# 株主エンパワーメント (shareholder empowerment) の 発生、展開、そして内在的制約

---英米における経験から ----

陳 楠\*

- I はじめに
- Ⅱ 株主エンパワーメントが政策として採用された背景
- Ⅲ 株主エンパワーメントの展開 英米間の相異なる経路
- IV 株主エンパワーメントを展開する方法において見られる問題点
- V おわりに

# I はじめに

1930年代以降、株式保有の分散が進行したことにより、英米の大規模上場会社においては所有者たる株主の活動が消極的なものになる一方、受託者たる経営者が企業に対する支配力を確実に手に入れるという現象が一般化してきた。株式保有の分散化の発生原因はかなり複雑であるが、これ以降、所有と支配が分離している状況の下、どのようにして、受託者としての経営者に対して株主の利益を損なわない行動を要求するのかが、コーポレートガバナンスの中心課題となった。

1990年代になると、株主の行動に変化が見られるようになった。これまで発言してこなかった個人株主は、社会関連問題に関心を寄せて提案を活発に行い、株式保有をますます増やしてきた機関投資家は、投資先企業のコーポレートガバナンス上の問題に取り組み始めた。そして、投資先企業への関与という株主の活動の変化を契機に、上述のコーポレートガバナンスの中心課題を解決するために

<sup>『</sup>一橋法学』(一橋大学大学院法学研究科) 第 20 巻第 1 号 2021 年 3 月 ISSN 1347 - 0388 ※ 一橋大学大学院法学研究科博士後期課程

株主は有意義な役割を果たすことができるか否かをめぐって、学界での再検討が 盛んに行われた。それと同時に、立法の面でも、英米において、株主の会社への 関与を強化するためのいくつかの改革が行われた。

21 世紀に入ると、グローバリゼーションの進展により、英米の大手機関投資家の能動的な態度が他国の資本市場にも見られるようになった。とりわけ株式の持合いが解消されてきた日本においては、機関投資家の行動主義とアクティビスト・ファンドの積極主義が出現した。現在、日本の資本市場において、海外機関投資家の持株比率はかなり高いと評価することができる1)。問題となったのは、日本企業の収益力や株価が低く、海外投資家の日本企業に対する評価も低かったということである2)。この問題を解決するために、株主(特に機関投資家)の会社への関与を一層強化するような措置(例えば、スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの制定・改訂)を含む一連の対策が講じられた。そして、近時の日本では、ヘッジファンドのアクティビズムがどのような役割を果すことができるのか、それに対してどのように対応するのかをめぐって、学界と実務界の議論が活発に行われているように見える3)。

様々な手段を通じて会社に対する株主の積極的な関与を強化していくことを促すという、世界主要国において今日見られる趨勢は、株主エンパワーメントと呼ばれる。株主エンパワーメントは、もともと、英米の大規模上場会社のガバナンス体制、会社法制に存在する問題を解決するために生み出されたものであるが、現在、他の主要国においても広く採用されている。このような外国の経験を参照

<sup>1)</sup> 海外投資家保有比率は、1992年の6.6%から2008年の28%まで飛躍的に増加しており、2013年アベノミクスの開始により、2014年3月に30.3%に達した。宮島英昭「ポスト持合いにおける2つの課題――新たな長期株主とブロック株主」宍戸善ー=後藤元編『コーポレートガバナンス改革の提言――価値向上・経済活性化への道筋』21頁(商事法務、2016)。

<sup>2)</sup> ある実証研究は、27 か国における 2012 年度の売上高が 30 億円以上である 1548 社を対象として、それらの企業の 2006 年から 2012 年度の 7 年間のパネルデータに基づき、国別の企業数、ROA、売上利益率、トービンの Q、ROE、リスクテイク状況に関する指標を明らかにした。それによれば、ROA、売上利益率、ROE のいずれの収益指標でも、日本は 27 か国の最下位に位置している。蟻川靖浩ほか「日本企業の低いパフォーマンスの要因——国際比較による検証」宮島英昭編『企業統治と成長戦略』 402 頁-403 頁(東洋経済新報社、2016)。

したり、外国の制度を自国に導入したりする際には、自国の実情と企業慣行に適応したものとするための全般的な検討を加える必要がある。日本を例として挙げると、その伝統的なコーポレートガバナンス体制は、もともと株主からの外部ガバナンスを排除したものであったが、英米の風土で育った株主エンパワーメントに関する諸方策をそのまま日本の大規模上場企業に移植してしまうと、十分に適合しない恐れがある4)。ただし、株主エンパワーメントを日本の大規模上場企業が抱える「病気」を治すための「薬」に喩えていうならば、筆者の意図は、この「薬」が日本企業の抱える「病気」に対して効き目を有しないことを挙げてこれをやめさせようとするものではない。特に近年、日本の大規模上場会社の自己資本収益率(ROE)が顕著に上昇しているように見える状況に照らせば5)、株主エンパワーメントに関する施策が、日本の上場会社の効率性向上の観点から無用なものであるとまでは言えない。しかし、今までの成果を維持することを考えたとき、今後、慎重な検討が必要となるのは、日本の企業の実情に配慮しつつ、外国生まれの株主エンパワーメントという政策が自然に受け入れられるような環境を、どのように整備するのかという問題であろう。

上述の検討に入る前に、株主エンパワーメントという英米両国に起源する法政 策を提起する歴史的背景、それを展開する方式、および展開する際に浮かんでき た問題点などの角度から、徹底的に究明しなければいけない。英米の大規模上場

<sup>3) 2016</sup> 年に開催された日本証券取引所グループ金融商品取引法研究会において、加藤貴仁教授と松井秀征教授は、英米に進展しているヘッジファンド・アクティビズムおよびそれによってもたらされる短期主義の懸念について報告した。加藤貴仁「株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗(1) — アメリカ — 」日本取引所金融商品取引法研究第7号(2016)107頁-128頁(https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000001zq9j-att/20160624\_1.pdf により入手可): 松井秀征「株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗(2) — ヨーロッパ、特にイギリスを中心に — 」日本証券取引所グループ金融商品取引法研究第7号(2016)138頁-162頁(https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000001zzhl-att/20160722\_1.pdf により入手可)。

<sup>4)</sup> 拙稿「スチュワードシップ主義に対する比較法的研究」 ー橋法学 18 巻 3 号(2019)390 頁-393 頁。

<sup>5) 「</sup>日本企業の稼ぐ力、世界水準に ROE 初の 10% 超え」『日本経済新聞(電子版)』 https://www.nikkei.com/article/DGXMZO28060640T10C18A3SHA000/(2018 年 3 月 13 日)。

企業の発展経過を見るに、株主エンパワーメントが経営者と株主との間における 解決しがたいエージェンシー問題を解決するための政策として打ち出されたのは、 次のような歴史的背景があったからであると考えられる。まず、1960年代頃か ら、株式が機関投資家によって保有され始めたことに伴い、もともと消極的であ った株主が積極的に提案権を含む株主権を行使してきたという株主行動主義 (shareholder activism) が現れてきた。しかし、その時の株主行動主義の出現は 結局、機関投資家などの株主による自発的な活動にとどまっていた。なぜ、これ が最終的に法律または自主規制を通じた株主エンパワーメントという新たな会社 法政策に結実したのかといえば、それは、株主および会社の価値を損なわないよ うに経営者を規律づける伝統的な対策(例えば、独立取締役やモニタリングモデ ルなどの導入、支配権市場や資本市場による規律づけの活用、インセンティブ報 酬の付与)に限界があったからにほかならない。もっと本質的な観点からいえば、 1970年代以降支配的となった新自由主義の下で、経営者は株主のエージェント として、会社の様々な利害関係者の中でも株主の利益を優先すべきであり、これ により会社の利益最大化あるいはもっとも効率的な結果が実現するという株主至 上主義(shareholder primacy)の思想が今日でも定着している。しかし、経営 者に広範な権限を与えたり株主の関与を排除したりするというやり方では、株主 利益最大化あるいは会社利益最大化という目的が実現できないということが、金 融危機の発生後に認識されてきた。そのため、当該目的を実現するために、株主 の投資先企業への関与を強化すること、すなわち株主エンパワーメントが、新た な会社法政策して採用されることになった。その意味では、株主エンパワーメン トは、英米において定着している株主至上主義から派生したものであると言える。 本論文の第一の目的は、上述の歴史的背景を詳述することである。株主エンパ ワーメントが発生した背景は英米両国において共通するが、株主エンパワーメン トを展開する方法は両国間で大きく異なる。米国においては、主として強行法の 改正を诵じて、コーポレートガバナンスにおける株主の権利を強化するという方 法がとられており、そこでは、主流機関投資家60だけではなく、ヘッジファン ド・アクティビストの投資先企業のガバナンスにおける役割も期待されている。 他方、英国においては、スチュワードシップ・コードというソフトローを通じて、 とりわけ主流機関投資家の企業へのエンゲージメントを促進するなどの方式がとられる。日本におけるダブルコードの制定というアプローチは、英国の方式にあたるものであるが、近時、主流機関投資家の消極性に鑑み、ヘッジファンド・アクティビストをめぐって盛んな検討が行われているところである。そこで、本論文の第二の目的として、株主エンパワーメントにつき、米国の方式と英国の方式を整理し、両者の相違点を分析することとしたい。以上の調査および検討を通じて、日本において株主エンパワーメントとそれにかかる施策をこれからどのように行っていくべきかという議論に、本論文は一定の価値がある。

株主エンパワーメントには、「株主は良いアクティビストである」という前提がある。しかし、一口に株主と言っても、そのイメージは決して単純なものではない。とりわけ株式所有の「機関化」が進展している21世紀において、投資家には様々なタイプがあり、全ての株主の行動についてコーポレートガバナンスへのプラスの効果が認められるわけではない。株主のイメージを肯定的に捉えすぎると、コーポレートガバナンスにかえって負の影響を与えるかもしれない。そのため、本論文の第三の目的として、株主エンパワーメントに内在する制約を分析することとしたい。

以上の目的を達成するために、本論文のⅡでは、どのような背景の下で株主エンパワーメントという会社法政策が打ち出されることになったのかを解明する。Ⅲでは、株主エンパワーメントにかかわる、英国と米国のそれぞれの施策を整理しつつ、どのような相違点があるのかを究明する。Ⅳでは、株主エンパワーメントの実効性に影響を与える要因、具体的には、機関投資家において内在的に存在する問題点を考察する。最後にⅤで結論を述べることとする。

<sup>6)</sup> 機関投資家とは、数多くの顧客から資金を集めて彼らの利益のために投資を行うものの 総称をいう。機関投資家に多種多様なタイプがある。本論文は、機関投資家を、年金基金、 投資会社、銀行、保険会社などのような主流機関投資家と、投資先企業に対して株主利益 の向上に資する施策を積極的に求めることで短期的な利益の向上を狙うヘッジファンド・ アクティビストに分けている。

# Ⅱ 株主エンパワーメントが政策として採用された背景

#### 1. 株式保有の機関化7)に伴う株主行動主義の登場

1950 年代と 1960 年代に、米国の大規模会社において、株式が個人投資家によって分散保有されていたことは疑いのない事実であるが、この時期、主流機関投資家の保有割合が緩やかに増加していったことも観察されている8)。その後、米国資本市場における機関投資家の保有割合は、1981 年の 38% から 1990 年の53.3% へと約 15% 増加した9)。なかでも、年金基金(とりわけ公的年金基金)の保有割合は約 4.5% という著しい増加を見せた10)。このような変化が生じたのは、1978 年に改正された ERISA 法が、年金基金に対して、その受益者の利益を最大化すべき義務を課したことで、年金基金の株式市場への投資を促すことになったからである11)。ちなみに、1970 年代から、個人投資家は専門家に株式の銘柄選択を任せ始め、これを機に、市場のインデックスをそのままポートフォリオに反映し、組込銘柄を能動的に選別しないタイプの投資会社、いわゆるインデックス・ファンドの利用と発展が進んだ12)。

株式市場における変化に伴い、株主行動主義が機関投資家にも個人投資家にも

<sup>7)</sup> 株式保有の「機関化 (institutionalization)」とは、株式が主として機関投資家によって保有されるようになった趨勢をいう。「株式保有の再集中化 (re-concentration)」とは異なり、後者は、株式保有が比較的少数の機関投資家に集中することを意味する。江口高顕「多様な投資家、多様なガバナンス効果――パッシブ運用の拡大が意味するもの」神作裕之編『企業法制の将来展望:資本市場制度の改革への提言 (2018 年版)』418 頁-419 頁 (資本市場研究会、2018)。

<sup>8)</sup> 個人株主の保有割合は 1950 年までの 90% から、1960 年までの 85% に減少した一方、 機関投資家の保有割合は、1950 年の約 8% から 1960 年の約 13% に増加した。Mary O'Sullivan, GOVERNANCE AND ECONOMIC PERFORMANCE IN THE UNITED STATES AND GERMANY 156 (Oxford, 2000).

<sup>9)</sup> See Carolyn K. Brancato and Patrick A. Gaughan, INSTITUTIONAL INVESTORS AND CAPITAL MARKETS: 1991 UPDATE table 10 (Colum. L. Sch. Institutional Investor Project, Sept. 12, 1991).

<sup>10)</sup> Id.

<sup>11)</sup> John Buchanan, Dominic H. Chai and Simon Deakin, HEDGE FUND ACTIVISM IN JAPAN: THE LIMITS OF SHAREHOLDER PRIMACY 47 (Cambridge, 2012).

<sup>12)</sup> John C. Coates IV, Thirty Years of Evolution in the Roles of Institutional Investors in Corporate Governance, in RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER 80 (Edward Elgar, 2015).

及んできた。1990年代になると、有名な株主活動家および社会団体が一般的な社会問題に関与したり、株主提案を行ったりすることは、株主総会シーズンにおいてよく見られる光景となった<sup>13)</sup>。一方、公的年金基金をはじめとする機関投資家は、コーポレートガバナンス制度など、株価により直結した問題に取り組むようになった。その要因の一つとして、敵対的買収が頻発し、数多くの会社が防衛策を導入した1980年代から、機関投資家が買収防衛策に対する関心を強く示してきたことが挙げられる。この時期、ポイズン・ピルの撤廃、ゴールデン・パラシュートの禁止、無記名投票制度(従業員や投資先企業からの報復を心配せずに投票を行う制度)の確立は、機関投資家が常に求めていたものであった<sup>14)</sup>。それゆえ、1980年代に頻発した敵対的買収が、機関投資家における株主積極主義の出現を刺激したとも言えるであろう。1987年から1994年までに、主流機関投資家は合計 463 件の株主提案を行った<sup>15)</sup>。

米国の積極的な機関投資家がとった投資先企業のコーポレートガバナンスへの 介入手段には、株主提案権の行使のほか、非公式的な「要請」(jawboning)も 含まれる<sup>16)</sup>。例えば、1992年にカリフォルニア州職員退職年金基金(CalPERS) は、業績が極めて悪いと認定した投資先企業との話合いを数回行い、これらの企

<sup>13) 1992</sup> 年総会期を例として挙げると、エブリン・Y・デービスという株主活動家はゼネラル・モーターズを含む 17 社に対して、年間 10 万ドル以上稼ぐ役員の指名を公表するように求める提案を行ったが、全て否定された。また、1992 年 4 月 28 日のベル・アトランティック株主総会では、レオ・J・コンティは高すぎる役員報酬への不満を表し、株主提案を行った。彼は、会社トップの報酬額は、従業員の最低賃金の 20 倍を上回らず、かつ、経営陣は自分達の報酬額を勝手に決めるべきではないと主張した。彼の提案は、17%の 賛成を集めた。他方、社会団体が活発的に提案権を行使した例として、1992 年 5 月 22 日のゼネラル・モーターズの株主総会では、動物保護団体は、ゼネラル・モーターズが今後動物を安全実験に使わないよう求める提案を行い、6%の支持を得たという例がある。個人投資家や社会団体が社会問題について熱心に提案をするのは、法律の遵守を要求するとともに、米国の会社にリーダーシップを求めているからである。ビル・マホーニー著(伊藤邦雄 = 関孝哉訳)『株主の権利と主張 — コーポレートガバナンス革命』9 頁-14 頁(中央経済社、1997)。

<sup>14)</sup> ビル・マホーニー・前掲注 13) 17 頁-19 頁参照。

<sup>15)</sup> Stuart L. Gillan and Laura T. Starks, Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors, 57 J. FIN. ECON. 275, 283, table 2 (2000).

<sup>16)</sup> Harwell Wells, Shareholder Power in America, 1800–2000: A Short History, in Research Handbook on Shareholder Power 25 (Edward Elgar, 2015).

業に対して経営陣の交代を要求した<sup>17)</sup>。1990年代中期から、投資先企業のガバナンスの改革を要求する際に、機関投資家は、その経営者との非公式的な交渉や対話という手段を一般的に採用し、経営者が彼らの要請に応じなかった場合に限り、株主提案権を行使するようになった<sup>18)</sup>。

英国では、1970年代中期の時点で、機関投資家の保有割合が個人株主の保有割合を既に超えていた<sup>19)</sup>。1990年代半ばになると、上場株式の60%が機関投資家によって保有されている<sup>20)</sup>。とりわけ保険会社と年金基金の保有割合は、同時期にピークとなった(1993年における年金基金の保有割合は31.7%、保険会社の保有割合は約20%であった)。英国において、なぜ株式保有の「機関化」が進展してきたのかというと、売手側の事情として、第二次世界大戦後に政府が個人投資家に対してその投資による所得につき高率の課税を行い、個人株主の売却が促されたからである<sup>21)</sup>。また、買手側の事情として、戦後に年金基金の規模が増大していったのは、社会保障改革の一環として、老後の年金保障の観点から、公的年金であるか職域年金であるかを問わず年金基金が税法上の優遇措置を受けていたからである<sup>22)</sup>。すなわち、税法および社会福祉政策上の理由で、大量の資本が基金に集中することになった。

1980年代以降、英米のいずれにおいても株式保有の機関化が進展していたことから、機関投資家の存在感が徐々に増していたように見えるが、機関投資家がとった投資先企業のガバナンスへの介入手段は両国の間では大きく違っていた。 米国では、株主提案権の行使ひいては委任状争奪戦の発動などのような「法的手段」のほか、州裁判所あるいは連邦裁判所に敵対的買収に関する訴訟が提起され

<sup>17)</sup> John Pound, The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control, 68 N. Y. U. L. REV. 1003, 1056–1057 (1993).

<sup>18)</sup> Marcel Kahan and Edward Rock, *Hedge Fund in Corporate Governance and Corporate Control*, U. PA. L. REV. 1021, 1042 (2007).

<sup>19)</sup> Paul Davies, *Shareholder in the United Kingdom*, in RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER 358 (Edgar, 2015).

<sup>20)</sup> 江口·前掲注7)419頁参照。

<sup>21)</sup> See generally Brian R. Cheffins, CORPORATE OWNERSHIP AND CONTROL (Oxford University Press, 2008)

<sup>22)</sup> 井上恒男「英国年金改革の動向」文研論集 82 号 (1988) 89 頁-91 頁 (https://www.jili. or.jp/research/pdf/C\_82\_4.pdf により入手可)。

る際、買収側への支持を表明するといった、投資先企業を公衆からの圧力に晒す 手段がとられた23)。すなわち、米国の機関投資家は、個々の投資先企業との接 触に専念することで、株主行動主義を進展させていた。他方、英国の機関投資家 は、米国におけるのと同様の、個々の投資先企業における経営者の決定に対する 直接的な影響力だけでなく、コーポレートガバナンスにかかわる規制および実務 上のやり方を左右することのできる力も備えていた。個々の投資先企業のガバナ ンスへの直接的な介入についていえば、英国の機関投資家は常に協調して経営者 との非公式的な交渉を行っており、やがて「エンゲージメント」というテクニッ クが用いられるようになった<sup>24)</sup>。コーポレートガバナンスの全体的な仕組みへ の介入についていえば、1960年代末期以降、株主側に偏重する一連の企業政策 が推進された際に、英国の機関投資家は非常に重要な役割を果たした25)。英国 の機関投資家の投資先企業のガバナンスへの「より深い介入」を最もよく示して いるのは、1959 年にシティに集まっていた金融機関が M&A に関するベスト・ プラクティス集の「英国における事業統合に関する覚書 (Notes on Amalgamations of British Business)」を作成し、1968年にこの覚書が「企業買収・合併に 関するシティ・コード (City Code on Takeovers and Mergers、いわゆる「シテ ィ・コード|) に改称され、それと同時に、その執行機関としてテイクオーバ ー・パネルが設立されたという一連の事実である。自主機関(シティの金融機関 団体)によって制定される自主規制として、シティ・コードは、株主利益の確保 に重きを置くものであり、強制買付けの義務を課すことで買収者による濫用的な 買収を防ぐ一方26)、対象会社の経営者による買収防衛策の利用を制限した27)。

上述の経緯を経て、米国では機関投資家が提案権の行使などを通じて個々の投資先企業の経営陣による買収防衛策に反対する一方、英国では機関投資家が市場

<sup>23)</sup> Buchanan, Chai and Deakins, *supra* note 11, at 47.

<sup>24)</sup> Bernard S. Black and John C. Coffee, Jr., Hail Britannia, Institutional Investor Behavior under Limited Regulation, 92 MICH. L. REV. 2024, 2034–2038 (1994).

<sup>25)</sup> Davies, *supra* note 19, at 355, 363-364.

<sup>26)</sup> The Panel on Takeover and Merger, City Code on Takeovers and Mergers, Rule 9.1, F1, available at: http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf?v=7Nov2019 (last visited on October 13, 2020).

<sup>27)</sup> Id. Rule 21.1, I18.

全体に及ぶルールの制定に取り組むことで、英国のコーポレートガバナンス体制 の構築においてしっかりと自らの意思を反映させていた。

#### 2. エージェンシー問題に対する伝統的な解決策には限界があったこと

#### (1) 新自由主義者による解決策

上述したところの株主行動主義の進展は、1980年代頃の市場主義的経済観を基軸にした新自由主義政策が採用されたことにも起因していると考えられる<sup>28)</sup>。 英国では、1970年代から続いていた経済低迷を改善するために、サッチャー政権が規制緩和、国有企業の民営化などの一連の政策を推進した。米国でも、経済成長率の停滞、労働生産性の鈍化、製品国際競争力の低下、貿易赤字や財政赤字の拡大といった現象に対応するために、レーガノミクスにより、規制緩和、民間政策の活性化を含む「小さな政府」と呼ばれる政策が採用された。会社とそれにかかわる領域においても、市場原理主義および自由の重視を特徴とする新自由主義の考え方を打ち出した理論が出てきた。

そのような理論の代表的なものとして、Jensen と Meckling が 1978 年に発表したエージェンシー理論が挙げられる。この理論は、会社における個々の利害関係者の権利義務関係を調整するための「契約の束 (nexus of contracts)」として会社を擬制的に捉え $^{29}$ 、経営者と株主との関係がエージェントとプリンシパルとの間における契約関係にあたると説く $^{30}$ )。会社は実在的なものあるいは「個人(individual)」ではないから、社会的な責任あるいは社会の利益のための責務はそもそも有しないというのである $^{31}$ )。新自由主義の特徴を備えた理論を用いることで、公開大規模会社の経営者が株主の私益よりも社会的な利益を優先して考慮すべきであるといった、 $^{1950}$  年代から  $^{1960}$  年代にかけて広く見られた「会

<sup>28)</sup> 新自由主義の考え方の下で、敵対的買収は経営者に対する支配権市場からの規律付けとして正当化されており、1980年代になるとピークを迎えた。前節で述べたように、1980年代に頻発した敵対的買収は、株主行動主義を刺激したものであると考えられる。

<sup>29)</sup> Michael C. Jensen and William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 J. Fin. Econ. 305, 311 (1976).

<sup>30)</sup> Id. at 308.

<sup>31)</sup> Id. at 311.

社の公的性質説」から、会社は解放されることになる。この理論は、経営者の最も重要な責務が株主利益の実現であるという株主至上主義に対して経済学上の根拠を提供するものである。

所有と支配との分離が顕著に進んだ大規模会社では、株主の利益のために行動 するよう経営者に対して求める時には、株主が必ずエージェンシー・コストを負 担する。問題となるのは、どのようにしてエージェンシー・コストを削減するの かということである。新自由主義者によれば、各種の経済原理(economic forces)が株主の利益最大化のために行動することを経営者に強いることができ るから、エージェンシー・コストの削減はこれで十分であるという<sup>32)</sup>。ここで の経済原理は、資本市場と支配権市場を通じた規律、および、インセンティブ報 酬のメカニズムを含むものである33)。新自由主義者の構想に照らせば、ある会 社の経営者が株主の利益最大化の実現につき任務を怠ると、当該会社の株価が下 落し、投資者から資金を調達することができなくなり、その結果企業が規模を拡 大することができず、激しい競争に勝つことができないまま倒産に至ることにな る<sup>34)</sup>。そして、ある会社の株価が経営のミスで下落したならば、下落した市場 価格よりも相当程度高い対価で既存株主から所有株式を購入して当該会社の支配 権を獲得しようとする敵対的買収者が出現し、その結果、当該会社の経営者は支 配株主となった買収者によって追放されることになる350。このような帰結に対 する危惧がある限り、株主の最大利益の実現という目的から離脱する行為を経営 者は慎むはずである。さらに、経営者の業績に繋がる報酬を彼らに対して支給す ることで、経営者と株主の利益が一体化され、株主利益のために行動するという 経営者のインセンティブが一層強化されることとなる。

しかし、上述の対策のいずれについても、無視できない欠陥がある。まず、会

Daniel R. Fischel, The Corporate Governance Movement, 35 VAND. L. REV. 1259, 1260 (1982).

<sup>33)</sup> George W. Dent, Toward Unifying Ownership and Control in the Public Corporation, 1989 WIS. L. Rev. 881, 886–892 (1989).

<sup>34)</sup> Id. at 887.

<sup>35)</sup> See e.g. Henry G. Manne, Mergers and the Market for Corporate Control, 73 J. POL. ECON. 110 (1965); Michael C. Jensen and Richard S. Ruback, The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, 11 J. FIN. ECON. 5 (1983).

社が外部から資金を集めている限りは、確かに資本市場を通じた規律付けが作用するが、内部留保された資金で会社を運営することができれば、市場の規律付けを回避することが可能となる<sup>36)</sup>。また、たとえエクイティの発行で資金を調達するときであっても、ある実証研究によれば、新株を発行することで資金調達を行う大規模会社は多くないとされる<sup>37)</sup>。それゆえ、エージェンシー・コストの削減につき、新自由主義者が予想する資本市場を通じた規律付けの効用は極めて制限されたものとなる。

支配権市場を通じた規律付け、すなわち、敵対的買収による規律付けにおいても、以下の限界がある。まず、不振に陥った会社であれば例外なく買収者からの公開買付けが行われるというわけではない。また、対象会社の経営者は、買収防衛策として解任後に巨額の退職金が支給されることを保障する「ゴールデン・パラシュート」を採用することで、敵対的買収を通じた規律付けを回避することができる<sup>38)</sup>。さらに、買収者は、対象会社の株主に株式売却動機を生じさせるために、株主に対するプレミアムを提供する必要がある。実際のところ、敵対的買収が頻発した 1980 年代以降、対象会社はゴールデン・パラシュートやポイズン・ピルなどの防衛策を広範に採用しており、買収のコストとリスクは一層高まっている。1990 年代になると、敵対的買収を実行することはますます困難になった<sup>39)</sup>。

では、業績連動報酬というメカニズムはどうか。確かに、業績連動報酬を用い

<sup>36)</sup> Dent, *supra* note 33, at 887.

<sup>37)</sup> 同実証研究は、米国大規模会社の12社が10年間内に調達した資本を研究対象として、その74%は内部留保によって得られたものであり、26%はLTD (long-term debt)によるものであったことを示している(すなわち、新株発行によって調達した資本はゼロであった)。Gordon Donaldson, MANAGING CORPORATE WEALTH: THE OPERATION OF A COMPREHENSIVE FINANCIAL GOALS SYSTEM 45-46 (Praeger, 1984).

<sup>38)</sup> Dent. *subra* note 33, at 888.

<sup>39)</sup> Bebchuk らの実証研究によれば、1995 年から 1999 年まで、大規模公開会社のうち、敵対的買収に遭遇したのは 1% だけであった。さらに、これらの会社の大半は、敵対的買収防衛に成功して自らの独立性を確保したり、および、最終的に友好的な買収者によって買収されたりしている。See Lucian A. Bebchuk, John C. Coates IV and Guhan Subramanian, The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy, 54 STAN. L. REV. 887, 890 (2002).

ることで、経営者の利益を株主の利益に結び付け、株主利益のために行動する意欲を高めることができるが、経営者にとっては、業績連動報酬の採用によって、自らの報酬をコントロールできなくなるリスクも増加する。リスク回避型の経営者に業績連動報酬を受け入れさせようとするならば、彼らに対して一定のプレミアムを付与しなければならず、その結果、エージェンシー・コストが逆に上がることとなる40)。また、英米において、経営者報酬を決定する権限は基本的に取締役会にあり、業績連動報酬の支給基準は、株主に利益を還元しているのかという点だけによって決められるものではないという批判もある41)。

さらに重要なのは、多額の業績連動報酬に誘引されて、経営者が会計情報を不正に操作するインセンティブを有する傾向が生じたということである<sup>42)</sup>。不適正な業績連動報酬スキームは、1990年代末期から2000年代初期にかけて企業不祥事が頻発したことの一つの原因であるといえるが、その背景には上記のインセンティブが働いているものと考えられる。

#### (2) 独立取締役制度とモニタリング・モデル

上述のように、新自由主義者によって提唱される規制緩和、市場自由化などの理念を基軸にした対策は、経営者と株主との間の利益不一致という根本的な問題の解決にとり十分であるとはいえないほか、経営者の過度の株価重視という趨勢も生じさせた。これに対応するために、英米において重視されたのは、独立取締役制度およびモニタリング・モデルという、経営者に対する監督体制を整備することであった。

米国においては、取締役会を、業務執行の意思決定を担う機関から業務執行取締役(経営者たち)に対する監督を担う機関にすべきであるという発想(いわばモニタリング・モデル)が、1970年代初期に発生した一連の企業不祥事を契機

<sup>40)</sup> Paul Milgrom and John Roberts, ECONOMICS, ORGANIZATION AND MANAGEMENT 207 (Prentice-Hall, 1992).

<sup>41)</sup> See Lucian A. Bebchuk and Jesse M. Fried, PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION 62 (Harvard University Press. 2004)

<sup>42)</sup> 伊藤靖史「役員の報酬」江頭憲治郎編『株式会社法大系』290頁(有斐閣、2013)。

として見られるようになったのであるが、それを最初に明らかにしたのは Eisenberg の The Structure of Corporation: A Legal Analysis (1976) で あった<sup>43)</sup>。Eisenberg は、独立取締役が過半数を占める取締役会が、業務執行取 締役 (executive director) の選任・解任・監督をすることで、彼らを牽制する ことになると主張した<sup>44)</sup>。1982年、米国法律協会 (American Law Institute. ALI)は、あるべきコーポレートガバナンスの構築を目指して、「コーポレート ガバナンスの諸原則 (the Principles of Corporate Governance)」を策定するた めのいわゆる「ALIプロジェクト」を開始した。当該プロジェクトのチーフ・ レポーターであった Eisenberg はモニタリング・モデルの採用を提案した<sup>45)</sup>。 具体的には、取締役会において、独立取締役からなるいくつかの「委員会」が設 置されるべきであり、これらの「委員会」は、会社の業務を監督するほか、業務 執行取締役の報酬支給と取締役の指名に対しても監督を行うべきであるとされた。 ALI によって策定された「コーポレートガバナンスの諸原則」の最終版は、取 締役会が「経営(managing)の機能」と「監督(monitoring)の機能」の両方 を有するとする一方で、モニタリング・モデルを採用することを強く推奨したの であり、その後、モニタリング・モデルはガバナンス体制を構築する際のベス ト・プラクティスとなる46)。現在、コーポレートガバナンスに関する米国の法 規制を見るに、モニタリング・モデルが広く採用されており、例えば、2002年 の Sarbanes-Oxlev 法(以下、SOX 法と記す)が、独立取締役からなる監査委員 会の設置を求め、もしこのような監査委員会が設置されなければ、SEC は証券 取引所に対して、当該企業の有価証券の上場を禁止することを要求することがで きるものとした<sup>47)</sup>。また、NYSE と Nasdag の上場規程にも、モニタリング・モ デルの趣旨を具体化したルールが定められている<sup>48)</sup>。

<sup>43)</sup> See Harald Baum, The Rise of the Independent Director: A Historical and Comparative Perspective, in Independent Directors in Asia: A Historical, Contextual and Comparative Approach 36 (Cambridge University Press, 2017).

<sup>44)</sup> Melvin A. Eisenberg, The STRUCTURE OF THE CORPORATION: A LEGAL ANALYSIS 170 (Little, Brown & Co., 1976).

<sup>45)</sup> Dent, *supra* note 33, at 896.

<sup>46)</sup> Baum, *supra* note 43, at 14.

<sup>47)</sup> Sarbanes-Oxley Act of 2002, sec. 203, Pub. L. No. 107-204, H. R. 3763, 107th Cong.

英国において、モニタリング・モデルが初めて提言されたのは、米国よりやや遅れて、1992年に公表されたキャドバリー・レポートにおいてであった<sup>49)</sup>。それによれば、英国の大規模会社のガバナンス体制に存在する中心問題は、会社の支配権がCEO一人に集中するということである。CEOの権限濫用を防止するために、取締役会において十分な数の非業務執行取締役(non-executive director)を設置すべきであり、非業務執行取締役のうち過半数は独立社外取締役でなければならないとされる<sup>50)</sup>。1998年、キャドバリー・レポートおよびグリーンベリー・レポートに基づき統合規範が策定され、さらに、2000年代初期に頻発した企業不祥事を契機に、2006年に統合規範の改訂が行われ、大規模会社の取締役会において独立的な非業務執行取締役が過半数を占めることが推奨された。

独立取締役とそれに依存するモニタリング・モデルが、株主利益から背離する経営者の恣意的な行為を防止するか否かを巡っては、制度誕生の当初から今日まで、否定的な見解が示され続けている。1980から1990年代にかけて、議論の焦点は、経営者に対する監督を実効的に行うインセンティブが独立取締役にあるのか、ということに集中した。例えば、1981年の実証研究によれば、独立取締役がその就任先会社において業務に従事した時間は1年で122時間に過ぎず51)、加えて、毎月1回開催される取締役会で独立取締役が依拠する資料や情報のほとんどは、経営者によって提出されるものに限られる52)ため、会社の業務執行状

<sup>48)</sup> 例えば、NYSE の上場規程は、独立取締役からなる指名委員会と報酬委員会を設置しなければならないとしている。NYSE Listed Company Manual, 303A.04, 3031.05, available at: https://nyse.wolterskluwer.cloud/listed-company-manual/document?treeNodeId =csh-da-filter!WKUS-TAL-DOCS-PHC-%7B0588BF4A-D3B5-4B91-94EA-BE9F17057DF0%7D--WKUS\_TAL\_5667%23teid-72 (last visited on October 13, 2020). Nasdaq も、3人以上の監査委員会 (audit committee) を設置し、その全ての委員は、5605(a)(2)が定める独立性基準を満たす独立取締役でなければならないと定めている。Nasdaq Listing Rules, 5605-2(c), available at: https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-5000 (last visited on October 13, 2020).

<sup>49)</sup> Baum, *supra* note 43, at 22.

<sup>50)</sup> Paul Davies, *Corporate Boards in the United Kingdom*, in CORPORATE BOARDS IN LAW AND PRACTICE 738 (Oxford University Press, 2013).

<sup>51)</sup> See Victor Brudney, The Independent Director: Heavenly City or Potemkin Village?, 95 HARV. L. REV. 597, 609, note 38 (1982).

<sup>52)</sup> Dent, *supra* note 33, at 899.

況に対する独立取締役の監督の程度は明らかに不十分であるとされる。また、多くの独立取締役は、同時に他の会社で、巨額の報酬を獲得できる執行役として勤めているから、一会社の独立取締役として獲得する報酬は、彼らにとって小遣い程度にすぎない一方、不祥事に巻き込まれると、独立取締役も責任を追及される可能性があるため、独立取締役が業務を行う際には、リスク回避型のアプローチを採用する傾向があるとの指摘がある53)。

2000 年代になると、Enron、WorldCom などの事件からの影響を受けて、独立取締役制度およびモニタリング・モデルが実効性を持つよう、英米両国で独立性基準の強化が行われた<sup>54)</sup>。しかし、2008 年に起きたリーマン・ショックは、たとえ独立取締役制度とモニタリング・モデルが整備されたとしても、英米の経営者における短期利益偏重という傾向が抑えられない、ということを露呈した。独立取締役制度およびモニタリング・モデルは、経営者に対する「監督」を徹底するために導入されたものである。そして、「監督」の対象は、経営者による適法な業務執行であると一般に認識されている。しかし、新自由主義が主導的である英米両国では、株主の利益(短期利益か長期利益を問わず)から背離しないような行動をとったかどうかということも「監督」の対象に含まれるのではないかと考えられる。また、会社内部の事情に詳しくない独立取締役は、経営者の報酬・指名および彼らに対する監督を行う際に、株価などの外部的な指標に主に依

<sup>53)</sup> Id. at 899-900.

<sup>54)</sup> 米国の場合、NYSE 上場規程は、取締役会が、上場会社といかなる重要な関係も有しないと認める者でなければ独立取締役の独立性を満たさない旨を定めており、Nasdaq 上場規程によれば、独立取締役は、当該会社の業務執行役員または従業員にあたってはならず、また会社の取締役会に意見を述べる際に、取締役の職責としての独立した判断の行使を妨げる関係にあるその他の者でもないことが要求されている。See NYSE Listed Company Manual, supra note 48, 303A.02(a); Nasdaq Listing Rules, supra note 48, 5605(a) (2). 英国の場合において、コーポレートガバナンス・コードの Bl.1 によれば、取締役会は、年次財務報告書において、各非業務執行取締役が独立した者であることを確認しなければならない。なお、非業務執行取締役について独立性を阻害しうる関係または環境があるにもかかわらず、その者を独立した者と判断した場合、取締役会はその理由を記載しなければならない。すなわち、英国の場合に、独立取締役の独立基準が明確に定めておらず、むしろ取締役会の判断に委ねている。独立取締役の独立基準について英国と米国の規制を整理する日本語の解説は、呉曉青「独立取締役とコーポレートガバナンス」一橋法学 10巻 2号 (2011) 269 頁-274 頁参照。

拠しているはずである<sup>55)</sup>。それゆえ、株価を過度に重視することに起因した企業不祥事の暴走を防ぐための独立取締役制度およびモニタリング・モデルは、再び株価への過度の重視を促すという結果に陥ることになると思われる。

#### (3) 小括

エージェンシー問題への対策につき英米の取り組みを整理することで、我々は以下の結論を導くことができる。1970年代から現在に至るまで、少なくとも英米では、新自由主義が政策を主導しているものと考えられる。この政策の背後には、効率の追求が最優先であり、会社において株主の利益を優先的に追求することは、会社および経済自体に効率的な結果をもたらすことができる、という信条があると考えられる。その意味では、エージェンシー問題を解決するのは、単に経営者の不適切な行為を抑えるためではないのであり、これにより効率を実現することができるという論理も働いているのではないかと考えられる。

1970年代からの30年間、経営者に対する各種の市場からの規律付けや業績連動報酬は経営者の不法行為を抑制できなかっただけでなく、会社ひいては市場の効率も実現しなかった(21世紀初頭の大規模企業不祥事の頻発がそのことを裏付ける)。21世紀になると、独立取締役制度およびモニタリング・モデルも、結局のところ経営者の利益を株主の利益により強く連結させるためのものにすぎないということが判明し、金融危機と今日もなお絶えることのない企業不祥事の発生を阻止することはできないままである。そうなると、株主の利益を優先的に追求することによって効率的な結果をもたらすことができる、という命題自体に問題があるのではないか。

この疑問に対して、英米両国の答えは異なる。米国では、株主の利益を優先的に追求することには問題がないけれども、米国企業のコーポレートガバナンスが 形骸化していることが、金融危機などのような非効率的な結果を生じさせる原因 であると指摘される<sup>56)</sup>。故に、米国においてとられるべき対策は、株主の投資

<sup>55)</sup> See generally Jeffrey N. Gordon, The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices, 59 STAN.L. REV. 1465 (2007).

先企業への関与を制限してきたコーポレートガバナンス構造を変えるということ、すなわち、株主の関与を復活させることである。他方、英国では、政策当局者が株主に存在する「危険性」を意識し<sup>57)</sup>、特定の株主(主流機関投資家)の責任感を喚起するという方策を採用する。すなわち、中長期的利益への追求という意識を外部株主に喚起し、このような株主の圧力の下で、従来から株主利益の実現を信条とする経営者の中長期的利益への重視を高める、という方策である。言い換えれば、英国の場合、強化されるのは、米国のように単なる株主の関与だけではなく、むしろ中長期的な利益に繋がるような特定の株主の関与活動であるといえる。

### 3. 株主至上主義(shareholder primacy)の定着

周知の通り、1970年代から今日に至るまで、会社の様々な利害関係者の中でも、株主の利益を優先して追求すべきであると認識する株主至上主義が確立している。株主至上主義によれば、会社は株主の利益のために営まれるものである。しかし、そもそも会社は誰のものか、誰の利益のために運営されるべきであるかといった問題をめぐっては、時代ごとに異なる答えが示されてきた。19世紀初期、州立法府(米国)または国王(英国)の特許を得た会社のみが設立を認められ、これらの会社に対して、国家の公的利益につながる事業を行わなければならないという目的の制限が加えられた58)。この時期において、会社は決して私的主体(株主)のものではなく、むしろ株主とは別の一種抽象的な「実在(entity)」

<sup>56)</sup> Stephen M. Bainbridge, CORPORATE GOVERNANCE AFTER THE FINANCIAL CRISIS 203 (Oxford University Press, 2012).

<sup>57)</sup> 例えば、2009年、英国財務省財務担当次官であった Paul Myners が、機関投資家が不在地主のように自分の責務を回避してしまったことを指摘した。 See speech by Paul Myners (Financial Services Secretary), Association of Investment Companies (April 21, 2009), available at: http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20100407211838/http://www.hm-treasury.gov.uk/speech\_fsst\_210409.htm (last visited on October 14, 2020).

<sup>58)</sup> See David Milan, Theories of the Corporation, 1990 DUKE L. J. 201, 207-209 (1990). 当時、会社は、単に各発起人の私益を追求するために設立されるものではなく、社会厚生などの実現がその第一義であった。このような理念を表す典型例は、当時の裁判所が、「権力能力外法理(ultra vires doctrine)」を厳格に適用したことである。当該法理によれば、会社はその定款所定の目的を超える行為をしてはならないとされる。

であると認識されていた $^{59}$ 。19世紀末期および20世紀初期になると、とりわけ米国では、国家の利益につながらない商業会社が多く設立されてきた点から見れば、この時期の会社は、株主(発起人)の私益のために設立されるものとなり $^{60}$ 、その活動が私的性質を有することになった。しかし、この時期、依然として会社は株主と別個の存在として捉えられていた。

1930年代になると、大恐慌の経験を背景に、株主とは別個のものとして存在する会社は、自然人と同じように社会に対する「市民責任(citizenship)」を負うと主張する学説<sup>61)</sup>が登場した。これに対して Berle と Means は、経営者と株主との間の関係から出発して、上述の「市民責任説」に対し異論を唱えた。彼らは、まず、大規模会社において所有と支配との分離が顕在化してきたという事実を摘示し、そのような会社において、どのようにすれば、所有者たる株主に対して、経営者が彼らの経済利益の最大化の実現に向けて行動していくとの確信を与えることができるのかという問題、すなわち「アカウンタビリティー問題」を提起した。Berle と Means によれば、当該問題を解決する方策は、経営者を株主の受託者(trustee)とみなすほかにはない。このように、受託者としての経営者の責務は、委託者としての株主の利益最大化の実現に関するものに限定され、社会的責任につながる事業活動を決定する権限を経営者は有しない<sup>62)</sup>。このような理論は株主至上主義(shareholder primacy)と呼ばれ、これにより、会社が公的な利益の実現につながるものであるという観念から離脱し、株主価値を追求することが可能となる<sup>63)</sup>。

しかし、1940年から1960年代まで、米国のニューディール政策および英国の福祉国家政策(Welfare State)の下で、会社という集合体は、株主だけではなく、債権者、従業員ひいては社会などのような幅広い主体の利益につながるはず

<sup>59)</sup> Id. at 206.

<sup>60)</sup> Id. at 211.

<sup>61)</sup> See Edwin M. Dodd, Jr., For Whom Are Corporate Manager Trustees?, 45 HARV.L. REV. 1145 (1932).

<sup>62)</sup> Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY 247 (Commerce Clearing House, 1932).

<sup>63)</sup> 拙稿·前掲注4) 333 頁。

であるとの異説が現れた<sup>64)</sup>。この時代の会社は、株主価値を優先的に実現することではなく、むしろ社会の安定や福祉の増進を図ることがその第一義的な目的とされていた<sup>65)</sup>。

1970 年代になると、新自由主義の確立に伴い、「契約の東 (nexus of contracts) | の概念66)およびエージェンシー理論が登場した。「契約の東 | という概 念は、会社において様々な利害関係者が含まれることを承認するものであるが、 これらの利害関係者の間、株主の利益を優先的に図らなければならないというこ とに根拠を与える。会社は、様々な利害関係者の間の相互の合意により形成され る契約の東であり、経営者と株主との間の契約に従い、経営者は、残余権者とし ての株主の残余リスクを減少していくことに努めるべきであるとされる。また、 「契約自由 (contractarianism)」という理念に照らせば、会社の中における他の 利害関係者(例えば従業員)には、自らの利益を保護するために必要な合意を自 由に行う力が備わっている。すなわち、「自由な交渉」に委ねることなく、他の 利害関係者に対してパターナリズムに基づく保護を与えることは不合理であると される67)。そして、功利主義の見地からは、株主至上主義を通じて、会社およ び経済自体に効率的な結果をもたらすことができる68)。故に、新自由主義者は、 会社の活動および会社法を純粋に私益につながるものと捉えて、株主の優先的地 位をさらに強調した。1930年代のBerleと Means による株主至上主義は、株主 の所有権(ownership)に着目して、なぜ経営者は株主の利益のために行動しな

<sup>64)</sup> 例えば、Abram Chayes は、構成員 (membership) という概念につき、「会社と十分 に関連するものあるいは一定の方式で会社の権威に服従するものも含まれるべきであろう」と主張して、経営者が従業員ひいては社会の利益をも考慮しなければならないとして いる。See Abram Chayes, The Modern Corporation and the Rule of Law, in THE CORPORATION AND MODERN SOCIETY 25-27, 41 (Harvard University Press, 1959).

<sup>65)</sup> Lorraine E. Talbot, *The Coming of Shareholder Stewardship: A Contextual Analysis of Current Anglo-American Perspectives on Corporate Governance*. p. 11 (Warwick School of Law Research Paper No. 2010/22, 2010). Available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=1676869.

<sup>66)</sup> Jensen and Meckling, *supra* note 29, at 311.

<sup>67)</sup> Milan, *supra* note 58, at 231.

<sup>68)</sup> Andrew West, Corporate Governance Convergence and Moral Relativism, 17 CORP. GOVERN. INTERN. REV. 107, 110 (2009).

ければいけないかという問題に対して根拠を提供したのであるが、1970年代の新自由主義者による株主至上主義は、株主利益の実現を中心的目的とするならば会社の利益を最大化することができ、社会の資源を最適な形で分配することもできる、という考え方を基本とするものである<sup>69)</sup>。今日、英米では、株主至上主義および株主利益最大化(shareholder wealth maximization)は、コーポレートガバナンスにおける共通認識であると言える。

上述した株主至上主義は会社に関する理論(すなわち、会社とは何か、誰の利益のために営まれるかという問題に対する認識)の範疇に属する。では、理論としての株主至上主義は、どのような法制度を通じて実現されることになるのだろうか。以下、英米における制定法および判例の状況を見ていくこととするが、両国間には大きな差異があることが分かる。

株主至上主義および株主利益最大化を取締役の義務(duty)としてはっきり定めている条文は、米国の各州法および模範事業会社法には存在しない70)。判例法において、株主利益最大化を取締役の義務として明らかにしたと言えるのは、Dodge v. Ford Motor Co. 事件判決71)と eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark 事件判決72)である。Dodge 事件において、Ford Motor は新工場の建設などの大規模資本投資を行うとともに、株主に対する配当を停止した。資本投資に関して、ミシガン州最高裁判所は、経営判断原則を用いて、事業に関する意思決定については専門的経営者の裁量に委ねられるべきであるとの判断を下したが、株主に対する配当の停止については、「事業会社は株主の利益を主として、そのために設立されたり運営されたりするものである。取締役の権力はその目的のために行使されるはずである」と判示した73)。eBay 事件において、eBay は Craiglist (Craig Newmark と James Buckmaster が創業した、ウェブサイトに無料広告を掲載してコミュニティサービスを提供することを事業とする会社)の株式の

<sup>69)</sup> Buchanan, Chai and Deakins, supra note 11, at 59.

<sup>70)</sup> 実は、いくつかの州会社法は、取締役会は株主以外の利益関係者の利益をも考慮すべきであるとしている。*See e.g.* Fla. Stat. § 607.0830 (3).

<sup>71)</sup> Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668 (Mich. 1919).

<sup>72)</sup> eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark, 16 A. 3d 1, 15–16 (Del. Ch. 2010).

<sup>73)</sup> Dodge, 170 N.W. at 684.

28.4% をすでに保有していたのであるが、経営者である Newmark と Buckmaster は、eBay が株式取得を継続することで Craiglist における支配を実現することを阻止するために、ライツ・プランを含む一連の防衛策を発動した。 Newmark は、Craiglist の社会的価値および社会を本位とする同社の企業文化を、経済的な利益を優先する eBay から守るために、ライツ・プランの採用が不可欠であると主張したが、デラウェア州衡平法裁判所は、「デラウェア州の営利会社の取締役は、株主利益最大化を公然と図らないビジネス・ストラテジーを守るためにライツ・プランを利用してはならないのであり、このような利用は、少なくともデラウェア州会社法に定める取締役の信認義務に違反するものである」「44」と判示した。

しかし、株主利益最大化と取締役の義務との関係をはっきり示した、影響力のある判決は上述の2件にとどまり、これが例外に属するのか、それとも、株主利益最大化が取締役の本来的義務であることを確認したのかは不明瞭である。そして、経営者の自由裁量の尊重を特徴とする米国会社法の体系の下で、株主利益最大化を仮に「取締役の義務(duty)」であると観念しても、経営判断原則が適用されることにより、株主利益最大化の追求を怠った取締役に対する責任追及が認められる可能性は非常に低いはずである。この点を意識して、株主至上主義は果たして社会的規範(social norm)にすぎないのか、それとも、一種の法的義務であるのかを巡って、今日もなお学界において激しい争論が展開されている。法は、株主利益最大化の実現という「法的義務(legal duty)」を取締役に対して課するものではなく、会社の自発的な行動規範にすぎないとする見解があるのに対して75)、Dodge 事件以降、株主利益最大化は取締役が服従すべき法的責務となっていることを主張する立場がある76)。このような論争に対して、Rhee は、H.

<sup>74)</sup> *eBay*, 16 A. 3d at 35.

<sup>75)</sup> Lynn Stout, Corporations Don't Have to Maximize Profits, N.Y. TIMES (Apr. 16, 2015), https://www.nytimes.com/roomfordebate/2015/04/16/what-are-corporations-obligations-to-shareholders/corporations-dont-have-to-maximize-profits (last visited on October 18, 2020).

<sup>76)</sup> Stephen Bainbridge, A Duty to Shareholder Value, N.Y. TIMES (Apr. 16, 2015), https://www.nytimes.com/roomfordebate/2015/04/16/what-are-corporations-obligations-to-shareholders/a-duty-to-shareholder-value (last visited on October 18, 2020).

L. A. Hart の理論を用いて、一般の場合には、株主至上主義および株主利益最大化は法的制裁につながる信認義務などのような「義務(duty)」ではないが、特定の場合には、法的制裁につながる義務となりうることを指摘する<sup>77)</sup>。例えば企業買収の場合に、Revlon事件判決<sup>78)</sup>に示されるように、デラウェア州最高裁判所は、「会社の売却が不可避であることが明らかになった場面において、買収対象会社の取締役の役割は会社の競売人へと変化」<sup>79)</sup>し、「取締役らは、株主のために会社売却により合理的に入手可能な最善の価格を勝ち取る義務を負う」<sup>80)</sup>ことを判示した。それ以降、Revlon事件と同じような場合には、取締役が株主利益最大化を実現する義務を負うことになる。

しかし、Rhee は、Revlon 事件と異なる場面において、株主至上主義および株主利益最大化というものは確かに法的制裁につながる義務(duty)ではないけれども、これは単なる社会的通念(social norm)ではなく、むしろ Hart が『法の概念』において明らかにした「法的責務(legal obligation)」にあたると主張する<sup>81)</sup>。Hart によれば、「法」には、主権者の威嚇に支えられた一般的命令という性質のあるルール<sup>82)</sup>だけではなく、義務を課していないルールも含まれるべきであるとされる<sup>83)</sup>。また、社会的通念あるいは社会的習慣とルールとの違いは、習慣に反する行動をしてもいかなる批判の対象にならない一方、ルールの場合には、「そこからの逸脱は通常、批判を招く失策とか失態とみなされ、逸脱が予期されれば同調への圧力がかかる」<sup>84)</sup>。そのため、ルールとは、そこから逸脱

Robert J. Rhee, A Legal Theory of Shareholder Primacy, 102 MINN. L. REV. 1951, 1967 (2018).

<sup>78)</sup> Revlon 事件の解説、および Revlon 基準と株主利益最大化との関係をどのように理解するかを論じる日本語の解説は、飯田秀総「企業買収における対象会社の取締役の義務 — 買収対価の適切性について」フィナンシャル・レビュー 121 号 (2015) 135 頁以下参照。

<sup>79)</sup> Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A. 2d 173, 182 (Del. 1986).

<sup>80)</sup> Revlon, 506 A. 2d, at 182.

<sup>81)</sup> Rhee, *supra* note 77, at 2004.

<sup>82) 「</sup>その諸ルールが要求しているものは『義務 duty』として語られる。不服従は法に『違 背する break』ことだと言われ、そうした行為は法的に見て『違法 wrong』であり、『義 務違反 breach of duty』あるいは『犯罪 offense』と言われる」。H. L. A. ハート著(長谷 部恭男訳)『法の概念(第 3 版)』62 頁(筑摩書房、2014)。

<sup>83)</sup> このような法に服従しないことは、いかなる責務または義務の「違背」でも「違反」でもなく、「犯罪」でもない。ハート・前掲注82)63頁。

することが批判の対象となり、批判に十分な理由を与えることになるものをいう。そして、ルールには、人に何かをするよう、あるいは何かをしないよう要求する一次ルールと呼ばれるものだけではなく、二次ルールと呼ばれるもの<sup>85)</sup>もある。二次ルールには認定のルール(rules of recognition)というものがあり、それは、「一次ルールだと主張されるものが、確かに集団が社会的圧力をかけることで支える当該集団のルールであることを最終的に認定するために使われる、そのルールが持つべき特徴を定めるルールである」<sup>86)</sup>と説明される。より発展した法秩序では、認定のルールは、当該ルールが特別の機関により制定されたり、慣習として長く実践されたり、さらには司法的決定によって確認されたりすることで、「有権的(authoritative)」なものとして確立されることになる<sup>87)</sup>。

Hart の論理に従えば、まず、株主利益最大化あるいは株主至上主義という責務は社会的圧力の下で履践されるものである。また、1980年代から、Revlon事件とは異なる事例において、株主利益最大化あるいは株主至上主義の考え方を明らかにした判決の件数が急激に上昇している<sup>88)</sup>ことから見れば、これらの判決は直接的には株主利益最大化を取締役の義務としたものではないにしても、株主利益最大化は司法的決定によって何度も確認されている。すなわち、米国会社法において、株主至上主義と株主利益最大化は二次的ルールとして、制裁に繋がらず強制力もない責務であるが、その有効性(efficacy)には疑いがない。

株主利益の重視と経営者の自由裁量の尊重との間をジグザグに進む米国会社法

<sup>84)</sup> ハート・前掲注82)104頁。

<sup>85)</sup> 二次的規則は、一次的規則のように誰かに義務を課すことではなく、「人が行為や発話により、新たに一次ルールを導入し、廃止・変更し、あるいは多様な仕方でその適用範囲を確定し、その作用を統御することができるよう定める。……二次的ルールは、物理的な働きや変化だけでなく、義務や責務の創設や変容をもたらす作用について定める」。ハート・前掲注82) 141 頁。

<sup>86)</sup> ハート・前掲注82) 160頁。

<sup>87)</sup> ハート・前掲注82) 161 頁。

<sup>88)</sup> Rhee は、1900年から 2016年まで、Revlon 基準を適用した裁判所の判決を除き、「株主利益最大化」という概念を示した全米の裁判所の判例を実証研究の対象として、1980年以降、その件数が急激に上昇したことを観察する (1990年代から 1980年代まで、このような判例は 23 件にとどまったが、1980年から 2016年までは 189 件である)。Rhee, supra note 77, at 1991.

と比べて、英国会社法における株主至上主義の体現はより明白である。英国コーポレートガバナンス改革の開始点と言われる 1992 年のキャドバリー・レポートは、株主を所有者とみなし、取締役が株主の利益のためにビジネスを行い、「コーポレートガバナンスの課題は、株主に対する取締役のアカウンタビリティーを強化することである」と明記する89)。また、本章第一節(II 1)で述べたように、買収に関する自主規制であるシティ・コードは、ロンドン・シティの機関投資家が制定するものとして、敵対的買収防衛策に対して一定程度の制限を課して、株主の利益への偏重を示したものである90)。そして、買収に関する案件の裁定は、テイクオーバー・パネルという民間自主機関に委ね、裁判所はパネルの判断に一般に介入しない91)。これらの点から見れば、少なくとも 1990 年代の英国会社法は、ステークホルダーを重視するものではないことが明らかであろう。

2006 年、英国会社法の改正を契機に、従来の株主至上主義を修正するものとして、「洗練された株主価値(enlightened shareholder value)」という理念が採用され、ステークホルダーと株主の利益の均衡が図られた。「洗練された株主価値」という理念を提起したのは、1970 年代の株主至上主義に対して論理的な根拠を与えるエージェンシー理論の重鎮である Jensen である92)。Jensen の観点によれば、会社が株主の短期的利益のみを追求してステークホルダーの利益を無視するならば、企業価値を最大化することはできないから、取締役に対して一定の自由裁量を付与すべきこととなる。しかし、伝統的なステークホルダー論において存在するもっとも大きな問題は、多元的なステークホルダー利益の均衡という目的を達成するための具体的判断の尺度がないことである。つまり、ステークホルダーの間で利益衝突が生じる場合、特定のステークホルダーの利益を恣意的に

<sup>89)</sup> The Cadbury Report (1992), para. 6.1, available at: https://ecgi.global/sites/default/files//codes/documents/cadbury.pdf (last visited on October 19, 2020).

<sup>90)</sup> City Code on Takeovers and Mergers, *supra* note 26, Rule 21.

<sup>91)</sup> ティクオーバー・パネルは聴聞委員会とコード委員会が含まれ、聴聞委員会は関連団体 (金融業界、産業界等)が任命する委員から構成される。経済産業研究所産業組織課、「英 国 M&A 制度研究会報告書に関連して」、https://www.rieti.go.jp/jp/events/bbl/09070701 \_niihara.pdf (2020. 10. 25)

<sup>92)</sup> See generally Michael C. Jensen, Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Function, 14 J. APPL. CORP. FIN. 8 (2001).

優先するか、あるいは、ステークホルダーの利益を考慮するという口実で自己の利益を優先するという広い裁量権を経営者が持つことになり、経営者支配になるという危険性がある。ステークホルダー間の利益衝突を解決するにあたり、株主利益最大化を企業の業績判断の尺度とすることで、上述の恐れを回避することができるほか、株主至上主義という中心理念も維持することができる。

この理念は、2006年改正英国会社法のいくつかの箇所において示されている ということができる。英国会社法172条は、取締役の「会社の成功を促進する義 務(duty to promote the success of the company)」を定めており、このような 義務を履行する際に、経営決定によって生じる長期的な展望、従業員の利益、供 給者や顧客との関係の発展を促す必要性、社会や環境に対して経営活動がもたら す影響、事業活動に対する高い評価を維持することの有用性、および会社の構成 員の間で公正に行動する必要性を考慮すべきであるとされる。また、英国会社法 417条は、株主に対して開示される事業報告書において、従業員、地域社会、取 引相手方などのステークホルダーの情報を記載することを義務づけている。上述 の2つの条文を軸とする「洗練された株主価値」理念は、伝統的な株主至上主義 からの一定の乖離を示すものであるが、少なくとも 417 条の形式に照らせば、取 締役がステークホルダーの利益を配慮したかどうかについて、審査を行うのは株 主となる。とはいえ、2006年英国会社法が示す「洗練された株主価値」理念は、 ヨーロッパ大陸において見られるステークホルダー至上主義(stakeholder primacy)とは異なり、むしろ経済効率性と株主投資のリターンを図る株主至上主 義を維持しつつ、ステークホルダーの利益を考慮に入れたものである93)。洗練 された株主価値という理念は、株主至上主義の下で、ステークホルダーの利益を 考慮に入れるために提起されるものであるが、その本質は従来の株主至上主義と 変わりがないと考えられる。

<sup>93)</sup> Virginia E Harper Ho, 'Enlightened Shareholder Value': Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide, 36 J. CORP. L. 59, 079 (2010). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1476116.

#### 4. 小括 — 英米における株主エンパワーメントの発生が示唆するもの

会社に関する理論において、少なくとも 1930 年代から今日までの間、2つの命題をめぐって対立が続いている。一つは会社の「目的 (end)」に関するものであり、そこでは、会社が株主利益最大化のために運営されるのか、それとも、ステークホルダーのために運営されるのかという対立がある。もう一つは当該目的を実現することができる「手段 (means)」に関するものであり、そこでは、経営者あるいは取締役を意思決定の主体とするやり方を依然としてとるべきであるのか、それとも、株主のコーポレートガバナンスへの関与を強調すべきであるのかという対立が、とりわけリーマン・ショックの後に激しくなっている94)。

論理的に見れば、株主エンパワーメントは一定の目的を実現するための手段であって、株主利益最大化を追求することにもステークホルダーの利益を追求することにも採用できるものである。しかし、本章で述べた株主エンパワーメントの発生の経緯に照らせば、1970年代から今日までの間、英米では、新自由主義の色彩を帯びた政策からの影響を受けて、会社の領域においても効率の追求が第一義的であり、株主利益最大化を追求することによって最も効率的な結果を獲得できるという考え方が支配的である。そのため、英米の文脈の下において、株主エ

<sup>94) 「</sup>取締役至上 (director primacy)」、「株主関与強化 (shareholder empowerment)」、「株主利益最大化 (shareholder wealth maximization)」、「ステークホルダー利益実現 (stakeholder interest)」という様々な概念間の関係をはっきり区分するのは Bainbridge 教授である。彼は、会社の目的 (end) を縦の軸として、目的を実現できる手段 (means) を構の軸とする。



上図の横軸に書いている「shareholder primacy」は、本論文の II 3 で言及したものとは異なり [本論文の「株主至上主義 (shareholder primacy)」は株主の利益を優先に実現するという考え方であるため、縦軸に属するはずである)、「shareholder empowerment」と同義するものであると考える。See Stephen Bainbridge, Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance, 97 NW. U. L. REV. 547, 547–548 (2003).

ンパワーメントという会社法政策は、株主利益最大化という目的を実現するため に採用される手段であると言える。

株主利益の最大化という目的を実現するために従来とられてきた手段は経営者 支配であり、米国における経営判断原則およびデラウェア州会社法 141 条(a)項の 規定、および英国における投資先企業のコーポレートガバナンスに対する株主の 「hands-off approach」95)が代表例として挙げられる。これは、企業規模が拡大す れば、所有と支配の分離および株主の無関心の発生が不可避であり、このような 会社を効率的に動かす方法は、権威のある中心機関に意思決定の権限を集中する ほかにないという考え方に基づくものである。1990年代から、一部の英米の学 者は、有能な経営者に権限を集中することこそ、英米企業の効率的な運営や成功 の主たる原因であると確信している<sup>96)</sup>。当時、頻発した企業不祥事を解決する ために採用された対策は、経営者に動機付けを行うことおよび経営者に対するモ ニタリングを強化することであったが、これらの対策は経営者支配の確保を前提 にした上で、そこに伏在する欠陥を緩和しようとするものであるから、結局、21 世紀初期の企業不祥事の頻発および2008年の世界金融危機という非効率的な結 果の発生を抑えることができなかった。このことは、株主利益最大化ひいては 「効率」という究極的な目的の実現につき、経営者支配およびこれを補助する上 述の対策が不十分であったことを証明するものである。株主エンパワーメントの 支持者が言う通り、「支配権と所有権を連結させない限り、コーポレートガバナ ンスに存在する問題を解決できない [97] のである。

一見したところ、2008年の金融危機以降全面的に展開される株主エンパワーメントには、経営者および株主に存在する短期主義を解決し、会社の中長期的利益への重視を喚起するものとして、社会を含む他のステークホルダーの利益を保

<sup>95)</sup> See Brain R. Cheffins, The Undermining of UK Corporate Governance (?), 33 OXF. J. Leg. Stud. 503, 503 (2013).

<sup>96)</sup> 例えば、Alfred Chandler は、高い素養を備えた経営層が整備された企業が生産、流通、マーケティングを効率的に統合できるから、これらの企業が競争に勝ちやすいと主張する。 Alfred D. Chandler, THE VISIBLE HAND: THE MANAGERIAL REVOLUTION IN AMERICAN BUSINESS 6-7 (Harvard University Press, 1977).

<sup>97)</sup> Dent, *supra* note 33, at 902.

護していこうという目的が含まれるように思われる。確かに、とりわけ英国の場合、2006年改正会社法が明らかにした「洗練された株主価値」と言う理念、および、最近改訂された2020年版スチュワードシップ・コード<sup>98)</sup>は、社会を含む他のステークホルダーの利益の重視を示すものとなっているが、株主至上主義および株主利益最大化が定着している英米では、ステークホルダー利益の保護という目的は副次的なものに過ぎないのではないかと考えられる。

フランス政治学者ミシェル・アルベールは、『資本主義対資本主義』において、資本主義世界において、アングロ・アメリカン型の資本主義とライン型の資本主義があると指摘した上で、次のように述べている。アングロ・アメリカン型の資本主義は、株式市場を重視するものであり、会社の主権者は株主だとするものであって、英米に見られるものである。これに対して、ライン川の流域から北欧にかけて見られるライン型の資本主義(日本もこのタイプに含まれる)では、会社は皆のものと考えられ、「会社それ自体の思想」が支配している99)。アングロ・アメリカン型の資本主義の産物としての株主エンパワーメントという会社法政策は、その根本的な目的を株主の価値の最大化であるとするが、社会を含む他のステークホルダーの利益の保護を重視するライン型の資本主義国にこれを移植しようとする場合、両者間の根本的な差異を常に意識しなければならない。

<sup>98) 2012</sup> 年版英国スチュワードシップ・コードの目的は、「最終的な資本提供者も繁栄できるような方法で、企業の長期的な成功を促進すること」とされており、この目的を達成するために、コードに署名した機関投資家がスチュワードシップ活動を展開することが求められる。2012 年版のコードは、スチュワードシップ活動を「企業戦略、業績、リスク、資本構造およびコーポレート・ガバナンス(企業文化や報酬を含む)に関するモニタリングやエンゲージメント」であることを定義し、すなわち、2012 年版コードが求めるスチュワードシップ活動は、投資先企業のガバナンスに焦点を置くものである。拙稿・前掲注4) 353 頁。

これに対し、2020年改訂版コードは、スチュワードシップを「経済、環境及び社会にとって持続可能な便益に繋がるような、顧客や受益者の長期的な価値を創造するための責任ある資本の配分、管理、監督」と定義しており、つまり、投資先企業のガバナンスだけではなく、ESGを配慮することも署名した機関投資家に求められるようになった。The UK Stewardship Code 2020, Principle 1 (p.8), available at: https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code\_Dec-19-Final-Corrected.pdf (last visited on October 19, 2020).

<sup>99)</sup> ミシェル・アルベール著 (小池はるひ訳)『資本主義対資本主義(改訂新版)』23 頁-24 頁参照(竹内書店新社、2012年)。

# Ⅲ 株主エンパワーメントの展開 ─ 英米間の相異なる経路

Ⅱでは、株主エンパワーメントの発生について、英米における共通の歴史的背景あるいは歴史的条件を整理した。一言でいうと、新自由主義および会社領域における株主至上主義というテーゼからの影響を受けて、株主行動主義が脚光を浴びた一方、所有と支配との分離に前提を置く伝統的な諸対策における限界が現れることになってきたという背景の下で、株主関与強化が一種の修復方策として登場したということである。しかし、英米のおおむね似通った歴史的背景から生まれた株主エンパワーメントであるが、それを展開する方法は、英米両国間で大いに異なっているように見える。本章は、英米両国において行われた株主エンパワーメントに関する法的改革を整理するにあたり、それらに存在する相違点を明らかにするものとする。

#### 1. 米国

(1) 付属定款変更と株主提案権制度に関する法規制の改革について

米国の州法が株主のコーポレートガバナンスへの介入をほとんど認めないということはよく知られている<sup>100)</sup>。機関の権限配分などのようなガバナンスの仕組み(governance arrangement)を定めるのは基本定款と設立州の法律である<sup>101)</sup>が、デラウェア州会社法と模範事業会社法は、基本定款の変更につき取締役の発議が必要であることを定めている<sup>102)</sup>。また、実務上、設立州を変更しようとする時に、希望する州にペーパカンパニーを設立して、このペーパーカンパニーが存続会社となる吸収合併を行うという手段が用いられることにより、設立州の変

<sup>100)</sup> 株主のコーポレートガバナンスへの介入を制限する州法の源は、実は昔の連邦法にある。大量保有開示規制(13d)、株主議決権に関する規制、インサイダー取引に関する短期売買差益返還ルール(short swing profits rules)などによって、大口株式保有者の形成や株主間の連合を抑制することになった。このように、株主が分散保有にとどまり、会社に対する影響力も低下した。See Stephen M. Bainbridge, The Politics of Corporate Governance, 18 HARV. J. L. & PUB. POL'Y. 671, 712-713 (1995).

<sup>101)</sup> Lucian A. Bebchuk, The Case for Increasing Shareholder Power, 118 HARV. L. R. 833, 844 (2005).

<sup>102)</sup> DEL. CODE ANN. tit. 8, § 242 (b); MODEL BUS. CORP. ACT § 10.03.

更あるいはガバナンスの仕組みの変更を実現できるけれども $^{103}$ 、デラウェア州会社法は、基本定款の変更と同様に、会社合併・資産売却などのような組織再編事項につき、取締役会の発議を経なければならないとする $^{104}$ )。この結果、州法の下で、コーポレートガバナンスについて株主が介入できるのは、付属定款の変更 $^{105}$ 、および取締役の選任という  $^{2}$  つの事項しかない。

近年、株主行動主義の隆盛により、アクティビスト株主が、投資先企業のガバナンスに関する事項を内容とする株主提案を行う例がよく見られる<sup>106)</sup>。株主提案をする場合には、(1) 自らの費用負担で委任状勧誘を行い、他の株主の支持を集めること、(2) SEC 規則 14a-8 (Rule 14a-8 of the Securities Exchange Act of 1934) に定める手続を実施した上で、自らの提案を会社の委任状説明書 (proxy statement) に掲載することを求めること (株主提案権制度)、という 2つの選択肢がある。言うまでもなく、(1) の方法と比べて、株主提案権制度を利用するとコストがかなり節約できる。しかし、14a-8(I)は、13種類のいずれかの内容を含む提案については、株主提案制度の利用を認めない<sup>107)</sup>。すなわち、これらの内容を含む提案を会社の委任状説明書に掲載することを株主が請求したとしても、会社側は当該請求を拒否することができるとされる。そして、拒否事由のうち、第1類(当該株主提案が州の会社組織法上、適切な議題でないこと) <sup>108)</sup>、および第8類(当該提案が一定の取締役候補者を委任状資料等に掲載することを求めるものであること、および、次期の取締役の選任に影響するものが含まれること) に照らせば、連邦法上の株主提案権制度も、経営者権限を尊重する州法の

<sup>103)</sup> Bebchuk, *supra* note 101, at 844.

<sup>104)</sup> DEL. CODE ANN. tit. 8, § 251 (c) (2001) (merger and consolidation); *id*, § 271 (a) (asset sale); *id*, § 275 (b) (dissolution); MODEL BUS. CORP. ACT § 11.04 (e) (2002) (merger); *id*. § 12.02 (e) (asset sale); *id*. § 14.02 (e) (dissolution).

<sup>105)</sup> 付属定款の変更によってガバナンスの仕組みを変更することができるかどうかという 問題に対して、株主エンパワーメントの重鎮である Bebchuk は、米国の州会社法(デラウェア州会社法 109条(b)項、模範事業会社法 10.20条、ニューヨーク州会社法 601条など)が基本定款に抵触してはならないと定めること、および、基本定款の定めのみによって設立州会社法のある条文の適用が排除されることから、株主が付属定款の変更権限を持つけれども、会社のガバナンスの仕組みを根本的に変更できないことを主張する。Bebchuk, supra note 101, at 845.

<sup>106)</sup> Bainbridge, supra note 56, at 207.

#### (504) 一橋法学 第20巻 第1号 2021年3月

理念を受け継ぐものであると言える<sup>109)</sup>。そのため、もし株主が、買収防衛策の 撤廃を求める提案、取締役の候補者を委任状資料に掲載することを求める提案 (いわば候補者指名提案のプロキシー・アクセスを求める提案)、取締役の選任に つき過半数多数決(majority voting)の起用を求める提案などを行おうとすると、 (1)の方法をとらざる得ないことになる。ちなみに、ライツ・プランなどのよう な買収防衛策の撤廃を内容とする提案は、常にそのような方法で行われるが、株 主総会で可決された提案は「勧告的な決議」にとどまり、取締役会は当該決議に 拘束されるわけではない<sup>110)</sup>。

- 107) 17 CFR § 240. 14a-8(I). 以下の 13 個の場合には、会社が株主提案の委任状説明書への掲載請求を拒否することができる。
  - (1) 株主提案は州会社法において不適切なもの、すなわち、当該提案が州の会社組織 法上、適切な議題(a proper subject)でない場合
  - (2) 株主提案がなんらかの州法、連邦法、外国法律に違反する場合
  - (3) 株主提案が委任状規定(17 CFR § 240, 14a-9) に違反する場合
  - (4) 株主提案が個人的な不満・特別な利害に関するものである場合
  - (5) 株主提案が、直近の会計年度末における会社資産5%未満で、かつ売上額および 純利益の5%未満の経営に関連する場合、その他会社の事業に実質的に関連しな い場合
  - (6) 株主提案によって会社にそれを実行する権限が与えられるものではない場合
  - (7) 株主提案が会社の通常の業務執行事項 (the company's ordinary business operations) に関するものである場合
  - (8) 株主提案が経営者選任に関するものであるが、その中に以下の内容が含まれる場合
    - (i) 取締役候補者を不適任とすること
    - (ii) 取締役を任期満了前に解任すること
    - (iii) 取締役候補者や現取締役の適格性や経営判断・人格を問うこと
    - (iv) 特定の人物を取締役候補者として委任状資料に含めようとすること
    - (v) その他、次期取締役選任に影響するものが含まれる
  - (9) 株主提案が、同時の会社提案と直接的に両立しない場合
  - (10) 株主提案が実質上実行済みのものである場合
  - (11) 株主提案が同じ株主総会で提出した先の株主提案と重複したものである場合
  - (12) 株主提案が再提出したものである場合
  - (13) 株主提案が具体的な配当額に関するものである場合。
- 108) 議案内容として、会社に対する義務付けや株主の承認を要する旨の提案などのような、 取締役会が具体的な行動を行うことを推奨・要請する提案は、州法上適切的ではないと解 される。17 CFR § 240. 14a-8(I) (1), note to paragraph(I) (1).
- 109) Bainbridge, *supra* note 56, at 207.
- 110) 神山哲也「買収防衛策をめぐる米国機関投資家の見方」資本市場クォータリー 2005 年 夏号 110 頁-112 頁。

故に、SEC の委任状規則で定められている諸制限を迂回する、または、自らの提案が取締役会に対して拘束力を持つようにするために、アクティビスト株主は、上述の内容(買収防衛策の撤廃、取締役候補者の指名提案のプロキシー・アクセス、取締役の選任につき過半数多数決の適用)を付属定款に定めることを求める提案を(2)の方法で行い、コーポレートガバナンスへの積極的な関与を行うようになってきた。上述のように、デラウェア州会社法および模範事業会社法をはじめとする州会社法が、株主に対して付属定款変更の権限を付与している以上、付属定款変更を求める提案が州会社法の下での「適切な議題」であることは疑いがない。しかし、争点となるのは、株主が求める事項が、適切な付属定款の変更事項であるかどうか、ということである。州会社法(デラウェア州会社法109条(b)項、模範事業会社法10.20条)は、適切な付属定款記載事項に対して一定の制限、すなわち、当該付属定款変更事項は、州法の他の規定(例えば、デラウェア州会社法141条)および基本定款に抵触してはならないという制限を課しているのである。

コーポレートガバナンスにつき、アクティビスト株主が提案権の行使を通じて求める付属定款変更事項は、①敵対的買収防衛策に関するものと、および②取締役選任に関するものの二種類がある。①の典型例として、敵対的買収防衛策(毒薬条項など)の発動につき株主総会の承認を必要とする旨の付属定款条項が挙げられる。このような付属定款変更を求める提案が、SEC規則14a-8(I)(1)所定の株主提案権制度の排除事由(州法上適切でないこと)に該当するかどうか、会社によって拒否されるべきであるかどうかをめぐり、州裁判所の立場は異なる。Teamsters v. Fleming Companies 事件判決<sup>111)</sup>において、オクラホマ州最高裁判所は、定時株主総会において多数決で可決されたときに限り、毒薬条項を発動することができるとする付属定款の有効性を認めた一方、General Datacomm Industries. Inc. v. State of Wisconsin Investment Board 事件判決<sup>112)</sup>において、

<sup>111)</sup> International Broth. of Teamsters General Fund v. Fleming Companies, Inc., 975 P. 2d 907 (Okla. 1999).

<sup>112)</sup> General Datacomm Industries, Inc. v. State of Wisconsin Investment Board, 731 A. 2d 818 (Del. Ch. 1999), quoting Lawrence Hamermesh, Corporate Democracy and Stockholder-Adopted By-Laws: Taking Back the Street?, 73 Tul. L. Rev. 409, 415-417 (1998).

デラウェア州衡平法裁判所の Strine 裁判官は、「株主が、広範な事項に及ぶ付属 定款を採択する権限を有することには疑いの余地がないけれども、州法または基本定款による特別の授権がない限り、株主が直接的に会社のビジネスと事務を管理してはならないことが州会社法において確立されている」とし<sup>113)</sup>、取締役会の敵対的買収防衛策の発動を制限する付属定款はデラウェア州会社法に抵触するものであって、認められるべきではないと判示する。

②について言えば、上述したように、米国法は、株主の投資先企業のガバナン スへの関与に対して厳しい制限を加えており、会社経営者を牽制する手段は、株 主総会において取締役を選任することくらいしかない。しかし、取締役候補の指 名を常に行うのは会社側であり、それに加えて、デラウェア州会社法 216条(3)項 および模範事業会社法 7.28 条(a)項は、plurality voting という単純多数決制度を 採用しており、取締役選任につき株主の意思が完全に反映されない恐れがある。 例えば、2004 年 Walt Disney の CEO である Michael Eisner の再任決議におい て、再任に反対する議決権は総議決権の42%を占めたが、単純多数の賛成によ り、Eisner の再任が承認された<sup>114)</sup>。株主が自らの陣営の候補者を取締役会に指 名したい場合には、取締役候補者を指名する株主提案を行うことができるが、従 来、SEC 規則 14a-8(I)(8) により、このような取締役候補者指名提案を会社の 委任状資料において掲載すること(いわば、指名提案のプロキシー・アクセス) を求める提案は、会社が拒否できるとされる。また、従来、委任状争奪戦に勝利 した株主が、会社に対して費用負担 (proxy expense reimbursement) を請求で きるものとする制度は設けられていなかった。このように、株主が会社側と対立 する候補者を指名しようとする場合には、非常にコストがかかる委任状勧誘を行 わなければならなかった。このような状況の下で、アクティビスト株主が、取締 役候補者の指名提案のプロキシー・アクセス、委任状勧誘の費用負担および過半 数多数決制度を付属定款に定めることを内容とする株主提案をする例が見られる。 以下、これらの付属定款事項を求める提案をめぐる法規制上の改革を見ていくこ ととする。

<sup>113)</sup> Id. at 821 n. 2.

<sup>114)</sup> Bainbridge, supra note 56, at 217.

2006 年の AFSCME v. AIG 事件<sup>115</sup>)において、地方公務員組合年金基金である AFSCME (the American Federation of State, County and Municipal Employees) は、投資先企業である AIG 社(American International Group)に対して、 取締役会の指名による取締役候補者と同じように、一定条件を満たす株主の指名 による取締役候補者を年次総会の委任状説明書に含めることができるよう、付属 定款を修正することを求める株主提案を行った。AIG 社は、これが SEC 規則 14a-8(I)(8)が定める拒否事由にあたることを理由に、当該株主提案の委任状 説明書への掲載を拒否できると主張し、SEC に対してノーアクション・レター の発行を請求した。2005年2月、AIGの請求に応じて、SECがノーアクショ ン・レターを発行し、それに対して AFSCME が掲載を求めて提訴した。第二巡 回区連邦控訴裁判所は、当該株主提案が14a-8(I)により除外されるものではない と判示し、このような私的自治事項についてのプロキシー・アクセスを認め た $^{116}$ 。この判決の後、SEC 規則 14a-8(I)(8) についての解釈が不確実・不安 定(uncertainty and confusion)になったとして、取締役の選任に関する株主提 案の委任状資料における記載を明確に排除するため、2007 年、SEC は 14a-8 の 改正を行った117)。この改正は、付属定款の変更といった私的自治を通じたプロ キシー・アクセスを排除するというものであった<sup>118)</sup>。しかし、2010年のドッ ド=フランク・ウォールストリート改革及び消費者保護法(以下、ドッド・フラ ンク法と記す)は、プロキシー・アクセスを同法の目的と整合するよう調整する 権限を SEC に与えて、これを受けて SEC は規則 14a-11 を新設したが<sup>119)</sup>、同年 9月、D.C. 巡回区連邦控訴裁判所に対するビジネス・ラウンドテーブルと米国商

<sup>115)</sup> AFSCME v. AIG, Inc., 462 F. 3d 121 (2d Cir. 2006). 日本の学者による評釈は、内海淳一「アメリカにおける株主提案の最近の動向」松山大学論集 22 巻 2 号 (2010) 263 頁以下参照。

<sup>116)</sup> プロキシー・アクセスには、会社の付属定款に定める方法によるもの、および日本会社法 305条のような強行法規によって認められるものがある。前者は「私的自治」によるプロキシー・アクセスと呼ばれる。吉行幾真「米国におけるプロキシー・アクセス元年」名城法学 66巻 3号 (2016) 322 頁-324 頁。

<sup>117)</sup> Shareholder Proposals Relating to the Election of Directors, Exchange Act Release No. 56, 161, Investment Company Act Release No. 27, 914, 72 Fed. Reg. 43, 488, 43, 491 (July 27, 2007).

<sup>118)</sup> 吉行幾真「株主提案権とプロキシー・アクセス」名城法学 64 巻 1 号 (2014) 347 頁。

工会議所の申立てが認められ、同規則は無効とされた<sup>120)</sup>。一方、SEC は、規則 14a-8(I)(8)の改正を再度行い、株主指名の取締役候補者の選任に関する付属 定款の変更を求める株主提案は、会社の委任状資料への掲載を拒否できないもの とした<sup>121)</sup>。改正後の規則 14a-8(I)(8)により、取締役選任に関する付属定款の 定めを求める株主提案については、会社はノーアクション・レターの発行を SEC に要請することができなくなり、その結果、会社は当該株主提案を拒否することができなくなった。現在の米国において、取締役候補者の指名提案のプロキシー・アクセスは依然として強行法によって認められるものではないが、付属 定款の変更という私的自治の手段によって認められるものではないが、付属 定款の変更という私的自治の手段によって実現することが可能であると言える。 ちなみに、2009 年、デラウェア州会社法 112条が改正され、取締役候補者指名 提案のプロキシー・アクセスを付属定款に定めることができる旨が明記された。

また、CA, Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan 事件 $^{122}$ )では、2008年3月にAFSCMEがCA社に対して、「取締役候補者を巡って委任状争奪戦に成功した株主は、当該争奪戦においてかかった費用の一部負担を会社に請求できる」ということを付属定款に定めることを内容とする提案を行ったところ、CA社が規則 $^{14a-8}$ (I)(1)と(2)に基づきSECに対してノーアクション・レターの発

<sup>119)</sup> SEC の新設した 14a-11 は、「委任状勧誘規則が適用される会社においては、委任状資料に、一定の株主が指名する取締役候補者を記載しなければならない。一定の株主とは、規則の利用を通知した日まで 3 年以上、議決権の 3% 以上を保有している者であり、株主総会まで当該議決権を保有しなければならない。会社は、提案株主が提供した当該株主および候補者に関する情報を委任状説明書に記載し、候補者名を委任状書面(form of proxy)に記載しなければならない」とした。SEC Release No. 34-56914; IC-28075; File No. S7-17-07(Dec. 6, 2007)。この規則を日本語で解説するものとして、黒沼悦郎「株主の選挙提案を認める SEC 規則の無効化」旬刊商事法務 1974 号(2012 年)55 頁以下、吉行幾真「米国における株主提案権に関する一考察——プロキシー・アクセスに着目して」名城法学 63 巻 2 号(2013)44 頁-45 頁が挙げられる。

<sup>120)</sup> Business Roundtable v. SEC, 647 F. 3d 1144 (D. C. Cir. 2011).

<sup>121)</sup> Facilitating Shareholder Director Nominations, Exchange Act Release No. 34–62,764, 75 Fed. Reg. 56,668, 56,730 (Sept. 16, 2010).

<sup>122)</sup> CA, Inc. v. AFSCME Emples. Pension Plan, 953 A. 2d 227 (Del. 2008). 本件の解説について、Bainbridge, *supra* note 56, at 209-210、吉行・前掲注 118) 349 頁-353 頁、藤林大地「米国における委任状勧誘制度」同志社法学 62 巻 3 号 (2010 年) 341 頁以下、楠元純一郎「取締役選任と委任状勧誘にかかる費用の帰属」旬刊商事法務 1932 号 (2011 年) 44 頁以下。

行を要請した。これと同時に、当該提案の求めることが拒否事由とならないこと を理由に挙げて、AFSCME は SEC に対してノーアクション・レターを発行し ないよう請求した。相反する二つの主張を前に、SECは、2007年デラウェア州 憲法改正によって新たに設けられたデラウェア州最高裁判所に対する意見照会 (certification) 制度<sup>123)</sup>に基づき、当該法律問題の判断をデラウェア州最高裁判 所に委嘱した。SEC は、①本件提案がデラウェア州会社法の下での「適切な議 題 | に属するのか、また、②本件提案が可決されれば、CA 社の取締役らがデラ ウェア州の法律に違反する可能性があるのか、という2つの事項に争点を整理し て、デラウェア州最高裁判所の意見を求めた<sup>124</sup>。①について、デラウェア州最 高裁判所は、「具体的な経営上の意思決定を取締役会に強制・要求する」付属定 款条項、および、「経営上の意思決定にかかる手続やプロセスのみを規定する」 付属定款条項を区別した上で、「本件提案の目的は株主による取締役候補者の指 名を容易にすることにより、選任プロセスの健全性(integrity)を高めることに あり」、本件提案は、取締役会側に属しない候補者の指名を促すものであるため、 本件提案にかかる付属定款事項は適切なものであると述べた125)。また、②につ いて、例えば、本件提案のような、自らの私益などのため株主が委任状争奪戦を 開始し、これが成功した後に会社の取締役が当該株主に対して一定の費用を補償 することは、取締役の信認義務の違反事由となりうると述べた126)。すなわち、 本件提案にかかる定款条項により、法令違反が生じる可能性があるとされた。し かし、本判決の後にデラウェア州会社法113条が改正され、委任状勧誘にかかる 株主の費用を会社が負担する旨の定め付属定款に置くことができ、また、その費 用負担に関して条件を加えることができることとされた(例えば、株主は、現経 営陣のメンバーの全部の交替を要求するのではなく、一部の取締役を指名する場 合に限り費用負担を請求できるという条件など)127)。

さらに、上述したように、米国の州法の下で、多くの決議事項につき、過半数

<sup>123)</sup> DEL. CONST. ART. IV, § 11 (8).

<sup>124)</sup> CA, 953 A. 2d at 230-231.

<sup>125)</sup> *CA*, 953 A. 2d at 234–235.

<sup>126)</sup> CA, 953 A. 2d at 235.

<sup>127)</sup> Bainbridge, supra note 56, at 222.

多数決原則(majority voting)が適用されるが、会社のガバナンス事項としての 取締役の選任については、相対多数決 (plurality voting) という投票制度が起用 される。相対多数決が適用されたことで、Walt Disnev 社の CEO であった Eisener の再選任が成功したという 2004 年の事件以降、アクティビスト株主が、 相対多数決制度による取締役選任の際、一定の場合には取締役の辞任を認めると いう条件を課することを求めた<sup>128)</sup>。このような条件は「Pfizer policies」と呼ば れ、選任決議において取締役が過半数の保留票(withhold vote、すなわち、替 成以外の票)を得た場合には、一定期間内に取締役会に辞表を提出しなければな らないというものである<sup>129)</sup>。しかし、辞任を承認するかどうかを判断するのは 取締役会であり、取締役会が辞任を承認しない場合には、アクティビスト株主の 意思が反映されないこととなる。City of Westland Police & Fire Retirement System v. Axcelis Technologies, Inc., 事件<sup>130)</sup>において、被告会社の取締役3人 の再任につき反対の議決権が半数以上であったため、その3人が取締役会に対し て辞表を出したが、取締役会によって辞任が否決された。原告株主は、デラウェ ア州会社法 220 条所定の「取締役の責任追及を目的とする会社資料閲覧権」の行 使を求めて訴訟を提起した。デラウェア州衡平法裁判所は、「ここでの問題は、 取締役が私心なく会社の最善の利益のため現経営陣を維持するという経営判断を したかどうか、また、こうした経営判断をしたことの背後に、取締役会の隠され た目的があったかどうかということである」と判示した131)上で、辞任の承認に 関する取締役会の自由裁量を認めた。つまり、この場合において取締役の辞任は 強制されないということである。また、アクティビスト株主も上述の「Pfizer policies」を好まなかった。なぜなら、このようなポリシーを継続的に採用する かどうかは、その時々の取締役会の判断に委ねられるのである132)。故に、過半

<sup>128)</sup> Id. at 217.

<sup>129)</sup> 他の言い方として、「plurality-plus policies」や「quasi-majority voting standard」がある。See Cynthia M. Krus, CORPORATE SECRETARY'S ANSWER BOOK (4TH ED.) 5-11 (Aspen Publisher, 2009).

<sup>130)</sup> City of Westland Police & Fire Retirement System v. Axcelis Technologies, Inc., 1A. 3d 281 (Del. Ch. 2010).

<sup>131)</sup> Axcelis, 1A. 3d at 291.

<sup>132)</sup> Bainbridge, supra note 56, at 218.

数多数決を確実に行わせるために、アクティビスト株主は規則 14a-8 の定める株主提案権制度を用いて、投資先企業の付属定款において過半数多数決投票基準を定めるよう求めた。しかし、デラウェア州会社法 109 条(a)項に照らせば<sup>133)</sup>、もし会社の基本定款において取締役会に対して付属定款変更の権限が付与されている場合には、そのような基本定款の条項はそもそも株主に属する付属定款変更の権限を排除するものではないから、実務上、株主側による付属定款変更事項(例えば、過半数多数決の適用)と取締役会側の付属定款変更事項(例えば、過半数多数決適用という付属定款条項の廃止)とが衝突する恐れがある<sup>134)</sup>。この問題点を意識したアクティビスト株主の圧力の下、デラウェア州会社法 216 条が改正され、「株主による、取締役の選任にかかる可決要件に一定数の賛成投票を求める旨の付属定款条項は、取締役会によって再度変更されてはならない」という文言が付加された。

## (2) 取締役の報酬に対する株主の関与について

取締役が株主の利益でなく、自らの利益のために行動することのないよう牽制する手段としては、前小節(**III**1(1))で整理した取締役の選任と指名が挙げられるが、そのほか、取締役の報酬の決定に株主が関与することも有効であると考えられる。しかし、指名委員会等設置会社でない会社につき、取締役報酬の「お手盛り」を防止するために<sup>135)</sup>、取締役の報酬決定が定款に定めがない限りは株主総会における決議事項とされている日本の会社法(361条1項柱書)とは異なり、米国の州会社法は、取締役報酬の決定は通常の業務執行事項であるとして、これを取締役会の決議に委ねている<sup>136)</sup>。それに加えて、**II**2で述べたように、新自

<sup>133)</sup> 一方、模範事業会社法 10.20 条によれば、株主が提出する変更事項について、「取締役 (会) が当該事項を変更できない」という条件を明示的に付加する場合には、本文に示さ れる衝突を回避することができる。

<sup>134)</sup> Bainbridge, *supra* not 56, at 218-219.

<sup>135)</sup> 矢沢惇「取締役の報酬の法的規制」同『企業法の諸問題』227頁(商事法務研究会、 1981年)。

<sup>136)</sup> デラウェア州会社法 141 条(a)項は会社の事業の運営に関して取締役会が一般的な権限を有していることを定めており、役員 (officer) の報酬の決定権限もこれに含まれると解されている。伊藤靖史『経営者の報酬の法的規律』47 頁 (有斐閣、2013 年)。

#### (512) 一橋法学 第20巻 第1号 2021年3月

由主義的な思想が支配的になってきた 1980 年代、取締役に対して業績連動報酬を支給することで取締役の利益を株主の利益に連動させることができるとの認識が一般化したことから、取締役の報酬パッケージにおける株価ベースの報酬の割合が急激に増加した<sup>137)</sup>。

お手盛りの防止を趣旨とせずに業績連動報酬の役割が広く認められている米国 の役員報酬制度の下で、CEOと一般従業員との間の収入の格差が 2003 年にはほ ぼ500 倍にまで拡大し、1990 年代以降、批判を広く集めている<sup>138)</sup>。それに加え て、21 世紀初頭の Enron 事件、WorldCom 事件などのような企業不祥事が発生 したのは、過大な業績連動報酬が会計数値の不正操作により株価を上昇させると いう経営者のインセンティブを引き起し、そして、ゲートキーパーとしての会計 監査人が機能しなかったからであると一般に認識されているところである<sup>139)</sup>。 報酬の決定に関しては、経営者に対する業績連動報酬の支給などを決定するのは 取締役会であるが、取締役会の中の非業務執行取締役は CEO からの影響を受け がちであることから、その独立性には疑いがある。上述の企業不祥事への対応と して、2002年に、米国の大規模上場会社のコーポレートガバナンスの強化と企 業開示の強化を図ることを中心とする SOX 法の制定と主要証券取引所の上場規 制の改正が行われた。取締役の報酬と直接的に関連する規制については、信用供 与の禁止(SOX 法 402 条)、利益修正時の報酬の返還(SOX 法 304 条)、取引停 止期間中の自社の持分証券取引禁止(SOX 法 306 条)等が新設された<sup>140</sup>。報酬 の決定方法に関する規制としては、SOX 法 301 条は、1934 年連邦証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) の 10A 条(m)項を新設して SEC に対して規則

<sup>137)</sup> 株価ベース報酬は、1980年には報酬パッケージにおける割合は20%未満であったが、1994年までには、50%弱に達した。See Bengt Holmstrom and Steven N. Kaplan, Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: Making Sense of the 1980s and 1990s, 15 J. ECON, PERSPECT, 121, 133 (2001).

<sup>138)</sup> House report 110-088, at 3, available at: https://www.congress.gov/110/crpt/hrpt88/CRPT-110hrpt88.pdf (last visited on October 20, 2020).

<sup>139)</sup> 伊藤・前掲注 42) 290 頁。

<sup>140)</sup> SOX 法における米国の役員報酬の規制改革の詳細について、伊藤靖史「米国における 役員報酬をめぐる近年の動向 — 1990 年代の役員報酬額の増加と 2000 年代初頭の不祥事 の後で」同志社法学 58 巻 3 号 (2006) 1033 頁-1037 頁参照。

の改正を要求した<sup>141)</sup>。同項に基づき、SEC が監査委員会に関する規則 10A-3<sup>142)</sup>を改正し、同改正を受けて NYSE と NASDAQ も各々の上場規則を改正した。改正後の NYSE の上場規則によれば、上場会社において過半数の独立取締役を採用すること、監査・報酬・指名の三委員会を設置すること、および、これらの委員会の構成員全員が独立取締役であることが要求される<sup>143)</sup>。 NASDAQ も、NYSE と同様に、過半数の独立取締役で構成される取締役会および独立取締役だけで構成される監査委員会を要求するほか、取締役の報酬と取締役候補者の指名を決定するのは独立取締役であることも求めている<sup>144)</sup>。

2008年にオバマ大統領が当選した後、議会の大多数を占めた民主党は金融危機の発生がコーポレートガバナンスの崩壊に起因するものであると認識した<sup>145)</sup>。コーポレートガバナンスの改革派にとっては、上述した SOX 法の制定およびそれと関連する上場規則の改正がいくつかの証券詐欺に対応するために行われたが、これからなお米国のコーポレートガバナンス・パラダイムにおいて存在する構造的な問題を解決できていないとの認識があった<sup>146)</sup>。また、学説においても、業績連動報酬が経営者の本当の業績につながっていないことを指摘する見解が見られるようになり、Bebchuk と Fried は PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE

<sup>141)</sup> Sarbanes-Oxley Act, sec. 301, Pub. L. No. 107-204, H. R. 3763, 107<sup>th</sup> Cong. (2002); 15 U.S. Code § 78j-1 (m). SEC は、同法発効後の 270 日内に規則の制定によって、証券取引所および証券業協会が以下のような要件を満たさない発行者の上場を禁止することを命じなければならない。その要件の概要は、次のようなものである。(1) 発行者の監査委員会(audit committee) が登録会計事務所の指名・報酬・監督に直接の責任を有していること、(2)監査委員会の構成員が取締役であるか、独立した者であること、(3) 監査委員会が会計事項・内部統制についての不満に対応する手続き、および、このような事項についての従業員による内部告発手続きを定めること、(4) 監査委員会が独立した助言者(法律顧問等)を雇用する権限を有すること、(5) 監査委員会が登録会計事務所と助言者の報酬を支払うための予算を決定する権限を有すること。

<sup>142) 17</sup> CFR § 240. 10A-3.

<sup>143)</sup> NYSE Listed Company Manual, *supra* note 48, 303A.04 (a), 303A.05 (a), 303A.07 (b).

<sup>144)</sup> Nasdaq Listing Rules, *supra* note 48, 5605 (c), 5605 (d).

<sup>145)</sup> See Paul S. Atkins, Stephen Bainbridge, Edmund Kitch, Jonathan R. Macey and George J. Terwilliger III, The Federalist Society—Corporations Practice Group: Panel on the SEC and the Financial Services Crisis of 2008, 28 ANN. REV. BANKING & FIN. L. 237, 238 (2008).

<sup>146)</sup> Bainbridge, supra note 56, at 9.

#### (514) 一橋法学 第20巻 第1号 2021年3月

UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION (2004) において、業績連動報酬の支給とその算定方法は、経営者側に傾く取締役会によって決定されるが、株主に利益を還元するかどうかによって決められているわけではないから、株主が経営者の報酬の決定に介入できるような規制を設けない限り、株主と経営者との間の利益不一致が依然として生じるはずであると主張した $^{147}$ )。これに対応するために、2010 年、ドッド・フランク法の951 条は、SEC に対して、1934 年連邦証券取引所法の14A 条の修正を求めた $^{148}$ )。この951 条に基づき改正された1934 年連邦証券取引所法14A 条(a)項は、上場会社は少なくとも3年ごとに1回株主総会において、規則S-Kの402条 $^{149}$ )に基づき開示された役員報酬に対する勧告的な承認決議を行わなければならないものとしている $^{150}$ )。これは「say on pay」とも呼ばれる。

ドッド・フランク法が公布されてから、取締役の報酬に対する株主の関与制度 (say on pay) をめぐる議論が続いている。株主エンパワーメントに対する反対 説の代表者として知られる Bainbridge は、ドッド・フランク法および同法 951 条に基づく say on pay 制度が連邦法の規制として行われており、州法を中心と するコーポレートガバナンス・パラダイムという米国資本市場に特徴を与える源泉を破壊するのではないかと批判する 151)。他方、株主エンパワーメントの支持者は、say on pay 制度の趣旨に賛成しつつも、現行法において行われていると ころの取締役報酬にかかる株主総会決議はけっきょく勧告的決議にすぎないから 十分とは言えず、拘束力を持たせることを望んでいる 152)。

# (3) 小括

従来の米国会社法制は州法を中心とするものであり、州会社法の核心には、

<sup>147)</sup> Bebchuk and Fried, *supra* note 41, at 62.

<sup>148)</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, title IX, § 951, Pub. L. 111–203, H. R. 4173, 111<sup>th</sup> Cong.

<sup>149) 17</sup> CFR § 229.402.

<sup>150) 15</sup> U.S. Code § 78n-1 (a).

<sup>151)</sup> Stephen M. Bainbridge, Is 'Say on Pay' Justified?, 32 REGULATION 42, 45 (2009).

<sup>152)</sup> Bebchuk and Fried, supra note 41, at 198.

「授権モデル」の考え方が据えられている。以上で整理した法規制上の諸改革は、 上述の特徴とは逆の方向 — すなわち、①コーポレートガバナンスに対する連邦 法の拡張、および②強行的なルールの強化に向かっているように思われる。以下、 それぞれを見ていくこととする。

①について、州法と(株主エンパワーメント改革前の)連邦法は、異なる分野における法律関係を調整する。州会社法は、会社内部の機関相互の権限配分を含む会社の組織自体を規制するが、連邦法(1933 年連邦証券法、1934 年連邦証券取引所法等)は、資本の糾合を促すために、投資家に対して信頼感を付与できるような正確な財務情報の流れを保証することができるよう証券市場を規制する。すなわち、コーポレートガバナンスの仕組みを決めるのは連邦法のレベルではなく、むしろ各州のレベルで制定される州会社法である。しかし、21 世紀に入り、SOX 法とドッド・フランク法の双方とも、連邦法のレベルで規制を行っている。財務情報の適正性の確保を目的とする SOX 法において、開示規制を超えてコーポレートガバナンスに関する内容(例えば、前述の 301 条)は含まれているものの、それでも規制対象の拡張の傾向は主に開示部分にあるということができる153)。ただ、金融危機後に制定されたドッド・フランク法は主に、それまで各州法によってなされてきたコーポレートガバナンスに関する事項を扱うようになった154)。

②について、各州会社法では、「授権モデル(enabling model)」 — つまり、「制定法における少数の基本的な指針の提供と私的秩序形成のための許容とに基礎を置き」、「自発的なガバナンスに第一次的な信頼が寄せられる」という考え方<sup>155)</sup>が支配的であることがよく知られている。例えば、デラウェア州会社法の141条(c)項によれば、取締役会は一つまたは複数の委員会を設置し、一人または複数の取締役をいずれかの委員会の構成員として指名することができ、これらの

<sup>153)</sup> 野田博「コーポレートガバナンスにおける法的役割 — 英米会社法を中心として」柴田和史 = 野田博編『会社法の現代的課題』122 頁 (法政大学出版局、2004)。

<sup>154)</sup> ドッド・フランク法の 951 条 (say on pay 制度)、952 条 (完全に独立的な報酬委員会)、971 条 (取締役候補者提案のプロキシー・アクセス)、972 条 (CEO と取締役会会長との分離状況と原因を開示する義務) 参照。

<sup>155)</sup> 野田・前掲注 153) 64 頁。

### (516) 一橋法学 第20巻 第1号 2021年3月

委員会は取締役会の決議または会社の付属定款で定められる範囲において権限を行使する。すなわち会社は、制定法が提供するコーポレートガバナンスの仕組みを、私的合意により自らの実情に適合するよう変更できる。しかし、SOX 法とドッド・フランク法は、一種の「one-fits-all」型のコーポレートガバナンスの仕組みを大規模上場会社に強いるものである<sup>156)</sup>。例えば、監査委員会の設置を強制する SOX 法 301 条や、CEO と取締役会長との分離の開示を求めるドッド・フランク法 972 条などが挙げられる。

#### 2. 英国

(1) スチュワードシップ・コードの制定の経緯と概要157)

米国とは異なり、英国会社法が株主に対して付与する権利はあまり制限されていない。まず、基本定款の変更が取締役会の発議を経由しなければならず、株主が単に基本定款の変更の拒否権を持つに過ぎない米国会社法とは異なり、2006年英国会社法は基本定款(memoranda)と付属定款(article of association)の区別を廃止し<sup>158)</sup>、会社の株主が定款変更について発議権および議決権を持つものとした(2006年英国会社法 21条)。また、英国会社法も日本の株主提案権制度に相当する「説明書送付請求権制度」<sup>159)</sup>および公開企業(public company)における「株主の年次株主総会への議案送付請求権制度」<sup>160)</sup>を設けているが、株主によって提出された議案を会社が拒否できる事由としては、権利濫用、他人の名

<sup>156)</sup> Stephen M. Bainbridge, *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, 95 MINN. L. REV. 1779, 1800 (2011).

<sup>157)</sup> 拙稿・前掲注4) 348 頁-357 頁。

<sup>158) 1985</sup> 年英国会社法において、会社規約が基本定款 (memoranda) と通常定款 (article of association) として分けられたが、2006 年英国会社法はこのような区分を廃止し、従来の基本定款の規定を付属定款 (article of association) の規定 (28条) として扱う。イギリス会社法研究会 (川島いづみほか)「イギリス 2006 年会社法 (12)」比較法学 45 巻 2 号 (2011) 268 頁。

<sup>159) 2006</sup> 年英国会社法 314 条によれば、提案した株主は、提案された議案に関する説明書 (statement) を株主総会の前に招集通知を受ける権利を有する株主宛てに送付することを 会社に対して請求できる。

<sup>160) 2006</sup>年英国会社法 338条によれば、公開会社の株主は、提案された議案にかかる通知を他の株主に対して発することを会社に対して要求できる。

誉を毀損するものであること、会社に対する嫌がらせ目的で行われるものであること、および、法的根拠が明らかでないものであることが挙げられる<sup>161)</sup>。すなわち、取締役候補者の指名議案、買収防衛策に関する議案などのような、米国 SEC 規則 14a-8(I)によって株主提案権制度の適用から排除されるものも、英国会社法では株主提案の対象となる。故に、少なくとも制定法の面において、コーポレートガバナンスに対する株主の介入権を強化する余地はあまり残されていない。

2008 年金融危機の発生に直面した時、このような非効率的な結果の発生は、株主権が大幅に制限される自国のコーポレートガバナンス・パラダイムに構造的な問題があることに起因するものであると、米国のオバマ政権は認識した。しかし、英国の場合、株主に対してコーポレートガバナンスに介入するための権利がかなり付与されているにもかかわらず、金融危機という非効率的な結果が同じく発生してしまった。英国の問題は、たとえ所有と支配の連結が図られていても、経営者と株主が短期利益を過度に追求するものであるために、非効率的な結果の発生を依然阻止できない、ということである。つまり、短期主義を過度に重視することを克服しない限り、当該問題を解決することができないということになる。

短期主義を過度に重視することへの解決策として用いられたのは、機関投資家の「スチュワードシップ責任」である。すなわち、機関投資家は、受益者・顧客のスチュワード(管理人)として、顧客の中長期的利益を実現するために、投資先企業において積極的に「スチュワードシップ活動(公式の方法としての議決権行使、非公式な方法としてのエンゲージメントと呼ばれる企業との対話)」と呼ばれる関与行為を行うという責任を負う。上場会社の株主としての機関投資家は、年金基金や最終受益者の利益のために上述のスチュワードシップ活動を行うことにより、これらの当事者によって構成される投資連鎖(インベストメント・チェーン)を形成するという役割を果たす。これによって、投資先企業の長期的利益が向上するとともに、株主である機関投資家のポートフォリオのリターンが向上し、株主価値が全体的に向上していくこととなり、最終的に、受益者である年金

<sup>161) 2006</sup> 年英国会社法 317 条 1 項、338 条 2 項参照。

受給者ひいては国民全体の利益になると想定される162)。

実は、上述したスチュワードシップ責任を果たすための手段としてのスチュワ ートシップ活動は、既に1970年代から英国の機関投資家(主に年金基金と保険 会社)によって展開されていた。その一つの例として、非公式な対話(エンゲー ジメント)を行うことにより株主の権利行使にかかる制約を回避しようとしたこ とが挙げられるが、具体的には、議決権数の上限を定款において定めたことに対 抗するため、株主(機関投資家)が連合して投資先企業の経営者に対し、当該条 項を排除しない限り新株を割り当てる時に引受けをしない旨を表明したことで、 当該定款条項の適用を排除させたといったことである<sup>163)</sup>。また、機関投資家は、 非公式な方法による圧力を通じて、CEO の解任や CEO と取締役会議長との分 離などのような投資先企業のガバナンスへの関与をも行った164)。他方、1990年 代当時、機関投資家の議決権行使は極めて消極的であり、会社側議案に対する賛 成票すら投じないのが通常であった165)。分散投資手法をとり、複数の投資先企 業の株式を持つ機関投資家は、個々の会社において議決権を行使しようとすれば 情報調査や顧客コンサルティングを行う必要があり、投資コストが非常に大きく なるというのが、議決権を行使しないことの理由である<sup>166)</sup>。故に、米国の機関 投資家より積極的であると評価できる英国の機関投資家には、消極性と積極性が 混在している。すなわち、英国の機関投資家は、個々の自らの権利を行使するこ

<sup>162)</sup> 上田亮子「英国スチュワードシップ・コードと日本への示唆」証券アナリストジャーナル 52 巻 8 号 (2014) 21 頁。

<sup>163)</sup> 例えば、1970年代中期、Lloyds銀行は、その定款において各株主の有する議決権が500個を超えてはならないことを定めたため、持株数の上位20位以内の各株主の議決権保有率は0.01%になってしまった。これらの大株主は、議決権行使という方式で影響力を与えることができなくなるけれども、経営者に対して圧力をかけて自らの権利を守ることになった。Lloyedだけでなく、Penisular & Oriental, Austin Reed, Liverty, Gus等会社においても、機関投資家がこのような方式で自らの権利を守った例が散見される。Black and Coffee, Jr., supra note 24, at 2035.

<sup>164)</sup> Id. at 2037-2038.

<sup>165)</sup> しかし、Ewart 社の委任状争奪戦において、機関投資家が会社側議案に賛成票を投じたことによって、会社側が勝利した。*Id.* at 2039, footnote 127.

<sup>166)</sup> なぜ通常の会社側議案に対して議決権を行使しなかったかについて、常に会社議案に対する賛成票を出すと、会社側にいつも支持するというイリュージョンを与えるからであるとの認識もある。*Id.* 

とよりも、問題のある個別の投資先企業に対して他の機関投資家と協働的に関与することをより好むことが窺える。

2002 年、上述の実務を規律するために、4種の機関投資家協会(Association of British Insurers, National Association of Pension Funds, Association of Investment Companies, Investment Management Association)からなる Institution Shareholder Committee (ISC) $^{167}$ )がガイドラインを策定した。このガイドラインは、機関投資家が投資先企業のパフォーマンスを監督したり、必要のある時に介入や対話を行ったり、これらの行動の効果を評価して顧客に対して定期的に報告したりすることを促すものであった $^{168}$ 。当時のガイドラインは、単に機関投資家が投資先企業において自らの「責任」を果たすことを要求するものであるにとどまり、このような「責任」が、中長期的利益の実現という視野に立つのか、それとも、短期的利益の実現という視野に立つのかまでは言及していなかった。

2008 年から 2009 年の前半までの間、機関投資家は、銀行の経営者が短期的利益を過度に追求して経済に悪影響を与える状況を前にしながら、これを阻止するための措置を自ら何も採らなかったので、金融危機の加担者であるとみなされた。英国財務省金融長官であった Myners は、2009 年 5 月の講演で、機関投資家だけではなく、ISC をも非難した(例えば、2008 年の世界金融危機の当初、ISC のウェブサイトには世界金融危機に関する記事が何も掲載されていなかったことなど)169)。 Myners の非難を受けて、2009 年 7 月に ISC は、2002 年策定のガイドラインを改訂し、これを「ISC コード」と命名した。改訂版 ISC コードの序説に

<sup>167)</sup> ISC は、その後 Institution Investor Committee (IIC) に改称したが、2014 年に解散したようであった。

<sup>168)</sup> Institutional Shareholder Committee, Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents-Statement of Principles (2002), available at: https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/isc\_statement\_of\_principles.pdf (last visited on October 24, 2020).

<sup>169)</sup> See speech by Paul Myners (Financial Services Secretary) at IMA Annual Dinner (May 19, 2009), available at: https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20090805015534/http://www.hm-treasury.gov.uk/speech\_fsst\_190509.htm (last visited on October 25, 2020).

おいて、このコードは、投資先企業においてエンゲージメントとモニタリングを行おうとする機関投資家にガイドラインを提供するものであり、コードの最終の目標は、株主の長期的なリターンを実現するために、機関投資家の活動を発展させ、不正な経営戦略により「壊滅的な結果」がもたらされるリスクを減少させることであると述べられている<sup>170)</sup>。

その後、Walker Review は ISC コードを踏まえて、上述の機関投資家の活動 を行う責任が「スチュワードシップ責任」であると明らかにした上で、ISC コー ドの諸原則を模範とする公的機関によるコードが制定されるべきであると提言し た。Walker Review が、公益に繋がる事項をも機関投資家の活動において取り 上げるよう求めていることからすると、機関投資家の私益のために行われる関与 活動が、公共の利益の観点から見直されたということもできるとの指摘があ る<sup>171)</sup>。2010年7月に、財務報告評議会 (FRC) は Walker Review の提唱に応 えて、スチュワードシップ・コードを公布した。スチュワードシップ・コードに ついては2年ごとに改正を行うことが構想されているが、現時点までの改正のう ち、2012年改正版と2020年改正版が重要である。2012年改正版は、2010年の 初版に対して多数の修正を加えたものであるが、コードの目的や趣旨が初版と一 致していることを考慮すると、2010年版と2012年版をあわせて第1版と捉える のが適当である。2018 年 12 月、Kingman Review は、第 1 版スチュワードシッ プ・コードが「実務において効果がない」と指摘して172)、スチュワードシッ プ・コードを廃止すべきであると提言したが、FRC は、提言の通りにスチュワ ードシップ・コードを廃止せずに全面的な改正を行った。2020年版は2020年1 月に発効したものであるが、以下、それを第2版と表記する。

<sup>170)</sup> Brain R. Cheffins, *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, 73 Mod. L. Rev. 985, 1011 (2010).

<sup>171)</sup> 江口高顕「エンゲージメントの時代における機関投資家の役割 — スチュワードシップとコンプライ・オア・エクスプレインを巡って」 宍戸善一 - 後藤元編『コーポレートガバナンス改革の提言 — 企業価値向上・経済活性化への道筋』 52 頁(商事法務、2016)。

<sup>172)</sup> FRC, Independent Review of the Financial Reporting Council (2018), Summary, paragraph 12 and 13, available at: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\_data/file/767387/frc-independent-review-final-report.pdf (last visited on October 25, 2020).

第1版のスチュワードシップ・コードの目的は上で述べたように、「投資先企 業の長期的利益の実現であり」、これにより、インベストメント・チェーンの最 終端にある資金拠出者の利益も向上させることができる173)。そして、以上の目 的を実現する方法としてのスチュワードシップの意義に関して、「投資家にとっ て、スチュワードシップは、単に議決権の行使だけを意味するものではない。そ の活動の中には、企業戦略、業績、リスク、資本構造およびコーポレート・ガバ ナンス (企業文化や報酬を含む) に関するモニタリングやエンゲージメントが含 まれるといえる | としている174)。また、コードに署名して適用対象となる機関 投資家は「コンプライ・オア・エクスプレイン」という柔軟なアプローチによっ て、自らの実情に合わせて、コードのうち、どの原則およびガイダンスを適用す るか適用しないかを自主的に決定できるようになる。ある原則またはガイダンス を不適用とすることを選択する際に、不適用の理由について「有意義な説明」を することが要求される $^{175}$ 。コードには、(1) スチュワードシップ方針の開示、 (2) 利益相反の管理についての方針の開示、(3) 投資先企業に対するモニタリン グ、(4) スチュワードシップ活動を強化する方法やタイミングに関するガイドラ イン、(5)集団的エンゲージメント、(6)議決権行使結果の開示方針の明確化、 および(7) 委託者に対する定期的報告にかかる7 原則が含まれる176)。

なぜ Kingman Review が「スチュワードシップ・コードは実務において効果がない」と指摘したのかというと、それは、2010年にコードが公表されて以来、機関投資家と投資先企業との間のエンゲージメントの水準が上昇したかどうかが定かではないからである<sup>177)</sup>。その考えられる原因として、以下の点が挙げられ

<sup>173)</sup> FRC, The UK Stewardship Code (2012), paragraph 1, available at: https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-(September-2012).pdf (last visited on October 25, 2020).

<sup>174)</sup> *Id.* paragraph 4.

<sup>175)</sup> Id. 'comply or explain', paragraph 3, at 4.

<sup>176)</sup> その7原則に対する具体的な解説は、拙稿・前掲注4)354頁-357頁参照。

<sup>177)</sup> Paul L. Davies, *The UK Stewardship Code 2010–2020: From Saving the Company to Saving the Planet?*, p. 9 (European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 506/2020, 2020). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3553493 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn. 3553493.

る。まず、第1版コードの原則(1)が求めている開示文書(ステートメント報告書)は、エンゲージメントやモニタリング等のスチュワードシップ活動をどのように行っていくかという方針に関するものである。確かに、FRC はこれらのステートメント報告書に対して、ティアリング(Tiering)という階層評価を行うことで、スチュワードシップ活動の実効性の促進を狙っているようであるが178)、それにも関わらず、FRC は「スチュワードシップ活動がこれからどのように展開していくのか」という点あるいは「スチュワードシップ活動の方針」だけに注目し、逆に、この方針によってなされたスチュワードシップ活動の結果を十分重視してこなかったことが指摘されている179)。そのため、2020年の第2版コードは、エンゲージメントに関する諸原則(原則9~原則11)において、「アウトカム」というガイダンスを新設している。例えば、原則9の「アウトカム」であれば、コードに署名した各機関投資家が展開しているスチュワードシップ活動によって生み出される結果、または、過去12ヶ月の間に行われたスチュワードシップ活動を総括する結果を開示すべきであるとされる。

さらに、より重要な原因が機関投資家側において存在する。すなわち、機関投資家のうち、とりわけ市場のインデックスを基準に、ポートフォリオに組み込まれる銘柄を能動的に選別しないタイプに属するインデックス・ファンドは、コストの圧縮を運用手法の特色としているところ、彼らにおいてスチュワードシップ活動を実効的に行うインセンティブが強くないことが実証研究によって既に証明されている<sup>180)</sup>。注意しなければならないのは、インデックス・ファンドは、どのようなものであれスチュワードシップ活動を行うインセンティブをまったく有

<sup>178)</sup> 三和裕美子 = 村澤龍一「英国におけるスチュワートシップ・コードの推進」証券アナリストジャーナル 56 巻 3 号 (2018) 30 頁。

<sup>179)</sup> Davies, *supra* note 177, at 9.

<sup>180)</sup> 当該研究は、まず、エージェンシー理論上の分析を通じて、パッシブ運用家が、スチュワードシップ活動を実効的に展開することができないこと、および、投資先企業の経営者に過度に従う傾向があるという結論を導く。上述の結論を検証するため、当該研究はさらに「Big Three」に対する実証研究を行い、彼らがとったスチュワードシップ活動を検証する。実証研究の結果は上述の結論と一致するようである。See generally Lucian A. Bebchuk and Scott Hirst, Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy, 119 COLUM. L. REV. 2029 (2019).

しないとまでは言えないという点である。1990年代初期とは異なり、英国の機関投資家が議決権行使を徐々に多く行ってきたこと<sup>181)</sup>、および、提案(アクティビスト・ファンド側からのものか会社側からのものかを問わず)に対する議決権行使のコストが、投資先企業のビジネス・ストラテジーを積極的に変革させるようなエンゲージメント活動のときより低いことに照らせば、このような機関投資家は、エンゲージメントなどのようなプロアクティブなスチュワードシップ活動ではなく、むしろ、議決権行使などのようなリアクティブなスチュワードシップ活動を行う動機を有する。そのため、第1版コードが失敗したのは、リアクティブなスチュワードシップ活動を行う能力および動機しか持たないインデックス・インデックスに対して、プロアクティブなスチュワードシップ活動の展開を強要したことによるものであると指摘されている<sup>182)</sup>。なお、このようなパッシブ手法をベースに運用される資産は、2017年までに英国の全資産管理運用対象資産の 50% を占める<sup>183)</sup>。

2020年の第2版コードは、第1版コードが抱える構造的な問題が上述のように指摘されているにもかかわらず、第1版コードで述べられている「目的」をあえて大幅に拡張した。すでに見たように、第1版コードに照らせば、機関投資家がスチュワードシップ活動を行うのは投資先企業の中長期的利益ひいては最終受益者の利益のためである。しかし、第2版は、機関投資家のスチュワードシップ活動を「経済、環境及び社会にとって持続可能な便益に繋がるような、顧客や受益者の長期的な価値を創造するため」のものであると定義している<sup>184)</sup>。つまり、投資先企業の中長期的価値および顧客の利益の向上のためのスチュワードシップ

<sup>181) 1990</sup> 年、機関投資家の議決権行使率は 20% にとどまったが、1999 年になると 50% に上昇した。Paul Myners, Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, at 91, note 24, available at: https://uksif.org/wp-content/uploads/2012/12/MYNERS-P-2001.-Institutional-Investment-in-the-United-Kingdom-A-Review.pdf (last visited on October 25, 2020);

<sup>182)</sup> Davies, *supra* note 177, at 14.

<sup>183)</sup> Investment Association, Asset Management in the UK 2017–2018, at 50, available at: https://www.theia.org/sites/default/files/2019-09/IMS%20full%20report%202019.pdf (last visited on October 25, 2020).

<sup>184)</sup> The UK Stewardship Code 2020, *supra* note 98, principal 1 (p. 8).

活動は、同時に経済、環境および社会にとっての持続可能なベネフィットに繋がっていなければならないとされている。原則7では、「署名機関は、責任を全うするために環境、社会、ガバナンスおよび気候変動も含めて、スチュワードシップと投資を体系的に統合する」という内容が加わり、とりわけ気候変動に対する強調が行われている。原則4では、「署名機関は、十分に機能する金融システムを促進するために市場全体およびシステミックなリスクを特定し、対応する」という内容が設けられている。すなわち、第2版コードに照らせば、機関投資家は、ESGへの取組みが必要になるほか、投資戦略を策定する際には金融市場のシステミックなリスクおよび気候変動をも考慮に入れるべきことになる。

なぜ第2版コードがスチュワードシップ責任の目的を ESG さらには気候変動とシステミックなリスクにまで拡張したのかを考えるに、ESG 事項に取り組む会社の経済上のパフォーマンスが、これに取り組まない会社と比べて優れているという認識<sup>185)</sup>があるからであるように思われる。しかし、第1版コードの求める企業の中長期利益に繋がるスチュワードシップ活動を行う動機がそもそも弱い機関投資家が、ESG にも及んでいるスチュワードシップ活動を行う動機を果たして有するのかが新たな問題点となる。これに対して、Davies は、機関投資家がスチュワードシップ活動を行うインセンティブを、経済の面のインセンティブと名声の面のインセンティブに分けて、次のように説明する。すなわち、経済上のインセンティブはインデックス・ファンドにおいては弱いが(ポートフォリオにおける銘柄を能動的に選別する投資家、いわゆるアクティブ運用投資家のほうがインデックス・ファンドより動機が強い)、名声の面でのインセンティブは弱くないということである。ここでの名声の面でのインセンティブは、世論の良い評判を獲得しようとするものではなく、むしろ、特定の主体から良い評判を得る

<sup>185)</sup> See e.g. speech by Mark Carney (Governor of Bank of England), TCFD: Strengthening the Foundations of Sustainable Finance, available at: https://www.bankofengland.co.uk/speech/2019/mark-carney-speech-at-climate-related-financial-disclosure-summit (last visited on October 25, 2020). 実は、実証研究で示されるのは、ESG 事項に関する開示を多く行う会社の株式変動率は、そうしない会社より低いということである。ESG 事項の開示と会社のパフォーマンスとの相関関係はまだ明らかではない。Davies, supra note 177, at 24.

動機を指す。これらの特定の主体は、機関投資家が良好な名声を保持する時に機関投資家の利益を向上させて、保持しない時には一定の「制裁」を機関投資家に加えることができるような影響力を持つものである<sup>186)</sup>。政府は、資産運用業の規制枠組みを定めることができるから、機関投資家に対して上述した影響力を持つものであると言える。例えば、第2版コードが発効する前に、英国の政府機関である FCA と FRC が連合してディスカッション・ペーパーを発表しているが、そこでは、実効的なスチュワードシップ活動を支えるような規制の枠組みを構築するために「さらなる措置をとる必要性を考慮している」と述べている<sup>187)</sup>。そして、パリ協定に署名して 2050 年まで一定の炭素排出減量目標を達成しなければならない英国政府としては、気候変動に対して特別の注意を払わなければならないことからすると、前述の理由から、政府の行動に従う動機が強いと考えられる機関投資家にとって、第2版コードは第1版より実効性のある成果を収めるのではないかと Davies は推測する<sup>188)</sup>。

#### (2) 小括

連邦法のレベルでのハードローを通じて、一種の「one-fits-all」型のコーポレートガバナンスの仕組みを上場会社に構築させるようとする米国とは異なり、英国では、相対的に温和なソフトローを通じて株主エンパワーメントを展開していく傾向が見られる。よく知られているものとして、スチュワードシップ・コードが全ての投資業者ではなく、署名したもののみに適用されるものであること、また、たとえ署名したとしても、ある原則やガイダンスを不適用とすることも選択できるという、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法がとられることが挙げられる。そして、コードに設けられている諸原則やガイダンスは、「プリンシプル・ベース」というアプローチによって制定されるものであり、このように、諸原則とガイダンスは、細目的な規則ではなく、むしろ解釈の幅の大

<sup>186)</sup> Davies, *supra* note 177, at 27.

<sup>187)</sup> FCA, Building a Regulatory Framework for Effective Stewardship (Feedback to DP 19/1, 2019), at 1.9., available at: https://www.fca.org.uk/publication/feedback/fs19-7.pdf. (last visited on October 25, 2020)

<sup>188)</sup> Davies, *supra* note 177, at 31.

きい抽象的規範である。このような温和な手法が採用されるのは、機関投資家の 投資ビジネスモデルが様々であり、そのベスト・プラクティスが存在しているわ けではないことに基づくものである。上記の手法によれば、情報の透明性が確保 されるとともに、一般原則からの離脱という選択肢を認めることで、機関投資家 のニーズに適応した柔軟な適用が可能となる<sup>189)</sup>。

しかし、このような手法にも無視できない欠陥がある。とりわけ、機関投資家の行為を規律するスチュワードシップ・コードにおいてこの欠陥がより顕著である。英国版コーポレートガバナンス・コードも前述した「プリンシプル・ベース」と「コンプライ・オア・エクスプレイン」のアプローチを採用しているが、最終的には、コーポレートガバナンス・コードが会社の行動(corporate behavior)を規律するのであり、同コードが適用される会社としては、求められるコーポレートガバナンスの仕組みを採用するか否かという選択肢しかないから、その裁量の範囲は広いとは決して言えない。スチュワードシップ・コードは、様々な機関投資家の投資先企業における投資行為を規律するものであるが、機関投資家にとって、どの投資行為をするか、当該投資行為をどのタイミングでするか、どのような方式でするかなどのような幅広い選択肢がある。そのような状況でさらに上述の柔軟な手法を採用すると、機関投資家にとってスチュワードシップ活動に関する基準が明快ではないことと相まって(スチュワードシップ・コードの文言は極めて抽象的である)、スチュワードシップ・コードの実効性が上がらないということは理解に難くない。

米国において、付属定款変更や取締役選任に関する株主提案権制度を強化することについて期待を寄せているのは、少なくとも投資先企業のガバナンス事項につき積極的に関与できるアクティビスト株主ではないかと考えられる。英国のスチュワードシップ・コードは、英国上場会社の株式を保有する資産運用者(アセット・マネジャー)と資産保有者(アセット・オーナー)を適用対象としており、ヘッジファンド・アクティビストが対象の枠内に含まれるのかについて明らかにしていないが、コードの制定の経緯、コードの前身(ISC コード)およびエンゲ

<sup>189)</sup> 拙稿・前掲注4) 360 頁。

ージメントをめぐる一連の原則<sup>190)</sup>に照らせば、主流機関投資家(すなわち、アクティビスト・ヘッジファンドを除くもの)が主たる適用対象であると推測される。

さらに重要な差異として、株主エンパワーメントにつき英国の政策は、「ライ ン型の資本主義 | の色をある程度帯びているという点が挙げられる。「会社を救 う」ことから「地球を救う」ことにまで目的を拡張する英国版スチュワードシッ プ・コードが、良好な成果を収めることができるのかという問題については答え がまだ見えていないが、少なくとも、このような第2版コードが求めている内容 からは、英国企業法政策制定者の野望が垣間見えると言ってよい。すなわち、企 業・社会・環境の中長期的な持続可能な利益の実現に繋がるシステムの構築を図 るという野望である。この野望を実現するために、株主至上主義の下での英国は、 2006年会社法において172条の新設を通じて、会社の中長期的な利益を実現す る義務を取締役に要求する一方、スチュワードシップ・コードを通じて、企業の 中長期的利益の実現につき株主(機関投資家)側にも期待を寄せる。確かに、金 融危機の発生後、経営者がリスクテイキングを過度に行った時に機関投資家など の株主が「不在地主」のように本来なされるべき責務を回避してしまったという 認識に基づいて、上述のシステムを構築するには、投資先企業の中長期的利益の 実現につき機関投資家の「責任感」を喚起する必要があるとされた。しかし、 (資産運用者か資産保有者かを問わず)機関投資家の第一義的な義務は、受益 者・顧客の利益を実現するということである。確かに、スチュワードシップ・コ ードは、受益者等の利益を犠牲にしてまで社会・環境などの公益につながる事項 に取り組むことを要求するものではない。問題となるのは、もし受益者が短期的 利益に偏重したり、社会・環境などの事項への取り組みに反対したりすれば、結 局、求められる中長期的、ある場合には社会や環境の利益にもつながるスチュワ ードシップ活動が、機関投資家の核心的な義務と衝突することになってしまう、

<sup>190)</sup> 協働的なエンゲージメントに関する原則が制定されたのは、1980年代に相互に緊密的 に繋がっていた英国機関投資家の間で団体が形成されて協働的に投資先企業へのエンゲー ジメントが行われていたという歴史背景があるのである。Cheffins, *supra* note 170, at 1019-1020.

ということである。株主の利益を第一義であると捉える株主至上主義の支配の下で、社会全体の利益や中長期的利益の追求という発想を加味することはまさに驚異的であると思われるが、株主エンパワーメントという方式でこの目的を追求することは、最終的に破綻するのではないかと筆者は恐れている。

# IV 株主エンパワーメントを展開する方法において見られる問題点

株主エンパワーメントを展開するために採用される方法につき、英米の間に次のような相違点があると考えられる。すなわち、米国は、連邦のレベルでの強行法を通じて、もともと州法によって制限されていた株主権(提案権と議決権)を強化するのに対して、英国は、ソフトローを通じて、株主権(議決権)行使以外の関与方式(エンゲージメントやモニタリング)をも要求する。

いずれの方法においても、無視できない問題点が存在する。主流機関投資家の従来の慣行<sup>191)</sup>を基礎に採用される英国風の方法について言えば、主流機関投資家のうち、重要な地位を占める投資会社(investment fund)において消極性があることがよく指摘される<sup>192)</sup>。ヘッジファンド・アクティビストのような、主流機関投資家より積極的に関与活動を行うものを担い手とする米国風の方法について言えば、ヘッジファンド・アクティビストは投資先企業の長期的利益を犠牲にして、短期リターンを追求することで、米国の経済全体に対して危機をもたらすものではないかという批判がある<sup>193)</sup>。以下、それぞれの方法において存在する問題点を見ていくこととする。

<sup>191)</sup> 前掲注 190) および ■ 2(1)を参照。

<sup>192)</sup> See e.g. Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen and Scott Hirst, The Agency Problems of Institutional Investment, 31 J. ECON. PERSPE. 89 (2017); Bebchuk and Hirst, supra note 180

<sup>193)</sup> See e.g. Martin Lipton, Do Activist Hedge Funds Really Create Long-Term Value?, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (July 22, 2014), available at: https://corpgov.law.harvard.edu/2014/07/22/do-activist-hedge-funds-really-create-long-term-value/ (last visited in October 25, 2020).

# 1. 投資会社に存在する消極性

投資会社<sup>194</sup>)は、個人投資者の資産運用のほか、他の資産保有者(年金基金、保険会社等)の投資業務をも受託し、「インベストメント・マネジャーまたは資産運用者」とも呼ばれる。投資手法の違いによって、ポートフォリオへの組込銘柄を能動的に選別するアクティブ運用投資家と、市場のインデックスに準拠し銘柄の選別を行わないパッシブ運用投資家、いわゆるインデックス・ファンドに分けられる。そのうち、インデックス・ファンドの市場は、主にBlackRock、Vanguard、State Streetという「Big Three」によって占められている<sup>195)</sup>。近年、緩やかになってきた税制の下で、アクティブ運用投資家は、コストの節約をメリットとするインデックス・ファンドに転換するものが見られるようになったと指摘されている<sup>196)</sup>。

なぜ投資会社が消極性を有するのかといえば、それは、インベストメント・チェーンに構造上の原因があることによる。すなわち、インベストメント・チェーンにおいて、投資行動決定の主体と投資損益の帰属主体との間にエージェンシー問題があるということである<sup>197)</sup>。一般に、年金基金などの資産保有者は、最終受益者から資金を集めて、その資金の運用をアセット・マネジャーに委託する。投資先企業において、資産運用者は資産保有者に代わって株主としての地位を有し、スチュワードシップ活動を展開するかどうかを決定する。さらに、資産保有者と最終受益者との間にも利害不一致がある場合がいくつか想定される。これが投資会社ひいては主流機関投資家全体の消極性の本質的な原因であると考えられる。

<sup>194)</sup> 投資会社には、オープン・エンド型(いわばミューチュアル・ファンド)、クローズド・エンド型、ETF(Exchange Traded Fund)および他の会社という4種類がある。 Bebchuk, Cohen and Hirst, *supra* note 192, at 94.

<sup>195) 2016</sup>年まで、「Big Three」の運用資産の割合は、ETF型のすべてのファンドが管理する資産の71%に達する。See Jan Fichtner, Eelke M. Heemskerk and Javier Garcia-Bernardo, Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk, 19 BUS. & POL. 298, 304 (2017).

<sup>196)</sup> See generally Kenneth R. French, Presidential Address: The Cost of Active Investing, 63 J. Fin. 1537 (2008).

<sup>197)</sup> 加藤貴仁「スチュワードシップ・コードの理論の考察」ジュリスト 1515 号 (2018) 18 頁。

上述の考え方に対して、Bebchuk、Cohen および Hirst は次のような経済的な 分析を行っている。資産運用者としての投資会社は、スチュワードシップ活動の 実施によって得られる利益増加分(△V)がスチュワードシップ活動に投じた費 用(C)を超える場合のみ( $C < \triangle V$ )、スチュワードシップ活動を展開すること となるはずである。投資会社が年金基金・保険会社等の資産保有者の財産を受託 して運用する場合、投資が成功する時に得られる報酬は運用資産において一定の 割合 $(\alpha)$  を占める。そのため、投資会社は、 $\mathbb{C} < \alpha \times \triangle \mathbb{V} < \triangle \mathbb{V}$  の場合のみに、 スチュワードシップ活動を展開することになる。例えば、運用資産が10億ドル であり、あるスチュワードシップ活動によって得られる利益分が運用資産の0.1 %(100万ドル)であると仮定する。この場合、スチュワードシップ活動に投じ る費用が100万ドル未満であれば、スチュワードシップ活動は投資会社に利益を もたらす。実証研究によれば、米国のインデックス・ファンドのαの平均値は 0.12% であるため198)、スチュワードシップ活動に投じる費用が 1200 ドル未満で ある場合に限り、投資会社はスチュワードシップ活動を行うインセンティブを有 することになる。アクティブ運用投資家の $\alpha$ の平均値は0.79%であり199)、その ため、上述の場合には、アクティブ運用投資家にとって、スチュワードシップ活 動に投じることができる費用は 7900 ドル以下である200)。

上記の検証を通じて、アクティブ運用投資家かパッシブ運用投資家かを問わず、スチュワードシップ活動に投じる費用が極めて限られるという論理的な結論が導かれる。実際に、「Big Three」が1万社以上の投資先企業におけるスチュワードシップ活動に関する業務をわずか数十人の従業員に委ねているという事実に照らせば<sup>201)</sup>、投資会社、とりわけインデックス・ファンドにおける人的資源の拠出には限度がある。

これに対して、たとえ経済上のインセンティブが制約されているとしても、あ

<sup>198)</sup> Patricia Oey and Christina West, Average Fund Costs Continued to Decline in 2015 But Investors Are Not Necessarily Paying Less, MORNINGSTAR (Apr. 26, 2016), https://www.morningstar.com/articles/750651/average-fund-costs-continue-to-decline-in-2015 (last visited on October 25, 2020).

<sup>199)</sup> Id.

<sup>200)</sup> Bebchuk, Cohen and Hirst, *supra* note 192, at 96-97.

る投資会社が利益につながるスチュワードシップ活動を行うと、他の投資会社との競争において、個人投資家と資産保有者の関心を引くことができるという見解がある。しかし、Bebchuk らによれば、例えば、あるインデックス・ファンドが、利益につながるスチュワードシップ活動に費用を投入してこれを行うならば、そのポートフォリオに組み入れられた銘柄の投資企業の価値が増加し、それに伴って株価平均指数という市場インデックス自体も上昇することとなり、当該インデックス・ファンドの運用実績(すなわち、株価平均指数などのインデックスとの差)ははっきり現れないことになる。それに加えて、スチュワードシップ活動に費用を投じなかった他の投資会社も、当該インデックス・ファンドの費用負担で展開されたスチュワードシップ活動から増加した利益にただ乗りすることになってしまう202)。

とりわけ近年、技術の発展に伴い、投資会社を含む主流機関投資家は、昔のような一定期間に株式を保有するという戦略から、1 秒間につき 4000 回程度の高頻度取引に転換してきたことが観察され、会社の所有者が不確定であるという現象が進んでいることから、上述した消極性がさらに大きくなると指摘されている<sup>203)</sup>。主流機関投資家に存在する消極性が上述の通り内在的なものであることに鑑みれば、強制力を持たず機関投資家の自主選択に委ねるソフトローとしての英国版スチュワードシップ・コードが、その想定通りに中長期的利益の実現につながるコーポレートガバナンス体制の構築に役に立つものであるのかを考えたとき、筆者は否定的な態度をとらざるをえない。

<sup>201) 2016</sup> 年、Vanguard は、投資先企業 13000 社のスチュワードシップ活動に関する業務を 15人の従業員に委ねて、BlackRockの場合は 14000 社につき 24人であり、State Street の場合は 9000 社につき 10 人未満である。Sarah Krouse, David Benoit and Tom McGinty, Meet the New Corporate Power Brokers: Passive Investors, WALL STREET JOURNAL (Oct. 24, 2016 10: 41 am ET), https://www.wsj.com/articles/the-new-corporate-power-brokers-passive-investors-1477320101 (last visited on October 25, 2020). 2018年の Bebchuk たちの実証研究によると、スチュワードシップ活動に関する従業員数は、33人 (BlackRock)、21人 (Vanguard)、11人 (State Street) となっている。Bebchuk and Hirst, supra note 180, at 32, Table 2.

<sup>202)</sup> Bebchuk, Cohen and Hirst, supra note 192, at 97-98.

<sup>203)</sup> Alan Dignam, The Future of Shareholder Democracy in The Shadow of The Financial Crisis, 36 SEATTLE U.L. REV. 639, 683-684 (2013).

# 2. ヘッジファンド・アクティビストに存在する短期主義

スチュワードシップ活動に対して主流機関投資家が消極的であるのは、運用資 産に一定の比率を乗じた報酬(固定報酬)しか得られないことが主要な原因であ る。それと異なり、ヘッジファンドに対しては、運用報酬料率(運用資産の2 %)を基礎として、固定報酬ではなく、投資収益の20%程度が成功報酬として 払われることから、ヘッジファンドは自分の報酬を増やすために、市場インデッ クスと比較した相対的なリターンではなく、むしろ絶対的な高いリターンを狙う という戦略を取るようになる204)。この要因から、主流機関投資家と比べて、へ ッジファンドは投資先企業における関与活動をより積極的に行うようになってい る205)。また、ミューチュアル・ファンドなどのような、1万社程度の投資先企 業において分散投資を行うものとは異なり、ヘッジファンド・アクティビストは 10以下の会社に集中的に投資を行う。このように、ある投資先企業において利 益につながるスチュワードシップ活動を行うことで、同企業のパフォーマンスは 顕著に増加し、これにより、他のヘッジファンド・アクティビストとの競争に勝 つこととなる<sup>206)</sup>。以上の理由から、米国において株主エンパワーメントの改革 を推進する勢力の重鎮である Bebchuk の観点によれば、スチュワードシップ責 任の履践および株主エンパワーメントによって強化される株主権の行使に関して、 ヘッジファンド・アクティビストは主流機関投資家より実効性のあるものとされ る<sup>207</sup>。

ただし、前述のように、株主エンパワーメントという改革策が打ち出されたのは、金融危機の際に現れた過度のリスクテイキングを抑制してこのような非効率的な結果を再び引き起こさないようにするためである。この当時、とりわけ商業銀行業務と金融投資業務を併せて行う欧州のユニバーサル・バンクにおいて、金

<sup>204)</sup> Frank Partnoy, *US Hedge Fund Activism*, in Research Handbook ON Share-Holder Power 103-104 (Elgar, 2018).

<sup>205)</sup> しかし、ヘッジファンドの中でも、アクティビズムに熱心なアクティビスト・ファンドは少数にとどまる。Kahan and Rock, *supra* note 18, 1043 (2007).

<sup>206)</sup> Bebchuk, Cohen and Hirst, supra note 192, at 105.

<sup>207)</sup> Bebchuk, Cohen and Hirst, *supra* note 192, at 104-106. Also *see generally* Bebchuk and Hirst, *supra* note 180.

融投資部門に所属する上級従業員は、相当程度の自由裁量を持つとともに、短期的業績を基準とするキャッシュ・ボーナス報酬支給体系によって、リスクの高い投資を成功させた場合にはボーナスを獲得する一方、失敗した場合には従業員個人の損失負担を免れていた208)。このような報酬体系は、短期的利益およびリスクテイキングへの過度の重視を助長することになる。上述した銀行投資部門の従業員の報酬体系と同じような性質を有する「2%+20%」という業績評価体系を用いるヘッジファンドは、株主至上主義が根付いている英米投資先企業において、強化された株主権を行使することで、自らの短期主義への志向という悪い影響を投資先企業の経営者に与えて、結局、投資先企業の経営者もまた短期志向の経営をするようになる。言い換えれば、ヘッジファンドにポスト金融危機時代の「救世主」の役割を担わせてしまうと、結局、金融危機で示された失敗を繰り返すことになってしまうのではないかと考えられる。

それにもかかわらず、2015年、Bebchuk、Brau および Jiang の実証研究は、1994年から 2007年まで、ヘッジファンドが経営に関与したとされる 2000社を対象にして、介入後 5年間の企業業績や株価を検証し、トービンの Q と ROA を指標とする企業業績が改善し、長期収益の悪化の傾向が観察されなかったという結論を導いている<sup>209)</sup>。つまり、Bebchuk らは、短期的な利益に偏重するヘッジファンド・アクティビストが投資先企業の中長期的な利益を損なうという批判的な事実認識が仮説にすぎず、実証研究の検証を通じて、このような仮説は正しくないと主張する。それに対して同年、Coffee および Palia は、前記の仮説に対する Bebchuk らの指摘を承認しつつも、長期的に下がるという見解は確かに正しくないとしても、実証研究の詳細を見ると、ヘッジファンド・アクティビストが関与している対象会社の収益力などが増加するという結論まで導くことはできないと指摘する<sup>210)</sup>。それに加えて、投資先企業に関与したヘッジファンド・アクティビストは、株主への利益還元を要求することで、成果が生じるまで長期間

<sup>208)</sup> Dignam, *supra* note 203, at 645–648.

<sup>209)</sup> See generally Lucian A. Bebchuk, Alon Brau and Wei Jiang, The Long-term Effects of Hedge Fund Activism, 115 COLUM. L. REV. 1085 (2015).

<sup>210)</sup> John C. Coffee Jr. and Darius Palia, THE WOLF AT THE DOOR: THE IMPACT OF HEDGE FUND ACTIVISM ON CORPORATE GOVERNANCE 561-564 (Now Pub, 2016).

を要する投資先企業の R&D 投資を減少させているようであるという<sup>211)</sup>。

このように、米国での議論において、ヘッジファンド・アクティビストに対す る評価はかなり対立している。弁護士である Lipton も、当時デラウェア州の裁 判官であった Strine や Jacobs も、さらには会社法学の権威である Bainbridge や Coffee らも、ヘッジファンド・アクティビストなどのようなそもそも短期保有 しか前提にしていない投資家に、長期的に対象会社に影響を与えることを可能に する株主エンパワーメントの改革を委ねることは、きわめて不適当ではないかと いう疑問を強く提示している212)。他方、ヘッジファンド・アクティビストに対 して肯定的な態度をとる学者としては、Bebchuk のほか、ヘッジファンド・ア クティビストは投資先企業および他の株主にとって有害なものではないという前 述の Bebchuk の見解を前提に、消極的な主流機関投資家と積極的なヘッジファ ンド・アクティビストとの働きかけによって、企業のパフォーマンスを向上させ ることができると主張する Gilson と Gordon がいる。すなわち、主流機関投資家 は「如才無いが無口」なものであり、彼らは一般に会社経営への積極的な介入行 為をせず、むしろ議決権行使などを诵じて意見を表明するにとどまっている。し かし、主流機関投資家は、ヘッジファンド・アクティビストの行動(株主提案) が企業価値の向上に資すると判断する場合には賛成し、そうでない場合には反対 するという姿勢でヘッジファンド・アクティビストに向き合うことにより、投資 先企業のコーポレートガバナンスの改善に対する相乗効果を果たすことができる との見解が示されている<sup>213)</sup>。

そのほかに問題となるのは、主流機関投資家のうち、とりわけミューチュアル・ファンドをはじめとする投資会社が、経営陣との不一致を避けようとする傾

<sup>211)</sup> Coffee Jr. and Palia, id. at 573.

<sup>212)</sup> See e.g. Jack B. Jacobs, "Patient Capital": Can Delaware Corporate Law Help Revive It?, 68 WASH. & LEE L. REV. 1645, 1657-1663 (2011); Leo Strine, Towards a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America, 119 HARV. L. REV. 1759 (2006); Martin Lipton and William Savitt, The Many Myths of Lucian Bebchuk, 93 VA. L. REV. 733 (2007).

<sup>213)</sup> Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights, 113 COLUM. L. REV. 863, 867 (2013).

向がある、ということである<sup>214)</sup>。投資会社は、投資先企業の資金運用や短期投資などの業務を受託するほか、これらの大規模投資先企業の出資で設立される年金基金の投資業務をも行う。2016年の実証研究によれば、投資先企業と業務上の関係があるミューチュアル・ファンドは、株主側議案と会社側の議案に対して議決権を行使する際に、会社側に傾くことが観察されている<sup>215)</sup>。

# V おわりに

株主エンパワーメントは、金融危機後、世界主要資本主義国において行われてきたコーポレートガバナンス改革に関する政策である。その言葉の通り、この政策は、従来、長い期間を経て会社に対する支配権が分散した株主を、投資先企業のガバナンスに改めて参与させるためのものである。我々は、英米から始まり、その後、日本を含む他の主要資本主義国にも及んできたこの政策を正確に把握するため、なぜこのような単純なアイデアにすぎないものが最終的に会社法政策として打ち出されるに至ったのかを明らかにする必要がある。

1950年代から、税制上の優遇と社会福祉政策の推進により、英米の機関投資家の持株比率がますます上昇してきたことに伴い、株主行動主義が英米両国で現れてきた。興味深いのは、株主行動主義の現れ方が両国において異なった、ということである。米国の機関投資家が、個々の投資先企業とのエンゲージメント(非公式的な要請を行い、要請に応じなかった場合に提案権を行使すること)のみを通じて株主行動主義を進展させたのに対して、英国では、相互に緊密につながった機関投資家たちが集団を形成して、集団の力でコーポレートガバナンスにかかわる規制および実務上の取組みを主導した<sup>216</sup>。このような相違があったに

<sup>214)</sup> Bebchuk, Cohen and Hirst, supra note 192, at 101-104.

<sup>215)</sup> Dragana Cvijanovic, Amil Dasgupta and Konstantinos E. Zachariadis, *Ties that Bind: How Business Connections Affect Mutual Fund Activism*, 71 J. FIN. 2933 (2016).

<sup>216)</sup> 例えば、Takeover Code の前身であった「英国における事業統合に関する覚書」を策定した主体のうち、機関投資家団体が含まれる(Ⅱ 1 参照)。また、1970 年代中期、機関投資家が連合して、経営者に対して圧力をかけて自らの権利を守った事例が見出される(Ⅲ 2(1)および前掲注 163)参照)。

もかかわらず、少なくとも、両国では、分散していた株式がますます機関投資家に集中していったことから、株主、とりわけ機関投資家は、投資先企業への関与を行う意欲および能力を備えるようになった。しかし、1960年代から1990年代まで展開してきた機関投資家の投資先企業への関与活動は、結局、私益のためのものにすぎなかった。すなわち、この時期の株主関与活動には、コーポレートガバナンスに関する改革上の意義を見出すことはできなかった。

金融危機までの間、機関投資家による投資先企業への関与活動に対して政策上 の期待は寄せられていなかった。なぜなら、Jensen と Meckling がエージェンシ ー問題を提起した1976年以降当該問題に対して採用されてきたところの、「経営 者支配」の下での伝統的な解決策(新自由主義の観点に基づく市場の力による規 律、および独立取締役を中心とするモニタリング・モデル)は、金融危機のとき に初めて、そこに内在する限界が露呈したからである。米国の場合、2008年の オバマ政権の発足後、民主党は金融危機の発生が米国企業のコーポレートガバナ ンスの崩壊に起因すると指摘し、株主のコーポレートガバナンスへの関与が大幅 に制限されているという構造上の問題を解決しない限り、このような崩壊あるい は非効率的な結果の再度の発生を防止できないと認識していた。英国の場合、金 融危機の際の経営者の過度なリスクテイキングに対して、株主(機関投資家)が 「不在地主」のように何らの措置もとらなかったことが批判され、投資先企業の 経営者だけではなく、株主側の渦度なリスクテイキングの要求を払拭する必要が あると認識された。このように、非効率的な結果の発生の防止につき伝統的な解 決策には限界があったことを政策当局が理解したため、株主エンパワーメントと いう考え方が最終的に会社法政策として推進されることになった。

1970年代から今日に至るまで、新自由主義の下にある英米では、様々な利害関係者を有する会社において残余リスクの負担者としての株主の利益を優先的に実現させることで、最も効率的な結果を達成できるという考え方、すなわち「株主至上主義」が定着している。従来、株主至上主義が要求する「株主利益最大化」という目的(end)を実現するための「手段(means)」は、経営者に対して十分な自由裁量を与えたり株主を外部者として扱ったりすべきであることを理念とする「経営者支配」であり217)、業績連動報酬や独立取締役を中心とするモニ

タリング・モデルなどの解決策は、「経営者支配」という手段を維持するために採用されたものである。しかし、上述のように、株主至上主義が求める目的を実現することをめぐり、これらの解決策ひいては「経営者支配」という手段自体が有効であるのかという疑問が生じたため、株主エンパワーメントが最新の会社法政策として実施されることになった。この点から見れば、株主エンパワーメントという政策は、株主至上主義から発生したものであると言える。したがって、例えば、英国の場合に2020年版スチュワードシップ・コードが、スチュワードシップ活動は経済、社会および環境にとっての持続可能なベネフィットに繋がっていなければならないと求めているけれども、ステークホルダー利益や社会全体の利益の保護という目的は、副次的なものに過ぎないのではないかと思われる。

株主エンパワーメントという会社法政策のルーツは、英米において概ね共通す るにもかかわらず、同政策を展開する方法は両国でかなり異なる。(1) 米国の場 合、主に強行法(SOX 法やドッド・フランク法のような連邦法規制の新設)の レベルで株主エンパワーメントが行われるのに対して、英国の場合、主にソフト ローを通じて、株主エンパワーメントが展開される。(2) 英国の場合、スチュワ ードシップ・コードは、投資会社、年金基金などのような主流機関投資家の従来 のエンゲージメントの慣行に基づき制定されるものであることから、期待が寄せ られるのはこれらの主流機関投資家であると考えられるが、米国の場合、主流機 関投資家の消極性はよく認識されており、逆に、ヘッジファンド・アクティビス トの功罪をめぐって激しく論争が行われている。(3) とりわけ英国の場合、2006 年英国会社法のうち「洗練された株主価値」、および、2020年版スチュワードシ ップ・コードのうちスチュワードシップ活動の新しい目的に照らせば、株主とい う私的主体の利益を最優先にすることで、最も効率的な結果を実現するという新 自由主義の下で主流となっている考え方に対する信念は、若干動揺しているよう にも窺われる。なぜこのような差異が生じたのかという問題を論理的に解明する ことは筆者の手に余るが、少なくとも、上述の(1)で述べた差異について言え ば、米国の州法において経営者の自由裁量が徹底的に保障されているのに対して、

<sup>217)</sup> **II 4** および前掲注 94) 参照。

英国の場合、会社法が株主にコーポレートガバナンスへの参与に関する権利を相対的に多く付与しているから、強行法規による株主権を強化する余地がほとんど残されないということが原因であると考えられる。

英米両国の展開方法にはそれぞれの問題点がある。米国の場合、主に連邦レベ ルでの強行法において株主エンパワーメントの改革が行われ、その結果、コーポ レートガバナンスの仕組みを決めるのは州会社法であるという従来のパラダイム が破壊され、むしろ一種「one-fits-all | 型のコーポレートガバナンスの仕組みが 大規模上場会社に押し付けられることになってしまうと指摘される。そして、へ ッジファンド・アクティビストに期待を寄せることにも問題点があり、既に述べ たように、ヘッジファンドが介入した企業の長期的なパフォーマンスが悪化しな いにしても、同企業の収益力などが増加するという結論までは導くことができな い。すなわち、ヘッジファンド・アクティビストと企業パフォーマンスとの関連 性がまだ明らかではないため、ヘッジファンド・アクティビストが株主エンパワ ーメントという政策、ひいては、米国コーポレートガバナンス体系に存在する問 題を解決するための決め手であるとは、現時点では断言することができない。他 方、英国の場合、主流機関投資家、とりわけ投資会社の投資手法および報酬体系 に起因する内在的な消極性は払拭されていないほか、失敗したと評価されている 2012年スチュワードシップ・コードの目的を、ESG および気候変化にまで及ぶ 目的に拡張するものである 2020 年スチュワードシップ・コードが、良好な結果 を収めるかどうかは明らかではない。

近年、日本も株主エンパワーメントに関する改革を行っており、例えば、2014年に、スチュワードシップ・コードを制定することで、株主(機関投資家)の投資先企業への有益な関与を強化させようとした。それに加えて、2000年代半ば一時的に活発化し、日本企業の敵対的買収防衛策の導入によって沈静化しているヘッジファンド・アクティビストに対して、以前のように単純に敵視する考え方から、これによってもたらされうるベネフィットをも検討し、それを全体的に評価しなければならないという考え方に議論の雰囲気が変わりつつある。上記からわかるように、日本は、主に英国風の方法で株主エンパワーメントを展開してきたが、ヘッジファンド・アクティビストを担い手とする米国風の方法に対する検

陳楠・株主エンパワーメント (shareholder empowerment) の発生、展開、…… (539)

討も行うに至っている。そのため、株主エンパワーメントという会社法政策の起源、英米両国における異なる展開方法および各々の問題を整理・分析することが、 日本においてどのように株主エンパワーメントを行っていくべきかという問題に 対して有益な示唆を与えるものであると考えられる。