

エクイティと受託者責任の歴史的本質(第5回)ビジネスジャッジメントと株主権

Watabe, Ryo / 渡部, 亮

(出版者 / Publisher)

野村アセットマネジメント研究開発センター

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

ファンドマネジメント / ファンドマネジメント

(開始ページ / Start Page)

14

(終了ページ / End Page)

23

(発行年 / Year)

2005-09-25

「エクイティと受託者責任の歴史的本質」 (第五回) ビジネスジャッジメントと株主権

法政大学教授 渡部 亮

これまで四回にわたって、エクイティと受託者責任の歴史的本質を探り、コーポレートガバナンス問題を学際的に検討してきた。そこで論じた主要な点は、以下のようなものであった。

(1) 株式会社は、英国固有の信託法理を事業経営組織に応用したものであって、所有権と支配権を分離する点で、きわめて巧妙な装置であった。しかし反面、所有権者(株主)と支配権者(経営者)の双方の権利を認知した結果、株式会社は二面的な性格を持つようになり、両者間の利害衝突が起きるようになった。

(2) 市場とは、契約関係によって成り立つ分権的な経済制度である。一方株式会社は、市場経済の中で活動しているとはみなされるが、内部的には信頼関係を基盤とする中央集権的な経済組織である。株主と経営者の間の関係も厳密な契約関係ではないから、両者間に信頼が存在しないとうまく機能しない。

(3) 経営者(受託者)が、株主(委託者)の信頼に応えたかどうかを法的にチェックする基準が、受託者責任ないし信託義務という考え方である(注1)。しかし現実には、信頼はしばしば裏切られ、株主は損失を抱える。特に近年、会計不祥事の多発によって、会社経営をどのように統治するかが大きな問題になっている。

(4) 一般的にプリンシパル(本人)とそのエージェント(代理人)との間で起きる利益相反問題

を、プリンシパル・エージェント問題と呼ぶ。経済学では、株主をプリンシパル、経営者をエージェントとして位置付ける。そしてプリンシパルとエージェント間の契約関係から生じる問題を市場経済という枠組みの中でいかに効率的に解決するかを、主たる分析テーマとする。

(5) 経営者が株主のために忠実かつ注意深く行動するためには、どのような動機付けをすれば最も効率的か、動機付けるためのコスト(エージェンシー・コスト)をいかに軽減し、株主利益を高めるにはどうしたらよいか、こういった問題設定を、経済学ではエージェンシー理論と呼ぶ。

(6) 株主は、残余価値(剰余利益や残余財産)の請求権者だから、エージェンシー・コストを節約することによって、最大のメリットを受ける立場にある。そうした意味で株主は、コーポレートガバナンスの経済学において、中心的な役割を果たすわけである。そして株式市場を支配権の売買市場と位置付けたとき、究極のエージェンシー・コスト節約方法は、株主が直接経営に乗り出すことになる。

(7) 法律論の立場から株主と経営者との関係をみると、会社は株主とは別個の法人格を持つ。経営者は、経営判断に関して自由裁量の余地を持つから、株主利益を重視するとは言うものの、単純なエージェント(代理人)ではない。会社は第三者と契約を取り交わすが、そうした契約に関わる

判断は経営者自身が下すからである。かりに株主と経営者の関係を、単純なプリンシパル・エージェント関係として捉えれば、エージェントに過ぎない経営者は、株主のコンサルタントのような存在になってしまい、会社経営に関するリーダーシップの要素は介在しないことになる。

(8) 法律的観点からすると、株主利益が重視されるとはいうものの、日々の会社経営においては、専門家としての経営者の裁量的判断（ビジネスジャッジメント）が優先され、よほどの怠慢や詐欺行為を犯さないかぎり、経営判断の誤りを理由として経営者が訴追を受けることはない。

1. ビジネスジャッジメント・ルール

そこで今回は、ビジネスジャッジメントに関する問題を取り上げ、どのような場合に株主の権利が格別に重視されるのかを考えてみたい。この問題は、敵対的買収に対する防衛策の妥当性や取締役の選任問題にも関わってくる。

経営者は、株主利益を長期的に向上させるために、従業員、顧客、取引先、地域住民など広範な会社関係者との利害を調整することや、一部の投機的株主の短期利益を制御することを含めて、強力なリーダーシップを発揮し適切な判断を行うことを期待されている。

しかし、リーダーシップを発揮する経営者には、会社を支配したいという自然な欲求が備わっている可能性がある。また、そもそも経営者は、野心のかたまりであるかもしれない。経営者に支配欲望があるということは、会社の所有者である株主からみると、株主の意思を無視して経営が行われるのではないかという不安がつきまとう。

この問題は、定款や契約によって簡単に解決することが困難である。契約によってすべての経営

者行動を規制するのであれば、そもそも経営者は不要になってしまうからである。経営者の役割は、どちらとも言えないような不確実な状況下において、五分五分の難しい判断を下すことにある。

デラウェア州を始めとする主要な州の裁判所は、結果的に正しいとされる判断は事前には知り得ないであろうという立場を採り、経営判断への司法介入に関しては消極的な態度に終始する。経営の結果責任を求める株主の訴えに対しては、事後的に後知恵（second-guess）を働かせて「経営者はあの時こうすべきであった」というような形で、経営者を糾弾したりすることはしないのである。これが、ビジネスジャッジメント・ルール（経営判断の原則）と呼ばれるものである。

経営者は、判断目的が妥当なものであり、なおかつ判断プロセスが適正であれば、経営判断の適否に関して、結果責任を問われることはない。ここで言う判断目的の妥当性や判断プロセスの適合性とは、忠実義務や善意の管理者としての注意義務を全うするという意味である。著しい怠慢や自己取引といった不正行為があった場合を別とすれば、通常の状態では、受託者責任違反の容疑で経営者を訴追することはしないのである。

会社法を適用する裁判所は、経営判断や経営者行動が、十分な注意と専門家としての善良なる意図をもって行われたか、なおかつ会社や株主の利益を優先して忠実に行われたかどうかといった事前基準を重視するのであり、経営判断の結果に関して受託者責任を事後的に問うことはしないわけである。

2. シカゴカブズのビジネスジャッジメント

ビジネスジャッジメント・ルールに関する有名な判例として、プロ野球のナイター照明をめぐる

て1960年代中頃に争われた訴訟がある。米ナショナルリーグに所属するプロ野球球団シカゴカブズ、およびその本拠地リグレーフィールド球場は、チューインガムの老舗リグレー社の傘下にあるグループ企業であった。同社長のフィリップ・リグレーが、球団経営も行ってた。リグレーフィールドは、レンガ作りの外野フェンスに植物を這わせた美しい球場だが、87年まではナイター用の照明設備がなく、本拠地でのカブズの試合は昼間の試合だけであった。そこで60年代中頃、シュレンスキーという株主が、ナイターができないために球団の収入が減り、株主利益が損なわれているとして、リグレー会長以下の経営者を訴えたのである。米国では1935年からナイターが始まり、60年代中に存在したメジャーリーグ20球団のうち、カブズを除く19球団の本拠地にはナイター照明がすでに設置されていた。また66年には、メジャーリーグ全試合数1620のうち932試合がナイターであった。

カブズの試合の入場者数は伸びず、しかも夜間のゴールデンアワーのテレビ放映からの収入もなかった。1961年から65年まで同球団の営業収支は赤字であった。この当時はまだ、ウィークエンドの試合は、どの球団もデイゲームが原則であり、ナイターはウィークデイにかぎって行われていた。他球団の入場者数と比較した場合、カブズの入場者数はウィークデイには見劣りしたが、ウィークエンドには他球団と同等の入場者数があった。

原告の訴えによれば、ナイター施設を設けないという方針は「球場の美観を損ないたくない」とか「野球は昼間のスポーツだ」とかいったリグレー会長の個人的な主張によるものであり、ほかの取締役も同会長に反対せず唯々諾々として従って

いた。これは注意義務違反であるとして訴え、損害賠償と照明設備の設置を要求したのであった。イリノイ州控訴審は、68年にこの訴えを却下したのだが、当時の裁判記録に基づいて判決理由を要約すると、それは以下のようであった。

(1) 適法に選任された経営者は、定款や法律の定め違反しないかぎり、その裁量の範囲内で会社の事業をコントロールすることが許される。

(2) 球場の美観維持や風致問題は、経営判断の中に入る問題であり、その判断が正しいかどうかを決定することは、裁判所の管轄権と能力を超えている。

(3) 被告(球団経営者)には、詐欺行為や利益相反行為に該当するような行いはなかった。

3. レブロン・ルール

要するに、このケースでは、株主の短期的利益よりも、環境に配慮する経営者の長期的視点が重視されたのであった。

しかし同じ経営判断でも、M&A や敵対的買収における経営判断では、経営者の株主に対する受託者責任が厳しく問われることがある。例えば、2005年に長距離電話会社のMCI(ネットバブル崩壊後に破綻したワールドコムの子会社)を買収ターゲットとして、通信大手のヴェライゾンと中堅電話会社のクエストが争ったケースが、一つの興味深い事例である。

買収株価は、クエストの提示価格(27.5ドル)がヴェライゾンの提示価格(23.1ドル)を相当に上回っていた。つまりMCIの株主としては、クエストによる買収のほうがはるかに有利だったのである。しかしMCIの取締役会は、ヴェライゾンのほうが経営的に安定しているとして、クエストの提示を退け、ヴェライゾンの買収提案を選択した。

これに対しては疑義が差し挟まれた。というのも、このケースには、1985年にデラウェア州の裁判所が下した判決が先例として存在するからである。その先例というのは、パントリープライド（フロリダ州のチェーンストア）の経営者ロナルド・パールマンが、レブロン（化粧品を中核事業とするコングロマリット）に敵対的買収を仕掛けたケースである。それに対して、レブロン取締役会はポイズンピル（毒薬条項）を発動するとともに、パントリープライドよりも低価格での買収案を提示したフォーツマンリトル（ホワイトナイト役を演じた買収ファンド）への売却を選択した。

そこでパントリープライド側は、デラウェア州衡平法裁判所に差止め請求を行い、それに応じた同裁判所は、レブロン取締役会の決定を受託者責任違反として差し止めたのである。レブロン側は、デラウェア州最高裁に控訴したが、最高裁も衡平法裁判所の判決を支持し控訴を棄却した。裁判記録によると、判決の主旨は概ね以下のようなものであった。この判例は、後にレブロン・ルールと呼ばれる基準となった。

(1) 敵対的買収への対応においてもビジネスジャッジメント・ルールが適用され得るが、それは株主に対する受託者責任が充足されたうえのことである。

(2) レブロン取締役会は、株主利益を無視し、経営者自らの保身のためにパントリープライドからの敵対的買収を回避しようとした。(レブロン防衛策は、ビジネスジャッジメント・ルール的前提としての受託者責任を充足していない)。

(3) ポイズンピルのような敵対的買収防衛策は、それ自体として違法ではないが、発動目的やその妥当性が重要であって、もしも経営者の保身目的で発動され、その結果、株主利益が損なわれるの

であれば、それは違法である。

(4) ビジネスジャッジメント・ルールは、経営判断によって経営者が個人的に被るおそれのある賠償責任を免れるためのルールであって、経営者の判断行為自体を防御するためのルールではない。

(5) 買収提案を受けた会社の取締役会は、いわば競売人のような立場に立つことになり、高い価格を提示した買収者（この場合パントリープライド）のオファーを選択するように義務付けられる。

4. ユノカル・ルール

デラウェア州のようにどちらかという企業寄りの会社法制を実施する州で、こうした判決が下されたことは、後になって大きな意味を持つものであった。

もともと、同じ敵対的買収の場合でも、被買収側会社（ターゲット）の長期的な発展を重視する経営判断が支持されるケースもある。例えば、乗っ取り屋（raider＝レイダー）が敵対的買収を仕掛けた場合、ターゲットの株主は、短期的には株価上昇によって利益を受けるかもしれないが、反面長期的にみると従業員の士気が低下し、会社経営が困難に陥る可能性が考えられる。この場合、被買収側の経営者は、会社の長期的利益に鑑みて敵対的買収を阻止しようとするかもしれない。

そうした阻止策（買収に対する防衛策）を、裁判所が容認したケースもかつてあった。有名なのは、石油会社ユノカルをメサペトリアム（レイダーとして著名なTブーン・ピケンズが率いる会社）が買収しようとしたケースでの判例である。レブロン・ルールが示される直前、同じ1985年初めに起きたこのケースでは、ユノカルが採用したポイズンピルを、デラウェア州最高裁が経営判断として正当と認め、ピケンズ側が敗退したのであ

る。このケースは、デラウェア州衡平法裁判所がピケンズ側の主張を認める判決を下したのに対して、最高裁がそれを覆したという点でも注目された。それ以来、ユノカル・ルールと呼ばれる基準となった。

ユノカル・ルールは、ポイズンピルの適否をめぐってしばしば引用されるが、むしろ敵対的買収における経営判断の妥当性基準という意味が大きい。つまり裁判所は、ポイズンピル自体が合法だとか違法だとするのではなく、受託者責任が充足されていたかどうかを基準に、その妥当性を判断する。ユノカル・ルールは、その点でレブロン・ルールと共通している。経営者の側に不正利得や自己保身といった動機がなく、しかも敵対的買収の影響に関して十分な調査や検討が行われていれば、受託者責任が果たされるわけであり、裁判所は経営判断そのものの内容に立ち入ったり、判断の変更を命じたりすることはしないのである。

ユノカル対メサペトレリアムのケースでは、敵対的買収に対する防衛策が容認されるために、次の二つの要件（ユノカル基準）が満たされなければならないとされた（注2）。

第一に、ターゲットとなった会社の経営者は、敵対的買収が企業政策に対して現実の脅威となっているかどうかを十分に精査し、脅威の根拠を具体的に示さなくてはならないことである。「十分な精査」と言う場合、外部のコンサルタントや投資銀行のアドバイスを受け、社外取締役を中心とする取締役会が十分に議論を尽くすことが、状況証拠となるであろう。これは判断プロセスの妥当性基準と言える。

第二に、敵対的買収の内容が不当なものであることが論証されることである。買収価格が被買収企業の本質的価値を十分に反映しておらず、した

がって株主を満足させる水準にない場合には、不当な買収とみなされる可能性がある。ユノカルのケースでは、メサペトレリアムの買収提案がグリーンマイルを目的としていたこと、既存株主に対して買収に応じるように強制的な算段が講じられていたこと、買収提案価格がユノカルの本質的価値を大幅に下回っていたこと、こうした点を最高裁が考慮した結果、メサペトレリアムによる敵対的買収が不当であるとされた。

上記二つの要件が満たされたということで、ユノカル側の防衛策が、受託者責任を充足する経営判断として容認されたわけである。要するに、敵対的買収に関する経営判断は、ほかの一般的な経営判断と変わらないのだが、敵対的買収の場合には、経営者の更迭など会社の支配権の変更が絡んでいるため、経営者による利益相反（保身）行為が起きやすい。それだけに、買収提案の内容について十分な検討が必要であり、独立の社外取締役が過半を占める取締役会の判断は、妥当性を裏付けるうえで有効なのである。

5. 経営者に任せる必然性

なぜビジネスジャッジメント・ルールが存在するのであろうか。それは、株主が経営に関してはアマチュアであり、プロフェッショナルである経営者に依存する立場にあるからである。所有と支配の分離は、株式会社制度の発想の原点であって、株主が直接経営に乗り出すというのは一般的な選択ではない。

そもそも情報には非対称性という問題があって、株主には会社内部の詳しい事業状況はわからない。情報の非対称性に加えて、株主の立場を弱くしているもう一つの理由は、一人では権利を行使できない反面、株主同士が一致団結した集団行動を採

ることも難しいという事情がある。株主はお互いに匿名の状態にあつて、よほどの大株主でもないかぎり、誰が株主であるかお互いにわからないのが普通である。特に米国のように株式保有が小口の株主に分散している場合には、集団行動を起こすことは非常に難しい。

大半の株主は、配当や株価上昇を期待するだけで、一致団結して経営者に対する影響力を行使しようという意図を持っていない。かりに影響力を行使しようとしても、株主数は膨大であるから、その総意を結集することは容易ではない。さらに一部株主の積極的行動によって、総意を結集できたとしても、その結果得られる利益（経営改善の成果）は多数の株主に分散してしまい、積極的行動に伴って発生するコスト（後述する議決権争奪戦にかかるコスト）を賄えない。

こうした理由から、大半の一般株主は経営を専門の経営者に任せる一方、積極的に行動する株主が居ればそれに便乗して、経営改善の成果にあずかろうとする。もしその経営者がゼネラルエレクトリック（GE）のジャック・ウェルチのような経営者であれば、一応は安心できるであろう。

ウェルチは1981年から2001年まで20年間における会長兼最高経営責任者としての在任期間中に、GEの税引後利益を16.5億ドルから141.3億ドルまで8.6倍、年率にして11.5%の安定的なピッチで増加させた。一株当たり利益は81年の13セントから2001年の1ドル31セントまで10倍、年率にして12.2%で増加した。その間、株価収益率（PER）も、81年の8.7から2001年の35.5まで4倍の水準に上昇した。つまりGEの利益成長に対する評価が4倍になったわけだが、これは年率にして7.3%のペースで評価が上昇したことを意味する。したがって、利益の増加と、将来の成長性に関する評

価の向上（PERの上昇）が合算されて、時価総額は81年の126億ドルから2001年の4618億ドルまで37倍、年率にして19.7%のペースで増えた。19.7%というのは、一株当たり利益の年平均成長率（12.2%）とPERの年平均上昇率（7.3%）の合計にほぼ等しい。株主としては大きな投資成果をあげることができたわけだが、しかしそれでも、ウェルチの退任後には巨額報酬やら役得が表面化し、多少なりとも偶像破壊が起きた。

6. 株主権とプロキシ規則

経営者の独断専行と株主軽視という問題は、2000年のネットバブル崩壊や、ガバナンス・スキャンダルの多発によって、あらためて注目を集めた。経営者が株主の信頼を裏切る行為を犯すのには、なにか制度上の欠陥があるのではないかと考えられるようになった。株主は経営者を常時厳しく監視するだけでは十分でなく、法規制や罰則規定を強化する必要があると考えられるようになったのである。

その一つの結末が、2002年に制定された企業改革法（サーベインズ・オクスレー法）である。同法には、内部監査体制の強化、粉飾会計を行った経営者に対する罰則強化、会計監査法人の中立性確立、ブローカレッジ部門に所属する証券アナリストが引受業務部門から受ける圧力の排除などが盛り込まれた。議会主導による法改正によって、問題解決を図ろうとしたわけだが、政経分離の考え方が強い米国では、こうした解決策への批判も強い。また、法規制遵守のためのコンプライアンス・コスト（特に内部監査体制の強化にかかるコスト）が異常に高まるといった問題も指摘されている。

もう一つの結末は、プロキシに関するSEC規

則の改正案であった。これは、株主による取締役選任権を拡充しようという試みでもあった。つまりビジネスジャッジメント・ルールによって守られた経営者が、目に余る独断専行に陥った場合、株主利益を代表する取締役を指名するといったオプションが、株主側に存在し得るという考え方に基づくものである。

プロキシ（proxy）というのは procuracy の略語で、一般的には代理人とか代理投票権を意味する言葉である。株主総会に際しては、事前に総会の招集通知書、議案事項要領、議決権行使書などの書類一式が株主に送付されるが、そうした総会関連の書類一式を、米国ではプロキシと呼んでいる。株主は、定款変更、会社財産の売却、合併、解散などの重要議案に関して議決権を持つが、この議決権行使は、プロキシと呼ばれる書類一式（議決権行使書）を使って行われる。

ここであらためて株主の権利と言うときに、その「権利」とは何かといった問題が出て来る。株式は自益権と共益権という二つの権利を表象し、この二つの権利が株式の所有主（つまり株主）の権利を構成するとされている。このうち利益配当請求権など経済的利益を目的とする権利が自益権であり、株主総会における議決権など経営参加を目的とする権利が共益権である。日本の商法では、自益権とは利益配当請求権（商法290条、293条）や残余財産分配請求権（同425条）などであり、また共益権とは株主総会での議案提案権（同232条の二）、総会招集権（同237条）、議決権（同241条の①）などによって構成される。

米国では、80年代後半から機関投資家による議案提案が活発化したが、それは具体的に株主諮問委員会設立の提案、独立した社外取締役の採用を要求する提案、買収阻止手段の停止を要求する提

案（買収時の株主利益侵害を予防する措置の提案）などを指すものであり、取締役の指名提案までには及んでいない。株主は、株主総会での議決権行使を通じて、自らの意見を取締役会における意思決定に間接的に反映させることができるに過ぎず、通常業務に関する意思決定（ビジネスジャッジメント）は、経営者に任されている。

株主が通常業務に関する意思決定を経営者に任せるということは、自然な流れとして、会社の支配権も経営者に委ねてしまうことにつながる。この支配権とは、突き詰めていえば、取締役の任免権を意味すると考えてよい。株主は、株主総会で取締役の選任議案を拒否することができるが一応みなされるが、現実問題として、自らの利益を代表する取締役を擁立できるかという点、相当に難しいのが実態であろう。つまり株主は、選任の議決権（会社側が指名した候補者の選任に関わる議決権）を持つが、指名権までは持っていないと考えられるのである（注3）。

これは州法である会社法が定めるところであり、各州には会社を誘致したいという動機があるから、伝統的には経営者寄りの論理が優先して来た。それに対して連邦レベルでは、経営者の支配権を抑制し、株主を保護しようという動機が働く。1930年代の前半に証券法や証券取引所法が連邦法として制定され、それを管轄する SEC が創設されたのも、そうした事情を背景とするものであった。プロキシに関する上記の SEC 規則改正案も、株主の取締役選任権の拡充を意図したものである。

2000年前後に起きた問題は、すでに1920年代に先例があったわけで、経営判断をあまりに優先することは株主利益を損なう危険があり、なんらかのチェック方法が必要だという認識が、すでに当時から存在していたのである。それが証券諸法

の制定やSECの設立となった。その中でもプロキシに関する条項が、経営者と株主の敵対関係を仲裁する方法として注目された(注4)。

7. 議決権としてのプロキシ

多数の株主が分散して存在する大会社では、株主の総意を結集する方法として、定足数にカウントされる委任状の勧誘が行われる。一般株主の委任状(議決権行使書)をいかに多数動員できるが、株主総会での議決を左右する。特に取締役の選任が議題となるような場合には、経営者側と彼らに反対する株主との間で、一般株主からの委任状提出を勧誘する委任状勧誘合戦(proxy contest)ないし議決権争奪戦(proxy battle)が展開されることがある。

米国では証券取引所法14条 a 項に委任状規定がある。この14条 a 項は、委任状を勧誘しようとする会社経営者などが、SECの定める開示規則に従うことを定めるものである。また別表14Aでは、委任状勧誘資料(proxy statement)という開示書類に、総会の開催場所と日時、勧誘者と勧誘事項、委任状の撤回権、議決権株式とその主要所持人、議題の承認に必要な議決権数を定めるほか、さらに加えて取締役の選任、報酬、証券の授権・発行・変更・交換、合併・買収、営業や資産の譲渡、定款変更などが議題となる場合には、それぞれに関する詳細情報を開示することが定められている。

プロキシ規則をめぐる攻防は、SEC創設直後から盛んであった。まず42年のプロキシ規則改正(14a-8)によって、会社(経営者)が株主から委任状を勧誘しようという場合には、委任状勧誘資料に株主提案を記載できる権利を株主に与えることが定められた。これを株主提案権制度と

呼ぶ(ただし、1000ドルないし1%以上の株式を保有する株主に限られた)。

株主提案権制度は、提案にかかる費用を会社が負担するという点に特徴がある。会社は株主提案を受けて、一般株主が賛否ないし棄権の意図を特定できるような委任状用紙を用意しなければならない。この改正の趣旨は、株主に支配権を与えるというよりも、経営者と株主の間の意思疎通を円滑にし、所有権と支配権のバランスをとることにあつたと考えられる。そうしたこともあつて、取締役の選任、配当の決定、日常業務などに関する提案は、この提案権からは除外されている。また会社側提案と対立する提案も除外される(注5)。

その後米国法曹協会(ALI)が、1982年から1992年にかけて「コーポレートガバナンス・プロジェクト」を実施し、そこでの検討結果を数次にわたって『コーポレートガバナンスの諸原理：分析と勧告』として発表して来た。その中で取締役の選任に関してもふれており、メンバーの半数以上を社外取締役とする指名委員会を設置し、その指名委員会が取締役候補者を指名することを勧告した。実際、米国の上場企業の多くは、この勧告に沿う形で指名委員会を設置するようになった。

しかしこのことは、CEOなどの経営者が取締役の任免に深く関与することを排除するものではない。むしろ実際のところ、CEOの取締役任免権は強大であり、また多くの場合、指名委員会が株主側の意見を付度した候補者選びを行っているわけでもない(注6)。

8. エイボン・レター

その間1988年に、労働省が有名なエイボン・レター(エイボンプロダクツ社への通達)を発した。これは、ERISA法に定められた年金基金の受託者

責任の中に、議決権行使や経営者行動のモニタリングも含まれるという見解を示したものであり、株主提案権という法的権利だけではなく、経営監視という法的義務も存在することを明記するものであった。また最近では、ミューチュアルファンドの SEC 登録規則が改正され、2004年8月末以降順次、ミューチュアルファンドは保有株式に関する議決権の行使記録（過去一年間分）を公開することが義務付けられるようになった。

こうした措置の背景にある考え方は、株式の価値を減少させる可能性のある議決事項に対して議決権を行使しないとすれば、それは機関投資家が負っている受託者責任に反するといった考え方である。ここでいう「議決事項」の中には、経営者報酬、環境問題や雇用問題への取組みなどの事項も含まれるが、やはり最大の焦点は取締役選任に関する議決であろう。

9. プロキシール規則簡素化への SEC の取組み

プロキシール規則は、92年の SEC 通達によって大分簡素化された。すなわち、10人以上の株主相互間の、株主総会前の段階でのコミュニケーションが容易になり、SEC への通告なしに相互交信したり、委任状投票方針を公告したりすることができるようになった。これは従来のプロキシール規則が、株主の議決権を大幅に制限していると判断されたためである。

その結果、例えば機関投資家は、SEC に説明書をファイルすることなしに、第三者に議決権を付託することができるようになった。ここで言う第三者の中には、買収を仕掛けるバイアウトファンドやレイダーなども含まれるから、こうした簡素化措置の結果、機関投資家株主が、敵対的買収などにおいてキャスティングボートを握るようにな

った（注7）。

さらに2003年から2004年にかけて、既述のように、取締役選任に関わるプロキシール規則の改正が SEC によって提案され、株主権強化の方向が模索されたのだが、それでも株主は簡単に取締役を指名できるわけではない。この SEC 改正案は、①35%以上の株主が、会社側が指名した取締役候補者に対して留保した場合、または、②5%以上の株主が、株主側の取締役選任案を委任状勧誘資料に記載するという提案を行い、その提案を過半数の株主が支持した場合、この①ないし②の場合には、それをトリガーとして、5%以上の株式を保有する株主は、翌年の株主総会で独自の取締役候補者を指名する議案を提出できるというものであった。

かくして株主、それも特に機関投資家株主の選任権強化の方向が模索されたのだが、この SEC 案の内容をめぐっては、経営者団体による強力な議会ロビー活動が行われて紛糾し、結局大きな進展は見られずに棚上げされてしまった。現在の会社法（州法）のもとでは、定款自治が全面的に採用されており、会社側の取締役選任案に対して、株主には、賛成するか留保するかしか方法がないような仕組みとなっている。そうした法制度に対して、年金などの機関投資家が定款変更の議案を提出したり、米国法曹協会が作成する模範会社法を改正するように働きかけたりしているが、大きな改革には至っていない。

こうした意味では、経営者側の支配権に対する株主側の挑戦はまだ成就していない。前記のプロキシール規則改正の SEC 案でも、株主の権利は基本的には留保権にとどまり（上記①の場合）、かりに過半数の株主が賛成したとしても（上記②の場合）、即座に株主代表を取締役として指名できるわけではない。

要するに、取締役は単純な代理人 (agent) ではないし、信託契約上の厳密な受託者 (trustee) でもないから、株主の意思によって簡単に罷免できないのである。罷免するとすれば、敵対的買収によるか、社外取締役が介入する形での非公式協議によるしかない (注8)。

ただしそれでもごく最近では、プライベートエクイティ・ファンド、ヘッジ・ファンド、レイダー、積極行動株主などが連合して、不満足な業績しか上げられない経営者を追い出すといったケースが増えている。ウォルト・ディズニーのアイズナー前会長の退陣劇などが、ひとつの例であろう。

10. 市民社会における株主民主主義

取締役の選任問題を別とすれば、プロキシ制度は株主権を積極的に擁護する制度として評価することができるであろう。

プロキシは、株主民主主義を助長する制度であって、次回に述べる市民社会の会社経営に対する意識高揚とも関連してくる。80年代以降のコーポレートガバナンス論議では、強力な経営者とそれに敵対するレイダーという二大役者が表舞台を構成してきた。つまり敵対的買収とそれに対する過剰な防衛策が横行したのだが、そうした中で株主民主主義に対する関心が高まり、その先兵としての機関投資家の役割に期待が集まったのである。いわゆる経営者資本主義から機関投資家資本主義への移行である。

しかし今後はさらに局面が変化し、市民社会資本主義とでも呼ぶべき時代が訪れる可能性があると考えられる。それは、高齢化社会の到来によって、年金受給者 (退職者=一般市民) の声が会社経営に反映される時代への移行を意味するものである。

(注1) 本稿では経営者を「受託者」と位置付け、その経営者の株主に対する責任を「受託者責任 (fiduciary responsibility)」と呼んで来た。しかし本稿執筆中に、樋口範雄著『フィデュシャリー[信託]の時代』(有斐閣、1999年刊)を読み、日本の法学界では「受託者責任」と言うよりも「信託義務 (fiduciary duty)」と言う場合が多いことを教えられた。Fiduciary の訳語としても、「受託者」の代わりに「受託者」という言葉が使われるようである。経営者や弁護士、医者などは、それぞれ株主や依頼人、患者に対する「受託者」とみなされるのである。したがって、経営者に関しては「受託者」と呼び、その責任は「信託義務」と呼ぶのが適当であったかもしれない。

ただし、本稿の第二回目で詳述したように、年金基金の運用管理者やファンドマネジャーなどは、「受託者」と呼ばれることが多い。この場合の「受託者」は、fiduciaryではなく trustee の訳語だと考えられる。もっとも米国のエリサ法では、「受託者」を fiduciary と定義しているのだから、米国でも必ずしも用語上の統一があるわけではない。

(注2) Wasserstein, B., [1998] "Big Deal" (Warner Books 1998)

(注3) Goforth, C., [1994] "Proxy Reform as a Means of Increasing Shareholder Participation in Corporate Governance: Too little but not late" *The American University Law Review*, Winter 1994

(注4) Barnard, J. W., [1990] "Shareholder Access to the Proxy revisited", *Catholic University Law Review*, Fall 1990

(注5) 注3と同じ資料出所

(注6) 注4と同じ資料出所

(注7) 注2と同じ資料出所

(注8) Frankel, T. [1983] "Fiduciary Law", *California Law Review*, May 1983