

株主・経営者の利害対立局面における非業務執行役員（監査役など）の役割

大杉 謙一（中央大学法科大学院教授）

2008年4月10日 日本監査役協会 有識者懇談会運営小委員会

1 株主代表訴訟に関連して

アメリカ：近藤光男ほか『新・アメリカ商事判例研究』151頁

会社の取締役会が訴訟委員会を設置し、委員会が代表訴訟の継続は会社の最善の利益に合致しないと判断した場合、①委員会の独立性、②委員会の行動の誠実性、および③委員会による推奨の根拠の合理性を訴訟委員会が立証した場合には、訴えは終了させられる（Zapata 事件判決〔デラウェア州 1981 年〕）。

2003年の Oracle 事件判決： 同社の株主が、取締役のうちの4名＝オラクル社の CEO で最大株主でもあるエリソン氏、CFO で副社長であったヘンリー氏、執行委員会・財務監査委員会の議長であるルーカス氏、報酬委員会の議長で財務監査委員会のメンバーであるボスキン氏（スタンフォード大学経済学教授）が、株価を下落させるインサイダー情報の公表前に保有する株式を高値で売却していたことを理由に、株主代表訴訟を提起した。

上記のインサイダー情報は 2001 年 3 月 10 日に公表されたが、同年 10 月 15 日に同社の取締役に就任したモリナ氏（スタンフォード大学のコンピューター学部長）、グランドフェスト氏（スタンフォード大学の法とビジネスの教授）をメンバーとして、2002 年 2 月 1 日に訴訟委員会が設置された。訴訟委員会は、客観的な手法を用い広範囲にわたって調査を行い、さまざまな記録を吟味し 70 人もの証人と面接するなどして、1,110 頁に渡る詳細な報告書を作成して、その中で、被告らはインサイダー情報を有していなかったとして訴訟の終了を求めたが、裁判所はこれを否定した。ルーカスおよびエリソンはスタンフォード大学に多額の寄付を行っていた。

イギリス：Alistair Alcock et al., “Companies Act 2006: the New Law,” at 163-167.

2006 年会社法により、判例法により認められていた株主代表訴訟の制度を成文化した（内容の変更はほとんどなし）。株主が代表訴訟を提起したときに、裁判所が訴訟を許可するか否かを決定する。裁判所は所定のいくつかの要素を勘案して、ある程度裁量的に許可するか否かを判断するが（263 条 3 項）、利害関係のない株主の見解を特に重視しなければならない（263 条 4 項。1988 年のスミス対クロフト事件判決を成文化）。株主総会決議による、という文言ではない。

独立した会社の機関が当該取締役の行為を承認した場合はどうなるか、という議論は存在するようであり、訴訟委員会のような制度が将来の改正で取り入れられる可能性はある（263 条 5 項は、国務長官に対して、同条 2 項・3 項を政令で変更する権限を与えている）。

ドイツ：マルクス・ロート（早川勝訳）「ドイツの経営判断原則と取締役の責任の追及」同

志社大学ワールドワイドビジネスレビュー7巻2号105頁(2006年)、高橋均「ドイツにおける株主代表訴訟制度法定化の特色と課題」国際商事法務35巻3号305頁以下(2007年)。

2005年の株式法改正により、初めて株主代表訴訟制度が導入された(少数株主権)。株主が代表訴訟を提起するには裁判所の許可が必要である。株式法148条1項2文4号は、意訳すると「賠償請求権の行使から生じる会社利益の毀損よりも会社利益の増進が上回ることを、裁判所が訴訟を許可することの要件の1つと定めている。この文言は、監査役会や訴訟委員会の判断を裁判所が一定程度尊重することの根拠のように読めなくもないが、立法理由説明書は株主が同じ理由で何回も訴訟を提起する場合を例としている。

2 買収防衛策に関連して

アメリカ：大杉「敵対的買収と防衛措置の法的効力に関する一試論」落合誠一先生還暦記念469頁、481頁以下。

(1) 取締役(会)は、企業価値を害すると見られる企業買収を撃退する場合だけでなく、企業買収の方法(買付けの方法など)や株主が受け取る対価(価格など)を改善する場合にも、その目的のために合理的な(相当な)手段を取ることができる。ユノカル事件(1985年)の判示は、「取締役は、(買収者による)株式保有によって会社の方針や効率に危険が生じていると信じる合理的根拠を示さなければならない。・・対抗措置が(許容される)ためには、それは提示された脅威との関係において合理的なものでなければならない」とするが、これをより一般化すると、《取締役(会)は、対抗措置を講じることの目的の正当性について合理的根拠を示さなければならない。また、対抗措置はその目的との関係において相当性のあるものでなければならない》と読み替えることができよう。なお、同判決は前者の立証責任については、「誠実性と合理的な調査を示すことでこの負担を果たすことができる」と述べている。後者の相当性の有無は、裁判所によって判断されるという趣旨であるのかもしれないが、この点は良く分からない。

敵対的買収においては、対抗措置について判断を行うのは取締役会であり、社外取締役というわけではないが、ユノカル事件判決は、対抗措置の目的の正当性の証明に関連して、「このような証明は、社外の独立した取締役が前述の基準に適合して行動し、このような取締役が過半数を占める取締役会の承認を得ることによって、相当の程度高められる」と判示している。独立委員会を設置することは、必ずしも一般的ではないと推測される(が、確認が必要)。

他方、MBOでは業務執行取締役と株主の利益がよりストレートに衝突するため、独立取締役のみから構成される独立委員会が設置され、買収者(経営者・ファンド)との交渉権限を与えられることが一般的である。デラウェア州の判例は、この場合には、独立委員会が真摯な交渉を行ったか否かをかなり厳格に審査している。

(2) アメリカでは、業務執行取締役も社外取締役も多量のストック・オプションを会社か

ら付与されていることが一般的であるため、1990年代以降では、敵対的買収に対しても徹底的に買収防衛策を用いて抵抗するという場合は必ずしも多くなく、むしろ（少なくとも形の上では）買収価格を引き上げるための交渉の道具として防衛策が用いられるようになっている。交渉が妥結する状況では、もっぱら「取締役会」に決定権限がある。他方、交渉が決裂する場合には、買収者は防衛策の消却を求めて提訴することになる（1990年代には委任状勧誘により経営者を入れ替えてから、防衛策を消却し、公開買付を行うことが一般化した）、デラウェア会社法では期差選任の取締役を解任するためには正当事由が必要なので、委任状勧誘による防衛策の無効化は最近ではかなり難しいと考えられていると予想される。裁判所が実際に防衛策の消却を命じた事例はごく少数であるが、裁判所が消却命令を出すのではないかとの懸念から任意に消却に応じる事例は少なくないのではないかと。防衛策が消却されると、友好的買収となるか、公開買付けの成否により買収の成否が決することになる。トータルに見ると、（社外取締役が過半数を占める）取締役会にかなり大きな権限が与えられているが、裁判所によるチェックがある程度働いているということになる。

イギリス：

敵対的買収の局面では、競争のための土俵の設定をテークオーバー・パネルが行ったうえで、公開買付けの成否という株主意思によって買収の成否が決まる。社外取締役が普及しているが、社外取締役の判断に法的な意味が与えられる制度にはなっていない。

ただし、MBOにおいては、買収（予定）者は、要請があれば、対象会社の独立取締役やアドバイザーに対して、買収（予定）者が資金提供者に対して提供した情報のすべてを迅速に提供しなければならない（Rule 20.3）。また、対象会社の取締役会（そこには社外取締役が含まれるはずである）は、MBOが行われようとしていることに気付けば、迅速に独立性の高いアドバイザーを選任しなければならない（Note 1 on Rule 3.1）。他の買収者に対して十分な情報が提供されるべきであるという文脈においては、対象会社の取締役は、その独立取締役およびアドバイザーと協力して、その任にあたらなければならない（Note 3 on Rule 20.2）。

ドイツ：資料（早川勝訳）「ドイツの有価証券取得ほうと公開買付け」同志社法学 323号 175頁。

33条：ドイツ独自の規定。広範な買収防衛を認める。

33a条：EUディレクティブをそのまま取り入れた規定で、買収防衛の範囲を制限している。定款で opt-in した会社のみ適用される。

33条1項＝公開買付けの開始公告から結果公告までの間は、対象会社の経営者は、公開買付けを妨害する行為をすることができない。例外として、「公開買付けの申し入れがなされて

いない会社の通常かつ誠実な業務執行者も行ったであろう行為」、ホワイトナイトを探すこと、監査役会が同意した行為は可能。

同条 2 項＝対象会社の株主総会は、公開買付けの開始公告の前に、18 ヶ月を限度として、公開買付を妨害するために、特別決議により取締役総会に総会の権限を授権することができる（行為の内容を定めることが必要）。これを実行するには監査役会の同意が必要。

33 a 条 1 項＝定款規定による opt-in

同条 2 項＝有事には対象会社の取締役および監査役会は、買収妨害行為をしてはならない。例外として、(1)総会が有事に取締役または監査役に授権した行為、(2)通常の（重大でない）行為、(3)買収公表前に決定され、一部が実施されている行為、(4)ホワイトナイトを探す行為。

3 第三者割当に関連して

アメリカ：

取引所規則で、20%を超える新株発行等を規制している。

ニューヨーク証券取引所（NYSE）の Listed Company Manual の 312・04 条以下は、既存の社外株式を基準として株式数または議決権数にして 20%以上にあたる新株・新株予約権を発行しようとする上場会社は、原則として株主総会の承認を事前に得る旨を定めている。

①現金対価による公募発行の場合は例外として、不要である。また、②現金対価による bona fide private financing（公正な第三者割当て）であり、かつ株式の発行価額や転換証券の転換価額が発行会社の普通株式の簿価と時価の両方を上回っている場合にも、株主総会の承認は不要である（規則 312・03 条 c 項但書）。さらに、③株主総会の承認を得ようとすると時間がかかりその間に企業の財務状況が著しく悪化するおそれがある場合には、監査委員会の明示の承認を得て、発行会社は総会の承認を得ないで新株等を発行することを NYSE に申請することができる（規則 312・05 条）。

「公正な第三者割当て」とは、②-1 証券会社 1 社が引き受けた株式等を private sale する（≒公募・売出しでない方法で売却する）という見通しを持って株式を取得する場合や、②-2 発行会社が複数の購入者に当該証券を発行する場合で、どの購入者（関連のある購入者のグループにおいては合算する）も売却（発行）前の発行会社の普通株式の株式数の 5%を超える数の株式や議決権数にして 5%を超える数の株式を取得すること、あるいは転換権の行使によりそのような株式を取得することがない場合をいう（規則 312・04 条 f 項）。

なお、株式等が取締役・執行役やその関連当事者に割り当てられるときには、総会の承認が必要となる比率は 20%ではなく 1%である（その場合にも、例外として総会決議が不要な場合が定められている）（規則 312・03 条 b 項）。

イギリス：<http://vosne-romanee.jugem.jp/>

上場会社のファイナンスでもっとも用いられているのが第三者割当てで、公募も多く、株主割当ては件数・金額とも非常に小さい。

新株引受権が原則として株主に与えられるが、株主総会の特別決議や定款規定により、取締役の新株発行権限を与える際に、新株引受権の排除（公募・第三者増資に共通）の権限を与えることもできる。この授権は 5 年を上限とする。特別決議により更新（延長）できるが、普通決議により失効させることもできる。

機関投資家からなる **Pre-emption Group** は、過大な授権枠を設定する決議に反対するかなり厳しいガイドラインを設けている。また、上場会社では、その規模などの種別に応じて取引所の規制として、株主の承諾を得ることが条件付けられている場合がある。

上記のルールにはさまざまな例外がある（出資が一部でも現金以外であれば適用除外があり、また株式の交換によるやり方などによる適用除外もある）。ただ、実務の運用上は、極端な第三者割当ては行われないようである。

ドイツ：

原則として、総会特別決議により増資が決定される。新株引受権が法定されており、この決議で引受権を排除することができるが、判例法によって排除には実体的要件が加重されている。

条件付増資（**contingent capital increase**）を決議（特別決議）している場合には、新株引受権は株主に与えられない。決議には目的と引受権者が示されなければならない（固有名詞を示すことは不要）。発行価額またはその算定方法。＝転換社債、企業結合、会社・関連会社の役職員へのストック・オプションの付与に限り用いることができる。

認可資本（**authorized capital**）。5 年を上限として、定款で取締役会に新株発行権限を与える（特別決議。監査役会の同意が必要）。登録資本金の 2 分の 1 を上限とする（※ 推測だが、1000 万ユーロが登録されていても、払込済みは 250 万ユーロかもしれないので、そうだとすると 500 万ユーロまで発行できるというのは、日本的にいうと「発行済株式の 3 倍まで」ということかもしれないが、未確認）。ドイツの AG では非常に一般的で、一時期に複数の授権枠を持っていることが少なくない（枠ごとに目的が異なる）。目的を定めることもできる。認可資本の下では、新株引受権が原則として与えられるが、これを排除することができ、実務では排除されるのが一般的である。通常増資の場合には判例は引受権排除に厳格な要件を課しているが、認可資本の下での引受権排除については連邦最高裁の **Siemens/Nord** 判決が緩い要件を課すにとどめた。もっとも、同判決は現物出資による新株発行についてのものなので、ドイツ国内では読み方について意見が分かれる（多数説は現金出資にも妥当すると解している）。

4 支配株主と少数株主との利害調整

(1) 子会社上場の場合、(2) 種類株主を発行している場合など

アメリカ：ロバート・W・ハミルトン『アメリカ会社法』325頁以下、近藤光男ほか『新・アメリカ商事判例研究』144頁〔トラッキング・ストックの事例、黒沼悦郎〕、Reinier R. Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, 118 et seq. [Gerard Hertig and Hodeki Kanda]。

原則として、「完全な公正」を取締役が証明しなければ賠償責任を免れない。例外として、「少数派株主の過半数 (majority of minority)」が同意したときや、子会社の独立取締役が取引を承認した場合には、立証責任が転換される（実体基準は公正基準のまま）。ただし、独立取締役の独立性は訴訟で攻撃されやすい。

イギリス：

親子会社間で不公正は取引がなされた場合などに、子会社株主は株式の公正価格での買取請求権を有する（1985年会社法 459条、461条。2006年会社法 994条）。

ドイツ：

親会社の賠償責任のほか（株式法 317条）、子会社の取締役（＝業務執行者）、監査役（＝非業務執行役員）に損害賠償責任（立証責任の転換された過失責任）を負わせている（318条）。

5 まとめと感想

(1) アメリカとイギリスの差

(2) 問題の領域ごとに非業務執行者に期待される役割の大小は異なる

代表訴訟では、監査役会の意見を裁判所に出させた上で、裁判所が訴訟継続の可否を決定するという制度には意味がある（会社法制定時に削除された制度の復活）

経営者と株主の利害が直接的に対立するという局面では、監査役の権限は仲裁的なものではなく、せいぜい株主に対する情報提供にとどまるように思われる。たとえば、大量の第三者割当については、上場規則で総会決議を（原則として）必要として、監査役の役割は株主の意見を代替することではなく、株主の判断形成に協力することだろう。

買取防衛策については、それを使う目的によって、監査役の関わり方の濃淡があるのではないか。濫用的な買収者を撃退するというのであれば、取締役の判断形成を監査役がチェックすることには意味がある（監査役の判断が得られれば、裁判所もそれを尊重した決定を下しやすくなる）。買収の条件（価格など）や情報・時間確保の目的での防衛策の利用は、ストック・オプションを持たない監査役の判断にはあまり大きな意味を与えることは

難しいのではないか。企業価値の判断においても同じだろう。これらの局面では、妥当性監査か適法性監査かという違いよりも、ストック・オプションを持っているかどうかという点で、社外取締役制度のほうが「経営者の濫用抑止」の機能を持たせやすい。

もっとも、TOBルールにおける意見表明制度において、取締役とは別に監査役（会）が意見表明を行うことは考えられないか（特にMBOなど）。

親子会社問題については、平常時の親子会社間の力関係をフェアにする「雰囲気作り」において監査役等に期待されるどころ大であるが、実際に裁判になったとき（社内取締役や親会社に損害賠償請求訴訟が提起されたとき）には、監査役や社外取締役の判断が裁判所により尊重されるハードルはかなり高いと思われる。

(3) 常勤監査役という制度について

常勤監査役のパーソナリティーが重要。

(4) 内に向かって・外に向かって（単なる思い付き）

アメリカの社外取締役のようにボードと完全に一体化するのではない、日本の監査役制度において、①会社内で業務執行者に向かって発言するという役割と、②外（株主・投資家）に向かって意見を公にすることが対になって機能するという可能性。