなる。<sup>(48)</sup>

ただ、大規模公開会社において権威モデルを活かすには所有と経営の分離が不可欠であるものの、それだけでは不十分である。現代の大規模公開会社は取締役会が日常の業務執行を行うにはその規模があまりに大きく、加えて、大規模公開会社における取締役の多くは他社で常勤の職を持つ社外取締役であり、会社の経営にあてられる時間は限定されている。この点、デラウェア州会社法一四一条(a)項のみならず、アメリカ模範会社法八・〇一(b)条においても、「会社の事業及び業務は……取締役会の指示の下で経営されるものとする」と規定されている。<sup>(49)</sup> 実際には、取締役会の権限が役員へ、さらには、下位の従業員へといった形の権限委譲が広く行われている。<sup>(50)</sup> それゆえ、大規模公開会社においては参加型民主主義ではなく、権限委譲をベースにしたヒエラルキーによる意思決定が行われているとの整理も可能であろう。

#### (ii) ヒエラルキーとモニタリング

会社におけるヒエラルキーの機能としては、会社内の情報の収集・伝達・処理に関わるコストと大きな関わりが

ある。

いかなる組織においても、情報を意思決定を行う権限を有する者に提供するメカニズムの適正化を図るためのコストは不可避的に発生しているが、とりわけ本稿の対象である権威モデルの組織、すなわち、大規模公開会社においては、情報の効率的な運用がそうしたコストを削減する上で重要な鍵を握っているともいえる。

効率的な経営を行うには、他者の主観的な解釈によって歪められていない重要な情報が意思決定権者に伝わることが担保されたローコストのメカニズムが築かれなければならない。こうした観点からは、大規模公開会社におけるヒエラルキー構造は情報を収集・伝達・処理するための効率的なメカニズムであると位置づけうる。別言するとヒエラルキーは限定合理性に関わる問題への対処であるともいえる。というのも、限定合理性とは、情報の不完全性や非対称性、そして、意思決定者の認知能力や計算能力に限界があることに起因するのであるが、ヒエラルキーは経営陣各人の直接の指揮下にある部下の範囲を限定し、ピラミッド状に人々を少数のグループに分ける。

より具体的には、グループの各メンバーは同一の監督者 (supervisor) に情報の報告を行う。そして、今度は、その監督者は上位グループの一メンバーとなり、自らの監督者に報告を行う。最終的には経営者に報告が行われることになる。このようなヒエラルキー構造は大半の大規模公開会社において存在しており、こうしたヒエラルキー構造なくして効率的な意思決定の実現は難しいであろう<sup>(32)</sup>。

また、情報の生産や伝達に関する機能だけでなく、ヒエラルキーは会社のエージェンシー・コストに対する重要な抑止機能も提供する。エージェントは事後的に手抜きをするインセンティブを有しているが、同様に、手抜きを防ぐ条項を含む契約を事前的に結ぶ強いインセンティブも有している。

しかしながら、どのような組織においても契約上の問題、すなわち、不確実性・複雑性・機会主義等に関わる問題<sup>(34)</sup>が、組織と（組織の）エージェントとの間においてエージェントによる手抜きを防ぐために必要とされる完備契約を結ぶ上での障害となつている<sup>(35)</sup>。それゆえ、組織は事前的な契約ではなく、事後的なガバナンスをエージェントによる手抜き防止のより所としている。すなわち、そうした組織においては、手抜きを発見し制裁を加えるガバナンス・メカニズムを築いているのであり、組織の経営者は組織のメンバーをモニタリングしなければならぬのである<sup>(36)</sup>。

この点、大規模公開会社においては、取締役会が権限を経営者に委譲し、彼らのパフォーマンスにつきモニタリングしている。そして、経営者は各部門のマネージャーに権限を委譲する。各部門のマネージャーは自らの担当部門のパフォーマンスにつき責任を負う。こうしたプロセスが末端の部門まで続いていくのである。段階的なヒエラルキー構造を築くことで、会社の組織が細分化され、モニタリングする者が直面する不確実性・複雑性・機会主義に対処することとなる。ヒエラルキーの各段階においてモニタリングする者は比較的少数の個人を監督する責任を負うこととなり、通常、モニタリングする者の職務が限定されることで責任の所在が明らかになりやすい<sup>(37)</sup>。

しかしながら、モニタリングする者を誰がモニタリングするのか、といった問題<sup>(38)</sup>はどう解決するのであろうか。組織においては、他者からモニタリングを受けることなく会社のパフォーマンスを確保する十分なインセンティブをもった最終的な監督者 (ultimate monitor) が必要とされる。果てしないモニタリングに楔を打ち込まねばならないのである。

このシレンマにつき、既述の通り、Alchian と Demsetz は最終的なモニターと残余請求権者の役割を結びつけることで解決したのであるが<sup>(39)</sup>、果たして、この理論は、現代の大規模公開会社の特徴である所有と経営の分離と整合性がとれているのであろうか。

Alchian と Demsetz の理論によれば、会社の残余請求権者である株主は会社の最終的なモニターとして機能しなければならない。しかし、法は株主に対してエンフォースメントが担保された権利や取締役の選任権等を与えて

いるが、こうした権利は非日常的な局面に備えたものである。通常、原則的には、会社のエージェントに対して実質的なモニタリングをする上で必要な権利、実務的能力あるいはその願望は無い<sup>(64)</sup>。この点、エージェント・コストは裁量権を残余請求権者以外の者に与える場合には、不可避免的に発生する。会社法がそうした裁量の幅を削ることでエージェント・コストを減らすことが可能である。しかし、そのようなことはなされていないことから考えるに、アカウンタビリティが会社法において重視される唯一の規範ではないと捉えることも合理的であるといえるかもしれない。会社法は権威 (authority) とアカウンタビリティの両者を重視しているものであり、<sup>(65)</sup> 而言及する取締役会コアモデルはその点を顕現しようとして試みるものである<sup>(66)</sup>。

### 取締役会コアモデル

会社が市場競争で勝ち抜くためには、効率的な意思決定を促進するガバナンス・システムが必要である。加えて、ガバナンス・システムにおいて適切に権限が配分され、意思決定を行う者の行為規範が明確にされねばならない。前者は、状態の変化に命令 (fiat<sup>(67)</sup>) を通して適宜対応しうる権限が与えられている取締役会を頂点とするヒエラルキーを通して行われ、後者は、すなわち、株主利益最大化原則である、と考える<sup>(68)</sup>。そして、この両者をストレートに体现するものが取締役会コアモデルである。

なお、以下、取締役会コアモデルにつき言及する前に、取締役会の権限の法的位置づけにつき、概括的整理を行うこととする。

#### (一) 取締役会の権限の法的位置づけ

取締役会の権限の法的位置づけは時代と共に変遷してきた<sup>(69)</sup>。現代的な会社法が現れる以前においては、会社における権限は株主にあり、株主はそうした権限を株主自らのエージェント (agent) である取締役に委譲している (エージェント説<sup>(70)</sup>) とされた。こうした見解の下では、会社の所有者である株主が自らのエージェントに過ぎない取締役の権限を任意に取り上げることができるとされた<sup>(71)</sup>。

その後、各州が授権法 (enabling statutes) 的な観点から<sup>(72)</sup>、取締役会は会社の機関であるとする会社法が制定され始め、取締役 (会) が一定の行為を行うことを認可した州に取締役 (会) の権限のルーツがあり、取締役 (会) の権限は株主に由来するではない (コンセッション (concession) 説<sup>(73)</sup>) とされた。コンセッション説においては、既に任意の形で存在していた組織を単に州が認定するのとは異なり、会社の存在及び権限が州による認可により初めて効力あるものとなる。コンセッション説はニューヨーク州等において大きな影響力を有していた<sup>(74)</sup>。

そして、現在においては、取締役はエージェントではなく、名宛人を会社とする信託義務者 (fiduciary) であり<sup>(75)</sup>、加えて、取締役は受託者 (trustee) ではないのであるから、取締役と会社との関係はそれ自体特有な (sui generis) ものであるとの理論 (スライ・シネリス説<sup>(76)</sup>) が取締役会の現代的な役割を最も的確に捉えているとも評されている<sup>(77)</sup>。

この点、取締役会コアモデルにおける取締役会の権限は、原則的に、取締役会を頂点とするヒエラルキーが効率的な意思決定を促進するガバナンスシステムであるとの枠組みを前提としている。そこで、かつて、ニューヨーク州最高裁判所で示された言葉を手がかりに取締役会コアモデルの法的位置づけを明らかにしようとするのであれば、次のようにとらえることも可能であろう。すなわち、取締役会コアモデルにおける取締役会の権限は、概ね、「オリジナルなものであり、かつ、どこから委譲されたものではない」と位置づけうるかもしれない。それゆえ、こ

の限りにおいては、コッセツション説に近似しているとも考え得る。しかしながら、州の認可により取締役会の権限が根拠づけられるのではなく、あくまで、会社、ひいては、株主との関係により根拠づけられるのであり、取締役会の権限は基本的に契約により根拠づけられるのである。そして、取締役会コアモデルでは、取締役が信託義務者であることを前提とした上で、株主利益最大化原則を取締役の行為規範として位置づけている。したがって、取締役会コアモデルは、取締役会の権限につき、スーアイ・ジェネリス説に与するものであると考える<sup>(73)</sup>。

(ii) 取締役会コアモデルの意義

ヒエラルキーの効用

会社が市場競争で勝ち抜くためには、効率的な意思決定を促進するガバナンス・システムが必要であり、状況の変化に命令を通して適宜対応しうる権限が与えられている取締役会を頂点とするヒエラルキーを通して適切に権限が配分されなければならない。

デラウェア州会社法一四一条(a)項では、「会社の事業及び業務は取締役会により、または、その指示の下で経営されるものとする」と規定している<sup>(74)</sup>。それゆえ、法文上は会社における意思決定の大半は取締役会に向けられている。しかしながら、業務上の意思決定は取締役会から下位の役員あるいは従業員に委ねられており、通常、取締役会が個々の具体的案件に対して積極的に関与することは希である。ただ、取締役会は役員や従業員（以下、「役員ら」とする）の人事権を有し、役員らの権限の中身を決定する権限を留保し、なおかつ、一定の重要事項については取締役会が役員らに委ねておらず、取締役会が排他的にその決定権限を確保している。このような意思決定モデルでは、取締役会が動き、株主がせいぜい受身的に反応するものと捉えられている。敢えてこの点をより直截に示そうと試みるのであれば、会社の支配権は、通常、株主ではなく取締役会に存在している、ともいえる<sup>(75)</sup>。株主は

取締役会により示される極めて例外的な事象につき承認あるいは拒否する権限を有しているだけなのである<sup>(76)</sup>。

取締役会の権限

先に示したように、株主中心モデルは、会社における最終的な支配権を株主に委ねている意思決定モデルである。このモデルにおいては、株主が有する支配権は、とりわけ、エージェンシー・コストを減らす上で不可欠であるとされ、株主の議決権は排他的で強力であるとされる<sup>(77)</sup>。こうした見解によれば、理論的には、会社における命令の権限の由来が株主まで遡ることもなりかねない。この点、法的にも実際上も、会社における命令権限は取締役に与えられており、通常、株主には、取締役会からそうした権限を取り上げる法的あるいは事実上の力は無い。会社法では、裁量的な命令権限が取締役に与えられている。例えば、デラウェア州会社法では、株主の議決権は基本的に、取締役の選任権、合併、全財産の売却、清算、及び、定款変更の承認権に限定されている<sup>(78)</sup>。手続的には、取締役の選任と定款変更のみが株主による議決権行使の前提条件として取締役会の承認が必要とされていない<sup>(79)</sup>。

加えて、株主権に対する制約は、株主が会社における意思決定に対して影響力を行使することを間接的にブロックするその他の規制によっても強化されている。

主たる規制としては二つあげられる。すなわち、大株主に関するディスクロージャー規定、及び、株主のコミュニケーション規定である。これらの規定が株主に対して与える影響としては、大株主の形成が抑制されること<sup>(80)</sup>、そして、株主間のコミュニケーションやコーディネーション(coordination)も抑制されること等が挙げられる。それゆえ、結果的に、通常、株主は会社に強い影響力を与えるに十分な株式を所有することも、あるいは、強い影響力を与える目的で株主が結束することも一般的ではないのである<sup>(81)</sup>。この点につき、以下、Bainbridge教授

による説明を手がかりに敷衍していく。

### 株主権に対する制約<sup>(86)</sup>

#### (a) 大株主に関するディスクロージャー規定

一九三四年証券取引所法一三条(d)項は、同法一二条所定の登録会社の他、いわゆる公開会社の発行済株式総数の五%を超えて実質的に取得した者は、取得した日から一〇日以内に発行者、SEC (The Securities and Exchange Commission)、及び、取引が行われた証券取引所に対してスケジュール13Dによる報告書を提出しなければならぬ、と規定している<sup>(87)</sup>。そして、以後、修正がある場合にも一〇日以内に報告されなければならないとする。

スケジュール13Dにおいては広範なディスクロージャーを行わなければならない<sup>(88)</sup>、特に注目すべき開示事項としては、「同一性 (identity)」、「意図 (intentions)」、「関係 (relationships)」があげられる<sup>(89)</sup>。

まず、「同一性」についてであるが、取得者が自然人である場合には、名前、勤務先住所、主たる職業、及び、証券犯罪歴の有無につき開示しなければならない。取得者が法人である場合には、会社の概要等の会社自体の情報その他、取締役、役員、及び、会社支配者につき開示しなければならない。

次に、「意図」についてである。取得者は今後の取得計画や発行者に対する意図につき広範な開示を行わなければならない。この点、特に、裁判所は、取得者が発行者に対する支配権の取得を意図しているのか、あるいは、支配権の取得につき考慮しているのかにつき開示を行わなければならないとの見解を示している。

最後に、「関係」についてである。スケジュール13Dは取得した株式に関する契約、取り決め、了解事項、あるいは、関係につき開示することを求めている。それゆえ、取得者が「グループ (後述)」の一員である場合、少

なくとも、取得者は「グループ」のメンバー間における同意事項あるいは了解事項につき開示しなければならない。なお、そうした事項が文書化されている場合には、文書のコピーを提出書類として添付しなければならない。

こうした一三条(d)項所定のディスクロージャーに関わる負担ゆえに、投資家は会社の発行済株式総数の五%超のブロックを保有すること抑制しているのかもしれない<sup>(90)</sup>。加えて、一三条(d)項は投資家が「グループ」を形成して協力することも結果的に抑制している<sup>(91)</sup>ともいえる。というのも、一三条(d)項(3)号において、二人以上の者が株式を取得、保有、あるいは、処分する目的でグループとして行動する場合には、そのグループを一人の者とみなすと規定されているからである。したがって、グループのメンバーが保有する株式の割合の合計が五%を超える場合、グループはスケジュール13Dによる報告書を提出しなければならない。加えて、二人以上の者が議決権を行使する、あるいは、会社を支配する目的で協力して行動することに同意することはグループを形成することになりうる<sup>(92)</sup>。

そして、一三条(d)項所定のディスクロージャーを行う義務があったにも関わらず、その義務を故意に (willfully) 履行しなかった者は刑事責任を追及されうることとなり、加えて、SECは刑事制裁金 (fine) や利益の吐き出し (disgorgement) 以外に民事制裁金を請求することが可能であり、機関投資家による株主アクティビズム (shareholder activism) に対する逆風的なファクターとして、グループへの一三条(d)項の適用や十分なディスクロージャーを欠いた場合の責任負担リスク等が挙げられるかもしれない<sup>(93)</sup>。

#### (b) 株主のコミュニケーション規定

州法においては、年に少なくとも一回は株主総会を開催することや特別株主総会に関する等、基本的な事項についての規定はあるが、株主と会社との間、及び、株主と会社との間のコミュニケーションのメカニズムにつき、原則的に州法は言及していない。代わりに、この点に関する規制は、一九三四年証券取引所法一四条(a)項に基づく

ECの委任状規則によっている。<sup>(92)</sup> それゆえ、この限りにおいては、州法が株主の議決権の実体的な側面をカバーし、いわゆる連邦法が手続的な側面をカバーしていると整理することも可能であろう。<sup>(93)</sup>

株主によるコミュニケーション規定ともいえるこの委任状規則は、大株主自らが推薦する取締役候補者を現在の取締役と交替させることを抑制するだけでなく、株主が相互にコミュニケーションすることも抑制している。というのも、委任状を勧誘しようとする株主は、通常、委任状投票用紙 (proxy card) と委任状説明書 (proxy statement) の準備及び配布に関する費用を負担しなければならないからである。加えて、SEC規則所定の様々な開示規定<sup>(94)</sup>が発動されることとなる「委任状の勧誘」が意味するところは非常に広く解されており、委任状の獲得 (procurement) ʼ差し控え (withholding) ʼあるいは撤回 (revocation) ʼや合理的に同視されるコミュニケーションは勧誘に該当するとされる。<sup>(95)</sup> 例えば、経営陣を批判する新聞広告は勧誘であるとされた。<sup>(96)</sup>

相互にコミュニケーションを図ろうとする株主は委任状を勧誘したとみなされるリスクを負うこととなりうるのである。それゆえ、委任状の勧誘を行うことにより委任状規則等の違反の責任を追及されるリスクが株主間でコミュニケーションを図る上での障壁となっているともいえる。<sup>(97)</sup>

なお、委任状の勧誘、あるいは、委任状の勧誘とみなされうる行為の代わりに、SEC規則14(a) 8所定の株主提案権を利用することが考え得るが、この点については、別稿で言及している。<sup>(98)</sup>

#### 機関投資家

株主権が直接的、あるいは間接的な形で弱められているにも関わらず、会社の支配権市場が株主権、とりわけ、株主の発言権 (voice) を強力な事実上の会社支配の手段へと転化させていると捉え、会社の支配権市場が株主による会社支配を裏書きしていると理解する立場もある。<sup>(99)</sup>

確かに、会社の支配権市場は株主の議決権の存在に依っている。しかしながら、会社の支配権市場が重要なアカウンタビリティ・メカニズムであると解するのは理解できるが、市場ベースのアカウンタビリティと会社において意思決定に関わる命令を出す権限 (命令権) である支配権とは別次元の概念なのである。取締役は資本市場や評判に関わる市場等々の様々な市場を通して株主の利益に対するアカウンタビリティを維持しているのであり、会社の支配権市場が株主に対して会社の支配権を与えていると考ええることは適切ではないだろう。では、会社の支配権市場はどのように位置づければよいのであろうか。取締役を交替させる権利は命令権ではなく、規律する (discipline) 権利なのである。<sup>(100)</sup>

こつした見解に対する批判として、機関投資家による株主アクティビズムが株主による会社支配の表れであるとの立場もある。<sup>(101)</sup> すなわち、合理的な無関心等により個人株主はコーポレート・ガバナンスにおいて積極的な役割を果たすことが困難である以上、<sup>(102)</sup> 年金基金やミューチュアルファンド等の機関投資家にその役割を求めようとする立場である。<sup>(103)</sup> ポテンシャル的には、機関投資家は、少なくとも小口の株主とは全く異なる行動をとる。というのも、機関投資家は多数の株式を保有しているとともに、専門的なスキルのあるスタッフを擁しており、小口の株主と比較してはるかに積極的な役割を果たしうるからである。それゆえ、大きなブロック株式を保有する機関投資家は株主価値を高めない行為に対する経営者のアカウンタビリティを強力に求めうる。加えて、機関投資家は相当数の議決権を背景に、より多くの会社の情報にアクセスすることが可能なため、会社の業績につき一層積極的にモニタリングし、会社の業績が芳しくない場合には取締役会の構成を変更することが出来る。<sup>(104)</sup>

しかしながら、機関投資家による株主アクティビズムが機能しているとの根拠は確認できない。<sup>(105)</sup> 全米の株式市場において機関投資家はその半数以上の株式を保有しているが、各機関が単独で大きなブロックを保有していることは非常に希である。最も積極的な機関投資家であっても特定の会社に投入できる資源は限定されるのである。実際、

委任状の勧誘や株主提案権が行使されることは一般的でない。したがって、機関投資家による株主アクティビズムの実証研究において、会社の業績と機関投資家による株式所有の比率との相関関係を強く疑わせるものは無いとの結果も特に意外なものではないのかも知れない。

### 取締役会の権威とアカウンタビリティー

#### (i) 権威とアカウンタビリティー

取締役会コアモデルにおいて、株主が有する取締役選任権、代表訴訟提起権、あるいは、一定の基本的事項の承認権等どのように位置づけらるべきか。こうした株主権は、株主が株式資本を会社に提供する上で、契約条項的なものと位置づけられる。権威モデルにおける意思決定は、通常、中央の意思決定機関、すなわち、取締役会でなされることが求められている。この点、取締役会の権威が会社法における唯一の価値であれば、株主は会社における意思決定に対する発言権は完全に否定されることになる。しかしながら、株主やその他のステークホルダーが会社と契約した権利をエンフォースメントするメカニズムが必要である以上、取締役会の権威が会社法における唯一の価値であるとはいえない。既述の通り、取締役会コアモデルにおいて、会社は取締役が様々な利害関係者と取引をする上で、株主を含め会社の全てのステークホルダーの権利は一定の契約上の権利に概ね収斂する。この点、株主のコアとなる権利は、取締役が意思決定を行う際に株主利益最大化原則を遵守することを求めることであると考えられるが、株主利益最大化原則それ自身が司法の場において何らかのエンフォースメントを強制する根拠付けとして位置づけられることはレアケースである。その代わり、司法の場外が多様なアカウンタビリティー・メカニズムを通して間接的に株主利益最大化原則はエンフォースメントされている。

こうした立場からは、株主の議決権は会社における意思決定システムの一部ではなく、様々なアカウンタビリティー・メカニズムの一つに過ぎない。

Vでは株主による会社経営への関与という切り口から取締役会の権威とアカウンタビリティーにつき論及していくこととする。そこで、まず、例えば、敵対的企業買収のオファーを受けた被買収会社、すなわち、ターゲット会社の取締役会がオファーを拒絶する要件として株主の承認を必要とした場合について取り上げてみることにする。

株主によるそのような承認（選択）、いわば、「歪みのない株主の選択 (undistorted shareholder choice)」<sup>(15)</sup> といえるものが、株主利益最大化原則における取締役のアカウンタビリティーを確保する上で適切であるとされるのであれば、取締役会コアモデルの下でも、そうした株主の権利は正当化されることとなる。しかしながら、そのような場合は、小規模閉鎖会社はさておき、大規模公開会社においては、通常、想定され得ないのではなかろうか。というのも、BerleとMeansが述べているように、所有と経営の分離により所有者の利益と経営者のそれとが乖離する状況を生み出されていること、<sup>(16)</sup> エージェンシー・コストが議論の対象となっているが、エージェンシー・コストをことさら強調することはミスリードである。取締役は、残余請求権者によるモニタリングに代わりうる様々なアカウンタビリティー・メカニズムの下で職務を遂行しているのであり、様々な市場の力が重要な抑止力を提供しているのである。すなわち、会社の支配権市場、資本市場、経営者市場、及び製品市場等、これらが取締役による手抜きを抑止しているのである。<sup>(17)</sup>

もっとも、残余請求権者である株主が有する権限を取締役に委ねることにより、エージェンシー・コストは不可避免的に発生している。それゆえ、エージェンシー・コストをゼロにすることは非常に困難であるものの、権限を縮小することでエージェンシー・コストを少なからず削減することは可能である。

しかしながら、大規模公開会社においてはそうした形によるエージェンシー・コストの削減は一般には行われていない。これは何を意味するのであろうか。権限には看過しえない価値が存在しているとも考えられよう。最適な会社モデルを考える上で、「権限がもつ価値（すなわち、「権威」）」と「権限が適切に行使されることを要求する必要性（すなわち、「アカウンタビリティー）」とのバランスは常に考慮されなければならない<sup>105)</sup>。この権威とアカウンタビリティーとは競争社会で会社が勝ち抜く為には無視することのできないファクターであろう。しかしながら、これらを同時に履行することはできない。一方を履行すると他方の履行はなしえないのである。この点につき、Arrow は次のように指摘する。「アカウンタビリティー・メカニズム」は誤りを修正できなければならない。しかし、それは権威の真の価値を破壊するようなものであるべきではない。（アカウンタビリティーを求める）機関がある程度以上厳格で連続的な性格をもっていると、それが権威の否定に結びついてしまう可能性があることは明らかである。A のすべての決定が B によって再審査されることになると、われわれが結局直面するのは権威の A から B への移転である。そして、それゆえに本来の問題自体にはなんらの解決も与えられない<sup>106)</sup>。それゆえ、権威を破壊することなく取締役会のアカウンタビリティーを維持させることは大きな困難を伴うが、権威とアカウンタビリティーの適切なバランスを確立することがコーポレート・ガバナンスに関わる問題のメインテーマであるともいえるかもしれない。ただ、権威には看過し得ない価値があり、アカウンタビリティーの名の下に取締役会の権限に安易に立ち入るべきではないであろう<sup>107)</sup>。

この点、会社の意思決定への株主の安易なる関与は大規模公開会社における経営効率を高めているメカニズムそのものを毀損するおそれがある。すなわち、原則的に再審査を受けることなく取締役会が意思決定を行うことを可能にした中央集権のメカニズムの毀損である。大規模公開会社の主たる経済的価値は、巨額の資本をプールすることが認められることではなく、多数の従業員、株主、債権者その他のステークホルダーが関与する大型のビジネスの下では、基本的には、権威による支配が不可欠とされよう<sup>108)</sup>。

#### (ii) 敵対的企業買収

敵対的企業買収の局面において、例えば、取締役会における社外取締役の存在によっても取締役の利益相反を効果的に抑止できていないとして、先に示した「歪みのない株主の選択」が必要であるとの主張があるが、社外取締役の存在と会社の業績との相関関係についての議論は収斂していない<sup>109)</sup>。それゆえ、敵対的企業買収の局面における社外取締役の有用性について等し並に評価することは困難であり、そうした局面における「歪みのない株主の選択」の必要性の根拠付けとして、社外取締役をもちだすことも困難であろう。ただ、利益相反取引の場面において、社外取締役が重要な役割、いわば、オリジナルな役割を果たしていることは明らかである<sup>110)</sup>。

デラウェア州においては、とりわけ、社外取締役が存在する場合において、取締役会のオリジナルな役割が非常に重視されている。すなわち、原則的に、社外取締役が問題とされた意思決定を行った場合には、拳証責任が緩和されている<sup>111)</sup>。実務的にも、社外取締役の役割に対する裁判所の評価が、裁判所の最終的な判断に大きな影響を与えている<sup>112)</sup>。

では、何故にデラウェア州はこのように社外取締役の役割と経営者の役割につき異なる評価をしているのであろうか。この問いには次のように答えることも可能である。すなわち、敵対的な企業買収によりターゲット会社の経営者が直面する利益相反は避けることができないが、他方で、社外取締役の利益相反取引は潜在的に存在するに過ぎないとされているから、と。敵対的企業買収に際して社外取締役が直面する利益相反は、締め出し合併・MBO

(management buyouts)・利害関係取締役による取引等におけるものと同様である。会社法上、こうした取引が潜在的に利益相反にあたるとの理由故に禁止される、といったことはない。その代わり、会社法は自己利益を図る行為を制限する方法でこれらの取引を規制している。それゆえ、敵対的企業買収につき別個の取扱いをすることは(例えば、「歪みのない株主の選択」を必要とすべき等)適切であるとはいえないであろう<sup>⑧</sup>。

この点、取締役会に対して敵対的企業買収に対応する権限を否定することで、取締役会が敵対的企業買収に対応する際に生じうる利益相反を回避することも可能である。しかしながら、法制度によって取締役会からこの権限を否定したとしても、会社におけるその他の利益相反的行為についても同様に否定することは非常に難しいであろう。それゆえ、自己利益を図る行為を規制するには敵対的企業買収への對抗措置に対する裁判所の判断基準が極めて重要であり、基準の精緻性が強く求められるとも考え得る。加えて、敵対的企業買収の場合においては取締役自身の利益が図られる危険が高いことから、通常の規制メカニズムより厳格化の必要性が高いともいえる。とまれ、こうした考えによる場合であっても、取締役会から特定の事項に関する意思決定の権限を取り上げる等して取締役会の権限、さらには、取締役会コアモデルでいうところの取締役会の至高性を弱めなければならないことを意味するものではない<sup>⑨</sup>。

### むすびに

会社法は<sup>⑩</sup>、それが企業活動の基盤をなす重要な基本法制であることを反映して、近時、わが国経済が直面している市場競争の激化・徹底やグローバル化に対応すべく<sup>⑪</sup>、度重なる改正が行われている<sup>⑫</sup>。そして、近時の会社法制改正には、まずもって、日本企業の新たな競争力創造をバックアップする役割が期待されていると考えることも可能

である<sup>⑬</sup>。

この点、本稿においては、そうした近時の会社法制改正の視点に通ずる概念である「取締役会の至高性」を基本思想とする取締役会コアモデルにつき検討を進めた。

会社が市場競争で勝ち抜くためには、経営環境の変化に命令を通して適宜対応しうる権限が与えられている取締役会を頂点とするヒエラルキーを構築することで、効率的な意思決定を促進するガバナンス・システムが必要である。そして、会社における意思決定を行う中枢的機関である取締役会における行為規範として、株主利益最大化原則の遵守が求められる<sup>⑭</sup>。この両者につき、正面から肯定する会社モデルが取締役会コアモデルである。

取締役会コアモデルの基本思想である「取締役会の至高性」に相通ずる会社法制改正としては、とりわけ、会社の機関設計に関わる改正であろう。具体的には、委員会(等)設置会社の導入、及び、特別取締役制度の創設<sup>⑮</sup>等が挙げうる。

近時の商法改正や会社法制定により導入された委員会(等)設置会社や特別取締役制度等は、いずれも、会社における意思決定の効率化をもたらし、取締役会の機動性を高めることが予定されており、本論文が検討を進めた取締役会コアモデルの基本思想である「取締役会の至高性」とその基本的な方向性は同一であると考え得る。

本稿は、「取締役会の至高性」を強調することで、大規模公開会社における実質的所有者は、通常、取締役会であるべきではないか、とのスタンスに立っている。これは、会社は株主のものであるとする伝統的な見解に真つ向から対立しているかのようにみえるかもしれない。

この点、現行法の会社の意思決定メカニズムないし経営コントロールシステムを合理的に説明する上で、「全体としての株主が会社の実質的所有者である」という見解には合理性が認められる<sup>⑯</sup>。ただ、全体としての株主というのは、抽象的な存在であり、全体としての株主像は、通常、取締役会によって解釈されているのではなからうか。

それゆえ、こうした文脈の下では、通常、取締役会が会社（大規模公開会社）における実質的所有者である、この位置づけを全面的に否定することはできないようにも思える。

とりわけ、大競争と呼ばれる全面的な経済競争の時代が到来した今日、日本の会社法のアメリカ法化は会社法の現代化により、一段と進展する見込みである。効率的な意思決定を促進するガバナンス・システムの中枢である取締役会が担うべき役割は今後も重要であり、具体的に取締役会コアモデルが日本法へいかなる示唆が可能であるのか、今後の宿題としたい。<sup>(11)</sup>

注

- (1) 米国におけるコーポレート・ガバナンスに関する邦語文献として、川村正幸「会社法とコーポレート・ガバナンス」一橋論叢一一巻四号六八頁以下（一九九四年）、川村正幸「コーポレート・ガバナンス論と会社法」田中誠二先生追悼記念。企業の社会的役割と商事法。一一頁以下（経済法令研究会、一九九五年）、及び、飯屋広郷「アメリカ会社法学に見る経済学的思考」一橋大学研究年報法学研究三〇巻一一一頁以下（一九九七年）等。英語文献として、Bruce E. Aronson, What Can We Learn from U.S. Corporate Governance?, 2 University of Tokyo Journal of Law and Politics, 41 (2005) (ブルース・アロンソン(萬澤陽子訳)「アメリカのコーポレート・ガバナンスから何を学べるのか」シユリス ト一二九六号一〇二頁以下(二〇〇五年))等。
- (2) Robert C. Clark, Corporate Law 17-19 (1986); Dodge v. Fordmotor Co., 170 N.W. 688 (Mich., 1919).
- (3) Paramount Communications, Inc., 571 A. 2d. 1140 (Del. 1989); N.Y. Bus. Corp. Law § 717 (b), 15の条。二〇〇一年現在、全米三三の州でその内容の法が制定されている（畠田公明「取締役による会社関係者の利害の調整①・②」福岡大学法学論叢四七巻三・四号五一頁以下(二〇〇二年)・四八巻一・二九頁以下(二〇〇三年)参照)。
- (4) なお、飯屋広郷「社会的責任投資に関する一考察」一橋大学大学院法学研究科附属総合法政策実務提携センター平成一六年度プロジェクト報告書三〇頁(二〇〇五年)は「CSR (Corporate Social Responsibility) の是非に関する議論」

大雑把な切り分けをする。株主中心主義の立場からコーポレート・ガバナンスを考えていくべきか、それともステーク・ホルダー論的な立場からコーポレート・ガバナンスを考えていくべきか、という議論であるといことが出来るが、この議論は未だ決着を見ているわけでない」と整理している。

- (5) 契約の束に関する文献として、飯屋・前掲注(1)一二七頁以下、西尾幸夫「契約の連鎖としての会社——「法と経済学」における一つの会社観——」立命館法学三三・三三三号四四八頁以下（一九九三年）、徐治文「コーポレート・ガバナンスにおける会社法の役割——法と経済学派の会社法理論を手掛かりに——」九大法学六八号一〇九頁以下（一九九四年）、藤田友敬「契約と組織——契約的企業観と会社法」シユリスト一二二六号一三三頁以下（一九九八年）、伊藤秀史「現代の経済学における株主利益最大化の原則——契約の不完備と人的資本の見地から——」商事法務一五三三号五頁以下（一九九九年）、及び、田中画「取締役の社外活動に関する規制の構造②」法学協会雑誌一一七巻一〇号九四頁以下（二〇〇〇年）等がある。
- (6) Ronald Coase, The Nature of the Firm, 4 *Economica* 392 (1937); Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, Separation of Ownership and Control, 26 *J. L. & Econ.* 301, 308 (1983).
- (7) Thomas Lee Hazen, The Corporate Persona, Contract (and Market) Failure, and Moral Values, 69 *N. C. L. REV.* 273, 313-314 (1991); David Millon, New Directions in Corporate Law: Communitarians, Contractarians, and the Crisis in Corporate Law, 50 *Wash. & Lee L. Rev.* 1373, 1378-79 (1993).
- (8) See William L. Cary, Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware, 83 *Yale L. J.* 663, 701 (1974).
- (9) See Coase, *supra* note 6, at 392.
- (10) See generally *id.*
- (11) See Michael C. Jensen & William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 *Journal of financial economics.* 305, 305-11, 343-51 (1976); Armen A. Alchian & Harold Demsetz, Production, Information Costs, and Economic Organization, 62 *American economic review.* 777 (1972).
- (12) See Ronald Daniels, Stakeholders and Takeovers: Can Contractarianism Be Compassionate?, 43 *U. Toronto. L. J.*

論 説

315, 315-17 (1993).

(13) なお、契約モデル（契約的企業観）に言及する近時の論文として、伊藤秀史ほか「組織形態と法に関する研究会報告」九五頁以下（二〇〇三年）等参照 <http://www.ines.boj.or.jp/japanese/kinyu/2003/kk22-4-1.pdf> (last visit 15/08/2005)。

(14) Armen A. Alchian & Harold Demsetz, Production, Information Costs, and Economic Organization, 62 *American Economic Review*, 777, 782 (1972).

(15) See R. Edward Freeman, Strategic management : a stakeholder approach 22-27 (1984).

(16) 不完備契約理論の引き文獻は多いが、例えば、伊藤秀史・林田修・湯本祐司「中間組織と内部組織——不完全契約と企業内取引」伊丹敏之他編『日本の企業システム』一〇一頁以下（有斐閣、一九九三年）、青木昌彦・村松幹二「企業間の垂直的關係——競争と合併」青木昌彦・奥野正寛編『経済システムの比較制度分析』一六四頁以下（東京大学出版会、一九九六年）、伊藤秀史・林田修「企業の境界——分社化と権限委譲」伊藤秀史編『日本の企業システム』一六三頁以下（東京大学出版会、一九九六年）、柳川範之『契約と組織の経済学』八一頁以下（東洋経済新報社、二〇〇〇年）及び藤田友敬「契約・組織の経済学と法律学」北大法学論集五十一巻五号四六五頁以下（二〇〇二年）等。

(17) See Alan Schwartz, Legal Contract Theories and Incomplete Contracts, in *CONTRACT ECONOMICS* 76, 76-108 (1992). なお、首藤聰「四半期情報開示と資本市場」証券レビュー四三巻一一四一―一四五頁（二〇〇三年）は、情報の非対称性について企業がごかくに情報を提供しても完全に解決はしないことを指摘する。

(18) See Amir Barnes et al., AGENCY PROBLEMS AND FINANCIAL CONTRACTING (1985).

(19) Allen (William T. Allen) は一九八五年から一九九七年までミネソタ州衡平法裁判所の首席裁判官であった。

(20) William T. Allen, Contracts and Communities in Corporation Law, 50 *Wash. & Lee L. Rev.* 1395, 1400 (1993).

(21) *Id.* at 1406.

(22) なお、共同体モデルと言及する論文としては、Jean Tirole, Corporate Governance, 69 *Econometrica*, 1 (2001) 等があるが、これこそ、紹介する邦語文獻として、新原浩朗「日本の優秀企業研究」二七一頁以下（日本経済新聞社、二〇〇三年）参照。

(23) 例えば、会社と特定のステークホルダーとの契約がその他のステークホルダーと会社との契約にとり不利益な影響を及ぼす場合に会社はどのような問題に陥る。

(24) See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 15-16 (1991).

(25) Mark E. Van Der Weide, Against Fiduciary Duties to Corporate Stakeholders, 21 *Del. J. Corp. L.* 27, 67 (1996).

(26) *Id.* at 84.

(27) American Law Institute, Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations volume 1, 55 (1994) (なお、本書の記述は、市田直博が「コーポレート・ガバナンスの総合的研究」研究叢書五号（青山学院大学総合研究センター、一九九八年）参照）。

(28) Elliott J. Weiss, Economic Analysis, Corporate Law, and the ALI Corporate Governance Project, 70 *Cornell L. REV.* 1, 34 (1984).

(29) See Melvin A. Eisenberg, An Overview of the Principles of Corporate Governance, 48 *Bus. Law.* 1271, 1275 (1993).

(30) See *id.* at 1276.

(31) See *id.*

(32) Nicholas Wolfson, A Critique of the American Law Institute Draft Proposals, 9 *Del. J. Corp. L.* 629, 632 (1984).

(33) See James W. Walker, Jr., Comments on the ALI Corporate Governance Project, 9 *Del. J. Corp. L.* 580, 580 (1984).

(34) Roberta Romano, Metapolitics and Corporate Law Reform, 36 *Stan. L. Rev.* 923, 925 (1984).

(35) See James D. Cox, The ALI, Institutionalization, and Disclosure: The Quest for the Outside Director's Spine, 61 *Geo. Wash. L. Rev.* 1233, 1243-1244 (1993).

- (36) See Faith Stevelman Kahn, Pandora's Box: Managerial Discretion and the Problem of Corporate Philanthropy, 44 UCLA L. Rev. 579, 602-05 (1997).
- (37) See Larry E. Ribstein, The Mandatory Nature of the ALI Code, 61 Geo. Wash. L. Rev. 984, 1001 (1993).
- (38) See M.J. Pritchett III, Comment, Corporate Ethics and Corporate Governance: A Critique of the ALI Statement on Corporate Governance Section 2.01 (b), 71 Cal. L. Rev. 994, 1001, 1007 (1983).
- (39) 川村正幸「コーポレート・ガバナンスの改革方向」企業会計五〇巻四号六七頁（一九九八年）。
- (40) See Henry Hansmann and Reiner Kraakman, The End of History for Corporate Law, 89 Geo. L. J. 439, 441 (2001); Jeffrey N. Gordon, 5 Colum. J. Eur. L. 219, 219 (1999); Curtis J. Milhaupt, Symposium Norms & Corporate Law: Creative Norm Destruction: The Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance, 149 U. Pa. L. Rev. 2083, 2128 (2001).
- (41) See Henry, supra note 40, at 440-442.
- (42) エー・ジョンシー・コストはモニタリング・コスト（監視コスト）、ボンディング・コスト（保証コスト）、及び、その他のエー・ジョンシー・コストの三つに分類可能である（田中正継『日本のコーポレート・ガバナンス——構造分析の観点から——』九・一〇頁（大蔵省印刷局、一九九一年））。
- (43) See Henry, supra note 40, at 449.
- (44) 例として Lucian Arye Bebchuk, The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, 69 U. Chi. L. Rev. 973, 976 (2002) 中「企業買収におおつて株主の同意を得るためのメカニズムとして『歪みのない株主の選択 (undistorted shareholder choice)』に代り及ぶ」。
- (45) 「この点、会社を経済的な視点から捉えると、会社は個々のグループから構成される大規模なグループが市場性のある商品であることはサービスを合理的に生産あるいは提供するため、グループ間の関係を私的に規律する特別な器であるとされる（See G. Mitsu Gulati et al., Connected Contracts, 47 UCLA L. Rev. 887, 894-895 (2000)）」。
- (46) Kenneth J. Arrow, The Limits of Organization 68-70 (1974)（本書の邦語訳につき「ケネス・J・アロー（村上泰亮訳）『組織の限界』八〇-八五頁（岩波書店、一九九九年）参照。なお、本書の Arrow の理論につき、野田博「利益相反取引と取締役会による承認の意味」一橋論議一一一巻一号八二-九〇頁（一九九四年）、及び、飯屋広郷「アメリカの社外取締役に期待される役割」監査役四〇六号三五・三六頁（一九九八年）参照）。
- (47) 集合行為の問題につき、Clark, supra note 2, at 390-400, 及び、柳川範之・藤田友敬「会社法の経済分析：基本的な視点と道員立て」三輪芳郎ほか編『会社法の経済学』一五・一六頁（東京大学出版会、一九九八年）参照。
- (48) 情報量につき大きな開きがあり利害の衝突が見られるような場合につき、Arrow は次の通り指摘する。すなわち、「情報の一つ一つのすべてをすべての一人一人の人に分け与えるよりも、いったんは中心部に伝達するのが、コストがかからないし、より効率的である。……（また）決定に用いられるべきすべての情報を人々に再伝達するよりも、集団的な決定を下して、その決定の結果を伝達するほうがコストとて安くなるのである」（アロー・前掲注（46）八一頁）。
- (49) Model Bus. Corp. Act Ann. 8.01 (b).
- (50) See Robert C. Clark, Agency Costs versus Fiduciary Duties, in John W. Pratt and Richard J. Zeckhauser, eds., Principals and Agents: The Structure of Business, 56 (1985).
- (51) 青木昌彦＝瀧澤弘和「比較制度分析のパス・スクリュー」青木昌彦＝奥野正寛編『経済システムの比較制度分析』三三三-三八頁（東京大学出版会、一九九六年）参照。
- (52) See Stephen M. Bainbridge, Corporation Law and Economics 232・33 (2002).
- (53) Michael C. Jensen & William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 J. Fin. Econ. 305, 08 (1976).
- (54) 不確実性と複雑性につき、ホール・ミルグロム・ジョン・ロバーツ（奥野正寛ほか訳）『組織の経済学』三四・三五頁（NTT出版、一九九七年）参照。
- (55) See generally Oliver E. Williamson, The Mechanisms of Governance 37 (1996).
- (56) See Alchian & Demsetz, supra note 14 at 782.
- (57) See Stephen M. Bainbridge, Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance, 55 Vand. L. Rev. 1,

- 7-8 (2002).
- (85) See Alchian & Demsetz, *supra* note 14 at 782.
- (86) See Alchian & Demsetz, *supra* note 14 at 781-83.
- (89) ただし、各種出題で、株主が経営者を監視するシステムになり、このシステムで、現在、世界各国よりも制度上共通のシステムになる（江頭憲彦「コーポレート・ガバナンスに関する諸問題」生命保険論集一四三冊三頁（二〇〇三年）参照）。
- (95) Stephen M. Bainbridge, Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance, 97 *Nw. U. L. Rev.* 547, 567-568 (2003).
- (92) 恰令 (flat) では中央集権的な意思決定 (centralized decision-making) である (see Bainbridge, *supra* note 61 at 603)。
- (93) See Bainbridge, *supra* note 61 at 552.
- (94) See Jeffrey N. Gordon, Corporate Law and Practice: Shareholder Initiative: A Social Choice and Game Theoretic Approach to Corporate Law, 60 *U. Cin. L. Rev.* 347, 349 (1991).
- (95) See Union Pac. Ry. Co. v. Chicago, Rock Island & Pac. Ry. Co., 163 *U. S.* 564, 596 (1896).
- (99) See Robert A. Kessler, The Statutory Requirement of a Board of Directors: A Corporate Anachronism, 27 *U. Chi. L. Rev.* 696, 706 (1960).
- (97) 会社法における授權規定による、野田博「会社法規定の類型化における『enabling』規定」の位置とその役割・問題点（中）（上）」橋本謙一三三巻一冊一頁以下（一九九九年）・同三三巻一冊一九〇頁以下（二〇〇〇年）参照。
- (98) Gordon, *supra* note 76 at 349; see I. Maurice Wormsner, Directors or Figures of Earth?, 1 *Brook. L. Rev.* 28, 28-35 (1932) (1932) (1932) Wormsner の論文で、Platonic guardian の語に由来する州の判例を踏かす。
- (99) See generally Robert C. Clark, Agency Costs versus Fiduciary Duties, in John W. Pratt and Richard J. Zeckhauser, eds., *Principals and Agents: The Structure of Business*, 56-79 (1985); Jonathan R. Macey, Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Nonshareholder Constituencies From A Theory of the Firm Perspective, 84 *Cornell L. Rev.* 1266, 1266-81 (1999).
- (70) See Harry G. Henn & John R. Alexander, *Laws of Corporations and Other Business Enterprises*, 562 (1983).
- (71) See Model Bus. Corp. Act Ann. 8.01 official comment 8-7 (1985 & Supp. 1997) (だが、上記のトクミカ模範会社法がオレインマン・Platonic guardian であり、取締役の権限の法的位置については、オレインマンが「Platonic guardian」であることについては、G. Dore, The Duties and Liabilities of an Iowa Corporate Director, 50 *Drake L. Rev.* 207, 210 (2002)）。Platonic guardian 論者として、取締役会社制定法に於ける新法に於ける「aristocracy」があること、監督者のグループになることの主張がある。
- (72) *Manson v. Curtis*, 223 *N. Y.* 313; 119 *N. E.* 559, 562 (*N. Y.* 1918).
- (73) 取締役会社株主の単なるオレインマンではない、会社を構成する様々な契約の束としての機能性を “sui generis” なものとする (see Stephen M. Bainbridge, Symposium: The Globalization of Corporate and Securities Law in The Twenty-First Century: Director v. Shareholder Primacy in the Convergence Debate 16 *Transnat'l Law.* 45, 51 (2002))。
- (74) *Del. Code Ann. tit. 8, 141 (a)*.
- (75) 「株主は会社事業の純粋の所有者であり、それゆえ、会社支配については彼らの問題として……」法理論上はともかく、かかる命題は実態に合致するものではない。その意味では比喩的なものにするべきではない（徳本穂「敵対的企業買収と対抗措置理論」琉大法学六九号三三三頁・三三三頁（二〇〇三年）」及び、徳本穂「敵対的企業買収の法理論」一三四頁（九州大学出版会、二〇〇〇年）参照）。
- (76) 株主の行った権限は「ラス・ボイス」とも評される（奥島孝康「国際会社法」奥島孝康・堀龍児編著『国際法務戦略』一〇二頁（早稲田大学出版部、二〇〇〇年）参照）。
- (77) See Henry, *supra* note 40, at 449.
- (78) See Clark, *supra* note 2, at 94.
- (79) *Del. Code Ann. tit. 8, 109, 211 (2003)* (「もしも、実際に、委任状争奪戦が無い限り、取締役の選任は次期取締役会

メンバーを推薦する現取締役会が事実上その主導権を確保している (See Bainbridge, supra note 61 at 568・69)。

- (80) コーティネーションとは一般に、「各人の意思決定の調和を図り望ましい資源配分を達成するために」どのように情報を共有し、あるいは分有して利用するかという問題」である (青木昌彦＝瀧澤弘和「企業内コーティネーション」青木昌彦＝奥野正寛編『経済システムの比較制度分析』四一頁 (東京大学出版会、一九九六年) )。この点、株主間のコーティネーションとは、各株主が有する情報をいかに共有して利用するかといった問題であるともいえる。それゆえ、集合行為の問題であるとの捉え方も可能である。

(18) See Bainbridge, supra note 61 at 569・70.

- (32) See Stephen M. Bainbridge, *Constraints on Shareholder Activism in the United States and Slovenia*, 11-17 (working paper 2000).

(33) Securities Exchange Act of 1934 13 (d) (1); 15 USCS 78m (d); OMB No. 3235-0145. 449 会社支配権を売却するものは、会社支配権に影響を与え得る目的または効果なしに株式を5%を超えて保有するに至った場合のスケジュール13Dではなくスケジュール13Dによる報告書を発行者、及びSECに対して提出するようになり、その提出期限は年度末経過後四十五日以内である (Securities Exchange Act of 1934 13 (g) and 15 USCS 78m (g))。この場合「会社支配権を売却する」の要件は「会社支配権に影響を与える」の要件が満たされる場合に限られる (see Robert Pozen, *Institutional Investors: The Reluctant Activists*, Harv. Bus. Rev. 72-1, 140, 145 (1994))。それゆえ、後者の要件の明確化を図る上で、回文のカーン・ハーバーが設けるべきとの懸念がある (see Bernard S. Black, *Next Steps in Corporate Governance Reform: 13 (d) Rules and Control-Person Liability in Kenneth Lehn and Ripbert W. Kamphuis, Jr., eds., Modernizing U.S. Securities Regulation: Economic and Legal Perspectives 231 (1992)*)。

(34) 15 USCS 78m (d).

(35) 449 一三米の項関連の新例を紹介する論文として「Jonathan R. Macey & Jeffrey M. Netter, Regulation 13D and the Regulatory Process, 65 Wash. U. L. Q. 131, 151-53 (1987)」を参照。

(38) See Bernard S. Black & John C. Coffee, Jr., *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited*

Regulation, 92 Mich. L. Rev. 1997, 2079 (1994).

(52) See Kerry Shannon Burke, *Regulating Corporate Governance Through the Market: Comparing the Approaches of the United States, Canada and the United Kingdom*, 27 Iowa J. Corp. L. 341, 367 (2002).

(88) See GAF Corp. v. Milstein, 453 F.2d 709, 718 (2d Cir. 1971), cert. denied, 406 U.S. 910 (1972).

(83) The Securities Act of 1933 24; 15 USCS 77x. 449 SECによる証券市場の規制及び証券市場のエンターテインメントの「Joseph Conahan et al., *Securities Fraud*, 40 Am. Crim. L. Rev. 1041, 1088-1103 (2003)」を参照。

(86) See John C. Coffee, Jr., *The Sec and The Institutional Investor: A Half-Time Report*, 15 Cardozo L. Rev. 837, 877-882 (1993).

(15) See working paper 13.

(31) J.G. Wright, "Craig LaChance, Note: Nature V. Nurture: Evolution, Path Dependence and Corporate Governance, 18 Ariz. J. Intl & Comp. Law 279, 286 (2001)" は「委任状規則について解説する論文は、株主がいかに弱く存在しているかを明らかにする上で重要な役割を果たす。」

(36) See Bainbridge, working paper 13.

(34) 17 C.F.R. 240.14a.

(35) 従来、発行者以外の者による委任状の勧誘が行われる場合、発行者が委任状の勧誘をする場合に適用されるスケジュール14A (OMB No. 3235-0059) の他、スケジュール14Bに従って、勧誘者の参加者が誰でもか、参加者の株式保有状況、発行者との間の関係、資金調達状況等の情報をSECに報告・開示しなければならなかった (黒沼悦郎「アメリカ証券取引法、一九三頁 (弘文堂、一九九九年) 参照。しかしながら、一九九二年に、スケジュール14Bの廃止を含む委任状関連規則の改正が行われ (57 Fed. Reg. 48276 (October 22, 1992))、その後、発行者以外の者による委任状の勧誘が行われる場合であっても、発行者が委任状の勧誘をする場合と同く、スケジュール14Aのみが適用されるようになった (一九九二年の委任状関連規則の改正について「Joseph Evan Calo and Rafael Xavier Zahradlín, 14 Pace L. Rev. 459, 488-505 (1994)」「Douglas G. Smith, *A Comparative Analysis of the Proxy Machinery in Germany, Japan, and the United*

States: Implications for the Political Theory of American Corporate Finance, 58 U. Pitt. L. Rev. 145, 190-209 (1996)." 参照。ただ、スケジュール 14 A に従い SEC に報告・開示しなければならない情報は多岐にわたること (17 CFR 240.14a-2)。

(95) Craig LaChance, NOTE: Nature V. Nurture: Evolution, Path Dependence and Corporate Governance, 18 Ariz. J. Int'l & Comp. Law 279, 286 (2001)。なお、委任状の勧誘に関する邦語文献として、土浪修「議決権行使の助言と委任状規則における『委任の勧誘』——米国の委任状規則・SEC の見解の変遷を中心として」『三菱UFJ 基礎研究所報』一〇一七〇頁以下 (一九九九年) 巻。

(96) 17 CFR 240.14a-1 (1) (1) (iii)。

(97) Long Island Lighting Co. v. Barbash, 779 F.2d 793 (2d Cir. 1985)。

(98) See Stephen Choi, Proxy Issue Proposals: Impact of the 1992 SEC Proxy Reforms, 16 J. L. Econ. & Org. 233, 266 (2000)。

(99) 17 CFR 240.14a-8。

(100) 拙稿「取締役の選任に関する株主提案権」一橋論叢 133 巻 1 号 54 頁 (二〇〇五年) 参照。

(101) John C. Coates IV, Measuring the Domain of Mediating Hierarchy: How Contestable Are U. S. Public Corporations?, 24 J. Corp. L. 837, 850-51 (1999)。

(102) See Bainbridge, supra note 61 at 569・70。

(103) なお、機関投資家による会社経営への介入につき、例えば、アメリカにおける代表的機関投資家であるカルパース (CalPERS) の政治的色彩を説明する中において、"Roberta Romano, Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered, 93 Colum. L. Rev. 795, 799 (1993); Christopher Palmeri, Can Calpers Afford To Throw Stones?, 3788 Business Week, 58, 58-59 (2002)"。参照。邦語文献としては、藤田利之「カルパースの光と影 (下)」取締役の法務 一〇〇号 八〇頁以下 (二〇〇三年) 等。また、機関投資家による会社経営への介入が、企業活動に及ぼす影響は経営者や株主に一般にどうして常に歓迎されるものとはかぎらない」と指摘する見解もある (首藤恵「アングロアメリカン型

企業ガバナンスと機関投資家の役割」渋谷博史ほか編著『アメリカ型企業ガバナンス』七八頁 (東京大学出版会、二〇〇二年)。

(105) 大規模公開会社における株主が積極的な役割を果たすことの有用性は広くても限定的にならざるを得ない (落合誠一「ワールドワイドのコーポレート・ガバナンス」法学教室 177 号 一頁 (二〇〇三年))。

(106) なお、機関投資家をウォール・ストリート・ルールに従うタイプとアクティビスト的な行動をするタイプとに分類する "Kahn, C. and A. Winton, Ownership Structures, Speculation, and Shareholder Intervention, Journal of Finance 53, 99-129 (1998)" を紹介する邦語論文として、小佐野広「コーポレート・ガバナンスの経済学」九一頁以下 (日本経済新聞社、二〇〇一年) 参照。

(107) See Bainbridge, supra note 61 at 571。

(108) See James D. Cox and Randall S. Thomas, Litigation in a Free Society: Leaving Money on the Table: Do Institutional Investors Fall to File Claims in Securities Class Action?, 80 Wash. U. L. Q. 855 (2002)。小佐野・前掲注 (106) 七六頁以下、及び、大村敬一ほか「機関投資家による株主アクティビズムはコーポレートガバナンスを機能させるのか」『ファイナンス』四三〇号 四三頁以下 (二〇〇一年) 参照。

(109) 全米市場における発行済株式総数のうち、機関投資家が保有している割合は一九九四年以降、毎年、常に五〇%を超え、ついで、二〇〇四年は六〇%を超じた (The Securities Industry Association, 2002 Securities Industry Fact Book, 66 (2002) [http://www.sia.com/research/pdf/2002Fact\\_Book.pdf](http://www.sia.com/research/pdf/2002Fact_Book.pdf) (last visit 26/08/2005); Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States; Flows and outstandings First Quarter 2005, 90 (2005) <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/z1.pdf> (last visit 26/08/2005))。

(110) See Bernard S. Black, Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States, in 3 The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law 459, 462 (1998)。

(111) なお、会社法規制によるエンフォースメントをどうすべきかという問題については、野田博「コーポレート・ガバナンスにおける法と社会規範についての一考察」『ソートロー研究』一〇一五頁以下 (二〇〇五年) 参照。

- (11) See Stephen M. Bainbridge, Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections, 55 Stan. L. Rev. 791, 805 (2002).
- (113) See Bebchuk, supra note 44 at 975.
- (114) 企業買収に於ける取締役会を “Just Say No” のスタンスに於けるべきと主張する者、例として、*レオ・E・ストリン、ジュニア*、The ESB Proposal as a Conscious Effort to Make the Delaware Courts Confront the Basic “Just Say No” Question, 55 Stan. L. Rev. 863 (2002)。“*レオ・E・ストリン、ジュニア*”の現役の Vice Chancellor による文書によれば、*“Jeffrey N. Gordon, “Just Say Never?” Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder-Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffett, 19 Cardozo L. Rev. 511, 525 (1997)”* 参照。
- (115) Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, The Modern Corporation and Private Property 7 (1932).
- (116) See Michael C. Jensen & William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 Journal of financial economics. 305 (1976).
- (117) See Bainbridge supra note 124, at 805-06.
- (118) 川谷 敏 “Michael P. Dooley, Two Models of Corporate Governance, 47 Bus. Law. 461, 471 (1992)” 社説家新聞 社説 authority の responsibility の問題と社説家の責任 (1992)
- (119) フロー・前掲注 (49) 九八頁。
- (120) See Bainbridge, supra note 112, at 806-07.
- (121) See Bainbridge, supra note 112, at 807 (なお、Clark 教授は、大規模公開会社におけるホルダーの存在意義の重要性を論じている。社説家の責任と社説家の役割の確保、会社経営の便向、社説家の Clark 教授は、社説家の責任と社説家の役割の重要性を論じている (See Clark, supra note 12, at 801・802))。
- (122) フロー・前掲注 (46) 八二頁参照。
- (123) See Lucian Arye Bebchuk, et al., The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy, 54 Stan. L. Rev. 887, 908-09 (2002).
- (124) See Sanjai Bhagat and Bernard Black, The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance, 27 Iowa J. Corp. L. 231 (2002) (本論文に言及する論文として、田邊光政「アメリカにおける企業統治の変革 (上) 金融法務事情」六七号五〇・五一頁 (二〇〇三年) 参照)。なお、社内取締役 (inside director) の存在と企業業績の関係については肯定的に捉える論文として、例として、April Klein, Firm Performance and Board Committee Structure, 41 J. Law & Econ. 275 (1998)。“Sanjai Bhagat and Bernard Black, The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance, 54 Bus. Law. 921 (1999) (本論文に言及する論文として、川口幸美「社内取締役制度とコーポレート・ガバナンス論の分析 (上)」監査役四五号一〇・一一頁 (二〇〇一年)” 等がある。社内取締役の有用性に関する近時の邦語文献としては、宮島英昭・青木英孝「日本企業における自律的ガバナンスの可能性」伊藤秀史編著『日本企業 変革期の選択』七一頁以下 (東洋経済新報社、二〇〇二年) 等がある。
- (125) なお、一般的に、取締役会の中における社外取締役の有効な役割が果たされていることは、社外取締役制度が各国において採用されていることからほぼ広く周知の事実であるといえる (末永敏和・藤川信夫「商法改正後の新しいコーポレート・ガバナンスと企業経営——社外取締役、監査役会などの米国型機構、従来型機構の検討を中心として」経済経営研究二三巻六号一二頁 (二〇〇三年))。ただ、社外取締役の存在により、企業経営において株主利益の実現される可能性が認められるにせよ、社外取締役の存在それ自体により、その実現のための条件が直ちに当然に満たされるわけではないことは十分認識すべきである (川村正幸「改正商法によるコーポレート・ガバナンス改革」企業会社五四巻三三三頁 (二〇〇一) 参照)。
- (126) See, e.g., Moran v. Household Int'l, Inc., 500 A.2d 1346, 1356 (Del. 1985); Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946, 955 (Del. 1985).
- (127) See Dooley, supra note 118, at 518-19.
- (128) See Bainbridge, supra note 112, at 810.
- (129) See Bainbridge, supra note 112, at 811.

- (130) 会社法制のあるべき姿を探究する際には、現実の企業社会を前提とし、従前の制度との連続性も考慮しなければならぬ(稲葉威雄「企業法制のあるべき姿とこれを支えるもの」取締役の法務二四号九頁(二〇〇三年)参照)。
- (131) 野田博「序論(特集)商法改正——その将来への視座」法律時報七四巻二〇号六頁(二〇〇三年)参照。
- (132) 法務省民事局参事官室「会社法制の現代化に関する要綱試案補足説明」商事法務一六七号三六頁(二〇〇三年)参照。
- (133) 川村正幸「会社法大改正の経緯と意義」金融・商事判例一六〇号四頁(二〇〇三年)参照。
- (134) 服部暢達『M & A 成長の戦略』四二頁(東洋経済新報社、一九九九年)は、株主価値の最大化は資本主義経済の根源をなす株式会社の存在意義であるとす。
- (135) 江頭憲治郎「会社法制の現代化について——要綱案を中心に」証券レビュー四五巻二号一六一八頁(二〇〇五年)及び、相澤哲「新会社法の概要(中)」金融法務事情一七四七号六二頁(二〇〇五年)参照。
- (136) 森本滋「序論」『比較会社法研究』二二世紀の会社法制を模索して」九頁(商事法務、二〇〇三年)参照。
- (137) 原田晃司「新しい会社法制の構築に向けて」商事法務一五八三号三四頁(二〇〇一年)参照。
- (138) 布井千博「一橋ICS経営法務講座」第4講【敵対的買収と防衛策】敵対的買収事件における裁判所判断」週刊東洋経済五九九五号九二頁(二〇〇五年)参照。
- (139) この点、日本における最近の公開会社のMBOによる非公開化事例から得られる示唆は非常に興味深い。なお、例えば、日本における買収規制につきアメリカの州会社法の第三世代型反買収法を導入を検討する等、公開買付規制の改革を考へる場合には、アメリカと日本との状況の差(株主利益重視の経営、社外取締役の普及、機関投資家の影響力、厳格な証券取引規制、会社法と証券取引法の対立など)を踏まえる必要があるとされるが(川村正幸「一橋ICS経営法務講座」第9講【改正証取法と公開買付規制改革】週刊東洋経済五九六三号二二頁(二〇〇五年)参照)、このような日米の状況差の把握は、アメリカにおける取締役会コアモデルが日本法へいかなる示唆が可能であるかを考える上でも必要である。
- (140) 本稿の検討対象である大規模公開会社において、日常の業務執行に関わる事項や基礎的変更事項については、取締役会の権限と株主権(特に、株主総会マター)とにそれぞれ峻別可能で、両者が競合することはレアであろう。しかしながら、そうした峻別が困難で、且つ競合が推定されるような事項は、とりわけ、上場会社においては(潜在的には常に存在し

ている。日本における今般の非友好的な株式の大量取得に端を発する問題等がその類例であろう。何が取締役会の権限で、何が株主権であるかは、各会社の定款自治にも深く関わる問題であり、会社における権限分配は会社ごとに異なることは通例であろう。この点、同一の会社であっても、会社がおかれている状況次第で会社における権限分配に想定外の変動が生じることが肯定されて然るべき場合は存在するのである。もし存在するとすれば、どのような場合であり、それを肯定する上での理論構成はいかなるものであるのか。今後は、このような視点を意識した上で検討を進めていきたい。