

アメリカ法における社外取締役制度の一考察

尾 関 幸 美

一 序 論

アメリカでは、大規模公開会社における社外取締役制度の採用が一般に普及し、会社法上、議論の対象となることが少なくない⁽¹⁾。かかる傾向や、近年のコーポレート・ガバナンスに関する議論の影響を受けて、我が国においても、この制度は商法学者の関心を集めるに至っている⁽²⁾。また、最近の大企業による一連の不祥事を受けて、社外取締役制度の採用を立法化する動きも生じている⁽³⁾。社外取締役を法制度化することは、過去にも検討されたことがあるが⁽⁴⁾、当時は、経済界からの反対が強く、結局、法制審議会商法部会は監査制度の一層の充実を図る方向を示し、社外監査役の導入を提案したに留まったとされ

る。平成九年九月に決着を見る立法案の具体的な内容は、現時点で不明であるが、法制度が社会的、経済的要請の変動に伴い、創設あるいは変更されることは当然である。しかし、その前に、社外取締役制度の採用が大規模公開会社において浸透し、かつ活発な議論が為されているアメリカの現状を把握することは、今後議論が予想される我が国の会社法上、非常に有益であると考えられる。

アメリカの社外取締役制度の歴史的起源は明らかではないが、一九二〇年代には、その存在を確認することができる⁽⁵⁾。しかし、第二次世界大戦後までは、多数の大規模株式会社はこれを採用せず、会社法上、ほとんど問題視されなかった。これが、注目を集めるようになった一因は、一九六〇年代及び七〇年代に高まりを見せた環境

汚染、欠陥商品、ロッキード事件等の海外での贈賄といった一連の不祥事に対する企業批判にある。また、社外取締役の一般的な定義は、学説及び判例から抽出されたところによると、「会社の役員、または従業員でなく、加えて会社と利害関係を有さず、かつ日常の業務執行に関与しない独立的な取締役」である⁽⁶⁾。

本稿においては、アメリカの社外取締役制度を巡る判例の動向及び学説の議論の現状を整理し、アメリカの議論が示す社外取締役制度の意義につき若干の考察を試みることにする。

(1) Hamilton, Reliance and Liability Standards for Outside Directors, 24 Wake Forest L. Rev. 5 (1977); Brudney, The Independent Director-Heavenly City or Potemkin Village?, 95 Harv. L. Rev. 597 (1982); Pease, Outside Directors: Their Importance to The Corporation and Protection from Liability, 12 Del. J. Corp. L. 25 (1987); Ajemian, Note, Outside Directors and the Modified Business Judgment Rule in Hostile Takeovers: A New Test for Director Liability, 62 South. Cal. L. Rev. 647 (1989); Gilson & Krakman, Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Inv-

esters, 43 Stan. L. Rev. 861 (1991); Cox, The ALI, Institutionalization, and Disclosure: The Quest for the Outside Director's Spine, 61 Geo. Wash. L. Rev. 1242 (1993); Lin, The Effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism: Theories and Evidence, 90 Nw. U. L. Rev. 898 (1996).

(2) 加美和照「監査役制度の改正」判例タイムズ八三九号八三頁、酒巻俊雄「社外取締役と社外監査役の機能」ジュリスト「特集」コーポレート・ガバナンス一〇五〇号一三六頁、森本滋「社外監査役制度」民商一〇八巻四・五号五四七頁、竹下ちえこ「アメリカにおける社外取締役の役割とコーポレート・ガバナンス」商事法務一三二七号二頁、及び一三二八号一六頁、伊勢田道仁『取締役会制度の現代的課題』大阪府立大学経済研究叢書第八〇冊一三三頁、楠本純一郎「社外取締役の独立性の確保とコーポレート・ガバナンス」佐賀大学経済論集二六巻五号一頁〈座談会〉日本の会社のコーポレート・ガバナンスジュリスト「特集」コーポレート・ガバナンス一〇五〇号一六頁。

(3) 平成九年四月三〇日付日経新聞参照。

(4) 昭和五六年六月二二日、法務省民事局参事官室は、会社法の根本的改正に関し意見照会を行う、その中で取締役会の構成につき、一定数の社外取締役を加入させることについて質問した。元木伸二稲葉威雄「株式会社社の機関に関する改正試案の解説」商事法務研究会編・会社機関改正試案の論点一〇一頁参照。

(5) Hamilton, *supra* note 1, at 6.
 (6) 経営者からの独立性の基準により、さらに細かく分類する見解もある。しかし、各概念が学説、判例上必ずしも明確に区別されておらず、また、定義化自体にさほど意味があるとも思われないため、本稿では社外取締役で統一する。

二 判例の展開

従来、アメリカにおいて、社外取締役制度を規制する法律は存在せず、あくまで会社の任意に委ねられていた⁽⁷⁾。SECは早くからこの採用を奨励し、また、ニューヨーク証券取引所(NYSE)は、一九六五年、既に全上場企業の取締役会に、最低二名以上の社外取締役を参加させることを上場規定で定めていたが、かかるSECの影響を受けて、一九七八年に、経営者から独立し、独自の判断を行ってできる取締役のみで構成される監査委員会(audit committee)の設置を義務づけた⁽⁸⁾。社外取締役の採用は、会社の取締役会の構成に関する問題であるため、憲法上の制約から、連邦証券法においては、これを正面から扱った規制は存在しない。ただし、株式が公開市場で取引されている会社は、制定法と並んで証券市

場の自主規制を受ける⁽¹⁰⁾。こうした背景から、社外取締役の法的責任は、実際には州会社法よりも連邦証券法との関連で、より問題となっているようである⁽¹¹⁾。ここでは、連邦裁判所及び州裁判所における、それぞれの判例の動向を概観する。

1 開示義務違反と支配者責任⁽¹²⁾

連邦裁判所の判例で、最初に注目を集めた社外取締役の責任は、SEC規則10b-5条に基づく開示義務違反と、一九三三年証券法第一五条・一九三四年証券取引所法第二〇条に基づく支配者責任であり、指導的先決例とされるのはLanza対Drexel事件である⁽¹³⁾。この事件は、合併の協議の際に参考とされた一方の会社の年次報告書、目論見書、財務諸表等の書類に、不実表示または、重要事実の脱漏があったことを理由に、合併の相手会社の株主が前代表取締役及び取締役に対し、開示義務違反と支配者責任を根拠に損害賠償を追求したものである。第一審は、原告の請求をほぼ認めたが、被告のうち社外取締役一名についてはその責任を否定したために、原告株主は、この点を不服とし控訴した。連邦第二巡回区控訴裁判所は、社外取締役が日常業務には関与しないという役

職の一般的性質から、必然的に入手する情報量に差異が生じることを考慮し、社外取締役は役員から提供されない重要情報を探知し、これを知らずに株式購入を予定する第三者に、伝達及び開示する義務を負うと解することは、SEC規則一〇b―五条の規定する開示義務の射程外であり、また、役員等が行った不実表示による詐欺の幫助・教唆者あるいは実質的な関与者 (substantial participant) でもないとの理由で、開示義務違反及び支配者責任をそれぞれ否定した⁽¹⁴⁾。本判決の指導的先例としての価値は、取締役の開示義務の具体的な内容を示し、そのうえで、社外取締役と社内取締役の開示義務を区別した点にあるとされる⁽¹⁵⁾。

この事件以降も、連邦裁判所において、社外取締役の開示義務違反と支配者責任が度々問題となった。そして、判例の展開を概観するに、責任成否に関する判断の決め手はあくまで違法行為への関与の有無であり、社外取締役は一般に日常の業務執行を行わず、その結果社内取締役と区別され、責任が否定される場合がほとんどである⁽¹⁶⁾。逆に、両者を全く区別せずに社外取締役の責任を認めている例として In re Shalen & Associates, Inc. Securiti-

es Lit. が挙げられる⁽¹⁷⁾。被告会社は、一九八六年に、新株の私募発行による資金調達を行い、原告はこの時の株式取得者である。一九八九年に、同社は、粉飾決算の疑いがあるとしてSECの非公式調査の対象となり、これを契機に取締役会が調査委員会を設置して調査したところ、一九八六年からの三年間に亘り、同社の財務諸表に虚偽記載があったことが判明した。更に、会計監査法人は、該当する会計年度の監査意見書と中間報告書を撤回した。これらの事実が公表されると、同社の株価は急落した。原告株主は、会社に加え、取締役全員を被告とし、彼らが共謀して粉飾決算を行い、会社の業績を実態以上に良く見せることで一般投資家を投資に誘引したことが、開示義務違反による詐欺、又は支配者責任に当たるとして損害賠償を請求した。被告には六名の社外取締役が含まれ、彼らはいずれもアメリカ国外に居住し、経営にはほとんど関与していなかった。裁判所は、まず、社外取締役と社内取締役を区別することなく、株式購入予定者に対する重要、有益な全情報を開示する義務を取締役一般に肯定したが、被告社外取締役に關しては、不実表示の事実を知らず、かつ、これに実質的に関与していな

ったことを根拠に責任を否定している。しかし、支配者責任については、「社外取締役は、財務諸表及び報告書等、多種多様な情報を株式購入予定者に伝達することに加え、会社の事業経営を直接的あるいは間接的に支配・監督する地位にある」として、社外取締役全員の責任を認めた。特に、監査委員会の構成員である社外取締役に對しては、他の取締役の行為と会社の会計報告を監督し、独自に財務諸表等の開示書類を調査する義務を負うと判示された点が注目に値する。⁽¹⁸⁾

この他にも、連邦裁判所で社外取締役の責任が問題となった事例が若干あるが、次に州裁判所における事例を見ていくことにしたい。

2 経営判断の原則の適用との関連

アメリカの州会社法上、社外取締役の責任は、とりわけ注意義務及び経営判断原則との関連で問題となっている。そこでの問題は社外取締役と社内取締役とで注意義務の程度が異なるかということ⁽¹⁹⁾、社外取締役の存在が経営判断の原則の適用に如何なる影響を与えるかということである。従来は、特に区別を設けなくても、注意義務及び経営判断の原則の適用の有無は、通常、取締役個

人の知識、技能、背景に直接結びついた一般的行為規範を基準とするため、結果として、社外取締役が不利益を被ることは、まずあり得ないと考えられていたようである。⁽²¹⁾この点、Deaneは、デラウェア州での事件を題材に考察を加え、州裁判所は、一般的に社外取締役と社内取締役で異なった基準を注意義務に適用するが、tender-offerのような会社の所有権の移転に直接関係する問題においては、その可能性はほとんど皆無であるとする。⁽²²⁾

こうした裁判所の傾向を示す例の一つが、著名なStein対Van Gorkom事件⁽²³⁾である。これは、被告会社の最高執行役員兼取締役会議長が、その知人の所有する訴外会社に有利な条件で、被告会社へのtender-offerを依頼し、現金合併を行ったことに對し、被告会社の株主が合併の取消及び、予備的主張として、合併案を承認した当時の取締役一〇名全員に損害賠償を請求するクラス・アクションを提起した事件である。原審は、合併案を承認した取締役に経営判断の原則を適用し、原告の請求を認めなかった。これに對し、原告は、取締役会の判断が十分な情報に基づくものではなく、従って経営判断の原則の適用要件の一つである合理的な注意を尽くしたことに

はならない点で、原審には法の適用に誤りがあるとして上告した。デラウェア州最高裁判所は合併承認決議に際し、被告取締役らが *Opco* の価格の算定根拠を十分に吟味せず、最高執行役員の口頭説明を鵜呑みにした点に重過失があると思なし、原審に差戻した。この被告取締役の中に五名の社外取締役が含まれていたが、裁判所は社外取締役と社内取締役を全く区別せず、同じ注意義務基準を適用し、その責任を認めた点が注目され、大いに批判された。⁽²⁴⁾

デラウェア州の事件の分析からは、州裁判所は社外取締役の採用に好意的で、特に、訴訟で問題となった経営判断の内容の具体的な妥当性ではなく、その形成過程において、社外取締役の判断を尊重していることが窺える。⁽²⁵⁾そして、社外取締役の存在は、問題となる経営判断が独立的な判断決定に必要な手続きを踏まえ、取締役の熟慮の結果、下されたとの印象を裁判所に与え、裁判所がこれに介入する余地は無いと評価し、経営判断の原則の適用を容易にする可能性が高いと指摘されている点が注目される。⁽²⁶⁾ *Godow* 対 *Perot* 事件は、かかる傾向を示すものである。これは、経営方針を巡り取締役会と経営陣

が対立し、取締役会議長兼大株主であった被告が経営陣に対し、会社の経営を自分に一任するか、あるいは持株すべてを会社に買い取らせ取締役から退任させるか、二者択一を迫ったところ、取締役会は、この提案を、三人の社外取締役から成る特別審査委員会の賛成を得たうえで、被告の保有する自社株を七億四千五百万ドルで買い取ることを決定し、この取引が問題となった事件である。原告株主は、被告からの自己株買戻しが会社財産の浪費であり、これを承認した取締役の行為は忠実義務のみならず、善管注意義務違反であるとして、会社、経営陣及び取締役全員を相手にクラス・アクションを提起した。被告は、「株主が代表訴訟を提起する前提要件として、まず取締役又は場合により株主に提訴を要求したこと、あるいは要求しても実効性がないであろうと考えた理由を、最初の訴答で申し立てなければならぬ。ゆえに、被告会社の取締役会が独立的ではなく、問題の取引に利害関係を有し、これが適切な経営判断の結果行われたものではなかったという合理的な疑問を抱かせるに十分、かつ詳細な事実を主張しなければならぬが、原告の主張はこの点で不十分である。」として訴え却下を申し立

た。原審は、被告の主張をほぼ全面的に認めた。これに対し、原告はデラウェア州最高裁判所に上告したが認められなかった。本稿との関連で注目すべき点は、独立かつ利害関係を有さない取締役が過半数を占める取締役会により為された承認は、後にその善管注意義務違反が問題となっても、経営判断原則の適用を受けるとの推定を強め、しかも、この場合、取締役会に提訴を請求しても、これが受け容れられなかったであろうとの立証責任は原告に課されると判示された点である。⁽²⁹⁾

- (7) 一九八九年、ミシガン州は事業会社法を改正し、会社
 が自発的に一定の要件を充たす社外取締役を採用するこ
 を任意規定で認めた。Mich. Comp. Law Ann. §450.
 1107 (West 1990). ミシガン州法改正の内容については、
 柿崎環「アメリカにおける独立取締役と経営監査機能の強
 化—ALIプロジェクトとミシガン州会社法をめぐって—」
 立教大学法学研究二五巻二二五頁以下が詳しい。
- (8) Standing Audit Committee of Outside Directors,
 [1971-1972 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH)
 ¶ 78, 670, at 81, 424.
- (9) New York Stock Exchange, Listed Company
 Manual §303. 00.
- (10) 証券取引所等の自主規制機関の規制は、証券取引所法
 に基づいてSECの監督に服せしめられているから、それ
 によって法的裏付けが与えられているものと言える。Sec-
 urities Exchange Act of 1934, 15 U. S. C. §78s (a), (b).
- (11) Cohen, The Outside Director Selection, Responsibilities,
 and Contribution to the Public Corporation, 34
 Wash. & Lee L. Rev. 837 (1977).
- (12) 連邦証券諸法は、直接違法行為を行つた者に加えて、
 この支配者にも連帯かつ個別に二次的責任を定めている。
 これを支配者責任といい、支配関係が具体的に認められる
 例として、取締役とその部下、大株主と取締役、親会社と
 子会社の取締役、親族関係等が挙げられる。支配者は「違
 法行為の事実を知らず、又はその存在を信じる相当な根拠
 がなかったこと」(証券法一五条)、「善意かつ違法行為を
 誘因せしめたこと」(証券取引所法一〇条)を立証すれば
 免責される。9 Louis Loss, Securities Regulation, 4466-
 90 (3d ed. 1992).
- (13) Lanza v. Drexel & Co., 479 F. 2d 1277 (2d Cir.
 1973). この事件を日本に紹介したものに、神崎克郎「米
 国社外取締役の法的責任」商事法務八一六号四二頁、山村
 忠平「社外取締役の法的責任」青山法学論集二二巻三・四
 合併号八九頁以下、及び並木俊守「アメリカの社外取締役
 の義務と責任」日本法学第四六巻二七頁以下がある。
- (14) Id. at 1311-22. によれば本判決の反対意見は、「被告
 社外取締役は、事件の前年、会社が増資を行った際に元引

受人となった証券会社からの派遣社員であり、会社の財務に関する相当の知識と経験を有し、経営状況を把握していたと推定される。従って被告が、正確な情報開示が行われていながら可能性を示す事実を知っていたにもかかわらず、詳細な調査及びそのための努力を怠った点に過失が存在する」として責任を肯定する。

- (15) Comment, *The Liability of Outside Directors under Rule 10b-5*, 49 N. Y. U. L. Rev. 560 (1974); Branson, *Corporate Governance*, at 267 n97 (1993).
- (16) *Stoller v. Baldwin-United Corp.* [1984] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 91, 678 (S. D. Oh. 1984); *Ballan v. Wilfred American Educational Corp.*, 720 F. Supp. 241 (E. D. N. Y. 1989); *Klein v. Goetzmann*, 770 F. Supp. 78 (N. D. N. Y. 1991); *Food & Allied Serv. Trades v. Milfield Trading*, 841 F. Supp. 1386 (S. D. N. Y. 1994).
- (17) *In re Shalen & Associates, Inc. Securities Lit.*, 773 F. Supp. 342 (S. D. Fla. 1991).
- (18) *Id.* at 364.
- (19) *Decker v. Massey-Ferguson, LTD.*, 681 F. 2d 111 (2d Cir. 1982); *In re Par Pharmaceutical, Inc. Securities Lit.*, 733 F. Supp. 668 (S. D. N. Y. 1990).
- (20) Branson, *supra* note 15, at 266.
- (21) Hamilton, *supra* note 1, at 29-30.
- (22) Pease, *supra* note 1, at 53.
- (23) *Smith v. Van Gorkom*, 488 A. 2d 858 (Del. 1985).

本件については多数の紹介があるが、ここでは以下の二つを挙げておく。神崎克郎「会社の売却と取締役の注意義務」商事法務一六四号三六頁以下、元木伸「経営判断の原則」東洋法學『比較法』第三三号五五頁。

- (24) *Fisher, The Business Judgement Rule and the Trans Union Case*, 40 Bus. Law. 1437 (1985); *Manning, Reflections and Practical Tips on Lift in the Boardroom After Van Gorkom*, 41 Bus. Law. 1 (1985).
- (25) Pease, *supra* note 1, at 35-40; *Ajemian, supra* note 1, at 681-83.
- (26) *Balotit & Hanks, Rejudging the Business Judgment Rule*, 48 Bus. Law. at 1347-48 (1993).
- (27) *Grobow v. Perot*, 539 A. 2d 180 (Del. 1988).
- (28) *Aronson v. Lewis*, 473 A. 2d 805 (Del. 1984).
- (29) *Grobow, supra* note 27, at 190.

三 学説の議論

次に、アメリカにおける社外取締役に関する議論を整理、検討する。最初に、社外取締役の重要性が主張された一九七〇年代から九〇年代初期までを振り返って、議論が発生した前提には、誰が経営者を監視するかどうかという会社法上の命題に対し、この主体が株主から取締役会、市場を経て、社外取締役にその役割を求める傾向が強くなる。

なったという状況を確認することができる。⁽³⁰⁾そして、議論は社外取締役の監視内容へと深化し、これを経営の効率性、経営者の自己取引及び利益相反行為を含む権限濫用行為(Overreaching)、贈賄等の違法行為を典型とする企業の社会的責任のおおよそ三つに集約し、主として、その効果の面から議論されている。

学説の議論を整理する前に、社外取締役の監視が、会社や株主にいかなる影響を及ぼすかにつき、実証研究の結果を幾つか見ておくことにする。例えば、取締役会に社外取締役を多数参加させ経営者からの独立性を強化すること、会社の業績との関係を取り扱う研究は、ほぼ一致して、積極的な相関関係を見だし難いとの指摘が為されている。⁽³¹⁾そして、違法行為の抑止に関しても同様である。⁽³²⁾逆に、グリーンメイラーへの利益供与を拒絶した会社は、そうしなかった会社と比べ、取締役会に社外取締役が占める割合が高いという報告もある。⁽³³⁾以上の結果を素直に読むと、社外取締役の監視が経営の効率性や違法行為に対して、それほど効果的ではないが、経営者の利益相反行為に関しては、若干の効果を期待できると評価しうる。⁽³⁴⁾しかし、いずれの実証研究にせよ、限定的

な条件下での分析に過ぎず、これをもって、社外取締役による監視の効果に確定的な評価を与えることはできない。⁽³⁵⁾

現在、学説には社外取締役制度に対して賛否両論ある。肯定論の主張を要約すると、彼らが支持する最大の理由は、社外取締役が、会社及び株主の利益に資すると考えられるからである。すなわち、社外取締役は内部者である経営者と異なり、第三者の立場から、より公平で客観的な視野を経営判断の決定過程にもたらし、しかも、独立して経営者を監視し、会社の利益を犠牲にする行為を阻止することを可能にする。また、会社の違法行為の抑止が、その社会的責任の実現に寄与する面があることを否定できず、このことは結果として会社及び株主のみならず、一般公衆の利益に資するとされる。これに対し、消極的な立場の主張は、その根拠が社外取締役の非常勤性、最高執行役員との社会的繋がりが、監視のインセンティブの欠如、判断基準の曖昧さ等にあり、社外取締役の個性によっては、事業に必要な専門的技術、知識、経験、人脈、取引関係等を有さず、また、就任後も時間や情報の不足から、経営者の言いなりにその行為を承認し、必

ずしも会社や株主の利益とならない可能性を指摘する⁽³⁶⁾。特に、この点は、前述の経営判断原則の適用との関係で危惧されている。すなわち、社外取締役の監視が有効であることを前提に、州裁判所が社外取締役の判断を尊重し、問題となる経営判断が適切な手続きを経て十分に熟慮されたものであり、裁判所はこれに介入する余地はないとの評価を与え、経営判断の原則の適用を容易にする結果、株主が十分に経営者の責任を追及することが困難な事態を招く恐れが生じるとされる⁽³⁷⁾。これは経営者に対する株主の監督権を、部分的に排除することになる。また、自己取引や利益相反行為の場合も、完全開示とそれらの行為の公正さを法定要件とし、後者の判断を社外取締役に委ね、政策的に彼らの判断を信頼する方向性が望ましいとする見解もあるが、ほとんどの州会社法が、会社に社外取締役の採用を義務づけるまでには至っていないし、一般的に、利害関係のない取締役に由る承認に關しても特別な法的効果を付与していない⁽³⁸⁾。この理由は、かかる承認を経営者の利益相反行為の法定要件にすると、その公正さという基準が曖昧で、社外取締役に توسطして、その判断は困難となり、却って会社及び株主利益を侵害

する懸念を払拭できないからであろう⁽⁴⁰⁾。

また、もう一点興味深いのは、社外取締役に期待された監視機能の比重は、時代に應じて変化していることである。一九七〇年代は、会社の社会的責任に対する認識が高まり、かかる視点を会社の経営に反映させるには、従来の取締役会の構造では限界があると考えられるようになったため、大規模公開会社の独立的取締役、あるいは社外取締役に、その役割を担わせることが提唱され、広範な支持を得た⁽⁴¹⁾。すなわち、社外取締役の監視機能には、単なる株主利益の保護にとどまらない、いわば、公共的利益の実現を期待されていたと考えられる。そして、当時の社会情勢を反映して、議論は会社の社会的責任、その中でも特に、社外取締役が大会社の違法行為に対する有効な監視機構たりうるかという点に集中したが、これに關し、Brudney は社会的責任に対する監視は、経営者の自己取引や経営の効率性の監視以上に問題があると指摘した⁽⁴²⁾。この理由は、違法性が明白な行為や、公衆に与える影響が著しい場合を除いて、会社の社会的責任に対する法理論上妥当な解決、あるいは究極の基準を与えるには相当の努力を必要とし、しかも、こうした問題

の適用基準は変化しやすく、包括的な判断を要求され、社外取締役には負担が大きすぎると考えられたからである。

さらに、議論の中には、前述したSECやNYSEの影響を受けて、社外取締役の監視機能を主に会社の情報開示との観点から評価する見解も見られた。すなわち、適切な開示は経営者を牽制し、経営の効率性に対する市場の監視機能の実行に資するから、経営者の経営努力の促進に最も有効である。そして、監査委員会における社外取締役は、外部の会計監査人の独立性の審査と、財務諸表作成過程及びその内部統制の審査を通じて、会社の情報開示を保証する存在であると考えられた。⁽⁴³⁾ このことは、とりもなおさず、証券市場において、会社に対する投資家の信頼を補強し、会社の資金調達を助け、会社の利益を増大させると言える。また、他方で、これから株主になろうとする投資家の判断材料になる点で、株主利益にもなると言える。従って、かかる見解に拠れば、不適切な情報開示に対する取締役の責任は、経営判断の過誤から生じる責任よりも重大であるとの結論が導かれる。⁽⁴⁴⁾ しかし、現実の社外取締役は、会社に関する情報につき、

独自の情報源を持たず、しかも経営者から提供される情報は限られている場合が多い。従って、何らかの情報入手手段が保証されない限り、社外取締役はその機能を十分に実現し得ないし、また法律上の明確な根拠が付与されない以上、裁判所が社外取締役の開示義務を積極的に解釈し、社外取締役に他の取締役よりも重大な責任を課すことはあり得ないと反論された。⁽⁴⁵⁾ この点は、前述二における判例の展開を見ても明らかである。

次に、一九八〇年代に入り、敵対的企業買収の嵐がアメリカ企業を席卷すると、議論は多少異なった様相を帯び、社外取締役の監視のうち重点が置かれたのは、敵対的企業買収に絡む経営者の権限濫用行為である。例えば、敵対的企業買収の標的となった会社においては、自らの支配を維持しようとする経営者の利益と、企業価値を最大に評価する者に売却することで自らの経済的利益を実現しようとする株主の利益が対立し、⁽⁴⁶⁾ 経営者の行動には深刻な権限濫用の恐れが生じる。また、グリーンメイラーへの利益供与も、単に会社財産を減少させるだけでなく、経営者の自己利益の実現を目的とする行為である。過大な賞与や報酬も同様である。そして、社外取締役は、

かかる経営者の保身を目的とする行為の危険から、会社を保護すると考えられた。⁽⁴⁷⁾ こうした社外取締役の監視機能の有効性を主張する見解に対し、これを消極的に評価する立場から、取締役会から独立した機関としての結合力の脆弱さと、判断基準の曖昧さという二つの法律上の問題点が指摘された。⁽⁴⁸⁾ 前者は、通常、社外取締役は集団として個性を主張し行動を共にする機会が法律上保証されず、実際にほとんど皆無であるという点であり、後者は、社外取締役が取締役会の経営上の政策決定に関与したとしても、会社に関係する多数の利益集団のうち、いずれの利益を考慮すべきかにつき、法律上、確固たる方針を付与されないまま判断しなければならぬという点である。⁽⁴⁹⁾

最後に九〇年代に入り、資本市場による監視機能に疑問の余地があることは一般に承認され、今日において、もはやこれに絶対的な信頼を寄せることは困難であると考えられるに至った。⁽⁵⁰⁾ ここで、社外取締役が再び脚光を浴びることになる。というのも、近年、機関投資家が株主として台頭し、社外取締役の選任等を通じて、コーポレート・ガバナンスに積極的な態度を見せることが予想

されたからである。⁽⁵¹⁾ Gilson と Krakman は、近年のコーポレート・ガバナンスの議論が取締役会の機能、この中でも、とりわけ社外取締役制度に集中しているが、Bete と Means がその著書の中で、初めて企業の所有と経営の分離を分析して以来、法学者は企業にとっての聖杯 (Holy Grail)、すなわち、経営者の責任確保のために、かかる分離を架橋する機構を探求し続けていると述べている。⁽⁵²⁾ そして、これに最適な機構は、株主の選任による経営者から独立した社外取締役であるとの見解の一致を見たと言う。⁽⁵³⁾ 彼らの監視機能に対する信頼の根拠はその独立性にある。彼らは経営者の支持に個人的な経済関係を有さない以上、会社の長期的かつ最善の利益に基づく経営を、株主の代理人として保証させる事が可能だからである。⁽⁵⁴⁾ しかし、一般的には、現在の社外取締役制度はガバナンス・システムとしてあまり機能せず、その主たる原因が、経営者から真の独立性を確保されていない点にあると指摘されている。⁽⁵⁵⁾

(30) Gilson & Krakman, supra note 1, at 873.

(31) Baysinger & Butler, Revolution Versus Evolution

- in Corporation Law: the ALI's Project and the Independent Director, 52 Geo. Wash. L. Rev. 557, 562-66 (1984); Bainbridge, Independent Directors and the ALI Corporate Governance Project, 61 Geo. Wash. L. Rev. 1062 (1993).
- (32) Kesner et al., Board Composition and the Commission of Mergers Act: An Investigation of Fortune 500 Companies, 29 Acad. Mgmt. J. 789, 795 (1986).
- (33) Kosnik, Greenmail: A Study of Board Performance in Corporate Governance, 32 Admin. Sci. Q. 163, 178 (1987).
- (34) Cox, *supra* note 1, at 1239-42.
- (35) Lin, *supra* note 1, at 902, 961-62.
- (36) Brudney, *supra* note 1, at 597.
- (37) Balotti & Hanks, *supra* note 26, at 1347-48.
- (38) 註(8)の「ミシガン州法」A.J.の最終案第V編(五・〇一―五・〇九条)の中で、役員利益相反行為につき、完全開示と当該取引の公正さという一定の要件を課し、後者の判断を社外取締役の承認に委ねてゐる。但し、社外取締役の承認を受けても、裁判所による公正さの審査を免れることはできない。結果におつて、そのような承認は立証責任の転換と審査基準の緩和の二点で意味があるとされる。詳細は、『コーポレート・ガバナンス―アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究―証券取引研究会国際部会編―』一七〇―一七
- 頁参照。
- (39) Davis, Jr., Approval by Disinterested Directors, 20 J. Corp. L. 215-16 (1995).
- (40) Brudney, *supra* note 1, at 622.
- (41) *Id.* at 597-99.
- (42) *Id.* at 639. Brudney は「経営者の自己取引に対する社外取締役の監視機能につき、公正さという基準の意味や、関連事実の確認及びその評価の困難さ、インセンティブの欠如、監視を懈怠した場合の法的責任の不明確さ等、幾つかの問題点を指摘した。さらに、経営の効率性の評価基準が、必ずしも株主利益の極大化でなくなつた今日、評価基準が不明瞭かつ多義的にならざるを得ず、経営の効率性に対する監視も十分に実行できなかつと言つ。
- (43) Bacon, Corporate Directorship Practice: The Audit Committee II (Conference Bd. Rep. No. 766, 1980); SEC Accountability Report 29, at 563-65 (Comm. Print 1980).
- (44) Caplin, Outside Directors and Their Responsibility: A Program for the Exercise of Due Care, 1 J. Corp. L. at 57, 78-82 (1975); Leech & Mundheim, The Outside Director of the Publicly Held Corporation, 31 Bus. Law. 1800-02 (1976).
- (45) Brudney, *supra* note 1, at 638-39.
- (46) Brudney & Chirelstein, A Restatement of Corporate Freezeouts, 87 Yale. L. J. 1354, 1365-70 (1978).

- (47) Cox, *supra* note 1, at 1241-42.
(48) Lorsch & Maciver, *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards* 84-89 (1989).
(49) Cox, *supra* note 1, at 1238.
(50) この理由は、敵対的企業買収は不適切な経営の阻止よりも、その修正に適していることが証明され、コストが高い割に不正確な監視手段であると認識されるようになったからである。加えて、ジャンクボンド市場の崩壊や州会社法改正の影響もあり、敵対的企業買収の発生する可能性自体が低くなっている。Gilson & Kraakman, *supra* note 1, at 870-71.
(51) この点に関しては、懐疑的な見解もある。年金基金はアメリカにおける機関投資家の最大集団であるが、そのうちの約七割は私的年金基金であり、その多くの運用担当者はコーポレート・ガバナンスの諸問題に関して、何らかの貢献を期待されることを負担に感じ、ポートフォリオ内の会社の経営に巻き込まれることを躊躇し、経営者に敵対的立場を取ることを極端に嫌うとの調査結果がある。このことは、機関投資家にも二種類あり、公的年金基金のように経営者に対し、率直な批判的態度を示す者は少数派であることを示す。従って、機関投資家が一致して議決権を行使し、従来の社外取締役の欠陥を補う専任取締役を選任するという積極的行動を会社に対して取るというGilsonとKraakmanらの多数意見に疑問を投じている。Cox, *supra* note 1, at 1263-64.

- (52) Gilson & Kraakman, *supra* note 1, at 873.
(53) *Id.*
(54) *Ibid.* at 873-74.
(55) *Id.* at 880.

四 結びに代えて

以上を踏まえ、アメリカにおける社外取締役制度を巡る議論の展開を、いかに理解し位置づけることができるか、若干の考察を試みたい。まず、社外取締役制度に関する議論の背景には、既にGilsonとKraakmanの指摘に見たように、誰が経営者を監視するかという会社法上の命題に対し、この主体が株主から取締役会、市場を経て、社外取締役にその役割を求める傾向が強くなったという状況がある。そして、社外取締役の監視機能に関する議論は今もって動揺しており、判例の展開も予断を許さないものである。むしろ、ここで興味深いのは、社外取締役制度が株主や会社に与える効果が曖昧であるにも関わらず、社外取締役制度の採用を全く否定する見解が、ほとんど見られないことである。そして、社外取締役を巡る議論には、この点において重要な示唆が含まれ

ているのではあるまいか。すなわち、一方で、あくまで会社は営利の追求を目的とし、経営者の行動に関する裁量は、最大限確保されなければならないとする、いわば、私的自治の原則に基づく会社の経済的要請が存在し、⁽⁵⁶⁾他方で、そのような広範な裁量権の付与は経営者の権限濫用を招きやすく、これを防止し、会社、株主及び債権者等、多数の利害関係者の利益を保護する要請が存在する。つまり、政府や、裁判所がみだりに会社の経済活動を規制することを極端に嫌うアメリカにおいては、両要請の均衡点として、会社の任意機関である社外取締役制度の採用が支持されたと理解すべきであろう。だからこそ、アメリカにおいて、会社が社外取締役制度を採用することが普及し、一般的に支持されたとも考えられる。更に、社外取締役の監視機能は会社及びその多数の利害関係者の利益になるとされる反面、経営者の利益のために利用され、そこから発生する弊害を懸念されている。⁽⁵⁷⁾しかも判例の動向は、社外取締役の責任が決して厳格ではないことを示しており、社外取締役制度の出発点に存在したはずの経営者に対する監視機能を強化し、その責任を確保するという目的を到底実現できそうにない状況にある

と言える。本稿においては、社外取締役制度に関するアメリカの議論の現状を、判例及び学説の展開を中心に概観してきたわけだが、その限りでは、残念ながら社外取締役制度の採用を強行規定で定めることを、積極的に支持する根拠を見出すことは困難であるように思われる。⁽⁵⁸⁾

また、議論の推移は、アメリカ法が取締役に業務執行と監査の両機能を委ね、業務執行機関とは別個独立した監査機関を予定していない点に対する問題意識の存在を示し、このことは、会社の経営に対する客観的な評価の確保、すなわち自己監査からの脱却を試みる努力であったと位置付けることが可能であると思う。学説、判例上、社外取締役に期待される監視機能やこれに伴う責任が監査委員会との関連で多くを議論され、しかも経営の効率性や経営判断の具体的な妥当性ではなく、判断決定における手続きの遵守や経営者の自己取引の防止、ひいては社会的責任の実現にあったとの本稿から得られた整理は、このことを裏付けるものであると言えよう。その意味で、これは我が国の監査役の法的責任の考察に、より多くの示唆を与えるものと思われる。しかし、これを検討するには、個々の問題領域における社外取締役の法

的責任をより詳細に考察することが必要となる。加えて、アメリカでの社外取締役制度に関する議論の出発点は、経営者のモニタリング問題にあるから、今後の展開次第では、我が国の取締役会の監視機能及び取締役の監視義務を考察する手掛かりにもなりえよう。今後の課題としたい。

(56) 経営者を誰が監視すべきかという議論の中で、政府、市場及び法による規制が再三取り上げられるものの、私的市場や規制緩和が支配する今日においては非現実的であるとの主張の背後には、会社の経済活動のために、法律上、

可能な限り経営者の行動が束縛されないようにとの配慮が存在すると考えられるからである。Brudney, *supra* note 1, at 623-25; Cox, *supra* note 1, at 1236-37. また Gilson と Krakman は、コーポレート・ガバナンス・システムの模索とは、経営者に株主利益のために行動する裁量を付与すると同時に、その濫用の防御策を設置することであると言う。Gilson & Krakman, *supra* note 1, at 867.

(57) この点は、前述した経営判断の原則の適用や、利益相反行為の承認、会社の情報開示との関係が当てはまると言えよう。

(58) Lin, *supra* note 1, at 967.

(一橋大学大学院博士課程)