

## 論文の内容の要旨

論文題目 友好的買収の場面における取締役に対する規律

氏 名 白井 正和

1. 本論文は、わが国ではこれまでほとんど注目されることがなかった支配・従属関係のない当事者間の友好的買収の場면을対象として、買収対象会社の取締役に対するあるべき規律づけの仕組みについて検討するものである。本論文は、友好的買収の場面では、たとえ支配・従属関係のない当事者間で行われたものであっても、買収対象会社の株主と取締役との間には潜在的な利益相反問題が存在することを指摘する。そのうえで、こうした問題に対処し、買収対象会社の取締役の行為を規律するための仕組みとしては、同社の株主による最終的な判断権限の行使を通じた仕組みと、裁判所による事後的な介入を通じた仕組みとが考えられる。そこで、本論文は、その実効性という観点から、これらの規律づけの仕組みの現状と問題点を指摘したうえで、米国の判例法理や学説上の議論から示唆を得ることで、指摘した問題点を克服するための解釈論または立法論に基づく提言を行うことを目的とする。

2. 近年ではわが国でも企業買収は大幅に増加する傾向にあり、その大部分は友好的な企業買収である。この友好的買収の場면을買収対象会社における判断権限の分配という観点から捉えれば、同場面では、買収条件をめぐる交渉は取締役に一任されており、株主は取締役によって形成された買収条件を受け入れるか否かの判断しかできないことが分かる。

すなわち、買収対象会社の取締役には強力な権限が与えられていると評価できる。こうした強力な権限は、取締役が会社から与えられた権限を最大限活用し、株主の最善の利益に合致するように行動していると評価できるのであれば、問題なく正当化することが可能である。しかしながら、現実には、友好的買収の場面では買収対象会社の株主と取締役との間に潜在的な利益相反問題が存在することが、最近の米国の理論・実証の両面にわたる研究によって明らかにされている。そこでは、株主に代わり買収者と交渉を行う取締役が、買収後の会社における役職の提供や退職金の増額などの私的利益を受ける見返りに、買収条件の交渉において買収者に譲歩したり、低い買収価格を提示する買収者を選択したりする危険性が広く認識され始めているのである。そして、こうした取締役の自己利益の追求は、株主の利益よりも自らの利益を優先したいと考える不忠実な取締役だけが行うわけではなく、自己利益の追求行為が株主の利益になると誤って信じてしまうことで、株主の利益を害する意図はないにもかかわらず、株主の利益を害する行動をとっている可能性もあると指摘されている。ここで視点をわが国に戻すと、以上の米国の研究が指摘する利害状況の分析は、わが国の友好的買収の場面における買収対象会社の株主と取締役との間の関係にも同様に妥当する可能性は高い。むしろ、わが国では、米国の事例以上に、取締役が自らの利益を追求する行為を誤って正当化してしまっている可能性すら存在しうる。

こうした問題を認識したうえで、それでも買収対象会社の取締役に強力な権限を与えるわが国の現状を正当化するためには、友好的買収の場面では、何らかの方法で、買収対象会社の取締役に対する十分な規律づけが確保されていると評価できることが必要である。そこで、次に、わが国の友好的買収の場面における買収対象会社の取締役に対する規律づけは、株主の利益を確保するために十分なものと評価できるかが問題となる。そして、この問題に対する本論文の結論は、わが国の現行の法制度の下では、友好的買収の場面における買収対象会社の取締役に対する規律づけは、きわめて不足しているといわざるをえないというものである。友好的買収の場面において買収対象会社の取締役を規律するための手段として、まずは株主による最終的な判断権限の行使を通じた仕組みが考えられるが、第三者割当増資による買収の場面では権限行使の機会が与えられないこと、強力な取引保護条項を締結することで権限を実質的に制限できること、株主の合理的無関心やただ乗り問題といった集合行為問題が存在することを考慮すれば、株主の権限行使を通じた規律づけは、それだけでは十分とはいえない。また、裁判所の事後的な介入を通じた規律づけの仕組みについても、わが国では、取締役の行為の差止め、友好的買収の無効、損害賠償責任の追及の大きく三つの介入の手段が考えられるが、取締役の行為を規律するための審査基準が確立されておらず、また、以上の手段が買収対象会社の株主にとって非常に利用しにくいものであるために、いずれについても規律づけの仕組みとして十分に機能しているとは評価できない。

このように、友好的買収の場面では、買収対象会社の株主と取締役との間に潜在的な利益相反問題が存在するにもかかわらず、わが国では買収対象会社の取締役に対する規律づ

けがきわめて不足しているというのが、本論文の端的な問題意識である。そして、こうした問題意識に基づき、本論文は、友好的買収の場面における買収対象会社の取締役に対するあるべき規律づけの仕組みを模索することを目的として、企業買収に関する歴史が古く取引事例も豊富な米国において、買収対象会社の取締役に対して実現されている規律づけの仕組みについて考察を試みる。

### 3. 米国法に対する考察の結果として、次の点を指摘することができる。

まず、米国の友好的買収の場面では、取締役に対する規律づけの確保という観点から、買収の是非をめぐる買収対象会社の株主の最終的な判断権限は十分に確保される必要があると考えられている。

また、裁判所による事後的な介入を通じた規律づけの仕組みに関しては、複数の審査基準（完全な公正の基準、レブロン基準、経営判断原則（ただし、取引保護条項に関してはユノカル基準）という大きく三種類の審査基準）が併用されている点で特徴的である。そして、こうした複数の審査基準の併用は、米国の友好的買収の場面では、買収対象会社の株主にもたらされる利益が最大のものとなるように、次の三つの考慮要素に基づいて訴訟において問題となっている事案を類型化し、類型化された事案ごとに、裁判所が買収対象会社の取締役の行為に介入するレベルを選択していることの表れであると理解できる。その考慮要素とは、①当該事案における買収対象会社の株主と取締役との間の利益相反性の強弱に基づくもの、②当該事案において、情報優位の立場にある買収対象会社の取締役に広い裁量を認めることで、買収対象会社の株主が享受できる利益の大小に基づくもの、③訴訟における審査の対象が、株主による最終的な判断権限の行使を通じた取締役に対する規律づけの実効性を損ないうる程度の大小に基づくものである。また、米国では、裁判所による介入の手段としては、買収が完成する前の段階における取締役の行為に対する差止めが主に利用されているが、その理由としては、取締役の信認義務違反を根拠に取引保護条項の法的効力を争うことを可能にする判例法理の存在と、取締役の損害賠償責任を事前に免除することを認める制定法の存在を指摘することができる。

4. 最後に、本論文は、以上の米国法からの示唆を踏まえ、株主の最終的な判断権限の確保という観点、および、取締役の行為の差止めを通じた裁判所による事後的な介入の実現という観点を軸として、わが国の友好的買収の場面において、買収対象会社の取締役に対する規律づけを実現するための解釈論・立法論を試みる。

まず、買収対象会社の株主の最終的な判断権限を確保するという観点からは、会社の支配関係の変更を伴う第三者割当増資の場面においても、発行会社の株主に判断機会を与える必要があると評価し、そのための具体的な方法について検討を試みる。

次に、取締役の行為の差止めを通じた裁判所による事後的な介入を実現するという観点からは、友好的買収の場面における買収対象会社の取締役の善管注意義務・忠実義務に関

する審査基準について検討するとともに、組織再編、事業譲渡、第三者割当増資といった友好的買収の場面ごとに、買収対象会社の取締役の行為の差止めを通じた規律づけを実現するうえで、現在障害となっている問題を克服するための解釈論または立法論を試みる。まず、審査基準については、わが国の友好的買収の場面における買収対象会社の取締役の善管注意義務・忠実義務違反の有無を判断するにあたり、原則としては、現実の具体的状況の中で、取締役の行為が合理的なものであったと評価できるかどうかを基準としたうえで、米国法からの示唆を踏まえて、米国における審査基準の背後にある上記①から③までの三つの考慮要素に基づいて、裁判所が取締役の行為に介入するレベルを調整していくことが適切であると考えます。また、取締役の善管注意義務・忠実義務違反を理由とした取締役の行為の差止めを可能にするために、合併や株式交換・株式移転による友好的買収の場面では、立法論や解釈論によって株主が被る不利益を要件とした差止請求権を株主に付与すべきであることを、また、会社の支配関係の変更を伴う第三者割当増資の場面では、発行会社の取締役の善管注意義務・忠実義務違反についても、不公正発行を根拠づける事実として評価すべきであることを提案する。さらに、取引保護条項の法的効力についても、当該条項が株主の議決権を侵害するとまで評価できるような場面では強行法規違反等を理由として、そこまでは評価できない場面であっても、当該条項を締結した取締役に善管注意義務・忠実義務違反が認められ、かつ、買収対象会社の株主の利益保護の要請が買収者の契約上の合理的期待の保護の要請よりも優先すると評価できる場合には、信義則などの一般条項に違反することを理由として、当該条項の法的効力を否定・制限することが適切と考えます。