

アメリカにおける非業務執行取締役の役割について

2008年6月12日
大阪大学 久保田安彦

1 はじめに

アメリカにおける非業務執行取締役の役割

→日本の監査役に期待しうること
監査役に足りないもの

アメリカの非業務執行取締役=社外（独立）取締役

社外（独立）取締役の増加〔大杉, 2004〕〔Gordon, 2006〕

1975年：社内・社外・独立がそれぞれ1/3
→1995年：社内21.7%, 社外16.7%, 独立62.2%
1950年：独立取締役22%
→2005年：独立取締役73%+super majority independent boardの普及

増加の直接的な要因

①自主規制

2002年SOX法以前

ニューヨーク証券取引所1977年：独立した監査委員会の設置・維持
←ただしSECの影響

¶ABA取締役ガイドブック, 経営円卓会議

②社会規範

自主規制や裁判規範との相互作用

¶企業目的：ステークホルダー論→株主利益最大化

③裁判規範

利害関係のない取締役の関与

→審査基準の緩和

取締役や役員が責任を負うか否か

会社の行為, 取締役会決議などが有効か否か

差止めによる救済が発せられるかどうか

2 利益相反と特別委員会

特別委員会の権限の根拠

たとえば、デラウェア州会社法141条(c)項

取締役会の決議または付属定款で定められた範囲内において、取締役会の決定権限を特別委員会に委譲することが認められる

(1) 敵対的買収

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. Supr., 1985).

取締役の立証責任

①会社の経営方針への脅威があると合理的根拠をもって信じていること

誠実であったこと、合理的な調査をおこなったことの立証

→「その証明は、社外の独立した取締役が前述の行為規範に従って行動し、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、相当程度高められる」

②対抗措置が脅威との関連で合理的なものであること

Revlon, Inc. v. Macandrews & Forbes Holdings, 506 A.2d 173 (Del. Supr., 1985).

裁判所は、対抗措置の相当性の要件は充たしているとする一方、Revlon社の売却

(break-up) が避けられない状況にあったので、その取締役は会社の経営方針・効率性に対する脅威には直面していなかったとして、差止めを認めた。なお、Revlon社の取締役会のメンバーは14名、そのうち6名は上級オフィサー、2名は大株主、残りの6名のうちの4名はビジネス上の関係を有していたとされる。

(2) 少数株主の締め出し：合併〔松中，2008〕

Singer v. Magnavox Co., 380 A.2d 969 (Del. Supr., 1977).

適正な事業目的＋取引過程・価格の公正

Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. Supr., 1983).

UOP社の発行済株式の50.5%を有するS社は、UOP社を吸収合併しようとするにあたり、UOP社の取締役を兼務する役員から、UOP社の残りの株式を1株24ドルで取得することがS社にとって有利な投資であるとの調査報告を受けた。1978年2月28日にS社の経営委員会が開催され、UOP社との合併について審議されたが、そこには委員会のメンバーではないUOP社の社長も出席した。委員会では、前述の報告内容とは異なり、1株20ドルないし21ドルの価格でUOP社との合併を行う旨の結論が出された。その結論は3月6日開催のS社・UOP社の取締役会に報告さ

れることになったが、それに先立ち、UOP 社の社長は同社の社外取締役に対して電話で報告した。また、UOP 社の社長の依頼を受けた投資銀行は、UOP 社の財務書類を調査・検討したうえで、経営委員会の示した価格が適正なものであると結論づけた。3月6日に開催されたS社・UOP社の取締役会では、いずれもUOP社の少数株主の過半数の賛成が得られることを条件として合併を承認した。その後、UOP社の定時株主総会で1株あたり21ドルを対価とした吸収合併が承認されたので、合併が行われようとした（行われた）。

①審査基準：完全な公正性の基準：事業目的基準の廃棄

①少数株主の公正な取扱い：締め出される株主について

- ・取引の時期、および取引がどのように開始され協議され、取締役・株主がどのように承認したかが考慮される
- ・とくに情報の開示は完全に公平無私でなければならない

②公正な価格

- ・子会社の資産、市場価格、損益、将来の可能性、その他の要素を考慮しなければならない
- ・デラウェアブロック法に限定されない
→DCF法なども利用できるようになった

②立証責任

- 少数株主による詐欺・不実表示その他の不正の立証
→完全な公正性の立証

③傍論(?)として

「100%確実とはいえないとしても、もしUOP社が、独立当事者としてS社と取引しようとして、社外取締役をメンバーとする、独立した交渉のための委員会(independent negotiating committee)を任命していたならば、本件の結果はまったく違ったものとなっていたと予想される。」

Kahn v. Lynch Communications System, Inc., 638 A.2d 1110 (Del. Supr., 1994).

Lynch社の43.3%株式を所有し、過半数の取締役を派遣しているA社が、Lynch社を消滅会社とする現金交付合併を行おうとした(行った)。

・適切な特別委員会の承認→立証責任の転換

- 要件①多数株主が合併条件を主導していないこと
- ②特別委員会が多数派株主と対等な交渉力をもっていること

ただし、略式合併のケース

Glassman v. Unocal Exploration Corp., 777 A.2d 242 (Del. Supr., 2001).

UE社の約96%の持分を所有するUnocal社が、少数株主の締め出しを目的と

して略式吸収合併を行う旨を公表したことに對して、UE社の株主であるGlassmanが、Unocal社およびその取締役に対して、対価が公正でなく、情報開示も完全ではないことを理由に、損害賠償を求めた。しかし、裁判所は、略式合併の場合には、公正さは問題とならず、株式買取請求権が唯一の救済になると判示。

(3) 少数株主の締め出し：公開買付〔松中，2008〕

In re Siliconix Incorporated Shareholder Litigation, 2002 Del. Ch LEXIS 83.

ナスダック上場会社であるSiliconix社の80.4%株式をもつVishay社は、自社の株式を対価としてS社株式の公開買付を行うことを公表したのに対し、S社の株主が公開買付けの差止めを求めた。裁判所は、株主に対する強圧性や重大な開示義務違反がないのであれば、完全な公正基準は排除され、経営判断原則が適用されると判示。

Siliconix+Glassman

公開買付+略式合併→いずれも経営判断原則の適用

In re Pure Res. S' Holders Litig., 808 A.2d 421 (Del. Ch., 2002).

Pure Resource社の65%株式をもつUnocal社が、自社の株式を対価としてP社株式の公開買付けを行うことを公表したのに対し、P社の株主が公開買付けの差止めを求めた。裁判所は、支配株主による公開買付けが強圧的でないとされるための要件として、①少数株主の過半数の応募を撤回不可能な条件としていること、②もし支配株主が90%以上の株式を取得した場合には、公開買付けと同じ条件で略式合併をすぐに行うよう約束すること、③支配株主が報復の脅し (retributive threat) をしないこと、を述べた。また、裁判所は、独立取締役は、誠実かつ勤勉に、少数株主のための情報提供や意見表明をする義務があり、支配株主は、そうした独立取締役による義務の履行を妨げてはならないとも判示した。

なお、実証研究では、締め出しの方法として合併が用いられる場合の方が、少数株主に与えられるプレミアムが有意に大きいとされる〔Subramanian, 2004〕

①最初にオファーした価格から最終的な価格がどれほど増加したか

公開買付：7.2%の増加、合併：18.1%の増加

②取引が公表される1日前、1週間前、4週間前の市場価格に対するプレミアム数値

公開買付：33.8%、28.8%、25.1%、合併：51.0%、51.6%、54.7%

→独立取締役の交渉が一因？

(4) 株主代表訴訟〔近藤, 2007〕

特別訴訟委員会

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

Zapata v. Maldonado, 430 A.2d 779, 788-89 (Del. 1981).

①特別訴訟委員会による立証 (See also, Katell v. Morgan Stanley Group, 1995 WL 376952 (Del. Ch. 1995).)

- ①委員会のメンバーが独立性を備えているか
- ②誠実に (in good faith) 行動したか、および
- ③自らの判断について合理的な根拠を有しているか

②裁判所による経営判断 (judicial “business judgment”)

In re Oracle Corp. Derivative Litig., 824 A.2d 917 (Del. 2003).

Zapata の二段階アプローチに依拠

ただし、独立性の審査をより厳格におこなった

2名のスタンフォード大学教授(1名は学部長)が訴訟委員会のメンバーであったが、スタンフォード大学に対して被告取締役らが多額の寄付を行っていた

(5) 第三者割当増資

敵対的買収防衛策以外のケース

Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc., 906 A.2d 114 (Del. Supr., 2006).

ナスダック上場企業であるY1社は、老朽化したレストランの改修費を調達するために、取締役会決議に基づき、金融会社であるY2に対して優先株式を発行。X社はY1社の株式の過半数を有していたが、この優先株発行により議決権比率は36.5%に低下。X社は、優先株発行はY1社取締役Y3らの地位の確保が目的であるとして、株式発行の無効と、補助的に損害賠償を求めた。

・経営判断原則の適用

- ①利害関係なき独立取締役の過半数による承認がある
- ②取締役が本件優先株が最善の資金調達方法であると誠実に信じて (with in a good faith belief) 行為している

原審 (891 A.2d. 150(Del. Ch. 2005)) は、X社に資金提供の機会が与えられていたこと、支配権争奪紛争の中での優先株発行でなかったこと、なども重視

→主要目的ルールの適用 or 同ルールの残滓（？）

¶主要目的ルール

Condec Corp. v. Lunkenheimer Co., 230 A.2d 769 (Del. Ch. 1967).

(大杉先生 4月10日報告レジュメ)

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）。

3 監査委員会と独立取締役

(1) 専門性と独立性

①専門性

2002年企業統治改革法 407条

→SECレギュレーション S-K, 17 C.F.R. §229.407(d)(5)(i)(2006)

監査委員会における財務専門家に関する開示

①財務専門家の有無、いない場合の理由の開示

②財務専門家の定義

改革法 407 条よりも広い（緩やかな）定義

③財務専門家の責任

財務専門家の有無によって責任に変更はない

財務専門家の責任も重いわけではない

→財務専門家導入のインセンティブ

職務遂行のインセンティブとしての責任は重視されない

②独立性

2002 年企業統治改革法 301 条

→SEC ルール 10A-3(b)：独立性の内容

→NYSE, Inc., Listed Company Manual §303A.02

①取締役会による独立性の判断

→実質的判断の強調：裁判所による審査

+判断の根拠の開示

→株主訴訟の容易化

②独立性を欠く場合

・現在および過去3年間、会社との雇用関係がないこと、

・現在および過去3年間、本人または家族が会社から10万ドル以上の報酬等を受け取っていないこと、

・本人および家族が会社の監査関係者ではないこと、

・会社の売上の2%または100万ドル以上の大口取引先の従業員でないこと

SEC レギュレーション S-K, 17 C.F.R. §229.407(a)(2006)：独立性に関する開示

(2) 監査委員会の職務内容〔小柿, 2008〕

ALI 原理 (1994) 3.05 条

経営者と外部監査人・内部監査部門の利害対立問題の回避

→独立取締役

外部監査人の独立性確保

外部監査人の選任・解任議案の審査

外部監査人の報酬・任用条件・独立性の審査

内部監査部門の活動の客観性の確保

上級内部監査役員の選任・解任についての審査

上級内部監査役員（・外部監査人）と取締役会との意思疎通の促進

2002 年企業統治改革法 301 条

→SEC 規則 10A-3(b)：監査委員会の役割

- ①外部監査人の選任・報酬・監督に対する直接的な責任
外部監査人の監査委員会に対する直接的な報告義務
- ②内部告発手続などの整備
- ③アドバイザーの雇用権限とその財源

SEC レギュレーション S-K

監査委員会への出席状況などの開示 (17 C.F.R. §229.407(b)(1)(ii))

監査委員会の業務規程に関する開示 (17 C.F.R. §229.407(d)(1))

2004 年 PCAOB 監査基準

外部監査人：内部統制についての監査委員会の監督の有効性の評価

- * 監督者（「監査させる委員会」）としての監査委員会
ただし、監査委員会のインセンティブは問題になる
→開示規制の充実、外部監査人による評価

4 結びに代えて

なぜアメリカで独立取締役が重視されるのか？

近時のアメリカ法

取締役の独立性に関する審査がより厳格に行われる傾向にある

SOX 法（エンロン事件等）の影響か

独立取締役の関与として、より積極的なものが求められる傾向にある

いずれも利益相反問題の回避をより強く志向するもの

よいコーポレート・ガバナンス

- ①経営の効率性のチェック
- ②経営の適法性のチェック
- ③利益相反のチェック

利益相反問題の存在は、経営の効率性や適法性の直接的な阻害要因であるとともに、効率性・適法性のチェックの阻害要因（効率性・適法性の間接的な阻害要因）にもなる

裁判所のインセンティブ

経営判断に対する審査の回避

多数の訴訟の処理

→それでもなお独立取締役の判断の当否が争われるケースは少なくない

*日本とは状況が違う

独立取締役のインセンティブ

責任を負わされることは稀 [Black, Cheffins & Klausner, 2006]

→インセンティブは評判 (の低下の回避) ?

*監査役のインセンティブはなにか

独立取締役の機能発揮の前提条件：経営者・支配株主との対等な交渉力

交渉力の源泉とは？

経営者の選解任権

個人的属性 (≒独立性)

支配株主の責任法理

株主による訴訟提起の可能性 (差止め, 損害賠償…)

*監査役には交渉力があるのか

少数株主の締め出しのケース…

監査役は, 差し止めることもできないのか

《主要な参考文献》

Bernard Black (2006) , Brian Cheffins & Michael Klausner, Outside Director Liability, 58 Stan. L. Rev. 1055 .

Jeffrey N. Gordon (2006) , Independent Directors and Stock Market Prices: The New Corporate Governance Paradigm, ECGI - Law Working Paper No. 74.

Guhan Subramanian (2004) , Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory, Evidence and Policy, The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series No.472 .

大杉謙一 (2004) 「社外取締役 (独立取締役)」, 『アメリカ法』2004-1号

小柿徳武 (2008) 「米国における監査委員会制度」, 同志社大学日本会社法制研究センター編『日本会社法制への提言』, 商事法務

近藤光男 (2007) 「代表訴訟と監査役 of 機能」, 黒沼悦郎=藤田友敬編『企業法の理論 (江頭憲治郎先生還暦記念)』, 商事法務

松中学 (2008) 「アメリカの企業結合形成過程に関する規制」, 『商事法務』1832号