

アメリカにおける会社の支配権取得と取締役の行為規制

クオン
権

ハン
鍾

ホ
浩

目次

第一章 序論	120
第一節 はじめに	120
第二節 考察の方法と順序	121
第二章 アメリカにおけるテイクオーバーの理論	124
第一節 テイクオーバーの増加とその背景	124
第二節 テイクオーバーの動機とその機能	125
第一款 基本的視座	125
第二款 無能経営者理論	126
第三款 相乗収益理論	127
第四款 過小評価株式理論	127
第五款 企業規模拡大理論	129
第三節 私見	130
第三章 テイクオーバーにおける対象会社の経営者の行為規制	133
第一節 テイクオーバーの影響	133
第二節 テイクオーバーにおける対象会社の取締役の役割	135
第一款 経営者受身的行為理論（受身的行為ルール）	135
第二款 経営者競売人理論（競争ルール）	136
第三款 確拒理論（Just Say Noルール）	138
第三節 判例の展開	139
第一款 経営者の対抗行為と経営判断の法則	139
第二款 Delaware州における判例の展開	140
第四節 小括	143
第四章 日本法への示唆	147
第一節 結びのための基本的視座	147
第二節 機関権限分配秩序説の限界	148
第三節 結語	149

第一章 序 論

第一節 はじめに

株式会社は、企業活動を通じて利益を得てその利益を株主に配当するのが第一の目的とする。従って、経営者はより多い配当を株主に回すために、会社の利益を極大化しようとし、そのために、経営者は度々非効率的な営業の処分や企業結合のような方法を利用する。このような方法のうち、会社の機関権限の分配秩序や会社の構造に最も密接かつ重要な関連を有するのが企業買収 (M & A) である。

企業買収の概念は、論者により様々に使われているが、一般に認められているのは、株式の保有、資本参加、資産の取得を通じる対象会社の支配権の取得を目的とする取引というものである*1。このように企業買収の概念が会社支配権の取得を最も重要な要因とするのは、買収者が対象会社の支配権を自分の手に入れたときに初めて企業買収の目的の実現が可能になるからである。この点で企業買収は会社の支配権取得行為 (テイクオーバー、takeover) と同様の概念といえる。

企業を買収する方法については、通常の場合、買収会社側は対象会社の経営者の協力を求め、その協力の下で合併や営業譲渡のような方法を利用するが、そのような経営者の協力を得られない場合には、公開買付や委任状勧誘のような方法を利用することになる。一般的に、対象会社の経営者の協力の下でなされる企業買収を友好的企業買収といい、経営者の協力なしになされる企業買収を敵対的企業買収という。

これまで、日本においては、友好的企業買収が圧倒的多数であり、敵対的企業買収は数えるほどしかない*2。この原因については様々なものがあるが、そのうち、株式の持合いによる「安定株主 (企業系列) の存在」と買収者側に不利な「法律制度」がしばしば指摘されてきた*3。これらの要因は、結果的に、日本において敵対的企業買収が行われにくい環境を作って、日米を中心とする国際関係においては、貿易摩擦に続き投資

摩擦の問題にまで発展させた一方、他方では、効果的な規制手段がなかった高値肩代わり目的の買占が**頻発する間接的な原因にもなった。

このような状況を背景にして、最近、一連の証券取引法の改正が実施されたが、そのうち、敵対的企業買収と関連して特に注目を浴びたのは、「公開買付制度の改正」と「株式等の大量保有の状況に関する開示に関する法律 (5%ルール) の導入」であった。というのは、これらの改正法は、敵対的企業買収のための方法のうち、迅速性や成功可能性という側面で、最も効率な手段である「公開買付 (tender offer)」と「相対取引による支配株式の取得」をその規制の直接の対象としているからである。

企業買収が頻繁に行われているアメリカの通常の例から見れば、敵対的企業買収 (以下、論述の便宜上、敵対的企業買収をテイクオーバーと略称する) は、対象会社の経営者の反対のため友好的企業買収 (以下、友好的テイクオーバーと称する) に失敗した場合に、直接株主を相手として公開買付の形態で行われるから、公開買付制度に関する規制の形態は、テイクオーバーの成否に重要な影響を及ぼすようになる。この点と関連して、今回の証券取引法の改正は、今後の日本のテイクオーバー市場に次の三つの点で重要な影響を及ぼすと思われる。

第一は、公開買付の事前届出制度を廃止し、公開買付の勧誘と同時に公開買付を開始することができるようにすることによって (証取法二七条の三第一項・二項)、証券取引法上の不利益のため買付者がテイクオーバーに失敗する可能性はほぼなくなったということである (中立性の原則の導入)。第二は、買付後の所有比率が発行済株式総数の三分之一を越えるとき、原則的に公開買付が強制されることによって (証取法二七条の二第一項四号)、相対取引を通じた会社の支配権の取得は事実上不可能になったということである (強制的公開買付制度の導入)。第三は、短期の株式大量譲渡については、譲渡の相手方と対価に関する事項を特別に記載した変更報告書の提出の義務が、譲渡

人に負わせられることによって（証取法二七条の二五第一項・二項）、高値肩代り目的の買占めと違法な会社側の防戦買いに様々な困難が生じると予想されるということである*5。

このように、テイクオーバーの場面において従来買付者に不利に作用してきた法律上の要因が今度の改正法によって除去され、しかも株主の保護のための様々な規定と共に強制的公開買付制度が設けられることによって、今後公開買付制度を通じたテイクオーバーの増加が予想されるといえよう。

ちなみに、もう一つのテイクオーバーの制約要因である株式の相互保有も、株価の長期低迷や株式の時価発行の定着や機関投資家の投資形態の変化などによってはその変容が十分に予想されるので、今後とも相変わらずテイクオーバーに対する制約要因として機能するかどうかは疑問と思われる。

このような状況の下で、テイクオーバーに関して様々な経験を持っているアメリカにおける諸理論の検討は有意義と思われるので、本稿では、特にテイクオーバーにおける対象会社の経営者の行為規制につき、アメリカの学説や裁判例をまず検討し、これを踏まえて現在日本でこの問題と関連して主に議論されている、防衛手段としての第三者割当増資について若干の新たな解釈論的考察を試みたい。

第二節 考察の方向と順序

通常、テイクオーバーは友好的テイクオーバーが対象会社の経営者の反対によって挫折された場合に行われるから、経営者の抵抗を乗り切ってテイクオーバーを成功させるためには、買収側は市場価格を遙かに上回る価格（プレミアム）で公開買付をすることになる。従ってテイクオーバーは、対象会社の株主には高い値段で株式を売却する機会を提供するが、経営者にはその地位から追い払われる脅威を課することになる。そこで、通常の場合、株主はテイクオーバーに対して好意的である反面、経営者は頑強に抵抗する。

テイクオーバーにおいて、このような「経営者

と買収側との関係」及び「経営者と株主との関係」を一般的に「本質的利益相反関係」と呼び、この問題を巡る議論がテイクオーバーにおける対象会社の経営者の行為規制に関する議論の核心をなしてきた。このように、テイクオーバー局面における経営者の利益相反の問題は本質的という点で、「テイクオーバー局面において経営者の介入は原則的に許されない」という見解が相当な説得力をもって主張されてきた。このような見解は、最近日本で有力に主張されており*6、アメリカでも通説的な地位を占めている。

ところで、「買収側と株主との関係」も突き詰めてみれば、両者の間にも相当な利害の対立が見られる。というのは、買収側はテイクオーバーからより多くの利益を得るためにできる限りテイクオーバーのコストを節約しようとするが、対象会社の株主は、その反対により多くのプレミアムを得ようとするからである。

通常、買収側にはテイクオーバーをかける時期や方法に関する選択権があるのみならず、情報面においても対象会社の株主に比べて相対的に優越的な地位にあるから、そのようなギャップを埋め合わせるような処置が採られない限り、対象会社の株主の利益は買収側の利益によって犠牲とされやすく、それ故に、買収側と株主との間の対立は、ほとんどの場合、買収側の勝利で終わる。

従って、論者によっては、このような劣悪な対象会社の株主の地位を埋め合わせる手段として、あるいは株主の利益を保護する手段として、対象会社の経営者の介入を正当化しようとする。このような見解は、テイクオーバーの弊害がしばしば指摘されているアメリカで最近有力に主張されている。しかし、日本ではこのような主張はさほど見られない*7。

かように、テイクオーバーの局面には、経営者の介入を許さない「経営者の利益相反」の問題と経営者の介入を許す「株主の利益保護」の問題が錯綜することを鑑みれば、これらの問題のうちいずれの一つの問題だけを取り上げて議論の対象とするのは、極めて危険な考え方であり、むしろテ

イクオーバーにおける対象会社の経営者の行為規制を論じるときには、経営者の利益相反の問題を、株主の利益保護という問題といかに整合性を保たせながら合理的に規制するかということに焦点を絞るべきではないかと考えられる。

このような観点から、現在日本で「イクオーバーにおける対象会社の経営者の行為規制」という問題を巡って議論されている学説について概略的に検討すれば、以下の如くである。

これまで、日本ではアメリカ型のイクオーバーはほとんどなかったという事実と、その代わりに高値肩代わり目的の買占が圧倒的多数であったという事実によって、対象会社側の対応手段も、事前予防的次元での安定株主の工作の外には、買占者の要求に応じて高い値段で買占者からその株式を買取るとか、それとも経営者に友好的な者に割当増資をすることによって買占者の持分比率を減少させるとかの方法が主に使われてきた。そこで、「イクオーバーにおける対象会社の経営者の行為規制」という問題に関する議論も、このような事実に影響を受けて、主に会社の支配権を巡って株主の間で争いがあるときを前提として、このときになされた第三者割当増資を中心としてなされてきた。すなわち、会社の支配権を巡って株主の間で争っているうちに第三者割当増資なされたとき、いかなる経営者の意図ないし行為が、商法二八〇条ノ一〇の不正な方法による新株発行に当たるかという形で議論されてきた。

これまでの通説や判例は、イクオーバー的な状況で（会社の支配権を巡って争いがあるとき）なされた第三者割当増資が経営者の個人的利益によるものかどうか（経営者の個人的利益の介入の有無）によって、その公正性ないし正当性を検証する立場を取りながらも、経営者の個人的利益の介入の有無については会社の正当な事業目的（例えば、資金調達）をもって判断してきた^{*8}。その結果、いかなる企業であれ、正当な事業目的を持っており事業を営む以上、資金需要は常存する事実と相まって、経営者の地位維持の目的が強く疑われる第三者増資までもほとんどの場合正当化され

てしまう。

従ってこれらの見解は、イクオーバーの局面において事実上経営者の介入を無制限に許すことによって、イクオーバーの局面に本質的に内在する「経営者の利益相反」の問題をほぼ無視してしまったといえよう。

これに対して、「経営者の利益相反」の問題を、会社の機関はその機関ごとに固有の権限を持っているという、いわゆる機関権限の分配秩序という観点で解決しようとする学説が最近有力に主張されている。すなわち、機関権限分配秩序説は^{*9}、「株主は会社の実質的な所有者であり、取締役は株主の授権に基づいて会社の経営権を有するにすぎない以上、誰が会社を支配すべきかを決めるのは株主の意思であり、取締役が判断しうることではない」あるいは「株主に対して善管注意義務（商法二五四条第三項、民法六四四条）と忠実義務（商法二五四条の三）を負っている取締役が、株主の間に会社の支配権を巡って争いがあるときに、特定の株主に第三者割当増資をするのは、機関の権限分配秩序に基づく機関の中立性の原則に反する^{*10}」という理由で、イクオーバー局面においては経営者の介入を許してはならないとしている。かように右の見解は経営者の介入を禁止するから、イクオーバー局面における経営者の利益相反の問題を容易に解決することができるといえよう。

しかし、筆者はこのような見解に対して少なからぬ疑問を持っている。

第一は、この類の理論の多くは、イクオーバーを会社支配権の取得のための株主間の利害対立と理解しており、イクオーバーの局面で経営者の介入を禁止する理由ないし根拠を取締役は争う双方に対して善管注意義務や忠実義務を負っているということに求めているが^{*11}、公開買付の買付者や高値肩代り目的の買占者を株主と考え、これらにも取締役は善管注意義務や忠実義務に負っているといえようかという疑問である。第二は、イクオーバーの局面において経営者の介入（つまり経営者による対抗措置）を禁止する主張がより大きな説得力を得るためには、イクオー

バーが株主・会社ひいては社会全体の利益に有益なものであるときであろうが、今後日本でいかなるタイプのテイクオーバーが行われるかは予想しえず、しかも高値肩代り目的の買占めが圧倒的に多い現実に照らすと、「機関権限の分配秩序」や「経営者の利益相反の問題」のみを重んじて、経営者の介入を禁止するのが果たして妥当かという疑問である。

第三は、前述したように今後日本でもテイクオーバーが増加する可能性が十分に考えられる状況からすれば、否定的なテイクオーバーを阻止しうる立法的な措置が皆無である日本で、事実上の対抗措置として役割をしてきた株式相互保有も何らかの理由により崩壊した場合を想定すると、このような見解は結果的に防衛手段のみを無くすようになるのではないかという疑問である。

そこで本稿では、以上の三つの疑問を基礎として、前述した「経営者の利益相反の問題」と「株主の利益保護」という視点から、「テイクオーバーにおける対象会社の経営者の行為規制」を論ずることとする。以下、第二章では、テイクオーバーが広く行われているアメリカにおけるテイクオーバー（が行われる理由）に関する議論を概観する。このような作業により、対抗措置は果たして許されるべきかといった問題、ひいてはテイクオーバーに関する規制のあり方とその方法を決定するにおいて有益な示唆が得られると思う。これらを踏まえた上で、第三章では、アメリカにおける対象会社の経営者の行為規制に関する議論と最近の判例の分析を行う。最後に第四章では、以上の考察が日本法に与える示唆について論じながら、前述の三つの疑問点に対する若干の提言を試みたい。

注)

(1) 企業買収 (M & A) 概念に関する諸学説を紹介すれば、次のようである。神崎克郎：企業が他の既存企業をその支配下に置く取引；「企業買収」商事法務一二五九号二頁(1991)。森本滋：支配権の変動行為；「企業買収にかかる行為規制」商事法務一二五九号一五頁。加納孝彦：経営資源に関する支配権の

移転を特徴とする経済行為；「わが国企業買収の現象と動向」商事法務一一四五号二頁(1988)。Vagts：議決権に関する支配権を当事者一方から他方に移転させる取引；Basic Coporation law (Materials Cases Text), at 686 (3th Ed. 1989)。Black's Law Dictionary：会社の支配権または経営権を取得する取引（ただし、必ずしもその権限の移転を伴うべきものではない）；at 1454 (6th Ed. 1991)

- (2) 加納・前掲論文（注1）二六頁。
- (3) 小池良一「わが国M & A市場の現状と展望」商事法務一二三二号二〇頁（1990）。証券取引法研究会「証券取引法の改正について(8)」インベストメント二五巻三号七六頁（龍田報告）（1972）。森本滋「公開買付」証券取引法大系（河本先生還暦記念）三〇四頁（1986）。
- (4) 学説のうちには、高値肩代り目的の買占めは、証券取引法125条2項1号の「相場を変動させるべき一連の売買取引」に該当するが、その場合、買占者の主観的目的に関する立証がむずかしいとする見解（河本一郎「自由市場概念」ロス＝矢沢編・アメリカと日本の証券取引法下巻四〇〇頁（1975））がある。その他、証券取引法一二五条（現一五九条）二項は「上場有価証券について、有価証券市場における有価証券の売買取引などを誘引する目的」を要件としているから、市場外の相対取引でなされる高値肩代り買占めに対してはそもそも相場操縦の禁止の条項を適用しえないという見解（森田章「企業買収の総論的課題」商事法務一二五九号九頁（1991））も見られる。
- (5) 第三者割当増資（企業金融と商法改正2）一一四頁以下（木下、森本発言）（1991）。
- (6) 森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢一〇四巻二号一六～一七頁（1978）。志村治美「支配権争奪と新株発行」企業法判例の展開（山口新五郎先生還暦記念）二五四頁（1988）。吉川栄一「企業買収と会社法の制度的論理」商法・保険法の現代的課題（石田満先生還暦記念）四三九頁（1992）。川浜昇「株式会社の支配争奪と取締役の行為の規制（三）」民商法雑誌九五巻四号四九四～四九六頁（1986）。荒谷裕子「企業防衛手段の法理論的検討」福岡大学法学論叢

三六卷一・二・三号二六八頁 (1992)。

- (7) 森田章教授は、5%ルール導入前である1989年の論文を通じて、株式の大量買占の場合、買占者の素姓や目的が制度的に開示されないから、買い占められた会社の経営者は買占め目的等を正しく知りうる機会もなく対応策に苦慮することになるという理由で、買占者側で経営者のエージェンシー・コストが高すぎることを説明しないかぎり、会社経営者は支配権争奪の場合でも、経営判断によって第三者割当増資をなしうると主張されるが(「第三者割当増資と経営判断」商事法務一一九八号五頁)、5%ルールが導入された現在もその主張を維持されるかは疑問である。
- (8) 鈴木竹雄「新株発行の差止と無効」商法研究III二二五頁(1971)。河本一郎「現代会社法(新訂第二版)」二五一頁(1983)。大隅＝今井「新版会社法論(中巻)」六二八頁(1983)。洲崎博史「不公正な新株発行とその規制(二・完)」民商九四卷六号二二・二三頁(1986)。大阪地裁平成二年七月一二日判決(判時一三六四号一〇〇頁、ゼネラル第二次事件)、東京地裁平成元年九月五日判決(判時一三二二二号四八頁、第二次宮入バルブ事件)、東京地裁平成元年七月二五日判決(判時一三一七号二八頁、忠実屋・いなげや事件)、大阪地裁昭和六二年一一月一八日判決(判時一二九〇号一四四頁、タクマ事件)。その他の判例については、吉元健一「新株の発行と支配的利益」判タ六五八号三一頁以下(1988)参照。
- (9) 前掲書(注6)。
- (10) 森本・前掲論文(注6)一七頁。志村・前掲論文(注6)二五四頁。
- (11) その理由としては、①これまで会社の支配権の取得を目的とする、真の意味でテイクオーバーの試みのごく僅かしかなくされていなかったという事実以外にも、②機関権限分配秩序説が持つ内在的な限界に起因する面もあるかのように思われる(詳細については、第四章第二節参照)。

第二章 アメリカにおけるテイクオーバーの理論

第一節 テイクオーバーの増加とその背景

アメリカの会社支配権市場に、公開買付を利用

したテイクオーバーが登場したのは一九六〇年代である。その前までは、委任状争奪(proxy contest)を通じて議決権を確保する方法が重要なテイクオーバーの手段であった。

その当時、委任状制度については投資家保護という次元で開示に関する規定が設けてあったが*1、公開買付に対してはそのような規定がなかった。そのため、テイクオーバーの手段として公開買付を利用する場合、買収側は開示に伴う法律上の問題や遅延(delay)の問題を回避することができ、さらに現金という具体的な代価を提供することによって株主を説得させるにおいても委任状制度に比べて効率的であった*2。このような「法規の不備」と「テイクオーバーの手段としての効率性」は、公開買付をアメリカの会社支配権市場において最も重要なテイクオーバーの手段として登場させる一つの要因となった*3。

その後、一九六八年に公開買付を規制する法律としてWilliams Actが制定されるが、この法律は、投資家保護という側面で開示に関する内容が中心となっており*4、法政策的にテイクオーバーの当事者のいずれの一方(買付者や対象会社)を特別に有利あるいは不利に扱う法律ではなかった。

それにもかかわらず、制定直後には一時的に公開買付が減少したが*5、一九七〇年代半ばに入り、大規模会社によるテイクオーバーが、①機関投資家の投資形態の短期利益重視化、②コングロマリット(複合企業)の増加とそれによる経営者の他業種に対する経営能力の向上、③連邦裁判所の態度の変化(テイクオーバーの当事者に対する中立的な態度)、④株式の分散の深化などを背景として、本格化することによって公開買付は急増することになり*6、さらに一九八〇年代に入っては、⑤ジャンク・ボンドなど資金調達手段の多様化、⑥株価の低迷などに伴い、LBO(leveraged buyout:借入金による企業買収)のような新たなタイプのテイクオーバーが頻繁に行われるようになった*7。

このようなテイクオーバーの急増に伴い、税金や雇用問題や地域経済等の面においてテイクオー

バーに直接的な利害関係を持っている各州では、多様な種類の反テイクオーバー法を制定することになり、経営者レベルでの防衛策も段々巧妙となってきた。州と経営者レベルでこのような動きと共に八〇年代後半の銀行ローン・シンディケーション市場の規制強化とjunk bond市場の崩壊などが原因となって*⁸、テイクオーバーは一九八八年を山場として減少する趨勢を見せている*⁹。

ことに、八〇年代の株価の低迷や借入金を利用したテイクオーバーの広まりは、テイクオーバーの機能について多くの疑問を呼び起こしており、これと関連して、最近では従来と異なりテイクオーバーの機能について否定的な見解が有力に主張されている。

本章では、テイクオーバーの機能について、買収側はなぜ対象会社の経営者の反対にもかかわらず高いプレミアムを支払いながらテイクオーバーをするか、というテイクオーバーの動機の側面を検討することにし、これと関連するアメリカの学説を紹介することにする。

第二節 テイクオーバーの動機とその機能

第一款 基本的視座

機能の面において、テイクオーバーは、① 会社の機関の権限分配秩序という側面で、株主総会に代わって無能な経営者を監視・懲戒する機能（監視機能）と、② 経済的な側面で、関連当事者の富を創造または移転させる機能（経済的機能）とを同時に有している。

右の二つの機能のうち、前者の監視機能は、テイクオーバーに本質的に内在する機能であるということが出来る。というのは、経営者にとってはテイクオーバーは地位喪失の脅威となる、買収側の意図や目的（テイクオーバーの動機）が何であれ、自分の会社に対するテイクオーバーの可能性だけで、経営者は効率的な会社経営をするように迫られることになるからである。この点で、監視機能はテイクオーバーの動機によるものというよりは、テイクオーバーの存在そのものによるものということが出来る。

これに対して、後者の経済的機能はテイクオー

バーの動機と密接に関係する機能である。例えば、テイクオーバーの動機が対象会社の効率的な経営による利益への期待であったとすれば、預託株主はプレミアムの形態で、残存株主はequity利益の形態で、テイクオーバーの収益に参加する（肯定的な機能）が、それとは反対に、テイクオーバーの動機が対象会社の清算価値と株価との差額の取得であったとすれば、株主の富はテイクオーバーを媒介として買収側へに移転してしまう（否定的な機能）。従ってテイクオーバーの経済的機能は、もっぱらテイクオーバーの動機によって左右されるものということができる。

要するに、テイクオーバーの経営者に対する監視機能は、いかなる種類のテイクオーバーであっても備わっているのであるが、テイクオーバーの関連当事者に及ぼす経済的機能は必ずしもそう（つまり、いかなる種類のテイクオーバーであっても必ずしも経済的に肯定的な機能を持っている）とは限らない。非難されるべきテイクオーバー（例えば、bust-up takeover：会社の支配権の取得とそれに続く会社の解散それとも資産の一部の売却を伴うテイクオーバー）さえも（たとえ株主等の関連当事者に及ぼす経済的機能は否定的であっても）経営者に対する監視機能は持っている。従って、テイクオーバーに本質的に内在する機能である「経営者に対する監視機能」のみを強調すれば、株主等の関連当事者の利益に否定的なテイクオーバーまでも正当化されてしまう。

それ故、テイクオーバーの効率を論ずるときは、テイクオーバーの動機によって左右される機能である「経済的機能」をもって判断すべきであり、このときに初めて、関連当事者にも有益でありながら経営者に対する監視機能を果たすテイクオーバーを見つけることが出来ると思われる。

ちなみに本稿でいう、「テイクオーバーの否定的な機能」とは、テイクオーバーの経営者に対する監視機能の観点ではなく、テイクオーバーが関連当事者に及ぼす経済的機能の観点から用いられることに注意されたい。

第二款 無能経営者理論 (The Inefficient Management Theory, The Disciplinary Hypothesis)*¹⁰

(1) 無能経営者理論とは、買収側がプレミアムを支払いながらテイクオーバーをかける理由(テイクオーバーの動機)を、「対象会社の無能な経営者をテイクオーバーを通じて、効率的な会社経営が期待される有能な経営陣に交代することによって予期される、対象会社の資産価値や効率の増加による利益を享受するため」と説明する説である。

この理論の嚆矢は、一九六五年にManneが主張した「効率的な資本市場におけるテイクオーバーは、無能な経営者から有能な経営者へに会社の支配権を移動させる」という、いわゆる会社支配市場理論(The Theory of Market for Corporate Control)である。彼は、「資本市場は効率的であるから経営者の無能は株価を下落させ、このような株価は無能な経営者を排除してその会社の経済的潜在力を生かそうとする者からのテイクオーバーを招く。従ってテイクオーバーは、無能な経営者を懲戒し、株主ひいては社会全体に利益をもたらす」と述べ^{*11}、テイクオーバーの機能を極めて高く評価した。このような彼の主張は、その後、Easterbrook及びFischelによって以下のように敷衍された^{*12}。

まず監視機能については、「会社の経営利益の受益者は経営者というよりは株主であるから、本質的に経営者には会社の利益を最大化しようとするインセンティブがない。それにもかかわらず、株主にもこのような経営者を監視しようとするインセンティブがない。会社に不満である株主は、自分の意思を経営者に伝達するよりは株式の売却を通じて株主の地位から離れようとするからである(Wall Street Rule)。従って、このような状況でテイクオーバーは、株主に代わって経営者に対して重要な監視手段として機能を働くことになる。この監視機能は、経営者をして会社の経営に最善を果たすようにし、それは結局エージェンシー・コストを減少させ、非効率的な会社経営によって蒙るであろう株主の損失を防止する」。

そして、テイクオーバーの経済的な機能については、「テイクオーバーは、株主にプレミアムで株式を売る機会を、買付者には効率的な会社経営による受益の機会を提供するから、株主と買収側の双方の富を増加させる。それだけではなく、限定された経済資源をより効率的に利用するという「社会の富」の側面においても利益をもたらす。テイクオーバーは、会社の資産を最も効率的に利用しうる者の手に入るようにするからである」と述べている。さらに、彼らは資本市場が効率的である以上は、この類型以外のテイクオーバーはありえないとして、その可能性自体を否定する^{*13}。

以上のような理由に基づいて彼らは、テイクオーバーがこのように経営者に対して監視機能を果たし、かつ関連当事者には経済的な利益をもたらす以上は、法政策的に奨励すべきであり、テイクオーバーを阻止するいかなる行為も許してはならないとする(受身的行為ルール)。この点と関連して、GilsonとBebchukも、①テイクオーバーの機能が肯定的であること、それ故に、②テイクオーバーの阻止を目的とするいかなる行為も許してはならないということまでは同意するが、関連当事者の富という観点で、テイクオーバーの阻止でない関連当事者の利益の極大化を目的とする行為は許すべし(競争ルール)と主張する^{*14}(この問題の詳細については第三章で検討する)。

(2) さて、この理論の下でのテイクオーバーは、端的に言えば、会社経営における非効率の除去を第一の目的とするものであるから、いうまでもなく関連当事者に経済的に利益をもたらす(肯定的機能)。ところが、このように断言をするためには、次のような条件が満たされる必要がある。すなわち、①テイクオーバーの引き金となる経営者の無能が株価に正確に反映されていること、つまり資本市場が効率的であることと、②無能な経営者に代わる経営者は必ず旧経営者より有能であること、の2点である。ただし、この理論はまさにこの二つの要件を前提としているからである。この点に関連して、資本市場は必ずしも効率的(かつ新たな経営者も必ずしも有能)とは限らないと

いうことを理由として、この理論に疑問を呈する見解が少なくない^{*15}。

しかし、「株式市場はすべての株式に対して非効率的であり、かつ新たな経営者も必ずしも無能である」とも限らないから、たとえ批判的な立場に立っても、この類型のテイクオーバーの可能性そのものまで否定することはできないであろう。

第三款 相乗収益理論 (The Synergistic Gain Theory, The Synergy Hypothesis)

(1) 相乗収益理論とは、テイクオーバーの動機を「相互補完的な企業条件を持っている会社がテイクオーバーを通じて結合することによって予期される企業活動やfinance面における規模経済の利益 (economies of scale) やシナジー・ゲイン (synergistic gain) を享受するため」と説明する理論である。

この理論でいうテイクオーバーは、買収側のシナジー・ゲインに対する主観的期待がテイクオーバーの動機をなす。この点で対象会社の経営者の無能をテイクオーバーの原因とする無能経営者理論でいうテイクオーバーとは異なる。この両者の差異はテイクオーバーの事後的機能というべき懲戒機能 (無能な経営者のみがテイクオーバーの対象となる)^{*16}において典型的に現れる。というのは、無能経営者理論の下では有能な経営者は決してテイクオーバーの対象とならないが、この理論の下では有能な経営者もテイクオーバーの対象となりうるからである。具体的にいえば、シナジー・ゲインを目的とするテイクオーバーにおいて買収側における対象会社の価値は、市場価値を上回る価値を有し、そして買収側が予想する結合企業の価値は、当事会社の個別価値を上回ることになる^{*17}。そこでこのような予想価値が当事会社の個別価値を上回るときには、対象会社の経営者が有能であってもこの類型のテイクオーバーは行われうるからである。

ところで、この理論のテイクオーバーの期待するシナジー・ゲインは経営合理化とfinanceリスクの減少によるものであるから^{*18}、経済的機能においては無能経営者理論的テイクオーバーと同く肯

定的なものであるといえよう。

(2) この理論に対して批判的な見解は、「買収者が真にシナジー・ゲインを目的とするとすれば、高いコストがかかるテイクオーバーよりは、合併のような友好的なテイクオーバーを利用するはずである」という理由でこの類型のテイクオーバーの可能性自体を否定している^{*19}。さらにこの理論が主張する通り、テイクオーバーは「企業結合を通じるシナジー・ゲイン」を目的とするものとするれば、買収者が対象会社と相互補完的企業条件を有していない (シナジー効果が期待できない) 会社であるとか、あるいは個人である場合には、この理論をもってはうまく説明できないのではないかとも思われる。

しかし、シナジー・ゲインを目的とする買収側が対象会社の経営者の反対に遭ったときには、その目的を達成する手段としてテイクオーバーを利用することもありうるし、また前述の疑問がこの理論でいうテイクオーバーの可能性自体を否定できない以上は、この理論も、諸類型のテイクオーバーのうち、特定の類型のテイクオーバーに関する説明としては説得力があるとすべきであろう。

第四款 過小評価株式理論 (The Exploitation Hypothesis, The Underpriced Stock Theory)

(1) 過小評価株式理論とは、株式市場を、① 会社の実質価値を評価する「会社支配権市場 (Corporate Control Market, Takeover Market)」と、② 会社の配当性向や経済的状况等の様々な要素に基づいて会社の現実価値を評価する「一般投資市場」とに区別した上で、両市場の間に評価のズレがあるとき、つまり対象会社の実質価値が現実価値 (株価) を上回るとき、その差益を取得するためテイクオーバーをすると説明する理論である。この理論はテイクオーバーの経済的機能を否定的に、懲戒機能を制限的に理解しており、その点で前述した無能経営者理論とは対照的である。

この理論によれば、買収側は、対象会社の資産の個別的な清算価値が企業全体として継続企業価値より遙かに大きいという認識の下で、その差益

の取得のためテイクオーバーをする。それ故、この類型のテイクオーバーが行われると、必然的に会社の清算または重要資産の売却を伴い、その結果、対象会社の富はテイクオーバーを媒介として買収側に移転してしまうことになる（対象会社から買収側への富の移転）。

そしてこの類型のテイクオーバーは、ほとんどの場合、テイクオーバーに必要な資金の大部分を対象会社の資産やcash flow担保に供して賄う、いわゆる借入金テイクオーバー（LBO）であるから、このようなテイクオーバーに対する防衛手段としては、会社の担保価値を落とす方法、つまりMBO (Management Boyout) やRecapitalizationのようなRestructuringがよく利用される*20。

従ってこのような防衛処置が成功しても、経営者は借入金を返済するために会社の資産を売却するとか、あるいは新たな資金を借入することになり、逆に防衛に失敗すれば、今度は買収側による会社の解散または重要資産の売却が必然的に伴うことになる。それ故にこの類型のテイクオーバーは、通常会社の債務を増加させ株主や会社債権者の利益を害するのみならず、解散を伴うときには関係者（従業員、地域社会）の利益まで侵害することになる（否定的機能）*21。

またこの理論によれば、テイクオーバーの引き金となるのは対象会社の経営者の無能というよりは、会社の価値を正確に反映しない株式市場の非効率（すなわち低すぎる株価）であるから、有能な経営者を有している会社であっても株式市場がその会社の価値を正確に評価しない限り、いつでも対象会社となりうる。従って、この類型のテイクオーバーも必ずしも無能な経営者の会社だけを対象とするとは限らない（制限的な懲戒機能）。

しかし学説のうちには、この類型のテイクオーバーについて、株式市場の効率性を理由としてEasterbrookとFischelのようにその可能性を否定する見解もあり、株価調整機能を理由としてその機能を肯定的に評価する見解も見られる*22。

しかしより一般的な見解は、この類型のテイクオーバーの持つ株価調整機能の経済効率のみを強

調して、預託した株主の非補償的な損失を無視するのは許されないというものである²³。この類型のテイクオーバーは、一九八四年から一九八八年にかけてアメリカで盛んに行われた*24。

(2) そのほか機能の面において、この類型のテイクオーバーに類似なものとしては、強圧的テイクオーバーがある。一般的に株主が、「一段階で公開買付を通じて会社の支配権を取得した買収者が、二段階で少数株主を不当な対価で締め出すであろう」と信じた場合には、株主は一段階での買付価格が不当であると判断しても、二段階でのより不当な対価による締め出しを避けるために預託することになる（テイクオーバーにおける株主が感じるこのような心理状態を、強圧性または株主の囚人のジレンマ (prisoner's dilemma)*25という)。このような強圧性を利用したテイクオーバーを一般的に強圧的テイクオーバーといい、典型的なものとしては、部分的テイクオーバー (partial takeover) と二段階テイクオーバー (two-tier takeovetr, front-loaded tender offer) がよく挙げられている*26。

ことに強圧的テイクオーバーは、過小評価している市場メカニズムを利用するテイクオーバーと異なり、テイクオーバーの対価の差等（二段階テイクオーバー）や残存株主に対して不当な取扱いの脅威（部分的テイクオーバー）を利用することによって株主の預託を強制するテイクオーバーであるから、対象会社の実質価値が株価に正確に反映されている場合にも行われうる。この点で、強圧的テイクオーバーは、過小評価株式理論というテイクオーバーより遙かに株主の利益に脅威となるから、裁判所はこのような強圧性の除去を目的とする防衛策や州の反テイクオーバー法について一般的にその正当性を認めている*27。その結果、最近に至っては、部分的テイクオーバーや二段階テイクオーバーはほとんど行われなくなった*28。しかし買収側が、二段階取引の対価として、一段階の現金買付 (cash offer) と同等な投資価値があると評価される社債などを提供する場合には、外観上は（一段階と二段階を区別して対価に差等を

置く) 典型的な二段階テイクオーバーと異なるが、その社債の投資価値に対する社債市場や株主の評価が買収側の評価と異なるときには、相変わらず株主に強圧性を課することになる。最近のParamount Communications, Inc. v. Time Inc.の事件で、Paramount社の公開買付に対応して、Time社がWarner社の株主を相手とした二段階公開買付はまさにこの類型に当たる^{*29}。

強圧的テイクオーバーについて、EasterbrookとFischelは、テイクオーバーにおける対価の不平等が認められるとき初めて価値創造的なテイクオーバーが行われることになるという理由で、強圧的テイクオーバーは許されるべきという立場をとっており^{*30}、さらにMahleは、①二段階テイクオーバーの差等対価はテイクオーバーの全体対価を単に二段階と分けるものに過ぎず、②二段階で現金でない証券を対価として支払う場合には、株主にはむしろ税金面で有利(課税の遅延)という理由で、二段階テイクオーバーの強圧性自体を否定する^{*31}。しかし裁判例や多くの学説は、前述した通り二段階(及び部分的)テイクオーバーの強圧性を認めている。

そして強圧的なテイクオーバーから株主を保護する方法について、Bebchukはテイクオーバー自体に対する株主の意思(議決権)と株式の預託行為とを区別して、例えば、過半数以上の株主が預託したが、彼らが行使した議決権の過半数がそのテイクオーバーに反対であるときには、そのテイクオーバーは阻止されるという、いわゆる非強圧的選択ルール(Undistorted Choice Rule)の導入を主張し^{*32}、またCarneyは、テイクオーバーの強圧性から株主を保護する唯一の方法は株主間のcommunicationを確保する、つまりテイクオーバーに共同対応する方法であり、そのためには、株主の決議を通じて採択する防衛策であるshark repellent(テイクオーバーの阻止を目的とする定款規定)は支持されるべきとする^{*33}。

第五款 企業規模拡大理論(The Firm Expansion Theory, The Empire Building Hypothesis)

企業規模拡大理論とは、テイクオーバーの動機を、「企業規模拡大という経営者の個人的欲望のため」と説明する理論である。この理論は、経営者には本質的に企業規模を拡大しようとするインセンティブがあるということを前提としている。

すなわち経営者にとって、拡大された会社規模は、①経営者の権限と給料を増加させ、②テイクオーバーのような会社の支配権をめぐる争いから相対的な安全を保障し、さらに③買収会社の執行スタッフの昇進の機会を提供するから、経営者には本質的に企業規模を拡大しようとするインセンティブがあり、そのインセンティブがテイクオーバーの主たる動機をなすということである^{*34}。

この理論によれば、企業規模拡大という経営者の個人的な欲望がテイクオーバーの主たる動機をなすから、この類型のテイクオーバーが行われると、買付会社の富はテイクオーバーを媒介として対象会社の株主に移転してしまうことになる。従って、対象会社の株主のプレミアムは対象会社の効率の増加によるものというよりは、買収会社の富の一部が移転されたものにすぎない(買収側から対象会社への富の移転)。

一般的に、テイクオーバーの場面においては、対象会社(の株主)の経済的な損失が問題となるが、この類型のテイクオーバーの場合には、買収会社の経済的な損失が問題となる。従ってこの理論の特徴は、「テイクオーバーにおける経営者の利益相反(及び株主の保護)の問題」は、対象会社のみならず買収会社の側にもあるということを示唆している点といえよう^{*35}。

ことにBebchukは、この類型のテイクオーバーについて次のように述べる。「経営者にとって、大きな企業規模は報酬や権限の面においてのみならず対外的な信用や企業活動の面においても有利である。従って、経営者の企業規模の拡大への欲望は避けえず、そのような欲望はいかなる類型のテイクオーバーにおいても部分的な動機として作用

する^{*36}」。しかしEasterbrookとFischelは、①この理論は非利益的なテイクオーバーに対する何らの制限もない企業環境を前提としていること、②経営者の成功を株当利益 (earnings per share) をもって評価する状況の下 (つまり効率的な資本市場) では、利益なしに企業の拡大だけを追求する経営者 (無能な経営者) はその地位を維持することができないこと等を理由として、この類型のテイクオーバーの可能性そのものを否定する^{*37}。

しかし、一九八〇年代のテイクオーバーの先駆的企業が一九九〇年に入って経営不振が原因となって従業員を解雇し給料を凍結しているという事実は^{*38}、この理論の妥当性を立証する良き例といえよう。この点で、この理論も諸類型のテイクオーバーのうち、特定の類型のテイクオーバーに関する説明としては説得力があるといえよう。

第三節 私 見

(1) 第二節で、なぜテイクオーバーが行われるかという原因的な側面で、テイクオーバーの機能に関する諸理論を検討してみた。しかしいずれの理論も、テイクオーバーの機能について決定的な解答を提示していないと言われている。その理由には様々なものがありうるが、テイクオーバーには、ある特定の理論だけでは説明できない、多様な動機が複合的に作用することも一つの理由ではないかと思われる。一般的に買収側は、テイクオーバーのコストを節約しようとするから、たとえ買収側が無能な経営者の排除を通じて対象会社の効率的経営による収益を目的としてテイクオーバーをすとしても、そのコストを節約するために強圧的テイクオーバーを利用するとか、それとも過小評価された会社を対象会社としようとする。この場合におけるテイクオーバーは、無能な経営者を懲戒することによって対象会社の富を創造すると同時に預託した株主の利益も侵害することになり、その結果このようなテイクオーバーは、(無能経営者理論でいう) 肯定的機能と (過小評価理論でいう) 否定的機能を同時に有することになる。従ってこの場合には、ある特定の理論だけではその機能を説明できなくなる。

このように、テイクオーバーに肯定的機能と否定的機能が混在する (又はその可能性がある) 以上は、テイクオーバーの機能を一概に評価するのは非常に危険な考え方であり、このような観点からすれば、無能経営者理論のようにテイクオーバー (の機能) は善であるから無条件に許されるべきという主張は容認できず、その反対も同じであろう。

(2) 一般的に、テイクオーバーの場面においては、買収側にはテイクオーバーをかける時期や方法に関する選択権があるのみならず、情報面においても対象会社の株主に比べて優越的な地位にあるが、株主には買収側が提示した条件に対する選択権しかない。従って、テイクオーバーの場面において買収側と株主との関係に独立当事者の取引 (at arm's length) の原則を何らの制限もなしに適用することは許されないというべきであり、たとえテイクオーバーにおいて関連当事者のある一方の利益 (例えば買収側) が他方 (株主) の損失を上回っても、経済効率のみを重視して他方の非補償的な損失を無視してはならないと解すべきである。

従って、このような観点からすれば、関連当事者に及ぼす経済的機能が肯定的であるテイクオーバーのみが許されるべきである。このときに初めて、テイクオーバーに本質的に内在する監視機能と相まって関連当事者にも有益でありながら経営者に対する監視機能を果たすテイクオーバーを見いだすことができる。

注)

(1) 15 U.S.C. §78n (a)-(c).

(2) テイクオーバーの手段としての委任状勧誘制度の非効率性については、①株主の分散と投機株主化の現象の深化による勧誘コストの増加、②勧誘失敗のすべてのリスクを勧誘者が負担、③勧誘の成功による利益を一般株主も受益 (勧誘者独占不可) 等が指摘されている。see Mahle, Proxy Contests, Agency Costs and Third Generation State Antitakeover Statutes, 1990 J. Corp. L., 734.最近、ア

アメリカにおいては公開買付によるテイクオーバーの弊害などを理由として、テイクオーバーの手段としての委任状勧誘制度の活性化のために多くの議論が行われている。E.g., Bebchuk & Kahon, A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contest, 78 Cal. L. Rev. 1071(1990). ことに、1991 (Fall) J. Corp. L. は委任状勧誘を特集と掲載している。

- (3) Johnson & Millon, Misreading The Williams Act, 87 Mich. L. Rev. 1889-90 (1989). そのほか、手続やコストの面で有利でもありうる「株式市場を通じる支配株式取得の方法」より、公開買付が先好される理由としては、①市場を通じる支配株式の取得 (creeping control) は、競争買収者 (rival bidder) に時間的な余裕を与えるから失敗の可能性が高いが、公開買付は少なくともそのような理由による失敗の可能性はない。②競争買収者が公開買付に成功すれば、少数株主となる可能性が高い (そして、買占者の取得株式が一〇%を越えた場合には証券取引法16(b)条 (短期売買利益返納規定) によってその株式の譲渡が制限される)。③公開買付以外の方法で株式を取得する場合、取得金額や比率に沿って、独禁法や租税法上の義務が新たに追加される (例えば、対象会社の株式の取得比率が一五%を越えるときは、独禁法によってその株式取得と関連する事項を記載した書類の提出義務とその審査のための待機期間の義務が生じる (15 U.S.C. §18a)。租税法上にも、株式の取得比率に従って所得申告書 (income statement) の記載内容が異になる)、などが指摘されている。see Choper, Case & Materials infra note 5 at 1091.
- (4) 15U.S.C.A. §§78m (d)-(e), 78n (d)-(f).
- (5) その理由は、Williams Actを違反した者は、当該公開買付のみならず今後の公開買付も禁止されるかもしれないという恐れのためであったとする。実際に、General Host Corp. v. Triumph American, Inc., 359 F. Supp. 749 (S.D.N.Y. 1973). の判決では、不実開示と買付者の前歴 (以前ある会社の支配権を取得した後その会社を部分清算したことが

アメリカにおける会社の支配権取得と取締役の行為規制ある) を理由として公開買付を禁止させたが、その後、Rondeau v. Mosinee Paper Co., 422 U.S. 49 (1975). の判決を機として裁判所の態度は、不実・虚偽開示に対して訂正差止命令 (corrective injunctions) を発するようになった。Choper, Coffee & Morris, Case & Materials on Corporations 1054, 1162 (3rd Ed. 1989). [hereinafter Choper, Case & Materials]

- (6) Id. at 1053-54.
- (7) Clark, Beyond The Deal: Optimizing Merger & Acquisition Value, 308-09 (1991).
- (8) IFL Rev. Special Supp., Jan 1991 at 124. see Lipton, Corporate Governance in The Finance Corporatism, 136 Pa. L. Rev. 12-13 (1987).
- (9) 一九九〇年の公開買付の活動は一九八〇年以來最も低い水準を見せている。一九九〇年に公布された公開買付の数は六〇件であった (一九八八年二〇八件、一九八九年一五二件)。Mergers & Acquisitions, May-June 1991 at 12-13.
- (10) テイクオーバーの動機について、このような分類は、Andre, Tender Offers or Coporate Control: A Critical Analysis and Proposal Reform, 12 Del. J. Corp. L. 870-876(1987). Bebchuk, The Case for Facilitating Competing Tender Offers, 95 Harv. L. Rev. 1030-34(1982) [hereinafter Bebchuk, Facilitating]. Clark, Coporate Law, 533-540 (1986). Coffee, Regulating The Marker for Corporate Control: A Critical Assessment of The Tender Offer's Role in Coporate Governace, 84 Colum. L. Rev. 1161-1175(1984) [hereinafter Coffee, Regulating].による。
- (11) Manne, Mergers and Market for Corporate Control, 73 J. Pol. Econ. 110, 112-13 (1965). Manne, Tender Offers & the Free Market, 2 Mergers & Acquisitions 91 (1966).
- (12) Easterbrook & Fischel, The Proper Role of A Target's Management in Responding to a Tender Offer, 94 Harv. L. Rev. 1170-71, 1173-74 (1981) [hereinafter Easterbrook, Responding]. そのほか、Davis, Epilogue: The Role of The Hostile Take-

- over and The Role of The States, 1988 Wis. L. Rev. 503-504. テイクオーバーは非効率的企業を効果的に再構成するから、コストが最も安い破産・解散の代替物という主張については、see Macey, State Anti-Takeover Legislation and The National Economy, 1988 Wis. L. Rev. 471-472.
- (13) Easterbrook, Responding, supra note 12 at 1185-86.
- (14) Gilson, Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense, 35 Stan. L. Rev. 51-52(1982). Bebchuk, The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension., 35 Stan. L. Rev. 23 (1982).
- (15) Lowensteinは、テイクオーバー市場の非効率性について、「一般投資家や機関投資家が評価する資本市場の効率と、企業全体を買収しようとする買収者（彼はその企業の実質価値を評価しようとする）が評価する市場の効率と同じとはいえない」という。see Lowenstein, Pruning Dead Wood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation, 83 Colum. L. Rev. 274 (1983). さらにStoutも、「テイクオーバー市場での価格は、会社の実質価値によってではなく株主が会社に対して判断する主観的価値によって決定されるから、テイクオーバー市場には事実上効率とは存在しえない」という。see Stout, The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation, 87 Mich. L. Rev. 685-92 (1988). Bebchuk, Facilitating, supra note 10 at 1031.
- (16) これに対して、「テイクオーバーの可能性は経営者をして効率的な会社経営をするように迫る」という監視機能はテイクオーバーの事前的機能といえよう。
- (17) Coffee, Regulating, supra note 10 at 1166.
- (18) Andre, Corporate Control, supra note 10 at 874. Clark, Corporate, supra note 10 at 535-36. この類型のテイクオーバーは、①生産・marketing・管理の面において、規模の経済や資本コストの減少によるfinance利益のみならず、②税金節約や市場支配力の増加による利益も創造するが、②のシナジー・ゲインは社会の損失によって相殺されるから、この類型のテイクオーバーの経済的機能は、無能経営者理論でいうテイクオーバーに比べて相対的に制限的であるとする。see Bebchuk, Facilitating, supra note 10 at 1031.
- (19) Easterbrook, Responding, supra note 12 at 1169.
- (20) MBOとは、買収側のLBO（借入金テイクオーバー）に対応して経営者がするLBOであり、株主の立場からすれば、両者は競合するテイクオーバーである。すなわち、最初のテイクオーバー（LBO）を阻止するために、経営者が新たな会社を作って対象会社の資産やcash flow担保に供してJunk Bondを発行して資金を賄い、その資金で最初の買収者より高い価格で競争テイクオーバー（または合併の提案）をする方法である。Recapitalizationとは、市場価格を上回るの社債や現金を対価として株主から株式を買取りながら、経営者の株式はそのまま置くとか、それとも新たな新株や現金に代わるoptionを与えることによって対象会社における一般株主の持分比率を減少させて、経営者やwhite knightが会社の支配権を取得する方法である。このような方法は、端的にいえば、会社の債務(the debt-to-equity ratio)を増加させて担保価値を落とすことによって買収側のテイクオーバーに必要な資金調達を困難にする方法といえよう。Choper, Case & Materials. supra note 5 at 1133-35, 1158.
- (21) Pitt, On The Precipice: A Reexamination of Director's Fiduciary Duties In The Context of Hostile Acquisitions, 15 Del. J. Corp. L. 837. Lipton, Takeover Bids In The Target's Boardroom, 35 Bus. L. 101, 105(1979). Lipton, Corporate Governance, supra note 8 at 6-7, 23-24. Saul, Hostile Takeovers: What Should Be Done? 5 Harv. Bus. Rev. 22 (1985).
- (22) Andre, supra note 10 at 872.
- (23) Coffee, Regulating, supra note 10 at 1173-74. Lowenstein, supra note 15 at 310.
- (24) Choper, Case& Materials, supra note 5 at

1134. Clark, *supra* note 7.
- (25) Carney, Shareholder Coordination Costs, Shark Repellents, and Takeout Mergers: The Case Against Fiduciary Duties, 1982 Am. Bar F. R.J., 349-53.
- (26) 部分的テイクオーバーの強圧性については, Booth, The Promise of State Takeover Statutes., 86 Mich. L. Rev. 1640-1643 (1988). 参照。二段階テイクオーバーの強圧性については, Comment, The Front End Loaded Two-Tiered Tender offer, 78 N.Y.U.L. Rev. 811 (1983). Lowenstein, *supra* note 15 at 249, 307-309. 参照。
- (27) Moran v. Household International, Inc., 500 A. 2d 1346 (Del. S. Ct. 1985). 判決で, Delaware 最高裁は, Household社のflip-over poison pillは予想される強圧的な二段階テイクオーバーに対する合理的な防衛措置であるとしてpoison pillの採択についてはその正当性を認めた。CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America. 481 U.S. 69 (1987). 判決で, 連邦最高裁は, Indiana反テイクオーバー法である支配株式取得規定 (The Control Share Acquisitions Chapter) はグループとして株主の議決権の行使を認めることによって公開買付の強圧性から株主を保護しようとするものであるとしてIndiana州法の合憲性を認めた。Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corporation, 535 A. 2d 1344 (Del. S. Ct. 1987). 判決で, Delaware最高裁は, Newmont社の防衛策について部分的テイクオーバーの強圧性を理由としてその正当性を認めた。
- (28) Tender Offer Update: Mergers & Acquisitions, May/June 1989, at 25. によると, 一九八九年現在, Tender Offerの九〇%がall cashとする。
- (29) 571 A. 2d 1140 (Del. S. Ct. 1989). この事件で, Warner社と合併を推進していたTime社が, Paramount社からの公開買付に直面すると, その対応策として, 株主の承認が必要な合併計画を放棄し, その代わりにWarner社の株主を直接相手として社外株式の五一%については株当たり70\$の現金を, 残り四九%について70\$に当たる現金と社債との組み合わせを対価とする二段階公開買付をした。(こ

- アメリカにおける会社の支配権取得と取締役の行為規制の事件において, Time社の取締役会は, 株主がParamountの公開買付に応じる可能性が高いと認識したから, Warner社の企業結合を急ぐ必要性 (つまり, Warner社の株主をして預託を強制する必要性) があった。
- (30) Easterbrook & Fischel, Corporate Control Transactions, 91 Yale L.J. 698 (1982).
- (31) Mahle, *supra* note 2 at 727-729.
- (32) Bebchuk, Towards Undistorted Choice & Equal Treatment in Corporate Takeover, 98 Harv. L. Rev. 1698-1705 (1985). 彼によれば, 強圧性は二段階や部分的テイクオーバーに限らず, すべてのテイクオーバーに存在するとする。see *Id.* at 1732.
- (33) Carney, *supra* note 25 at 341-46, 373-392.
- (34) Marris, The Economic Theory of Managerial Capitalism, 64 (1964). Bebchuk, Facilitating, *supra* note 10 at 1033. Clark, *supra* note 10 at 537. Coffee, Regulating, *supra* note 10 at 1157, 1167-69.
- (35) Coffee, Regulating, *supra* note 10 at 1168-69.
- (36) Bebchuk, Facilitating, *supra* note 10 at 1033.
- (37) Easterbrook, Responding, *supra* note 12 at 1184-85.
- (38) Gordon, Corporations, Markets, and Courts, 91 Colum. L. Rev. 1931 (1991).

第三章 テイクオーバーにおける対象会社の経営者の行為規制

第一節 テイクオーバーの影響

公開買付を利用したテイクオーバーがアメリカの会社支配権市場に登場した一九六〇年代以来, 現在に至るまでテイクオーバーの機能を巡って数多くの議論が行われてきたが, これらの議論を関連当事者の経済的な利益に及ぼす影響を基準として分類すれば, テイクオーバーの機能を肯定的に評価する説 (肯定説) と否定に評価する説 (否定説) とに分かれる。

無能経営者理論 (第二章 二節 二款) に代表される肯定説によれば, テイクオーバーは無能な

経営者を懲戒し経営者をして株式市場の動きにより多くの関心を持たせるから、会社の合理的な経営を促すのみならず、非生産的な企業規模の拡大を阻止するとし、そこで、テイクオーバーが行われると関連当事者の利益は増加することになるとする。

これに対して、過小評価株式理論（第二章 二節 四款）に代表される否定説は、テイクオーバーは経営者の無能とは直接的な関連がなく、株式市場（の株価）の動きについての経営者の関心はむしろ合理的な会社の経営を妨害し、防衛手段として企業結合が利用される場合にはテイクオーバーが非生産的な企業規模の拡大を助長までするとし、そこでテイクオーバーが行われると関連当事者の利益に否定的な影響を及ぼすことになるとする。

ことに、否定説でいう「関連当事者の利益に及ぼす否定的な影響」については様々な主張が見られるが、そのうち、よく指摘されるものとしては、第二章の過小評価株式理論や企業規模拡大理論でいうもの以外にも、次のようなものがある。

一．関連当事者（constituent）の利益侵害：テイクオーバーに成功した買収側は、従業員、供給業者や販売業者の交替、コストの安いところに工場施設の移転等を通じて対象会社からより多い利益を得ようとするから、従業員・供給業者・販売業者の利益を害し、ひいては地域社会にも悪影響を及ぼす^{*1}。

そのほか、この類型に属する主張としては、① テイクオーバーは、経営者の効率的な会社経営を担保するために経営者と株主との間に結ばれている「報酬の一部の後払いに関する黙示的契約」を破棄させるから、テイクオーバーが行われると、株主は経営者に対して何等の補償もせずその契約の履行義務を免れることになり、その結果、株主は経営者の（利益の）犠牲をもって利することになるという、いわゆる黙示的契約違反説^{*2}、② 株主はportfolio投資を通じてリスクを分散させることができるが、会社の経営者・従業員・債権者は物理的や経済的にもリスクを分散させることができないから、テイクオーバーは株主より関連

当事者の利益に遙かに大きな脅威となるという、いわゆるリスク回避不可能説^{*3}がある。

二．短期利益重視の会社経営：対象会社となる直接的な原因は低い株価であるから、経営者はテイクオーバーの脅威を避けるために会社の長期利益よりは高い株価の維持のための短期利益中心の経営をするようになる^{*4}。

三．剰余金などの流動資産の固定資産化：買収側はテイクオーバーからより多い利益を得るために資産価値が高くかつ剰余資金が多い会社を対象会社としようとするから、剰余資金無くしや流動資産の固定資産化が対象会社の経営目標となる^{*5}。

四．資本投資の歪曲化：テイクオーバーは、会社のために投資に使用すべき資本をただ既存会社の所有権を変更させるのに使用されることによって、資本投資を歪曲化する^{*6}。

以上のように、テイクオーバーが関連当事者の経済的な利益に及ぼす影響については見解が対立しており^{*7}、このような両見解の差異は、「テイクオーバーにおける対象会社の取締役の役割」という問題についても極めて対照的な様相を見せている。すなわち、肯定説の立場は、テイクオーバーの局面において関連当事者の利益は会社の運命を会社支配権市場の機能に任せておくとき、つまりテイクオーバーの局面に経営者の介入を許さないときにのみ守られるというものであり、その理由としては、① テイクオーバーの価値創造機能、および② テイクオーバーの局面において本質的に内在する「経営者の利益相反」を取り上げている。これに対して、否定説の立場は、関連当事者の利益は、会社について最もよく知っている経営者が介入するときのみ守られるというものであり、その理由としては、① テイクオーバーの否定的な経済的機能、および② 関連当事者（論述の目的上、以下関連当事者の範囲を対象会社の株主に限定する）の利益保護の必要性を取り上げている。前者を代表する見解がいわゆる経営者受身的行為理論（第二節 一款）であり、後者を代表するのが確拒理論（第二節 三款）である。

しかしより一般的な見解は、① テイクオーバー

の価値創造機能と② 経営者の利益相反を理由として、経営者の介入を原則的に禁止するが、株主の保護の必要性がある場合に限って、具体的にいえば株主の富を増加させる範囲内でテイクオーバーの局面に経営者の介入は許されるという立場である。この見解は一般的に経営者競売人理論(第二節 二款)と呼ばれており、1980年半ばを前後としたDelaware裁判所の一貫した立場でもある。

しかしその後、Delaware裁判所は、1989年のParamount. v. Time判決で、従来の態度と異なり確拒理論に近い態度を見せている。

第二節 テイクオーバーにおける対象会社の取締役の役割

第一款：経営者受身的行為理論 (Theory of Managerial Passivity)*⁸

(1) 経営者受身的行為理論とは、「経営者が、株主の賢明な判断を助けるためにテイクオーバーに対する意見を提示する行為は許されるが、その範囲を越える積極的な防衛行為(対抗措置)は許されない」という理論である(経営者受身ルール)。

従ってこの理論の下では、テイクオーバーに対する最終的な判断は株主がすることになり、経営者は意見提示の方法でしかテイクオーバーに関与できない。この理論は、効率的資本市場でのテイクオーバーは無能経営者理論(第二章 二節 二款)でいう類型テイクオーバーしか行われえないという前提の下で、EasterbrookとFischelによって最初に主張されたが、この説を支持する学者は少数に過ぎない*⁹。

(2) この理論を代表するEasterbrookとFischelは、まず「経営者受身的行為とは、経営者の通常の業務執行行為であり、テイクオーバーにおいては経営者の意見提示行為までである」と定義した上で*¹⁰、テイクオーバーの局面において経営者による積極的な防衛策の採択行為が許されない理由については次のように述べている*¹¹。

一. テイクオーバーに対する積極的な防衛行為(経営者の抵抗)は、全体としての株主の富を減少させる。すなわち、経営者の抵抗がプレミアムを増加させるとしても、そのプレミアムは買収側

の損失によって相殺されてしまうのみならず、テイクオーバーに抵抗するため対象会社が被ったコストと、その抵抗を乗り越えるために買収側が被ったコストを考慮すれば、経営者の抵抗はむしろ全体としての株主の富を減少させる。

二. 経営者の抵抗はAgency Costの増加と株価の下落をもたらす。これは新たなテイクオーバーの原因となる。すなわち、経営者の抵抗によるテイクオーバーのコストの増加は、テイクオーバーの数を減少させ(て、経営者のperformanceを監視する機会を減少させ)ることによってAgency Costを増加をさせるから、結果的には株価を下落させて新たなテイクオーバーをもたらすことになる。

三. 経営者の抵抗は対象会社捜しのコスト(調査コスト)を増加させるから、最初の買収者(first bidder)となろうとするインセンティブを減少させる。すなわち、最初の買収者が相当なコストをかけて収集した対象会社の情報が経営者の抵抗によって露呈されれば、二番目の買収者(subsequent bidder)はコスト無しに対象会社の情報入手できるようになる(無賃乗車「free ride」)。従って、最初の買収者は二番目の買収者に比べて調査コストだけゲインの損失を被るから、だれも最初の買収者になろうとしない。これは結果的にテイクオーバーの数の減少に繋がって前述した二と同じ結果となる。

四. 経営者と株主との関係は、本質的に利益が相反する関係である。すなわち、テイクオーバーにおいて、株主はプレミアムを最大化しようとするのに対して、経営者はその地位を維持しようとする。ことに、無能な経営者であるほどそのような傾向は強い。従って経営者の抵抗を許せば、その抵抗は経営者の地位維持のため利用される可能性が非常に高い。

(3) 以上のような理由に基づいて、彼らは対象会社の経営者による抵抗措置は許されてはならないとするが、この見解について次のような批判が見られる。

(ア)主張一について：多くの事例研究の結果は、

経営者による適切な抵抗がむしろ株主の利益を増加させるということを見せており、全体としての株主の富も、対象会社の経営者の抵抗によって増加したプレミアムが買収側と対象会社が費やしたコストを上回るときには増加する*12。

ことに、(イ)主張三については、経営者競売人理論の支持者から、厳しい批判がなされている*13。例えば、(a)通常、対象会社の調査は投資銀行 (investment bank) によってなされるが、そのコストは公開買付金額の1%の十分の一程度であり、これもテイクオーバーが成功した場合に支払うから、調査コストは実質的にほぼ問題とならない。(b)二番目の買収者も、対象会社に巨額を投資する前に多様な情報を取得しようとするから、最初の買収者とほぼ同じのコストがかかる (そこで、無賃乗車の問題は事実でない)。(c)最初の買収者には、二番目の買収者の持つことができないadvantageがある。そのadvantageとしては、①二番目の買収者より多い情報と時間を所有していること、②二番目の買収者より先に公開買付をかけることができること、③競争買付 (competing bids) なしに対象会社を取得できること、④最初の買収者が競争買付に負けた場合にも買占めた株式を預託することができるから決して損しないこと、⑤競争買付を約束することによって一番目の買収者は戦略的な利益を得ることができること等が取り上げられる。

さらに、経営者競売人理論の支持者らは、最も高い買付をする者が対象会社を最も高く評価するという事実からすれば、競争買付の不在 (経営者受身的行為理論の下で) は対象会社を最も効率的な使用者に移転させることを妨害するという。

第二款：経営者競売人理論 (Managerial Auctioneer Thesis)*14

(1) 経営者競売人理論とは、「経営者がテイクオーバーのプレミアムを増加させる (つまり、より高い競争買付を引き出す) 目的をもって行う対抗措置は許されるが、その目的以外の経営者の行為は許されない」という理論である (競争ルール)*15。すなわち、対象会社の経営者に許される行

為とは、white knight (対象会社の経営者に友好的な第三者として、テイクオーバーに抵抗する経営者を助けるために抵抗 (競争) 買付をする者) のような第三者をして競争買付をするようにさせるとか、それとも対象会社の経営者自らがMBOのような方法で競争買付を、あるいは資本再構成 (recapitalization) のような代案を提示して、株主が、(ア)最初の買付と (経営者の干渉によってなされた) 競争買付、あるいは(イ)最初の買付と (経営者による) 代案のうち一つを選択できるようにする行為である。

従ってこの理論によれば、テイクオーバーに対する最終的な選択権は株主にあり、対象会社の経営者は競争買付や代案提示を通じて間接的にのみテイクオーバーに抵抗することができる。そして実質的に株主の選択を妨害する代案提示は当然に禁止される。

(2) このように、対象会社の経営者の役割を競売人的なものにしようとする理由は何であろうか。ここには、次のような見解が見られる*16。

一. 競争ルールの下では、最も高いプレミアムを支払う買付者が対象会社を取得するから株主の富を効率的に増加させる。この類型に属する見解としては次のようなものがある。①競争ルールの下では、競争買付が行われなくても競争買付の脅威を除去または減少させるため最初の買収者はより高いプレミアムを提示することになるから、プレミアムを増加させる。②競争ルールの下では、競争買付の可能性を背景として交渉するから友好的テイクオーバーにおいてもプレミアムを増加させる。

二. テイクオーバーの局面に本質的に内在する「経営者と株主との間の利益相反」という観点からしても、経営者は競争買付者が支払うプレミアム以下の対価でテイクオーバーを承認することができないから、競争ルールは個人的な利益追求の経営者を効率的に規制する。

三. 競争ルールは、否定的な (単なる富の再分配にすぎない) テイクオーバーから対象会社の株主を最も効率的に保護する。競争ルールは対象会

社の資産を最も高く評価する買収者にその資産を取得させるから、その競争がプレミアムを増加させた範囲内で富の移転を最小化するからである。

四．競争ルールは、非効率的な支配権の移動の比率を減少させる。経営者のperformanceに対する監視は、一般的に外部的監視(テイクオーバー)よりは内部機関(例えば、株主総会)による監視が効率的であるという点からすれば、テイクオーバーは重大な経営失敗の場合にのみ限定されるべきであり、このためには、高いプレミアムのテイクオーバーのみが許される政策(競争ルール)が必要である^{*17}。すなわち、高いプレミアムの政策(競争ルール)の下でのみ非効率的な支配権の移動の比率が減少することになる。そのほか、

五．競争ルールの下では、多い情報を有している買収者が対象会社を取得するから、対象会社を効率的に運営できるようにするだけではなく、六競争ルールは買付者をしてより慎重にテイクオーバーを決定するようにするから、買収者の誤った判断によるテイクオーバーが行われるリスクを減少させる。

(3) 以上のような見解によれば、競争ルールは、①富の移転を最小化し、②非効率的な支配権の移動の比率を減少させると同時に、③プレミアムを増加させることによって株主の利益に寄与するだけではなく、④経営者が個人的利益のため買収者と交渉する可能性(利益相反)を無くす。そこで、Gilsonは競争ルールについて次のように述べ、その機能を高く評価している^{*18}。「競争ルールは、会社支配市場(market for corporate control)を妨害するものではなく、むしろ会社支配市場を効率化させることによって株主の利益を図る方法である」。

しかし、この見解についても批判が少なくない。例えば、次のようなものがある^{*19}。①競争買付の成功した場合には対象会社の株主は利するが、最初の買収者が競争買付に直面して自ら買付を放棄し、競争買付も成功しなかった場合には、対象会社の株価は最初の買付前の水準に落ち、対象会社の株主は次の買付があるまで機会コスト(oppor-

tunity cost)を被ることになる。②いつも競争買付があると言えない。③競争ルールは不当に経営者の裁量権を制限する。

さらにEasterbrookとFischelは、競争ルールについて次のように批判する。④競争ルールは買収側から対象会社へに富を移転させるだけではなく、競争による買収側の減少した収益はテイクオーバーの数を減少させるから、競争ルールの下で株主は結果的に損失を被ることになる。⑤買収者が敵対的テイクオーバーの可能性を暗示しながら友好的テイクオーバーを進める、つまりテイクオーバーの方法に関する選択権が買収者にあるテイクオーバーの通常の場合からすれば、競争ルールは経営者に買付者の選択権を与えるものであり、このような選択権が経営者の地位維持の目的で行使する場合には、最初の買収者は不当な被害を被ることになる。⑥競争ルールは対象会社の経営者をして適切な競争買付者(例えば、white knight)を捜すインセンティブを増加させるとするが、テイクオーバーが行われた後に対象会社の経営者によって行われる適切な買付者捜しは、株主の利益よりは経営者の地位維持の目的をもってなされる可能性が高いという事実を無視したものである。

(4) しかし、この批判のうち、少なくとも批判①②⑤⑥は説得力がなさそうにも思われる。というのは、(a) 批判①について：競争ルールによれば、高い競争買付を引出すことができる場合にのみ経営者の介入を許すから(経営者の介入によって競争買付がなされたとすれば、競争買付は条件面で最初の買付より有利であろう)、競争買付が失敗する場合は極めてまれだからである。(b) 批判②について：他の買収者に競争買付をかける時間的余裕が与えられない限りいかなる買付も認めないことによって、間接的に競争買付を誘導する方法(Bebchukの類の競争ルール)の下では、現実的な競争買付がなくても競争買付の脅威を除去または減少させるため、最初買付者はより高いプレミアムを提示することになる。従って、競争ルールの下では競争買付がなくても対象会社の株主の富は増加するからである。(c) 批判⑤について：

株主の富という観点からすれば、経営者の地位維持の目的のない低いプレミアムの買付（最初の買付）よりは、地位維持の目的があっても高いプレミアムの買付（経営者の介入による競争買付）の方が有利である。従って、地位維持の目的がないからといって低いプレミアムの買付が正当化される理由がない。(d) 批判⑥について：競争ルールの下では、テイクオーバー局面における経営者の介入はより高い競争買付を引き出す場合にのみ許されるから、部分的に経営者の地位維持の目的があったとしても、その競争買付はプレミアムの面では当然のことながら最初の買付より高いはずである。従って、利益相反の問題はむしろ増加したプレミアムだけ減少するからである。

第三款：確距理論 (Just Say No Defense Thesis) *20

(1) Just Say No理論とは、「テイクオーバーの場面において、対象会社の経営者は原則的に競争ルールの適用を受けるが、特定の状況の下では、経営者は自らの判断に基づきテイクオーバーを拒否するか、それとも代案（や競争買付）を提示しても対象会社の株主をして経営者の代案（や経営者が支援する競争買付）以外には選択の余地がないようにすることによって、事実上、対象会社の経営者は自らの判断に基づいてテイクオーバーを拒否することができる」という理論である (Just Say Noルール) *21。

この見解は、経営者の介入を許すという点では経営者競売人理論に似ているが、いかなる代案や競争買付の提示もせず経営者はテイクオーバーを拒否することができる点では、より高い競争買付を引き出す目的の代案（や競争買付）の提示を通じてのみテイクオーバーに介入し、かつ経営者自らにはテイクオーバーに対する拒否権がない経営者競売人理論と異なる。つまり、この見解によれば、対象会社の経営者は直接的にテイクオーバーに抵抗することができる。

(2) このようにいかなる代案提示もせずテイクオーバーを拒否できる権限（以下、拒否権と略称する）が対象会社の経営者に与えられるべきとい

う主張は、次のような三つの観点でその主たる理由を求めている。

一 株主の富の観点：競争ルールはプレミアムを増加させるとしても、そのプレミアムの増加には限界がある。しかし、経営者に拒否権のあるときにはそのプレミアムの増加（株主の利益）は最大となる。その理由について、PrenticeとLangmoreは次のような例を挙げて説明している *22。

設例；最初の買収者（A）は対象会社（X）を一株当たり三五\$で評価し、場合によっては三六\$まで買付をするとする。買付者（B）はX社を六〇\$で評価しているとする。そして、X社はBの評価額を知っているとする。

競争ルールの下では、Bは一株当たり三七\$であれば十分にX社を取得することができる。この場合、X社がBの評価額を知っていてもその事実はBの買付金額には何らかの影響も及ぼさない。

しかしJust Say Noルールの下では（経営者に拒否権のあるとき）、Bの評価額を知っているX社がBの買付を拒否することによって六〇\$（BのX評価額）をもらうことができる。

設例のように、競争ルールの下では、競合する買付のうち最も高い買付を対象会社は受け入れざるを得ないから、株主の評価額（保全価格：reserve price）より低い価格の買付を対象会社が受け入れなければならない場合もありうるが、Just Say Noルールの下では、対象会社の経営者は保全価格に達しない買付を拒否することができるから、究極的には保全価格の買付を引き出すことができる。

二 Financeの観点：競争ルールの下では、対象会社の経営者が最初の買付に直面して株主に代案（や競争買付）を提示する過程においてMBO, Recapitalization, White Knightを利用する場合、防衛に成功しても対象会社は相当な負債を負うことになる。しかし、Just Say Noルールの下では、対象会社の経営者は否定的なテイクオーバーに対してはいかなる代案提示もせずテイクオーバーを拒否することができるから、負債の負担なしに否定的なテイクオーバーを退けることができ

る*²³。

三 不当目的の観点：経済的な観点では公正であるがその目的が不当なテイクオーバー（例えばテロ集団が政治的な宣伝の目的をもって言論機関をテイクオーバーするような場合、この場合には通常高いプレミアムを提示するであろう）は、経営者に拒否権があるときにのみその阻止が可能になる*²⁴。

その他Just Say Noルールが許されるべき理由としては、次のようなものが主張されている*²⁵。

四 友好的テイクオーバーにおける買付者は、通常敵対的テイクオーバーの可能性を暗示しながら友好的テイクオーバーを進めるが、Just Say Noルールの下ではそのような敵対的テイクオーバーの脅威は対象会社の経営者にいかなる負担も与えないから、友好的テイクオーバーの場合においてもより高い買付を引き出すことができる。

五 買収者が一人である場合にも、拒否権行使の可能性はその買収者をして高い買付をするようにする。

六 Just Say Noルールの下でのみ、対象会社の株主は経営者の知識と交渉能力を利用することができることになる。

以上のような理由で、PrenticeとLangmoreは少なくとも次のような場合、すなわち、①不適切なテイクオーバー*²⁶、②違法的なテイクオーバー、③非公開情報を利用したテイクオーバーに対しては、対象会社の経営者は何等の代案も提示せずにテイクオーバーを拒否することができるとし、そして経営者が拒否権を行使する過程において生じる利益相反の問題は、Delaware裁判所の司法的審査基準をもって判断すべしとする*²⁷。

(3) 確かにJust Say Noルールによれば、経営者は代案提示なしにテイクオーバーを拒否できるから、代案の提示課程で生じる対象会社の債務増加の問題の解決や否定的・不当目的のテイクオーバーの阻止という面では、代案提示を要求する競争ルールよりは効率的であろう。そして株主の富という観点からも、PrenticeとLangmoreの仮説が妥当とすれば、競争ルールよりはJust Say

Noルールの方が株主に有利であろう。しかしこの見解には、少なからぬ欠陥があるかのように思われる。

① この見解によれば、経営者の拒否権が認められる不適切テイクオーバーには、買付者が対象会社に対して評価する価値より低い値段でなされるテイクオーバーも含まれる。例えば、設例のように、対象会社を六〇\$で評価する買付者が、四〇\$で買付をする場合、対象会社の経営者は、その買付を拒否することができる。しかし、前述した通りに(第二章 二節)、特定の買付者が他の買付者に比べて対象会社を特別に高く評価する理由には様々なものがありうるが、そのうちには、テイクオーバーを通じるシナジー・ゲインや対象会社の効率的な経営による収益に対する期待のためである場合もある。そのような効率的経営による予想収益やシナジー・ゲインに対して、対象会社が正当な権利を有すると言えようか。すなわち、Just Say Noルールは効率的な経営やシナジー・ゲインを目的とするテイクオーバーまで阻止する恐れがある。

② 会社が継続企業 (going concern) を目的とする以上、会社側の未公開・未実現情報の保有の主張は何とでも説明がつく。従って、非公開情報を利用したテイクオーバーに拒否権を認めるのは、いかなる種類のテイクオーバーに対しても拒否権を認めることになる恐れがある。

③ このように、対象会社の経営者にいかなる種類のテイクオーバーに対しても事実上拒否権を認めながら、利益相反の問題は裁判所の確立した審査基準を通じて解決すべきだという主張は、場合によっては裁判所に余りにも重い負担を与えるかもしれない。

第三節 判例の展開

第一款 経営者の対抗行為と経営判断の法則

アメリカのテイクオーバーに関する規制体系は、連邦法による規制と州会社法による規制とに分かれている。連邦法による規制は主に公開買付の手続きに関する規制が中心となっており、州会社法による規制は経営者の対抗行為に関する規制を中

心としている。しかし、州会社法の規制方法は、経営者の対抗行為について具体的に規制しているものではなく、注意義務と忠実義務を内容とする信任義務 (fiduciary duties) の一般原則をもって規制するものにすぎない。

従って、経営者の対抗行為が争われた場合は、経営者がその対抗措置を採るにおいて信任義務を果たしたか、具体的にいえばその対抗措置に経営判断の法則が適用されるかという形で争うことになる。

一般的に、テイクオーバーを経営者の地位維持という個人的利益が前面に登場する場面と理解する側は、経営判断法則の適用を否定すると同時に、経営判断法則は経営者の支配権維持のための役割しか果たさないと批判する^{*28}。これに対して、テイクオーバーにおける経営者の対応を複雑な経営判断と理解する側からは、そのような経営者の行為は経営判断法則によって司法的審査が排除されるべきだとする^{*29}。

このような両見解に対して、Delaware裁判所は、伝統的に対象会社の経営者の行為に対して経営判断法則を認める一方、他方では、忠実義務違反の可能性のため注意義務の基準を強化させてきた^{*30}。すなわち、対象会社の経営者の行為に経営判断法則の適用に先立って注意義務を果たした立証責任を経営者に負わせる方法を採用してきた。

ことにこのような方法は、原告に立証責任がある (= 経営者には立証責任がない) 伝統的な経営判断の法則よりは厳格であり、被告に本質的公正 (intrinsic fairness) に関する立証責任がある (= 経営者に立証責任がある) 伝統的な忠実義務違反よりは緩やかであるという点で、一般的に中間的な基準 (intermediate standard) と呼び^{*31}、この基準はCheff v. Mathesの判決以来Delaware裁判所が一貫して採用する基準となった。

第二款 Delaware州における判例の展開

一 Cheff v. Mathes^{*32}: Delaware裁判所は、伝統的に対象会社の経営者の対抗行為に対する審査基準として経営判断の法則を適用してきたが、その経営判断の法則の適用において重大な変更を

加えた判決が、一九六四年のCheff事件である。

本件では、買占者が取得した株式を、対象会社の取締役会が会社の政策の維持という名の下で会社の資金でもって、プレミアム付きで買取ったことが問題となった。Delaware州最高裁は、「取締役会の決定が、取締役の地位を永続化させることを唯一あるいは重要な目的としてなされたときには、そのような目的のため会社の資金を使用する (= 防衛策を採る) ことは不当である」として^{*33}、主要目的基準 (primary purpose test) を採用する一方、他方では、「会社の支配権に対する脅威がある状況で、……取締役は必然的に利益相反の問題に直面することになり、……かような利益相反の問題がある以上は、取締役は、ある者の株式の取得 (= テイクオーバー) が会社の政策と効率に危険を課したと信じた合理的な根拠を立証しなければならず、その立証は誠実さ (good faith) と合理的な調査 (reasonable investigation) を立証することで足りる」と判示して^{*34}、いわゆる「政策衝突基準 (the policy conflict test)」を採用した。

Cheff判決は、① 経営者の支配権維持が主要な目的である防衛措置は許されないことを明らかにした点と、② テイクオーバー局面に本質的に内在する、経営者の利益相反の問題を認識し、③ その問題を解決するための方法として、対抗措置が採られた主要目的ないし動機を経営者に立証させる方法を採用したという点で、従来の判例と比べてより厳格な基準であった。しかしその立証の妥当性について、取締役が立証した合理的な根拠に基づいて判断するものではなく、そのような合理的な根拠を導くためにどの程度の誠実さと合理的な調査が行われたかをもって判断したため、少なくとも専門弁護士や投資銀行から諮問を求めることができた会社にとっては、その立証責任はあまり問題とならなかった。その結果Cheff判決は、政策衝突基準という新たな基準を提示したにもかかわらず、不当に経営者を有利にするという批判を免れなかった^{*35}。

二 Unocal Corp. v. Mesa Petroleum

Co^{*36}：一九八五年のUnocal判決に至っては、Cheff判決の「政策衝突の基準」に新たな適切性の基準（proportionality test）を加えることによって、経営者の防衛措置の選択権限（裁量権）に厳格な制限を課することになる。本件では、不公正な対価の強圧的な二段階テイクオーバーに直面して、対象会社を買付者を除いた自社株主を相手にして選別的な自己公開買付（selective self tender offer）をもって対抗したことが問題となった。

最高裁は「テイクオーバーに直面してなされた取締役会の決定は、……取締役の個人的な利益のためになされる可能性が高いから、取締役会の決定に対し経営判断法則による保護を与える前に、司法的審査の対象に服する取締役の義務がある」と述べた上で、その司法的審査を満足させるため必要な基準としてCheff判決の「政策衝突の基準」以外に、「取締役の防衛措置が経営判断の法則の保護を受けるためには、その防衛措置が課された脅威と関連して合理的でなければならない」と判示して、いわゆる適切性の基準を採用した。

この基準は、テイクオーバーが会社の政策と効率に課した脅威に対する合理的な認識に基づいて採られた防衛策がその脅威に照らして合理的であることを要求しているから、経営者の対抗措置が、脅威に対する合理的な認識に基づくものであっても（つまり政策衝突の基準を満たしても）その脅威に照らして合理的でない場合（つまり適切性の基準を満たさない）には、その防衛措置は経営判断の法則の保護を受けることができなくなる。この点で、経営者の防衛措置の選択権限は制限を受けることになり、裁判所はこの基準によってその防衛措置が脅威に照らして適切かどうかを客観的に判断できるようになる^{*37}。このような審査基準の客観化は、政策衝突や主要目的のような経営者の主観的な動機を審査の対象としたCheff基準とは好対照をなす。

三 Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.^{*38}：本件では、P社によるテイクオーバーに直面した対象会社（R社）が、white knight（F社）をして競争買付をかけるようにす

るため、F社に、①特定の条件下でR社の重要資産を廉価で取得しえる権限（lock up option）を付与し、②F社以外の買付者と協商をせず（no-shop provision）、③以上の合意が履行されないとき、F社に罰金を支払うという約束（cancellation fee provision）をしたことが重要な争点となった。本事案の特徴は、P社とF社の両者は共にjunk bondでテイクオーバーの資金を調達していたのでいずれの方が会社の支配権を取得しても、R社の解散が必然的であったという点である。

最高裁は、会社の解散が必然的な場合には、Unocal基準は適用されず、取締役の義務ないし役割は、会社としてR社を維持すること（会社の防衛者の義務）から、株主の利益のために会社の売却価値を最大化すること（競売人の義務）に変わると判示して、価値極大化の基準（value maximization test = 競売人ルール（auctioneers rule））を採用した。

そしてこの基準に基づいて、上の各種optionについては、競争買付を誘導ないし活性化するというその本来の目的に反して、取締役の個人的な利益のため利用されることによって結果的に競争買付を終了させたとして、差止命令（preliminary injunction）を下した原決定を支持した。

本決定は、会社の解散が必然的という特定の状況において、①経営者の義務は株主の富を最大化することであり、②経営者の対抗措置もその目的に資するもの、つまり競争買付を誘導ないし活性化させるものでなければならないということを明言したのである。

従って、本判決の基準が適用されれば、経営者は株主以外の関係者や会社の長期利益などを考慮できなくなり、対抗措置もより高い競争買付を引き出すためのものしか許されなくなる。この点で、この判決はDelaware裁判所が本格的に競争ルール（第二節 二款）を導入するようになるきっかけとなる。

その後、一九八八年のBlack & Decker Corp. v. American Standard, Inc.^{*39}とCity Capital Associates v. Interco, Inc判決^{*40}に至って、

Delaware裁判所は競争ルールをより明確に支持することになる。すなわち、Black & Decker判決は、① Revlon基準の競争なしに会社の支配権が経営者に移転することと、② 株主をして経営者の代案のみを選択するようにする対抗措置は許されないことを明らかにし、Interco, Inc.判決は、対抗措置は競争買付の探しや交渉のための期間にのみ許され、テイクオーバーに対する最終的な判断は株主がすべきということを明言する。

そして、本判決が明確にしなかった、(ア) 価値極大化の基準が適用される、会社の解散が必然的なときの判断基準は何かという問題と、Unocal判決が明確な解答を提示しなかった、(イ) 適切性の基準の「脅威・合理的」の概念も一九八八年に至って具体化される。すなわち、(ア)の判断基準については、Black & Decker判決では、「会社の支配権の移動がある場合」に、Robert M. Bass Group, Inc. v. Evans^{*41}判決では、「過半数には達しないが事実上会社の支配が可能な持分の移動がある（つまり事実上会社の支配権の移動がある）場合」に、取締役が競売人の義務が生じるとする。

そして(イ)の概念については、Interco判決は、(a) 適切性の基準の「脅威」を構成することは、① 強圧的テイクオーバー（二段階テイクオーバーや部分的テイクオーバー）と② 不公正なテイクオーバー（非強圧的であるが対価が不当なテイクオーバー）であり、(b) これらの類型のテイクオーバーの阻止を目的とする防衛措置は、株主の利益を保護・増進させる場合に限ってその脅威と関連して「合理的」であるとする。しかし、このようなDelaware裁判所の努力も一九八九年Paramount判決に至って、無意味なものとなってしまふ。

四 Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.^{*42}：本件では、W社と合併を推進していたT社の取締役会が（合併条件によれば、合併後W社は存続会社（T社）の株式の六二%を所有することになる）、P社の、時価を遙かに上回る対価の非強圧的な現金公開買付（all cash tender offer）に直面して、T社文化の保存を主たる理由として対抗措置（具体的にいえば、W社との合併

の計画を放棄し、W社を相手にした友好的な公開買付をすることにした）を採ったことが問題となった。

これに対してP社とT社の株主は、① P社の公開買付は、公正な対価の非強圧的な公開買付であるから、Unocal判決の適切性基準の「脅威」を構成せず、② 合併契約によれば、T社の支配権は事実上W社に移転することであるから、合併契約の段階ですでにRevlonの競売人の義務が生じたにも、T社の取締役会はP社の公開買付を阻止する目的の対抗措置を採ったとして、T社のW社に対する公開買付を差し止めて本訴を提起した。

最高裁は、まずRevlon基準について、「対抗措置の目的が会社の防衛にあり、会社として継続的存在の放棄でない場合には、経営者にはRevlonの義務が生じない」と述べた上で、本件の合併計画はT社の売却と解釈しえないとして原告の主張を退けた。

これは、次のような点で従来判例と著しく差異を見せる。

① Revlon基準の適用は、支配権の移転という客観的な事実によってではなく、会社として継続的存在の放棄のような経営者の主観的な動機によることを明らかにしたものである（これは、明確な支配権の移転のみならず過半数には達しないが事実上会社の支配が可能な持分の移動がある場合にも、Revlon基準が適用されたとした従来Delaware裁判所の見解を明確に拒否したことである）。従ってこの判決によれば、会社の売却という経営者の主観的な動機がない限り、経営者はUnocal基準に服することを条件として対抗措置を採ることができる。

② これは、Revlon基準が適用される瞬間から経営者は対抗措置を採ることができない事実からすれば、その基準の発生要件を経営者の主観的な動機に任せることによって、経営者がテイクオーバーに介入することができる範囲を拡大したものと見えよう。

そして、Unocal基準については、「Unocal基準の脅威を判断するにおいては会社の具体的な状況

などを考慮する状況的な解釈 (open ended analysis) が必要である」と述べた上で、P社の公開買付がT社の文化に課した脅威はUnocal基準の脅威に当たり、それに対する対抗措置はその脅威に照らして合理的であったとして、T社の取締役会が採った対抗措置の正当性を認めた。

これは、非強圧的でありかつ経済的な観点から正当なテイクオーバーはUnocal基準の脅威を構成しないとされた、従来のDelaware裁判所の見解^{*43}を明確に拒否したことである。

従って本判決の基準によれば、公正な対価の非強圧的なテイクオーバーに対しても、経営者が判断する合理的な理由があれば、経営者はそのテイクオーバーを拒否できるようになる。

そしてその合理的な理由に、本件のように「企業文化の保存」や「W社との企業結がもたらすシナジー効果を理解しない株主がP社の公開買付に応じることを防止すること」も含まれるとすれば、事実上経営者の反対するテイクオーバーは成功できなくなろう。この点でPrenticeとLangmoreは、この判決をDelaware裁判所の最高裁レベルでJust Say Noルールを認めたものと解釈している^{*44}。

そして、この判決の背景については、多くの主張が見られるが、ことにGordonは次のように説明する^{*45}。

「テイクオーバーの機能に対する批判が盛んであり、各州では経営者に株主と関係者 (constituency) の利益の調整役割を任せる、経営者中心でないいわゆる関係者利益考慮法の立法活動が重要なテーマであった時期を背景として、Delaware裁判所が、会社支配市場での覇権を拒否し、企業の継続性・企業文化・組織的な意思決定の尊重という価値を高く評価したためである」。

第四節 小 括

(1) 第三節で検討したDelaware州の裁判例を、経営者に許される対抗措置の範囲を基準として分類すれば、大きく三つの期に分けられる。

第一期は、一九六四年Cheff判決以来一九八五年のUnocal判決前である。この期間は政策衝突基

準 (= 主要目的ルール) をもって経営者の応対措置の正当性を判断するが、立証の容易さのため経営者の対抗措置は事実上無制限的に許されていた時期であった。

第二期は、Unocal判決から一九八八年のParamount判決前までであり、この期間の対抗措置の重要な判断基準は、適切性基準と競売人ルールであった。この基準は、政策衝突や主要目的のような経営者の主観的な動機を審査基準とすることを徹底に拒否することによって審査基準の客観化を追求しながら、株主の富を増加させる目的の対抗措置のみ許し、テイクオーバーに対する最終的な判断権は株主が持つという原則を徹底的に遵守した。すなわち、この期間は経営者の対抗措置が厳格に制限された時期であった。

そして第三期は、一九八九年のParamount判決 (この判決以来、最高裁レベルでこの判決の基準を変更・修正する判決はまだ見られない) である。この判決は第一・二期の基準を拒否し、経営者の主観的な動機をもってのみ経営者の対抗措置の正当性を判断しようとする。この判例の基準は、経営者の立証を著しく容易にするから経営者の対抗措置を無制限に許すことになるおそれがある。

以上の各期別の支配基準について、第二節で検討した経営者の役割に関する諸理論からすれば、次のような説明が可能であろう。第一期と第三期の基準は、経営者の対抗措置 (介入) を事実上無制限的に許すから、Just Say Noルールに近く、第二期の基準は、株主の富を増加させる目的の対抗措置のみを許すから、競争ルールに近い。

ことに競争ルールが支配した第二期は、アメリカでテイクオーバーが最も頻繁に行われた期間とちょうど一致する。そこで、この競争ルールはDelaware裁判所の支配的な見解と一般的に認識されてきた。

(2) なぜ競争ルールがDelaware裁判所の支配的な見解となったか。この理由について、本稿の基本視座である「経営者の利益相反」と「株主の保護」という観点から検討してみることにしよう。

まず、経営者受身ルールとJust Say Noルール

には、次のような問題点がある。

経営者受身ルールは、意見提示以外のいかなる対抗措置も許さないから、経営者の積極的な介入を期待し難く、その範囲で株主の利益を保護できない。

一方Just Say Noルールは、その反対に経営者自らの判断で対抗措置を採ることができるから、対抗措置が許される範囲が明確でない場合には、経営者の個人的な利益のための対抗措置が事実上無制限的に許されうる。すなわち、Just Say Noルールによれば経営者の利益相反の問題は見逃される可能性が高い。

これに対して、競争ルールは、テイクオーバーの阻止を目的とする対抗措置は許されず、株主の利益を増加させる目的の対抗措置、具体的にいえば、株主が「最初のテイクオーバー」と「経営者が支援したテイクオーバー（又は経営者が提示した代案）」のうち一つを選択できるようにするための対抗措置のみを許すから、テイクオーバーに対する最終的な判断権は株主が持つことになる。

従って競争ルールは、テイクオーバーに対する最終的な判断権を株主に任せているから、経営者の利益相反の問題を根本的に解決することができ、さらに制限的ではあるが経営者の対抗措置を許すから、その範囲で経営者の積極的な介入を通ずる株主の利益の保護を図ることができる。すなわち、競争ルールは、諸理論のうち「経営者の利益相反」の問題と「株主の保護」の問題を最も合理的に規律しているといえる。

注)

- (1) Saul, *Hostile Bids: What Should Be Done?*, 5 *Harv. Bus. Rev.* 22 (1985); Lipton, *infra* note 29 at 101; cf. Easterbrook, *Responding*, *infra* note 8 at 1190; Easterbrook, *Economic*, *infra* note 8 at 181-84; Macey, *infra* note 8 at 467; Henn & Alexander, *Law and Corporations*, 3 (1983).
- (2) Coffee, *Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web*, 85 *Mich. L. Rev.* 23-25 (1986). さらに、テイクオーバーは「低い賃金

に対する対価として従業員の地位を保障する」という株主と従業員との間の黙示的契約を一方的に破棄しうる機会を株主に与えるという見解もこの類型に該る。see Azariadis, *Implicit Contracts and Underemployment Equilibria*, 83 *J. Pol. Econ.* 1183 (1975).

- (3) Coffee, *supra* note 2 at 23-25; Knoeber, *Golden Parachutes, Shark Repellent, and Hostile Tender Offers*, 76 *Am. Econ. Rev.* 155 (1986); MacDaniel, *Bondholders and Corporate Governance*, 41 *Bus. Law.* 413 (1986); Booth, *infra* note 19 at 1660-61.
- (4) Smale, *What About Shareowners Responsibility?*, *Wall St. J.* Oct. 16. 1987 at 24; Lipton, *Corporate Governance in The Age of Finance Corporatism*, 136 *U. Pa. L. Rev.* 23-25 (1987) [hereinafter Lipton, *Corporate Governance*]; cf. Pound, Lehn & Jarrell, *Are Takeover Hostile to Economic Performance?*, *Regulation* Sept./Oct. 1986 at 25, 28-31; Macey, *infra* note 8 at 479-82; Easterbrook, *Responding*, *infra* note 8 at 1184, 1187.
- (5) Lipton, *Corporate Governance*, *supra* note 4 at 32-33; Coffee, *Regulating*, *infra* note 14 at 1238-39, 1243; cf. Easterbrook, *Responding*, *infra* note 8 at 1182-83.
- (6) Easterbrook, *Responding*, *infra* note 8 at 1184.
- (7) 両見解に対する連邦最高裁の立場は、州の反テイクオーバー法の違憲問題を巡って争われた判決からすれば、肯定説の支持の方から否定説の方へ移りつつあるかのようにも思われる。すなわち、一九八二年のEdgar v. MITE Corp. 457 U.S. 624 (1982) 判決で連邦最高裁は、Illinois州法が州務長官に公開買付を阻止しうる権限を賦与している条項についてEasterbrookとFischelの見解を引用してその不当性を指摘したが、それから五年後のCTS Corp. v. Dynamics Corp. of America. 481 U.S. 69 (1987)判決では、Dynamics社がEasterbrookとFischelの見解に基づいて公開買付は保護されるべき(であるところ、Indianaの反テイクオーバー法は

- 公開買付に不当な負担をかける) という主張に対して、最高裁は、①SECや多くの学者によって公開買付の強圧性が一般的に認められているということ、および②憲法は州をしてある特定の理論 (EasterbrookとFischelの理論) を支持するように要求していないということを理由としてDynamics社の主張を退けた。
- (8) see Easterbrook & Fischel, *The Proper Role of A Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 Harv. L. Rev. 1174-1180 (1981) [hereinafter Easterbrook, Responding]; Easterbrook & Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 Yale J. 698 (1982) [hereinafter Easterbrook, Control]; Easterbrook & Fischel, *Auctions and Sunk Costs in Tender offers*, 35 Stan L. Rev. 1 (1982) [hereinafter Easterbrook, Auctions]; Easterbrook & Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, 117-90 (1991) [hereinafter Easterbrook, Economic]; Macey, *State Anti-Takeover Legislation and The National Economy*, 1988 Wis. L. Rev. 477; Mahle, *Proxy Contests, Agency Costs, and Third Generation State Antitakeover Statutes*, 1990 J. Corp. L. 722-27; Bradley, Desai & Kim, *Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms*, 21 J. Fin. Econ. 3 (1988)
- (9) Prentice, Nancy Reagan, *infra* note 20 at 412.
- (10) Easterbrook, Responding, *supra* note 8 at 1201-1202.
- (11) *Id.* at 1164, 1174-79.
- (12) Andre, *Tender Offers of Corporate Control: A Critical Analysis and Proposal Reform*, 12 Del. J. Corp. L. 905 (1987).
- (13) Bebchuk, *Facilitating*, *infra* note 14 at 1035-37; Andre, *supra* note 5 at 905-96; Gilson, *Structure*, *infra* note 7 at 870; Gilson, *Seeking Competitive Bids*, *infra* note 14 at 51; Prentice, *infra* note 20 at 426-27.
- (14) Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 Stan. L. Rev. 819 (1981) [hereinafter Gilson, Structural]; Gilson, *Seeking Competitive Bids Versus Passivity in Tender Offer Defenses*, 35 Stan. L. Rev. 51 (1982) [hereinafter Gilson, Seeking Competitive Bids]; Bebchuk, *The Case For Facilitating Competing Tender Offers*, 95 Harv. L. Rev. 1028 (1982) [hereinafter Bebchuk, Facilitating]; Bebchuk, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, 98 Harv. L. Rev. 1693 (1985) [hereinafter Bebchuk, Undistorted Choice]; Bebchuk, *The Pressure to Tender: An Analysis and A Proposed Remedy*, 12 Del. J. Corp. L. 911 (1987); Coffee, *Regulating The Market for Corporate Control: A Critical Assessment of The Tender Offer's Role in Corporate Governance*, 84 Colum. L. Rev. 1145 (1984) [hereinafter Coffee, Regulating]; Coffee, *The Uncertain Case for Takeover Reform: An Essay on Stockholder, Stakeholders, and Bust-ups*, 1988 Wis. L. Rev. 435 [hereinafter Coffee, Uncertain]; Oesterle, *The Negotiation Model of Tender Offer Defenses and The Delaware Supreme Court*, 72 Cornell L. Rev. 117 (1986).
- (15) 経営者競売人理論の内、伝統的な理論は、対象会社の経営者が、自ら買付者となるか (MBO)、それとも代案提示をするか (Recapitalization) のような方法 (第二章注(20)参照) については言及していない。その代わりに、①他の買付者が競争買付をする時間的余裕を有する前に、いかなる買付も認めないことによって間接的に競争買付を誘導する方法 (公開買付のための十分な時間があったにもかかわらず他の買付が行われなければ最終的に最初買付に対して株主の選択がなされる) (see Bebchuck, *Facilitating*, *supra* note 14 at 1041), ②対象会社の経営者がWhite Knightをして競争買付をするようにさせる方法 (see Oesterle, *supra* note 14 at 150), ③立法論としては、一定比率以上の株式取得

は公開買付を通じてするようにする方法が主張されてきた (see Choper, Coffee & Morris, *Case & Materials on Corporations*, 1093 (3rd Ed. 1989) [hereinafter Choper, *Case & Materials*]). しかし、経営者競売人理論を本稿のように定義する理由は、伝統的理論が主張するWhite Knightによる買付は経営者による買付 (MBO) や代案提示と実質的には差異がないだけではなく、裁判所で問題となった事案のほとんどが経営者の介入による競争買付 (例えば、White Knight, MOB, Recapitalization) だったからである。

- (16) Bebchuk, *Facilitating*, supra note 14 at 1039-41; Andre, supra note 12 at 906; Coffee, *Regulating*, supra note 14 at 1174-75, 1232-34.
- (17) Coffee, *Regulating*, supra note 14 at 1233.
- (18) Gilson, *Structural*, supra note 14 at 869-870.
- (19) Gilson & Kraakman, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?* 44 *Bus. Law.* 262-64 (1986) [hereinafter Gilson, *Intermediate Standard*]; Prentice, *infra* note 20 at 439; Booth, *The Promise of State Takeover Statutes*, 86 *Mich. L. Rev.* 1642 (1988); Easterbrook, *Auctions*, supra note 8 at 3-5.
- (20) Prentice & Langmore, *Hostile Tender Offers and The "Nancy Reagan Defense": May Target Boards "Just Say No"? Should They Be Allowed To?* 15 *Del. J. Corp. L.* 377 (1990); Pitt, *On The Precipice: A Reexamination of Director' Fiduciary Duties in The Context of Hostile Acquisitions*, 15 *Del. J. Corp. L.* 811 (1990); Gordon, *Corporations, Markets, and Courts*, 91 *Colum. L. Rev.* 1931(1991); Garfield, *Paramount: The Mixed Merits of Mush*, 17 *Del. J. Corp. L.* 33 (1992)
- (21) テイクオーバーを拒否しうる権限が事実上取締役会にあるとき、そのような法をJust Say No法と呼び、そのような防衛策をJust Say No Defensesと呼ぶ (see Prentice, supra note 20 at 439-451)。Just Say Noの用語は、一九八五年一二月に誕生し

たNew York州法が、最初のJust Say No法と呼ばれるほど (Mahle, supra note 8 at 750), 最近盛んに使われている。New York州法は、九〇%以上の株式を取得した買付者は取締役会の承認なしに事業結合できるが (N.Y. *Bus. Corp. Law* § 912(1985)), 通常九〜一一%の株式は預託しない消極的株主 (passive stockholder) であることから、事実上取締役会の承認なしには事業結合をすることができないという点、また、事業結合の定義の広さや取締役会の事前承認規定などによって取締役会が拒否するテイクオーバーは事実上行われえないという点から、Just Say No法と呼ばれている (see Mahle, supra note 8 at 750-760)。

- (22) Prentice, supra note 20 at 444-45; Milgrom & Weber, *A Theory of Auctions and Competitive Bidding*, 50 *Econometrica* 1089, 1111 (1982).
- (23) Prentice, supra note 20 at 445, 453-455.
- (24) Pitt, supra note 20 at 837-38.
- (25) Prentice, supra note 20 at 445.
- (26) 彼らによれば、この類型のテイクオーバーには、①強圧的なテイクオーバー ②looting (会社の奪取) テイクオーバー以外に ③買収者自らが評価した価格より低い価格でなされるテイクオーバーも含まれる。see *Id.* at 446.
- (27) *Id.* at 460, 463, 479.
- (28) Bebchuk, *Facilitating*, supra note 14 at 1054-55; Gilson, *Intermediate Standard*, supra note 19 at 247 n2.
- (29) Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 *Bus. Law.* 109 (1979).
- (30) Oesterle, supra note 14 at 154.
- (31) Choper, *Case & Materials*, supra note 15 at 1141.
- (32) 199 A. 2d 548 (Del. 1964)
- (33) *Id.* at 556.
- (34) *Id.* at 554-55.
- (35) Lynch & Steinberg, *The Legitimacy of Defensive Tactics in Tender Offers*, 64 *Cornell L. Rev.* 901, 925-26 (1979); Demott, *The Biggest Deal Ever*, 1989 *Duke L.J.* 22; Gilson, *Structural*,

supra note 13 at 829.

- (36) 493 A. 2d 946 (Del. 1985).
- (37) Garfield, supra note 20 at 36.
- (38) 506 A. 2d 173 (Del. 1986).
- (39) 682 F. Supp. 772 (D. Del. 1988).
- (40) Del. Ch., 551 A. 2d 787 (1988).
- (41) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) II 93, 924 (Del. Ch. July 14, 1988).
- (42) 571 A. 2d 1140 (Del. 1989).
- (43) Inderco判決以外に, see Ac Acquisitions Corp. v. Anderson, Clayton & Co., Del. Ch. 519 A. 2d 103 (1986); Grand Metropolitan, PLC v. Pillsbury Co., Del. Ch. 558 A. 2d 1049 (1988).
- (44) Prentice, supra note 20 at 479-81.
- (45) Gordon, supra note 20 at 1975-79.

第四章 日本法への示唆

第一節 結びのための基本的視座

前章第四節で、筆者は、競争ルールが経営者の利益相反の問題と株主保護の問題を最も効率的に規律していると述べた。ところで、この競争ルールは、現行日本商法二八〇条ノ二第二項に基づき、防衛手段として第三者割当増資が利用される場合にも有効に適用されうるか。この問題に至ればその答は否である。その理由は何であろうか。

ここではまず第三章第二節で検討した諸理論のうち、第三者割当増資が防衛手段として利用された場合を例として競争ルールとJust Say Noルールの差異を、説明した上で、それを踏まえて右の理由を説明することにしよう。

設例) Aが不当な目的をもってB社の株主を相手にして公開買付をかけたとし、B社の取締役は第三者割当増資が最も効果的な防衛手段と判断したとする。

一 競争ルールによる場合：対象会社の経営者が最初のテイクオーバーに競争する形の対抗措置（や代案の提示）を採ることは許される。そこで、B社の取締役会は決議を通じて第三者割当増資をその代案として株主に提示し、このとき株主は、取締役の代案（第三者割当増資）とAの公開買付

のうち一つを選択することになる（：第三者割当増資に対する最終的な選択権（判断権）はあくまでも株主にある）。仮に株主が取締役の代案を選択したら、第三者割当増資が行われることになり、その結果Aの公開買付は失敗することになる。

二 Just Say Noルールによる場合：対象会社の経営者はテイクオーバーの阻止を目的とする対抗措置を自らの判断で採ることができる。従って、B社の取締役会は決議を通じて第三者割当増資をすることができる（：第三者割当増資に対する最終的な判断権は経営者にある）。

以上の設例からすれば、防衛手段としての第三者割当増資に関する現行日本の商法の解釈論に関連して次のような示唆を得られると思われる。

第一は、競争ルールはテイクオーバーに対する最終的な判断権を株主に任せているから、これらの説が有効に適用されるには、まず第三者割当増資に関する最終的な判断権が株主になければならないということである。つまり、第三者割当増資に対する株主の承認権が法制度的に保障されているときにのみ、これらの理論が有効に適用されるということである。

従って結論は、株式譲渡制限制度を採っている会社以外には(商法二八〇条ノ五ノ二)、特に有利な発行価格でない限り取締役会の裁量で第三者割当増資をすることができるようにしている現行日本の商法(商法二八〇条ノ二第二項)の解釈論としては、アメリカの通説は妥当性がないということである。

第二は、割当自由を原則としている現行商法は^{*1}、原則的に取締役会の決議さえあれば防衛目的の第三者割当増資をすることができる（：第三者割当増資に対する最終的な判断権は経営者にある）から、Just Say Noルールに近いということである。

従って、現行商法の法体系がJust Say Noルールの以上、現行商法の解釈論は基本的にJust Say Noルールに基づくしかないということである。

第二節 機関権限分配秩序説の限界：機関権限の分配秩序の原則はテイクオーバーの領域にも有効に適用されるか。

現在日本で「テイクオーバーにおける対象会社の経営者の行為規制」という問題を巡って議論されている学説のうちには、このようなJust Say Noルール的な日本商法の体系を無視したまま、事実上アメリカの通説的な見解と同じ見解が有力に主張されている。いわゆる機関権限分配秩序説である。

この説と競争ルールとは、①テイクオーバーを経営者の利益相反の問題が顕著化する局面と理解する点および、②テイクオーバー局面における経営者の介入は許さない（テイクオーバーに対する最終的な判断権は株主にあるべき）と主張する点で、一致する^{*1}。もっとも、なぜ経営者の介入は許さないのかの理由については、両説は顕著な差を見せる。競争ルールは、主たる理由をテイクオーバーの機能に求めている。すなわち、テイクオーバーは監視機能と価値創造的機能を有しているから、その阻止を目的とする対抗措置は許されず、競争買付を引き出す目的の対抗措置しか許さないとする（第三章 二節）。

これに対して、機関権限分配秩序説は機関権限の分配秩序の原則を主たる理由とする。すなわち、川浜昇教授の見解を借りると、「会社の支配は株主の意思決定に基づいて決せられるべきものであり、株主の意思決定とは無関係に、会社支配の移転を阻止するべくその権限を行使することは許されないからである」とする^{*2}。

その理由は何であろうか。同教授の主張通りに、アメリカの近時の判例法が機関権限の分配秩序の問題を看過しているのか^{*3}、それともそれなりの理由があるのだろうか。この疑問は以下の問題につながる。そして、そこでの答は序論で述べた機関分配秩序説に関する筆者の三つの疑問についての答となるものと思われる。

第一は、機関権限の分配秩序の原則をテイクオーバーの領域に適用することができるかの問題である。

(ア) 通常的にテイクオーバーは公開買付を手段として行われる。この場合におけるテイクオーバーは、株主から第三者に株式が移転する取引法的な性質とその取得した株式の議決権行使と関連した組織法的な性質を同時に有する^{*4}。しかし、機関の権限分配秩序は周知の通りに会社の組織内の権限関係を規律する組織法上の原則である。

従って、このような組織法上の原則である機関権限分配秩序の原則を、取引法的な性質と組織法的な性質を同時に有するテイクオーバーの領域に適用しようとするのは法理論的に無理と言わざるを得ない。

(イ) 機能権限の分配秩序の原則に基づいて経営者の利益相反の問題を解決しよう（経営者の介入（対抗措置）を禁止させよう）とする場合には、その理由は「経営者の中立性の原則（つまり経営者はすべての株主を公平に取り扱わなければならない）」であろう。このような経営者の中立性の原則は、経営者はすべての株主に対して忠実義務を負っていることを前提とする^{*5}。そこで、機関権限の分配秩序の原則をテイクオーバーの領域に適用するには、まず関連当事者は株主の地位にあらなければならない。この点からすれば、この説は、純粋な株主間の対立の範囲を越えるテイクオーバーの領域、つまり公開買付を利用したテイクオーバーには適用され得なくなる。というのは、そのような公開買付者を株主と見、彼らに対しても対象会社の経営者は忠実義務を負っているとは言い難いからである。

第二は、テイクオーバーの機能に関する究明作業との関係における問題である。

テイクオーバー局面において経営者の介入が許されない理由が、「会社の運命は株主が決すべき」という機関権限の分配秩序の原則のためとすれば、究極的にはテイクオーバーの機能に関する究明作業は何等の意味もなくなろう^{*6}。会社の運命は株主が決すべき以上は、テイクオーバーの機能が何であれ（いかに否定的であっても）経営者の介入は許されないからである。

第三 そのほか、機関権限分配秩序説は現行商法との関係において次のような問題点を含んでいる。

(ア)機関権限分配秩序説のようにテイクオーバーに対する最終的な判断権は株主が有すべきとすれば、現行商法の下では、第三者割当増資は防衛手段として利用することができなくなる^{*7}。というのは、割当自由を基本原則としている現行商法の下では、株主がテイクオーバーに対して最終的な判断をすること、つまり、第三者割当増資をすることがどうかを決定するのはそもそも不可能（であり、そして、テイクオーバーの局面で第三者割当増資がなされるとすれば、それはまさに経営者が会社の運命を決定するということを意味する）からである。従って、このようなJust Say Noルール的な現行商法の体系を無視したまま、機関の権限分配秩序の原則を優先させるとすれば第三者割当増資を防衛手段として利用できなくなる。

(イ)事前予防的な防衛手段として株式の相互保有を通じる安定株主の工作以外には、商法上の制約等のため、日本で現実的な防衛手段として利用されるものは事実上第三者割当増資しかないという事実からすれば、第三(ア)の問題は、結果的に日本において最も効果的な防衛手段を無くす結果をもたらすことになる。

(ウ)通常、高値肩代わり目的の買占めも外観上は真のテイクオーバーかのように見える。高値肩代わり目的の買占めであるほどそのような傾向は強い。従って、機関の権限分配秩序の原則を重視すれば、明白に非難されるべき高値肩代わり目的の買占めに対してさえも第三者割当増資を通じて会社の利益を守ることができなくなる。この場合にもその外観は「会社の運命は株主が決すべきという原則が適用される」テイクオーバーであるはずからである。

以上のような事実からすれば、次のような結論が可能であろう。機関権限分配秩序説は、会社の支配権を巡って純粋な株主間の対立がある場合、つまり経営者の中立性の原則が適用される領域に限って有効に成立する理論にすぎない、と。

ちなみに、この理論の嚆矢というべき森本滋教授が主張した機関権限の分配秩序の原則は^{*8}、その当時議論の対象となっていた「株主が両派に分かれて会社の支配権を巡って争いがあるとき、経営者は割当自由の原則を先立って特定の株主を有利にする第三者割当増資をすることができるか」という問題について、それが許さない理由として同教授によって主張されたものであり、最近の機関権限分配秩序説のように株主間の対立を越える領域のテイクオーバーにまでその原則を適用しようとしたものではなかったことに注意されたい。

第三節 結 語

(1) 第三章第四節で、筆者は、アメリカの通説である競争ルールは「経営者の利益相反」の問題を根本的に解決しており、制限された範囲であるが「株主の保護」も図ることができると述べた。それにもかかわらず、本章第一節では、日本の現行商法の下で防衛手段として第三者割当増資を利用するとき、このルールは、経営者の行為規制の原則としては妥当性がないとした。その理由は、このルールは防衛手段（テイクオーバー）に対する最終的な決定権が株主にあることを前提としているが、現行商法はその決定権を取締役に任せているからと説いた。

このような脈絡で、さらに機関権限の分配秩序の原則の内在的な限界を理由として、第二節では、現在日本で有力説である機関権限分配秩序説も批判を免れ得ないとした。

(2) では、防衛手段として第三者割当増資が利用されるとき、何の基準をもって経営者の行為を規制すべきか。この問題の解答は、次のような基本的視座に基づいて探すべきであろう。

第一は、第一節で述べた通り、現行商法の法体系は、割当自由という名の下で、株主が第三者割当増資を決定することを根本的に不可能にしているということである。すなわち、現行商法の法体系が、第三者割当増資に関する決定権を取締役に任せている以上は、現行商法の解釈論は、テイクオーバー局面で経営者が防衛手段として第三者割当増資を利用することは許されるべきというこ

とである。この主張は、現行商法の下で最も効果的な防衛手段は第三者割当増資しかない事実によってさらに補強される。

第二は、第二章 三節で述べたように、テイクオーバーの局面において買取者と株主との関係に独立当事者取引 (at arm's length) の原則を適用してはならないということである。これは、株主の非補償的な損失が無視されてはならないということの意味し、ひいては、関連当事者に及ぼす経済的機能が肯定的なテイクオーバーのみ許されるべきということの意味する。

この主張は、このときに初めて、テイクオーバーに本質的に内在する監視機能と相まって、関連当事者にも有益でありながら経営者に対する監視機能を果たすテイクオーバーを見いだすことができるという事実に基づく。

以上の二つの要素を基本的視座として、本稿のテーマである「株主の保護」の問題と「経営者の利益相反」の問題とについて若干の提言を試みる。

(ア)「株主の保護」の問題について：経営者の能力や知識を利用することによって株主の利益を保護すべきであるという問題は、基本視座第一によって、テイクオーバー局面に経営者は第三者割当増資をもって介入することができるから、容易に解決される。しかし、この場合に経営者の地位維持という個人的な利益のために第三者割当増資が利用されれば（経営者の利益相反の問題が介入すれば）、株主の利益はそれだけ減少することになる。そこで、株主の利益の極大化という次元で、経営者の利益相反的な介入を禁止しなければならない。これのためには、経営者が介入することができる範囲を明確にすることが必要であろう。この問題はまさに基本視座第二に関連する問題である。

(イ)「経営者の利益相反」の問題について：経営者が第三者割当増資をもって対抗することが正当化される範囲は、基本視座第二によって、株主の利益を害する否定的なテイクオーバーに対してのみである。このとき、否定的なテイクオーバーとは何かということが問題となるが、この問題につ

いては、第二章 二節で検討したテイクオーバーの諸類型から示唆を得られよう。

すなわち、経営者の介入が正当化されるテイクオーバーは、過小評価株式理論（第四款）でいうテイクオーバーである。この類型に属するテイクオーバーには、①借入金テイクオーバーと②強圧的テイクオーバーがある。そのほか、③非借入金・非強圧的であるが対価が不当なテイクオーバーは預託した株主に非補償的な損失を与えるから阻止すべきであり、④（テイクオーバーを仮装した）高値肩代目的の買占めも、単なる finance gain のみを目的とするという点で借入金テイクオーバーに類似な機能を持つから当然に阻止されるべきである。

(3)「立証責任」について：テイクオーバーは経営者にその地位から追い払われる脅威を課すから、テイクオーバーに経営者の介入（対抗措置）が許される限り、その対抗措置は地位維持という経営者の個人的な利益のため利用される可能性が高い。従って、かような可能性がある以上、第三者割当増資の正当性を巡って争いがあるときには、その立証責任は経営者が負うべきである。

そして、第三者割当増資の正当性を判断するにおいて裁判所は、テイクオーバーが株主ないしは会社の利益にどの程度の被害を与えるかという観点で判断すべきであり、資金調達のような正当な事業目的はその正当性を補強する一資料として判断するに止まるべきであろう。というのは、第三者割当増資の正当性を事業目的や主要目的のような経営者の主観的な動機をもって判断する場合は、前述した通りに（第一章 二節、第三章 三節）、立証の容易さのため経営者の地位維持の目的が強く疑われる第三者割当増資までもほとんどの場合正当化される恐れがあるからであり、そして、テイクオーバーの局面で防衛手段の正当化される理由が株主や会社の利益保護にある以上は、その防衛手段の正当性は、その防衛手段が株主や会社の利益にいかん一致するかによって判断すべきであるからである。

(4) 以上の筆者の見解を要約すれば、次のよう

である。① テイクオーバー局面に経営者の第三者割当増資が正当化される理由は、独立当事者取引の原則が適用されてはならないはずのテイクオーバー取引において、(2)(イ)で挙げたテイクオーバーは株主に非補償的損失を与えるからである。すなわち、テイクオーバーの否定的な機能のためである。そして、② テイクオーバーは、買収者という外部者と株主との間に利害が対立する関係であり（第一章 二節）、経営者が忠実義務を果たすべき対象は株主である。従って、外部者から株主の利益の保護の必要性があれば、経営者の介入は正当化されるべきであり、その場合の利益相反の問題は介入範囲の明確化と立証責任の転換によって解決すべきである。

注)

- (1) 川浜昇教授は、前掲論文（第一章注6）民商法雑誌九五巻三号三九一頁「注253」で、「本稿の立場は、取締役の役割に関してはオークション市場論（競争ルールを意味する）と一致しているが、それが主張する経済的な最適性は、本稿の立場を補強する一資料にすぎないと考える」と述べている。
- (2) 川浜昇・前掲論文（第一章注6）民商九五巻四号四九一頁（1987）。
- (3) 川浜昇・前掲論文（第一章注6）民商九五巻二号一七二頁（1986）。
- (4) CTS判決で（第二章注27）、Indiana州の支配株式取得法がWilliams Actに抵触しないとした多数意見に対して、White裁判官は少数意見として次のように主張しながら、反対の立場を明らかにする。Indiana州の支配株式取得法は公開買付を議決権の問題として取り扱っているが、公開買付は本質的に取引法的な性質を有している。Indiana州の支配株式取得法は場合によっては少数株主が彼らの株式を預託するのを効果的に妨害するであろう。see Choper, Coffee & Morris, Case & Materials on Corporations, 1113 (3rd Ed. 1989) .
- (5) 志村・前掲論文（第一章注6）二五四頁。
- (6) 川浜教授は「公開買付の経済的評価は、対象会社取締役の行為規制を確定するのに決定的なもので

アメリカにおける会社の支配権取得と取締役の行為規制はない」とする。（第一章注6）民商九五巻三号三八〇頁。

- (7) アメリカにおいても、日本と同じに受権株式制度とその授権の範囲内で割当自由の原則を認めている州が多い（ex New York Bus. Corp. L. §501(a), 505(a); California General Corp. L. §401(a)(b); Delaware General Corp. L. §151, 157）。しかし特定比率以上の新株発行は、証券取引所の自主ルールによって株主の承認が要求されている（例えばNYSE（New York証券取引所）の18.5ルール：New York証券取引所の上場会社は株主の承認がなければ社外株式の18.5を超過する株式を発行することができないというルールsee supra note 4 at 1128.）。その結果、上場会社は、会社の支配権に影響を及ぼしうる新株の発行は株主の承認なしに取締役の決議だけで発行することができない。この点で日本の割当自由の原則とは異なる。
- (8) 森本・前掲論文（第一章注6）一六～一七頁。