

米国金融規制改革法など国際金融法制における 新たなリスク・ガバナンス

——規制強化とコンバージェンスならびに忠実義務などを通じた株主間差別化に向けて——

藤 川 信 夫

はじめに

二〇〇八年九月リーマンショックを契機とする金融危機に対処すべく、国際的金融法制の再構築が図られつつある。米国ではドッド・フランク法が制定され、広範な内容、規則の委任等からなり、検討課題を抱えつつも改革が進められる。本稿では、同法を中心に、国際金融法制のガバナンスの課題に焦点を絞りつつ、近時のコンバージェンスならびに株主の忠実義務を通じた株主間差別化など新たな動向にも注目して、今後のガバナンスの帰趨および実践等とい

う大きな視点の下で考察を進めるものである。

第一章 ドッド・フランク法におけるコーポレート・ガバナンス規定

1. ドッド・フランク法におけるガバナンス関連規制の強化

米国オバマ大統領は包括的な金融制度改革を図るため、二〇一〇年七月二一日ドッド・フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) に署名、成立している。⁽¹⁾ Too Big To Fail問題の対応を含むボルカー・ルールの他、店頭デリバティブ、ヘッジファンド、ガバナンス、消費者・投資家保護等の広い内容を含む。

ドッド・フランク法のガバナンス関連条項について、①第九五一条 (一九三四年証券取引所法一四A条の改正) は、主に役員報酬および敵対的買収防衛策である役員退職金に関するゴールデン・パラシュート (Golden Parachute) についての定期的な株主のセイ・オン・ペイ (Say on Pay) の投票権 (a periodic advisory vote) を賦与する。②第九五二条等は、報酬委員会が完全に独立し、委員会が特定の指定された監督責任を与えられること、報酬委員会が独立性の基準と独立したコンサルタントおよびアドバイザーのための要求項目を強化することを要求する。ブローカーが取締役の選任ならびに役員報酬につき自由裁量の投票を行使することを禁じる。③第九五三条では、SEC (U.S. Securities and Exchange Commission 米国証券取引委員会) が企業に役員報酬に関して追加の情報公開を提供することを規定する。④第九五四条は役員報酬に関してサーベンス・オクスレー法 (Sarbanes-Oxley Act S O X法：米国企業改革法) の規則を拡大する。誤って与えられた報酬に対してクローバック (clawback) 政策を行う場合の要求事項を設定する。⑤第

九七一条は、SECに対してプロキシ・アクセス (Proxy access) ルールの採用についての認可権限を与える。株主が会社の株主総会招集通知を候補者を取締役に指名するために使用を許される同ルールを広める権限をSECが有することを確認する。⑥第九七二条は、企業が同一人がCEOと取締役会長の地位の双方を有するか、その理由についての公表を求める。報酬、従業員および取締役間のヘッジング取引 (employee and director hedging transactions)、CEOと取締役会議長の役割の分化 (separation of the CEO and Board chair roles) に関する会社決定の開示を強化する。⑦第九八九G条では、小規模発行者に対して、SOX法第四〇四条 (b) の要求する内部統制に関する監査人証明 (the internal controls auditor attestation requirement of Section 404 (b) of the Sarbanes-Oxley Act) の要求からの免除を賦与する⁽²⁾。

2. 金融機関のインセンティブ報酬、セイ・オン・ペイ、公益通報に関する規制

ドッド・フランク法においては、役員報酬と企業実績の連動性ならびにCEO報酬と他の役職員報酬の比率の開示などの規定につき、SECの規則策定が求められ、SECは議決権行使助言機関の利益相反ならびに不透明性について問題提起し、規制強化の可能性も指摘される。

①金融機関のインセンティブ報酬 今回の金融危機の一因とされる金融機関のインセンティブ報酬規制については、連結資産一〇億ドル以上の金融機関は不適切なリスクに繋がる過度なインセンティブ報酬などが禁じられ、加えて金融機関を重大なリスクに晒し得る職員を特定してインセンティブ報酬を承認・文書化すること、役員⁽³⁾のインセンティブ報酬の五〇%以上を三年以上繰り延べることなどが求められる⁽³⁾。

②セイ・オン・ペイ セイ・オン・ペイは、株主が株主総会において役員報酬に対して拘束力のない決議を行う権利を指し、SECの委任状勧誘規則により株主総会等の委任状等には、少なくとも三年ごとに開示が義務付けられる⁽⁴⁾。

役員報酬の承認のために株主による決議、および少なくとも六年ごとに前記決議の頻度を定める株主による決議が含まなければならない。背景には、デラウェア州会社法などが企業経営者寄りで、株主が企業に対して発言する機会が少ないこと、最多得票制 (plurality voting) では会社提案の取締役選任は事実上確実であり、棄権・反対票が死票となること^⑤が挙げられる。

③公益通報保護—インサイダー取引における通報者保護の拡大— 通報者保護について、米国においては一九八八年インサイダー取引および証券詐欺執行法によりSECがインサイダー取引通報者に報奨金を支払うことが可能となつて^⑥いる。SOX法により、上場企業における通報者保護が図られ、今時金融危機を受けて、保護の拡大を証券法違反に拡大し、公益通報 (whistle blowing) の促進と保護の強化から、ドッド・フランク法第九二二条において、自社の証券法違反に関する独自に知り得た情報をSECに任意で通報した結果、一〇〇万ドル以上の民事制裁金賦課に至つた場合、SECは通報者に民事制裁金の一〇—三〇%を報奨金として支払うことが規定され、また企業側が公益通報者に対して告発を理由とする不利益を与えることを禁じる。SECは二〇一一年一月三日公益通報の促進と保護に関する規則案を採択し、第一に、報償の対象とならない公益通報者として、法律・契約上SECに既に情報提供義務を負う者、弁護士・会計士などの顧客情報により報奨金を得る者、不正情報等により社内に対処する役目の者を定義づける。第二に、公益通報者が自社のコンプライアンス部門やコンプライアンス・プログラムをないがしろにしないための措置も規定する。従前の証券法違反に関わる制度はインサイダー取引関連に限定され、報奨金上限も一〇%であり、活用されていないのが実態である。課題として、第一に、従業員が報奨金目当てにSECに違反事案を直接持ち込み、企業の自主的コンプライアンス活動を阻害しかねないこと、第二に州法曹協会によりSECへの情

報提供が認められる場合は弁護士等も報奨金対象の公益通報者となり得ることについて、批判・懸念が表明される。第三に、同法では公益通報制度の担当部署をSECに設置するが、臨時予算のために組織編成が進んでいない点も指摘され、執行部門の確立が必要とされよう。

3. ドッド・フランク法のボルカー・ルールとコンプライアンス・プログラム

ドッド・フランク法におけるコンプライアンス・プログラム設定の方針・手続きに関して、銀行事業体は、許容の有無に関わらず、ボルカー・ルール活動を行う場合、対象銀行事業体は、最低でも以下のプログラムを設定しなければならない⁽⁷⁾。また追加・予防プログラムも規定される。(イ) 銀行事業体の活動や投資が法律・規則を遵守していることを確保するため、文書化し、記述し、モニターするために合理的に策定された社内の方針・手続文書。(ロ) コンプライアンスを達成できないおそれのある分野をモニターし、特定すると共に、禁じられている活動および投資の発生を防ぐために合理的に設計された内部統制システム。(ハ) コンプライアンスに関する責務と責任所在を明確に描く経営フレームワーク。(ニ) 銀行事業体の適格社員または外部の適格監査人により行われるプログラムの有効性の独立検査。(ホ) 最低五年間保持され、要求があり次第、規制当局に提出される、ボルカー・ルール⁽⁸⁾の法律や実施規則の遵守を実証するに十分な記録の保存・管理など。

4. ドッド・フランク法における報酬規制と我が国への影響―ガバナンスの相違と接点―

ドッド・フランク法における報酬規制と我が国法制度に与える影響についても、今後の考察すべき課題となる⁽⁸⁾。株主総会の権限などを定める会社法に相当する法律は米国では州法管轄、同法が改正した一九三四年証券取引所法は連邦法、かつ金融商品取引法に相当する市場法であるなど、会社法制度の関係で制度設計などの相違がある。我が国上

場合社の大多数を占める監査役設置会社はガバナンス構造も異なり、実務の運用はともかく、法律・制度面でセイ・オン・ペイが問題となる余地は現状では多くないと理解されよう。セイ・オン・ペイは、取締役 (director) 報酬でなく、SEC規則により個別開示義務が課される一定の上級役員 (executive officer) 報酬を対象とし、上級役員は監査役設置会社における業務執行取締役、執行役員 (法律上は使用人) のいずれかという議論もあろう。CEO、CFOなど一定の上級役員の個人別報酬額の開示を前提に、開示内容に対して法的効力のない承認決議をとる仕組みで、個々の役員が最終的に受領した報酬額も含め、事後チェックを行う性質を有するが、他方、会社法では法的効力のある承認決議を必要としつつ、事前に総額の報酬枠を設ける。二〇一〇年連結報酬等の総額が一億円以上の取締役等について個人別報酬額の開示を義務付ける制度が導入されるが、金融商品取引法に基づく有価証券報告書の開示であり、会社法上の取締役の報酬等決議とはリンクしない。もともと、会社の業務執行者の報酬等に対する株主のチェック機能の制度的担保の面で共通点があり、私見であるが、実質的なガバナンス構造の調和と共に、収斂する方向に働く面があるのか。

第二章 ドッド・フランク法とサーベンス・オクスリー法の比較検討

1. 公開会社の内部統制報告に関する監査証明義務の適用除外—SOX法の緩和—

ドッド・フランク法では、内部統制報告書の大手早期提出者 (large accelerated filer) (普通株式時価総額七億ドル以上)、早期提出者 (accelerated filer) (普通株式時価総額七五〇〇万ドル以上七億ドル未満など) の何れでもない公開会社について、財務報告にかかる内部統制の監査証明義務を適用除外し (九八九G条 (a))、SECは改正 (SOX法四〇四条 (c) の追加) に伴う規則改正を行っている (二〇一〇年九月二二日施行)。SECは、時価総額が七五〇〇万ドル—二億

五〇〇〇万ドルの公開会社について、投資者保護を維持し、かつ内部統制監査義務の負担を軽減できる方法を判断するための調査研究を行い、同法成立後九カ月以内（二〇一二年四月まで）に連邦議会に対して報告書を提出しなければならない（九八九G条（b））¹⁰。

2. ドッド・フランク法第九五四条とSOX法第三〇四条の比較―報酬クローバックと海外発行者に対する影響―

ドッド・フランク法第九五四条とSEC採択規則により、①各発行者は証券諸法に基づき報告が義務付けられる財務情報に基づく発行者のインセンティブ報酬に関する方針の開示を策定・実施すること、②発行者が証券諸法に基づく財務報告要件の重大な不履行を原因として、会計書類の修正再表示を作成することが求められた場合、当該発行者は会計書類の修正再表示の作成が求められる日付から三年前までの期間に誤ったデータに基づいてインセンティブ報酬（ストックオプションを含む）を受領した発行者の現職または元の役員（executive officers）から当該役員に対して会計修正再表示に基づき支払われるはずであった額を超える分の回収が義務付けられる¹¹。FDICは二〇一〇年一〇月一四日通達「銀行等におけるゴールデン・パラシュートの申請に関する解釈ガイダンス（Guidance on Golden Parachute Applications）」を発出し、「ゴールデン・パラシュート報酬の支払申請の承認に際し、段階的分割支払または報酬を条件付で減らす条件付回収条項（lawback provision）」を定めることができる。前身条項である第三〇四条要件に比べて、第九五四条要件は厳格である¹²。①不正行為にかかわりなくクローバックを義務付ける。②ルックバック（遡及）期間が一二月ではなく二年間である。③CEOおよびCFOのみでなく現職または元の役員に適用される。④SECでなく発行者により執行される。米国企業の多くが第三〇四条の要件よりも踏み込んだ独自のインセンティブ報酬クローバック方針を採用し、アクティビストである機関投資家などの株主圧力に対応したものである。

第三章 ドッド・フランク法と新たなリスク・ガバナンス体制の構築

1. 取締役会のリスクガバナンス

ドッド・フランク法は、リスクマネジメントに関して、FRB（連邦準備制度理事会）の危機時の対応につき、連邦準備法一三条（三）項改訂を行い、FRBの緊急時特別融資につき明確化・厳格化を図るほか、FDIC（連邦預金保険公社）の流動性問題発生時の保証についても規定する。同法により、銀行持株会社など大規模金融機関に対しリスク委員会設置および二〇〇四年米国トレッドウェイ委員会組織委員会（COSO）が公表した内部統制に関するERM（Enterprise Risk Management 統合的リスク管理）の重視が求められ、CRO（Chief Risk Officer）の役割が重要となる。二〇一〇年一〇月バーゼル銀行監督委員会「コーポレート・ガバナンスを強化するための諸原則」¹³において同様にリスクガバナンスの担い手として取締役会の役割が重視され、金融機関の業務、リスク戦略、財務の健全性、組織とガバナンスのあり方の最終的責任を有し、（イ）金融機関の財務上の長期的利益、リスクエクスポージャーとリスクを効果的に管理する能力を考慮しつつ、全体的な業務戦略の承認・監視を行うこと、（ロ）リスク許容度・リスク選好度を含む総合的リスク戦略、リスク・コンプライアンスの方針、内部管理体制、行動規範や同種の文書を含むガバナンスの枠組み・原則および企業価値基準、報酬制度の承認・監視を行うなどリスクマネジメント全体の枠組み構築と検証・監視の機能を担う。¹⁴一九九八年バーゼル銀行監督委員会「銀行組織における内部管理体制のフレームワーク」も踏まえて、取締役会の責任は重要な方針の承認ならびに定期的見直し、リスク許容度ならびにリスク選好度の設定・承認、組織体制の承認、モニタリングとコントロールの実施の確保となろう。

2. リスク委員会ならびに内部統制

リスクマネジメント委員会は、経営陣を含めリスクの状況について審議して適切な意思決定を図る。経営会議の下
部委員会、取締役会に対して報告する委員会とすることになろう。同委員会の責任として、総合的リスク許容度・選
好度および戦略についての取締役会への助言、経営陣による戦略遂行の監視が挙げられる。所管事項には資本・流動
性管理に関する戦略も含まれるべきとする。リスク委員はリスクマネジメント部門のほか、業務担当取締役・執行役
員などリスクの源泉である業務部門の参画が必要とされる。課題として、業務部門の委員との利益相反関係がある。
内部統制の体制構築においても監査委員会・監査役会との連携、CEO業務執行ラインからの独立性の確保などが議
論となり、内部監査部門の充実の必要性が唱えられるが、別部署の設置、リスク委員会の少数派として制約をかける
など、組織構築の実践に向けて議論となるうか。

3. 統合的リスク管理

金融規制強化に対する金融機関側の対応として、取締役会のリスクガバナンス機能の強化が求められ、CRO、リ
スク委員会などが統合的リスク管理（ERM）の要として重要な役割を担うこととなる。ガバナンスの観点からは、
リスク運営（業務部門）およびリスク管理部署間の通常の相互牽制とは別に、総合的リスクマネジメント部門は個別
のリスクマネジメント所管部署に対して独立性・相互牽制の立場を保ち、金融機関における全リスクを統括してリス
ク管理態勢全体の高度化を企画・推進すること、個別リスクマネジメント部署の監督振り自体を監督してリスクカテ
ゴリー別に評価・改善する。

ドッド・フランク法により、企業側はガバナンスの実践について再検討と洗練が求められ、規制当局は公開企業の

管理と監視の関わりを強める。株式公開会社の統治に関して委員会、経営者、株主と規制当局の役割が変貌し、企業側は、機関投資家および小口株主などのコミュニケーションの改善を求められ、株主が従来以上の権利・責任を持つ。コーポレート・ガバナンスに関して one size fits all approach では種々の株式公開会社が直面する複雑さとニュアンスには対処できないことを認識する必要がある。¹⁵⁾

第四章 米国ガバナンス改革の不透明―プロクシ・アクセス・ルール、経営判断原則―

1. プロクシ・アクセス・ルール

米国におけるガバナンス改革の不透明さが指摘される。役員選任に関する株主提案の容易化に関するプロクシ・アクセス・ルールについて、SECは規則制定し、株主による経営者へのチェック機能が高まることが期待された。二〇一〇年八月二十五日全ての米国公開会社に対して義務的なルールを採用し、ある会社の議決権付株式の三%以上を三年間保有する株主または株主集団は、当該会社の委任状加入資料 (proxy materials) を用いて、取締役総数の四分の一以下、または一名を指名する権利を有する。我が国の株主提案権に比べ、持株数・期間の制限が厳しく、提案取締役数の上限があるが、取締役選任を株主が経営陣と争う場合に、従前の委任状争奪というコストのかかる方法に比べ、株主主導の取締役選任を容易化するものといえよう。¹⁶⁾ しかしながら、経営者団体の警戒感¹⁷⁾は強く、特殊な意図を持った者が取締役になり、企業価値を減少させる経営判断を下す懸念もあると反発し、¹⁸⁾米国商工会議所 (the U.S. Chamber of Commerce) およびビジネス円卓 (the Business Roundtable) は共同で内容および実施時期の再考を求め提訴している。¹⁹⁾ SECは実施時期について再検討を行なうこととしている。

2. 経営判断原則と裁判所の謙抑性

米国では金融危機に関連して、取締役の合理的判断を推定する経営判断原則 (Business Judgment Rule)⁽²⁰⁾ を補強する判例が相次ぎ⁽²¹⁾⁽²²⁾⁽²³⁾、代表的なものに二〇〇九年シテイグループ判決がある (デラウェア衡平裁判所)⁽²⁴⁾。最高リスク責任者 (CRO) が取締役会・監査委員会の下部組織でリスク管理担当の ALM (Asset Liability Management) 委員会へ報告するプロセスの存在を裁判所が認める。システミック・リスクを有する金融機関取締役に対しても事業会社取締役同様の経営判断原則を適用するシテイ基準により、多くの株主訴訟が却下され、変動幅の大きい金融市場において平時の経営判断原則の適用に批判的な見解も出され⁽²⁵⁾、経営者団体と議会・機関投資家間の対立色が強まる。私見であるが、プロセス重視の経営判断原則の延長にあり、意思決定機能を手続き的側面と実体的側面に分け、後者の部分が経営上の戦略的意思決定における不確実性に符合する部分として、内部統制の問題でなく、経営判断原則の適用がある戦略等に関する部分であり、中間的な吟味の基準自体への疑問ではなく、適用を図る前提に対する疑念となるうか。

役員受託者責任と信託義務違反について、Gantler 対 Stevens 事件 (デラウェア州最高裁判所判決) では、オフィサー (officer 役員)⁽²⁷⁾ には受託者のリスクがあり、取締役同様に受託者としての信託義務を有するが、取締役の個人的責任を制限する定款の条項によっては保護されない旨を判示する。取締役は、定款による保護も受け、シテイ基準の経営判断原則適用と共に保護に手厚いが、役員の方は同一ではないことになる⁽²⁸⁾。

また敵対的買収提案に対するエア・ガス社のライツプランにつき、最終かつ最良のオファアの提示であり多数株主の支持を示唆する事実があっても、取締役会のライツプラン維持の決定を求める判決が下され (二〇一一年二月二五日デラウェア州衡平法裁判所)。経営判断原則 (BJR) を支持する立場を明確としたものとされる⁽²⁹⁾。その他、経営判断原

則の適用外とされてきた法令遵守についても裁判所の謙抑性を指摘する面もある。⁽³⁰⁾

3. ドッド・フランク法とERM

ドッド・フランク法第一六五条において、時価総額一〇〇億ドル以上の銀行持株会社に対してリスク管理委員会設置、会社全体のリスク量を管理するERMを求める。CRO (Chief Risk Officer) の役割が重要となる。⁽³¹⁾⁽³²⁾⁽³³⁾ リスク委員会がERMの監視 (the oversight of the enterprise-wide risk management practices of the company) 機能を担う。⁽³⁴⁾ リスク委員会・CRO設置により、今後銀行など米国の大規模金融機関は具体的なリスク対応モデルの構築が求められる。ゴールドマン・サックスは二〇一一年一月顧客との関係性による責任・行動規範の整理、財務報告上の事業セグメント変更、顧客の利益相反の調整等から顧客ビジネス・スタンダード委員会 (CBC) を設置してリスク管理委員会と対峙する位置づけとすることを提案する。⁽³⁵⁾

4. ドッド・フランク法と銀行取締役の融資責任

(一) シティ判決に関して、法令遵守といいつつ、内容はリスク管理、効率性など種々の要素が混在し、再検討することも指摘される。取締役の法令遵守義務と同体制構築義務の関係について、前者は個別の裁判所の判断に馴染みやすいが、後者は企業風土による企業間の相違もあり、裁量の幅が広く、裁判所の審査には馴染みにくい面がある。私見であるが内部統制・リスクマネジメント、ERMの統制環境に関わる部分でもあり、結局はガバナンス機能との一体的運営如何にかかってこよう。リスク委員会について、リスク管理専門家を最低一人を配すること以外、平均的取締役の個人の資質は問われていないなど、形式基準に流れ、実体的な前提を欠いていることも経営判断原則適用の判例との相似として問題視される。⁽³⁶⁾⁽³⁷⁾

(二) 銀行取締役が担う注意義務の内容等について、米国、一般企業、さらに銀行でも業態間の相違と細分化して考察する必要もある⁽³⁸⁾。プロジェクト・ファイナンス(PF)対象企業の融資審査の場合、直ちに異同を生じるものではないともみられるが、担保保全、収益性確保など、最終的決定の合理性を検討する場合、取締役の裁量の幅は一般融資の場合より狭くなり、注意義務違反を問われやすい面がある⁽³⁹⁾。

ドッド・ فرانク法により、ユニバーサルバンク後退、銀行持株会社化進展、業務多様化の縮小に向かう場合、P F等における銀行取締役責任の加重と平仄を合わせれば、より緩和の方向に働くことになろうが、単純な融資形態であれば免責の余地は逆に乏しくなるともいえる。複雑な融資形態だからこそ専門性が必要になり、シティ基準が効果を発揮するともみられる。個別・具体的な融資状況に応じて考えていくことになる⁽⁴⁰⁾。

第五章 ガバナンスのコンバージェンス、専門性と独立性の相克など新たな展開

1. 金融危機と欧州におけるコーポレート・ガバナンスのコンバージェンスなど

(1) 専門性と独立性の相克・ジレンマなど 今後はガバナンスについて、金融危機後の世界的金融規制の強化の中で新たな収斂の動きに繋がることが考えられる。バーゼルⅢ規制は元来グローバル規制であり、国内法であるドッド・フランク法にしても域外適用を通じ各国国内法制の整備を促す要素がある。金融取引は国境を超えて進展し、金融規制の統一的な浸透は当然でもあろう。欧米、アジアなどガバナンスの相違があり、企業風土・社会等の相違を踏まえ真に実効性のある体制構築の模索が望まれる中、EUのコンバージェンスの動きが注目される。独立性確保のみでは十分でなく真の専門性の重視が指摘される。

リーマン・ブラザーズもS O X法第四〇四条の要件は形式的には充足し、非常勤の社外取締役・監査役に補助者やバックアップ体制を整えるにしても、会計・法律専門家は独立性要件さえ備えれば取締役会で十分な意思決定・監視機能を果たし、ガバナンスを担う上で十分か、改めて問われる。多様で膨大な製品群を擁する上場巨大企業の場合は、コンプライアンス違反を問うにせよ、非常勤役員に十分な状況把握ができるとはいい難い面がある。同業界に長年携わった、例えばライバル会社の役員クラスであれば知識・経験が豊富で経営陣に対して厳しい意見を述べる社外役員として専門性の資質があること、我が国の社外監査役機能として違法行為差止請求権（会社法二八五条）行使がガバナンスにおいて重要となると指摘される⁽⁴¹⁾⁽⁴²⁾。他方、以前の勤務先のライバル企業に有利な思惑を働かせないか、当該企業との相反性のみならず、専門性と独立性の相克・ジレンマともいべき新たな利益相反が懸念されよう⁽⁴³⁾⁽⁴⁴⁾。かかる独立性も、法的要件はともかく、社外役員採用の実際上の要件となる⁽⁴⁶⁾か。この場合、経営戦略面でのCEOとの対立という新たな問題も生じよう⁽⁴⁷⁾。

(2) 欧州のコンバージェンス 欧州では規制緩和と選択の自由を進める中、金融のグローバル化を通じてクロスボーダーの機関投資家の行動等によりガバナンスのコンバージェンスが生じ始めている⁽⁴⁸⁾。従来はcomply or explainの市場原則の下でガバナンス改革を進めてきたが、オーナー型企業モデル・支配少数株主による非公開化(Going Private)の動きも指摘される。株主価値最大化至上主義に対する揺り戻しでもあり、経営トップの監視を目論むガバナンスのあり方に対してパラドックスともいえようか。市場の証券価格付けはガバナンスの一翼を担うが、リーマンショック以降、市場価格が当該企業のファンダメンタルズから構造的に乖離し全体の効率性を損なっていることも指摘される⁽⁴⁹⁾。リーマン危機では、流動性枯渇など市場価格に変化を与え、ガバナンスも影響を受けることとなった。市場で適切

な行動を期待するためインサイダー取引規制など一定の規制は必要であるが、従業員価値など適切な複数の目的も意識し、複数の有効な規制手法を導入することでガバナンス改革を進めることが期待される。金融機関のローカル・ガバナンスについて⁵⁰⁾、意思決定・責任は現地の取締役会が担うべきで、システムの複雑性もあるが、取締役会の意思決定において Financial Competence との両立は可能であろう。

第六章 欧州M & A法制の展開ならびに米国の支配株主の忠実義務と司法による公正価格算定

1. 欧州におけるM & A法制の展開からみたガバナンスの帰趨

(1) 買付規制の調和 EU 公開買付規制の調和 (Implementation of EU Takeover Directive-Harmonization of Takeover regulations in Europe)⁵¹⁾ は、①大量保有報告 (Notifications of threshold crossing)⁵²⁾ ②義務的公開買付 (Mandatory takeover bids)⁵³⁾ ③「進むかやめるか」ルール (Declaration of Intent (Put up or shut up rule))⁵⁴⁾ ④買付価格規制 (Takeover price regulation)⁵⁵⁾ ⑤取締役会の中立性 (Neutrality of the board)⁵⁶⁾ ⑥ブレイクスルー規定 (Breakthrough provisions) など各国間の相違も残る中、収斂に向かう部分もある。

(2) 取締役会の中立性 取締役会の中立性につき公開買付指令九条 (Article 9 of the Takeover Directive) では、買付期間中は対象会社の取締役会は買付けからの防衛行為、特に当該対象会社の買付会社による買付けへの妨害行為となる株式発行 (その他の代替付けの検討を除く) を行うため、株主総会による事前承認を得なければならぬ。対象会社経営陣は四つの行為のみを行うことができる。他の代替的買付者の模索 (ホワイトナイト Seek an alternative bid (white knight))、通常の事業の範囲内の行為 (Take actions falling within the normal course of business of the company)、通常の事

業の範囲外であるが実行について買付前に株主総会承認を得ていた行為 (Take actions outside the normal course of business but intended to implement decisions approved by the shareholders before the bid) 買付後に株主総会承認を得た防衛行為 (Take defensive actions approved by the shareholders after the bid)。九条の選択につき、フランスは採用したが相互主義を認め、同様の制限に服さない買付者に対する防衛行為は可能となる。英国は採用し相互主義を認めず、取締役会は中立性を維持しなければならぬ。ドイツは不採用としたが、現在の防衛行為に関する制限 (九条による制限と類似) を維持する。不採用とした加盟国の会社は自発的に採用することはできる。

(3) ブレイクスルー規定 ブレイクスルー規定について、公開買付指令一一条 (Article 11 of the Takeover Directive) では、対象会社が定款または対象会社と証券保有者間契約で定める議決権に関する制限規定は、九条に基づく防衛策決定の株主総会において影響を及ぼさない。当該証券の譲渡に関する制限規定は買付け受入れの期間中は適用されない。

(4) 買収指令とガバナンス 欧州買収指令は一定期間内に加盟国が国内法化する義務がある。取締役会の中立性では、取締役会が買収案につき株主に意見書作成ができ、加盟国はオプトアウトで採用しない自由も有し、相互主義採用国では買収者の妨害も可能となる。ブレイクスルーは株主譲渡・議決権規制を定める株主間契約で買収時に停止されるが、対象会社が敵対的買収に曝されるため、不採用の国が多い³³。指令は株主利益偏重でなく、少数株主が支配株主により利害喪失しないように規定している³⁴。

取締役会の中立性、ブレイクスルーはオプション規定で、平等性ルールについて、買収側は対象企業の全株主を平等に扱うが、加盟国の裁量に委ねられ、抽象的に留まる。例外として、義務的公開買付は厳格な平等性ルールが存在し、支配株主はプレミアムを少数株主と共有しなくてはならず、支配株主の減少という結果となる。欧州買収指令は

ガバナンス構造を調和化するが、米国のようなスタンダードな構造でなく、複雑かつ大きな相違があり、急速な調和は困難な状況にある。義務的公開買付も相違があり、ドイツでは多くの有限責任会社が存在し、適用対象外でありながら、経済再生の中心的役割を担っている。

2. 米国の支配株主の忠実義務と司法による公正価格算定——Southern Peru 事件——

米国での支配株主の責任に関する近時の動向につき、Southern Peru 事件（デラウェア州衡平法裁判所二〇一一年一月一四日⁽⁵⁵⁾）を検討したい。信託義務（fiduciary duty 受託者責任⁽⁵⁷⁾⁽⁵⁸⁾）における忠実義務（fiduciary duty of loyalty⁽⁵⁹⁾）あるいは誠実義務（duty of good faith）違反、公正価格算定が問われる⁽⁶⁰⁾。株主価値至上主義に対する揺り戻しともいえようか。

Southern Peru 事件では、意思決定プロセスが十分にされれば裁判所は関与しないとされるところ、デラウェア州地方裁判所は完全公正基準（the entire fairness standard of review）により積極的に価格分析に及んでおり⁽⁶²⁾、独立性を備えた特別委員会の存在のみでは不十分で、専門家の Goldman Sachs が行った評価⁽⁶³⁾に対し公正価値の約二倍であると判断している。圧倒的支配株主の忠実義務違反⁽⁶⁴⁾⁽⁶⁵⁾を問うもので、株主価値至上主義に対する批判、少数株主の利害を考慮する方向ともいえよう⁽⁶⁸⁾。

第七章 グローバル・コンプライアンス体制と内部統制、英国賄賂防止法の域外適用など

1. グローバル企業における内部統制と英国賄賂防止法の域外適用

(1) グローバル企業における内部統制 今後の内部統制の要点としては、ガバナンスと一体となったグローバルな内部統制、②電子化情報を含めた文書化・記録化が重要な鍵となる⁽⁶⁹⁾。オリンパス・大王製紙事件など、経営トップによ

る不正の関与は内部統制の弱点として指摘され、ガバナンスの利いた内部統制が求められる。

(2)英国賄賂防止法の域外適用とFCPAの比較 域外適用に関して、二〇一一年七月一日英国賄賂防止法 (UK Bribery Act) が施行され、⁽⁷⁰⁾ 法人の罪 (Corporate Offence) として企業が賄賂を防止しないこと自体を犯罪化するなど、米国海外汚職行為防止法 (Foreign Corrupt Practices Act FCPA 一九七七年施行) に比し、広範な規定となっている。英国贈収賄禁止法とFCPAの相違点をみると、(a)民間人への賄賂も禁止される (英国贈収賄禁止法第一条)。第一条に定める犯罪は第七条に基づく企業責任の根拠になり得る。(b)企業に関する管轄が広い。適用範囲には設立地にかかわらず、英国内で事業の一部または全部を営む全ての営利団体が含まれる。(c)目的に関する表現が幅広い。納税義務の軽減など一般的に有利な待遇を確保するためになされた支払も適用範囲に含まれる。FCPAにおいて争われてきたところである。⁽⁷¹⁾ (d)営業活動に関する抗弁 (Affirmative defense) がない。(e)業務円滑化のための支払 (Facilitation payment) の例外もない。贈収賄防止の手続きを整えることが同法上の企業責任に対する抗弁となり、本法対象企業はリスク・アセスメント、コンプライアンス・プログラムを強化すべき必要が高まっている。不祥事防止の内部統制不構築が罪に問われ (第七条)、会計記録条項と共に内部統制・文書化要求の法制化である。域外適用も認めており、⁽⁷²⁾ 疑われるリスクを晴らすために文書化・リスクマネジメントが求められる。

第八章 今後のガバナンスの展望に向けて—多面性と株主間差別化など—

1. 法規制のボーダーレス化

金融危機においてはリーマンショックや新たなLIBOR (London Inter-Bank Offered Rate ロンドン銀行間取引金利)

の問題にせよ、経営不祥事が絡み、改めてガバナンス改革が求められ、ドッド・フランク法における大きな柱の一つにもなり、法規制のボーダーレス化の進展がみられることが大きな特徴である。役員報酬、リスク委員会・リスク管理など、ガバナンス改革としての共通の規律づけも多く、国際金融規制を通じて、EUを中心にガバナンスの収斂に向かうことが予想される。ガバナンスの収斂を前提とするEU指令の統一化は、徐々に進展しつつあるが、取締役会の中立性など域内の法制の相違も残り、未だ十分な進展とはいえない。

ガバナンス改革の問題は古くて新しい問題であり、金融分野という国境を容易に越え、影響の大きい課題への対応であり、迅速な対応が求められ、かつ複雑な様相をみせよう。企業側はグローバルなグループ・コンプライアンス体制構築が求められ、実効性を挙げるには規制当局間の連携を盛り込むことが求められる。セイ・オン・ペイ原則も任意性の強いものである。規制一辺倒では、不祥事・規制強化ならびに規制緩和の繰り返し歴史にみるとおり十分でなく、上場規則、定款自治などソフト・ローが不可欠であり、前者ではエンフォースメント、後者は統制環境の改善というテーマが内包される。金融規制では法制構築のみならず、普段の規制当局による通常業務の監督機能強化も求められる。英国における中央銀行 (Bank of England) 中心の金融規制改革も参考に、金融機関の日常業務のモニタリングに関しては、金融庁との連繋の下で、日本銀行の役割も重視されることとなるだろうか。

2. 多面的考察

規制強化あるいは自主的ルールの内容を考える場合、例えば社外取締役の要件強化につき、社外・独立性強化一辺倒で唱えるのみで十分なのか、必要とされる専門性の中身の実際が問われる。SOX法施行から既に約一〇年が経過する中、またも類似のテーマによる議論がされること自体、根源の深さ、困難さが窺えよう。独立性以外に情報、能

力、権限、インセンティブ等の面から取締役会改革を進めることが指摘される。⁽⁷³⁾

3. 株主主権と忠実義務・完全公正基準

Southern Peru 事件では支配株主の忠実義務⁽⁷⁴⁾に関して完全公正基準が注目される。私見であるが、支配株主による株主主権万能主義の修正として英国会社法改正などにみる利害関係人の重視も念頭に置きつつあるといえようか。社外取締役の独立性強化と支配株主の株主主権に基づく考え方でなく、社外役員の真の専門性と少数株主にも配慮した公正性を重視する案件として示唆する点が多い。米国の受託者責任における忠実義務あるいは誠実義務に関する修正局面にあるといえようか。我が国においても公正価格算定に関する蓄積は増加しつつあり、善管注意義務に包摂される考察となろうが、⁽⁷⁵⁾従前は株主や株主価値を意識するというより、経営陣が企業自体のあり得べき方向性・価値を重視し、社外役員を意識せずとも比較的健全な経営をなしてきたとの自負から、株主主権の代弁者たる社外取締役の導入には実務は必ずしも賛意を表せず、受託者責任の概念を用いることなく、善管注意義務の大きな概念の下で構成を図ってきたとされる。委員会設置会社でなくとも実態上米国型ガバナンスを採用する企業は徐々に増加しつつあり、社外取締役の有用性について概ねコンセンサスも得られつつある現在、日米のガバナンスならびに受託者責任の考え方は近接しつつあるといえるのではないか。⁽⁷⁶⁾もともと我が国では、公正価格算定の妥当性、少数株主権の縮減防止などはともかく、価格算定自体を裁判所が行う局面には至っていない。⁽⁷⁷⁾形式的には株主主権が明白な米国において、実態的には少数株主や利害関係者の利益をデラウエア裁判所では、最高裁レベルではないものの、考慮に入れつつあるともいえる。

4. 第三者委員会の正当性ならびに支配少数株主と株主間差別化

以下は私見であるが、第三者委員会の正当性の議論とガバナンスの論点は同質性であろう。Southern Peru 事件では、F A (Financial Advisor) の Goldman Sachs の評価を鵜呑みにした第三者委員会の判断を裁判官自ら覆しているが、特段社外取締役や第三者委員会委員に当該企業との利益相反があるわけではなく、形式的独立性も備わっていた。支配株主の利益・価値向上が念頭にあり、業界に精通した専門性に欠けていた事案である。企業不祥事において、第三者あるいは特別委員会の役割が改めて検討され、正当性も新たな論点となる。責任ある見解を述べるためには単なる独立の第三者でなく、株主総会の付託を受けた独立・社外取締役が望ましいことになろうが、単純なコンプライアンス事件ならともかく、デリバティブなど複雑な金融不正取引、複合巨大コングロマリッドの場合は、実践的取引・商品知識の蓄積のある、同業他社の経営トップの経験のあるような人材の起用が望ましい。社外役員の問題と共通し、利益相反の防止など新たな対応も求められる。コンプライアンス事案では適法性のプロセス審査で足りようが、先端的金融商品や M & A 案件など公正価格算定に踏み込めるだけの経験・資質が求められようか。経営判断原則のあり方にも関わってくる部分であろう。

金融危機等を背景に、グローバルな規制強化からガバナンス形態の収斂化が必然的に進む中で、経営環境の巨大・複雑化等の進展に伴い、善良なる経営陣の想定する企業価値最大化と支配株主の追求する株主価値との間にズレが生じる場合が徐々に顕在化しつつある。経営判断原則は基本的には一般株主と経営陣が対立する局面の問題であろうが、支配株主と経営陣が一体の場合には、経営判断もさることながら、少数株主や利害関係者の利益を考察することになり、Principal Agent 問題も検討されようか。経営や法制度のグローバル化に対して経営意思決定の迅速化を目指す

動きと共に、支配少数株主が経営の実権を掌握しているケースにおいてはインセンティブの相克が生じ易く、利害が強調される場合には、こうした傾向を嫌気する支配株主主導の非公開化が進むことも予想される。

BIS規制などボーダーレスな金融規制の強化・統一や米国金融規制改革法の域外適用等を背景に、ガバナンスに関する規律付けと国際的なコンバージェンスが進展し、並行して大規模金融機関は競争力強化や生き残りをかけて、M&A等により銀証分離や業容特化など経営面での選択と集中を進めるものとみられる。こうした中で、近時は経営陣による株主排除であるMBOと類似の動きが、株主間で選好され、忠実義務を通じた株主間差別化とでもいうべき方向性が現出しつつある⁷⁸⁾。利害関係者や少数株主重視の動きとは対極をなすもので、二極化現象に拍車をかけることになる。米国において、本来的なガバナンス強化の方向に修正される踊り場の局面なのか、経営者寄りとも評されてきたデラウェア州裁判所の蓄積が待たれる。本質的には忠実義務よりも誠実義務に調和する傾向ともみられ、Southern Peru 事件に関して、誠実義務を重視して忠実義務の下位概念でなく信認義務の要素に位置づけてきた同州最高裁の判断が注視される。公正価格などの面でも独立社外取締役に頼るにしても、専門性・独立性のほか、情報・能力・権限・インセンティブなど、これまで以上に多面的・総合的な考察・検討が求められよう。ガバナンス改革は、実際には巨大企業の複雑なインセンティブに応じ、二極化の方向性も示しつつ、種々の形態で進展するものと考えられる⁷⁹⁾。インセンティブが必ずしも簡明でない、中間の形態・段階において様々な具体的なガバナンス・内部統制構築の問題も発生し、経営戦略面の多様化、経営資源の集中に向けたガバナンス・ERMならびにグローバル・コンプライアンス改革の選択などが問われることになる。

- (1) 小立敬「米国における金融制度改革法の成立―ドッド・フランク法の概要―」野村資本市場クォーターリー(二〇一〇年夏号) 一二七―一五二頁。
- (2) “The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank” Stephen M. Bainbridge, University of California, Los Angeles, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 10-14, SSRN-The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank by Stephen Bainbridge.mht.
- (3) 神山哲也「ドッド・フランク法による米国ガバナンス規制の強化」野村資本市場クォーターリー(二〇一一年春号) 一一八―一二五頁参照。
- (4) セイ・オン・ペイ原則は英国、オーストラリアで導入済みである。米国においても、TARP資金の受入企業について毎年義務付けられている。
- (5) 過半得票制 (Majority Voting) 導入を会社側が提案する事例も増加しており(二〇一一年二月アップル株主総会)、純粋な最多得票制採用企業の数は減少傾向にある。
- (6) 英国の公益開示法 (Public Interest Disclosure Act of 1998) 、我が国の公益通報者保護法(二〇〇四年制定、二〇〇六年四月施行) はあるが、報奨金制度は稀である。
- (7) 「ボルカー・ルール規制案：自己勘定取引」(二〇一一年一〇月二二日) Davis Polk & Wardwell LLP
- (8) 横山淳「取締役の報酬等の決議と“say on pay”」(二〇一一年九月一日) 大和総合研究所資本市場調査部。
- (9) 法律の文言が総会決議を直接義務付けるのではなく、委任状等に含まれなければならない (shall include) と規定しているのも連邦法管轄である委任状勧誘規制の範疇に収めるための工夫と推測される。
- (10) 松尾直彦弁護士『Q & A アメリカ金融改革法―ドッド・フランク法のすべて―』金融財政事情研究会(二〇一〇年一二月) 二九六―三〇六頁。
- (11) 「Compensation Clawback under Dodd Frank: Impact on Foreign Issuers」U.S. Legal Developments by Ted Paradise, Davis Polk & Wardwell LLP (二〇一一年九月一五日)。

- (12) 第三〇四条はCEOまたはCFOが誤表示の原因の不正行為に個人的に関与した場合にのみ適用されるかは明白でない。SEC vs Jenkins 事件 (二〇一〇年アリゾナ連邦裁判所) で裁判所は個人的に有罪でなくともクローバックが生じるとのSECの方針に同意している。
- (13) リスクマネジメント、報酬、自己の組織の理解など一四原則を策定する。Principles for enhancing corporate governance issued by the Basel Committee, 4 October 2010
- (14) 東京リスクマネジャー懇談会『金融リスクマネジメントバイブル』金融財政事情研究会 (二〇一一年五月) 四〇一—四一六頁参照。
- (15) Paul DeNicola, director of The Conference Board Governance Center and Directors' Institute "Dodd-Frank Act: New Governance Provisions Mean New Roles and Responsibilities" The Conference Board, 04 August, 2010
- (16) 「SECの透明プロクシ・アクセス・ルールの採択」U.S. Legal Developments by Ted Paradise, Davis Polk & Wardwell LLP. (二〇一〇年九月七日)。
- (17) 鈴木裕「混迷深まる米国ガバナンス改革」大和総研資本市場調査部 Strategy and Economic Report (二〇一〇年一月五日) 一—二頁。SEC WEB Implementing Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act- Upcoming Activity.
- (18) <http://www.uschamber.com/press/releases/2010/september/us-chamber-joins-business-roundtable-lawsuit-challenging-securities-an>
- (19) <http://sec.gov/rules/other/2010/33-9149.pdf>
- (20) 松嶋隆弘教授・弁護士『税理士のための中小企業の内部統制』日本税理士会連合会推薦・ぎょうせい (二〇〇八年五月) 二五—四四頁。
- (21) In re Citigroup S'holder Litig., 964 A.2d 106, 122 (Del.Ch. 2009), Joseph W. Cooch "In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation: In the Heat of Crisis, Chancery Court Scrutinizes Executive Compensation" 2011
- (22) In re Bear Stearns Litigation, 23 Misc. 3d 447 (N.Y. Sup. Ct. 2008).

- (23) “IN RE THE DOW CHEMICAL COMPANY DERIVATIVE LITIGATION” IN THE COURT OF CHANCERY OF CONSOLIDATED Civil Action No. 4349-CC THE STATE OF DELAWARE Date Decided: January 11, 2010
- (24) 松浦肇「足踏みするアメリカのコロポレートガバナンス改革」金融財政事情（二〇一〇年十一月八日）三八―四二頁参照。ドッド・フランク法でも株主権強化は市場再生の手段として重視されず、金融危機以降の米国ガバナンスが進化していない。
- (25) Oppenheimer & Co., Canadian Imperial Bank of Commerce, Fremont General Corp., Morgan Stanley, the Merrill Lynch division of Bank of America Corp., State Street Corp. and Bank United Corp.
- (26) Eisenberg, *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*, 62 *Fordham L.Rev.* 437, 467 (1993)．近藤光男『経営判断と取締役の責任』中央経済社（一九九四年）八五―八九頁。
- (27) [http://courts.delaware.gov/opinions/\(hsgnfg2xk3k5zp45t4af45\)/download.aspx?ID=116710](http://courts.delaware.gov/opinions/(hsgnfg2xk3k5zp45t4af45)/download.aspx?ID=116710), U.S. Legal Developments by Ted Paradise, Davis Polk & Wardwell LLP 「ガバナンス：テラウエア州企業の役員には受託者としてのリスクがある」（二〇〇九年二月一六日）。
- (28) Richard B. Kapnick, Esq., and Courtney A. Rosen, Esq “Using Exculpatory Clauses in Defending Against Breach-of-Fiduciary-Duty Claims” *Corporate Officers&Directors Liability VOLUME 24 h ISSUE 22 h april 27, 2009*
- (29) <http://www.wlrk.net/docs/AirProductsChemicalsInevAigasIneFeb152011.pdf>. 神山哲也「ドッド・フランク法による米国ガバナンス規制の強化」野村資本市場クォーターリー（二〇一一年春号）一二二―一二三頁。
- (30) 法令遵守体制構築義務に関し、*Caremark* 事件判決（698A.2d959, Del.Ch.1996）は情報報告システム構築義務を肯定し、基準に誠実性欠如、継続的・組織的監督の懈怠を掲げ、詳細レベルは経営判断の問題とする。テラウエア州最高裁判所は誠実義務、忠実義務、注意義務を信認義務とし、誠実義務を忠実義務の下位的要求とする同州衡平法裁判所との理論的統一として *Disney* 事件判決（2005Del.Ch.LEXIS113, Ch.2005;906A.2d127, Del.2006）が出される。Stone V. Ritter 判決（911A.2d362, Del.2006）では下位的要素と位置づける。誠実義務重視の背景に同州一般会社法一〇二条（b）項（七）に基づく定款規程の免責不祥事続発と連邦法の影響がある。継続的・組織的監督の懈怠は誠実義務違反から忠実義務違反となり、免責規定の適用除外、

経営判断原則不適用と繋がるが、懈怠の基準につき判例では監査委員会の不設置、義務違反の認識の必要性が掲げられ、前者は上場企業にとり充足可能で、後者は取締役の主観の証明が要求され、裁判所の謙抑的態度が示され、経営判断原則の代替機能として法令遵守構築義務による規律付けの減殺をもたらす。他方、監視義務の受動的側面として、従業員の違法行為の情報入手した場合、取締役は適切な措置を講じる義務があり、法令遵守義務よりもRed Flag 対処義務による規律付けを期待する感もある (McCall V.Scott 事件判決 (239F.3d808, 6thCir.2001))。米国では適切な法令遵守体制構築は従前の信認義務によつては困難な面もあり、誠実義務重視、経営判断原則理論との共通性、連邦法・監査委員会制度の補完、違法行為認知後の監督義務充実化等が検討される。南健悟「企業不祥事と取締役の民事責任―法令遵守体制構築義務を中心に」日本私法学会 (於神戸大学 二〇一一年一〇月九日)。我が国でも経営判断原則の適用外とされてきた法令遵守について内容に関する司法審査の謙抑性、経営判断原則の妥当性に関する示唆となろう。

- (31) The seventh edition of Deloitte & Touche LLP's Global Risk Management Survey, Edward Hida, the report's editor and global leader of the risk and capital management team at Deloitte & Touche LLP, February 23, 2011, IT GRC FORUM.
- (32) "Systemic Regulation of Large Bank Holding Companies Under the Dodd-Frank Act" by Thomas P. Vartanian and Gordon L. Miller.
- (33) "The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act-Top 10 considerations for banks" Grant Thornton LLP.
- (34) "Understanding the New Financial Reform Legislation: The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act" Mayer Brown, July 2010. www.mayerbrown.com
- (35) 関雄太「ゴールドマン・サックスにおけるガバナンス改革の取り組み」野村資本市場研究所資本市場クォーターリー (二〇一二年冬号) 一三四―一四三頁。
- (36) 私見であるが、同原則には簡易判決 (summary judgement) の存在など比較検討の前提が共通するか、議論もある。銀行融資の取締役の善管注意義務違反など、従前の判例では米国は我が国よりも厳格ともみられ、一概に言い切れない。今後の研

究課題としたい。

- (37) Caremark 判決と ERM について、Stephen M. Bainbridge “Caremark and Enterprise Risk Management” 2009. [www.delaWarelitigation.com/uploads/file/intB0\(1\).pdf](http://www.delaWarelitigation.com/uploads/file/intB0(1).pdf).
- (38) 内部統制・ガバナンス形態が、業態で異なるとされることと軌を一にしようか。
- (39) ファム・ヴィエト・デュク「プロジェクト・ファイナンスにおける銀行取締役の注意義務」横浜国際社会学研究第一二巻 第二号（二〇〇七年八月）一一三—一三九頁。
- (40) 私見として、ドッド・フランク法のボルカー・ルールの域外適用により、銀行業務の狭隘化が進めば責任厳格化への収斂、シテイ基準による緩和等が検討されよう。
- (41) 齋藤憲道「消費者法制の動向とリスク・マネジメント—安全問題を中心に—」日本大学大学院法学研究科特別講義（二〇一二年七月一二日）。
- (42) 松嶋隆弘教授は予てより会社法全般の観点から差止請求権に関して鋭く論及されている。松嶋隆弘「商法上の差止仮処分」の「実効性」について（一）～（三・完）日本法学六二巻三号（一九九六年）五二一—五三五頁、六三巻二号（一九九七年）二七七—三〇二頁、六四巻一号（一九九八年）一一九—一四二頁。
- (43) 同一企業の社外役員を長年務める場合、蓄積も増加しようが独立性の希薄化も懸念され再任制限につき、コミュニケーションホールディングス株式会社（委員会設置会社）は社外取締役の任期を原則四年とする。社外役員の人材不足が指摘される所以であろう。
- (44) リーマン・ブラザーズでは、ライバル企業（ゴールドマン・サックス）元 CEO が財務長官として金融当局の指揮を執る立場にいた。
- (45) バーゼル銀行監督委員会二〇一〇年一〇月四日「コーポレート・ガバナンスを強化するための諸原則」(Principles for enhancing corporate governance) では原則二の独立性と潜在的利益相反において会社利益に資する場合は待機期間 (waiting period) 設定、関与を避ける事項を文書で明確化する等の利益相反軽減の適切なプロセスを設けるべきとする。

- (46) ライバル企業の報酬、親戚関係など。年金支給や保険継続など退職後も継続がやむを得ないと評される部分もあるとみられ、法的要件化には馴染みにくい面がある。
- (47) Arturo Bris “Financial Instruments” EU ASIA CORPORATE GOVERNANCE DIALOGUE, July 6, 2012, Financial Services Agency, Tokyo. 独立性をある程度は犠牲にするという点もあり得る。
- (48) Hanno Merkt “EU Harmonization: What has it Achieved?” 注(47) DIALOGUE. もともと市場規律の有用性が否定されるものではない。
- (49) Julian Franks “Shareholder Activism”, Arturo Bris & Noriyuki Yanagawa “Financial Instruments”, Mirco Becht “Conclusions” 注(47) DIALOGUE. 一株一議決権原則は市場のファンダメンタルズが前提で、これを欠くとガバナンス機能に歪みが生じる。低価格時の株買い占めは容易で、全体の効率性を失う。
- (50) 堀本善雄「再点検・外資系金融グループのコンプライアンス」金融財政事情 (二〇一〇年一月四日) 八四―八八頁。
- (51) “Roundtable Discussion on Modern Issues about M&As under Corporate and Securities Laws: A Comparative Perspective” The 43rd Comparative Law and Politics Symposium, University of Tokyo, August 3, 2012.
- (52) Jacques Buhart, McDermott Will&Emery “Current Status of Implementation of the EU Takeover Directive” 注(51) Symposium.
- (53) 取締役会が企業利益を考慮し買収者と利害が反するとPrincipal Agent問題が生じる。
- (54) 複数議決権に関して、英国は中立性規定を採用しつつ、複数議決権や議決権制限など定款変更を要する防衛策は株主総会特別決議(七五%)により導入可能で、市場メカニズムにより矛盾点の調整を図り、実際の導入実績は少ない。ドイツでは一九九八年株式法改正により複数議決権制度を廃止し、無議決権株式は存在する。
- (55) Court of Chancery of Delaware. In re SOUTHERN PERU COPPER CORPORATION SHAREHOLDER DERIVATIVE LITIGATION. C.A.No.961-CS. Submitted: July 15, 2011. Decided: Oct. 14, 2011. Revised: Dec. 20, 2011. (WEST LAW)
- (56) Jill Fisch “A Recent Case In The U.S.” 注(47) DIALOGUE.

- (57) 神田秀樹「いわゆる受託者責任について：金融サービス法への構想」財務省「フィナンシャル・レビュー」March-2001. 九八―一〇頁。田岡絵里子「忠実義務からみた信認関係の内容とその性質」早稲田法学五八巻二号（二〇〇八年）三五九―四一二頁。村本武志「投資取引における信認義務の機能と役割」現代法学第二二号（二〇一二年三月）三一―八頁。
- (58) 取締役の信認義務違反を問う場合、完全公正基準 (entire fairness test)、経営判断原則、中間的基準があり、完全公正基準は利益相反取引などの厳格基準である。中間的基準は敵対的買収の支配権争いなどの局面で取締役の行為の公正・合理性について、取締役に立証責任が課せられる（ユノカル判決、レブロン判決など）。
- (59) 多数派株主を利用する利益相反取引・自己取引を禁ずる忠実義務違反では責任軽減・免除（デラウェア州会社法一〇二条 (b) (七)）、責任保険適用 (D & O) (一四五条) はない。
- (60) In re Southern Peru Copper: Court of Chancery Grants \$1.263 Billion Award in Fiduciary Duty Case with Controlling Stockholder, <http://us.practicallaw.com/4-509-4510?source=rss>
- (61) Jill Fisch “A Recent Case In The U.S.” 注(15) Symposium. Group Mexico の下に Southern Peru Copper (五四・一七% equity、六三・〇八% voting、NYSE 上場)、Minera Mexico (九九・一五%、非上場) があり、株式交換により、Southern Peru と Minera Mexico を吸収させるために、Group Mexico は Minera Mexico の株式 (九九・一五%) を Southern Peru に譲渡し、Southern Peru は 67.2million new shares を Group Mexico に発行する。Southern Peru は Minera Mexico (九九・一五%) を取得し、Group Mexico は Southern Peru の約八〇% を取得するに至る。Minera Mexico の株式評価が高額であるとして問題となった。特別委員会は Financial Advisor である Goldman Sachs の discount cash 法による過大な評価を採用した (三対一の賛成多数)。Peru 事件は最終判決はまだ出ておらず、係争事件が厳格なデラウェア州から他州に移る傾向も指摘されている。
- (62) 裁判官が公正さのレビューはともかく評価まで行うことは我が国では困難である。九〇%の受入価格を下回らないこと、不公正さが示されれば立証責任は反対株主に転換される。九〇%の受入価格でも不信となるケースとして TOB ルールに従わず、情報開示もなく関与取締役が除外されない場合が存在しうるとの指摘につき、神田秀樹「我が国の MBO 法制の特異性」“MBOs and Squeeze-out” 注(47) DIALOGUE. 私見であるが、価格決定自体は申立があれば可能で、裁判官による公正価格算

定が我が国で不可能とまで言い切れるか、今後検討されようか。関連して、メディアエクステンジ株式価格決定申立事件（最決二〇一〇年二月七日全判一三六〇号二三頁）では、前提として上場廃止で個別株主通知制度を失い原告適格を喪失している。鳥山恭一・法学セミナー六七五号一二二頁（二〇一一年）、仁科秀隆「メディアエクステンジ株式価格決定申立事件最高裁決定の検討」商事法務一九二九号（二〇一一年）四頁ほか。

(63) 市場価格が存在する中での評価という事案であり、Goldman Sachs も買にはまった。Jill Fisch 注(51) Symposium. デラウェア州では意図的に企業利益に反した場合のみ支配株主の関係で特別委員会の責任が問われ、この点で特別委員会の責任を問う水準は高い。

(64) 忠実義務違反とする点、デラウェア州衡平法裁判所の立場と矛盾するものでない。私見であるが、多数株主を利する場合も忠実義務違反とすれば例外的となり、正面切って誠実義務違反とすれば忠実義務から切り離す同州最高裁の立場になるのであるだろうか。

(65) Eisenberg・前掲注(26)。経営判断の吟味の基準に関し、忠実義務の事例では最も厳格な誠実および純粋な公正基準が適用される。

(66) 忠実義務違反に関してデラウェア州判例の大部分は差止により契約無効、執行不可となるが、我が国では忠実義務は善管注意義務に含まれ、損害賠償請求の形式をとる。注(47) DIALOGUE 神田秀樹発言。このほか、経営判断と差止請求に関する考察として近藤光男・前掲注(26)一一八―一二二頁。

(67) 差止命令 (injunction) 制度のある米国と異なり、監査役の差止請求に関して、我が国では著しい損害の立証責任がネットワークとなる。また株主が監査役に差止請求を求める制度の創設につき、稲葉威雄『会社法の解明』中央経済社（二〇一〇年）四三〇頁。

(68) 改正英国会社法では stakeholder の考察を取り込み、濫用的買収が起こりにくくなるとされ、ユノカル判決と親和性がある（レブロン判決は株主重視に戻る）。ブルドックス事件（最高裁決定二〇〇八年八月七日）で総会の八割以上の株主賛意を根拠の一つに掲げる我が国最高裁の判断に対して批判的見解を示す経済産業省『近時の諸環境の変化を踏まえた買収防

衛策の在り方』(二〇〇八年六月) 八―九頁と同じ括りといえようか。

- (69) 長谷川俊明『企業における不正と内部統制―国際商取引の留意点―』国際商取引学会(二〇一二年七月二日)。
- (70) 「英国で新たな贈収賄禁止法が成立」O'Melveny&Myers LLP(二〇一〇年五月一〇日) 参照。 www.ommtokyo.jp/news/backnumber/20100510.html
- (71) 立証責任につき' United States v. Kay, 359 F.3d 738, 754-56 (5th Cir. 2004)
- (72) 「二〇一一年七月一日施行予定の英国贈収賄法―英国法務省が英国贈収賄法の適用に関する指針を発表―」モリソン・フォスター外国法事務弁護士事務所(二〇一一年四月一五日)。 <http://www.mofa.jp/topics/legal-updates/tlecb/20110415.html>
- (73) 河村賢治「証券市場の信頼性向上と取締役会の改革」証券経済学会(二〇一二年六月九日)。会社法制におけるガバナンスの検討に関しては論点も多く、別稿を期したい。
- (74) 支配株主の忠実義務に関して、支配株主の権限濫用行為の規制につき、我が国は明文規定なく、不法行為責任説、忠実義務説、事実上の取締役説の法理解釈がされる。忠実義務説(出口正義『株主権法理の展開』文眞堂(一九九一年)三頁他)では支配株主に忠実義務を認めるが、有限責任という立法上の難点も指摘される。江頭憲治郎『株式会社法(第四版)』二二頁(有斐閣二〇一一年)。事実上の取締役とみて監視義務と構成する判例もみられる。京都地判平成四・二・五(判時一三七六号一一〇頁・金判八八〇号二四頁)、大阪地判平成二二・一〇・三二(判時二二三五号二二二頁)。私見であるが、事実上の取締役説も四二九条に包摂され、さらに別途、株主の権利行使に関する利益供与(会社法二二〇条)として構成することも可能であろうか。
- (75) 正木義久・野崎竜一「日米のフィデューシャリー義務の変容と比較」商事法務一八〇四号(二〇〇七年七月)三〇―四一頁、江頭憲治郎『株式会社法』有斐閣(二〇〇六年)三九一―三九二頁。
- (76) 拙稿「金融危機後の国際金融法規制の展望と新たな統合的リスク管理ならびにガバナンス体制構築に向けて」『現代企業法学の理論と動態』奥島孝康先生古希記念第一巻《下巻》成文堂(二〇一一年一〇月)六九三―七五九頁。
- (77) 松嶋隆弘教授は経営判断原則につき、「経営判断に関する裁判所の審査能力の問題：事後的な事情に基づき取締役に結果

責任を負わせる…不当である。…第三に、経営判断の失敗に関するリスクは取締役を選任し、経営につき委任した株主に負わせるべきである」と述べ類型化を示される。内部統制と経営判断をコインの裏表と評され、前提事実の認識と意思決定過程、プロセスと内容の区別を図る等、従来より議論のあつた課題を切り込まれ、裁判所の審査能力についても判断基準の透明化を示される。先見の明ある見解で参照すべきである。松嶋隆弘・前掲注(20)三八―四〇頁、同「債務の株式化に関する一考察」石山卓磨・上村達男・川島いづみ・尾崎安央編著酒巻俊雄教授古稀記念論文集『二一世紀の企業法制』商事法務（二〇〇三年）七九三―八〇九頁、同「会社法における株主の地位と企業承継」『二一世紀の家族と法―小野幸二教授古稀記念論集』法学書院（二〇〇七年）五三二―五四七頁。

(78) 形式的株主義の修正で、支配株主でなく経営陣からみた企業価値向上に重きを置くとみれば経営者寄的とも評される同州裁判所の傾向との相似もなしとせず、エア・ガス社ライツプラン事案とも整合する。支配株主と対立関係がある上場企業では多面的な企業価値を考慮し積極的修正の方向性を示しているともいえよう。忠実義務等は論点も多く、別稿で比較法的検討を進めたい。私見であるが、米国の信託義務の中に注意義務、忠実義務があるが、本来的には取締役の義務であり、誠実義務についてもわかりで、信託義務に入るか、あるいは忠実義務の下部概念と構成するにせよ、株主の義務をこれに含めることは無理もある。取締役が責任を担う対象を会社または株主とする二つの考え方が米国で議論になり、会社であるとすれば支配株主の忠実・誠実義務違反は認定しやすい。その場合の議論の大枠として、ドイツ的にヨコの関係を重視し、株主相互間の誠実義務違反・株主間差別化とみる立場と親和性があり、英米法的契約理論からは組合的に当初の構成員合意の原点に帰るアプローチとなるか。

(79) Southern Peru 事件に関しても、今後最高裁の司法判断を経て、多数支配などの株主ガバナンス経営がいかに変容するかも注目される。

〔本稿は二〇一一年度日本大学法学部研究費（共同研究）の研究成果の一部である〕