

# 公開企業の取締役会権限

～敵対的企業買収の防衛策を中心として～

森田 章

## 問題の所在

東京高裁は、ニッポン放送事件において東京地裁と同様に新株予約権の発行の差止めを認めたのであるが、営者による企業防衛に関して、次のように判断した東京高判平成一七年三月二三日商事法務一七二八号四一頁）。すなわち、「一般論としても、取締役自身の地位の変動がかかわる支配権争奪の局面において、果たして取締役がどこまで公平な判断をすることができるのか疑問であるし、会社の利益に沿うか否かの判断自体は、短期的判断のみならず、経済、社会、文化、技術の変化や発展を踏まえた中長期的展望の下に判断しなければならない場合も多く、結局、株主や株式市場の事業経営上の判断や評価にゆだねるべき筋合いのものである。」そして、取締役は、買収者の権利濫用を拳証せよというのである。裁判所の考え方で行くと、会社経営者は、企業買収をかけられてもほとんど何もできないということになりかねない。

## 1 わが会社法における株主権限の尊重

### (1) 定款変更による株主の業務執行の決定権の拡大

会社法二九五条一項は、株主総会は、株式会社に関する一切の事項について決議をすることができる旨を定め、同二項は、「取締役会設置会社においては、株主総会は、この法律に規定する事項及び定款で定めた事項に限り、決議をすることができる」と規定している。

会社法の規定の解釈については、立法担当官によると、取締役会設置会社において、定款で株主総会の権限に法定事項以外の事項を加えることができるという（相沢Ⅱ細川「株主総会等」商事法務一七四三号一九頁）。他方、会社法二九五条三項は、法律の規定により株主総会の決議を必要とする事項について、他の株主総会以外の機関が決定することができるものとする定款の効力を否定することを明文化させている。つまり、株主の権限の業務執行への干渉を平気でおおらかに認めていることとなっている。

### (2) 株主による取締役選任提案

企業の支配権を獲得する方法としては、前述したように委任状争奪戦がある。このことについての日米の法制は微妙に異なっていることに留意すべきである。まず、株主総会の議決権の代理行使の勧誘は、日米ともに証券取引規制に服している。アメリカの証券取引所法一四條(a)項であり、わが国の証券取引法一九四條である。アメリカにおいては、委任状勧誘は、SEC（連邦証券取引委員会）の規制に服するのであるが、わが国では会社法上の制度である書面投票制度が機能している。これらの相違をここで詳述することはできないが、株主提案について大きな差異が存在していることを述べておきたい。つまり、アメリカでは、株主提案によって取締役選任

議案を会社の勧誘する委任状資料に記載してもらうことはできず、選任提案は、委任状争奪戦によるべしということができたのである。そうなると提案株主が費用を負担しなくてはならなくなる。これに対して、わが国の書面投票制度における株主提案権は、取締役などの選任提案を認めている。会社の経営者もわか株主も対等に書面投票制度を利用できるわけである。それゆえ、わが国では会社の費用において株主が経営者に対して支配権の争奪をなし得る状況になっているのである。これは、アメリカと比較すると企業買収ルールにおけるいわれなき買収者有利の特典といえよう。

アメリカでは、企業がゴースティング・コンサーンである以上、経営者は後継者を選任する必要があることから、経営者だけが委任状勧誘を会社の費用においてなし得る特典を有していると考えられてきたようである。SECの委任状勧誘制度においては、株主が提案権によって選任議案を提出することは不可能なのである。

株主主義か経営者主義か、日米の考え方には実は大きな隔たりがあるのかもしれない。

株主民主主義によって取締役会の業務執行権に大きく干渉することは、委任状争奪戦や公開買付等によるしかないというのがアメリカの考え方である。

## 2 アメリカにおける取締役会権限の尊重

アメリカにおける会社法は、州法によるのであるが、もっとも重要とされるデラウェア会社法、および二四州が採用する模範事業会社法によると、基本的なアメリカの長年にわたる会社法原則は、会社の経営権限は取締役会に付与される(Lucian Arye Bebchuk, The Case For Increasing Shareholder Power, 118Harv. L. Rev. 833, 844 (2005))。

(1) 定款変更権限

基本定款の変更

会社運営の法的基準のもう一つの法源は、基本定款である。基本定款の変更は、取締役会が発議して株主の承認を得なければならぬ。しかしながら、株主の大多数がある基本定款の変更を望んでも、取締役会がそれを最初に議題に取り上げない限り、株主がその議案に投票することすらが法的には認められない。たしかに、デラウェア会社法および模範事業会社法は、附属定款により会社の運営について一定の事項を変更することを認めているが、それは基本定款に劣後するものである。つまり、附属定款規定は、基本定款と不一致とならない規定に制限されるからである（デラウェア会社法一〇九条（b）項、模範事業会社法二、〇六条（b）項）。また、会社法規定とは異なる扱いを認められるのは基本定款の規定によってこそであり、附属定款の変更では会社法規定の代替はできないこととなっている。例えば、デラウェア会社法一〇二条（b）項（一）号は、会社法に反しない範囲で会社の業務執行の権限や取締役や株主の権利義務に関する基本定款の定めを認めている。また、同法一四一条（a）項も、取締役会の業務執行権について、基本定款による定めを許容しているのである。

附属定款

附属定款は基本定款と不一致とならない範囲で限定的に株主が提案して採用することのできる会社自治規則となるが、具体的には、ポイズン・ピルの使用禁止が、アメリカで議論になってきているようである。つまり、基本定款がポイズン・ピルの禁止を定めることはできるけれども、附属定款によっても取締役会のポイズン・ピル発行の権限を制限することはできないか、できるとすればどの程度なのかという議論である（*Bechtuk Id. at 845*）。

この議論は、一方では株主に基本定款変更権をも認めるべきだという主張と、他方では株主には附属定款変更

権限も限定的にしか認めるべきでないという激しい対立になる。

なお、SECの株主提案規則においては、基本定款事項であってもそれについての思いを決議することを認めている。しかしながら、それを採用するかどうかは取締役会の裁量の範囲内のことである。

以上のような定款規定の法的位置づけは、わが国における定款自由の原則と比較するとかなり大きな違いがあるようである。

## (2) 株主提案権の限界

会社の運営規則として、スタッガードボード（期差別取締役会）を採用する会社がある。これは、基本定款の変更によって定められるが、基本定款変更であるから取締役会にしか発議権がなく、これを廃止する定款変更の株主提案は、勧告的提案にすぎず、たとえ決議されても取締役会を拘束しないのである。

スタッガードボードは、委任状争奪戦または敵対的企業買収によって取締役を入れ替えることが困難になるといわれている。敵対的企業買収の対象会社が、独立性を保持する可能性を大きく増大させ、このことにより、株主の短期および長期的利益の分配を著しく引き下げるといふ調査結果もあるようである。それゆえ、対象会社の経営者は、スタッガードボード廃止する基本定款変更を求める株主による勧告提案が不合理であると主張することはできないはずである。しかしながら、株主のイニシアチブによるガバナンスのルール設定が現実には困難となっている。

同教授の掲げる資料によると、一九九七年から二〇〇三年にかけてなされたスタッガードボードを廃止する基本定款変更の株主による勧告的提案は、平均得票率は次のようであった（八五三頁）。すなわち、一九九七年

四七％、九八年 四八％、九九年 四八％、〇〇年 五七％、〇一年 五二％、〇二年 六〇％、〇三年 六二％であった。

前述したように、基本定款変更提案権は、取締役会にあり、株主が基本定款変更の株主提案をすることが認められないというのがアメリカの会社法の一般的な理解である。それゆえ、スタッガードボードを廃止する基本定款変更の株主による勧告的提案が、過半数によつて決議されたとしても、それは取締役会に対する要望にすぎず法的な拘束力を有することにはならない。しかしながら、期差別取締役会は、ガバナンスのルールを設定するものであり、株主の過半数が意見を述べているのであるから、法的にはともかく、事実上取締役会に対して圧力となるのではないかと思われる。

スタッガードボードを廃止する基本定款変更の株主による勧告的提案が、過半数決議されることが増加していることが注目される。しかしながら、驚くべきことには、スタッガードボード廃止の基本定款変更の株主の勧告的提案が、二回以上の株主総会で可決されたのに、取締役会がこれを無視してその実行をしない会社も少なからず存在していることである。すなわち、一九九七年から二〇〇三年までの間に、二回決議された会社は二二社であるが、二〇〇四年までにその内容を実施した会社は一七社のみであった。また、この間に三回以上の決議がされた会社は一五社であるが、そのうちその内容を実施した会社は九社であった。イーストマン・コダック社は、四回の決議がされたのに、スタッガードボードを未だに行っていないと指摘されていた (Id. at 856)。

なお、アメリカにおいて、スタッガーステムの廃止が、経営者の発議によつて行われることが急増している。ちなみに二〇〇一年には三件、〇二年五件であったものが、〇三および〇四年で六〇件に増加したという (Id. at 856)。しかし、この二年間において同議案の株主提案が七八件あり、そのうちの六六議案が過半数の決議を得て

いるので、この数字をどう見るかは簡単ではなさそうである。

### 3 取締役会の裁量権と株主利益の最大化

#### (1) 会社法による株主利益最大化原則の台頭

株式会社は、いわば国民経済の主たる担い手であって、会社の社会上・経済上占める地位はきわめて重要であり、その運営の適否は社会公共の利益に関するところが少なくない。それゆえ、会社法の主要な任務の一半はかかる社会公共の利益の保護に存する（大隅健一郎・会社法論上五頁）というのが通説であった。

一九九七年九月に、自由民主党法務部商法に関する小委員会は、「コーポレートガバナンスに関する商法等改正案骨子」を公表し（商事法務一四六八号二七頁以下に収録されている）、その中の株式会社統治原則において「株式会社は株主のものであって、株式会社の主権者は株主とする」（原則一）として株主主権を明らかにし、および「株式会社は、株主の利益を最大にするように統治されなければならない」（原則二）として株主利益の最大化を強調している。そして、二〇〇五年に成立した会社法の施行にともなう法務省の「株式会社の業務の適性を確保する体制に関する法務省令案」の第三条は、取締役は、この省令に規定する事項を決定するに際しては、次に掲げる事項に留意するようつとめるものとする。一号株主の利益の最大化の実現に寄与するものであること、と規定していた。これは廃案となったが注目すべき考え方の台頭であったといえよう。これは、取締役会の裁量権を大きく制限して株主の利益最大化こそが会社運営原理であることを明らかにさせようとしたものだといえよう。

学説においても、「株主の利益の最大化が会社を取り巻く関係者の利害調整の原則になる。その原則の具体的

な法的効果として、①株主の利益最大化に反する定款・総会決議は無効であり、②取締役・執行役の善管注意義務・忠実義務とは、株主の利益最大化を図る義務を意味する」（江頭憲治郎・株式会社・有限会社法第四版一五〇～一六頁）として、株主の利益の最大化こそが取締役会の義務であることを会社法において強調する立場がある。

## （2）アメリカにおける株主利益最大化の柔軟化

しかしながら、アメリカにおいては、取締役会は、株主の利益の最大化だけではなく、いわゆるステーク・ホルダーの利益をも考慮して経営できることが有力な考え方になってきているのである。一九九四年に出版されたアメリカ法律協会（American Law Institute）の「コーポレート・ガバナンスの原理…分析と勧告」（Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations）（和訳として「コーポレート・ガバナンス」日本証券経済研究所がある。）によると、会社は、株主の利益最大化に関して、次のような考え方を明らかにした。

ALIのコーポレート・ガバナンスの原理二、〇一条は、「会社の目的と行動」と題して、（a）項において会社および株主の利益の最大化原則を掲げているが、（b）項の制約を受けるものとしてしているのである。つまり、同項（一）号は、法令遵守原則を定めており、同項（二）号は、倫理的行動の原則を定めているが、倫理的行動の原則は、従業員、顧客、供給者、地域住民に対して負う倫理的責任を許容している（ALI, I Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations 63 (1994)）。したがって、アメリカにおいても、株主の利益の最大化が会社の唯一の目的とはなっていないというのが法的状況であると思われる。取締役会は、社会的責任経営を一定の範囲で認められていることとなり、そのような裁量権の行使が認められていることとなる。

### (3) アメリカの会社法による社会的責任規定

ここにおいて、留意すべきことは、州会社法が、社会的責任規定などを立法化していることである。つまり、会社経営者は、会社が継続企業である以上は、支配権変動時にその所在のありように能動的に行為しうるということが法律上で認められるなどの工夫がなされているのである。つまり、企業買収は、短期的な株主利益の極大化を図ることを目的にすることが多いようであるが、その際にステーク・ホルダーの利益と対立することになりがちである。ここにおいて、三〇州の会社法は、次のような社会的責任規定をおいたのである。典型的なものとして、ミネソタ州会社法は、「取締役が、取締役の地位に基づく義務を遂行する場合、会社の最善の利益を検討するときに、会社の従業員、顧客、供給者、および債権者の利益、州の経済および地域的かつ社会的配慮、ならびに会社および株主の長期的および短期的利益―利益は会社の継続的な独立性によつて最善にもたらされるという可能性もこれに含まれる―を検討することができる。」と定めている。アメリカ法律協会の有名な「コーポレートガバナンスの原則―分析と勧告」も、これと似たような法理を明らかにしていることは前述した。このようにして、アメリカの会社経営者は、敵対的企業買収に対して能動的な行為をとることが会社法上で授權されていると考えることができるのである。

## 4 敵対的企業買収に対する取締役会による企業防衛

### (1) アメリカの企業防衛策と取締役の経営判断

ユノカル判決は、不招請の公開買付に対して、取締役は、株主の承認なしに防衛策をとりうることを認めたが、その条件として、取締役は、会社の政策および効率性に対する危険性が存在することの合理的根拠、およびその

公開買付に対する防衛策がその生じる脅威に対して合理的なものであることを挙証しなければならない、とした。

会社の経営者は、経営判断の原則により保護を与えられるが、ALIにおいても敵対的企業買収に対する防衛策をとる場合には、六、〇二条（a）項に定めるように通常の経営判断原則四、〇一条（c）項よりも多くの挙証をしなければ、責任を免除されないこととされている。すなわち、取締役は、会社の政策および効率性に対する危険性が存在することの合理的根拠を挙証し、企業防衛策がその脅威に対して合理的な関係を有することを挙証しなくてはならない。これは、民事責任に係る事柄ではあるが、中程度の基準ないし厳格な経営判断原則とよばれ、民事責任が緩和されているのである。なお、防衛策に賛成しただけの社外取締役は、通常の経営判断の原則によって責任を免れることが認められている。

## （2）支配株式取得法

アメリカの会社法の中には、支配株式取得法を定めて買収者の迎え入れを会社の株主総会の判断に仰ぐという政策をとるところもある。支配株式取得法といって、株券等の大量取得に関して、二〇%、三三・三%、五〇%の持株比率に達した場合、当該取得者が議決権を行使するためには、自らの費用で招集した株主総会の決議を要するというような規定を有する州会社法が少なからず存在している（拙著前掲一八九―二〇〇頁）。いずれにせよ会社法こそが市場のルールの隙間を補完すべきであるのに、わが国の裁判所および会社法は、市場のルールに依拠しすぎているように思われてならない。

他方、第三者割当増資による企業防衛は、資金調達目的さえあればいつでも認められるというのもバランスを

欠いた議論であるといえるかもしれない。第三者割当増資によって、企業存立の脅威を除去するのであれば、そのこと自体の合目的根拠が議論されるべきであり、その第三者割当増資が敵対的企業買収による企業存立の脅威に対応した行動であるかどうか議論されるべきではないかと思われるし、問題提起する株主にこそ拳証責任を求めるべきではなからうか。

### (3) 日本の課題

ちなみに、ニッポン放送への敵対的買収を仕掛けたライブドアは、一年後に粉飾決算等の疑いにより、同社の経営陣がことごとく逮捕されたのであるが、東京高裁は、このような事実をどのように受け止めるのであろうか。経営者の保身という問題がないとはいえないが、企業買収時の経営者の冷静な判断を尊重すべきであろうし、経営者による経営政策についてこれを尊重するような公開企業のための会社法の立法が早急になされるべきである。現状では、株主利益の最大化だけが絶対的の命令となつて、中長期的経営が阻害されるおそれが大きいといえよう。

(もりた あきら・同志社大学教授)