

論 説

アメリカ法における
定款による敵対的買収防衛 (5・完)

今 泉 邦 子

- I 敵対的企業買収の手法とその優劣
- II 敵対的な公開買付けに対する対象会社の対応
 - 1. 初期の買収防衛策
 - 2. Shark repellent provisions
 - 3. 基本定款と付属定款
 - 4. Shark repellent provisions の例
- III Shark repellent provisions に対する評価
 - 1. 抑止力 (deterrent) に関する分析 (以上, 40 卷 2 号)
 - 2. Contractarian と経験的分析 (以上, 41 卷 3・4 号)
 - 3. 取締役の信認義務との関係
 - (1)~(5)-1 (以上, 42 卷 3・4 号)
 - (5)-2~(6)-6 (以上, 43 卷 3・4 号)
- IV 定款による買収防衛策と企業統治
 - 1. 会社売却に関する事前の取決め
 - 2. 定款規定の不完全な実施と取締役会の行為
 - 3. 定款規定が株主の予期せぬ効果を生じる場合
- V 最後に: 付属定款と企業統治
 - 1. 企業統治論の歴史的経緯
 - 2. 付属定款による新しい企業統治 (以上, 本号)

IV 定款による買収防衛策と企業統治

1. 会社売却に関する事前の取決め

本稿では、shark repellent provisions を、一般に、非友好的ないし敵対的な強圧的 2 段階買収提案を撤回もしくは延期させ、または買収提案を行う場合には対象会社取締役会との交渉を強制できるように、基本定款 (articles of incorporation) および付属定款 (bylaws) に規定を設けることとした¹⁾。

しかし、視点を変えれば、定款による敵対的買収防衛策は、公開会社の売却に関する主たる決定権限の所在を内容とする取締役と株主との間の事前の契約であり、各会社の自治が認められる範囲内の統治機構の一部と考えられる。会社の売却には、その実施の有無の判断に加えて、売却時期の決定、競合する買収提案の勧誘、価格交渉のために競合する買収提案勧誘の可能性の示唆、買収提案者への情報開示、買収提案への拒絶、対案の提示または会社を売却する意思を虚偽に表示することなどを含む売却戦略の検討を要する。したがって、会社の売却について事前に株主自身を拘束すれば、事後の株主全体の地位を向上できると解する Kahan & Rock 説がある。ただし、自ら Delaware 州判例法理とは異なることも併せて論じている²⁾。

合理的な株主が agency cost を熟知しているにもかかわらず、ほぼすべての会社支配権の移転は、取締役会による交渉を経て実現する。敵対的公開買付けによることは少ない。そのため、敵対的買収提案の条件が不適切だとして拒絶する場合に誰が決定権を持つべきかが問題となる。この点につき、取締役会に拒否権を与えるべきだとする立場と、株主が承認または拒絶をするべきだとする立場がある。取締役会が拒否権を持つべきだとする立場は、株主には十分な資質がないことを理由とし、株主の意向に沿わない拒否を取締役会が行う場合には裁判所が迅速に法的な関与をすべきだとする。株主が承認または拒否すべきだとする立場は、取締役会が利己的な判断をすること等の

agency cost を問題視するが、たとえば期差取締役会制度のような、取締役会の権限を尊重する規則（rule）を株主がその合意によって設けた場合に、その規則（rule）を取り消すには、裁判所の法的な関与が必要だとする。これらの2説のその中間的な立場として上記の Kahan & Rock 説が位置づけられる。株主の決定に従い、敵対的買収提案に対する決定権限を有する者ならびに会社を売却する場合の価額および売却戦略に関して、各会社にふさわしい内容の統治機構を定款に規定すべきことを主張する立場である。Delaware 州会社法は、この3つの立場いずれも株主が選択し、基本定款または付属定款に規定することを認めている³⁾。

会社の売却に関する事前の契約として機能する定款規定には、取締役会の構成および株主相互間の権利関係に関する規定がある。いずれの規定も株主による取締役解任権に影響を与える。取締役会の構造に関する規定として、期差取締役会、種類ごとに異なる任期および議決権の取締役を選任する権利を内容とする株式、株主による解任権行使時期を定時総会に限定する定め、取締役の資格要件⁴⁾、取締役会の定足数および取締役会における決議規則ならびに業務執行権限を取締役会が独占しない統治機構⁵⁾等が挙げられる。株主相互間の権利関係に関する規定としては、1株1議決権の原則から離脱した複数議決権株式または無議決権株式、累積投票制度等がある。さらに、これらの規定の効果の発生および終了時期を定款に定めることも認められる⁶⁾。

買収後も取締役会が対象会社の売却権限を維持するための定款の規定方法としては、次のようなものがある。第1に、複数議決権株式をある株主集団に付与して支配権をその集団に保持させる方法がある。第2に、異なる3期の任期からなる期差取締役会を設けて、取締役会が敵対的買収提案を退けるための期間を1年間以上確保する方法がある。第3に、書面合意または臨時総会による株主の行為を禁止して、期差のない取締役会の権限を保護する方法である。この場合、株主は取締役を正当理由なく解任できるが、株主が解任権を効果的な時期に行使できないことになる⁷⁾。

裁判所は、会社売却の権限に関する定款規定に対してどのような解釈方針

をとるのであろうか。定款の解釈に関する方針として、第1に、基本定款を株主間の契約として扱う⁸⁾。第2に、付属定款よりも基本定款を尊重して解釈する⁹⁾。さらに、会社の売却の権限に関する定款規定に対して、通常の定款解釈に加えて、支配権移転に関する審査基準が適用される。会社支配権への脅威を感知した取締役が一方的に付属定款規定を導入する行為は、Unocal基準で審査され、その行為が議決権行使過程に影響する場合にはBlasius基準で審査される。しかし、敵対的買収防衛の効果がある基本定款規定を取締役会と株主の双方が関与して導入した場合には、Unocal基準もBlasius基準も適用されない^{10) 11)}。

2. 定款規定の不完全な実施と取締役会の行為

① Kahan & Rock は、取締役会に会社売却の権限を保持する目的の定款規定として期差取締役会制度を株主が選択することが一般的に合理的だと推定し、Bebchuk, Coates & Subramanian が「効果のない期差取締役会 (not an effective staggered board)」と命名した問題¹²⁾を取り上げる。Blasius Industries v. Atlas Corp.¹³⁾および MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.¹⁴⁾における議論が「効果のない期差取締役会」と類似する。

通常、基本定款で3組の取締役からなる期差取締役会制度と取締役の最大数を規定し、付属定款により取締役会が実際に選任する取締役の人数つまり取締役会の定員と、選任された取締役の組み合わせを決定する権限を付与されたと仮定する。この場合、経営陣に反対する株主の提案した取締役が取締役会の多数派となるには、取締役選任決議を2度経なければならない。取締役会が、取締役会の定員を5名に決定し、基本定款が定める取締役の人数(例えば9名)よりも少ない人数(例えば5名)を選任し3組に分けた後、買収提案者が、次の株主総会における2名の取締役の選任、取締役会定員の5名から9名への増加、および増設に対応する4名の候補者の指名を提案したとする。買収提案者の提案がすべて承認された場合には、期差取締役会制度が採

用されていても、1度の株主総会決議を経るだけで取締役会の多数派を買収提案者側が占めてしまう。したがって、この期差取締役会は「効果がない（not effective）」。

しかし、取締役会が取締役会の定員を5名から7名に増加し、定員増加に対応する2名の取締役を選任した場合、買収提案者の提案のうち、2名の取締役の選任と取締役会の定員増加に関する提案が承認されたとしても、買収提案者側が取締役会の多数派とはなりえない。このような取締役会の行為が誠実であった場合に有効となるかが法的に問題である。期差取締役会制度を設けた株主の契約である定款を、2度の取締役会選任決議で勝利した買収提案者に対して会社の支配権を移転する意思表示だと解釈するならば、買収提案者に対抗して取締役会が定員を増加する等の対応をすることが認められる。買収提案を受けた後であるが、取締役会が効果のない期差取締役会を効果のある（effective）に修正したともいえる。他方で、買収提案が行われた後に、取締役会が、株主による議決権行使を妨害して、特定の候補者を選任できなくしており、たとえ誠実な行為であっても、委任状争奪戦の結果を覆したかに見える行為に当たる。

Blasius Industries v. Atlas Corp. および *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.* は、議決権行使の妨害に当たるとして、付属定款の授権に基づく取締役会の行為、つまり取締役会の定員増加および取締役の選任行為を、無効としている^{15) 16)}。

② *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.* は、付属定款による期差取締役会制度の問題も含んでいる。付属定款による期差取締役会制度は、基本定款による制度とは異なり、株主が導入する付属定款規定によって改廃できるため、取締役会に会社売却権限を維持する効果はなく、毎年取締役の1/3の改選にとどめる便宜でしかないと *Kahan & Rock* は解釈する。付属定款による期差取締役会制度で定められた取締役の最大数よりも少ない人数の取締役定員を、同じく付属定款の授権に基づき取締役会が5名と定め、取締役を選任したところ、敵対的買収提案を受けた後に、取締役会の定員を2名

増やし、2名の新任取締役を今年度改選の対象ではない組に加えた¹⁷⁾。その結果として、当該年度に改選される取締役の比率を40%から29%に低下させた。したがって、株主の選択よりも取締役会が強い決定権限を持つ買収防衛であり、問題があると Kahan & Rock は解している¹⁸⁾。

③ 基本定款による期差取締役会制度で定められた最大人数よりも少ない人数しか取締役を選任していなかったが、買収提案を受けた後に、基本定款で定められた人数まで取締役を取締役会が選任した事例が、Blasius Industries v. Atlas Corp.¹⁹⁾である。取締役会が基本定款に適合し、期差取締役会制度を「有効 (effective)」にするために取締役の人数を追加する行為を、裁判所は尊重すべきであったが、買収提案がなされ会社支配権争奪が開始された後に取締役会が新任取締役を追加する行為を認めなかった²⁰⁾。

3. 定款規定が株主の予期せぬ効果を生じる場合

会社の売却に関する事前の契約を取締役会が完全に実施したが、株主の予想よりも強力な効果のあることが事後的に判明し、株主に好ましい買収提案を取締役会が拒絶する結果となる場合がある。たとえば、DGCL § 228 が1969年に新設され、基本定款に別段の規定がないかぎり、すべての株主の行為を書面による合意でなしうるように変更された。この改正により期差取締役会制度に組み込まれた取締役を、敵対的買収提案者が定時総会以外の時期に改選し、対象会社の敵対的買収防衛策つまり期差取締役会制度を撤廃可能になったことがあげられる。敵対的買収提案に対する取締役会の拒否権等を含む多くの重要な統治機構を維持することは難しくなった。しかし、付属定款とは異なり、基本定款の内容となった取締役会の権限が保障される事項は、株主と取締役会の双方の合意があれば規定を置くことが可能であり、双方の合意がなければ改廃できない。

予期せぬ結果が生じたことを理由に、会社を売却する権限に関する取締役と株主との間の契約内容を改廃しようとするれば、基本定款の変更等以外の方

法としては、事例ごとに裁判所に仲介を求めることも考えられる。Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc.²¹⁾では、裁判所は、信認義務の法理を使って、取締役会が純粋に職にとどまりたいという悪い (bad) 理由から行為している場合には、裁判所の介入する余地があるとした。

株主の選択した会社売却に関する契約には、予想に反する効果のあることが事後的に判明した場合、裁判所が株主による事前の取決めを修正することが認められるだろうか。Poison pill が認められなかった時代に設けられた基本定款による期差取締役会制度が、その後 poison pill を取締役会が利用可能になったことによって、期差取締役会制度を導入した当時の株主が予期したよりも強力な買収防衛策に変化したといわれているからである。この点に関して、期差取締役会制度を会社が導入した時期が、poison pill の利用が可能になった時期の前か後かによって裁判所が区別をし、株主の予期に反していると認められる期差取締役会制度を無効化していると断定はできないと Kahan & Rock は分析し、株主による事前の取決めの当然の結果と解している。事前の取決めの時点では予期しない結果が生じることは当然だからである²²⁾。

V 最後に：付属定款と企業統治

1. 企業統治論の歴史的経緯

株主の利益のために経営者が活動することを保障する制度である企業統治機構は、アメリカにおいては、1970年代以降、発展してきた。企業統治への関心は、1970年代に、アメリカ企業による海外への賄賂支払等の取締りの一端として、SECが経営陣の説明責任 (accountability) に焦点をあてたことから始まる。海外不正送金問題に対して連邦議会は Foreign Corrupt Practice Act of 1977 を立法して、不正送金を減らそうとする SEC の努力を正当化した²³⁾。

1970年代および1980年代には、企業統治論の対象が企業経営陣による

agency cost へと拡張した²⁴⁾。企業買収を、非効率な経営陣を入れ替えるための望ましい規律 (discipline) であり、欠点ある企業統治に対する市場の反応だと考えた²⁵⁾。しかし、企業買収による企業統治には反対論も多く、連邦政府も州政府も、現職経営陣を守るために立法を行った。Delaware 州裁判所が poison pill による買収防衛を適法として認めた後は、poison pill と期差取締役会制度とが相まって、敵対的公開買付けの件数が激減し、企業買収を阻止する規制および立法への要望が少なくなる。企業統治の議論も、poison pill を装備し、敵対的企業買収による規律を受けないことを前提として、agency cost を抑制するために必要な企業内の仕組みを検討する方向へと変化した。たとえば、取締役会における独立社外取締役の比率を向上させた monitoring-model の採用、株主の利益と経営陣の利益を一致させる業績連動型報酬等のインセンティブ報酬が発展した。

そのような経緯をたどり、経営陣の株主に対する説明責任が再び焦点となったほか、企業統治論の対象が広がった。なお、独立社外取締役制度およびインセンティブ報酬制度は、当初は企業内部の私的秩序にすぎなかったが、前者は SEC の命令 (behest) に従い自主規制機関 (self-regulatory organization (SRO)) による上場基準に組み込まれて実施され、後者は Internal Revenue Code § 162(m) に基づき行政が関与している²⁶⁾。

2000 年代に入ってから、機関投資家 (institutional investor) および hedge fund が、株主の議決権等の統治権 (governance right) を行使するようになり、企業が株主の利益を企業統治において尊重する傾向が強まっている²⁷⁾。

2. 付属定款による新しい企業統治

(1) 定款による企業統治の長所短所

私的秩序、特に定款変更を通じた企業統治改革は、取締役会と株主が参加して、各々の企業にとって適切な秩序を形成できることに加えて、規制の失敗を最小限にとどめ、政治的な要因等による規制の変更を克服する機会を与

えることができる。

他方で、私的秩序の形成過程には、懸念材料がある。株主への説明責任または市場の規律を免れようとする動機から取締役会が付属定款の規定の追加、変更および廃止（以下、「変更等」とする。）を行う可能性がある。機関投資家が経験的に検証されていない改革または株主利益最大化を提案する可能性もある。政策起業家（policy entrepreneurs）が自らの利益を図る改革を提案する可能性がある。

また、従来、Delaware州裁判所は、株主または取締役会による企業統治改革を市場要因（market forces）に任せてきた。機関投資家（institutional investor）、議決権行使助言会社（proxy advisory firm）および Rule 14a-8 に基づく proxy access 等に任せ、自由放任主義をとってきた。しかし、市場による規律は不完全であり、企業統治改革に対して株価変動という市場の反応が起きる範囲について明らかに疑義がある²⁸⁾。

（2）株主による改革

① DGCL § 141(a) によれば、株主の統治権限は間接的なものであり、株主は会社の経営権を有さないため、経営陣に説明責任を負わせること、および agency cost を低減することが従来から企業統治の目的となっていた。以前は、ほとんどの株主提案が、取締役会に対する拘束力のない嘆願的要求（precatory request）の形式であった。企業統治の新しい傾向として、付属定款に規定を置くことで、Delaware州会社法が定める株主と取締役会の権限の分配を、企業ごとに構築または再構築する方法がある。基本定款と異なり、付属定款規定は、取締役会と株主の双方の承認を要せず、どちらか一方の権限に基づき新設できる。株主は、取締役会による会社の経営に影響を与えようとし、これに対して、取締役会も株主の行為を制限する付属定款規定を設けて対抗している。付属定款による買収防衛策も、企業ごとに適切な企業統治を行おうとする新傾向の中に位置づけることができる²⁹⁾。

② DGCL によれば直接の会社経営権限を持たない株主が、私的秩序つ

まり定款によって、取締役会による会社経営を多様な方法で制御している。

たとえば、当初、agency cost を減らす目的で、株主は、monitoring model に基づき取締役会を主に独立取締役で構成し、次に株主と経営幹部（executive）の利益を一致させる業績連動型報酬制度を実施した³⁰⁾。

敵対的企業買収に取締役会が対抗する能力を制限する付属定款（pill redemption bylaw）を株主が導入したこともあった。つまり付属定款によって、取締役会による poison pill の導入または使用を制限しようとした。International Brotherhood of Teamsters General Fund v. Fleming Cos. Inc.³¹⁾において、連邦地方裁判所および Oklahoma 州最高裁判所は、取締役会が新たに導入した poison pill を無効とする内容の株主による付属定款をその権限の範囲であるとした。これは Oklahoma 州法には、取締役会に poison pill を導入する権限を付与する趣旨の規定がないことを根拠とする。そのため、そのような権限付与規定を置く多数の州では³²⁾、この判決の影響は大きくないと考えられる。第1世代の pill redemption bylaw の有効性について Delaware 州裁判所が判断を示す機会がない。しかし、多数説は、DGCL § 141(a)に基づく取締役会の経営権限を侵害することを理由として無効と解している³³⁾。他方で、敵対的買収への取締役会の抵抗力をそぐため、Lucien A. Bebchuk が数年間をかけて、企業が期差取締役会を解消するよう機関投資家に説得させる運動を行った。これが功を奏して、2014年にはS&P 500の90%およびRussell 3000の60%の企業が、毎年、大部分の取締役の改選を行っている³⁴⁾。

1990年代後半にはEnron事件などの企業不祥事が続出したことから、株主の関心が、広く取締役会の構造（structure）および構成（composition）ならびに選任手続一般に関する企業独自の付属定款の制定へと変化してきた。Proxy access³⁵⁾、majority voting³⁶⁾、臨時総会招集権限の株主への付与³⁷⁾、取締役の資格と報酬³⁸⁾、取締役会会長と最高経営責任者（CEO）との分離、およびgolden leash³⁹⁾を、付属定款に規定することで、株主による企業経営への関与を強くした⁴⁰⁾。

連邦証券諸法は、州法である会社法の脆弱性を、度々、修正または矯正して

きた。付属定款変項を通じた株主による企業統治改革のうち、たとえば独立取締役の比率を高める動きは、SECによって上場基準に取り込まれ、強化された。当初、会社の定款による制度にすぎなかった取締役の業績連動型報酬制度は、Internal Revenue Code (IRC) § 162(m)等の規制手段によって選好され補強された。開示事項の拡大および経営幹部の報酬に関する株主の勧告的決議は、連邦議会によって Dodd-Frank 法の一部 (15 U.S.C. § 78n-2 (2012)) として採用された⁴¹⁾。

③ 下記の「(3) 裁判所の対応」で述べるように、DGCL § 109 に基づき、株主が付属定款の規定の変更等を提案し、その提案内容または変更等後の定款が DGCL § 141(a) に基づく取締役会の経営権限への侵害に該当するか否かを争点とした訴訟が提起され、裁判所はどの程度の監督をすべきか、またはどのような審査基準を適用すべきかが問題となった。下記の「(4) 州立法府および連邦の対応」で述べるように、取締役会の経営権限を侵害しない付属定款規定に関しても、行政府および立法府による監督または擁護はどのようにあるべきかも課題となった。

(3) 裁判所の対応

学説には、Delaware 州法では DGCL § 109 に基づく株主の付属定款変更等の権限に対して、DGCL § 141(a) に基づく取締役会の会社経営権限が限界となっていると論じるものがある。

しかしながら Delaware 州裁判所は、どの程度まで、取締役会の会社経営権限が株主の付属定款変更等の権限を制約することになるのかに関して、指針を示していない。訴訟の当事者双方に重大な影響を与えない議論に希少な裁判資源を浪費することになること、および司法判断に値するほど議論が熟していないことを理由に、株主の承認を得る前に、株主が提案する付属定款の変更内容の有効性を判断していない例が多数ある⁴²⁾。

株主の付属定款変更等の権限に言及した数少ない判例のうちのひとつである CA, Inc. v. AFSCME Employee Pension Plan⁴³⁾ は、DGCL § 109 に基づく

株主の付属定款変更等の権限は無制限ではなく、取締役会の会社経営権限が株主の権限に対する制限のひとつであるとの一般論を述べて、当該株主による付属定款変更等の提案は、株主の権限の範囲内の事項であるが、取締役会による信認義務履行を不可能にすることを理由に無効とした⁴⁴⁾。CA, Inc. v. AFSCME Employee Pension Plan に従う Gorman v. Salamone⁴⁵⁾は、株主の付属定款変更等の権限は、大権 (plenary) ではなく、取締役会の手続に関する規定等に対象が限られるとした。

(4) 州立法府および連邦立法府の対応

(4)-1 委任状勧誘に関する対応

① 所有と経営が分離している株式会社において、会社法は、取締役の選任権限を株主に付与することによって、経営陣が利己的な行為をしないように株主による監視を可能としている。しかし、自らが会社支配権を取得する意思のない株主には、取締役選任のための委任状を用意して配布する費用は高く、取締役の報酬等の重要な決定に株主は関与できず、かつ経営に参加する意思のない株主は、経営陣を擁護する broker に議決権を行使させてしまう⁴⁶⁾。

このような現状に対処するため、CA, Inc. v. AFSCME Empl. Pension Plan⁴⁷⁾において、取締役選任議案に関して委任状勧誘を行った株主が、候補者として提案した者が一定数当選した場合には負担した費用を会社が償還することを定款で認めるよう、株主が会社に提案をするに至った⁴⁸⁾。

Delaware 州立法府も CA, Inc. v. AFSCME Empl. Pension Plan に反応して 2011 年に DGCL を改正し、DGCL § 113 により、取締役選任のために株主が負担した委任状勧誘費用を、会社が株主に対して償還する場合に関する付属定款変更等を、株主提案でなしうることを明らかにした。DGCL を含む多くの会社法の傾向として、基本定款変更等の発議権をもつばら取締役会に認め、株主には認めない反面、付属定款変更等の権限を株主にも認める。ただし、DGCL § 113 は、いかなる内容の付属定款変更等も株主権限でなし

うることを認める趣旨ではないことに注意を要する⁴⁹⁾。

② 委任状勧誘に関する連邦証券規制は、すべての株主が平等で公平に議決権を行使することを保障する。ただし、株主による議決権行使手続を含む会社の統治機構には、主として州法および設立準拠法が適用されるため、連邦委任状勧誘規則は、公開会社の株主に対する完全な情報開示または投資者保護を主眼とする。Securities Exchange Act § 12が適用される会社 (registrant) にのみ適用され、Securities Exchange Act § 15(d) のみに基づき報告書の提出が要求される会社には適用されない。かつ Securities Exchange Act Rule 14a-1 (17 CFR § 240.14a-1) が定める勧誘 (solicitation) に該当する場合のみ、Securities Exchange Act 14(a) およびその下位規則 (Securities Exchange Act Rule 14a-3 through 14a-15 (17 CFR § 240.14a-3 through 14a-15)) が適用される。Rule 14a-1(l)(2) および Rule 14a-2 が連邦委任状勧誘規則の適用除外を定める。ただし、Rule 14a-1(l)(1)(iii) 中の “reasonably calculated” の解釈によって、委任状勧誘に該当するか否かが決まるため、この解釈を争点とする裁判が多い⁵⁰⁾。

Securities Exchange Act § 14(a) は、本来、経営陣が株主から委任状を勧誘する場合を想定した規定である。Securities Act of 1933 と同様に、Securities Exchange Act of 1934 は委任状に関する義務的な開示事項と詐欺防止責任を定める。委任状説明書 (proxy statement) および委任状 (proxy card) を被勧誘者となる株主達に送付する前に、委任状勧誘者は、SEC に対して Schedule 14A の定める予備の (preliminary) および最終的な (definitive) 委任状説明書を提出する義務がある。予備委任状説明書は、機密情報を示す印がないかぎり、SEC の EDGAR system によって開示され、インターネット経由での入手が可能となる。最終的な委任状説明書が SEC に提出されないかぎり、委任状勧誘を行うことはできない。理論的には、Rule 14a-6(b) によって、予備委任状説明書を提出した日から 10 日後に最終的な委任状説明書を提出して、SEC の承認を待たずに勧誘を開始できる。しかし、実際には予備委任状説明書に対して SEC が承認するのを勧誘者は待つ。予備委任状説明書を SEC

が承認した以上、後日 SEC および発行者の経営陣から、委任状説明書等に虚偽または誤解を招く記載があったとして、詐欺防止規定である Rule 14a-9 違反に基づく訴訟の提起を受けないとの保障はないが、一応、Rule 14a-9 違反がないと安心できるからである。Securities Exchange Act § 12 の適用される会社 (registrant) が委任状を勧誘する場合は、経営陣に反対する者が勧誘する場合に比べて、Schedule 14A の義務づける委任状説明書による開示事項が多い。

近年まで、委任状争奪戦は稀にしか行われなかった。連邦証券規制を遵守するための費用のほか、大株主を見つけ出すために膨大な費用を要することが原因である。

これに対して、委任状争奪戦を行いやすい環境づくりのための連邦証券規制が進められている。第 1 に、予備委任状説明書を提出する前に、会社提案とは完全に異なる取締役候補者案を提案する者には、Rule 14a-12 が口頭または書面による勧誘を認めている。その結果、経営陣に反対する者が、大株主を説得して現職の経営陣を退陣させることが現実的になった。

第 2 に、経営陣に反対する株主の要求に応じて、その株主による委任状勧誘資料 (proxy materials) をすべての株主に送付する義務、または基準日における株主名簿を要求した株主にその株主名簿の送付をする義務を、会社は負うが、送付費用を合理的な範囲で、株主名簿を要求した株主に請求できることを、SEC が Rule 14a-7 で規定している。このような状況に鑑み、2007 年に Rule 14a-16 (17 CFR § 240.14a-16) により、公開会社が任意に利用できる voluntary notice and access system が設けられた。発行者 (issuer) は、事業結合に関連しないかぎり、委任状勧誘資料 (委任状説明書、年次報告書および委任状用紙) をインターネットに掲載して、投資者による入手を可能な状態にする制度である。投資者に委任状をオンラインで作成させることもできる。発行者以外の委任状勧誘者にもほぼ同様に voluntary notice and access system の利用が認められている⁵¹⁾。

（4）-2 株主提案への対応

① 連邦証券規制において、付属定款の変更等を内容とする株主提案に限らず、一般に株主提案は、委任状勧誘ないし委任状争奪戦に比べて安価な手段である。Rule 14a-8（17 CFR § 240.14a-8）の定める要件を満たせば、株主による提案は経営陣による提案を記載した委任状説明書（proxy statement）と一体としてすべての株主に送付され、株主総会の決議に付される^{52）}。

従来、株主提案が株主総会で滅多に承認されることはなかったが、会社との交渉が開始し、または会社の方針を変更させる契機となったため、社会活動家が主に利用した。1990年代に機関投資家が敵対的買収防衛策を経営陣に利用させないために株主提案を行ったことから、これを委任状勧誘手続の誤用と考えた経営陣がSECに働きかけてRule 14a-8を改正させ、会社が株主提案を株主総会の目的から除外してよい事由（Rule 14a-8(i)）を定めた^{53）}。

この改正により、株主提案をする株主の資格の厳格化、同じ内容の提案が株主総会の目的となる頻度の制限、および州法によれば不適切な株主の行為として会社が完全に拒絶できる提案の範囲拡張が行われた。

経営陣による委任状説明書および投票用紙への株主提案の記載拒否自体は、その株主提案が州会社法上も不適切であることを意味しない。しかし、Rule 14a-8(i)(1)は、株主提案が「州法によれば不適切な株主の行為であること」を理由として経営陣が完全に拒絶できる旨規定する。たとえば、株主提案が、会社の設立準拠法に違反する場合である。そのため、拒絶できる提案の範囲に関して、株主と経営陣の双方から圧力を受けてRule 14a-8は何度も改正を重ね、多くの訴訟の争点となった^{54）}。

② 株主提案を会社の委任状説明書および投票用紙に記載しなくてよいか否かの判断に迷う経営陣は、SECのno-action letter processを利用する。株主提案に関する規則の解釈は、裁判所ではなく、SECがno-action letter processを通じて精緻化してきた。

No-action letterは、連邦証券規制に関する適切な解釈の先例とはなりえないが、説得力ある見解として扱われている。多くの場合、SECの一職員が作

成し、SEC 全体としての見解ではないが、作成にあたり SEC の指導を受けている。なお、SEC Staff Legal Bulletin Numbers 14A, 14B および 14C が、SEC の株主提案規則に関して、会社および株主にとって有益なガイドラインを提供している⁵⁵⁾。

株主提案が州法に違反しているか否かを SEC が照会すること (certified question) を認める州がある。たとえば Delaware 州では、憲法に基づき⁵⁶⁾、SEC が Delaware 州最高裁判所に対して照会することを認めていることから、付属定款変更の株主提案に関して利用した例がある。本稿 V.2.(3)および(4)で言及した CA, Inc. v. AFSCME Empls. Pension Plan は、SEC がこの制度を利用して上訴した例である⁵⁷⁾。

また、SEC 自体が Rule 14a-8(i)(1)の注で明示するように、株主提案が、経営陣に一定の行為をすることを強制せず、単に懇願または推薦する内容である場合には、通常、経営陣の委任状説明書への記載が認められる⁵⁸⁾。

③ 1990 年代後期に起きた Enron 事件等によって、取締役会による監督機能の停止等の取締役会段階における企業統治の重大な欠陥が明らかになった。それを契機に、株主は付属定款変更等によって取締役選任手続への関与を強めた。連邦政府も、2002 年に Sarbanes-Oxley Act を、2010 年に Dodd-Frank Act を制定して、公開会社 (publicly held corporation) の企業統治に直接的に多様な方法で介入した。特に、Dodd-Frank Act は、株主の議決権行使に焦点を当てた規定を含んでいる。株主提案に係る取締役候補者を直接会社の委任状説明書に記載することを許可する権限を Dodd-Frank Act § 971⁵⁹⁾によって授権された SEC が、株主提案に関連する Rule 14a-8(i)(8)および Rule 14a-11 を制定した。

④ 従来、株主が独自の取締役候補者を提案する場合、会社提案と同数の候補者を擁立して戦うことが認められていたが、費用が嵩むため稀であった。改正された Rule 14a-11 は、株主が独自の取締役候補者に関する委任状説明書の費用を負担せず、会社の委任状説明書に株主提案に係る取締役候補者を記載すること (proxy access) を認める。ただし、持株数 (3%) および保有

期間 (3年間) が proxy access のための要件として課され、かつ提案可能な候補者数は最少 1 名、最多でも取締役会の 25% であった。競合する株主提案がある場合には、この数を他の株主と分け合うことになる。

改正された Rule 14a-8(i) (8) は、proxy access を認める定款規定の導入を内容とする株主提案を、会社の委任状説明書 (proxy statement) に記載しなければならないことを明確にした⁶⁰⁾。さらに同 Rule 14a-8(i) (8) は、Rule 14a-11 の定める株主提案の手続要件を各会社が定款によって緩和することを許可する。たとえば持株要件を下げ、保有期間を短くしまたは提案可能な候補者数を増やす等の緩和が考えられる。

経営者団体は Rule 14a-11 に強く抗議した。Rule 14a-11 の有効性を争う訴訟 Business Roundtable v. SEC⁶¹⁾ を SEC に対して提起し、Rule 14a-11 を D.C. Circuit court が無効とした。Securities Exchange Act § 3(f) および Investment Company Act § 2(c) が SEC に対して命じる、効率性、競争および資本構成に対する Rule 14a-8 の効果を評価するための適切な cost/benefit analysis が行われていないとする旨の原告の主張が認められたことが理由である^{62) 63)}。

Rule 14a-11 が D.C. Circuit court によって無効とされた後、今度は、Rule 14a-8(i) (8) に基づき proxy access を認める定款規定の導入を会社が提案すること (proxy access bylaw) を嘆願する株主提案が行われた。

2013 年に Hewlett Packard では過半数の株主が proxy access bylaw 導入に賛成したことが注目される⁶⁴⁾。

⑤ CA v. AFSCME Employee Pension Plan 後、Delaware 州立法府は 2011 年に DGCL を改正し、DGCL § 112(6) により proxy access を認める付属定款変更を、株主提案でなしうることを明らかにした。つまり、DGCL は、定款に別段の定めがないかぎり、proxy access を認めない。そして proxy access を認める SEC rule が廃止されたため、DGCL § 112(6) および DGCL § 113 のみが Delaware 州法を準拠法とする会社において proxy access を認める根拠となっている⁶⁵⁾。なお、DGCL § 112(6) および DGCL § 113 も、CA v.

AFSCME Employee Pension Plan における Delaware 州最高裁判所の判断を覆す異例の立法だったとする見解もある⁶⁶⁾。

(5) 取締役会の対応

① 株主が基本定款または付属定款規定の制定を通じて企業を統治し、取締役会の説明責任を重くしようとする動きに対して、取締役会側は、activist による企業統治権行使を制限するひとつの手段として、付属定款の変更等を行った。多くの州法が付属定款変更等の権限を株主も取締役も有し、それぞれが他方の承認なくその権限行使を認めていることから、これが可能となる⁶⁷⁾。

② 取締役会が株主の統治権を制限するために最も利用するのは advance notice bylaw である。典型的な advance notice bylaw は、次回定時総会に取締役の選任議案等の提案を行う前に corporate secretary に通知することを義務づけ、通知すべき期間に制限を設けている。このような内容の付属定款を、Delaware 州裁判所は普及しているとし、かつ有効であるとの判断を頻繁に示している⁶⁸⁾。

この典型的な内容に加えて、株主の臨時総会招集権限の行使も対象とする advance notice bylaw がある。Mentor Graphics Corp. v. Quickturn Design Sys.⁶⁹⁾ は、臨時総会招集請求から総会会日まで 90 日ないし 100 日間の遅延が生じる内容の付属定款規定を許容範囲であるとの判断を示し、議決権行使前に株主が検討する時間を確保できることがその理由である。また、株主が取締役選任議案を提案する際に、取締役候補者に関する詳細な情報の開示を提案者たる株主と候補者本人に課し、株主による提案権行使を困難にする advance notice bylaw もある⁷⁰⁾。

なお、取締役会が設けた、株主合意 (written consent) を行う株主の能力を制限する付属定款規定に関して、Delaware 州裁判所は advance notice bylaw と扱いを異にしている。Datapoint v. Plaza Securities⁷¹⁾ は、株主合意を行うことが、基本定款に別段の定めがないかぎり制定法である DGCL § 228 が明

白に株主に付与した権利であることを理由に、株主合意の効力発生時期を決議から60日後とする、取締役会が導入した付属定款規定を無効とした。同時に、Datapoint v. Plaza Securities は、正当な資格保有者による客観的な検査が、株主合意の有効性に対して完了するまで、株主合意の効力発生を延期する付属定款を有効として認めている⁷²⁾。しかし、Delaware州最高裁判所は、Allen v. Prime Computer, Inc.⁷³⁾において、付属定款の定める検査期間が20日間に及ぶ場合には、制定法によって付与された株主の基本的権利を侵害しているとして、その定款を無効としている⁷⁴⁾。

その他、取締役会が導入した取締役の資格および株主総会可決要件を加重する付属定款規定の効力等が問題となっている。前者に関して、取締役の資格を不合理または不衡平に定めてはならないとするのがDGCLの立法趣旨だとすれば⁷⁵⁾、golden leash compensation arrangementの当事者である者に取締役資格がないとする付属定款の効力が、問題となる⁷⁶⁾。

後者に関して、Chesapeake Corp. v. Shore⁷⁷⁾では、当該付属定款規定の制定行為が同時に敵対的買収防衛策であったため、Unocal基準が適用され、定款を無効としていない⁷⁸⁾。

③ 取締役会による付属定款規定の制定行為または付属定款自体の効力を審査するにあたり、Delaware州裁判所は、第1に付属定款規定の内容が、外形的に (facially) 取締役会の法定の権限の範囲内か⁷⁹⁾、第2にその規定が制定または運用される状況において適切か⁸⁰⁾という観点から審査を行っている。

第1の観点は、DGCL § 109(b)が、付属定款には会社の事業、会社・株主・取締役・執行役または従業員に関連するいかなる事項をも規定してよいと規定し、かつDGCL § 141(a)が取締役会に一般的な会社の経営権を付与していることから、付属定款は容易に、外形的に有効と判断される。

第2の観点は、外形的に有効と判断された付属定款の、制定手続を含めた取締役会の行為が、特定の議論または取引との関連において、適切か否かの審査である。Delaware州裁判所は、経営判断原則よりも厳しい基準であるUnocal基準およびBlasius基準を適用してきた⁸¹⁾。また、第2の観点は事例

ごと (case specific) に判断される。たとえば, Hollinger International v. Black⁸²⁾ と Franz Manufacturing Co. v. EAC Industries⁸³⁾ では, 同様の内容の付属定款が問題となったが, 前者では無効とされたが, 後者では有効とされた。

定款による企業統治の適切性を事例ごとに裁判所が判断する方法は, Delaware 州裁判所による法生成の特長である。会社に導入される前の定款の有効性に関する審査を裁判所が敬遠する結果, 市場要因 (market forces) と株主による議決権行使に企業統治に関する定款の評価を任せることが可能となり, 司法判断の必要がなくなる。定款による企業統治の発展を市場の規律に任せると, 機関投資家, 議決権行使助言会社およびヘッジ・ファンドが, 企業統治に関する株主統治権への取締役会による侵害の程度を当然に評価し, 不満であれば次回の取締役選任決議において棄権を行い, majority voting を採用している会社の取締役にとって脅威となる。議決権行使助言会社およびヘッジ・ファンドが, 機関投資家に情報を提供し, かつ株主が集団行動による問題を克服するための助力をする市場仲介者 (intermediaries) としての役割を持つ。そのため, 株主統治権を侵害していると評価される付属定款を導入した取締役の再任について議決権行使助言会社が「棄権」を助言している場合, 同様の内容の付属定款を持つ他の会社の取締役が, その付属定款を廃止した例がある⁸⁴⁾。

(6) 州裁判所と州立法府の伝統的な手法と新傾向

(6)-1 州裁判所と州立法府の従来の方針

会社法分野において, 強行法的性質の規定を極力抑えた, 広範に授權的な構成を Delaware 州立法府は伝統的に採用してきた⁸⁵⁾。

同様に Delaware 州裁判所も, 各企業が行う統治改革に対して寛容な態度をとり, 市場要因を尊重して, 市場に各企業の統治改革を評価させてきた。大規模公開会社が Delaware 州を設立準拠法としていることに鑑みれば, 機関投資家の投資判断, アナリストによる取材, および議決権行使助言会社の助言を通じた市場の規律を尊重することはおそらく正当と考えられる。その

理由として、第1に、企業統治改革を裁判所が評価することは難しく、規制をすれば誤った規制となる可能性がある。第2に、授権的な規則のもとでは、ある企業統治改革がある企業の価値を増加させ、他の企業の価値を減少させることになる。第3に、同じく授権的な規則のもとでは、変化の速い経済社会に、企業構造を迅速に順応させることができず、政治的な対立が障害となって規制改革が滞る可能性がなくなる。

Delaware州法における企業統治改革の許容範囲を制限する場合も、立法によるのではなく、裁判所が事例ごとの判断を示すことによって行ってきた。たとえば、取締役会による poison pill の導入および内容に関して、許容できる条件ないし範囲を裁判所が示した^{86) 87)}。

(6)-2 Litigation bylaw と州裁判所の反応

近年、株主による訴訟（class action and derivative suit）濫用への対処として、3種類の付属定款（litigation bylaw）が考案された。第1種の exclusive forum bylaw は、1つの行為（transaction）に関して、複数の法域（jurisdiction）で訴訟が提起されることへの対策である。事前に1または複数の法廷地（forum）を許可する内容を持つ契約である。第2種の fee-shifting bylaw または loser-pays bylaw は、訴訟において敗訴した株主に被告の弁護士費用を負担させる内容を持ち、契約の性質がある。第3種の arbitration bylaw は、特定の請求を裁判ではなく仲裁に持ち込むことを義務づける内容を持つ。

第1種の exclusive forum bylaw は、それが認められる可能性を次席大法官 Laster が In re Revlon Inc. Shareholder Litigation⁸⁸⁾で示唆して以降、多数の企業において取締役会が導入した。反対する株主による訴訟が複数提起されたため、ほとんどの企業が訴訟を提起される前に exclusive forum bylaw を廃止した。Exclusive forum bylaw を維持した僅かな企業に属する Chevron および FedEx に対する訴訟において⁸⁹⁾、大法官 Strine が、exclusive forum bylaw に反対する株主が廃止する権利を有することを理由に、取締役会が DGCL § 109 に基づき導入できるとした。この付属定款規定は、会社と株主

との間の契約の性質を有すると解した⁹⁰⁾。Boilermakers Local 154 Ret. Fund v. Chevron Corp. 以降、再び exclusive forum bylaw を多数の上場企業および新規公開企業が取締役会の権限のみに基づき、株主の決議または合意を経ずに導入した⁹¹⁾。Delaware 州および Delaware 州以外の裁判所も、exclusive forum bylaw を尊重している⁹²⁾。

第2種の fee-shifting bylaw または loser-pays bylaw は、「会社が常に自己の応訴費用を負担する」というアメリカの伝統的なルール (American Rule) に反し⁹³⁾、かつ敗訴した株主に被告会社の弁護士費用を負担させるという経済的制裁を加えるため、物議を醸した。それにもかかわらず、Delaware 州最高裁判所は、ATP Tour, Inc. v. Deutscher Tennis Bund⁹⁴⁾において、ATP Tour, Inc. の fee-shifting bylaw を外形的に有効と認めた。その理由は、第1に DGCL およびその他の Delaware 州制定法が fee-shifting bylaw の制定を禁止していないこと、第2に当該付属定款規定が会社の訴訟の当事者間で訴訟のリスクを分配する内容を有し、そのことが、「会社の事業との関連性」という DGCL § 109(b) の定める付属定款規定の要件を満たしていること、および第3に取締役会が fee-shifting bylaw を導入することを common law の原則も禁止していないことである。DGCL § 102(a) も従っている、訴訟費用を訴訟当事者が自己負担するという American Rule に、当該付属定款規定が違反している点に関しては、付属定款が契約の性質を有しているため、契約当事者が訴訟費用に関する American Rule を契約により修正することが可能であるとしている⁹⁵⁾。

第3種の arbitration bylaw の有効性を直接示した判例はない。しかし、第1種の litigation bylaw つまり exclusive forum bylaw を認めた Boilermakers Local 154 Ret. Fund v. Chevron Corp. の理由づけ⁹⁶⁾、アメリカ合衆国最高裁判所が契約条項としての仲裁条項を支持していること⁹⁷⁾および Maryland REIT の付属定款中の mandatory arbitration clause に株主が服することを認めた Corvex Mgmt. LP v. Commonwealth REIT⁹⁸⁾等から、会社の付属定款規定としての arbitration bylaw を裁判所が有効と認めるとの推測が

ある。なお、SEC はたとえば 15 U.S.C. § 78cc(a) (2012) (Any condition, stipulation, or provision binding any person to waive compliance with any provision of this chapter or of any rule or regulation thereunder, or of any rule of a self-regulatory organization, shall be void.) 等を根拠に、過去には IPO 段階において mandatory arbitration clause を無効とする立場をとってきた⁹⁹⁾。確かに連邦証券規制に基づく株主等による集団訴訟 (class action) を減らす必要があり、その目的で Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA) が制定された。しかし、fee-shifting bylaw と同様に、株主等の集団訴訟および派生訴訟 (derivative suite) を実質的に無力化しまたは提起させなくすると予想される arbitration bylaw を取締役が一方的に導入できるとすれば、連邦証券規制および州会社法に基づく会社、取締役会または経営者に対する株主等の集団訴訟によって、小規模投資家および個人投資家が損害を回復できなくなるとの指摘がある。なお集団訴訟に代わる集団仲裁を認めない arbitration bylaw があることに注意を要する¹⁰⁰⁾。

(6)-3 Litigation bylaw と州立法府の対応

2015 年に Delaware 州立法府は、これらの litigation bylaw への対応策として法改正を行った。

第 1 種の exclusive forum bylaw への対応として、DGCL § 115 により、Delaware 州法を準拠法とする会社 (Delaware corporation) が、法廷地を限定する規定を基本定款または付属定款に置き、DGCL § 115(i) の定める internal corporate claims に関する訴訟の法廷地を Delaware 州に限定する権限を付与した。同時に、Delaware 州を準拠法とする会社が、Delaware 州以外の州のみを法廷地とする定款規定を禁止した。

第 2 種の fee-shifting bylaw または loser-pays bylaw への対応として、Delaware 州立法府は、DGCL § 102(f) および DGCL § 109(b) によって、Delaware 州を準拠法とする会社が、internal corporate claims に関する訴訟に関連して、株主に責任を課す基本定款または付属定款を導入することを禁止

した¹⁰¹⁾。

2015年 DGCL 改正は、会社法に対する同州の伝統的な対応とは異なり、前例のない内容であった。第1に、判例によって徐々に事案ごとに会社の統治機構改革を行う伝統的な方法ではなく、立法による広範な改正ないし干渉である。第2に、会社が独自に私的秩序を形成することを litigation bylaw に関しては禁止している。そのため、2015年 DGCL 改正の目的如何をめぐり議論が行われている¹⁰²⁾。

しかし、Delaware 州立法府は、伝統的な立場を維持していると理解することができる¹⁰³⁾。なぜなら、Delaware 州法を準拠法とする会社に、Delaware 州裁判所での訴訟追行をする権利の維持を強制することで、Delaware 州法を利用したい会社には全般的な Delaware 州法の利用を立法府が命じていると思われる¹⁰⁴⁾。つまり市場の規律 (market discipline) と裁判所による監督によって、企業独自の統治機構改革を制御する構造を維持することが、2015年 DGCL 改正の理由であって、株主の権利または取締役会の経営権への実質的制限とは無関係な改正と理解されるべきだからである¹⁰⁵⁾。

注

- 1) 拙稿「アメリカ法における定款による敵対的買収防衛 (1)」南山法学 40 卷 2 号 (2017) 4 頁。
- 2) Marcel Kahan & Edward B. Rock, Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions as Precommitment, 152 U. of Penn. L. Rev. 473, 473, 477 (2003).
- 3) *Id.* at 474–477, 480–489.
- 4) たとえば、年齢、特定の経験の要求すること。

DGCL § 141(d) Directors need not be stockholders unless so required by the certificate of incorporation or the bylaws. The certificate of incorporation or bylaws may prescribe other qualifications for directors.

- 5) DGCL § 141(a) The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation. If any such provision is made in the certificate of incorporation, the powers and duties conferred or imposed upon the board of directors by this chapter shall be exercised or performed to such extent and by such person or persons as shall be provided in the certificate of incorporation (emphasis added).

- 6) Kahan & Rock, *supra* note 2 at 476, 493–496.
- 7) *Id.* at 496.
- 8) Centaur Partners, IV v. Nat'l Intergroup, Inc., 582 A.2d 923, 928 (Del. 1990); Berlin v. Emerald Partners, 552 A.2d 482, 488 (Del. 1989).
- 9) Quickturn Design, Inc. v. Shapiro, 721 A.2d 1281 (Del. 1998).
- 10) Williams v. Geier, 671 A.2d 1368, 1376 (Del. 1996).
- 11) Kahan & Rock, *supra* note 2 at 497–499.
- 12) Lucian Arye Bebchuk, John C. Coates IV & Guhan Subramanian, The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy, 54 Stan. L. Rev. 887, at 890 (2002).
- 13) Blasius Industries v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).
- 14) MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d 1118 (Del. 2003).
- 15) Kahan & Rock, *supra* note 2 at 509–513.
- 16) 拙稿「アメリカ法における定款による敵対的買収防衛（4）」南山法学 43 卷 3・4 号（2020）215–222 頁。
- 17) MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d 1118, 1123 (Del. 2003).
- 18) Kahan & Rock, *supra* note 2 at 514.
- 19) Blasius Industries v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).
- 20) Kahan & Rock, *supra* note 2 at 514–515.
- 21) Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc., 283 A.2d 852 (Del. Ch. 1971).
- 22) Kahan & Rock, *supra* note 2 at 515–522.
- 23) Jill E. Fisch, The New Governance and the Challenge of Litigation Bylaws, 81 Brooklyn L. Rev. 1637, 1641 (2016).
- 24) Steven N. Kaplan, The Evolution of U.S. Corporate Governance, We Are All Henry Kravis Now, 7 U. of Chi. J. Private equity 5–6 (1997); FRANK EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHER, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 171–174 (1991).
- 25) John C. Coffee, Jr., Regulating the Market for Corporate Control, 84 Colum. L. Rev. 1145, 1152 (1994).
- 26) Fisch, *supra* note 23 at 1637, 1642–1645.
- 27) *Id.* at 1644.
- 28) Mathew D. Cain, Jill E. Fisch, Sean J. Griffith & Steven Davidoff Solomon, How Corporate Governance Is Made: The Case of the Golden Leash, 164 U. PA. L. Rev. 649, 657–658 (2016); Fisch, *supra* note 23 at 1639–1640, 1648–1652.
- 29) Fisch, *supra* note 23 at 1635, 1681; JESSE H. CHOPER, JOHN C. COFFEE, JR. & RONALD J. GILSON, CASES AND MATERIALS ON CORPORATIONS (8TH ed. 2013) 671; David Skeel, The Bylaw Puzzle in Delaware Corporate Law, 72 The Business Lawyer 3.

- 30) Omari Scott Simmons, Taking the Blue Pill: The Imponderable Impact of Executive Compensation Reform, 62 SMU L. Rev. 299 (2009); Fisch, *supra* note 23 at 1644–1645.
- 31) International Brotherhood of Teamsters General Fund v. Fleming Cos. Inc., 975 P. 2d 907 (Okla. 1999).
- 32) e.g. N.J. Bus. Corp. Act § 14A:7-7 (2007); N.Y. Bus. Corp. Law § 505(2)(i) (2007).
- 33) Lawrence A. Hamermesh, Corporate Democracy and Stockholder – Adopted By-Laws: Taking Back the Street?, 73 Tulane L. Rev. 409, 428–433 (1998); John C. Coffee, Jr., The Bylaw Battlefield: Can Institutions Change the Outcome of Corporate Control Contest?, 51 U. Miami L. Rev. 605, 613–616 (1997); Brett H. McDonnell, Shareholder Bylaws, Shareholder Nominations, and Poison Pills, 3 Berkeley Bus. L. J. 205 (2005); Fisch, *supra* note 23 at 1646; Choper et al., *supra* note 29 at 672.
- 34) Fisch, *supra* note 23 at 1647.
- 35) 会社の委任状に株主提案に係る取締役候補者を記載すること。
- 36) 取締役選任を、従来の最多得票制ではなく、過半数票で決する制度。DGCL § 216に基づき、取締役選任決議の定足数（ただし、下限は当該決議において行使しうる総議決権の1/3以上でなければならない。）および可決要件を基本定款または付属定款で定め、かつ株主が導入した可決要件に関する付属定款規定を取締役会が変更してはならない旨を定める。
- 37) DGCL § 211(d)は、臨時株主総会の招集権者を取締役会、または基本定款もしくは付属定款で定めた者としている。Stengel v. Rotman, C.A. No. 18109, slip op. at 14 (Del. Ch. Feb. 26, 2001).
- 38) 取締役候補者に必要とされる特定の知識経験、独立性、退任年齢、任期制限等。DGCL § 141(b)は、基本定款または付属定款により、取締役に必要とされる資格、適性および技能を定めることを認める。
- 39) 株主提案による取締役候補者が、選任された場合に、会社の組織改革またはその他の株主価値増加に尽力するよう設計された報酬制度。
- 40) Fisch, *supra* note 23 at 1648–1652.
- 41) Dodd-Frank Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L. No. 111–203, § 972, 124 Stat. 1376, 1915 (2010) (codified as amended at 15 U.S.C. § 78n-2 (2012)).
- 42) Diceon Electronics v. Calvary Partners, L. P., Civ. Action. No. 11862, 1990 Del. Ch. LEXIS 209 (Del. Ch. Dec. 27, 1990); Gen. Data Comm Indus., Inc. v. Wisconsin Investment Board, 731 A.2d 737, 738 (Del. Ch. 2006); Bebhuk v. CA Inc., 902 A.2d 737, 738 (Del. Ch. 2006).
- 43) CA v. AFSCME Employee Pension Plan, 953 A.2d 227, 239–231 (Del. 2008).
- 44) Fisch, *supra* note 23 at 1660.

- 45) *Gorman v. Salamone, CA.*, No. 1083-VCN, 2015 Del. Ch. LEXIS 202 (Del. Ch. July 31, 2015).
- 46) STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 814–815, 832, 838 (5TH ed. 2019).
- 47) *CA, Inc. v. AFSCME Emps. Pension Plan*, 953 A.2d 227 (Del. 2008).
- 48) 拙稿「アメリカ法における定款による敵対的買収防衛 (3)」南山法学 42 卷 3・4 号 (2019) 304 頁参照。
- 49) Fisch, *supra* note 23 at 1660; THOMAS LEE HAZEN, 2 *TREATISE ON THE LAW OF SECURITIES REGULATION* § 10:34 at 20, § 10:35 at 25 (7TH ed. rev. 2016).
- 50) CHOI & PRITCHARD, *supra* note 46 at 816–817; HAZEN, *supra* note 51 § 10:05 at 728–731; CHOPER ET AL., *supra* note 29 at 644–645.
- 51) CHOI & PRITCHARD, *supra* note 46 at 817–821, 823, 832–836; CHOPER ET AL., *supra* note 29 at 634–646; SEC Securities Exchange Act Release No. 34-56135 (2007).
- 52) THOMAS LEE HAZEN, 3 *TREATISE ON THE LAW OF SECURITIES REGULATION* § 10:28–10:63 (7TH ed. rev. 2016).
- 53) 17 CFR 240.14 Rule 14a-8 (2020) (i) Question 9: If I have complied with the procedural requirements, on what other bases may a company rely to exclude my proposal? (1) Improper under state law: If the proposal is not a proper subject for action by shareholders under the laws of the jurisdiction of the company's organization;

Note to paragraph (i) (1): Depending on the subject matter, some proposals are not considered proper under state law if they would be binding on the company if approved by shareholders. In our experience, most proposals that are cast as recommendations or requests that the board of directors take specified action are proper under state law. Accordingly, we will assume that a proposal drafted as a recommendation or suggestion is proper unless the company demonstrates otherwise.

(2) Violation of law: If the proposal would, if implemented, cause the company to violate any state, federal, or foreign law to which it is subject;

Note to paragraph (i) (2): We will not apply this basis for exclusion to permit exclusion of a proposal on grounds that it would violate foreign law if compliance with the foreign law would result in a violation of any state or federal law.

(3) Violation of proxy rules: If the proposal or supporting statement is contrary to any of the Commission's proxy rules, including § 240.14a-9, which prohibits materially false or misleading statements in proxy soliciting materials;

(4) Personal grievance; special interest: If the proposal relates to the redress of a personal claim or grievance against the company or any other person, or if it is designed to result in a benefit to you, or to further a personal interest, which is not

shared by the other shareholders at large;

(5) Relevance: If the proposal relates to operations which account for less than 5 percent of the company's total assets at the end of its most recent fiscal year, and for less than 5 percent of its net earnings and gross sales for its most recent fiscal year, and is not otherwise significantly related to the company's business;

(6) Absence of power/authority: If the company would lack the power or authority to implement the proposal;

(7) Management functions: If the proposal deals with a matter relating to the company's ordinary business operations;

(8) Director elections: If the proposal:

(i) Would disqualify a nominee who is standing for election;

(ii) Would remove a director from office before his or her term expired;

(iii) Questions the competence, business judgment, or character of one or more nominees or directors;

(iv) Seeks to include a specific individual in the company's proxy materials for election to the board of directors; or

(v) Otherwise could affect the outcome of the upcoming election of directors.

54) *CHOPER ET AL.*, *supra* note 29 at 658; *HAZEN*, *supra* note 49 § 10:26 at 767.

55) U.S. Securities Exchange Committee, Division of Corporation Finance: Staff Legal Bulletin No. 14A, <https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb14a.htm>; No. 14B, <https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb14b.htm>; No. 14C, <http://www.sec.gov/interps/legal/cfslb14c.htm> (last visit Jun 27, 2020); *HAZEN*, *supra* note 52 § 10:27 at 6.

56) § 11(8) of Article IV of the Delaware Constitution, Del. Const. Art. 4, s 11 and Del. Sup. Ct. R 4 (2020).

57) *HAZEN*, *supra* note 52 § 10:37 at 37; *CA, Inc.*, 2008 WL 2568454 (2008).

58) *Id.* § 10:27 at 3–4, § 10:32 at 13, § 10:34 at 23.

59) 15 U.S.C. § 78n (2012).

60) Facilitating Shareholder Director Nominations, Exchange Act Release No. 33-9136, 99 S.E.C. Docket 439 (Nov. 15, 2010).

61) *Business Roundtable v. SEC*, 647 F.3d 1144 (D.C. Cir. 2011).

62) *Id.* at 1146.

63) *Business Roundtable v. SEC*, 647 F.3d at 1649; *CHOPER ET AL.*, *supra* note 29 at 646–648; *Skeel*, *supra* note 29 at 7; Mark J. Roe, *The corporate Shareholder's Vote and Its Political Economy*, in *Delaware and in Washington*, 2 *Harv. Bus. L. Rev.* 1, 11 (2012).

64) *CHOI & PRITCHARD*, *supra* note 46 at 854–855.

- 65) Fisch, *supra* note 23 at 1660; Skeel, *supra* note 29 at 8.
- 66) Skeel, *supra* note 29 at 7, 10.
- 67) 拙稿「アメリカ法における定款による敵対的買収防衛 (3)」南山法学 42 巻 3・4 号 (2019) 302-305 頁。
- 68) Lawrence A. Hamermesh, Director Nominations, 39 Del. J. Corp. L. 117, 136 (2014).
- 69) Mentor Graphics Corp. v. Quickturn Design Sys., 728 A.2d 25, 39 (Del. Ch. 1998).
- 70) Hamermesh, *supra* note 70 at 143.
- 71) Datapoint v. Plaza Securities, Co., 496 A.2d 1031, 1033 (Del. 1985).
- 72) *Id.* at 1036.
- 73) Allen v. Prime Computer, Inc., 540 A.2d 417, 421 (Del. 1988).
- 74) Fisch, *supra* note 23 at 1654-1655.
- 75) Del. Gen. Corp. Law Comm., Commentary on Legislative Proposals, 127TH 2d Sess., at 2. (1974).
- 76) Matthew D. Cain, Jill E. Fisch, Sean J. Griffith & Steven Davidoff Solomon, How Corporate Governance Is Made: The Case of the Golden Leash, 164 U. Pa. L. Rev. 649, 653 (2016).
- 77) Chesapeake Corp. v. Shore, 771 A.2d 293 (Del. Ch. 2000).
- 78) Fisch, *supra* note 23 at 1653-1658, 1661-1663.
- 79) ATP Tour, Inc. v. Deutscher Tennis Bund, 91 A.3d 554, 557 (Del. 2014).
- 80) ATP Tour, Inc. v. Deutscher Tennis Bund, 91 A.3d 554; Schnell v. Chris-Craft Indus., 285 A.2d 437, 439 (Del. 1971).
- 81) Moran v. Household International, 500 A.2d at 1357; Boilermaker Local 154 Ret. Fund v. Chevron Corp., 73 A.3d 934, 949 (Del. Ch. 2013); ATP Tour, Inc. v. Deutscher Tennis Bund, 91 A.3d 554, 558.
- 82) Hollinger International v. Black, 844 A.2d 1022, 1080 (Del. Ch. 2004).
- 83) Franz Manufacturing Co. v. EAC Industries, 501 A.2d 401 (Del. 1985).
- 84) Fisch, *supra* note 23 at 1662-1665. 株主の集団行動による問題 (collective action problem) とは、株主の議決権が企業統治において効果的な monitoring 機能を持つことを、会社法および連邦委任状規則の理論が前提としているが、株主が実際には効果的に議決権を行使しないことをいう。委任状説明書を読む等、情報を十分に得た上で議決権を行使する cost を株主が負担することから、ゲーム理論における囚人のジレンマと同様の状況があるため、株主全体の利益のために行動することができず、株主の合理的無関心 (rational apathy of shareholders)、および個人株主にはただ乗りへの誘惑 (temptation of individual shareholders to take a free ride) があり、非支配株主である大株主と少数株主との間で、体系的搾取問題 (systematic exploitation of the large by the small)、および資源配分効率 (allocative efficiency) の問題があると指摘されている。ROBERT CHARLES CLARK, CORPORATE LAW 389-394

- (1986); JEFFERY D. BAUMAN, ELLIOT J. WEIS & ALAN R. PALMITER, CORPORATIONS LAW AND POLICY 476–480 (15TH ed. 2003).
- 85) Leo Strine, Jr., The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face, 30 Del. J. Corp. L. 673, 674 (2005).
- 86) Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc., 16 A.3d 48, 54–55 (Del. Ch. 2011); Moran v. Household Int’l, Inc., 490 A.2d 1059, 1076 (Del. Ch. 1985); Quickturn Design Systems v. Shapiro, 721 A.2d 1281, 1281–1283 (Del. 1998).
- 87) Fisch, *supra* note 23 at 1671–1673.
- 88) In re Revlon Inc. Shareholder Litigation, 990 A.2d 940, 960 (Del. Ch. 2010).
- 89) Boilermakers Local 154 Ret. Fund v. Chevron Corp., 73 A.3d 934, 937 (Del. Ch. 2013).
- 90) *Id.* at 937, 953, 956.
- 91) Roberta Romano & Sarath Sanga, The Private Ordering Solution to Multiforum Shareholder Litigation 14 Journal of Empirical Legal Studies 31, 31–78 (2017).
- 92) Roberts v. TriQuint Semiconductor, Inc., 364 P.3d 328, 337–338 (Or. 2015); Providence v. First Citizens Banc Shares, Inc., 99 A.3d 229, 234–235 (Del. Ch. 2014).
- 93) Sean J. Griffith, Correcting Corporate Benefit: How to Fix Shareholder Litigation by Shifting the Doctrine on Fees, 56 B.C.L. Rev. 1, 6 (2015); Skeel, *supra* note 29 at 3.
- 94) ATP Tour, Inc. v. Deutscher Tennis Bund, 91 A.3d 554, 555 (Del. 2014).
- 95) *Id.* at 558.
- 96) Boilermaker Local 154 Ret. Fund v. Chevron Corp., 73 A.3d 934.
- 97) American Express Co. v. Italian Colors Restrant, 133 S. Ct. 2304, 2311 (2013).
- 98) Case No. 24-C-13-001111, 2013 Md. Cir. Ct. LEXIS 3 (Md. Cir. Ct. May 8, 2013).
- 99) Ralph C. Ferrara & Stacy A. Puente, Holding IPOs Hostage to Class Actions: Mandatory Arbitration Clauses in IPOs, 9 SEC. LITIG. REP. 1, 4 (2012).
- 100) David H. Webber, Shareholder Litigation Without Class Actions, 57 Aris, L. Rev. 201, 204–211, 265–266 (2015); Fisch, *supra* note 23 at 1665–1669.
- 101) Fisch, *supra* note 23 at 1669–1670.
- 102) *Id.* at 1673–1678; Skeel, *supra* note 29 at 1.
- 103) Skeel は、Delaware 州立法府が 2015 年 DGCL 改正によって litigation bylaw に関する判例を直ちに覆したことは異例なことだと論じる。Skeel, *supra* note 29 at 26–29.
- 104) Fisch, *supra* note 23 at 1678; Skeel, *supra* note 29 at 26.
- 105) Fisch, *supra* note 23 at 1680–1681.