

敵対的企業買収に対する対抗策の基礎^①

松井秀征

- 一 はじめに
- 二 企業買収熱前夜～一九六〇年代・七〇年代
- 三 企業買収熱とその対応～一九八〇年代
- 四 わが国への示唆

一 はじめに

一 序

企業買収 (M & A; Mergers and Acquisitions) には、友好的な企業買収と敵対的な企業買収とがある。非常に簡単に要約するならば、前者は、買収対象となる標的企業 (target) の経営陣との合意、ないしその承認の上でなされる買収形態であり、後者は、当該承認なしに行われる買収形態を指すものである。^②

従前、わが国で行われた企業買収は友好的な企業買収がほとんどであって、敵対的なそれは皆無であったといっても過言ではない。敵対的企業買収がわが国において起こらなかった最大の要因が、とりもなおさずわが国の大企業と金融機関相互間、ないし大企業相互間で行われていた株式相互保有にあることは、つとに指摘されてきたところである。⁽³⁾ またその他にも、かつての外資規制や、敵対的企業買収に対する資金の出し手の不在等、法律上、実際上の阻害要因が存在したことも事実であろう。⁽⁴⁾

もつとも、わが国においていわゆるバブル経済が崩壊し、さらに金融商品に対して時価会計が求められるようになって以降、金融機関を中心として相互保有株式を市場に放出する傾向が続いていることは周知のとおりである。また、今日における外資規制の自由化、外資系金融機関の存在等は、敵対的企業買収をめぐるわが国の事情を大きく変化させているといえよう。⁽⁵⁾

二 アメリカにおける経験

ところでアメリカでは、一九七〇年代後半から八〇年代にかけて、公開会社に対する敵対的企業買収が盛んに行われた。その結果、敵対的企業買収に直面した各会社のレベルにおいて、その対抗策が様々に講じられた。⁽⁶⁾ とりわけ、各会社の定款に 'shareholders' rights plan (いわゆるポイズン・ピル: poison pill) に関する規定を有している場合が多い。⁽⁷⁾ 今日、アメリカ諸州の会社法上、このポイズン・ピルに関する定款規定の有効性その他、その対抗策の適法性が一定の要件下で認められることに関しては異論はない。⁽⁸⁾ だが、一九八〇年代のアメリカにおいて、敵対的企業買収の標的となった会社の取締役が講じる対抗策の法的有効性に関し、かなりの争いがあったことも事実である。

三 本稿の検討対象

筆者は、かつて取締役（会）が新株発行権限を行使しうる限界はどこにあるのかという観点から、敵対的企業買収に直面した会社が行使用しうる対抗策の問題について、若干の検討を試みたことがある。⁽⁹⁾ 本稿は、ここでの検討の成果を参考にしつつ、一九六〇年代後半から八〇年代にかけてのアメリカにおいて、敵対的企業買収が一般化するに至った事情、およびその対抗策についての法的有効性が確認された背景について概観するものである（それ以降の状況については、ひとまず本稿の検討対象としない。それは、今日のわが国の状況に鑑みて、比較対象とするには、あまりに距離があると考えられるからである）。そして、そのアメリカでの経験を概観することにより、ひるがえってわが国の企業がかりに対抗策を講じざるを得ない状況が生じた場合に、その法的有効性を検討するにあたって、解釈論上どのような前提を考慮する必要があるかにつき、若干のスケッチを行いたい。⁽¹⁰⁾

なお本稿は、「敵対的企業買収は望ましくないものである」とか、「敵対的企業買収に対する対抗策は講じられるべきである」といった価値判断を当然に内包して書かれるものではない。敵対的企業買収が行われていること、それに対する対抗策を講じようとする会社が存在することを前提とした場合に、アメリカにおける経験を参考にし、当該会社、ないし取締役（ここには代表取締役、ないし取締役会を含む）の行為が「どのような視点から法的な評価を受けることになるべきか」を明らかにしようとする試みのものである。⁽¹¹⁾

(1) 本稿の執筆にあたっては、手塚裕之弁護士、保坂雅樹弁護士、武井一浩弁護士、内間裕弁護士、太田洋弁護士、中山龍太郎弁護士、大杉謙一東京都立大学助教授、森田果東北大学助教授、および斉藤真紀京都大学助教授から貴重な示唆をいただいた。この場を借りて感謝の意を表したい。むろん、本稿に存する誤りその他の問題点は、もとより筆者の責めに帰するものである。

(2) この点につき、アメリカ法律協会の手による「コーポレート・ガバナンスの原理」一・三九条の定義によれば、「敵対的な公開買付（*solicited tender offer*）」とは、現金、証券、その他の対価により、ないしこれらの対価の組み合わせにより議決権証券を取得して会社支配権の

- 変更を実現するため、取締役会の承認を得ることなしに当該議決権証券保有者に対してなされる買付の申出、もしくは証券提供の誘引を指す」ものとされている (American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, § 1.39 (1994))。
- (3) そもそも、一九六〇年代から七〇年代にかけての資本自由化期に進んだ株式相互保有に関しては、外資による企業買収防止という目的が明確に存在した(いわゆる安定株主化工作。橋本寿朗「長期相對關係と企業系列」森川英正・米倉誠一郎編・日本経営史5 高度成長を超えて六一頁以下(一九九五))。また、敵対的なものに限らず、わが国において相対的に企業買収市場が未発達な原因として、やはり株式相互保有の仕組みが指摘されることが多い(たとえば、淵田康之「株式持ち合いについて」神田秀樹責任編集「財団法人資本市場研究会・株式持ち合い解消の理論と実務五頁以下(二〇〇一)参照)。
- (4) 外資規制に関しては、一九六〇年代以降、外為法(外国為替及び外国貿易管理法)が改正されて順次緩和されていったが、資金の出し手という観点では、メインバンク・システムを背景として、間接金融形態による資金調達が一般であった時代において、敵対的企業買収のための資金を提供する金融機関は存在しなかったものと考えられる。
- また、その他の事情としては、公開買付を通じて株式を集めるにはわが国の証券会社の協力が不可欠であろうが、敵対的企業買収に際して行われる公開買付に協力的な証券会社もおそらく不在であったと考えられる。
- (5) この点で指摘されるのが、一九九九年(平成十一年)五月のイギリスのケーブル・アンド・ワイアレス(C & W)によるわが国の国際デジタル通信(IDC)の買収劇や(商事法務一五二五号一九頁(一九九九)ニュース欄参照)、二〇〇〇年(平成十二年)一月のエム・エイ・シー(村上世彰氏のファンド)による昭栄株の公開買付に関する事例(商事法務一五五〇号四頁(二〇〇〇)ニュース欄参照)である。
- (6) この詳細については、J.H. Choper, J.C. Coffee & R.J. Gilson, *Cases and Materials on Corporations*, 5th ed. 925-33 (2000) 参照。
- (7) J.H. Choper, J.C. Coffee & R.J. Gilson, *supra* note 6, at 928-30; M. Lipton, Pills, Pools, and Professors Redux, 69 U. Chi. L. Rev. 1037 (2002). なお、後者のLiptonの文献については邦語訳が存在する(手塚裕之「中山龍太郎・太田洋・岡田早織訳「ポイズン・ヒル」投票」そして教授達——再論(上)・(中)・(下)」商事法務一六四一七〇頁、一六四三二六頁、一六四四三三頁(二〇〇二))。そのほか、太田洋「中山龍太郎「米国におけるポイズン・ヒルの「進化」とその最新実務(上)」(未完) 商事法務一六五三三四頁(二〇〇三)も参照。
- (8) 後述「三 企業買収熱とその対応」二(2)参照。
- (9) 拙稿「取締役の新株発行権限(一)・(二)・完」法学協会雑誌一一四巻四号四一四頁以下、六号六七頁以下(一九九七)。
- (10) 本稿も、筆者のかつての論稿(前掲注(9)参照)も、取締役が敵対的企業買収に対抗策を講じる場合に、株主以外の会社関係者(ステイコホルダー)の利益を考慮する可能性を解釈論として認めている。これに対しては、わが国の伝統的な会社法理論が、株主を会社企業の実質的所有者であるとしてきたことと適合せず、解釈論として理論的に限界がある旨の指摘がなされている(徳本穰・敵対的企業買収の法理論一三二頁以下(二〇〇〇))。

なるほど、わが国の会社法(商法)、ないし伝統的理論が、株主を実質的所有者とするモデルを前提としてきたことは確かであろう。だが筆者の理解としては、わが国の企業は表面上そのようなモデルを前提としながらも、実態レベルでは株式相互保有、メインバンク・システム等の

様々な仕組みを前提として、多元的な利益を考慮することを可能とする方向性が採られてきたものと考えている（この点に関しては、拙稿「株主総会制度の基礎理論」私法六四号一八一頁以下（二〇〇二）参照。むしろ、その制度や理論と実態との乖離がはらんでいる危うさは充分認識する必要があるうし、それに対して立法法によって対応するというのとは一つの方向性であろうが、現実の制度を前提として実態に対処すべき要請がある場合に、可能な限り解釈で対応する方法を模索するというのもまた一つの方向性として必要ではなからうか。

（11）その意味においては、もとより敵対的企業買収に対して対抗策を講じることが適法とされる余地があることを認めていることになる。これは、支配権に影響を与える目的での新株発行は当然に不正なものとしてきた伝統的なわが国の議論（たとえば、鈴木竹雄・竹内昭夫・会社法〔第三版〕四二二頁（一九九四）とは、異なる前提から出発していることになる。しかし筆者は、従来のわが国における議論の根拠が明確でないと考えている（この点については、拙稿・前掲注（9）法協一一四巻四号四二四頁以下参照。むしろ歴史的、比較法的に見た場合、支配権に影響を与える目的での新株発行が認められる余地はあるのであって（拙稿・前掲注（9）法協一一四巻四号四二八頁以下、六号六七三頁以下参照）、したがって本稿は、伝統的なわが国の議論がとる前提には与しない。

二 企業買収熱前夜〜一九六〇年代・七〇年代

一 企業買収熱の背景

アメリカにおいて、公開買付により企業買収を行うという方法は一九六〇年代から見られるものであるが、これが本格化したのは一九七〇年代中頃からだと言われている。⁽²⁾この公開買付による企業買収という方法が隆盛を迎えるについては、もとより標的企業経営陣との合意を必要としない買収方法であったという利点の存在がその理由として大きい。⁽³⁾ただし、次のような前提事情と理論的な基礎づけが存在していたことも重要である。

(1) 実態面での前提

まず、企業買収の「標的」が用意されていたことが前提事情として挙げられよう。一九七〇年代中頃までの企業買収は、当時の事業戦略としてトレンドとなっていたコングロマリット形成のために用いられる例が見られた。⁽⁴⁾しかし、次第にコングロマリット経営の非効率性が一般に認識されるようになると、皮肉にもこの非効率な経営が行

われているコングロマリット企業を標的として、これを解体する方向での企業買収が仕掛けられる例が見られるようになった。⁽⁵⁾ さらに、機械工業その他の資本集約型の産業において見られる多国籍企業も、ヨーロッパ企業や日本企業との競争により業績を低下させる中で、株式リターンが低下し、企業買収の標的となりやすかったと考えられる。

また、当時のアメリカにおいて、これを買収するための金融面での前提が整いつつあったことも重要である。第一に、一九七〇年代におけるインフレーションの昂進、高金利といった状況の下で、次第に短期的資金による投機的行動が盛んになっていった。⁽⁶⁾ そしてこのような投機的行動は、当時、金融規制の緩和が進められていたアメリカにおける金融技術の発展により支えられた。第二に、機関投資家をはじめとする株主の投資行動にも留意する必要がある。短期的利益をねらう機関投資家がわずかなプレミアムにも反応して公開買付に応じたこと、そしてアメリカにおける株式の分散保有ゆえに、敵対的企業買収において防波堤となる大株主を期待しにくい状況にあったことも、公開買付による敵対的企業買収を成功に導く見通しを提供することになったとされる。⁽⁷⁾

(2) 理論的な基礎づけ

以上のような敵対的企業買収に関する実態に対して、当時のミクロ経済学が理論的な基礎づけを提供しつつあったことも見逃せないだろう。早くは一九六〇年代中頃から、Manne⁽⁸⁾ によって会社支配権市場の理論が提起されているが、このような市場理論は、会社経営者による効率的経営を規律づけるための市場として、一九七〇年代以降新古典派経済学を中心に支持を獲得し、さらにこれを基礎とする法律論の前提を用意することとなった。⁽⁹⁾

二 立法府・司法府の対応

(1) 立法府の対応

もつとも、一九六〇年代から七〇年代にかけてのアメリカにおいて、以上のような敵対的企業買収の流れが、手ばなしで歓迎されていたというわけでもない。とりわけ、連邦の政治セクターからさほど好ましいものとして理解されていなかったことは、その立法の歴史が明らかにしている。

公開買付を通じた敵対的企業買収が見られ始めた一九六〇年代後半、連邦議会は、公開買付に対する規制を行う動きを見せるようになる。その背景としては、この当時の公開買付を行う者の中に、買付者に対する申出の期間を極めて短期間に限定して、先着順にこれを買付けるといふ手法をとるものがしばしば見られたということが挙げられる。⁽¹⁰⁾ このような買付方法は、株主の側から見ると、買付者自身に対する情報や、買付後の計画等に関する情報が不十分なまま、買付に応じることが強いられることを意味する。このような情報不足の公開買付によって株主に生じるディレンマこそ、連邦の証券規制が回避しようとしてきた政策課題だと認識した連邦議会は、一九六八年、いわゆるウィリアムズ法 (Williams Act) の制定により、公開買付に関する強制開示その他の規制を設けた。⁽¹²⁾

ただし、このウィリアムズ法を評価するには若干微妙な面がある。すなわち議会側は、当初、公開大企業が見知らぬ乗っ取り屋に乗っ取られることを完全に禁圧できるような立法を企図していたものの、これは立法過程において、SECの手によって開示規制という穏やかな手法に変えられたという経緯があるからである。⁽¹³⁾ その意味においてウィリアムズ法は、公開買付（ひいては敵対的企業買収）の買収者や標的企業（およびその株主）に対して、何らかの偏向的態度をとっているものではないともいえる。せいぜい、「緩やかな反企業買収の態度をとっている (a mildly antitakeover)」というのが、妥当な評価かもしれない。⁽¹⁴⁾

(2) 司法府の対応（デラウェア州の例）

敵対的企業買収に対する連邦レベルでの対応が、以上のように緩やかな開示規制にとどまったことは、各会社のレベルにおいて対抗策を講ずべき必要性を高めることにもなった。そこで、この対抗策の問題に対応するために、当時の司法府が有していた法的枠組みを確認しておくこととしたい。具体的には、ウィリアムズ法制定前からのデラウェア州裁判所が採用していた法的枠組みについて、二つの重要な判決を手がかりに検討する。

① まず第一の判決として挙げるべきは、デラウェア州最高裁が一九六四年に出した *Chert v. Mathes* 判決である⁽¹⁵⁾。これは、自らの株式を市場においてひそかに買い占められた会社の取締役 (Y) が、自らの企業の解体、ひいては多数の従業員への影響等を危惧して、その潜在的買収者となっている株主 (A) から会社が株式を買い取った事案である。この取締役の判断に対してデラウェア州最高裁は、次のように述べて経営判断原則による保護を与えた⁽¹⁶⁾。

「かくして提起される問題は、次のようなものである。すなわち Y が、A による株式保有により会社の経営政策および経営効果に対する危険が存在すると信じるだけの合理的な理由があることを示して、立証責任を尽くしたといえるか否かという問題である。ここで覚えておくべき重要なことは、取締役は、自らが誠実に行動し、合理的な調査を行ったと示すことによって、以上の立証責任を尽くしたことになることである。かりに判断時にそれが合理的であったと見られるならば、単純な判断の誤りについて責任を負うことはないのである。」

② 第二の判決として挙げるべきは、*Chert* 判決の三年後にデラウェア州の下級審で出された *Condec Corporation v. Lunkenheimer Company* 判決である⁽¹⁷⁾。先の *Chert* 判決では、取締役の行為につき、主たる目的が会社の利益に向けられていれば、それは保護の対象となるが、自らの地位保全がその目的になっているのであれば、保護の対象とならないとの前提が存在していた (いわゆる主要目的ルール)⁽¹⁸⁾。しかし、支配権の帰趨に影響を与えうる取締役の判断が、いかなる場合に「会社の利益」に向けられているものとして保護の対象となりうるのかどうかという

点については、なお明確でない面があった。この *Conde* 事件は、不調な合併交渉の一方当事者（X）が他方当事者（Y）の株式を買い占め始めたので、Yが全資産をZに譲渡する契約を締結するとともに、Zの完全子会社に対して新株発行を行ったという事案である。このYにおける新株発行について、裁判所は次のように述べてその差正を認めている。⁽¹⁹⁾

「YZ間の基本となる取引が、週末の（一九六七年）五月七日に急いで作り上げられていること、そしてもっと少ない発行数でもYは会社の実体を確保できたのに、……七五〇〇〇株の新株発行の決定がなされたことからすると、Yにおける新株発行の主要目的（primary purpose）は、Yの支配権がXに渡ることを避け、Zの手に渡るようになるところにあつたといえる。……株式は、他者からの支配権取得（take-over）のような不公正な目的で発行されてはならない。」

以上二つの判決を見ると、企業買収への対抗手段となる取締役の行為について、当時のデラウェア州裁判所が採用していた立場は必ずしも明確ではないが、おおむね次のように言うことができるだろう。原則としては、主要目的が会社の利益に向けられている限り、経営判断原則による保護が与えられる。ただし、肝心の「会社の利益」とは何なのかについては必ずしも一定した判断が示されているわけではなく、支配権に影響を与える取締役の判断は、それ自体「会社の利益」とはされない可能性があつたといふことである。⁽²⁰⁾

(1) この背景としては、それ以前に支配獲得のために用いられていた委任状勧誘の方法がコストのかかるものになり、これに代わる影響力獲得手段の方法が求められたという事情がある（J. Pound, *The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control*, 68 N.Y.U.L. Rev. 1003, 1016 (1993)）。

(2) W.W. Bratton, *The New Economic Theory of the Firm: Critical Perspectives from History*, 41 Stan. L. Rev. 1471, 1520 (1989).

(3) J.H. Choper, J.C. Coffee & R.J. Gilson, *Cases and Materials on Corporations*, 5th ed. 916 (2000).

- (4) この傾向は、とりわけ繊維などの小企業が競合していた労働集約的産業か、国防や宇宙関連の製造業を中心として見られたものである。そしてその多角化は、既存の多角化企業のように、自らの組織の管理面、技術面での優位をもって競争上有利に立てる分野に進出していくというものではなく、全面的に既存企業の買収により、従前とは全く関連のない事業分野で行われる傾向が見られた (A.D. Chandler, Jr., *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business* (1977), 鳥羽欽一郎・小林袈裟治訳・経営者の時代 下八一八〜八一九頁 (一九七九))。
- (5) いわゆる「逆コンソリダット化」とよばれる現象である。この点については、W.W. Bratton, *supra* note 2, at 1520-21; P. Milgrom & J. Roberts, *Organisation & Management* (1992) (奥野正寛ほか訳・組織の経済学五四三〜五四四頁 (一九九七)) 参照。
- (6) 萩原伸次郎・アメリカ経済政策史二二三頁以下 (一九九六)。
- (7) J.H. Choper, J.C. Coffee & R.J. Gilson, *supra* note 3, at 918-19.
- (8) H.G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J. Pol. Econ. 110 (1965).
- (9) この点については、後述「III 企業買収熱とその対応」一②参照。
- (10) この点につき、黒沼悦郎・アメリカ証券取引法一六三頁 (一九九九) 参照。
- (11) これは、ウィリアムス法の提案者である当時の上院議員 H. Williams の言ひである (J.H. Choper, J.C. Coffee & R.J. Gilson, *supra* note 3, at 919)。
- (12) 一九三四年証券取引所法一四条 (ロ) に基づき、公開買付者やその資金等に関する強制開示が求められるほか、一四条 (e) に基づく規則一四〇一に於て、買付期間の二〇営業日の継続が求められている。以上について詳しくは、黒沼・前掲注 (10) 一七〇頁以下参照。
- (13) 以上について、J.H. Choper, J.C. Coffee & R.J. Gilson, *supra* note 3, at 919.
- (14) M.J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners* 156 (1994).
- (15) 199 A. 2d 548 (Del. Supr. 1964).
- (16) 199 A. 2d 555.
- (17) 230 A. 2d 769 (Del. Ch. 1967).
- (18) 199 A. 2d 554.
- (19) 230 A. 2d 775.
- (20) このような取締役の行為を制限する方向での解釈は、当時の支配的な学説の考え方からすればむしろ自然であった。Brudney は「この点にたいして次のように述べている (V. Brudney, *Fiduciary Ideology in Transactions Affecting Corporate Control*, 65 Mich. L. Rev. 259, 275-76 (1966))。
- 「自らに新株を割り当てるために、会社に用意された仕組みを用いること、また自らの比例的な議決権を増加させ、あるいは支配を永続させる目的での自社株買いに会社財産を用いることにつき、内部者にいかなる裁量を与えることも信託義務の観点と調和しない。」

三 企業買収熱とその対応〜一九八〇年代

一 企業買収熱

アメリカにおける敵対的な企業買収の熱が最高潮に達した一九八〇年代、その企業買収の実態がいかなるものであり、またその理論的な基礎づけはどのように与えられていたのだろうか。

(1) 企業買収熱の実態

一九七〇年代からさかん見られるようになった敵対的企業買収の流れは、八〇年代にはいつてさらに加速する。対象となる企業の広がりとともに企業買収の規模は大きくなり、またジャンク・ボンド市場の創設等、これを支える資金調達手段も整備されて、八〇年代はまさに敵対的企業買収の「ブーム」が生じた時代であった。⁽¹⁾

だが、この時期に入ると、次第に敵対的企業買収のいわば「破壊」的效果が見られるようになったのも事実である。たとえば、いわゆるバスト・アップ (bust-up) 型の企業買収やブート・ストラップ (boot-strap) 型の企業買収においては、企業買収の費用をまかなうために、標的会社の財産の売却、ないし担保化を前提に企業買収が行われた。⁽²⁾ これは、当該企業の存続それ自体を危機にさらすものであり、ひいては経営者や従業員の大量失業を招きうるものでもあった。⁽³⁾ また、いわゆる「二段階公開買付 (two-tier tender offer)」の手段を用いることにより、標的会社の株主の合理的な判断を妨げ、彼らに対して強力な売りつけ圧力をかける形で敵対的企業買収が行われることもあった。⁽⁴⁾ さらに、八〇年代後半以降は、従前の敵対的企業買収熱を支えてきた種々の前提が否定される事態も明らかになっていった。たとえばウォール街におけるインサイダー取引に関するスキャンダル、ジャンク債市場の崩壊、あるいはドレクセル・バーナムの破綻などをその例として挙げる事ができよう。⁽⁵⁾

(2) 理論面での反応

一九八〇年代、以上の敵対的企業買収にまつわる問題についての理論状況は、これを支持する方向での議論と、これに懐疑的な態度を見せる議論との二つに大別することができる。⁽⁶⁾

① まず、敵対的企業買収のブームを支えた議論については、従前からの経済学の分野にとどまらず、法律学の分野からも見られるようになる。周知のとおり、この頃からアメリカの法律学を席卷し始めたいわゆる「法の経済分析（法と経済学）」の議論は、経済学における agency 問題に関する議論を吸収しつつ、⁽⁷⁾ 格好の理論的基礎を敵対的企業買収に対して提供していた。

たとえば、Easterbrook と Fischel は、会社支配権市場を通じた経営監督に関する議論を本格的に展開し、敵対的企業買収に直面した標的企業の経営者は、これに対して對抗策を講ずることなく、受身であるべき旨を説いたのは有名なところである。⁽⁸⁾ その後も、Gilson, Bebchuk など、名だたる会社法学者が理論的観点から敵対的企業買収の効用を説いたのである（ただし、競争的買付の誘引を認める点で、Bebchuk の議論は、Easterbrook や Fischel の議論、あるいは Gilson の議論と異なっていた⁽⁹⁾）。

② 他方、敵対的企業買収への對抗策を肯定する方向での議論も、かなり早くから見られるようになっていた。たとえば、ポイズン・ピルの開発者である Lipton は、⁽¹⁰⁾ すでに一九七九年の段階で、その問題点を指摘していた。すなわち、敵対的企業買収の局面では株主が合理的判断を行いにくい（それは機関投資家と同様である）こと、そして現実の敵対的企業買収において「合理的に判断すれば」異なった買付がなされるべきはずの公開買付が存在することを前提として、取締役による敵対的企業買収に対する對抗策につき、経営判断原則の適用を主張するようになっていたのである。⁽¹¹⁾

八〇年代における現実の敵対的企業買収が様々なネガティブな効果を生じさせたことや、これにまつわる一連のスキャンダルが発覚したことは、以上の敵対的企業買収に対する批判への説得力を高めたといえることができそうである。

ある。⁽¹²⁾

二 立法府・司法府の対応

(1) 立法府の対応

敵対的企業買収が過熱化する状況に直面して、各州の対応は明確であった。多くの州(三七州)で、その政治的必要性から、企業買収を困難にする立法が行われるに至った(いわゆる「第一世代」の反企業買収法)⁽¹³⁾。だが、このような企業買収を規律する法律については、連邦議会の専権事項ではないかとの疑念も存在した。すなわち連邦証券規制は、一九六八年のウィリアムズ法によって公開買付による企業買収に対する開示規制を及ぼしていたため、各州がこのウィリアムズ法の規制を越えて反企業買収法を制定した場合、連邦憲法上の疑義を生じさせる可能性があったのである。そして一九八二年の連邦最高裁判決 (Edgar v. MITE Corp.)⁽¹⁴⁾ が、イリノイ州の反企業買収法を州際通商条項違反として違憲とした結果、この第一世代の反企業買収法はその意味を失うこととなった(その後間もなく、いわゆる「第二世代」の反企業買収法が各州において制定されるようになるが、連邦レベルでその有効性が認められるにはさらに五年の年月が必要であった)⁽¹⁵⁾。

もっとも、以上のように連邦と州の立法管轄上の観点だけが問題となるのであれば、連邦レベルで反企業買収法が制定されればよいだけの話である。だが、敵対的企業買収に対する連邦議会や連邦政府の対応は、極めて冷やかであった。⁽¹⁷⁾ Røの分析によれば、この原因として、州における政治的圧力と連邦における政治的圧力の差異があるという。むしろ、連邦レベルでも敵対的企業買収に対して積極的に賛成の立場がとられていたわけではない(ウィリアムズ法の態度からも推測されるとおり、むしろ緩やかに反企業買収の態度であった)、それでもSECやFTCは企業買収に対して賛成の立場を明確に表明していたし、レーガン大統領の自由主義的イデオロギーの下では、企

業買収を規制する方向での政策項目は議論の対象となりにくかった（連邦議会では議事日程には予定されていたものの、現実の審議の対象とはなかなかならなかった）。

(2) 司法府の対応

以上のように州の反企業買収法の効力が不安定な状況においては、各会社で講じられる契約（定款）ベースでの敵対的企業買収に対する対抗策は、ますますその重要性を高めることになる。ポイズン・ピルが、この時期（一九八二年）に考案され、潜在的な敵対的企業買収にさらされているアメリカの各会社で重要な役割を担ったのも、以上のような事情抜きには考えられないものと思われる。⁽¹⁸⁾そして、敵対的企業買収に対して各会社レベルでの対応が一般化したことは、その対抗策に関する政策的判断の帰趨が、裁判所の手に委ねられることを意味した。⁽¹⁹⁾以下、この司法上の対応について検討するが、その分析にあたっては著名な Unocal 判決を区切りとして、一九八五年前後で分けることがひとまず有用であろう。

① 一九八五年より以前、敵対的企業買収に対する各会社レベルでの対抗策につき、裁判所が有していたその判断枠組みは、一九六〇年代にデラウェア州の裁判所が示した主要目的ルールと単純な経営判断原則だけであった。⁽²⁰⁾しかし、その対抗策が新株発行の形をとって行われる場合、主要目的ルールの下で取締役の信認義務に反する行為だと判断される可能性があったことも、すでに述べたとおりである。⁽²¹⁾したがって、裁判所が以上の判断枠組みを用いつつ、敵対的企業買収への対抗策を支持するとの政策的判断を下すには困難があったことも事実であろう。

裁判所の判断に変化が見られるのは、一九八〇年代に入ってからのことである。問題となった事案は、Xに株式を買い占められた標的企業Yが、white knight⁽²²⁾であるZとの合併を試みるにあたって、Xの持分を希釈化すべくZに株式を発行したというものである。一九八〇年、第二連邦巡回裁判所は、次のように述べて当該新株発行の適法性を認めた。⁽²³⁾

「Xによる買収の可能性は、YおよびYの株主にとって、明らかに重要性を有する問題である。Yの経営をあずかる取締役会が、Yの最善の利益がどこにあるのかについて判断することは、唯一合理的なことといえる。Yの取締役会において、Xによる買収がYにとって不利益だと判断されたのであれば、それに反対すべきことも同じく合理的なことといえる。したがって、自ら正当に関与可能な範囲で行動している限り、取締役は経営判断原則による保護を受ける。」

② だが、このような第二連邦巡回裁判所による判断枠組みでは、対抗策を講じる取締役の利益相反的地位について、適切な利害調整を行っているとは言いがたい面がある。⁽²⁴⁾そして、これこそ学説が以前より指摘してきた問題点でもあった。⁽²⁵⁾

このような議論をふまえて現れたのが、まさに一九八五年のデラウェア州最高裁による *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum* 判決であった。⁽²⁶⁾この事案は、二段階公開買付を仕掛けられた標的会社が、自社株買いの公開買付を行って対抗したものである。デラウェア州最高裁は、この対抗策について次のような判断枠組みによってその適法性を判断し、結果として取締役の行為を伝統的な経営判断原則を若干厳格な枠組みに転位するによって保護したのである。⁽²⁷⁾

「取締役会は、進展中の企業買収に対処する場合でも、当該買収の申出が会社および株主の最善の利益になるかどうかを決定すべき義務を負う。……とはいえ、この機能を適切に果たすについては、一定の注意すべきことがある。つまり取締役会が、会社や株主の利益よりも自らの利益を優先させるといふ、あまねく知られる危険が存するため、経営判断原則による保護を与えるにあたっては、裁判所の審査によって高度の義務が課されることになるのである。」

「この本来的な利益相反関係にある取締役は、他者の株式所有ゆえに、会社の経営政策および経営効果に対する

危険が存すると信じるに至った合理的な理由を示さなくてはならない。……ただしこの立証は、『誠実に行動し、合理的な調査を行ったと示すことによつて』充足される。……さらにその証明度は、本件のように、前期基準に合致して行動した社外取締役が過半数を占める取締役会の承認を受けていることで、大いに高められることとなる。』

「さらなる側面として、バランスの要素がある。もし対抗策が経営判断原則の範囲に入るべきものとするなら、それは問題とされている危険に対して相当なものでなければならぬ。これには、当該企業買収の性質、およびその会社への影響について、取締役による分析を伴うこととなる。そのような考慮の例としては、次のようなものが含まれうるだろう。例えば、買付価格の不適切さ、買付の性質とタイミング、違法性の問題、株主以外の『構成要素 (constituency)』——債権者、顧客、従業員、そして地域共同体一般すら含むかもしれない——、買収不就のリスク、そして交換条件として提供される証券の質などである。……その他にも支配的要素ではないが、取締役会は問題となっている基本的な株主利益につき、これを合理的に判断することも許されるように思われる。すなわち短期的利益を図る投機家が、長期的利益を図る投資家の犠牲の下で、買付の強圧的な側面をおおるような場合である。」

そしてデラウェア州最高裁は、同年、ポイズン・ピルについてもこのいわゆる Unocal 基準に基づいて保護を与え、その適法性を認めるに至つた。⁽²⁸⁾

(1) この点に関しては、P. Milgrom & J. Roberts, *Economics, Organization & Management* (1992) (奥野正寛ほか訳・組織の経済学五七〇頁以下 (一九九七) 参照)。

(2) バスト・アップ型の企業買収では、その買収のためにかかった費用をまかなうべく、買収後に標的企業の資産が売却されてしまうことが前提となる。また、ブート・ストラップ型の企業買収では、その買収のためにかかる資金調達につき、標的会社の資産が引き当てとなる。Baron's Dictionary of Business Terms, 2nd ed., 60 and 70 (1994).

- (3) M.J. Roe, Strong Managers, Weak Owners 152 (1994).
- (4) 二段階公開買付とは、第一段階において高いプレミアムを部分的な公開買付を行ったのち、第二段階ではより安価に残部を買い付けることを予定した公開買付である。このような買付方法は、たとえ当該買付の内容が不当なものであったとしても、他の株主の行動いかんでは第一段階の買付が成功する可能性があることから、各株主としては、第二段階で売却する破目を回避すべく、半強制的に売却せざるを得ない状況に置かれる。以上について、D. Lebron, Games Corporations Play: A Theory of Tender Offers, 61 N.Y.U.L. Rev. 186-89 (1986)；藤田友敬「研究報告」情報、インセンティブ、法制度」成蹊法学四三号三四五頁以下（一九九六）等参照。
- (5) 奥野ほか訳・前掲注（一）五八一頁；M.J. Roe, supra note 3, at 153.
- (6) なお、九〇年代以降の議論も含めて、近年に至るまでのこの点に関する論争の状況については、森田果「企業買収防衛策をめぐる理論状況」商事法務一六五号（一〇〇三）に簡潔かつ要領よくまとめられており、大変参考になるものである。そのほか、戸吉善一「コーポレート・ガバナンスに関する一考察」法曹時報五四卷八号一八頁、二六頁（二〇〇二）にも興味深い分析がある。
- (7) M.C. Jensen & W.H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 J. Fin. Econ. 305 (1976).
- (8) 法の経済分析の観点から、Easterbrook & Fischel は、買収に直面した標的企業の取締役の行為基準として次のように述べた (F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, 1161, 1174-75 (1981))。
- 「企業買収は、非効率な経営を行う経営者を外部から監視する役割を有していることから、株主にとっても社会にとっても有用であることを提示している。したがって、企業買収を妨げるために駆使されるいかなる策も、厚生を損なうことになる。もし、会社が非妥協的な対抗策を講じ、その独立を保つことに成功した場合、買収者が提供し、もしくは対抗策なかりせば提供されたであろう、市場価格を超えるプレミアムを、株主はいかなる意味においても失うことになる。」
- (9) R.J. Gilson, A Structural Approach to Corporations: The Case against Defensive Tactics in Tender Offers, 33 Stan. L. Rev. 819 (1981)；L.A. Bechtuk, The Case for Facilitating Competing Tender Offer, 95 Harv. L. Rev. 1028 (1982)。なお、この点については、中東正文「アメリカにおける締め出し合併とライクオナー（一）」名古屋大学法政論集一三八号一七三頁以下（一九九一）も参考になる。
- (10) この点については、M. Lipton, Pills, Polls, and Professors Redux, 69 U. Chi. L. Rev. 1037 (2002)（手塚裕之＝中山龍太郎＝太田洋＝岡田早織訳「ポイズン・ピル、投票、そして教授達——再論（上）」商事法務一六四一七〇頁（二〇〇二））参照。
- (11) M. Lipton, Takeover Bids in the Target's Boardroom, 35 Bus. Law. 101, 120-24 (1979)。その他、M. Lipton, Takeover Bids in the Target's Boardroom: An Update after One Year, 36 Bus. Law. 1017 (1981) も参照。
- (12) この点については、奥野ほか訳・前掲注（一）五七六頁以下参照。
- (13) 第一世代の反企業買収法においては、買付者による公開買付の登録、標的会社経営陣への告知、州知事の公開買付に対する審理等が規定される例が多く、州知事には、場合によっては公開買付を禁止する権限までもが付与された。この点については、吉原和志「州による企業買収規

制の展開と現況〔上〕・〔中〕・〔下〕」商事法務二二一六号九頁、二二一八号二〇頁、二二二二号一四頁（一九九〇）のほか、中東正文「アメリカにおける締め出し合併とテイクオーバー（三）」名古屋大学法政論集一三九号四八四頁以下（一九九二）等参照。

(14) 457 U.S. 624 (1982).

(15) 第二世代の反企業買収法においては、支配株式取得法（支配株式を取得した者が議決権を行使するには株主総会の承認を必要とする）、公正価格法（買付者が事業結合を行うには、株主に対して公正価格が支払われるのでないかぎり、株主総会の特別決議を要する）、買取請求権賦与法（支配株主に対して、持株を買い取るべき旨の請求権を株主に賦与する）、そして事業結合制限法（支配株主による事業結合を一定期間制限する）等、さまざまな方策をとる例が見られる。以上に関しては、中東・前掲注〔13〕四八六頁以下参照。

(16) CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America, 481 U.S. 69 (1987).

(17) 以上ご参考 M.J. Roe, supra note 3, at 154-57.

(18) この点については、M. Lipton, supra note 10, at 1043-44（手塚ほか訳・前掲注〔10〕商事法務一六四一号七四頁以下）参照。

(19) J.H. Choper, J.C. Coffee & R.J. Gilsen, Cases and Materials on Corporations, 5th ed. 917 (2000).

(20) 「一 企業買収熱前夜」二(2)参照。

(21) 「二 企業買収熱前夜」二(2)参照。

(22) white knightとは、最初の買収者よりも、標的会社、およびその株主にとって好条件で offer を提示してくれる買収者のことである (R.C. Clark, Corporate Law 572 (1986))。

(23) Treadway Companies Inc. v. Care Corp., 638 F. 2d 357, 381 (2d Cir. 1980).

(24) 本文に引用した連邦第二巡回裁判所の判決は、この利益相反の問題について「一応の配慮は示している。だが、それが判断枠組みに何らかの影響を及ぼしているわけではなく。(638 F. 2d 382)。

「この（支配権維持目的での新株発行が問題となる）分野においては、支配権に影響を与えようとする株式取引に存在する自己取引とその濫用の危険に対して（従来から）裁判所が敏感に対処してきた。だが同時に、一定の状況においては、経営者をしてこのような取引をなさしめることが適切であるとも認識してきたのである。」

(25) 「一 企業買収熱前夜」注〔20〕参照。

(26) 493 A. 2d 946 (Del. Supr. 1985).

(27) 493 A. 2d 954-56.

(28) Moran v. Household Intern., 500 A. 2d 1346 (Del. Supr. 1985).

四 わが国への示唆

さて、以上のアメリカにおける経験が、今日のわが国の会社が置かれた状況に照らして、何らかの示唆を与えるものであるのか、かりに与えるとしたらどのようなものであるのかにつき、若干の試論を行うこととしたい。

一 議論の整理

アメリカにおいて、敵対的企業買収に対して各会社レベルでの対抗策が一般化し、それが司法上も認められるに至った事情を改めて整理すると、次のように実態面での事情、および政治面での事情を挙げることができよう。

(1) 実態面での事情

実態レベルの問題としては、敵対的企業買収は、場合によっては個別の会社にとって破壊的な効果を伴っており、かつ社会的にも好ましくならぬ効果をもたらし得るとの認識がなされるようになったことが挙げられる。⁽¹⁾ ここにいう「破壊的」とは、標的会社、およびその株主にとって利益にならず、かつその他の会社関係者（stakeholder）に対しても利益にならない（標的会社から買収者に対して純粋な利益移転が起こるのみである）ことを意味する。

そもそもアメリカにおいては、敵対的企業買収が本格的に行われるようになった一九七〇年代以降、少なからずその効用が説かれ、理論的にもそれが基礎づけられるという状況にあった。⁽²⁾ むろん、そのような（標的会社、株主はもちろんのこと、その他の会社関係者の観点からも望ましい）敵対的企業買収が少なからず存在したことも事実であり、この方向での議論を直ちに否定すべきではない。

だが、一九八〇年代以降、明らかに破壊的な効果を伴う敵対的企業買収が見られるようになったことは、これに対する何らかの対抗策が必要であるとの認識を共有させるに至った。そして理論的レベルでも、取締役の利益相反

的地位についても配慮した上で、その対抗策の正当性を基礎づけるだけの議論が存在していた⁽³⁾。このような対抗策に対する一般的な認識の共有と、これを支える議論の存在が、一九八〇年代のアメリカにおける「Treadway」判決から Unocal 判決へと至る判例の流れを形成したと考えられる⁽⁴⁾。

(2) 政治面での事情

政治レベルの問題としては、以上のような実態に直面した立法府、および政府による対応が、極めて不十分であつたことが挙げられよう。

有権者の圧力がかかりやすかつた州のレベルにおいては、かなり早い段階から反企業買収法が制定されるようになっていたが（それでもデラウェア州に関しては、なかなか立法がなされなかつた⁽⁵⁾）、連邦議会では目に見える形での対処はなされず、SECは敵対的企業買収に対して肯定的な方向性を示していた⁽⁶⁾。加えて連邦最高裁は、各州のいわゆる「第一世代」の反企業買収法を違憲としてその効力を否定したことから⁽⁷⁾、一九八〇年代前半には、政治レベルでの対応を期待することが困難となつた。

このような状況は、各会社レベルでの対応を不可避なものとした。そして、この問題に対する解答を与えることが可能であつたのは、唯一裁判所のみであるという状況が生じたのである。一九八〇年代半ば以降のデラウェア州最高裁が、敵対的企業買収に直面した標的会社の取締役がとりうる対抗策について、積極的な法創造活動を行ったことは、以上のような状況に規定づけられていたと考えられるだろう。

(3) 小 括

一九八〇年代のアメリカにおける敵対的企業買収熱と、その対抗策に関する経験につき、これを過度に単純化するものは極めて危険であるが、それを認識した上であえて要約するならば、次のようにまとめることができるのではないか。

- ① 敵対的企業買収の中には、標的会社（およびその株主）に対してのみならず、その他の会社関係者に対しても、破壊的效果を持つものが存在する。
- ② 敵対的企業買収の対抗策については、取締役の利益相反が問題となりうるが、一定の場合には以上の破壊的效果を回避するために取締役の判断の尊重される場合があり、これは理論的にも基礎づけ可能である。
- ③ 敵対的企業買収に対して、立法、行政レベルでの対応が十分ではない場合、各会社レベルでの対応をとらざるを得ず、そして司法レベルにその評価が期待されることとなる。

二 わが国への示唆

(1) 序

さて、一九六〇年代から八〇年代にかけてのアメリカと現在のわが国とを比較した場合、当然のことながら、状況においてかなり異なる面がある。したがって、以上のアメリカに関する議論を無批判に受容することは、言うまでもなく慎むべきことである。しかし、今日のわが国の現状や理論状況を相対化するうえで、以上の議論が参考になることは言うまでもない。そこで、以上の検討を手がかりとして、現在のわが国にいかなる示唆を得ることができらるかにつき考えてみることにしたい。

なお、アメリカの議論を参考するにあたって、アメリカの制度に関する次の点に注意すべきである。⁽⁸⁾ すなわちアメリカでは、しばしば企業買収が二段階の取引から構成され、その第二段階においては少数株主の締め出しが可能となっていたということである。そして、アメリカにおける反企業買収に関する議論は、少なからずこの第二段階の取引を射程に置いてきた。したがって、少数株主の締め出しが困難なわが国において、アメリカの議論と同様の枠組みで議論を展開してよいかどうかについては、なお検討の必要などころである。少なくとも、アメリカにおい

ては、締め出し合併が可能であることを前提に攻撃側（企業買収者）に傾いた規制バランスにつき、これを防御側（標的会社経営者）に戻そうとする要請が働き得るが、現時点でのわが国では必ずしもこのような要請は強くない。この点は、對抗策を認める解釈論に対して、これを抑制する方向で働くべき要素であろう。

(2) 実態面での前提

① わが国において、各会社レベルでの敵対的企業買収に対する對抗策の適法性が認められるには、やはりそこで想定される企業買収に破壊的要素の存することが前提となろう。すなわち当該對抗策が、標的会社、その株主、ひいては会社関係者にとって利益にならない企業買収（すなわち、買収者に対する単なる利益移転にすぎない企業買収）に備えるものであることが必要であると考えられる。⁽⁹⁾なぜなら、理論的研究からも周知なものとなっているとおり、敵対的企業買収それ自体は、会社支配権市場を通じて非効率な経営者を淘汰し、株主利益を向上させるといふ側面も有するものであって、⁽¹⁰⁾ア prioriに對抗策が肯定されるべきものではないからである。

ところで、そもそもわが国において、以上のような破壊的要素を有する敵対的企業買収が起こることを想定できるのかどうかは疑問もありうる。だが、すでに「一 はじめに」において述べたように、株式相互保有が急速に解消され、以前のような金融機関を中心とした安定株主が揺らいでいること、あるいは機関投資家の投資行動に変化が見られることなどに鑑みれば、従前より敵対的企業買収を仕掛けやすい状況になっていることは論を待たない。また、バブル期にしばしば見られたグリーンメール⁽¹¹⁾などは、企業買収目的の存するものではないが、いかなる意味においても標的会社、ないしはその株主にとって利益のあるものではなく、株式買い占め者が圧力をもって標的会社から自らへ利益移転を要求するものにほかならない。したがって、このような行為については、破壊的な要素を有するものと言っても良いように思われる。

② その他、標的会社の株主の利益になるが、その他の会社関係者（とりわけ従業員が問題となる）にとっては利

益にならない企業買収が仕掛けられた場合に、果たして対抗策を講じることが可能かどうかは問題である。この点、株主利益に優先してもっぱら会社関係者の利益を優先する形で対抗策を講ずることは、取締役の善管注意義務、ないし忠実義務の観点から、その適法性に対する疑義を生ぜしめることになるだろう。

だが、株主の利益に付随して会社関係者の利益を考慮することは、アメリカの経験でも認められているところである。⁽¹³⁾ また、いくら終身雇用制を中心としたわが国の雇用構造が変化しているとはいえ、現時点で完全に従業員共同体的な性格がわが国の企業から消滅したとも考えにくい。⁽¹⁴⁾ そうであるならば、少なくとも「現時点において」、株主利益と「並列的」に、その他の会社関係者の利益を勘案することまでも取締役の善管注意義務、忠実義務の内容として否定することは妥当ではないようにも思われる。⁽¹⁵⁾ また、公益性の強い事業会社の場合に関しては、経営判断の内容として、会社関係者の利益を保護することの正当性を認めやすいかもしれない。⁽¹⁶⁾

(2) 判断枠組みの設定

① では、かりに対抗策を講じることが可能であった場合、裁判所としてはどのような判断枠組みに従って、その適法性を判断すべきか。

わが国の場合、会社の支配権争奪が問題となる局面において、取締役がこれに影響を及ぼすための手段は極めて限定されている。現行法上、ほぼ唯一に近い利用可能な手段は、第三者割当の方法による新株発行（場合によっては、同様の方法による新株予約権の発行）だけであろう（商法二八〇条ノ二、二八〇条ノ二〇）。このような新株発行の適法性について、わが国の裁判所が有している判断枠組みは、周知のとおり、いわゆる主要目的ルールである。⁽¹⁷⁾ すなわち、資金調達目的等の正当な目的となっていれば、当該新株発行は適法であるが（著しく不公正な方法による新株発行ではない）、他方、支配権に影響を与える目的が主要な目的となっていれば、著しく不公正な方法による新株発行として、差止事由にあたりとされてきたのである（商法二八〇条ノ一〇）。⁽¹⁸⁾ これには、ちょうど

一九六〇年代後半から七〇年代にかけてのアメリカの議論との共通性を見出すことができよう。

② しかしながら、すでにアメリカに関する議論の紹介でも見たとおり、かりに敵対的企業買収に対する對抗策の可否を問題とする場合、以上の枠組みでは十分な対応ができない。その理由は、以下のとおりである。

I そもそも新株発行の場合を前提とする今までの議論を、それ以外の方法による對抗策にも当然に妥当させてよいかどうかは検討しておく必要がある。たとえば、わが国でも新株予約権を用いたポイズン・ピルが開発されても、⁽¹⁹⁾これが従来の新株発行における主要目的ルールで判断されるとすると、支配権に影響を与える目的での行為は適法とされないから、⁽²⁰⁾およそ対抗策は認められないことになる。⁽²¹⁾

II Iにおいて、かりに支配権に影響を与える取締役の行為につき適法とする余地を認めたとしても、それだけでは取締役の利益相反の問題には対処できない。この問題を取り込んで議論をするためには、主要目的ルールの中身をより精緻にする必要がある。

③ ②に示した議論を見ただけでも、わが国における理論に課せられた課題が明らかになる。まず、新株発行以外の局面で、どこまで主要目的ルールが妥当し、主要目的ルールにおいて適法とされる「主要目的」の内容の精緻化をいかに図っていくのか。さらに、その精緻化の中で、取締役の利益相反の問題にはどう対処するのか。この点についての私見としては、さしあたり次のように考えてみたい。

I まず、主要目的ルールは、新株発行以外の對抗策の場合でも妥当しうる。これは、敵対的企業買収に直面した取締役は、種々の利益を考量した上で對抗策を打つことが求められる以上、事後的にこれを評価する場合でも、複数の利害を考量できる枠組みが必要だからである。

そして主要目的の精緻化という観点からは、對抗策にも主要目的ルールを適用することを認める以上、少なくとも資金調達目的があれば適法、支配権に影響を与える目的があれば不正という、根拠の薄弱な解釈は放棄すべき

である。そして、支配権に影響を与える目的が主要目的となっている場合であっても公正な新株発行となるべき場合を認めるべきであって、その場合には対抗策がさらに究極的に保護しようとしている利益の妥当性について検討する必要があるだろう。

II このIに述べた「保護しようとしている利益の妥当性」の検討を行うにあたって注意すべきなのは、当該新株発行が会社支配のあり方の決定という高度な経営判断にかかわる事項であると同時に、取締役の利益相反の問題も包含しているという点である。⁽²²⁾つまり、裁判所は取締役の利益相反の問題に対処する必要があるが、これと同時に取締役の判断の妥当性を評価するという極めて困難な任務が伴っているのである。

その意味において、前節「三 企業買収熱とその対応」において紹介したUnocal判決が、「破壊的」な企業買収に直面し、もしくは直面するおそれがあること（これに対処すべき「必要性」の要件）、そしてその対応方法が当該企業買収から株主や会社関係者を保護するのに相当なものであることといった要件（「相当性」の要件）を課すことを前提に（これらの要件の判断に関しても、社外取締役の存在する取締役会で判断されたこと等、手続要件が重要視される）、経営判断原則の適用を認めて対処したのは極めて理由のあることだといえるだろう。なぜなら当該基準は、取締役の利益相反の問題、および裁判所の判断能力の限界を明確に認識して、手続の面に着目することを目的としていると考えられるからである。そのことによつて、以上の高度な経営判断を尊重するという要請と、取締役の利益相反については裁判所が厳格に対処すべきであるとの要請を、かろうじて調整しているものと考えられよう。

このような相反する要請を取り込むべき必要があること自体は、わが国において同様の状況に直面した場合でも変わらないものと考えられる。したがって、基本的には前記の必要性和相当性の観点を手続の面から評価し、その上で講じられた取締役による対抗策については保護を与えるという可能性もありうるものと考ええる。もつとも、わが国における特殊な事情として、次の二点には留意する必要がある。まず第一に、新株予約権の有利発行の方法に

より対抗策が講じられる場合（いわゆるポイズン・ピルのな対抗策が講じられる場合）、これには株主総会特別決議を経る必要がある（商法二八〇条ノ二第一項）。したがって取締役の利益相反に関する問題については、株主の承認を得ていることで解決されていると見ることも可能であり、その意味では必要性要件、ないし相当性要件の判断を緩やかに解する可能性もありうるだろう（とりわけ後者の判断に影響するものと考えられようか⁽²³⁾）。第二に、わが国の制度上、社外取締役の選任は、重要財産委員会を設置する大会社において一名、委員会等設置会社である大会社において、辛うじて各委員会の過半数が義務づけられるにとどまる（商法特例法一条の三第一項、二二条の八第四項但書）。したがって、必要性要件、ないし相当性要件の判断において、ただちに手続面に着目することを可能にする状況にはないともいえる。その意味では、各会社が自主的に多数の利害関係なき社外取締役を選任し、利益相反を排除するための特別な手続を用意すれば格別、さもなくば裁判所が実質的な判断を強いられる可能性はなお存在しているし、現にそうせざるを得ないともいえる。

(3) 立法府による対応

破壊的な要素を有する企業買収が一般化し、標的会社、株主、あるいは会社関係者の利益を著しく損なうような現象がしばしば見られるようになった場合、政治レベルでの対応（反企業買収法の制定）⁽²⁴⁾がなされることも考えられる。このような反企業買収法が制定された場合（そして、当該立法の実効性が確保されている場合）、個別の会社レベルでの対抗策の適法性に対して、何らかの解釈上の影響を及ぼすだろうか。

抽象的に考えた場合、立法で各会社社に対抗手段が与えられているときに、それを越えて（ないしは、それに加えて）、なお各会社レベルで独自の対抗策を講ずることは、法の趣旨から許されないとする解釈もありうるかもしれない。しかし、各会社がありうべき敵対的企業買収をどのように予想し、そしてこれにどのように対応するかについては、そもそも個別の会社の事情に依存するものであるから、各会社の自治に任されるべき問題であろう。そう

であるならば、かりに反企業買収法が制定されたとしても、各会社レベルでの対抗策が許されないとする必要はないものと考ええる。

- (1) 〔三〕 企業買収熟とその対応」(1)参照。
- (2) 〔二〕 企業買収熟前夜」(2)、および「三 企業買収熟とその対応」(2)①参照。
- (3) 〔三〕 企業買収熟とその対応」(2)②参照。
- (4) 〔三〕 企業買収熟とその対応」(2)参照。
- (5) 実質は、デラウェア州において反企業買収法が制定されるに至るのは、第二世代の反企業買収法が連邦最高裁においてその合憲性が承認された一九八七年より後のことである。このデラウェア州における政治状況に関しては、M.J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners* 158-60, 163-67 (1994) に詳しく。
- (6) 〔三〕 企業買収熟とその対応」(2)参照。
- (7) 〔三〕 企業買収熟とその対応」(2)参照。
- (8) この点の議論について、中東正文「アメリカにおける締め出し合併とテイクオーバー（四・完）」名古屋大学法政論集一四〇号四六四頁以下参照（一九九二）、および「三 企業買収熟とその対応」注（４）参照。
- (9) 中東は、反企業買収法に関して、アメリカにおける締め出し合併が可能であることを前提に、攻撃側に傾いた規制バランスを防御側に戻そうとするものだと評価している。極めて鋭い指摘であり、傾聴に値する意見であろう（中東・前掲注（８）四六六〜四六七頁）。
- (10) その意味において、かつて一九六〇年代から七〇年代にかけての資本自由化期のわが国に見られたように、単に外資による買収を防ぐ、というだけでは理由として十分ではないと考えられる。
- (11) 〔二〕 企業買収熟前夜」(2)、および「三 企業買収熟とその対応」(2)参照。
- (12) わが国においてバブル期に見られたグリーンメールとは、株式を市場で買い占めた後に、高値で市場で売却するか、あるいは取得株式の会社関係者に高値買収を要求するものであった。この点につき、江頭憲治郎・結合企業法の立法と解釈二二五頁（一九九五）。
- (13) 〔三〕 企業買収熟とその対応」(2)②参照。
- (14) この点に関しては、伊丹敬之「日本企業の『人本主義』システム」今井賢一・小宮隆太郎編・日本の企業四九頁以下（一九八九）参照。
- (15) この点と関連して、「一 はじめに」注（10）参照。また、最大判昭和四五・六・二四民集二四卷六号六二五頁（八幡製鉄政治献金事件）も参照。
- (16) このような公益性は、業法の問題として対処すればよいとの考え方も成り立ち得るが、その規制がどうしても画一的なものになりがちである

る以上(たとえば、放送法五二条の八に見られるような一般放送事業者に対する外国人の特株比率の規制を参照)、取締役の善管注意義務(経営判断)の内容として標的に評価していく(状況に応じた柔軟な判断を可能にする)余地はあっても良いようにも思われる。

(17) たとえば、東京地決平成元・七・二五判時一三一七号二八頁、東京地決平成元・九・五判時一三二三号四八頁等参照。

(18) 詳しくは、吉本健一「新株の発行と株主の支配的利益」判タ六五八号三九頁(一九八八)参照。

なお、わが国の学説では、主要目的のルールに依拠する考え方のほかに、次のような有力な考え方がある。すなわち支配権争奪の局面においては、機関権限分配秩序の観点から、これに影響を与えるような新株発行を行ってはならないとする考え方である(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頁(一九七八)、洲崎博史「不公正な新株発行とその規制(一・完)」民商九四巻六号七二二〜七二三頁(一九八六)、川浜昇「株式会社の支配権争奪と取締役の行動の規制(一)」民商九五巻二号一七〇頁以下(一九八七)等参照)。

(19) この点につき、江頭憲治郎ほか「座談会」新株予約権・種類株式をめぐる実務対応(上)(武井一浩発言、前田雅弘発言、江頭憲治郎発言、原田晃治発言)商事法務一六二八号二九〜三二頁(二〇〇二)のほか、江頭憲治郎・株式会社・有限会社法(第二版)六〇五頁注(4)(二〇〇二)参照。

(20) 新株発行に関するわが国の議論は、資金調達目的を当然に正当な目的とし、支配権に影響を与える目的を当然に不正としてきたため、この点の議論の蓄積が深められていない。かつて、パブル期の株式買い占めに対抗する新株発行につき、裁判所も資金調達目的をいわば技巧的に用いて結果としてその対抗策を認めてきたのは(江頭憲治郎・前掲注(19)五七五頁)、まさに議論の蓄積の浅さゆえだと考えられる。この点に関しては、拙稿「取締役の新株発行権限(一)」法協一一四巻四号四五九頁以下(一九九七)も参照。

(21) 過度に資金調達目的に傾斜しているわが国の主要目的のルールは、新株予約権の局面ではそのままの形で機能しにくい。この点に鑑みて、新株予約権の差止(商法二八〇条ノ三九第四項、二八〇条ノ一〇)において、資金調達目的を問題としない旨明言する学説もある(神田秀樹・会社法(第三版)二二三頁(二〇〇二))。

(22) この点は、会社組織の再編にかかわる決定一般に妥当することである。合併等のいわゆる組織法的な決定であれば、取締役会の判断のみならず株主総会の判断が加わるため、この点の問題が顕在化しにくい、新株発行が取締役会限りで行われる限りはこの点は決定的な問題として浮かび上がることとなる。この点に関しては、J.H. Choper, J.C. Coffee & R.J. Gilson, *Cases and Materials on Corporations*, 5th ed. 915-17 (2000) も参照。

(23) もっとも、株主総会特別決議を経たからといって、ただちに新株予約権が発行されるとは限らない(商法二八〇条ノ二第二項)。したがって、新株予約権発行の時点でなお取締役の裁量が働く余地はあり、その裁量の余地が大きければ大きいほど、必要性要件、ないし相当性要件の判断は厳格に行うべき要請が高まることになるだろう。

(24) 徳本様は、伝統的な会社法理論では会社支配が実質的な会社所有者である株主に基礎づけられており、解釈論として会社関係者の利益を考慮するという方向性が困難であることから、当該利益を考慮可能とする方向での立法論的な解決を示唆する(徳本様・敵対的企業買収の法理論一四九頁以下(二〇〇〇)参照)。