

【別紙 2】

審査の結果の要旨

氏名 白井 正和

本論文は、支配・従属関係のない株式会社間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のあり方を明らかにしようとするものである。

近年、我が国においても、企業買収は大幅に増加する傾向にあるが、敵対的買収に対する防衛策の実施など取締役と株主との間の利益相反関係を比較的容易に認識できる場面とは異なり、MBO（Management Buy Out. 経営者が株式を取得することによる買収）以外の利益相反関係が顕著であるとまではいえない友好的買収の場面については、買収対象会社の取締役に対する規律づけの議論は、従来十分には行われてこなかった。しかし、例えば、友好的買収の場面において、買収対象会社の取締役は、株主の利益のために行使すべき買収対象会社の交渉力を利用して、買収成立後の会社における役職の確保や、何らかの報酬関連の利益の確保などの形で、本来は株主が享受すべき利益の一部を自らの手中に収めてしまう可能性が存在する。わが国では、取締役が株主の利益を図るという規範が実務上必ずしも確立しているとはいえないことや、社外取締役が少ないという現実を考慮すれば、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潜在的な利益相反問題は深刻である。このような問題意識から、この問題についての議論が先行している米国における判例・学説・実務の展開を詳細に分析し、これにより得られた示唆に基づきわが国における問題解決のあり方を提示している。

本論文の第1章においては、わが国の友好的買収の場面における潜在的な利益相反問題への対処の現状を確認し、問題点を洗い出している。株主総会決議などの株主の最終的な判断権限の行使を通じた規律づけの仕組みと、差止めや損害賠償などの裁判所などの買収対象会社の外部の仕組みを通じた規律づけのいずれについても、十分に機能しているとはいえず、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、全体として著しく不足しているとする。

第2章では、友好的買収の場面における買収対象会社の取締役の潜在的な利益相反問題に対処する米国デラウェア州会社法の枠組みについて論じている。デラウェア州会社法の下においては、潜在的な利益相反問題に対処するための取締役に対する規律づけの仕組みとしては、株主の最終的な判断権限の行使によるものと、裁判所による取締役の信認義務（fiduciary duty）の解釈を通じたものの大きく二つが存在するが、後者による規律づけが有効に機能しているとして、その全貌を明らかにする。

米国の友好的買収の場面における信認義務に基づく司法審査の基準としては、取締役の経済的な利害関係が取締役会の判断の独立性に重大な影響を与えていると評価できる場合

に適用される完全な公正の基準（公正さについて厳しい司法審査が行われる）、会社が自らの売却や会社支配権の移転を伴う取引に着手する場面において適用されるレブロン基準（取締役は競売人として買収対価を最大にすることを義務づけられ、この義務の遵守についての司法審査が行われる）、及び以上の審査基準が適用されない場面において適用される経営判断原則（取締役の裁量が尊重される）がある。また、最近では、経営判断原則が適用される場面であっても、取引保護条項（買収者と買収対象会社との間で合意される、買収対象会社が他の者と買収交渉することを禁止・制限する条項）を締結した取締役の信認義務違反の有無が問題となる場合には、ユノカル基準（取締役の行為の相当性について司法審査が行われる）を適用するという新たな判断枠組みが試みられている。これらの審査基準は、類型化された事案ごとに、買収対象会社の株主にもたらされる利益が最大となるように、裁判所による介入のレベルを調整したものと理解することができるが、いずれを適用するか決定においては、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関係が認められることから、株主の利益を守るために、広範な裁量を与えられた取締役に対して何らかの規律づけを実現する必要があるという考え方と、会社には株式市場からは十分に認識できない隠れた価値が存在することを前提に、友好的買収の場面では情報優位の立場にある買収対象会社の取締役に広範な裁量を認めることによって、株主へのより多くの利益の帰属が可能になるという考え方が調整されていると評価できるとする。

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に、株主が裁判所に対して求めることのできる救済の手段としては、裁判所による取締役の行為に対する差止めを通じた規律づけが重要な役割を担っており、この点が、米国の特徴であるとする。

第3章では、第2章で検討した米国法における取締役に対する規律づけの枠組みから得られた示唆に基づいて、わが国における解釈論または立法論による具体的な解決策を提示する。

問題となっている友好的買収の事案ごとに、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、②当該事案における株主の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の強弱、③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といった三つの考慮要素を勘案しながら、取締役の行為の合理性を判断していくことが望ましいとし、この考え方を盛り込んだ具体的な解釈論・立法論を試みる。まず、組織再編の場面のうち、合併や株式交換・株式移転の場面では、基本的には立法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ることが望ましいが、現行法の枠内でも、取締役の行為が会社の利害を通すことなく直接に株主の利害に影響を与えるという場面の特殊性を重視することで、株主の損害をもって会社法360条の違法行為差止請求権における会社の損害を認定することにより、同請求権の行使を解釈上可能と解する余地はあるとする。次に、大規模な第三者割当増資が行われようとしている場面では、会

社の損害が問題となる場合には違法行為の差止請求権を、株主の損害が問題となる場合には募集株式の発行等の差止請求権を利用することが考えられるが、後者の場合において株主が募集株式の発行等の差止請求権を現実に利用できるようにするために、主要目的ルールに基づく従来の不公正発行規制とは別の枠組みとして、大規模な第三者割当増資が問題となる場面における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とする。さらに、取引保護条項の法的効力についても、取引保護条項が株主の議決権を侵害してい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、また、そこまでは評価できない場面であっても、取引保護条項を締結した買収対象会社の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べきであ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根拠として、取引保護条項の法的効力を否定・制限すべきであるとする。

以上が本論文の要旨である。

本論文の長所としては、次の点が挙げられる。

第一に、従来研究が手薄であった友好的買収における取締役に対する規律づけについて、わが国ではじめて包括的に問題を分析するとともに、その解決策を提示したという点が挙げられる。わが国では、企業買収の法的規律に関する研究では、主として敵対的買収に対する買収対象会社における買収防衛策に焦点が当てられてきた。また、友好的買収の方法のうち第三者割当増資については判例も多いことなどから研究の蓄積があるが、問題の性質上新株発行の規律という観点からの検討に偏り、取締役に対する規律づけという観点からの研究は十分とは言い難かった。合併その他の組織再編行為についても、合併の公正さの確保という観点からの研究は行われてきたが、これについても親子会社関係など支配従属関係にある会社間の合併等に焦点が当てられていた。友好的買収における株主と取締役との間の潜在的な利益相反に起因する株主の利益を侵害する取締役の行為の規制についての研究としては、取引保護条項についての米国の法的紹介的な議論など断片的なものが見られるにとどまっている。このような状況において、本論文は取締役に対する規律づけのあり方について包括的な理論的枠組みを提示したという点において革新的な成果を示したものであることができる。

第二に、本論文の中で大きな割合を占める米国の法的分析において、関連する米国の判例・学説・実務を網羅的に調査し、これを課題に即して整理することにより米国の法的問題解決の枠組みを明らかにしており、課題に関する米国の法的全貌をわが国の学界に提示することに成功しているという点が挙げられる。企業買収に関する米国の法的研究はわが国でも枚挙に遑がないが、友好的買収における取締役の利益相反という観点からの米国の法的研究は、本論文で扱う問題点の一部についての断片的なものを除けばほとんど見られなかった。また、

本論文が分析するレブロン基準やユノカル基準など米国の司法審査の基準については、それぞれ多くの紹介や分析は存在するが、友好的買収に即してその基準がもつ機能について詳細に分析したものは従来見られなかった。さらに、判例のみならず、最新の研究者の研究成果も反映されていることにより、米国の分析の深みを増している。今後わが国でも友好的買収の規律のあり方は学界・実務界で本格的に議論されることになるであろうが、本論文はそのような議論の基礎を提供する必須の参考文献となると考えられる。

第三に、本論文はその記述がきわめて平明であり論旨も明瞭であることがあげられる。本論文の課題について、関連する米国の膨大な文献・資料を課題に即して整理することは至難の作業であるが、本論文ではそれに成功している。また、わが国の判例・学説・実務についても、同様にわかりやすく問題点を整理した上で、自説の展開が試みられており、全体としてきわめて読みやすい論文となっている。

もとより、本論文にも短所がないわけではない。

第一に、きわめて詳細な米国の分析の部分と比較して、わが国における解釈論及び立法論の考察の部分は、いまだ厚みに欠けるという点が挙げられる。米国の採っている解決の枠組みを基本的には参考にしつつ、わが国の会社法に即した修正も示唆するが、例えば、上記のレブロン基準が適用されるべきであるのはどのような場合かなどの論述については、なお議論の余地があり、説得力をもつ自説の展開にはなお突っ込んだ考察がされるべきである。

第二に、米国の問題解決を参考にわが国における問題解決のあり方を論じようとしているが、米国の問題解決をわが国で参考にすることに当たって留意すべき点の検討が必ずしも万全とはいえないという点が挙げられる。例えば、わが国でも問題解決のために買収の差止めの方法が活用されるべきであるとするが、日米における差止めの手続法及び実体法上の制度的相違により米国での解決をわが国でも実現することができるかの検証はさらに必要であろう。利益相反に対する取締役の行為の規律づけの手段として取締役の信認義務を介して裁判所が司法審査による介入をするという点についても、信認義務概念の更なる掘り下げや、日米における取締役の義務の概念の相違が及ぼす影響の分析などがさらに必要であろう。

第三に、友好的買収の裁判所による差止めを事後的な介入の一つと言っていることなど、用語の使い方に疑問のある箇所が散見されるという点が挙げられる。

本論文には、以上のような問題点がないわけではないが、これらは、長所として述べた本論文の価値を大きく損なうものではない。以上から、本論文は、その筆者が自立した研究者としての高度な研究能力を有することを示すものであることはもとより、学界の発展に大きく貢献する特に優秀な論文であり、本論文は博士（法学）の学位を授与するにふさわしいと判定する。