

企業買収における取締役の賠償責任（2）

村上康司*

- 第1章 はじめに
- 第2章 企業買収に関するルールづくりについての国内の取組
 - 第1節 行政による取組み
 - 第2節 「報告書」および「指針」以後
 - 第3節 小 括
- 第3章 わが国の買収防衛策および裁判例の議論状況
 - 第1節 序 論
 - 第2節 裁判例の状況
 - 第3節 学説の状況
 - 第4節 小 括 (以上, 320号)
- 第4章 アメリカにおける裁判例と議論の推移
 - 第1節 序 論
 - 第2節 アメリカの裁判例
 - 第3節 アメリカの学説
 - 第4節 損 害 論
 - 第5節 小 括 (以上, 本号)
- 第5章 EU およびドイツにおける裁判例と議論の推移
- 第6章 買収防衛策と対象会社取締役の責任
- 第7章 おわりに

第4章 アメリカにおける裁判例と議論の推移

第1節 序 論

わが国の、企業買収をめぐる議論は、かつてアメリカで行われていたものに起因するところが大きい。とりわけ、対象会社の経営陣の行為基準に

* むらかみ・こうじ 立命館大学大学院法学研究科博士課程後期課程

については、わが国とアメリカの議論は前提の違いもあって、まとまった結論は導かれていない。しかし、アメリカの議論の影響力を理解し、また何が議論を分ける要素となっているのかについて、改めて確認をしてみる必要があると思われる。なお、以下のアメリカ法の考察はデラウエア州を対象とする。なぜならば、デラウエア州は、アメリカ法における企業買収のルール形成に主導的役割を果たし、またそのルールは、我が国の近時の議論にも大きく影響を与えているように見受けられるからである。

後にみる様に、1980年代から90年代にかけて、デラウエア州を中心としたアメリカの敵対的買収に関する多くの重要判例が蓄積されているが、ひとまず、それよりも以前の敵対的買収に関わるアメリカの判例の流れについて、簡単に触れることにする。

20世紀初頭から1960年ごろまでのアメリカの判例法の大勢は、現経営陣が敵対的買収に対して行う防衛措置の適法性を判断するにあたり、決定の実質的内容に踏み込んだ審査を行っており、適法性の立証責任を取締役の側に課していた。「主要目的ルール」といわれる判断枠組みの中でも、厳格な客観的アプローチが採用されていた。しかし、1964年のデラウエア州最高裁の *Cheff v. Mathes* 事件⁶⁰⁾ 判決を境に、防衛措置を決定する際の取締役の相当の調査と誠実さを審査基準とする、主観的なアプローチ、すなわち一種の経営判断準則による判断が次第に有力となる。この事件では、H社は、多くの会社の清算に関与していたM社によって株式を買い占められ、取締役のポストを要求されたのに対し、H社の取締役が会社資金をもってM社の保有する株式を買い取ったことが問題となった。原告であるH社の少数株主は、このような行為は、現取締役の支配を維持するためになされたものであるとして、全取締役に対して損害賠償を求めて派生訴訟を提起した。

最高裁は、デラウエア州法では、会社は自己株式を売買する制定法上の権限が認められているけれども、取締役が唯一あるいは主として自己の地位を維持させるために会社資金を利用することは不当であると判示⁶¹⁾し

た。そのため、当該株式買収行為の動機がどのようなものであったのかが問題となる。これについて裁判所は、会社支配への脅威がかかわるときには株式買収行為に生来的危険があり、取締役は必然的に利益衝突に直面し、客観的決定は困難であることを理由として、このような株式の購入が主として会社の利益のためであることの立証責任は取締役が負担するとした⁶²⁾。さらに、取締役が自己の行為の正当化の立証について求められる内容は、会社の政策および効率性に対する危険が存在すると信じる合理的根拠について立証することであり、取締役は善意であったことと合理的調査であったことを証明することによって立証責任を満たし、取締役は、決定がなされた時点でその判断が合理的であると思われる場合には、判断の誤りについて責任を負われないと指摘した⁶³⁾。そして判決は、継続的存在あるいは少なくとも現形態での存在に対する合理的な脅威があったと認定して、取締役の責任を否定した⁶⁴⁾。これ以降、特に80年代の有名な多くの判例は、基本的にはシェフ事件判決の延長線上にあるものと考えられる。具体的には、経営判断原則、ユノカル基準、レブロン基準がそれである。最近の企業買収に関する問題の判断として、わが国においてもこれらの基準に倣った議論が展開されている⁶⁵⁾。したがって、以下では、敵対的企業買収において、最も大きな問題の一つである対象会社の経営陣の役割及びその行為基準に焦点を当て、それらの基準につき先例的な意味合いを有する判例をいくつか紹介する。

第2節 アメリカの裁判例

第1項 序 説

前節でふれたように、アメリカの裁判例は、買収防衛措置について、会社の通常の事業目的のためになされる場合と特段に区別することなく、一般的に経営判断原則といわれる基準を適用することによって対処してきた。経営判断原則は、経営者の行為が会社の最善の利益のために適切に行われたと推定される場合には、裁判所はその経営判断の内容に立ち入って審査

をしないという考え方である。裁判所は、経営判断原則が適用されるには、合理的な注意が実際になされたことが前提であるとし、決定の前に関連事実および入手可能な事実の確認に十分な注意を払わなかった取締役に対しては、経営判断原則は適用されないとの立場を採ってきた⁶⁶⁾。取締役の行為について、どのような場合に経営判断原則が適用されるかについて言及したのが、判例【1】である。

また、買収防衛策の局面では、取締役には利益相反の危険が存在することから、直接的に経営判断原則を適用することにはより慎重になることが求められ、判例【2】を契機に、取締役の立証により、防衛措置の合理性・相当性につき裁判所による司法審査が行われることとなる。裁判所は、取締役の誠実性のみならず、取締役会が防衛措置を採るに至るまでの過程や経緯の内容を客観的な立場から検討を加えている。そして、その後の裁判例の積み重ねにより、取締役に求められる防衛策の合理性・相当性の判断から、妥当な行為基準を導き出そうとしているようである。

第2項 アメリカにおける主要な裁判例

判例【1】 Smith v. Van Gorkom 事件⁶⁷⁾

〔事実〕

Trans Union 社(以下、「T社」とする)は、1980年当時、毎年数億ドルのキャッシュ・フローを有していた公開会社であった。しかしながら、同社は、多額の投資控除にみあう課税所得を得ることが困難な状況であった。同社の会長兼最高執行役員である Van Gorkom は、経営陣と協議を持ち、同社を多額の課税所得を有する会社に売却する案を含めさまざまな選択肢が検討された。また、経営陣によるレバレッジド・バイアウトについても議論された。

その後、Van Gorkom は、会議において一株当たり55ドルでのレバレッジド・バイアウトについて言及した。また、その数日後に、Van Gorkom は、同社の経理部長に、一株55ドルでのレバレッジド・バイア

ウトについて検討させたが、会社の売却を考え、9月13日に企業買収の専門家として著名な Jay A. Pritcker と会い、一株55ドルでの売却案を提案した。9月18日に、Van Gorkom は再び Pritcker と会い、Pritcker が一株55ドルで現金合併をする意図があることを理解した。しかしながら、Pritcker は、T社の金庫株100万株を、9月19日の終値よりも75セント高い一株38ドルで買付けること、9月21日の夕方までに取締役会でこの提案に対して決議すべきであることを主張した。Van Gorkom らは、9月19日に銀行と協議し、また20日の正午に取締役会を開くこととした。また取締役会に先立ち、午前11時に経営陣による会議を開くこととした。社長および経理部長以外は、それらの会議の目的を知らされていなかったし、同社の投資銀行である Salomon Brothers は、会議への出席を求められなかった。20日午前の経営陣の会議では、Van Gorkom は提案について説明したが、社長および経理部長を除く経営陣はこの提案に反対した。

午後の取締役会では、病気の名を除くすべての取締役が出席した。取締役会の構成員は、内部取締役5名、外部取締役5名であり、各々が現在の同社の財務状況などについてよく知っていた。取締役会では、Van Gorkom が口頭で20分間の説明を行い、T社は、90日間のうちに、競合する提案を受け付けることができること、一株55ドルが公正な価格であること、取締役会の決定は、一株55ドルが得られる最高価格であるかどうかではなく、株主が受け入れるか拒否するかどうかの機会を与えられるべき公正な価格であるかどうかを述べた。出席した弁護士は、取締役会がこの提案を受け入れなければ株主から訴えられる危険性があり、公正さに関する意見は法律により要求されていないことを助言した。これに対し、最高財務役員は、一株55ドルは公正な価格の範囲内のものではあるが、その最低ラインであると主張した。取締役会は約2時間続き、最終的にはこの合併契約を承認した。しかし、Van Gorkom 自身およびその他の取締役も、契約書に署名するまで、契約書の内容を読んでいな

かった。

T社は10月8日の取締役会において、投資銀行である Salomon Brothers に、同社に対する提案されたマーケット・テストの期間内のその他の申し込みを受ける権限を与えた。90日のマーケット・テスト期間内に、General Electric Credit Corporation および Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. の申し出があったが、いずれも成就しなかった。

1981年1月21日に、株主に対し株主総会についての経営陣の委任状説明書が送付され、26日の取締役会において、長時間にわたる議論を経て、Pritcker との合併を進める決議がなされ、さらに委任状説明書に対する訂正を送付することが承認された。これには、本件合併に関するすべての情報が記されていた。2月10日に、T社の株主総会は、本件合併を承認した。

T社の株主が、本件合併の取消しおよびそれが認められなければ取締役の損害賠償を求めて、クラス・アクションを提起した。

〔判決理由〕

原審は、取締役会は当該現金合併に際し、十分な情報に基づいて行動しており、経営判断原則による保護が与えられるべきであること、合併承認の株主決議は、株主は取締役会により十分な情報を与えられた上でなされたのであるから取消されるべきではないと判示した。しかし、デラウエア最高裁判所は、この原審判決を破棄し差し戻した。

「デラウエア法の下では、経営判断原則は、会社の事業および業務は、取締役会によって経営されるというデラウエア一般会社法141条(a)項に基づく基本的原則の産物である。経営上の役割を実行する際に、取締役は会社およびその株主に対し厳格な信認義務を負う。経営判断原則は、取締役に与えられる経営上の権限の完全なおよび自由な行使を保護し、促進させるために存在する。経営判断原則は、事業上の決定をなす際に、会社の取締役は十分な情報に基づき、誠実に、会社の最善の利益となると信じて行動するという推定である。経営判断原則の下では、無能なあ

るいは軽率な判断をなした取締役に対する保護は存在しない。

1980年9月20日に、取締役が、情報に基づいて会社を売却するとの決定に達したかどうかの問題は、取締役が相当に利用可能で、Pritckerの合併提案を受け入れるという決定に関する情報に基づいてのみ判断されなければならない。

以下の理由に基づき、取締役会は、1980年9月20日の決定は十分な情報に基づく経営判断に達しなかったと結論づけなければならない。

取締役は、(1) 会社を売却させ、一株当たりの売却価格を算定する際の Van Gorkom の役割について十分に情報を有せず、(2) 同社の本質的価値に関しても情報を有しておらず、(3) そのような状況の下で、事前の通知もなく、危機的あるいは緊急の事情が存在しないにもかかわらず、2時間の協議をもって会社の売却を承認したことには、少なくとも重大な過失がある。

すでに述べたように、取締役会は、主として Van Gorkom の説明に基づいて、9月20日の現金合併を承認する決定を行っている。Van Gorkom および社長以外のすべての取締役は、会議の目的がT社の現金合併を提案することにあることを、事前には知らなかった。社長、最高財務役員および経理部長以外の主要経営陣は、1人も出席しておらず、しかも最高財務役員および経理部長の2人は、提案された売却をわずか1時間前に知らされている。法務部長 Moore および前法務部長 Browder の両人は、会議に出席していたが、会議の目的および文書に関して何も知らされていなかった。

提案された取引に関する文書はまったく示されなかったため、取締役会の構成員は、提案についての Van Gorkom の20分にわたる口頭での説明のみを信頼することを求められた。合併条件の概要について記されたものも提示されず、取締役は会社の売却に対し1株55ドルの売却価格の適切さを裏付けるだけの資料を与えられず、取締役会は、Van Gorkom 自身も読んでおらず、その他の取締役会の構成員も見たことも

ない契約内容について、Van Gorkom の理解に基づく説明以上のものは何も有していない。

したがって、T社の取締役は、(1) 相当に利用可能で、勧告された Pritcker との合併に関連する決定に対するすべての情報を得ることを怠ったこと、および (2) 分別のある株主が、Pritcker の提案を承認するかどうかを決定する際に大きく考慮するような、すべての重要な情報の開示を怠ったことにより、株主に対する信認義務に違反する。」

判例【2】 Unocal Corp. v. Mesa Petroleum 事件⁶⁸⁾

〔事実〕

1985年4月8日、Unocal 社(以下、「U社」とする)の株式のおよそ13%を保有する Mesa 社(以下、「M社」とする)は、強圧的な側面を有する二段階公開買付けを開始した。その内容は、第一段階での公開買付けはU社の社外株式の37%を一株当たり54ドルで買付けるのに対し、第二段階での公開買付けは第一段階と同じく一株当たり54ドルではあるものの、ジャンク・ボンドをその対価とするというものであった。

独立性を有する8名の社外取締役および6名の社内取締役から構成されるU社の取締役会は、9時間半にわたりM社の買収について協議し、専門家からの意見を取り入れた上で、M社の提案が不適切であるとする彼らの見解の根拠につきプレゼンテーションを行った。そして、8名の社外取締役は別のU社の財務アドバイザーおよび弁護士と協議をし、満場一致でM社の公開買付けを不適切として拒絶し、自己株式の買付けを行うよう取締役会に助言するよう決定し、その後、取締役会が再び開かれ、満場一致でM社の公開買付けを不適切として拒絶する決議を採択した。ただし、取締役会では、対抗手段である自己株式の買付けについては議論がされていない。U社の対抗手段としての自己株式の買付けの内容は、M社が買付けに成功した場合、株主に対し、株式を自社の社債と交換するというものであったが、M社を買付けの対象から除外した差別

的なものであった。M社は、この差別的なU社の公開買付けの予備的差止命令を求めて提訴した。

〔判決理由〕

デラウェア州衡平法裁判所はその差止を認容したが、上訴審であるデラウェア最高裁判所は以下のように判示し、原審の差止命令を取消した。

「取締役会は、会社の業務に大きな権限を有し、その義務および責任はデラウェア一般会社法141条(a)項に由来する。さらに、デラウェア一般会社法160条(a)項に基づき、自社の株式を取り扱う広い権限が取締役会には与えられている。したがって、取締役が会社における自己の地位を確保することを、唯一あるいは主要な目的として行動したのではない限り、株式の取得に際して、会社は株主を選択的に取り扱うことができる。

取締役会の行動権限は、その株主を含む会社を、原因に関わらず、合理的に認識される危害から保護する取締役会の基本的な義務に由来する。したがって、裁判所は、基礎的会社変更の問題を含むコーポレートガバナンスについての広範囲の文脈において、取締役会が受動的な機関ではないことに納得している。

取締役会が、懸案となっている公開買付けを取り扱う場合、取締役会は提案が会社およびその株主の最善の利益になるかどうか決定する義務を有する。その点において、取締役会の義務は、それが負う他のどの責任とも少しも異なっていない。そして、その決定は、彼らが経営判断の領域で与えられるであろう敬意を与えられる資格がなければならない。しかしながら、取締役は利害対立に当然直面することになり、客観的な決定は困難であることに注意しなければならない。

これに際して、取締役は、他の株式保有者のせいで会社方針と効率性に対する脅威が存在すると信じるための合理的な根拠を有することを示さなければならない。しかしながら、取締役は「誠実さと合理的な調査」を示すことによってこの負担を果たすことができる。さらに、その

ような証明は、前述の基準に従って行動する大多数の社外の独立した取締役から構成される取締役会の承認によって著しく高められる。

防衛手段が経営判断原則の領域に含まれる場合であるには、防衛手段は、提案された脅威との関連において相当なものでなければならない。これは、公開買付けの性質および会社に対するその影響についての取締役による分析を伴う。その関心についてはたとえば、次のようなものが含まれる。すなわち、提案された価格の不適切さ、提案の性質や時機、違法性の問題、株主以外の構成員（債権者、顧客、従業員、およびおそらくは地域社会一般にさえ）への影響、不達成のリスクおよび交換に提供される有価証券の質などである。

U社の取締役会は、U社の価値は一株54ドルを優に超えるものであると結論づける。さらに、取締役会は、後にM社によって残りの株主に対して提供される有価証券の価値は、54ドルを大きく下回るものであると判断する。このようなM社の提案は、価格が不適切であっても、株主に第一段階での買付けに応じさせようとする強制的なものである。U社の取締役会が選択的な交換買付けを採用した目的は、不適切なM社の提案を阻止し、株主に72ドルの価値を有する有価証券を提供することである。

結論として、会社を保護する明白な義務に従い、誠実および合理的な調査によってなされたM社の公開買付けへの反対、および選択的な株式交換を企てる取締役会としての権限が存在する。さらに、U社によって選択された自己株式買付け計画は、取締役会が合理的に信じた脅威との関係において、相当なものである。そのような状況においては、取締役会の行動は、経営判断原則によって評価される資格がある。したがって、取締役の決定が、主として会社における彼らの地位を存続させること、あるいは詐欺、逸脱、誠実さの欠如、または無知などのような信認義務違反に基づくという証拠が示されない限り、裁判所は取締役会の判断を尊重する。」

〔分析〕

先述のシェフ判決以降、デラウエア州においては、敵対的買収に対する防衛措置について、経営判断原則による保護が広く与えられていた⁶⁹⁾。本判決は、敵対的買収に対して対象会社の取締役は防衛措置を取ることができるが、その措置は取締役としての誠実性や情報収集に照らして経営判断原則の保護を受けられるようなもの、すなわち適切な手続を履践して決定されたものでなければならないとした。このような理解はシェフ判決ですでに言及されていた。80年代に入ると、新しい金融技術の発展により、企業買収が活発になり、これに対する防御措置が求められるようになった。その後、様々な事後的対抗措置や事前防衛策が考案されると、防御措置の抑制を求める声が次第に強まった。デラウエア州においては、州法が対象会社取締役に対して不当に好意的であるとしてその改正を求める動きさえ現れるようになった⁷⁰⁾。このような事情を背景として、デラウエア州の裁判所はシェフ判決で示された経営判断原則基準をより厳格に運用しようとした。

ユノカル判決から数ヶ月後、事前に計画された防御措置が問題となった事件においてユノカル基準を適用する判例が現れた。Moran v. Household International, Inc. 事件⁷¹⁾は、Household International, Inc.（以下、「H社」とする）が企業買収の対象になりやすいとの懸念から、ライツ・プラン⁷²⁾を採用したことに対して、H社の取締役の1人であり、かつ最大株主であるD-K-Mの代表者でもあるMoranが、取締役会がプラン採用の権限を有しないことなどを理由に、本件プランを無効とすることを求めたものである。そこでは、ユノカル判決の言及するように、裁判所は、経営判断の原則の適用にあたって、ユノカル判決で示された高度の注意義務を尽くしたことの立証を取締役に要求する。そして、この立証は、社外の独立した取締役の多数で構成された取締役会の承認によって補強されるとしている。そして、従来の判例が個々の脅威への対応として採用された防御措置に対して経営判断の原則を適用していることは、本件での適用にあたり何ら妨

げとはならず、不測の敵対的公開買付に備えて事前に計画することは、公開買付の圧力の下で経営者が合理的判断を失敗する危険を少なくさせることができるため、経営判断の原則の適用はより適切であると強調している⁷³⁾。また、防御措置として採用されたライツ・プランは、他の防御措置と比べて特に会社の価値構造を害するものではなく、また、絶対的なものでもない。取締役会は、公開買付と権利の消却の要求に直面した場合、独断的に拒否することはできない。そして、取締役会は、他の取締役会が防御措置の採用の決定において負うべき責任である信認義務と同一の基準で、当初承認された計画で負うべきものと同一の責任を負うと指摘した⁷⁴⁾。最高裁は、当該ライツ・プラン採用の適否が審理されるべき基準として、経営判断の原則の適用があることをユノカル判決を引用して指摘した⁷⁵⁾。

結論として、判決は、取締役会は強圧的な二段階公開買付という買収手段からH社を守るために必要であると誠実に信じて計画を採用したものであり、取締役会は当該プランの詳細を熟知していた。強圧的な二段階公開買付は、市場において、一定の脅威としてとらえられているものであり、本件プランは、もたらされた脅威に関して合理的であると判断した。しかし、現実に公開買付が行われた際の最終的な対応については、裁判所が判断するにあたり、本件は何ら影響を与えないことも言及している⁷⁶⁾。

本判決では、取締役会の採用したライツ・プランを承認しているが、将来の公開買付を制限するものでなく、また取締役会も他の防御措置を採り得ることが前提となっている。そして、敵対的公開買付が現実のものとなった時は、その時点でユノカル判決で示された基準に基づいて責任を負うとされている⁷⁷⁾。

判例【3】 Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. 事件⁷⁸⁾

〔事実〕

Pantry Pride, Inc. (以下、「P社」とする)から、Revlon, Inc. (以下、「R社」とする)は敵対的な公開買付けを受けた。R社は、P社からの

提案を拒絶し、それに対する防衛策として、友好的な第三者である Forstmann 社(以下、「F社」とする)による買収を検討した。

10月12日に、F社は、P社の1株あたり56.25ドルの条件よりも1ドル高い57.25ドルによる公開買付けを行った。それには、R社の株式の40%を取得する者が現れた場合に、R社の事業部門を投資銀行の評価よりも1億から1.75億ドル低い価格で取得できるとするロックアップ・オプションをF社に与えること、この買収を保護するために、他の第三者との間で買付けの交渉をしたり、R社の売却について取引をしないこと(ノーショップ条項)、この提案が実現されなかった場合、またはR社の株式の19.9%以上を他の第三者が取得した場合には、2,500万ドルのキャンセル料がF社に支払われることなどの条件が示されていた。R社の取締役会はこの提案を承認した。

P社の支配株主である MacAndrews および Forbes Holdings は、これらの防衛策について、差止命令を求めて提訴した。

〔判決理由〕

デラウェア州衡平法裁判所は、これらの防衛策に対する差止めを認め⁷⁹⁾。上訴審であるデラウェア最高裁判所は、以下のように述ベロックアップ・オプションの付与、ノーショップ条項、キャンセル料の支払いに関する合意には、経営判断原則は適用されず、原審の結論を支持して、差止めを認め⁸⁰⁾。

「経営判断の原則が適用される場合は、取締役が会社の最善の利益のために行動することが推定される。しかしながら、企業買収に対抗する手段をとる場合、取締役は、会社や株主の利益よりはむしろ自己の利益に基づいて行動するかもしれない「どこにでもいるお化け」が生じる。取締役は、会社の政策と効率性に対する危険があると信じるだけの合理的な根拠を有していたことを立証する必要がある。これは、誠実さと合理的な調査で満たされることができ。さらに、取締役は、採られた行動が生じた脅威との関係において相当なものであることを確実にするため

に、企業買収の性質および会社への影響について分析しなければならない。

取締役会によって採られた第一の防衛策は、トリガー条項の発生における実質的なプレミアムを会社によって株主は権利を得るポイズン・ピルである。取締役会は、そのような手段を採る権限を有している。また、取締役会は、P社は、ジャンク・ボンドによって資金調達をし、R社の解体(break-up)および資産の処分を行うとの説明を受け、低い価格での提案から株主を守るために防衛策をとったのであり、誠実かつ合理的な調査に基づく相当な手段であったといえる。

しかしながら、P社が50ドルから53ドルに提案を引き上げた時点で、会社の解体が不可避であることが明らかになった。R社の取締役会が経営陣に、第三者との交渉を許したことは、会社が売りに出された(for sale)ということになる。したがって、取締役の義務の内容は、会社主体としての保存ではなく、株主の利益のために売却価値の最大化へと変容した。取締役の責任は、Unocal 基準とは異なることになる。取締役会は、もはや会社の政策および効率性、あるいは株主の利益に対する脅威には直面していない。取締役の役割は、会社の防衛者から、会社の売却において株主のために最高価格を得る競売人(auctioneers)となる。R社の取締役は、防衛策の採用により、結果的に競売を終了させたので、忠実義務違反となり経営判断原則は適用されない。

取締役会は、株主の利益と合理的に関連している範囲で、会社構成員(ステークホルダー)の利益を考慮できる。しかしながら、本件のように、会社を最も高額な買付者に売却する際には、そのような考慮は不適切である。したがって、債務証券の所持人の利益のためになされたF社との合意は、注意義務違反である。

デラウェア州法において、ロックアップは違法ではない。そのような手段は、他の買付人を会社支配の状況に引き入れ、会社の競売を作り出し、株主の利益を最大化させる。しかし、F社はすでにP社より優遇さ

れた地位にあり、ロックアップは買付競争を終わらせることとなった。」

〔分析〕

レブロン判決は、以下の点において意義を有すると思われる。第一に、最高裁は、会社が売却あるいは解体が不可避になった場合には、取締役は、会社の売却にあたり、株主の利益になるよう会社の価値を最大化する義務を有するとする。このような場合には、取締役はもはや会社の経営政策や効率性を理由として防衛措置を採ることはできず、競売人として、株主の価値を最大化する責務を果たさなければならないとする。競売の局面での取締役は、株主価値の最大化のみに対して注意義務・忠実義務を尽くさなければならないと、株主利益の最大化以外の他の要因を考慮するならば、それは忠実義務違反となると説かれる⁸¹⁾。

第二に、レブロン義務とユノカル判決の下でのより実質的で充実した審理との相互関係についてである。レブロン判決は、いったん取締役会が会社の売却を決定し、取締役会がレブロン義務を履行していないと考えられるならば、取締役会の行為にはもはや経営判断の原則による保護はなく、ユノカル判決で示されたより実質的で充実した審理に服することを明らかにしている⁸²⁾。ユノカル判決で示された高度の義務の第一の要件は、会社の売却が不可避となれば、取締役は会社の経営政策および効率性に関与できないことから、そこでの役割は、株主の価値の最大化の義務という基準に修正された⁸³⁾。したがって、レブロン事件では、ユノカルの第一の修正された基準は株主よりも債権者を優遇したことから満足していないと判断され、第二の基準も取締役会が自ら会社の解体を決定しており、社債権者の権利は契約上確定されているので、更なる保護は要求されないため合理的な関連性はないと判断された⁸⁴⁾。

第三に、レブロン判決は、修正されたユノカル基準を適用した結果として、レブロン義務を遂行するためにどのように取締役は行動すべきかを明らかにしている。裁判所は、取締役会に交渉のための自由裁量権を認めている⁸⁵⁾。取締役には、株主に最善の利益をもたらすために、積極的に行為

することを求めており、競合買付を刺激し、市場の力が自由に働くように努めなければならないとする。取締役会は競合買付者を公平に扱わなければならないが、不平等に扱うことが、むしろ株主の利益を最大化することにつながるのであれば、必ずしも平等でなくともよいことになる⁸⁶⁾。

第3項 レブロン義務の射程範囲及びユノカル基準との相互関係

レブロン義務の射程範囲については、必ずしも明らかではなかったが、Mills Acquisition Co V. Macmillan, Inc. 事件⁸⁷⁾がそれを明らかにしようとした。Mills Acquisition Co(以下、「A社」とする)は、敵対的公開買付の脅威を防ぐため、防衛措置としてリストラクチャリングを実施したが、公開買付を行っていたB社の訴えに基づき、衡平法裁判所は暫定的差止を命じた。その後、A社の買付競争が始まったが、最終的に以前よりMBOの交渉をしていたK社と他のC社の二社が候補に残った。そこで、A社の経営陣はK社に、ひそかにA社の財務情報を伝えたり、C社の買付価格を教えるなどK社が有利になるよう働きかけた。そのため、A社の取締役会はK社とのロック・アップなどの条件のある買収を承認するに至ったが、C社がロック・アップ等の有効性を争って訴訟を提起した。

最高裁は、取締役会の経営判断を尊重はするが、自己の利益が関係する取締役会の手続きに、故意の違法な操作が存在するならば、信認義務から、司法の経営判断に対する尊重は終わると指摘し、本件では、このような詐欺が存在するのみならず、競売の構成および指揮における取締役会の監督の欠如が経営陣にこのような不正行為を許す機会を与えることとなった。このような事情の下では、告訴された取引は完全な公正の基準の下で厳密な司法審理に服さなければならないと判示した⁸⁸⁾。

レブロン義務が生じた局面における審査基準について、ユノカル判決で指摘しているように、会社支配が問題となる場合には「どこにでもいるおばけ」が存在する。このため、取締役会は経営判断原則の保護を受ける前に高度の義務を満足させなければならないとした⁸⁹⁾。レブロン義務が取締

役に課される場合、裁判所は、ユノカル事件と同様に、通常の経営判断原則での推定が適用される前に、より実質的で充実した司法審査を要求している。また、競売の適切な管理にあたり、本件においては買付者の差別的取扱いに直面していることを鑑みると、原審では、取締役が株主の利益が高められると適切に認められたか否かを吟味しなければならない。いずれにしても、取締役会の行為は、達成しようとした利益、あるいは逆に特定の買付が株主の利益にもたらす脅威に関して合理的でなければならないとの審査基準を明らかにした⁹⁰⁾。ユノカル基準の下で、取締役はその地位を利用して自己の利益を図っていないことを証明し、レブロン義務が生じるならば、取締役は株主の利益を最大化する義務があるので、利益衝突を伴うと思われる措置を採っている場合には、厳格な公正の基準で判断される。利害衝突を伴わない場合は、ユノカル基準の下での高度の義務を満足させるならば、経営判断原則が適用されるとの結果が導かれる。

第4項 ユノカル判決とレブロン判決との相互関係に言及するその後の 裁判例

ユノカル判決とレブロン判決との相互関係、そこでの脅威および法的基準の適用範囲を明確にしようと試みる判決がいくつか見られる。Paramount Communications, Inc. v. Time Inc. 事件判決⁹¹⁾およびParamount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc. 事件判決⁹²⁾である。

タイム事件では、Time Incorporated(以下、「T社」とする)は事業拡張のためW社との合併交渉を進め、両社の株式交換による合併が両社の取締役会で承認された。同時にT社の取締役会は様々な企業買収の防御策を採用したが、株主総会で合併の承認を得る前にParamount Communications, Inc.(以下、「P社」とする)がT社の全発行済株式に対して全額現金による公開買付を発表した。T社の取締役会は、P社の買付申込を不適切と判断したが、T社の株主が合併による長期的利益を理解せずにP社による現金買付に応じる懸念から、合併の予定を変更し、T社がW社を現金

と証券によって買収することを決定し、W社もこれに同意した。その後、P社は現金買付金額を引き上げたが、T社の取締役会は、P社の買付申込はT社の生存とその文化に対して脅威を提起するもので、W社との取引の方がより株主の長期的利益になるとして、P社の申込を正式に拒絶した。そこでP社、そしてT社の株主がレプロン義務違反、ユノカル義務違反を理由として、T社のW社に対する公開買付の暫定的差止を求めた。

最高裁判所は、下級審である衡平法裁判所が示したレプロン義務は生じないとの結論には同意するが、その根拠づけにおいて、取締役会は会社の収益性を高めることを目的とした会社の競売手続を設定する権限を含む会社業務を管理する義務が取締役に課せられているとして、取締役会の自由裁量の役割を確認した。その上で、レプロン判決の下で定義づけられたような限定的な状況になければ、取締役会は公開買付の局面においても本質的に株主の短期的利益を最大化する義務が存しないことを明らかにした⁹³⁾。

次にQVC事件では、Paramount Communications, Inc. (以下、「P社」とする)は企業規模の拡大と財務基盤の強化のため、取締役会は社との合併を承認した。その条件には、社以外の潜在的競合買付に対するノーショプ条項、ターミネーション・フィー規定、ストック・オプション規定など種々の防御措置が含まれていた。その後、QVC Network, Inc. (以下、「Q社」とする)がP社に対して吸収合併を申し出たが、P社との協議は進捗しなかった。そこで、Q社は公開買付を発表した。これに対してV社は、P社と協議し合併契約の修正を行ったが、その際、防御措置については特に修正はなされなかった。その後、V社とQ社との間で公開買付価格の引き上げが続いたが、P社の取締役会はQ社の買付資金の融資が確実性に乏しいことなどを理由に、Q社による買付は株主の最善の利益にはならないと判断し、Q社の申入れは考慮しないことを決定した。これに対し、Q社とP社の株主が、V社の公開買付およびP社によるストック・オプション規定などの防御措置の暫定的差止を求めて訴えを提起した。

最高裁は、支配権の売却あるいは変更のある場合には、取締役は、株主にとって合理的に達成しうる最善の価値を、相手側に提供する取引を求めべく合理的に行為する義務を負い、裁判所は、取締役が合理的に行為したことを確かめる方法として、より実質的で充実した審理を行う。取締役の義務の履行にあたり、取締役は経営判断をなす前に合理的に入手可能な全ての重要な情報を取締役全員に対して開示する義務を有し、取締役会が十分な情報を得ていることが必要とされる。また、どの代替案が株主にとって合理的な最善の価値になるかは、現金の額だけでなく、戦略的提携の将来的な価値等をも含めた全体的な状況の分析に基づいて価値判断しなければならないとする⁹⁴⁾。

さらに、レブロン義務が取締役に課せられる場合、ユノカル判決と同様に通常の経営判断原則の推定を受ける前に、より実質的で充実した司法の審理がなされる。より実質的で充実した審理の基準の要点は、取締役が決定の基礎とした情報とともになされた意思決定過程の妥当性に関する司法の判断、支配権の売却という状況に至らしめた取締役の行為の相当性に関する司法の審理である。より実質的で充実した審理の基準は取締役の行為の実質的な業績の合理性を審理することを含むけれども、裁判所は支配権売却の局面における取締役の任務の複雑さを無視すべきでない。したがって、裁判所は取締役が完全な決定をなしたか否かでなく、合理的な決定をなしたかどうかを判断すべきであり、その際、裁判所は後知恵を用いるべきではないとする⁹⁵⁾。

タイム判決は、会社が解体に至らなければ、支配の変更を生じる取引であってもレブロン義務の適用はないと考えられていたが、QVC判決は、取締役が支配の変更を生じる取引をなした場合は、解体の結果に至らない場合でもレブロン義務を適用する趣旨であることを明らかにしていることが注目される⁹⁶⁾。

第5項 ユノカル基準の展開を明確にするその後の裁判例

その後、Unitrin, Inc. v. American General Corp. 事件⁹⁷⁾が、ユノカル基準を発展させ、判例の再公式化を図ろうとした。ホームサービス保険業界一位の American General Corp. (以下、「A社」とする)は、同三位の Unitrin, Inc. (以下、「U社」とする)に対して、買収の意向を伝えたが拒否されたため、再度合併契約の申し入れを行った。U社取締役会は、全員出席のもとにこの合併提案を検討したが、全員一致で本件提案は株主の最善の利益にはならないと判断し提案を拒否した。A社は、U社株式に対して公開買付を公表したため、U社株式の市場価格は大きく上昇した。U社は、一連の報道によって、U社の株式の価値はA社の買付価格を超えるものである、あるいはA社の買付価格はU社の独立企業体としての長期事業見通しを反映していないなどの根拠を示して、防御措置採用の理由を株主、市場に説明した。さらに、投資アドバイザーであるM社の助言をえて、U社の取締役会は株式買戻計画を検討し、社外株式1,000万株(社外株式の約20%)を上限とする株式買戻計画を決議した。翌日にその計画を公表し、M社はU社のために約二週間で約500万株を買い付けた。しかし、その平均購入価格はA社の申込価格をわずかに上回るものにすぎなかった。そのため、A社およびU社の株主の一部がこのようなU社の対応措置の暫定的差止を求めた。

最高裁は、ユノカル基準の第二の要件であるもたらされた脅威との関連での防御措置の合理性の判断について、認識された脅威から会社および株主を守ることは取締役に課せられた注意義務に基づくものであり、取締役会には株主に対して苛酷な結果となる防御措置によってその脅威に対抗する自由裁量は存在しないと述べた⁹⁸⁾。さらに、ユノカル基準を適用するにあたり、防衛措置が合理的であるか否かについての裁判所の事実認定と、防衛措置が強圧的あるいは排斥的であるがゆえに苛酷なものであるか否かについての裁判所の判断とは、直接的な相関関係を有するとの前提に立つ。そして、採用された防御措置は強圧的あるいは排斥的な性質を有する苛酷

なものであるか否かの問題につき、苛酷なものでない場合には、それが合理性の範囲内にあるかどうか次問題となる、との二段階の審査基準を提示し、これらの要件が満たされるならば、裁判所は取締役会の経営判断を尊重すると判示した⁹⁹⁾。

最高裁は、ユノカル基準の第一の要件に関連し、会社に対する脅威についてタイム判決の分類を引用し、本件では実質的な強圧が存在することを認定した。その上で、脅威との関係で防衛措置が相当であるかについての第二の要件を、会社あるいは株主に対して苛酷な結果になるか否かの審査を用いて、ユノカル基準を再公式化しているといえる¹⁰⁰⁾。

第6項 アメリカ判例の傾向的分析

判決【1】は、M&A に関して取締役の行為に経営判断原則が適用されるか否かを判断したものである。判決理由は、Trans Union 社の取締役会に十分な情報が提供されないまま、合併契約の締結を承認したことにつき、取締役が合理的に取得可能なすべての重要な情報を収集することを怠ったため、経営判断原則の適用はないと判示した。経営判断原則(Business Judgment Rule)とは、取締役が経営上の意思決定を行う際に、必要な情報に基づき(informed basis)、誠実に(in good faith)かつ会社の最善の利益のためであると真摯に信じて行われたもの(in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company)と推定するものである¹⁰¹⁾。取締役の信認義務違反を主張する者が、取締役の意思決定に対する推定を覆す立証責任を負う¹⁰²⁾。

判例【1】を初めとして、判例法上、M&A に関しても経営判断原則が適用されることが明らかにされたが、さらに、取締役と株主との間で潜在的に利益相反の関係が成立しうるため、経営判断原則を厳格化したといわれるのが判例【2】である。判例【2】は、いわゆる Unocal 基準として、その後の判例において大きな影響を有するようになった。具体的には、経営判断原則の適用の前提として、取締役会が会社方針と効率性に対する脅

威が存在することにつき合理的な根拠を有すること、取締役会が採用した防衛策が脅威との関係で相当であることを、取締役側が立証しなければならない¹⁰³⁾。この基準は、取締役の生来的な利益衝突に関心が向けられており、この関心は QVC 判決の登場まで引き継がれていくことになるが、そのため株主の利益保護の視点が十分に組み入れられてきたかどうかは不明なままとなった。判例【3】は、経営判断原則の適用問題については、取締役には、生来的に利益相反の危険が存在するためユノカル基準を踏襲しているが、会社売却・の解体が不可避であることが明らかになった時点以後は、取締役の役割は会社の存続を前提とした防衛者から会社の売却・解体時に株主のために最高の価格を得る責務を負った競売人になるとされた。レブロン判決によれば、取締役は会社の売却・解体が不可避になった時点以後は、買付競争を積極的に刺激することに徹することが要求され、もはやユノカル基準に基づき防衛措置を採ることは許されないことになる。この時点でなぜこのような責務が取締役に発生するのかについては、必ずしも明らかにはされていない。しかし、公開買付の局面において二つの異なる義務と審査の基準が存在することになり、相互の関連性が問題となった。

そのような問題の解決を図った代表的判例がタイム判決である。この判決では、レブロン義務が生じる範囲を一応明確にしている。最高裁は、レブロン義務は、会社の支配権の変更の場合ではなく、会社の売却・解体が不可避となった場合にのみ生じるとの判断を示し、そのような状況下になければ、取締役会には株主の短期的利益を最大化する義務は生じないとする。したがって、タイム事件では、ユノカル基準が問題となったが、レブロン義務とユノカル基準による義務との境界にはっきりとした線引きがなされているかどうかはわからない。

この問題は、QVC 判決へ引き継がれ、新たな審査基準を構築する動機づけになったと思われる。判例【3】は、会社の売却・解体が不可避となった場合には、取締役には株主の価値を最大にする義務が課せられるこ

とを明らかとしたが、QVC 判決は支配権の売却または変更を伴う取引における取締役の行為にもレブロン義務を生じ、より実質的で充実した司法の審理を受けなければならないとする。その内容は、どれが株主にとって合理的な最善の価値となるかは、現金の額だけではなく、取締役の決定が戦略的提携の将来的な価値等を含めた全体的な状況の分析が合理的な範囲内であったかどうかである。問題となるのは、より実質的で充実した審理の基準の下で審理される株主のために合理的に達成しうる最善の価値を提供すべき義務が、同様により実質的で充実した審理の基準の下で審査される会社支配への脅威に対抗するための防衛措置を採用する場合に、適用があるか否かである¹⁰⁴⁾。すなわち、買収の局面において、レブロン義務を生じない場合にも、取締役の行為がより実質的で充実した審査に服することになるのかどうか、経営判断原則との関係で問題となりうる。QVC 判決の示した審査基準は、支配権の売却または変更を伴うすべての取引の合理性に対してより実質的で充実した司法審査を要求している。これは、従来、裁判所が会社の脅威に対する防衛措置について、経営判断原則の適用を判断してきたことよりも、理論的根拠を広く採用していることを意味するのだろうか。最高裁はそれに明確には答えていないようである。

また、判例【2】は、取締役の義務の分析対象のひとつとして、株主以外の構成員 (constituencies) に対する影響が含まれるとする¹⁰⁵⁾。判例【3】も、株主以外の構成員に対する言及において、取締役会は、株主の利益と合理的に関連している範囲で、判例【2】が挙げる会社利害関係人 (ステークホルダー) の利益を考慮できるが、本件のように、会社を最も高額な買付者に売却する際には、そのような考慮は不適切であると指摘している¹⁰⁶⁾。この点につき、会社が売却・解体の状態でなければ、取締役は株主の利益に合理的に関連する範囲内であれば、株主以外の会社利害関係人の利益を考慮することができるが、会社が売却・解体の状態に置かれている場合には、取締役はもはやこれを考慮することはできないと考えられている¹⁰⁷⁾。そのことは、事業会社は、会社の利潤および株主の利益を

増加させるために事業活動を行うことを、その目的としなければならないという命題を、会社の社会性という観点から、発展させてきた¹⁰⁸⁾結果として、判例法が従来の株主を所有者とする立場に、社会の実態を反映させてきたということとも整合的であると考え。一方で、そのような限定には言及せず、会社実体の保護に重点を置き、株主以外の会社利害関係人を考慮すると述べるものがあり¹⁰⁹⁾、相関関係が必ずしも明らかではない。

第3節 アメリカの学説

第1項 序 説

アメリカの裁判例は、いわゆるユノカル基準を中心として発展してきた。もっとも、それぞれの事件における事実は様々であり、したがって、敵対的買収に直面した対象会社の取締役は、いかなる防衛措置を採り得るかにについて、判断基準は必ずしも統一されたとまでは言い切れない。この問題に関して、学説においても、いくつかの立場から議論が展開されている。以下では、これらの学説が、敵対的企業買収に直面する取締役に対して、いかなる範囲での対応を許容しているのかを中心に、考察することにする¹¹⁰⁾。

第2項 経営陣に受身であることを説く見解

(1) 純粹受身ルール (pure passivity rule)

このルールによれば、敵対的買収に直面した取締役は、いかなる防衛措置を採用することも許されない。株主が公開買付に応じるか否かは、市場判断に委ねられ、取締役がなし得るのは、株主の判断のための情報提供に限定される。基本的には、シカゴ学派の経済学と理論的および思想的に合致している¹¹¹⁾。

このルールの代表的論者である Easterbrook および Fischel によれば、この主張を根拠づけるのは、次の3点である。第一は、効率的市場仮説を前提に、株価を決定する要因は情報であり、会社についての情報が市場にもたらされると、株式価格はその情報を織り込んだ価格が反映されること

である¹¹²⁾。対象会社の取締役が、まだ株式価格に織り込まれていない会社の収益性に係わる情報を有している場合に、公開買付人(bidder)がその特別な情報を入手して対象会社を不当に安く手に入れようと試みても、取締役は情報の開示によって公開買付を失敗に終わらせることができるとする。それにより、株価はその情報を織り込むように調整され、公開買付は調整された新株価を上回る価格を申し出る場合にのみ成功することになる。その結果、対象会社の株主は市場価格を超えるプレミアムを得ることができるとする¹¹³⁾。第二に、会社内部の監視機能が、十分に機能することは期待できないことから、公開買付は、経営者を外部から監視する手段として必要とされるとする。現経営者の下での株価と会社の潜在的価値を比較することによって経営陣の業務執行を監視することができ、非効率的な経営陣を、公開買付を通じて交錯させる機能を有する。すなわち外部者による監視により、非効率的な経営の改善に努めなければ、敵対的公開買付の脅威が続くことになるため、経営者は効率的な経営を行うように努め、その結果として株価の上昇もたらされる。他方、現経営者が非効率的な経営を改善せずに、株式の市場価値とその株式が本来有するであろう価値との相違が非常に大きくなるならば、公開買付によって企業を買収し、経営陣を刷新することによって利益を得ることができる。会社資産は、現経営者の下よりも、買収者の下でより価値のあるものとなり、社会経済的にみても、好ましい結果となるとする¹¹⁴⁾。また、公開買付の成否は、現経営陣の地位に重大で不可避な利益相反を生じるので、経営陣の防衛措置に経営判断原則の適用は認められないとする¹¹⁵⁾。第三に、対象会社の経営陣による公開買付に対する防衛措置は、公開買付の費用を増大させ、公開買付の脅威を減少させることになり、経営者規律の機能を弱める結果となる。また、防衛措置の採用により、結果としてより高い買付価格が得られたとしても、対象会社の株主の利得は買付会社の株主の損失によってもたらされたものにすぎない。全体としての株主は何ら利得したことにはならず、単に買付会社の株主から対象会社の株主への経済的移転が生じている

にすぎず、社会経済的には損失であるとする¹¹⁶⁾。

したがって、敵対的公開買付においては、対象会社の経営陣は、会社の通常業務を継続して履行すること、および株主に対して敵対的公開買付への応諾または拒否を促すために必要な情報を適切に提供することに限定される。この見解は、判例の見解とも異なり、買収に対抗するために、定款もしくは業務規定の変更を提案することはできず、ホワイトナイトを探す等の防衛措置も採りえない¹¹⁷⁾。

(2) 修正受身ルール (modified passivity rule)

このルールは、対象会社の取締役が敵対的公開買付に対して防御措置を採用することは禁止されるべきであるが、公開買付を通じ、株主のためにより高い買付価格を得られるよう交渉代理人としての役割を認める立場である。

代表的論者である Gilson は、構造的アプローチに基づき公開買付を会社の「構造」に組み込むことを主張する。株式会社を規律しているものは、会社に関する制定法や裁判例のみならず、様々な市場を含めた全体的な「構造」によるものとの考えに基づく。公開会社の所有と経営の分離を前提にして、経営陣に自由裁量が与えられたが、そのために経営陣は株主の利益よりも自己の利益を優先する傾向が生じた。株主は、株主の最善の利益を追求する目的以外に、経営陣が裁量権を行使することを監視するためにコストを負担せねばならなくなった。そのコストは、経営陣の非効率性と経営陣が会社の利益の一部を自己のために利用することであるが、経営陣の自由裁量権は法律よりも種々の市場のメカニズムによって抑制することが適していると主張する¹¹⁸⁾。経営陣の非効率性の抑制のための市場のメカニズムについては、会社が生産する商品市場での競争を通じて非効率性を抑制しうること、会社の業績は経営陣の能力の評価基準として考えられるので効率性を求める誘因となること、会社の商品市場における業績悪化は株式市場に反映され、ひいては経営者の交替に結びつく

とする¹¹⁹⁾。また、経営判断原則により、裁判所は、経営陣の自由裁量を必ずしも効果的に抑制することができない。したがって、残された効果的な抑制装置として、会社の支配権に関する市場が考えられ、そこでは公開買付が決定的な役割を果たすとする¹²⁰⁾。

会社支配権に関する市場によって抑制力を発揮するためには、会社の株式の市場価格は正確に現経営陣の非効率性あるいは強欲性を反映したものでなければならないこと、および現経営陣の交替のための有用な機能を有しなければならないことの二点が重要であるとする¹²¹⁾。会社法において、現経営陣を交替させる手段としては、合併、重要な全ての会社資産の売却、委任状争奪合戦、公開買付が一般的には考えられるが、公開買付を除くいずれにも抑制措置としては難点があると考えられるので、公開買付が会社構造において決定的な役割を果たすことになるとする¹²²⁾。したがって、会社構造は、公開買付人が対象会社の株主に対して無制限にアクセス可能でなければならない、経営陣が公開買付に対して防衛措置を採用することは禁止される¹²³⁾。経営陣は株主の意思決定に必要な情報を提供するためおよび株主のために市場において効果的に取引するための交渉代理人としての役割を担うとする¹²⁴⁾。具体的には、ホワイトナイトを探すことが交渉代理人としての役割とする¹²⁵⁾。

第3項 経営陣に状況に応じた対応を説く見解

(3) ケース・バイ・ケース規制 (differential regulation)

代表的論者である Lowenstein は、公開買付が経営効率性の改善につながる可能性の高いものは促進すべきであるが、投機的なものは抑制されるべきとの考えに基き、対象会社の防衛措置は、株主の最大の利益と合致する場合に限り認められるとする¹²⁶⁾。

Lowenstein は、実証研究を通じて、対象会社には、シカゴ学派・金融経済学者の言う相対的な業績の低さはみられないと結論付け、対象となる会社の経営効率は悪いとの仮定は成り立たないとする¹²⁷⁾。また、公開買

付人が、広範に分散しかつ組織化されていない株主と直接に取引を行うことは、経済的に効率的でも公正でもなく、公開買付の役割にあまりに重点をおくことには問題があると指摘する¹²⁸⁾。その理由として、公開買付は経営効率の改善以外の目的によって行われることもあること、個々の買収戦術や規制のあり方が定まっていないことなどを挙げる¹²⁹⁾。

第4項 経営陣に積極的な対応を説く見解

(4) 企業弁護士の見解 (Lipton の説く見解)

Lipton は、経営陣に受身であることを説く見解の主張する公開買付の経済的効果について否定的立場をとる。取締役会が防衛措置を採用するか否かの問題は、他の基本的な会社経営上の判断と何ら異なることはなく、対象会社の経営陣による防衛措置の採用には経営判断原則が適用されることが妥当である。その上で、この原則が適用されるための前提条件として、意思決定手続きを重要視する¹³⁰⁾。

Lipton は次のように主張する。経営陣に受身であることを説く見解の根底には、株主は会社の所有者であるという概念があり、それゆえ経営陣は株主の利益を最大化する義務を負っているとする考えがある。たしかに、会社が株主の私有財産であるならば、理念的に経営陣は株主の要望を達成するための道具であるべきである。しかしながら、この考え方には二つの欠点がある。第一に、会社（特に現代における公開会社）は、他の私有財産のような私有財産ではない。会社は従業員、債権者、顧客、地域社会一般の運命に関与している。これらの関係者すべては、会社の事業や今後の発展に貢献し利害関係を有している。会社の所有と統治に関するルールは、通常の財産を管理するルールよりもはるかに多くの利益を考慮に入れなければならない。二つ目は、経営陣に受身であることを説く見解は、会社所有の変化した性質を会社統治の関連においてとらえられていない。会社が通常の私有財産と類似していないように、株主も現代の公開会社においては、私有財産の所有者とは類似していない。株主は、財産、技術、契約上

の権利，組織上の構造，および会社自体を構成するその他の要素にわたり直接的な支配はしておらず，金銭的投資である株式の持分においてのみ利益を所有する。その持分は株主に会社の利潤と剰余価値の割合において権利を付与するが，株主の実質的な所有者としての利益は，個人的な財産の一部の所有者としての「使用・享受」利益というよりも，利益配当あるいは取引価格の評価に基づく返還による金銭上の利益のみである。株主は，株式が利益を生み出している限りにおいては，会社の命運について真剣に考えることはない¹³¹⁾。

このように，経営陣は必ずしも株主の最善の利益のためにのみ行為することが求められるわけではないとの前提に立って，経営陣が株主以外の会社の利害関係者の利益をも考慮することを認める¹³²⁾。経営陣は株主の富の最大化のみを追求すべきであるという見解は，会社事業の発展にとって不可欠である株主以外の会社利害関係人の存在を考慮しておらず，実際，会社の長期的利益を考える合理的な株主は，経営陣が株主以外の会社利害関係人の利益を考慮することを望んでいるとする¹³³⁾。

(5) 経営判断原則 (business judgment rule) を認める多数説の見解

敵対的公開買付の局面において，対象会社の経営陣の対抗措置の採用に對して，経営判断原則の適用を認めるのがアメリカの裁判例であり，学説においても主流といえる。通常の業務過程における取締役会の決定には，経営判断原則を適用することに特に問題はないと考えられが，敵対的公開買付の局面においては，利益相反の危険が存在するため，伝統的な経営判断原則をそのまま適用することには問題がある。

そのため，適用には慎重にならなければならないが，敵対的公開買付に直面した対象会社の経営陣は，買付価格の申出が会社の価値を正確に反映していない場合や，明らかに会社にとって有害な結果をもたらす場合には，防御措置を採用することができる。これは，不合理な買収提案から株主の権利を保護し，利益を確保・増加させるために要求されよう¹³⁴⁾。

第4節 損 害 論

第1項 序 説

企業買収に直面した取締役は、どのような行動を採り得るかについては、前節において概観した。取締役は受動的であるとする見解や、裁量の範囲内であれば一定の防衛措置も許されるとする見解などが有力であるが、そこには、取締役の賠償責任がクローズアップされることは少なかった。なぜならば、デラウエア州の裁判例が、基本的には取締役の経営判断を尊重してきたため、実際の問題として取締役の責任が追及されるという事態が起りにくいからであると考えられる。しかし、株主が取締役の行動により損害を受けることは想定し得る。その場合には、どのように救済が図られるべきであろうか。

アメリカでは、株主が会社の取締役に対して訴訟を提起する場合に、それが派生訴訟(derivative suit)¹³⁵⁾か直接訴訟(direct action)¹³⁶⁾かについて議論がなされてきた。派生訴訟は、会社の利益の保護を目的とされ、派生訴訟は条文に規定されているが、直接訴訟については規定がない。アメリカ法では、取締役、役員らの経営陣のほか、支配株主も受託者としての義務を負う¹³⁷⁾。受託者の信認義務に違反する行為により株主あるいは会社が損害を被った場合には、株主は派生訴訟あるいは直接訴訟を提起し、受託者に損害回復を求めることができる。

本節で取り上げる事件そのものは、支配株主と少数派株主間の対立によって少数派株主に損害が生じたことが問題となった事件である。わが国の会社法制度は、支配株主にこのような義務を負わせる構造ではない。そのため、支配株主についての理論が直接的に利用できるわけではないが、支配株主の行為が問題となるような場合には、実質的には取締役の義務違反として責任追及が可能ではないかと考えられる。したがって、そこで用いられた理論は、わが国の取締役の義務に関する議論にとって参考になるものと思われる。以下では、裁判例を検討することにする。

第2項 裁判例

(1) Tri-Star 事件¹³⁸⁾

〔事実〕

Tri-Star Picture (以下、「T」社とする)は、Coca-Cola (以下、「C社」とする)、Home Box Office (以下「H放送」とする)、Technicolor (以下、「Te社」という)および Rank American (以下、「R社」とする)が主要な株主であった。

C社がT社に対して、T社とC社のエンタテインメント部門の子会社を事業統合するとの提案を行った。両者の交渉内容は、事業譲渡に関する合意書にまとめられた。それによると、T社がC社の子会社を7億4,500万ドルの帳簿価格で取得し、その対価としてT社の7,500万株の普通株式をC社に新たに発行すると定められていた。これによりC社は、従前から保有していたT社の株式と合わせると、同社株式の持株比率は36%から80%に増加することになった。

C社が受け取る株式数は、C社のエンタテインメント事業の資産価値(7億4,500万ドル)を、T社の純資産額(a net book value, 2億6,500万ドル)とみて定められたものであった。これは、C社の最高財務責任者が、C社がT社に対する80%以上の持株比率を維持するために作為的に算出したものであった。

デラウェア州一般会社法の規定によれば、C社はT社の取締役会及び同社の株主の双方から事業統合について同意を得る必要があった。T社の取締役会において事業統合は全会一致で承認され、臨時株主総会の期日が決定された。しかし、被告C社らの委任状説明書は、法律で定められた期限である株主総会の開催20日前までには送付されなかった。事業統合は、その後T社の臨時株主総会において承認された。

C社およびT社は、C社から取得したエンタテインメント事業の帳簿価格を、約2億ドル切り下げると公表した。事業統合前にC社が帳簿価格の切り下げを公表していたならば、帳簿価格は7億4,500万ドルではなく5億

4,500万ドルとなり、C社の持株比率も80%以上になることはなかった。このため、T社は1億500万ドルの税引後損失を被った。

T社の少数派株主である原告は、本件事業譲渡に際し被告らに信任義務違反、および不適切かつ誤解を招く開示があったと主張し、損害賠償を求めるクラス・アクションを提起した。デラウエア州衡平法裁判所は、本訴係属中になされたSony社(以下、「S社」とする)とT社の合併により原告は派生訴訟を進行する当事者適格を喪失したとして、原告の派生的請求を却下し、開示義務違反を原因とする個別的な損害も原告らは立証できていないことから却下したため、原告が上訴した。

〔判決理由〕

「原告が被った損害が派生的(derivative)であるか個別的(Individual)であるかは、“特別損害(special injury)”を被ったか否かという基準で判断され、この基準は確立されたものである。“特別損害”は、原告の被った侵害行為がすべての株主に広くもたらされていない場合、または、侵害行為がたとえば議決権といった株主の契約上の権利に関するものであった場合に成立する。会社財産の浪費に対する訴え(claim of waste)を派生訴訟の対象とすることは誤りではないが、持株比率の低下、および、それにとまなう議決権比率の低下については個別訴訟によって提起することが認められる。

本件では、原告が主張する損害は、株式の金銭的価値と議決権比率の低下(cash-value and voting power dilution)として顕在化した損失である。金銭的価値の低下に対応する損害とは、少数派株主が保有している株式の価値の低下であり、それは事業譲渡の前後で変化した株式の金銭的な価値(liquidation value)によって算定される。C社が実際よりも価格が不当につり上げられた財産を対価として新たに発行されたT社の株式を取得したと原告が主張しているところから考えるに、少数派株主の持株比率に応じた合併対価の額は大幅に下落したと推測される。したがって、株式の価値低下による損害は個別的に生じたものとみなされ、

会社財産の浪費によるものとはまったく異なる。会社財産の浪費はすべての株式の価値を等しく低下させるものであるが、本件のような株式価値の低下は、実質的には少数派株主の負担のみによって支配株主の株式の価値を増加させることで生じたものである。

原告は議決権の希釈化という損害も被っており、それは突き詰めると会社の業務執行に対して少数派株主が持株比率に応じて有していた影響力の相対的な低下にすぎない。しかし、C社が7,500万株を超える株式を受領した結果として、少数派株主の地位は何らの補償もなく43.3%から20%に満たないまでに低下してしまい、一方で、多数派の株主の持株比率は事業譲渡の後に増加しているのである。

支配株主であるC社は何らの損害も被っておらず、事業統合の後に、C社はT社に対する完全な支配的な地位を獲得している。ここで、事業統合の後にいったエンタテインメント事業の帳簿価格の切下げにより生じた株式の金銭的な価値の低下は、全体的には事業譲渡を通して積み立てられた利益としてC社に填補されているのである。

C社は、T社に対する80%の支配を確実にする帳簿価格を維持するために、2億ドルにもおよぶエンタテインメント事業の評価切下げを遅延させている。このような状況下においては、取引の公正性が特に問題となる。本件事業統合が行われた後に、T社はS社に買収されている。かかる買収の結果、原告は、派生訴訟のみでしか提起することができない会社財産の浪費についての原告適格を喪失してしまったのである。

C社は7億4,500万ドルと実際よりも2億ドルを超える過剰な評価がなされた財産を対価として、9億ドルを超える価値のあるT社の株式を取得することにより、3億ドルを超える利益を結果的に維持した。しかし、少数派株主には43.3%から20%に満たないまでの持株比率の希釈化という負担をさせている。これらすべての事実が少数派株主に事業譲渡の合意の承認をする前に完全に開示されていれば、合理的な人間であれば委任状資料を“誤解を生じさせる(total mix)”情報と考え、その

意思を覆すであろうと思われる。臨時株主総会においてまず少数派株主の多数が同意した後でなければ、C社はその議決権を行使することが不可能であったという点を考慮すると、本件のような不完全な開示はとりわけ重要な意味合いを持つのである。

原告は、事業譲渡の合意についての承認を得るために株主総会決議の手續が不正に操作され株式の金銭的価値が低下してしまったと主張する。原告らに対して、C社とT社の間で行われた取引に関するすべての事実・資料が開示されていたならば、株主の承認に必要な数の議決権数は確保できなかったことが予想され、事業譲渡の合意の際に盛り込まれた約定の下では、C社は同社が有する議決権を行使し、事業統合について承認を得た上でこれを実現することはできなかったはずである。したがって、このような開示義務違反により、少数派株主のクラスが有している情報を得た上で議決権を行使するという権利は、重大かつ不利益的に影響を受けているのである。このような行為は、事実であるならば株主の権利行使に対する不適切な妨害となり、情報が開示されなかった個々の株主に対する固有・特別な損害となる。その損害は不正な行為を行った者の責めに帰すべきものとなる。」

(2) Gentile v. Rossette 事件¹³⁹⁾

〔事実〕

原告 Gentile (以下、「G」という)と被告 Bachelor (以下、「B」という)および Rossette (以下、「R」という)は、SinglePoint-a high technology 社(以下、「S社」という)を1995年に設立した。同社は、設立後まもなく商用のための製品開発に失敗したため、十分な利益を得ることができず、危機的な財政難に直面しており、Rによる融資を受けることによって存続していた。

Rは、融資のたびにS社の普通株式との転換を約した証書の交付を受けていた。その条件は、当初は一株当たり1.33ドルであったが、その後一株

当たり0.5ドルにまで変更されていた。

転換の交渉において、RおよびBのみがS社の取締役であった。取締役であり大株主でもあるRは自らの利益のために、Bは会社の利益のために、その交渉に臨んでいた。その後、Rは、転換権を行使し、一株当たり0.5ドルの転換比率よりも著しく有利な一株当たり0.05ドルでの転換することで合意がなされた。この条件では、S社の普通株式の発行可能株式総数を超えてしまうため、定款を変更する必要が生じた。そのため、定款変更を目的とする臨時株主総会が開催された。しかし、臨時株主総会の招集に際して、株主らはRに対して負っていた債務を一株当たり0.05ドルで普通株式に交換するためであるとの意図を知らされていなかった。その結果、Rの持株比率が61.19%から93.49%に増加し、少数派株主の持株比率は38.81%から6.51%に低下した。

本件転換実施後、S社は Confiniti 社（以下、「C社」とする）と、Rも賛成し株式交換を行いC社の完全子会社となる協議を行い合意に達し、その後、大多数の株主の賛成を得て承認された。しかし、S社は経営危機により、破産手続き開始を申し立て、解散することになった。

Gは、債務転換によって少数派株主の保有する株式の経済的利益および議決権の不当な移転が生じ、かかる行為は信認義務に違反するとしてRらに対して本訴を提起した。デラウェア州衡平法裁判所は、請求を棄却したが、Gが上訴した。

〔判決理由〕

「訴えの性質を分析するに当たり、本件請求が二つの側面を有しているということを認識することが必要不可欠である。第一は、S社に債務免除の見返りとして会社財産ないし利益による対価の過剰な支払い（overpay）をさせたことである。第二は、かかる行為が、少数派株主の株式の経済的価値および議決権に関する利益の大半を喪失させる原因となったことである。ここで述べる損害は一つの取引から生じたものであるが、それぞれの損害は別個独立のものである。

通常、会社が対価を過剰に支払った場合は当該会社のみに対して損害をもたらすものと扱われるので、請求は派生訴訟（derivative）となる。Tooley 事件の文言を用いれば、まさに当該会社それ自体が損害を被っているのであり、同時に救済も受けるべき当事者なのである。会社による対価の過剰な支払いの典型的な事例では、受託者に対する責任追及の訴えは、もっぱら派生訴訟とみなされる。これは、会社財産の流出や株主への対価の過剰な支払いが、現金によってなされたか、会社の株式の交付によってなされたかにかかわらない。なぜなら、会社そのものの価値の低下は、割合的な持分である個々の株式に不可避免的に影響するからである。法的に考察すれば、会社が対価を過剰に支払った場合の損害は、発行済株式全体の平等な損害であり、特定の株主が個人的に被った損害とみなされることはない。

会社の対価の過剰な支払いを請求の原因としてとらえた場合、デラウェア州の判例法は性質に応じて派生訴訟と直接訴訟のいずれの形式も認めていた。このように会社の対価の過剰な支払いを信認義務違反として訴えを提起する場合、以下のような局面が考えられる。第一は、会社の多数派または支配株主に対して過剰な数の株式を、当該株式の価値よりも低い財産などと引替えに発行した時である。第二は、このような引換行為によって支配株主の持株比率の増加がもたらされ、それに対応して一般（少数派）株主の持株比率が低下してしまった時である。いずれにしる、支配株主に対する対価の過剰な支払い（ないし過剰発行）がなされることによって会社は損害を被っており、会社が損害回復を実現する訴訟上の請求権を有しているのである。かかる請求の形式もまた派生訴訟となる。

しかしながら、一般（ないし少数派）株主もまた、前述した取引行為に対して独立して、そして、直接的に訴えを提起する権利を有している。対価の過剰な支払いにより発行された株式であっても経済的価値ないし議決権はあるため、対価の過剰な支払いを行うことは、一般（少数派）

株主から多数派・支配株主への経済的利益および議決権の不当な移転となる。換言するならば、多数派・支配株主によって少数派株主が有する利益が収奪されているのである。この理論に依拠すると、対価の過剰な支払いにより生じた権利侵害は、会社の全体としての発行済株式それぞれの経済的価値および議決権の低下に限定されるとはいえない。すなわち、少数派株主が有している株式の経済的価値および議決権を彼らの不利益の下で収奪して、支配株主へ再配分することによって生じる別個独立した損害を、少数派株主は被っているのである。いうなれば、支配株主が利益を受けた限度において一般株主は固有かつ個人的な損害を被っているのである。かかる状況の下で、一般株主は、支配株主に対する対価の過剰な支払いによる損害の回復を求める訴訟上の請求権を有しているので、それは一般株主が直接訴訟として提起することが可能であり、また、会社の損害を回復する請求権の存否いかにかわらない。

それでは Tri-Star 事件のタイプの取引で一般株主が保有する議決権の低下がもたらされた場合は、一般株主が受託者に対して直接訴訟を進行するための当事者適格として多数派株主から少数派株主への地位の低下を要求することは必要であろうか。当裁判所としては、以下に示す三点をもってかかる主張については首肯しがたい。

第一に、持株比率の低下を損害として主張するに当たり、多数派株主から少数派株主への地位の転落まで要求することの法的な裏づけは一切無い。原審である衡平法裁判所はこのような結論を導く判例法を引用しておらず、同様の問題について分析的枠組みを構築した Tri-Star 事件においてもかかる結論は示していない。……少数派株主の議決権比率が低下したことを請求原因とする訴えが直接訴訟か、それとも派生訴訟であるかという問題に関して Tri-Star 事件における分析では少数派株主の利益の減少の範囲または割合について言及されていない。したがって、本件は Tri-Star 事件と何ら異なることなく同事件の射程が及ぶのである。

第二に、「重大な」議決権比率の低下の要件は、訴えが直接訴訟であるか派生訴訟であるか、または、その両者であるかどうかを判断するいかなる分析においても判断要素とされるべきではない。かかる要件は Tri-Star 事件のタイプの取引により少数派株主が被った損害の本質から目をそらし、曖昧にするだけでなく、損害をもたらす信認義務違反の重大性を軽視するものである。結果的に、少数派株主の負担の下で支配株主の持株比率は増大したのである。

第三に、このような結論は Tooley 事件で示された分析的枠組みとも十分合致する。確かに、会社は全体の利益が減少したことによって損害を被ってはいるが、少数派株主もまた固有に損害を被っており、それは会社が被った損害とは別個のものである。このような少数派株主の損害は、支配株主が少数派株主に対して負っている信認義務に違反する行為によってもたらされたものであり、かかる信認義務とは少数派株主の負担の下に受託者が利益を得るような取引について会社をして承認してはならないというものである。最終的に、本件では差し当たり実効性のある救済手段はただ一つしかなく、救済を受けることができるのも原告である少数派株主のみである。S社はもはや存在しておらず、衡平法裁判所がその発行を無効とすることができる「対価を過剰に支払った」株式は存在しないのである。また、それら株式の公正な価格を支払うことによって回復すべき会社財産も存在しない。実効性のある救済方法とは、本件の債務転換で過剰に発行された株式の公正な価値による損害賠償を認めることであろう。損害の回復を認めるべき唯一の当事者は原告なのであり、実際のな問題としてもC社が清算された以後は直接訴訟のみが行行使可能となるのである。」

第3項 分 析

アメリカにおいては、派生訴訟および直接訴訟のすみわけの議論において、株主（特に少数派株主）の損害についての言及が見られる。以下では、

その中でも違法あるいは不公正な取引と見られる取引がなされた場合に、株主が損害賠償請求をなし得るのはどのような場合か、また損害としてとらえられるのはどのようなものであるかという点に焦点を当て考察することにする。

Tri-Star 事件では、少数株主から支配株主に利益が移転しているような場合に問題となった。裁判所の分析によると、まず少数株主が有している議決権比率の低下することを請求原因とする訴えが、直接訴訟か派生訴訟にあたるかが問題となった。会社全体の利益が減少したことによって支配株主は損害を被るが、少数株主も固有に損害を被っており、それは会社が被った損害とは別個の損害であるとした。もっとも、Tri-Star 事件では、行使可能な実効性のある救済手段としては、直接訴訟のみと考えられる事案でもあった。裁判所は、少数株主が被った株式の経済的価値、議決権、持株比率に関する損害が同等の割合で支配株主に生じていない場合には、かかる損害は少数株主に固有のものであると分析した。

Kramer 事件¹⁴⁰⁾では、代表訴訟と直接訴訟かの分析において、“特別損害”という用語は用いなかったが、Tri-Star 事件は、“特別損害”という用語に重点を置き、意味を具体化させた。もっとも、Tri-Star 事件は、“特別損害”テストは、判例上確立されたものであることを指摘するが、実際はそうでもなかったとの学説の批判もみられる¹⁴¹⁾。さらに、Tri-Star 事件の問題は、同事件の裁判所が、Agostino 事件¹⁴²⁾および Tooley 事件¹⁴³⁾が採用しなかった“特別損害”概念に明らかに傾斜しすぎることであると指摘される¹⁴⁴⁾。

Gentile v. Rossette 事件は、Tooley 事件の後、株式の希釈化が問題となった事件である。デラウエア州最高裁判所は、希釈化にかかわる問題は典型的には派生訴訟による請求であるとしつつも、本件においては直接訴訟を認めた。Gentile v. Rossette 事件においても、Tri-Star 事件の示した株式の経済的価値・議決権の低下の割合と範囲についての理解を引用し、会社は対価の過剰な支払いによって損害を受け、少数派株主も保有してい

る株式の経済的価値および議決権を収奪され、支配株主へと再配分されることを原因として別個に損害を被っているとした。その損害の内容についても、デラウエア州衡平法裁判所が「重大な」損害が存在することを要求するのに対し、デラウエア州最高裁判所は少数派株主からの利益の収奪の結果、支配株主への利益があればよいとする。もっとも、外形的に少数派株主から支配株主に対して利益の移転があるということだけを判断材料として損害を肯定することには、慎重である必要があり、そうしないと今度は少数派株主保護に偏りすぎてしまうとも考えられる¹⁴⁵⁾。

すなわち、デラウエア州最高裁判所は、株主が直接訴訟によって賠償責任を追及することができる場合は、少数派株主から支配株主への利益移転があることを主たる要件としている。支配株主が、不満を持つ少数派株主の議決権を希釈化させるような新株発行を、自己の利益となるように不適切な形で行うことは、性質的に直接訴訟となるとされる¹⁴⁶⁾。確かに、裁判例の中には、被告である会社がすでに資力がなくなってしまう、直接訴訟による損害の回復を許容する以外に、実効的な採り得る選択肢が残されていないかという事案もないわけではない。しかし、株式の希釈化にかかわる問題は、典型的には派生訴訟の問題としつつも、裁判所は、すでに述べたように、少数派株主から支配株主への実質的な利益移転の有無により、少数派株主の固有の損害を認定している。

他方で、損害がどの範囲で把握されるのかという問題については、依然として明確ではない。それは、議決権や経済的価値の損失をどのように算定・評価(valuation)できるのかという問題とかがかわっている。Gatz 事件¹⁴⁷⁾において、原告は公開買付けが延長されたことによる時間的価値の喪失分の回復を損害として求めているが、その範囲は具体的には明らかでない。

第5節 小 括

本章では、アメリカにおける企業買収防衛措置をめぐる議論に焦点を当

ててきた。企業買収に直面した経営陣に受身であることを説く見解は、い
ずれも「法と経済学」の範疇に属する。とりわけ、Gilson の説く修正受身
ルールは、株主の利益を保護するために、裁判所の法創造機能によって、
制定法の骨格への市場の組み入れ、つまり会社構造の内部に市場概念たる
支配権市場を組み入れることにより、経営判断原則を超えるものとしての
支配権市場を通じて経営者を規律することが可能になるとの法理論であ
る¹⁴⁸⁾。この見解は、非常に興味を引くところであり、また経営陣に受身
であることを説く見解が、対象会社の株主の利益保護に注意を払う点は理
解できるところではあるが、効率的市場仮説に依拠しすぎの感もあり仮定
された結果も達成されているかは不明なところも多い¹⁴⁹⁾。

また、経営陣は、経営上の決定をなす際に、たとえ短期の株式価値にマ
イナスの影響を与えることが予想される場合であっても、会社の長期的利
益にかなうことが求められる¹⁵⁰⁾ように、企業が健全に継続可能であるこ
とが利益と考えることもできる。経営陣に受身であることを説く見解によ
れば、経営陣は長期的戦略を無視することを強いられるとの批判もある¹⁵¹⁾。他方、経営陣に積極的な対応を説く見解においても、株主の利益
= 会社の利益と捉えてよいのか、あるいは株主の長期的利益と短期的利益
のどちらをどのような場合に優先させるのか、株主以外の会社利害関係人
の利益を考慮しうるのかなどの判断によって、公開買付に対抗する措置の
選択は異なる。

この点について、裁判所は、取締役が株主以外の会社利害関係人の利益
を考慮することは認めるが、株主の長期的利益と一定の合理的な関係が存
在することを要求する。そして、デラウェア州においては、会社の売却・
解体あるいは会社支配変更の取引の決定が不可避となった場合には、この
原則は変更されて、もはや株主の利益のみを考慮しなければならないとい
うことになる。このような場合に、裁判例は、経営判断原則の適用に際し
て、いわゆる中間的基準を採用し、経営者に立証責任を転換することによ
り、妥当な解決を目指しているといえる。アメリカにおける関心は、防衛

措置を採ることができるか否かにつき、事前段階における議論に集中しているといえる。

また、取締役の採った行動により損害を受けた株主の損害賠償については、裁判例の流れでみたように少数派株主から支配株主への利益の移転が認められる場合、少数派株主は直接訴訟を提起することができるという、損害の回復手段が固まりつつあることが参考になるように思われる。さらに、資本再構成によって株主ではなかった者が支配株主となり、元の支配株主は現金化することに成功した Gatz 事件においても、Tri-Star 判決および *Gentile v. Rossette* 判決同様、受託者は自己の利益のために一般株主から議決権と経済的価値を収奪することは許されないとした。そして、最終的に第三者に利益が移転していても、支配株主が仲介の役割を果たし、対価として相当な利益を得ている場合、一般株主の直接請求が認められるとしている。

このように、アメリカにおいては、少数派株主に生じる固有の損害を、直接的に受託者に対して追及することが可能である。これは、買収防衛措置の局面にも該当しそうな問題である。取締役が自己あるいは特定の支配株主の利益のため、少数派株主の利益を収奪するような場合、少数派株主が直接的に取締役の賠償責任を追及することにより不合理な防衛措置による損害の救済を受けることを可能とするための理論構成に参考となるものではないかと思われる。

60) 199 A. 2d 548 (Del. Supr. 1964). この事件は、防衛措置の法的効力について争われたのではなく、防衛措置から会社に生じた損害についての、取締役の賠償責任の有無を問題とする株主代表訴訟であった。判決の詳細については川濱昇「株式会社の支配権争奪と取締役の行動の規制(一)」民商法雑誌95巻2号184頁以下(1986年)、松井秀征「敵対的企業買収に対する対抗策の基礎」武井一浩・太田洋・中山龍太郎『企業買収防衛戦略』(商事法務, 2004年)189頁以下を参照。

61) *Ibid.*, at 554.

62) *Ibid.*

63) *Ibid.*, at 555.

64) *Ibid.*, at 556.

- 65) 事件の詳細な紹介は、たとえば徳本穰『敵対的企業買収の法理論』(九州大学出版会, 2000年)51頁以下参照。
- 66) Joy v. North, 692 F. 2d 880, 886.
- 67) 488 A. 2d 858 (Del. Supr. 1985). 神崎克郎「会社の売却と取締役の注意義務」『アメリカ商事判例研究』(商事法務, 2001年)102-107頁, 吉川義春「取締役の義務と責任に関する外国判例の研究(4) 米国判例(2)」立命館法学第237号252頁以下(1994年)参照。
- 68) 493 A. 2d 946 (Del. Supr. 1985). 徳本・前掲注(65)56-60頁。近藤光男「差別的自己株式の買付とその防衛策」『アメリカ商事判例研究』(商事法務, 2001年)155-159頁, 『新・アメリカ商事判例研究』(商事法務, 2007年)294-298頁。松井・前掲注(60)197-198頁。大杉謙一「敵対的買収と防衛措置の法的効力に関する一試論」太田洋・中山龍太郎編著『敵対的 M&A 対応の最先端』(商事法務, 2005年)56-58頁。「報告書」48頁。
- 69) Block, Barton & Radin, The Business Judgment Rule, At 107 (2d 1988).
- 70) Gilson & Kraakman, Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?, 44 Bus. Law. 247, 250 (1988).
- 71) 500 A. 2d 1346 (Del. Supr. 1985). この判決については、柴田和史「ポイズンピル(一)」法学志林87巻4号77頁, 99頁注(49)(1990年), 黒沼悦郎「ポイズン・ピルの合法性」『アメリカ商事判例研究』(商事法務, 2001年)95-101頁, 『新・アメリカ商事判例研究』(商事法務, 2007年)223-229頁を参照。
- 72) 本件のライツ・プランは、いわゆるフリップ・オーバー型ライツ・プランであった。これは、買収成立を条件にした株式引受権を買収者以外の株主に与える防衛策であり、実質的に買収者の買収コストを高める効果を持つ。
- 73) *Ibid.*, at 1350.
- 74) *Ibid.*, at 1354.
- 75) *Ibid.*, at 1356.
- 76) *Ibid.*, at 1357.
- 77) 片山信弘「敵対的企業買収における取締役の行為基準(一)」海保大研究報告第45巻第1号13頁(1999年)。
- 78) 506 A. 2d 173 (Del. Supr. 1986). 吉井敦子「敵対的公開買付での取締役の責務の変化」『アメリカ商事判例研究』(商事法務, 2001年)108-113頁, 『新・アメリカ商事判例研究』(商事法務, 2007年)247-252頁参照。
- 79) *Ibid.*, at 176.
- 80) *Ibid.*, at 185-186.
- 81) Bradbury, Note, Corporate Auctions and Directors' Fiduciary Duties: A Third-Generation Business Judgment Rule, 87 Mich. L. Rev. 276, 290 (1988).
- 82) Kerr, Delaware Goes Shopping for a "New" Interpretation of the Revlon Standard: the Effect of the QVC Decision on Strategic Mergers, 58 Alb. L. Rev. 609, 626 (1995).
- 83) *Ibid.*
- 84) 片山・前掲注(77)17頁。
- 85) 506 A. 2d 173, at 184 n.16.

- 86) Kerr, *supra* note (82), at 627.
- 87) 559 A. 2d 1261 (Del. Supr. 1989). この判決については、楠元純一郎「企業買収者の差別的取扱いにおける取締役の行為基準」商事法務1293号33頁(1992年)を参照。
- 88) *Ibid.*, at 1279.
- 89) *Ibid.*, at 1287.
- 90) *Ibid.*, at 1288.
- 91) 571 A. 2d 1140 (Del. Supr. 1989). この判決については、近藤光男「企業防衛と会社の文化」『アメリカ商事判例研究』(商事法務, 2001年)126-132頁, 『新・アメリカ商事判例研究』(商事法務, 2007年)236-241頁を参照。
- 92) 637 A. 2d 34 (Del. Supr. 1994). この判決については、中山秀木「競合する企業買収を阻止する契約の適否」『アメリカ商事判例研究』(商事法務, 2001年)58頁, 大塚英明「Paramount 判決における Revlon 義務と厳格検証」『比較会社法研究(奥島孝康教授還暦記念第1巻)』(成文堂, 1999年)を参照。
- 93) 571 A. 2d 140, at 1150-51.
- 94) 637 A. 2d 34, at 44.
- 95) *Ibid.*, at 45. 片山・前掲注(77)31頁。
- 96) 片山・前掲注(77)33頁。
- 97) 651 A. 2d 1361 (Del. Supr. 1995). この判決については、中山秀木「ユノカル基準における『相当性』の意義 敵対的公開買付けへの防衛手段としての自社株式買戻計画をめぐって」商事法務1524号33-36頁(1999年)参照。
- 98) *Ibid.*, at 1387.
- 99) *Ibid.*, at 1387.
- 100) 中山・前掲注(97)34頁。片山信弘「敵対的企業買収における取締役の行為基準(二)」海保大研究報告第45巻第2号11頁(2000年)。
- 101) Aronson v. Lewis, 473 A. 2d 805 (Del. Supr. 1984), at 812. Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A. 2d 1361 (Del. Supr. 1995), at 1373. など参照。
- 102) *Ibid.*
- 103) 493 A. 2d 946, 955. Cheff v. Mathes, 199 A. 2d 548, 554-555 (Del. Supr. 1964), Paramount Communications, Inc. v. Timem Inc., 571 A. 2d 1140 (Del. Supr. 1989), at 1953 など。
- 104) 片山・前掲注(100)17頁。
- 105) 493 A. 2d 946, 955-956.
- 106) 506 A. 2d 173, 182.
- 107) Mills Acquisition Co v. Macmillan, Inc., 559 A. 2d 1261 (Del. Supr. 1989) at 1282. footnote 29.
- 108) 徳本・前掲注(65)86頁, Dodge v. Ford Motor. Co., 170 N. W. 668 (Mich. Supr. 1919) も参照。
- 109) 571 A. 2d 1140, at 1283. Robert A. Ragazzo, *Unifying The Law of Hostile Takeovers: Bridging The UNOCAL/REVRON Gap*, 35 Ariz. L. Rev. 989, 1035 (1993) は, 「取締役会が, 会社の売却に先立ち株主の犠牲において会社構成員の利益を促進させる能力を有するなら

企業買収における取締役の賠償責任(2)(村上)

ば、売却取引においてその能力が維持されるべきではない理由はない」と指摘する。

- 110) Clark 教授は、敵対的企業買収に対する取締役の採り得る防衛措置には、 純粹受身ルール、 修正受身ルール、 ケース・バイ・ケース規制、 主要目的テスト、 経営判断の原則の少なくとも五類型が考えられるとする。Clark, *Corporate Law*, at 579-582 (1986). 本稿の関心からは、主として経営陣に受身であることを説く見解と経営陣に積極的な対応を説く見解とに分類して検討することにする。なお、吉田直「テンダー・オファーにおける標的企業の経営者の役割」国学院法学第28巻第4号54頁(1991年)以下、片山・前掲注(100)19頁以下も参照。
- 111) 吉田・前掲注(110)55頁。
- 112) Easterbrook & Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 *Harv. L. Rev.* 1161, 1165-68 (1981). 片山・前掲注(100)20頁。
- 113) *Ibid.*
- 114) *Ibid.*, at 1169, 1173-74. 片山・前掲注(100)17頁。
- 115) *Ibid.*, at 1198-99.
- 116) *Ibid.*, at 1175-78. 片山・前掲注(100)17-18頁。
- 117) *Ibid.*, at 1201. 吉田・前掲注(110)57頁。
- 118) Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 *Stan. L. Rev.* 819, 836-837 (1981). 片山・前掲注(100)23頁。
- 119) *Ibid.*, at 837-839. 片山・前掲注(100)23頁。
- 120) *Ibid.*, at 840.
- 121) *Ibid.*, at 842. 片山・前掲注(100)24頁。
- 122) *Ibid.*, at 843-845. 片山・前掲注(100)24頁。
- 123) *Ibid.*, at 845.
- 124) *Ibid.*, at 865.
- 125) *Ibid.*, at 868.
- 126) Lowenstein, *What's Wrong with Wall Street 130*, at 220-221 (1988).
- 127) *Ibid.*, at 157.
- 128) *Ibid.*, at 160. 吉田・前掲注(110)62頁。
- 129) *Ibid.*, at 171.
- 130) Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 *Bus. Law.* 101, 120 (1979).
- 131) Lipton & Rosenblum, *A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors*, 58 *U. Chi. L. Rev.* 187, 190-191. 片山・前掲注(100)29-30頁。
- 132) *Ibid.*, at 203. Coffee, Jr., *Shareholders Versus Managers: The Strain in The Corporate Web*, 85 *Mich. L. Rev.* 1, 72 (1986).
- 133) Lipton, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, 136 *U. Pa. L. Rev.* 1, 38 (1987).
- 134) Brawn, *The Role of the Courts n Hostile Takeovers*, 93 *Dick. L. Rev.* 194, 228 (1989). 片山・前掲注(100)33頁。
- 135) 会社に対する不正行為の防止や利益救済のために、会社の1人あるいは複数の株主に

よって提起される訴訟を指す。株主によって提起されるが、損害の填補は株主に対してではなく会社に対して行われる。

- 136) 会社の利益救済のための派生訴訟ではなく、株主が会社に対する自己の個人的権利の保護のために提起する訴訟のことを指す。
- 137) W. A. Klein & J. C. Coffee, Jr., *Business Organization and Finance* (8th ed. 2002, Foundation Press), 170.
- 138) *In re Tri-Star Pictures, Inc., Litigation* 634 A. 2d 319 (Del. 1993). 宮崎裕介「不公正な事業譲渡についての支配株主の責任と直接訴訟提起の可否」商事法務1841号53頁(2008年)以下参照。
- 139) *Gentile v. Rossette*, 906 A. 2d 91 (Del. Supr. 2006). 宮崎裕介「少数派株主から支配株主への不当な利益移転と直接訴訟提起の可否」商事法務1820号44頁(2007年)以下参照。
- 140) *Kramer v. Western Pacific Industries, Inc.*, 546 A. 2d 348 (Del. 1988).
- 141) Zachary D. Olson, *Direct or Derivative: Does It Matter After Gentile v. Rossette?*, 33 *Iowa J. Corp. L.* 595, 602 (2008).
- 142) *Agostino v. Hicks* 845 A. 2d 1110 (Del. Ch. 2004).
- 143) *Tooley v. Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc.*, 845 A. 2d 1031 (Del. 2004). 志谷匡史「株主訴訟と special injury 概念」商事法務1753号64頁(2005年)以下参照。
- 144) Zachary D. Olson, *supra* note 141, at 615.
- 145) 宮崎・前掲注(139)48-49頁。
- 146) Robert W. Hamilton, *The Law of Corporations* (5th Ed., 2000), 537.
- 147) *Gatz v. Ponsoldt*, 925 A. 2d 1265 (Del. 2007). 楠本純一郎「資本構成による株式の希釈化と支配株主の責任と一般株主の直接訴訟」商事法務1831号25頁(2008年)以下参照。
- 148) 吉田・前掲注(110)60頁。
- 149) 片山・前掲注(100)26頁。
- 150) *Mills Acquisition Co v. Macmillan, Inc.*, 559 A. 2d 1261 (Del. Supr. 1989) at 1282. footnote 29.
- 151) Lipton, *supra* note (130), at 109.

[付記]

本稿執筆に際して、立命館大学法学部とミュンヘン大学法学部の協定に基づく DAAD (ドイツ学術交流会) のプログラムにより、約半年間のミュンヘン留学の機会を得た。本稿はその研究成果の一部である。留学に関し、ミュンヘン大学 Dagmar Coester-Waltjen 教授および本学の渡邊惺之教授には、大変お世話になった。この場を借りて、御礼申し上げる。