



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	買収防衛策規制とコーポレートガバナンス法制：英米法規制に対する比較による示唆
Author(s)	巖, 逸文
Citation	北大法政ジャーナル, 20, 95-119
Issue Date	2013-12-16
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/54024
Type	departmental bulletin paper
File Information	No20-4Gen.pdf



買収防衛策規制とコーポレートガバナンス法制

—英米法規制に対する比較による示唆—

げん いつ ぶん
厳 逸 文

目 次

はじめに	97
第一章 アメリカにおける買収防衛策規制とコーポレートガバナンス法制 ...	98
第一節「徹底阻止」ための買収防衛策	98
1. 判例法による「徹底阻止」機能	98
2. シャークリペラント (Shark Repellent)	101
3. まとめ	102
第二節 取締役の保身問題	102
第三節 交渉道具としての買収防衛策	103
1. 「徹底阻止」機能の否定	103
2. 交渉道具への転換	104
第四節 まとめ	106
第二章 イギリスにおける買収防衛策規制とコーポレートガバナンス法制 ...	107
第一節 買収防衛策が禁止されてなかった時期	108
1. 事案の概要及び判決要旨	108
2. この事件についての評価	110
第二節 買収防衛策の禁止	110
1. イギリスにおける独立取締役制度	110
2. 買収防衛策に対する影響	110
第三節 厳格な公開買付け規制	111
1. 強圧性を防止する規制	112
2. 情報開示規制	113
第四節 まとめ	113
第三章 日本への示唆	113
おわりに	114

はじめに

合併等の対価柔軟化等会社法に対する改正に伴い、強圧的な二段階買収と外資による敵対的買収に大きく道を開いた一方、平成13（2001）年の商法改正により創設された新株予約権の制度が、敵対的買収を防衛するための武器として使われるようになった¹。そして、平成17（2005）年に起きたニッポン放送事件²を初めとして、敵対的買収に対抗するための買収防衛策が日本における企業買収の舞台に登場した。その後、日本技術開発事件³、ブルドックスソース事件⁴など一連の買収防衛策の適法性が裁判所で争われた事件を契機として、買収防衛策を重点とする企業買収ルールを整備する要請が高まってきた。そして、日本における買収防衛策規制のあり方を議論するにあたって、イギリスのような自主規制を導入する主張、買収防衛策を禁止する主張、買収防衛策に対する審査基準を発展させる主張などが出てきた。これらは、取締役会による買収防衛策により企業買収を規制するアメリカ型⁵、または、取締役会による買収防衛策を禁止しつつ厳格な公開買付け規制により企業買収を規制するイギリス型⁶を参考とすることで日本の企業買収法制の構築を図る政策論であった。確かに、アメリカ及びイギリスにおいて、企業買収に関する法規制の構築とそれに対する検討はすでに数十年の議論の蓄積があり、両国における法制度から示唆を得ることは、日本における買収防衛策規制の整備の近道と言える。そして、アメリカとイギリスの法制度を考察すると、同じ法系に属する両国でも、買収防衛策に対する態度が違っている理由は何かという疑問が生じる。そのため、両国における買収防衛策規制が異なる理由を究明すれば、日本にとって、既存の法制度と整合する買収防衛策規制を構築する際に、重要な示唆を与えることになるだろう。

この問題について、買収防衛策規制と公開買付け規制とのバランスの角度から検討するものが多い。くわえて、敵対的買収の場面において、買収者が提示した買収価格が実際の企業価値よりも低

い場合や買収者の買収方法が被買収会社の株主にとって、売却を強制するような強圧性がある場合もある。このような株主の利益を害する敵対的買収を抑制するために、二つのアプローチが考えられる。第一は、買収の成否が、個々の株主が公開買付けに応じるか否かの判断の集積として形成される「株主全体の判断」により決せられるアプローチである。第二は、買収の成否が、防衛策の維持・解除を決定する取締役会の判断により決せられるアプローチである⁷。そして、異なる規制手法ながら、同じような機能を有する公開買付けと買収防衛策間のバランスの側面からみると、アメリカにおいては、公開買付けが非常に自由化された⁸ため、買収防衛策の役割が重視されている一方、イギリスにおいては、公開買付けに対する規制が厳格化されたため、買収防衛策が禁止されている。以上のように、両国における買収防衛策規制が異なっていることを説明することができる。しかしながら、このような説明は両国における買収防衛策規制が異なっている理由の一つに過ぎず、アメリカが公開買付けではなく、買収防衛策のアプローチを重視した理由、及びイギリスが買収防衛策を禁止し、結局、公開買付けのアプローチを採用した理由の説明にはなっていないと思われる。

本稿の課題は、両国における買収防衛策に対して異なる態度を生じさせた理由を究明することによって、日本における買収防衛策規制のあり方について示唆を得ることである。この問題を検討する際に、上述したような公開買付け規制との関係など様々な角度⁹から検討することができる。しかし、本稿では、コーポレートガバナンス法制、特に独立取締役制度との繋がりから検討する。ただし、上述したように、公開買付け規制における違いが両国において異なる買収防衛策規制が形成されたことと密接に関連していることを否定することはできないため、公開買付け規制との関係も含めて検討するものもある。

第一章 アメリカにおける買収防衛策規制とコーポレートガバナンス法制

アメリカの特徴は、買収防衛策につき、制定法による事前の制限が設けられておらず、裁判所の事後審査によって規制されている点にある。そのため、判例の蓄積によって発展してきた判例法理がアメリカにおける買収防衛策規制の中核である。1964年のCheff事件¹⁰を初めとして、敵対的買収に対抗するための買収防衛策の適法性が裁判所で検討されるようになってきた。特に、1980年代後半から1990年代にかけて、敵対的買収が盛んになり、それに呼応する形で買収防衛策の開発も進められた。導入された防衛策の中で、ポイズンピルが最も一般的に利用され続けている。そして、買収防衛策の適法性が問題とされ、数々の判例¹¹が買収防衛策の適法性を検討した。これらの判例の積み重ねによって、取締役会の買収防衛策を行使する権限が認められたとともに、会社法における取締役の信託義務違反を審査するテストである経営判断原則を基礎に、その経営判断原則を適用する前提として一層厳格かつ複雑な審査基準を構築し、それにより買収防衛策の適法性を審査するというのが、アメリカにおける買収防衛策規制の基盤である。そして、表面からみると、判例法を通して形成された審査基準を満たせば、取締役が株主の承認を得ずに、買収防衛策を行使し望ましくない敵対的買収を阻止する強力な権限があることをアメリカにおける買収防衛策規制の核心として捉えることができる。しかしながら、アメリカにおける買収防衛策規制をより慎重に考察すればするほど、一体どのような理由により（買収防衛策に期待する機能）、どこまで買収防衛策が正当化されるか（買収防衛策の限界）という問題について、答えは必ずしも明白ではない。そのため、以下ではアメリカにおける買収防衛策の判例法理に対する理解を深めることによって、アメリカにおける買収防衛策規制の本質を解明することを目指す。

第一節 「徹底阻止」ための買収防衛策

まず、問題になるのは、アメリカにおける買収防衛策規制に対する取締役が買収防衛策を行使し敵対的買収を阻止する強力な権限を持つという印象はどのように生じたかということである。

1. 判例法による「徹底阻止」機能

1980年代後半に起きた幾つかの買収防衛策の適法性に関する判例を考察すれば、買収防衛策が「徹底阻止」の機能を有するという印象がどのように生じたかについて理解することができる。

①Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.,493 A.2d 946 (Del.1985)（以下「Unocal事件」という）

Unocal Corporationの株式を約13%保有するMesa Petroleum Co.は、二段階買収によってUnocalを買収する計画を立てた。その二段階目の買収は、一段階目の公開買付けより不利な条件で、残る株式を買収するものであった。その結果、Mesa Petroleum Co.による買収は、Unocalの株主に第一段階における公開買付けに応じることを事実上強制させるという強圧的な構成がとられた。そして、Unocalの取締役会における14名の取締役のうち過半数を占める8名の独立取締役は、Mesaの買収提案は不当であり拒絶すべきこと、及びUnocalは、Mesaによる公開買付けに対する対抗策として、自己株式の交換買付けを株主に対して実施するべきであることを、それぞれ全員一致で同意した。独立取締役による同意事項は取締役会においても全員一致で決議された。その後、取締役会で数回の協議により、結局、Mesaの保有する株式を交換買付けの対象から除外した上で、自社の発行する価値のより高い社債と交換するという交換買付けの実施を決定した。そこで、Mesaは、Unocalの交換買付けに対する予備的差止命令を求めて提訴した。

周知のように、Unocal事件は取締役会により発動された買収防衛策を許容した重要な判例であった¹²。この事件の判旨において、買収防衛策の

適法性を判断する際に、厳格なUnocal基準が課された。すなわち、①会社の方針及び効率性に対する危険が存在したと取締役会が合理的に信じたこと（threat：脅威の存在）；②防衛策が、提示された脅威に対して合理的なものであること（proportionality：防衛策の相当性）という二つの基準である。発動された買収防衛策がこの二つ基準を満たしたことの立証責任は取締役会が負い、立証に成功した場合には取締役会の判断は経営判断原則の範囲内として保護され、防衛策の適法性を認めることができると示された。そして、被買収会社であるUnocalによる買収防衛策がこの二つの基準を満たしたことが認定された上で、経営判断原則が適用され、本件防衛策の適法性が認められた。本件は取締役による買収防衛策が適法であると認定された重要な判例である。また本判決によって形成されたUnocal基準が取締役会により発動された買収防衛策の適法性に対する審査の基本な枠組みを構築した点に重要な意義を持つ。Unocal基準が満たされた場合、経営判断原則を適用し買収防衛策の適法性を判断することができる。しかしながら、この判旨はそもそも取締役会が買収防衛策を発動する権限があるか否かという基礎的な問題につき何も言及していなかった。この問題を詳しく検討したのがUnocal事件の後の、ポイズンピルの有効性が争われたMoran v. Household International, Inc.事件であった。

②Moran v. Household International, Inc., 500 A.2d 1346 (Del.1985)（以下「Moran事件」という）

John A. Moran（原告）は Household International, Inc.（被告）の取締役を務めるとともに、Householdの最大株主であるDyson-Kissner-Moran Corporation（以下「DKM」という）の社長でもあった。Moranは、レバレッジドバイアウト（以下「LBO」という）の方法によって、DKMによるHouseholdの買収を検討していた。そして、具体的な敵対的買収がまだ行われていないにもかかわらず、Householdは、敵対的買収の一

般的な脅威に対抗するため、一定の権利行使条件が成就した場合に買収者を除く対象会社の全株主が、対象会社の株式を有利な条件で取得することを可能とする条項を付す、いわゆるフリップオーバー型ポイズンピルを導入した。そこで、Moran及びDKMが、Householdに対して、本件ポイズンピルの無効確認を求めて提訴した。

判旨により、Unocal事件よりさらに明確に、取締役会が買収防衛策を行使する権限を有することが示された。Moran事件で争点になったのは、取締役会により導入されたポイズン・ピルが有効か否かという問題であった。判決は、この問題につき、経営判断原則は、取締役会の権限の範囲内で行われた意思決定または業務行為についてのみ適用可能であるため、取締役会によるポイズン・ピルの導入につき経営判断原則を適用することができるか否かという問題を判断する前に、そもそも取締役会にポイズン・ピルを発動する権限があるか否かを判断しなければならないと判示した。そして、この問題につきデラウェア会社法（Delaware General Corporation Law, 以下「DGCL」という）上明文規定はないが、発動条件が未定の場合に取締役会決議により未規定事項を補充できると定められたDGCL § 151 (g) と、株式に関する権利を定めたDGCL § 157によって、取締役会がポイズン・ピルを発動する権限があると判断した。

また、判決によって、取締役会が権限なくポイズン・ピルを導入して、会社の基礎的な構造上の変化（会社支配権争いの帰趨を決める権利を株主から取締役に移転した）を生じさせたことにより、株主の買収提案を受ける権利を侵害した、という原告の主張が否定された。その理由は、たとえば会社がポイズン・ピルを規定していたとしても、委任状勧誘により現取締役会を取替え、ポイズン・ピルを消却することができる；または取締役会がポイズン・ピルを消却することを条件とする公開買付けにより買収を進めると、ポイズン・ピルの発動を回避することができるため、会社支配権争いの帰趨につき、株主の決定権を剥奪した

わけではないことが挙げられた。

そして、取締役会にはポイズン・ピルを発動する権限があると判示した上で、厳格化されたUnocal基準に従って、取締役会が市場における強圧的な二段階買収を会社に対する脅威と捉え、ポイズン・ピルを導入したこと（脅威の存在）が認定された。また、取締役会が、十分な検討を行った上で、その脅威に対応するための合理的な防衛措置を導入したこと（防衛策の合理性）も認定されたので、取締役会によるポイズン・ピルの適法性が認められた。

Moran事件とUnocal事件をあわせて、アメリカでは、取締役会が買収防衛策を行使する権限を有すると判例法上明確に肯定された。そのうえ、株主の承認を必要とすることなく、取締役会独自の決定によりいつでも買収防衛策を発動することができるというメリットがある。そのため、取締役会が買収防衛策、特にポイズンピルによって、望ましくない敵対的買収を阻止することが盛んであった。それに加え、アメリカの裁判所では、Moran事件とUnocal事件を初めとする1980年代後半から1990年代末まで10年間の間に、1986年のRevlon事件¹³を例外として、実際に敵対的買収を阻止する機能を果たしている取締役会による買収防衛策につき、その適法性を否定する判決が希有であったという事情もあったので、取締役会が株主承認を得ずに防衛策を行使し、敵対的買収を阻止することができるというようにアメリカの判例法を理解することは自然であろう。特に1989年のParamount Communications, Inc. v. Time, Inc.事件によって、取締役による買収防衛策の敵対的買収を「徹底阻止」機能が一層明確化された。

③Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1990)（以下「Time事件」という）

Moran事件とUnocal事件によって、敵対的買収が被買収会社に脅威をもたらした場合に、Unocal基準に照らして、被買収会社の取締役会が、株主の承認を得ずに、ポイズン・ピルを発動する権

限が認められるようになったが、もう一つ重要な問題がまだ残されていた。それは、被買収会社の取締役会が、買収価格が低すぎることを善意で信じているという理由で、買収提案を単に拒絶（「Just Say No」）し、ポイズン・ピルを消却する要請を拒否することができるかどうかという問題である¹⁴。この問題について、敵対的買収が盛んであり、敵対的買収防衛策の適法性が裁判所まで頻繁に争われていた1980年代においても、明確な答えが示されていなかった。そして、1989年に起こったTime事件はこの問題に対して初めて応答した重要な判例であると思われる¹⁵。

Time社とWarner社は、3年に渡っての交渉の結果、両社を合併すると合意した。そして、Time社における合併承認の株主総会開催前に、Paramount社が、Time社の株式を対象とし、1株あたり175ドルの現金を対価とする公開買付けを発表した。これに対し、Time社はWarner社と合併した方が株主により大きな長期的利益をもたらすTime社の企業文化を保持することができると考えた。そこで、Time社は、Paramount社による買収の防衛策として、Warner社の株式を対象とし、そのうち51%は1株あたり70ドル、残り49%は現金と証券の組合せを対価とする公開買付けを開始した。これによって、Time社の株式は1株あたり200ドルまでに上がったため、Paramount社による買収を困難にした。

判決では、Time社がParamount社からの敵対的買収に直面した際に、Time社の取締役会ですでに決定されたWarner会社に対する買収計画を続けることが認められた。すなわち、Paramount社からの敵対的買収に対抗するためにTime社の取締役会により発動されたポイズン・ピルを維持することが認められたのである。本判決で最も注目すべきなのは、被買収会社の「取締役会は、会社の事業方針を維持する根拠を明らかに欠くのでない限り、株主の短期的利益のために、十分検討した上で立てた会社の事業計画を放棄する義務を負わない」という判示である。すなわち、取締役会は、ただ会社の長期的な利益を求めるために立てられ

た計画があるという理由で、ポイズン・ピルを行使して、敵対的買収を拒否することが認められたのである。このTime事件によって、防衛策の適法性に対する審査の枠組みは、従来のUnocal基準の「脅威の存在」と「防衛策の相当性」という基準から逸脱し、被買収会社の取締役会が、充実した情報に基づき十分検討した上で、ただ会社の長期的な利益を求めるために立てられた計画がある、あるいは、買収会社が提供した買収価格が低すぎるといような単純な理由で、ポイズン・ピルを行使して敵対的買収に対して「Just Say No」といえるようになった¹⁶、と解されている。このことによって、買収対象会社の取締役会がポイズン・ピルを行使する権限が広がり、敵対的買収を「徹底阻止」する能力もさらに高められた。

そのうえ、Time事件の後に、取締役会の敵対的買収に「Just Say No」の権利を肯定する判例も少なからず現われた¹⁷ため、表面からみると、買収防衛策が敵対的買収を「徹底阻止」する機能を果たしていると理解するのは不思議ではないだろう。

2. シャークリペラント (Shark Repellent)

シャークリペラントとは、ポイズン・ピルに関する判例法理の形成に伴い、取締役は、買収者が委任状勧誘によって取締役を解任しポイズン・ピルを消却することを防ぐために、会社の定款を変更して企業買収をしにくくなる目的で事前に策を講じておくような敵対的買収防衛策である。シャークリペラントの例としては、株主による臨時総会の招集を禁止する条項や、定款に取締役の選任に期差を設ける条項、いわゆる期差取締役 (Staggered Board) 制度を採用する条項などがある。

ポイズンピルとシャークリペラントを組み合わせると、発動された買収防衛策を消却することが困難になるため、取締役が買収防衛策を行使し買収を阻止する能力が高められたことも、買収防衛策の「徹底阻止」機能を強化した。

(1) 株主による臨時株主総会の招集を禁止する内

容のシャークリペラントとポイズン・ピルを合わせる場合に、ポイズン・ピルを消却するために要する時間が大幅に増加する。もし敵対的買収会社が、被買収会社の定時株主総会が終わった直後に買収しようとするれば、被買収会社の取締役会を取替えてポイズン・ピルを消却することで買収を進めることになる。しかし、委任状合戦で勝利を獲得したにもかかわらず、臨時株主総会を招集することができないので、次回の定時株主総会まで、すなわち通常は1年、最長13ヶ月¹⁸待たざるを得ない。そこで、買収会社は、買収を実現するための時間及びリスクのコストが高められたことを考慮し、敵対的買収方法を放棄し被買収会社の取締役と交渉するような友好的買収方法へ転換する、もしくは買収を断念するかもしれない。

(2) 期差取締役会を設ける内容のシャークリペラントとポイズン・ピルを合わせると、敵対的買収を防衛する機能が非常に強化される¹⁹。期差取締役会制度では、取締役の任期を三つのグループ (classes) に分け、3年間かけて順に入れ替えることが多い。それと同時に、取締役の任期満了前に理由もなくいつでも取締役を解除できるという任意解除も禁止されている。そのため、一回の株主総会で、任期が満了した一つのグループの取締役しか交替することができない、すなわち、取締役会の1/3の支配権しか獲得することができないのである。そうすると、取締役会を取替えるための十分な支配権 (通常は取締役総数の過半数) を取得するために、少なくとも二回の株主総会を経なければポイズン・ピルを消却することができない。すなわち、買収会社が委任状合戦で二度の勝利を獲得しなければならないのである。それに加え、もし臨時総会を招集することもできなければ、二回目の定時株主総会までの期間は最低1年 (買収を始めた時点は被買収会社の定時株主総会開催日の直前である場合) であり、最高26ヶ月 (買収を始めた時点は被買収会社の定時株主総会開催日の直後である場合) である。以上より、株主による臨時株主総会の招集を禁止することを踏

まえると、期差取締役会制度とポイズン・ピルを組み合わせることで、買収会社が負担する時間及びリスクのコストが一層高められる。

(3) それに加え、シャークリベラントを導入することは容易である。アメリカにおける会社法規定は州によって異なるが、各州の会社法で取締役会の選解任及び任期や、株主総会の招集など内容について、強制的な規定が定められておらず、各会社が自ら定款でこれらの内容について定めることができるのが通常である。このことは、シャークリベラント条項を設けることについて、会社法上、制限が課されていないことを意味する。また、アメリカの会社定款は基本定款 (articles of association) と附属定款 (bylaws) に分けられているところ、基本定款は株主総会及び取締役会両方の承認を得なければ変更できないが、附属定款は、株主総会決議もしくは取締役会決議のみで変更できる。しかも、取締役会の選解任及び任期や、株主総会の招集などの内容は、附属定款で定めているのが通常である。そこで、敵対的買収者が現れる前でも、取締役会が、株主の承認を得ずに、定款変更によって、期差取締役制度を採用することや、株主による臨時株主総会の招集を禁止することなどがシャークリベラント条項を設けることで非常に容易に実現できる。

以上より、シャークリベラントと買収防衛策を組み合わせると、取締役会により強力な敵対的買収を阻止する権限が与えられると評価できる。

3. まとめ

Unocal事件からTime事件の「Just say no」原則の確立まで、取締役には、株主の承認を得ずに買収防衛策により敵対的買収を阻止する権限が認められるというのが判例法の趣旨であった。それに加えて、シャークリベラントが利用できるというコーポレートガバナンス法制の下で、取締役の敵対的買収阻止権限が一層強固なものとなった。要するに、この時期においては、敵対的買収の成否に対する取締役の決定権が株主よりも大きいとい

うことが明白であったのである。

しかし、自己の利益に密接している買収事項に関する決定権を全て取締役に任せるとするのは、決して株主が望むものではない。とくに、敵対的買収の場面においては、取締役が株主の利益を犠牲にし、自己利益を求めるような保身問題も顕著であるという事情があるので、株主側が自らの利益を守るために、何らかの措置を取ることが予想できる。この問題について、本章第二節及び第三節の部分において、検討したい。

第二節 取締役の保身問題

敵対的買収が成功した後に、被買収会社の取締役が買収に反対したことを考慮し、買収者の経営方針に従って会社を運営することが期待できないため、被買収会社の取締役を解雇し、新しい経営陣を構築することは、敵対的買収の場面において、頻繁に行われている。そこで、敵対的買収に直面する際に、取締役は、買収提案が株主の共同利益の確保と向上²⁰に適うか否かを判断した上で、株主の利益を保護するために買収防衛策を行使すべきと思われる。しかし、取締役が、敵対的買収が成功して自分の職を失うことを恐れ、株主に利益をもたらす買収も反対し、さらに買収防衛策を行使し、その敵対的買収を阻止するという取締役の保身問題が買収防衛策に関する重要な問題になる。これにより、買収防衛策が反対される可能性も高められるだろう。

取締役の保身問題を掘り下げると、実はコーポレートガバナンス上のエージェンシー問題の敵対的買収場面における縮図といえる。取締役が株主の代理人と考えると、被代理人である株主の利益のために行動しなければならないことになる。しかしながら、取締役が、自身の利益が株主の利益と衝突する場合に、株主の利益のために忠実に行動することを期待するのは困難である。この問題は所有権と経営権が分離している現代会社の構造的な問題と思われており、敵対的買収の場面のみならず、会社を運営する際の様々な場面に生じうる核心的な問題である。とくに経営者主導のアメ

リカにおいて、経営者に与えられた権限が広く、取締役が一旦私益を満足するために株主の利益を犠牲にすれば、株主に生じる損害は非常に大きい。そこで、敵対的買収の問題が生じる前に、エージェンシー問題を緩和するため、アメリカにおけるコーポレートガバナンス法制上では、取締役の信託義務が構築されたとともに、独立取締役制度や業績連動報酬規制（インセンティブ報酬）²¹などの制度も整備されてきた。

そして、前節で述べたように、敵対的買収場面に注目すると、取締役の保身問題が存在し、株主側からの反発も大きかったであろうにもかかわらず、最終的にアメリカにおける取締役による買収防衛策が受け入れられたことについて、コーポレートガバナンス法制上に形成された独立取締役などの制度が重要な役割を果たしていると推測することができる。そこで、次に、買収防衛策を正当化することについて、独立取締役制度が一体どのような役割を果たしているのかについて検討する。

第三節 交渉道具としての買収防衛策

1. 「徹底阻止」機能の否定

取締役が保身のために買収防衛策を濫用する恐れが高いと考慮し、取締役会による「徹底阻止」機能を持つ買収防衛策を認めるような判例法の趣旨については、株主などから大きな反発を受けることが想像できるだろう。そして、取締役会による防衛策がどこまでの範囲で認められるべきか、すなわち、買収防衛策の限界という問題が生じた。その裏にあるのは、「会社支配権争いの帰趨を決めるべきなのは誰か」という問題である。この問題を検討する重要な判例は、特定の取締役（通常はポイズン・ピルを導入する際に在任していた取締役）はポイズン・ピルを消却する権限を有しないとすする条項を付すポイズン・ピル、いわゆるデッドハンド（dead hand）型ポイズン・ピル、を禁止した1998年のCarmody v. Toll Brothers, Inc.事件であった。

Carmody v. Toll Brothers, Inc., 723 A.2d 1180

(Del.Ch.1998)（以下「Carmody事件」という）

Toll会社は、Carmody会社からの敵対的買収に対抗するために、ポイズン・ピルを導入した。当該ポイズン・ピルにはデッドハンド条項が定められていた。すなわち、その条項は、ポイズン・ピルが導入された時点の取締役またはその指名された承継人以外の取締役は、当該ポイズン・ピルが失効するまで当該ポイズン・ピルを消却することができないという内容であった。

この条項について、判決では、（1）「取締役会の行為が、株主の議決権の行使に干渉し、またはこれを妨げることを主要な目的とするものであり、かつ株主が実効的に議決権を行使する十全かつ公正な機会を与えられない場合」には、取締役会は自己の行為について、「やむにやまれぬ正当化事由（compelling justification）」を立証しない限り、その行為は違法となるというBlasius事件²²で示された基準を満たさない；（2）当該条項は、株主に対し、現職取締役または現職取締役が指名する者のために議決権を行使することを強制し、不適切に株主の取締役を選解任する議決権を剥奪したので、当該条項付きの防衛策は強圧的（coercive）なものであるといえる；また、当該条項は、買収者が委任状争奪戦を成功させて被買収会社の支配権を獲得することを、数理的に不可能または現実的に達成不能とするため、当該条項付きの防衛策は排除的（preclusive）なものであるといえるという理由で、Unocal基準に照らして、Toll会社が導入した当該デッドハンド型ポイズン・ピルは存在した脅威との相当性がないと判断され、当該デッドハンド条項付きのポイズン・ピルの適法性は認められなかった。そして、買収防衛策の限界が画された。すなわち、「敵対的買付けに対する経営陣の支持する代替案を株主に対して強制することを目指した防衛策」という強圧性、または「一切の公開買付けを受ける権利を株主から奪い、または委任状合戦を根本的に制約するかもしれないその他の方法により、買付者が支配権を追求することを排除する場合」という排除性²³を持たず、被買収会社が直面している敵対的

買収がもたらした脅威に相当する買収防衛策しか、その適法性が認められないとされたのである。

そして、この事件は、Unitrin事件とBlasius事件に基づき、適法性が認められる買収防衛策とは、必ず買収者が委任状勧誘もしくは他の方法によってポイズン・ピルを消却することができるものであるということを強調した。すなわち、株主が公開買付けと委任状勧誘によって買収成否を決める道と、取締役が買収防衛策の行使・解除によって買収成否を決める道の両方の共存を強調していたのである。それによって、この事件は「会社支配権争いの帰趨を決めるべきなのは誰か」という問題について、明白な答えを出したとは言えないにもかかわらず、その副作用として、「取締役会が発動した買収防衛策について、敵対的買収を徹底的に阻止する機能が失われた」という結果をもたらした。そして、買収防衛策を認めることによって取締役会に敵対的買収を阻止する権限を与えたという判例法に対する理解の根拠が見当たらなくなった。

2. 交渉道具への転換

Carmody事件によって、買収防衛策の「徹底阻止」機能が否定されたことが買収防衛策の機能転換の重要な一環と言えるが、買収防衛策が「徹底阻止」機能を持っていないことだけでは、買収防衛策が受け入れられる充分な理由とは言えない。そのため、アメリカでは、一体どのような理由により、取締役会による防衛策が受け入れられてきたかという問題について、企業買収法制の枠組み内では答えを究明することが困難であるため、本章前節で述べたように、コーポレートガバナンス法制を含め、とくに独立取締役制度の役割を検討しなければならない。

(1) 独立取締役の増加

1980年代から1990年代までの間に、取締役会メンバーのうち、独立取締役が占める数が大幅に上昇したというコーポレートガバナンス法制上の大きな変化が起こった。1975年頃のアメリカの公開

会社においては、平均すると取締役のうちの約三分の一が社内取締役、約三分の一が独立取締役、残りの約三分の一が利害関係のある社外取締役であった。ところが、1997年末に平均すると取締役のうち、社内取締役が21.7%、利害関係のある社外取締役が16.7%、独立取締役が62.2%となっていた²⁴。2005年になると、独立取締役の平均割合は73%まで上昇した。独立取締役の顕著な増加をもたらす要因は幾つかある²⁵が、本稿では、買収防衛策規制との繋がり の側面から検討したい。

本章第一節1③と第一節2で述べたように、Time事件によって、取締役会が買収に対して「Just Say No」ができるという判例法の趣旨に対して、株主は、取締役会に与えられた権限が過大であり、かつ、シャークリペラントの利用によってその権限がさらに固められた²⁶ので、自身の利益が害される恐れが非常に高いと考え、否定的な立場に立っていた。そして、買収防衛策に関する判例法理に対する株主側からの反発を抑えるために、取締役側が独立取締役を増加させるということを提案した。結局、株主側もこの妥協の方法に納得したので、独立取締役が大幅に増加した。しかし、独立取締役を増やすことが、株主側と取締役側両方により妥協の方法として認められた理由は何だろうか。

まず、株主側にとって、取締役会における独立取締役の割合を増加させる方法²⁷を通して、取締役会の内部構造から取締役の権限を制約し、裁判所が確立した判例法に対応することができる。社内取締役は、敵対的買収に直面する際に、「取締役の職を失う」ことにより生計の資を失い、また会社組織において発揮してきた強い権限を失うという恐れが高い。それに対して、利害関係のない独立取締役は一般的には他で主たる収入を得ており、敵対的買収によって失うものは金銭的にも心理的にもそれほど大きくはないので、敵対的買収に対して、より客観的な評価を下すことが可能であり、防衛策を濫用し株主の利益を害する可能性もより低いと期待できる。

また、アメリカの裁判所では、取締役会におけ

る独立取締役の割合を、買収防衛策の適法性の重要な考慮要素とし、取締役のうち独立取締役の割合が高いほど、行使されたポイズン・ピルが裁判所で適法であると認められる可能性が高くなるので、独立取締役の増加は取締役会の側面から見ても有益であった。たとえば、Unocal事件の判決によると、買収防衛策の適法性が裁判所で争われた場合に、取締役は会社の経営方針への脅威がある（第1基準）と合理的根拠をもって信じていること、誠実であったこと、合理的な調査を行ったことなどを証明することができれば、買収防衛策の適法性を認めることができる。そして、「その証明は、社外の独立した取締役が前述の行為規範に従って行動し、このような取締役が過半数を占める取締役会の承認を得ることによって、相当程度高められる」と示された。特に、Time事件から、買収防衛策を行使するという取締役会の決定の充分さや誠実さを判断する際には、取締役会が投資銀行や法律事務所などからの専門的な意見を聴取したかどうか、独立取締役が社内の経営者の意向に支配されずに独立性のある判断を行ったかどうかが一層重視されるようになった²⁸。

要するに、株主は、裁判所で確立された買収防衛策に関する判例法理に反対していた。そして、このような判例法理に対する株主側の反対に対応するために、取締役側はコーポレートガバナンス法制上の既存制度を利用し、独立取締役を増加させるという妥協的な措置を取った。結局、独立取締役は取締役の行為を牽制することができ、また裁判所が敵対的買収事案において独立取締役制度の役割も重視するため、株主側からみても、取締役側からみても、独立取締役の増加が望ましいことになった。

（2）買収防衛策の機能変化

独立取締役の増加というようなコーポレートガバナンス法制の変化は、逆に、買収防衛策に関する判例法及び買収防衛策の機能にも変化をもたらした²⁹。1980年代以前、独立取締役制度がすでに設置されているにもかかわらず、独立取締役の割

合がそれほど高くなかったため、独立取締役が取締役会の経営行為の恣意性を抑制する機能が弱かった。そして、内部取締役にとって、敵対的買収が株主に利益をもたらすことができるにもかかわらず、買収が成功すれば自分の経営権が奪われる恐れが高いので、自分の経営権を維持するという私益で買収防衛策を行使し、徹底的に買収を阻止することが多かった。しかしながら、独立取締役の数が大幅に増加したことが、取締役会の決定に大きな影響をもたらした。

まず、独立取締役自身からみると、内部取締役と違って、独立取締役の他、安定した仕事と収入があることが通常であるため、敵対的買収によって失われる利益はそれほど高くない。逆に、独立取締役は、敵対的買収につき行った自身の経営判断が誤っていた場合、自身の名誉や専門能力に対する他者からの信頼を害する恐れが大きい。そうすると、独立取締役が自分の経営権を維持する目的ではなく、真剣に株主利益のために、敵対的買収を客観的に評価し、買収価格が低いもしくは敵対的買収に強圧性があると判断した際に、敵対的買収者と交渉する目的で、買収防衛策を行使することが期待できる。そして、独立取締役の数が増加するとともに、取締役会の決定が独立取締役の意思に従うことが増えてきたので、敵対的買収者と交渉することが、取締役会が買収防衛策を行使する主要な目的になってきた。

次に、内部取締役についても、独立取締役の増加によって圧力が与えられ、自分の経営権を維持するために敵対的買収を阻止する欲望が弱くなってきた。なぜならば、内部取締役が保身など私益で買収防衛策を行使しようと考えても、独立取締役から反対を受ける可能性が大きいからである。また、独立取締役の増加に伴い、内部取締役が解雇される現象が起こったため、内部取締役の経営権がすでに極めて危険な状況に陥っていた³⁰。そこで、敵対的買収を阻止しても、自分の経営権を維持することにそれほど意義がない。かえって、取締役の名誉にとっては、取締役会によって解雇されることよりも、買収によって職を失うことの

ほうが好ましい。これにより、内部取締役にとって、買収防衛策を行使し、敵対的買収を「徹底阻止」する必要もなくなったのである。

それに加え、業績連動報酬制度の設置も取締役が買収防衛策を行使する動機を変えた。取締役が業績連動報酬を与えると、会社の株価が上昇するほど取締役に付与されたストック・オプション（新株予約権）の価値が増えていくため、取締役の会社業績と株主利益を向上させようとするインセンティブが大幅に増加する。そうすると、敵対的買収の場面において、取締役と株主の間の利益衝突が緩和されるため、買収防衛策を濫用する可能性も下がるのである。

このような独立取締役の増加と業績連動報酬制度の発展という現象に伴い、被買収会社の取締役会が敵対的買収を「徹底阻止」することを目的とするよりも、より高い買収価格で買収を進めさせること、よりよい買収者（white knight）を探すこと、または、株主に正確な判断を下すために必要な情報を収集する時間と交渉力を獲得することを目的として買収防衛策を使うようになってきた。そして、買収防衛策が交渉道具に過ぎないということを取締役会による防衛策の正当化理由とするのはアメリカ学界の一般解釈になってきた³¹。また、取締役会は株主の利益のために買収者と交渉する権限があり、そして交渉をする以上は、交渉力を確保するため、買収に対してノーといえることが必要だという論理で、Time事件で確定された「Just Say No」原則が取締役の交渉力を高めるために認められたことは、ポイズン・ピルに関する判例法の趣旨と整合している。そして、このような理論を受けて、アメリカにおける買収防衛策が正当化され、受け容れられるようになったと言える。

(3) 交渉道具としての買収防衛策に対する反対意見

しかしながら、ポイズン・ピルとシャークリペラント（特に期差取締役制度）を組み合わせると、取締役に与えられた権限が強すぎて、実際に

発動されたポイズンピルを消却するまで2年（最長は26ヶ月）待たざるを得ないため、ポイズン・ピルが買収者との交渉道具に過ぎないという論理に反対する見解もある³²。

筆者は、シャークリペラントが買収防衛策の正当化にもたらした影響はそれほど大きくないと考ええる。なぜならまず、取締役がシャークリペラントを容易に導入することができる一方、株主が定款変更によってシャークリペラントを容易に削除することもできるからである。実際に、アメリカにおいて、近年期差取締役制度の買収防衛機能を認識し、定款変更によって期差取締役を廃棄する傾向が見られる。S&P500に属する上場会社500社のうち、期差取締役採用会社は、2004年には260社であったが2010年には142社となり、およそ半分に減少した³³。次に、シャークリペラントが採用されても、必ずしも取締役がそれを濫用し、保身などの私益を求めているわけではないという理由が挙げられる。すなわち、上述したように、独立取締役制度と業績連動報酬制度の機能が働いている以上、取締役が敵対的買収を阻止するためにシャークリペラントを導入したというより、むしろ買収者との交渉力を高めるためにシャークリペラントを導入したといえる。取締役側にとって、シャークリペラントを導入すると、買収者が最低1年最長26ヶ月買収を進めることができないため、買収者に与える影響がシャークリペラントを導入しない場合より非常に強いと、交渉の武器の機能が強化された。そして、買収者が買収提案を修正し、被買収会社の取締役と交渉すれば、2年未満の間に、ポイズンピルを解除することも期待できる。最後に、買収防衛策が交渉道具に過ぎないという論理に反対する意見は、実は買収防衛策の正当化それ自体を反対するわけではなく、ただ取締役の買収防衛策を行使する行為に対し、より厳格的な制限を設ける必要がある³⁴という立場に立っているに過ぎないことも理由として考えられる。

第四節 まとめ

アメリカにおいて、敵対的買収が現れた当初、

取締役主導のアメリカ会社法規制の下で、敵対的買収の「徹底阻止」という機能を持つ取締役による買収防衛策を認める判例法理が形成された。そして、このような株主に不利な判例法理に対応するために、独立取締役の増加というコーポレートガバナンス法制上の変化を通して、株主側から取締役による買収防衛策の行使を抑制する反撃があった。しかし、株主側からの反撃は、Carmody事件により、株主が公開買付けと委任状勧誘によって買収成否を決める道を確保したにもかかわらず、取締役の買収防衛策の行使・解除によって買収成否を決める道を抑制したわけではなかった。逆に、独立取締役の増加により、買収防衛策の機能が「徹底阻止」から「交渉道具」へ変化したので、結局、「交渉道具」としての買収防衛策が株主側から受け入れられたと評価できる。

このように、買収防衛策とコーポレートガバナンスとの相互作用が複雑に入り組んでおり、その裏にあるのは、「会社支配権争いの帰趨を決めるべきなのは誰か」という問題について、株主側と取締役側との戦いであると言える。本章第3節1で述べたように、アメリカにおける判例法ではこの問題に対して明白な答えを示してないため、取締役側でも、株主側でも、自己の利益を守ることもできるような買収防衛策規制を求めている。独立取締役制度は株主側と取締役側の戦いの武器になったため、買収防衛策規制のあり方を探求するとともに、コーポレートガバナンス法制も変化してきた。その戦いの結果として、アメリカにおける公開買付け規制が自由化され、独立取締役制度により取締役側を牽制するとともに、取締役による防衛策が認められた。

このようなアメリカにおける買収防衛策規制の発展を見返すと、買収防衛策規制について、取締役が買収を阻止する強力な権限をもつ理由、及び取締役が自己保身のために株主の利益を犠牲にし買収防衛策を濫用する懸念があるにもかかわらず、買収防衛策が正当化された理由を探求すると、コーポレートガバナンス法制上の独立取締役制度と業績連動報酬制度が大きな役割を果たして

いたことが明白になった。とくに、コーポレートガバナンス法制上の独立取締役の増加によって、取締役会が忠実に株主利益のために買収防衛策を行使することが確保されたため、アメリカにおける買収防衛策は今まで発展してきたのだろう。

第二章 イギリスにおける買収防衛策規制とコーポレートガバナンス法制

イギリスにおける企業買収法制の特徴は、シティの自主規制機関である買収と合併に関するシティ・パネル（The City Panel on Takeovers and Mergers, 以下シティパネルという）という民間団体の監督の下で、パネルによって作成される「公開買付けと合併に関するシティ・コード（The City Code on Takeovers Mergers）」（以下「シティコード」という）に基づいて、企業買収が規制されてきた点にある³⁵。それに加え、2006年会社法（The Companies Act 2006）の下で、株主保護に関する規定³⁶により規制されることもある。そして、シティコードによって形成されてきたイギリスにおける買収防衛策規制の核心的な内容は、第7原則及び第7原則を補強するルール21条で定められている取締役の中立義務である。第7原則によると、真正な公開買付けが対象会社の取締役会に伝えられるか、対象会社の取締役会が真正な公開買付けが実際に迫っていると信じることに付いて相当な理由を有する場合、対象会社の取締役会は、株主総会の承認なく、真正な公開買付けに対抗し、またはそのメリットにつき株主が判断を下す機会を奪うことになり得る措置を一切講じることとはできない。ルール21条では、公開買付け期間中、あるいは公開買付けの開始以前であっても対象会社の取締役会が真正な公開買付けが実際に迫っていると信じることに付いて相当な理由を有する場合に、以前に締結された契約に基づく場合を除き、対象会社の取締役会が株主総会の承認なく未発行の授権株式の発行、あるいは、未発行株式に関する発行または譲渡をすることができない、とする。それにより、イギリスでは、取締役会による

買収防衛策が禁止されていると解される。

第一節 買収防衛策が禁止されてなかった時期

現在のイギリスにおける買収防衛策規制はアメリカと異なっているにもかかわらず、買収防衛策が最初に現れた1960年代³⁷当時は、イギリスにおいて、シティパネルが成立せず、シティコードのような企業買収規制も備えられてなかったため、アメリカと同様に、買収防衛策の利用が制定法上では制限されず、ただ裁判所で発動された買収防衛策に対する事後審査によって、買収防衛策の適法性を審査していたに過ぎなかった。その中で、Hogg v. Cramphorn, Ltd.事件（以下「Hogg事件」という）とHoward Smith Ltd. v. Ampol Ltd.事件（以下「Howard事件」という）は代表的なものとして挙げられる。

1. 事案の概要及び判決要旨

①Hogg v. Cramphorn, Ltd. (Buckley, J.)³⁸

【事案概要】

Cramphorn（被告、以下C会社という）は、1896年に設立され、穀物と種の販売及び園芸に関する業務を取り扱っている株式会社であった。1963年3月に、C会社が発行した90293株の優先株式と35888株の普通株式のうち、C会社の取締役らが37000株を保有していた。すべての株式は一株につき一個の議決権を有する。また、C会社定款第10条により、取締役が適正と判断した場合に、株式を発行するあるいは処分することができる；第13条により、取締役が特別議決権付株式あるいは無議決権付株式を発行することができる；75条により、挙手投票する際に、一人の株主は一個の議決権を有することしかできず、投票する際に、株主は一株（優先株式であっても、普通株式であっても）につき一個の議決権を有することしかできない、と定めてあった。

1963年3月、Baxter（以下Bという）という人はC会社の経営陣に、優先株式につき一株25シリング、普通株式につき一株50シリングの価格で、C会社が発行したすべての株式を買取る意思を表示

した。しかしながら、Bにより買収されると、C会社の従業員に不安をもたらす恐れがあるので、C会社の取締役らは、Bの買収を回避した方がC会社にとって有益だと善意を持って判断した上で、同年4月に、C会社従業員の利益のために、C会社が発行した全株式の管理を会社の代表取締役であるX（被告）、会計監査人であるY（被告）と従業員であるZ（被告）に委託する信託契約を締結した。そして、取締役らはX、Y、Zに、5707株の優先株式（以下「本件優先株式」という）を発行した。本件優先株式は一株につき十個の議決権が与えられた。その結果、受託者らが保有する議決権と取締役らが保有する議決権を合わせると、C会社の全議決権の過半数を超えるようになった。また、同年4月に、C会社の取締役らはX、Y、Zに5707ポンドの無利息貸付金を提供した。さらに、同年5月に、C会社の取締役らは当該無利息貸付金の金額を増加し、前回と合わせると総数28293ポンドの貸付金（以下「本件貸付金」という）をX、Y、Zに提供した。そして、X、Y、Zは本件貸付金を本件優先株式の対価としてC会社に支払った。C会社の取締役らは、上記Bからの買収要請、本件信託契約を締結したこと、本件優先株式を発行したこと、およびX、Y、Zに貸付金を提供したことについて、C会社の株主に通知や説明などを一切しなかった。

同年5月に50株のC会社普通株式を購入した株主であるHogg（原告、以下「H」という）は、自分の名義及び他の株主（X、Y、Zを除く）を代表する名義で、C会社とX、Y、Zを被告として、訴訟を提起した。Hは（1）C会社とX、Y、Zの間に締結した信託契約が無効である；（2）X、Y、Zに5707株の優先株式を発行した行為と本件優先株式に一株につき10個の議決権を付ける行為が無効である；（3）X、Y、Zに提供した総数28293ポンドの貸付金はC会社の信託財産に属すると主張した。

【判旨】

（i）(a) C会社定款の構造に基づき、定款13

条により株式に与えられた特別議決権は、定款75条に従うものでなければならないので、一株に一個以上の議決権を与えることができない。これによって、取締役らは本件優先株式に10個の議決権を与えることができない。本件優先株式の購入者であるX、Y、Zは、本件優先株式に与えられた特別議決権が無効であることを理由として、本件優先株式の発行を取消すと主張することができる以外、特別議決権を放棄した上で購入した本件優先株式を留保することもできる。そのために、本件優先株式の発行を取消すか否かはX、Y、ZとC会社間の問題であり、原告は自分の名義であっても、他の株主を代表する名義であっても、本件優先株式の発行を取消すと主張する資格がない。

(b) C会社の定款により、取締役に株式の発行権利が授権されたにもかかわらず、不適正な目的によって株式を発行した場合に、当該株式の発行を取消さなければならない。取締役が会社利益のために当該株式を発行したという善意であったとしても、それを理由として、当該株式の発行を正当化することができない。

(c) 株主総会で株主の過半数承認で本件優先株式の発行を追認することができる、また、そのために、株主に株主総会（当該株主総会で、本件優先株式につき議決権を行使することができない）で当該株式の発行を追認するか否かを判断する機会を与えなければならない。

(ii) (i) (b) で述べた理由によって、C会社が、株主総会で株主の承認を得ずに締結した信託契約も無効である、また、株主に株主総会（当該株主総会で、本件優先株式につき議決権を行使することができない）で当該信託契約を追認するか否かを判断する機会を与えなければならない。

(iii) X、Y、Zに28293ポンドの貸付金を提供した行為は、取締役らが自分の支配的な議決権数を確保するために実行した計画の一部であるので、株主総会で株主の承認がない限り、無効である。

(iv) 原告はC会社の財産である本件貸付金の帰属のために、他の株主を代表し、本件訴訟を提

起する資格を有する。

②Howard Smith Ltd. v. Ampol Ltd. (P.C.)³⁹

【事案概要】

Ampl Ltd.（以下「A会社」という）とBulkships Ltd.（以下「B会社」という）は、合わせて、Millers Ltd.（以下「M会社」という）が発行した株式の55%を有していた。M会社は資金不足であったため、A会社はM会社の全株式を買取するという意思をM会社に表示した一方、Howard Smith Ltd.（以下「H会社」という）はA会社より更に高い価格でM会社の全株式を買取る意思を表示した。M会社の取締役らはA会社の買取価格が低いと思い、A会社からの買取を拒絶すべきと考えた。同時に、H会社は、M会社に4,500,000株の普通株式（以下「本件株式」という）をH会社に発行することを提案した。M会社取締役は、過半数の承認で直ちにH会社に本件株式を発行した。本件株式の発行を通して、M会社は資金調達できたのと同時に、A会社とB会社が所有するM会社の株式比率が36.6%まで低下したので、その結果、H会社の買取計画に有利な条件を与えることになった。そして、A会社は（1）本件株式発行が無効である；（2）H会社をM会社の株主から除くために株式登録名義を変更すると主張し、訴訟を提起した。それに対し、M会社の取締役らは、本件株式を発行した目的は資金調達であると反論した。

一審判決で、M会社の取締役らは、個人的な利益を求めるために、あるいは、自分の経営権を確保するために、本件株式を発行したわけではないと認定された。しかしながら、取締役らは、資金調達の目的を持って本件株式を発行したにもかかわらず、本件株式発行の主要目的はA会社とB会社が所有するM会社の株式比率を削減し、H会社の買取計画を確保することであった。そのために、一審判決は、M会社の取締役が権利を濫用したと判断した上で、本件株式の発行を取消し、また、株式登録を変更すると判示した。

H会社は一審判決に不服し、控訴した。

【判旨】 控訴棄却

取締役らが忠実に行動し、また株式を発行する権限を持っているにもかかわらず、多数株主の構成を変更することは、会社構造の基礎的な要素に影響を与え、しかも、このような基礎的な要素の変更は取締役の権限に含まれていない。これにより、取締役らが既存の多数派株主を除去し、新しい多数派株主を形成する目的で、授権された株式の発行権限を行使することは会社定款に違反する行為である。また、取締役らが本件株式を発行する主要目的は、多数株主の構成を変更することであるので、取締役らが不適正に権限を行使し、本件株式の発行は無効である⁴⁰。

2. この事件についての評価

Hogg事件とHoward事件のいずれも、敵対的買収に直面する場合に、買収防衛策として取締役が行った新株発行の効力が争われたものである。いずれの判例においても、取締役の権限が定款または制定法によって認められた適正な目的のためにのみ行使しなければならないという会社法規定⁴¹（proper purpose doctrine, 以下「適正目的ルール」という）によって、取締役が株式発行の権限を持っているにもかかわらず、当該新株発行の目的が不適当なものと判断され、取締役が行った買収防衛策の適法性が否定された。しかしながら、この両判例の判断枠組によって、一定の基準（適正目的ルール）を満たせば、取締役が発動した買収防衛策が一切禁止されているわけではないことは明白であろう。すなわち、イギリスで買収防衛策が現れた最初の時期に、アメリカと同様に、裁判所の事後審査によって買収防衛策の濫用を抑制した上で、取締役による買収防衛策を発動する権限を認めるという方向を取る可能性は制定法でも判例法でも否定されていなかったのである。

第二節 買収防衛策の禁止

Hogg事件とHoward事件の後、シティパネルの成立及びシティコードの適用が広がってきた事情に伴い、厳格な公開買付け規制が制定され、取締

役による買収防衛策の利用が制限され、買収防衛策の適法性が裁判所で争われる事例が少なくなった。このような変化の理由につき、様々な要因があるが⁴²、本稿ではコーポレートガバナンス規制の側面から検討したい。

1. イギリスにおける独立取締役制度

イギリスの取締役は、業務執行取締役と非業務執行取締役に分けられているが、1970年代にCBI（英国産業連盟）のワトキンソン・レポートによる奨励やイングランド銀行の勧めがある前は、非業務執行取締役の任命はあまり行われていなかった。しかも、非業務執行取締役は、当初名目的な取締役であることが多く、かつ、独立性がある者ではないため、監督者としての役割が認識されるまでには長い期間を要した。1992年のキャドベリー委員会報告書（the Financial Aspects of Corporate Governance）で初めて非業務執行取締役の独立性の重要性が指摘される前は、独立取締役制度についてほとんど議論のない状態であった⁴³。

そのために、イギリスにおいて、買収防衛策の適法性が裁判所で争われた1960年代には、取締役会は、内部者によって構築されており、独立取締役制度がまだ備えられていない状況であった。

2. 買収防衛策に対する影響

以下では、独立取締役が欠けていたコーポレートガバナンス法制の下で、独立取締役が欠けていることによって、買収防衛策規制にどのような影響が与えられたかという問題について検討する。

（1）株主からの反対：取締役の保身問題

アメリカの部分で述べたように、取締役の保身問題は実際にはコーポレートガバナンス法制上のエージェンシー問題の企業買収場面における縮図である。イギリスにおいても、会社の所有権と経営権の分離に伴い、取締役が自己利益を求めるために、株主の利益を犠牲にするようなエージェンシー問題が存在していた。しかしながら、イギリスにおけるコーポレートガバナンス法制において

は、経営者である取締役の権限を制限することによってエージェンシー問題を緩和する傾向があった。その結果、上述したように、アメリカと比較すると、イギリスにおける独立取締役や業績連動報酬など制度の発展は非常に遅れることとなった。

すなわち、独立取締役がいなかったことがもたらした直接的な結果は、内部取締役が自分の経営権を維持する目的で買収防衛策を行使し、敵対的買収を徹底的に阻止する危険が増大するということである。Hogg 事件とHoward事件はともかく、取締役会は、買収防衛策を行使することについて、資金調達などを目的としているのだと抗弁しているが、実際には、自己経営権を維持するために、敵対的買収を阻止する目的であったことは明白であった。そればかりか、1960年代にイギリスで起きた敵対的買収事件を考察すると、取締役会が真剣に株主利益のために、買収防衛策を使うことは希有であった。そのため、「徹底阻止」の機能を果たしている買収防衛策は、株主の角度から見ると、受け入れることが困難であった。

(2) 裁判所の消極的な立場

株主のみならず、裁判所の面からみても、独立取締役制度の欠如が買収防衛策を認めることに不利な点をもたらした。裁判所が取締役会による買収防衛策の適法性を判断する際に、独立取締役の割合という考慮要素がなければ、実際に買収防衛策の適法性を審査する作業が困難となる。上述したように、アメリカの裁判所では、Unocal基準によって、「脅威の存在」と「防衛策の相当性」に対する取締役会の判断が適切か否かを判断する際に、取締役会に独立取締役が占める比率を買収防衛策の適法性の考慮要素としている。また、Moran事件にせよ、Revlon事件にせよ、取締役会の独立性が高ければ高いほど、買収防衛策の適法性が肯定される可能性が高いという裁判所の立場は明白であった。一方、イギリスの裁判所では、アメリカの審査基準と異なり、「適切目的ルール」によって買収防衛策の適法性を審査するにも

かかわらず、取締役の目的を認定する客観的な基準が欠けているため、被買収者の取締役が買収防衛策を行使する目的が適切であるということを証明することは非常に困難であり、取締役による買収防衛策が裁判所において適法であると認められることは困難であった。

それに加え、イギリスの判例では、「会社支配権争いの帰趨を決めるべきなのは誰か」という問題に対して、企業買収に応じるか否かという決定権は取締役ではなく株主に属するものであり、取締役が株主の承認を得ずに行われた行動は、適正な目的を有さず、取締役の経営権限から乖離した行為である⁴⁴ことを強調している⁴⁵点が重要である。アメリカでは、買収防衛策が現れた最初の時期に、株主の決定権を奪うことができないという認識はまだそれほど強くなく、デッドハンド型ポイズンピルの適法性を否定することによって、このような認識が初めて明白になってきた。しかしながら、Hogg 事件とHoward事件の判旨によって、株主主導のイギリスでは、買収防衛策が現れた当初から、株主の決定権を奪うことができないという認識がすでに極めて強かった。このような状況の中で、「徹底阻止」の買収防衛策が認められる可能性が極めて低かったのであろう。

(3) 上述したように、独立取締役制度が備わっていなかった1960年代のイギリスにおいて、株主側からみても、裁判所側からみても、買収防衛策が認められる余地は狭かったのである。しかしながら、理論上では独立取締役制度の整備を通して、また判例の積み重ねによる審査基準の発展を通して、買収防衛策を引き続き発展させていくことができないわけではなかったにもかかわらず、制度上及び時間上のコストが非常に高いことを考慮し、敵対的買収を買収防衛策によって規制するアプローチを否定したことは合理的な選択であったであろう。

第三節 厳格な公開買付け規制

イギリスでは、取締役による買収防衛策によっ

て企業買収を規制するアプローチが否定されたことを前提として、株主の情報不足問題や二段階買収方法における強圧性を改善するために、株主の役割を中心とする公開買付け規制を強化することによって企業買収を規制するようになっていった。

1. 強圧性を防止する規制

(1) 全部買付けの場合

強圧性が生じる理由は、二段階買収の場合に、最初の買付で全株式の買付を勧誘することなく、または応募のあった株式のうち一部のみしか買い付けせず、二段階目の買付条件を不利に設定し、あるいは明確にしないで、公開買付けによって株式買付を行うことである。そのため、シティコードでは、義務的公開買付けにせよ、任意的公開買付け⁴⁶にせよ、対象会社のすべての株式を対象とし、応募があった株式を全部買い取らなければならないという全部買付け義務⁴⁷が課されている。それに加えて、株主が公平な価格によって株式を売却することを確保する最低価格規制も定められている。すなわち、義務的公開買付けの場合には、買収者が、買付期間中または買付開始前12ヶ月間に対象会社の株式の取得のために支払った最高の価格以上の価格で行わなければならない⁴⁸；任意的公開買付けの場合には、買収者が公開買付期間中、または公開買付開始前3ヶ月間に対象会社の株式を取得した場合、公開買付価格は、その取得価格以上の価格で行う必要がある⁴⁹；さらに、買収者が、公開買付期間または公開買付開始前12ヶ月間に、現金を対価として、10%以上の株式を取得した場合には、公開買付けは、当該取得において支払った最高の価格以上の現金を対価として行う必要がある⁵⁰。そうすると、すべての株主に公平な価格で株式を売却する機会を与えること、すなわち、少数株主に退出機会を保障することによって、強圧性が緩和されるようになった。

しかしながら、全部買付けの場合にも強圧性が生じうるという指摘⁵¹があり、全部買付けの場合にも、強圧性を緩和する機能のある制度が設けら

れている。すなわち、義務的公開買付けであれ、任意的公開買付けであれ、買収者が対象会社の50%超の議決権を取得するに至らない場合に、一株も取得できないという最低応募条件を付さなければならないという制度である。完全に強圧性を防止することができないとはいえ、このような規制により買収者が過半数に満たない株式取得によって対象会社の支配権を獲得することができない場合、企業買収の成否を株主の集団的な決定に委ねることになるため、株主にとって、強圧性が一定程度で緩和されているといえる。そして、最低応募条件が満たされた場合は、買収者は、公開買付けの期間を14日間延長しなければならない⁵²。その結果、公開買付けの条件に不満な株主は、公開買付けが成立に必要な最低応募条件を満たすことができるか否かという結果を待ち、公開買付けが成立か否かという結果を知ってから冷静に応募するか否かを判断することができるようになった。

(2) 部分買付けの場合

ただし、任意的公開買付けの場合に、パネルの承認を得たならば、対象会社の株式の一部のみを（按分比例の方式で）買い取る部分買付けも可能とされている⁵³。全部公開買付けと比べると、部分公開買付けの場合に、株主が強圧性を感じる恐れがより高いため、公開買付けに応募する際に、公開買付けそれ自体を承認する意思表示の規制が定められている。すなわち、部分買付けの場合に、30%以上の株式取得を目的とする部分買付けを行う際には、対象会社の株主に対し、公開買付けに対する応募の意思表示と別に、当該公開買付けそれ自体を承認するかどうかの意思表示をさせなければならない。その上で、買収者から独立した株主の議決権の過半数に当たる株主が公開買付けを承認することを、公開買付け成立の条件にしなければならない⁵⁴。このような規制により、株主が公開買付けに応募する一方で、公開買付け自体には反対する意思表示することによって、公開買付けにおける強圧性を解消することができるようになった。

2. 情報開示規制⁵⁵

シティコードによる公開買付け規制を厳格化するもう一つの側面として、株主に十分な情報を提供し、詳細な情報にもとづいた決定を下すような体制を確保するということがある。

(1) 買付者による公開買付けの意思表示と公開買付文書

買付者が、公開買付けを実行することができると思える合理的な理由を有するに至った場合に、買付者は、「公開買付けを行うという確固たる意思 (a firm intention to make an offer)」の表明をしなければならない。公開買付けの手続きが正式に動き出すのはこの意思の表明からである⁵⁶。この意思表示には、買付者に関する情報のほか、買付けの条件等一定の条項が含まれなければならない⁵⁷。

また、買付者は、意思の表明の日から28日以内に、公開買付文書を、対象会社の株主に送付しなければならない。その公開買付文書の内容につき、株主に公開買付けに応募するか否かを判断する際に必要な情報⁵⁸が含まれている。

(2) 取締役による意見表明報告書

対象会社の取締役は、公開買付けに対する意見とその理由を述べた意見表明報告書を作成し、公表しなければならない⁵⁹。意見表明書の記載事項には、公開買付けが会社全体の利益に与える影響、公開買付けが労働関係に与える影響、および買付者の対象会社についての戦略などに関する対象会社の取締役会の見解が含まれなければならない。

第四節 まとめ

イギリスにおいて、敵対的買収が現れた最初の時期は、買収防衛策にせよ、公開買付け規制にせよ、厳格な規制が設けられておらず、買収防衛策は一時的に隆盛した。しかしながら、イギリスにおけるコーポレートガバナンス法制は、買収防衛策を正当化するための適切な法的環境（特に独立

取締役制度の整備）を備えていなかった。これは、イギリスにおいて買収防衛策が認められなかった唯一の理由とはいえないが、重要な理由とは言えよう。そして、イギリスでは買収防衛策を禁止し、公開買付け規制を強化するアプローチによって、企業買収法制を構築してきた。

第三章 日本への示唆

アメリカとイギリスにおける買収防衛策規制の形成を概観すると、買収防衛策の正当化につき、コーポレートガバナンス法制が適切な法的環境を提供することができるか否かという点が重要であるということが明白になった。さらに言えば、独立取締役制度は買収防衛策が正当化されるための十分条件とはいえないが、買収防衛策が正当化されるための必要条件とは言える。すなわち、独立取締役制度の有無だけによって、買収防衛策を禁止するか認めるかということ判断するのは無理であるが、買収防衛策を正当化しようとすれば、独立取締役制度の整備は必要であることになる。

日本において、現在の法制度を前提として、公開買付け規制がまだ完全なものとはいえず、完全な買収防衛策規制を構築するための必要要素である独立取締役制度も不十分であるため、政府、民間団体、司法など主体の共同的な役割によって、買収防衛策規制がイギリス型かアメリカ型かそれともイギリスとアメリカの折衷型のどちらに定着するのかがまだ未確定である。

この問題に対して、筆者の観点からは、イギリスのように、取締役による買収防衛策が全面的に禁止され、厳格な公開買付け規制により敵対的買収を規制するアプローチを採用するのは困難であるように思われる。その理由は、イギリスにおいて、現実に会社経営を主導するのは株主であり、「会社支配権の争いの帰趨は株主が決めるべきである」という認識も敵対的買収が現れた早期から一貫して強固である一方、日本企業において従業員から会社経営者を選任し、そして、従業員の利益を代表する経営者が基本的に重要な意思決定を

行っているような会社経営の実態がある。このような状況の下、敵対的買収の場面において、経営者及びその代表している従業員側の決定権を一切禁止することはそれほど簡単ではないだろう。

また、買収防衛策とコーポレートガバナンス法制との繋がりから考えると、日本におけるコーポレートガバナンス法制において、平成14（2002）年の商法改正により委員会設置会社が導入されたことに伴い、アメリカにおける独立取締役制度の監査機能を念頭において、社外取締役⁶⁰による社内取締役・執行役に対する監査の役割が重視されてきた⁶¹。この点からすれば、イギリスのように買収防衛策を正当化する法的環境が完全ないともいえないため、買収防衛策を認めることも可能であろう。しかしながら、委員会設置会社の利用状況を考察すると、楽観的にはなれない。東京証券取引所がまとめた「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書2007」によると、東証上場会社2356社のうち、委員会設置会社は59社であり、全体の2.5%である。1社あたりの社外取締役の平均人数は4.37人である。買収防衛策が盛んでいた時期に社外取締役制度も独立取締役制度でも全然導入されてなかったイギリスと比べると、ゼロからはじめるわけではないという違いがある。

そうすると、アメリカ型か折衷型かのどちらになる可能性が高いと予想できるだろう。どちらに発展するのはまだ不明であるが、両方とも取締役による買収防衛策を認めるために、独立取締役制度を強化する必要がある。アメリカのデータと比べると、日本の社外取締役の数ははるかに不足しており、買収防衛策を正当化する法的環境がすべて整っているともいえない。また、日本における社外取締役の独立性についても明白なものとはいえない。そこで、社外取締役制度を強化する必要があるだろう。

おわりに

本稿では、日本における企業買収法制が不十分である現状の下、企業買収規制とコーポレートガ

バナンス法制との繋がりから、英米における買収防衛策規制の形成及び本質に対する考察を踏まえ、日本における買収防衛策規制の構築に対する示唆を得ることを試みた。しかし、企業買収規制を構築する際に考慮すべき要素は、決してコーポレートガバナンス法制に限らず、株主構成や政治政策など様々なものがある。また、企業買収の場面に生じうる強圧性に法制度で対応すべきなのかという問題自体が検討すべき課題である。アメリカにおける取締役による買収防衛策にせよ、イギリスにおける厳格な公開買付け規制にせよ、法制度で強圧性を対応しなくてはならないという立場が採用されている。そもそも買収コストを高める規制である公開買付けまたは買収防衛策が不要という立場もあり得るだろう。このような限界を突破するために、コーポレートガバナンス法制以外の面及び英米以外の法規制も含めて、日本における企業買収規制のあり方を検討するのは今後の研究課題である。

¹ 敵対的買収に関する法規制の進展及び現状については、大杉謙一「株式の大量取得行為に対する法的規制のあり方」『企業法の理論——江頭憲治郎先生還暦記念（下）』（商事法務・2007）16頁以下。

² 東京高決平成17年3月23日 判時1899号56頁。

³ 東京地決平成17年7月29日 判時1909号87頁。

⁴ 最決平成19年8月7日 民集61巻5号2215頁。

⁵ 買収防衛策の役割を重視するアメリカ型を提唱しているものについては、企業価値研究会「企業価値報告書2006～企業社会における公正なルールへの定着に向けて～」平成18年；企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」平成20年；大杉・前掲論文（注1）1頁以下。

⁶ 公開買付け制度を強化し、買収防衛策の禁止のイギリス型を提唱しているものについては、田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務・2012）；中東正文『企業結合法制の理論』（信山社

・2008) 264頁以下。

⁷ 大杉・前掲論文(注1) 21頁。

⁸ アメリカにおいて、ウィリアムズ法は公開買付け行為についての開示規制と行為規制を置いているが、イギリスのような義務的公開買付けや全部買付け義務や取締役の中立義務など内容が一切設けられてない。

⁹ たとえば、株主構成や司法、政府、民間団体の役割など角度から検討することもできる。See John Armour, Jack B. Jacobs, Curtis J. Milhaupt, “A Comparative Analysis of Hostile Takeover Regimes in the US, UK and Japan (With Implications for Emerging Markets)”, (*Columbia Law and Economics Working Paper No.377,2010*); John Amour, David A. Skeel, JR., “Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why?—The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation” (*Georgetown Law Journal,2007*), Vol.95, pp.1727.2007.

¹⁰ Cheff v. Mathes, 199 A.2d 548 (Del.1964).

¹¹ 買収防衛策の適法性を検討する判例につき、アーサー・R・ピント、ダグラス・M・ブランソン『アメリカ会社法(第1版)』(雄松堂・2010) 469—481頁; カーティス・J・ミルハウプト(Curtis J. Milhaupt)(編)『米国会社法(U.S. Corporate Law)』(有斐閣・2009) 189-209頁参照。

¹² Unocal事件以前のCheff事件は、買収防衛策の適法性が認められた最初の判例であるが、判例によって示された審査基準、すなわち、買収者の買収行為が会社の方針および効率性に危険を及ぼすと合理的な根拠に基づいて信じたことと、取締役会が防衛策導入に際して誠実かつ相当の調査を行ったことを立証することができれば、買収防衛策の適法性を認めることができる、という基準は、実質的に取締役の主観面のみに着目し、明確性が欠けているなど欠点が指摘されたので、Unocal基準により書き換えられた。

¹³ Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del.1986).

¹⁴ See Marcel Kahan & Edward B. Rock, “How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law”, (*The University of Chicago Law Review, Summer 2002*), Vol.69.No.3, pp.876.

¹⁵ Time事件のもう一つ重要な意義は、Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34 (Del.1994)とあわせて、Unocal基準とRevlon基準の適用範囲を明確したことである。

¹⁶ Marcel Kahan & Edward B. Rock・前掲論文(注14) 参照。

¹⁷ Gregory v. Correction Connection, Inc., 1991 WL 42992, (E. D. Pa. Mar 27, 1991); In re Wheelabrator Technologies Inc. Shareholders Litigation, 1992 WL 212595, (Del. Ch. Sep 1, 1992); Moore Corp. Ltd. v. Wallace Computer Services, Inc., 907 F. Supp. 1545, (D. Del. Dec 4, 1995); Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d 136 (Del. Supr. Jan 11, 1995); In re Gaylord Container Corp. Shareholders Litigation, 753 A.2d 462, (Del. Ch. Jan 26, 2000); First Union Corp. v. SunTrust Banks, Inc., 2001 WL 1885686, (N. C. Super. Aug 10, 2001), etc.

¹⁸ 前の年次総会から13ヶ月以内の日に開催が特定されなかった場合、株主または裁判所に株主総会の開催を請求することができるため、前回の年次総会から次回までの期間は13ヶ月と制定することができる(DGCL § 211)。

¹⁹ 期差取締役制度とポイズン・ピルの組み合わせによって、取締役会の買収防衛能力が非常に強化されたことに関する詳しい検討については、Lucian Arye Bebchuk, John C. Coates IV, Guhan Subramanian, “The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy”, (*Stanford Law Review, 2002*), Vol.54, pp.887-951.

²⁰ 「株主利益最大化原則」の下で考えると、取締役は株主の利益を確保・向上するために行動すべきと思われるが、ステークホルダー利益の確保・向上も考慮に入れないと考

えるものもある。この問題は、「会社は誰のものなのか」という問題に帰着している。本稿では、取締役が多元的な利益を考慮して行動すべきということを否定しないが、主として株主と取締役の利益関係の角度から検討する。

²¹ 取締役に新株予約権（ストック・オプション）を付与する制度である。会社の株価が上昇するほど取締役に付与されたストック・オプションの価値が増えていくため、取締役の会社の業績を向上させようとするインセンティブを増加することによって、エージェンシー問題を緩和する方法である。

²² *Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del.Ch.1988)

²³ 防衛策の「強圧性」と「排除性」について、ポイズン・ピルに関する判例ではないが、Carmody事件前の1995年に起こられたUnitrin（651 A.2d 1387）事件とCarmody事件後の2003年に起こられたOmnicare（818 A.2d 935）事件をあわせて、その定義が判示された。「強圧的」と「排除的」な防衛策の内容については、田中・前掲書（注6）第183-186頁参照。

²⁴ 独立取締役増加の経緯やデータにつき、竹下ちえ子「アメリカにおける社外取締役の役割とコーポレート・ガバナンス」「商事法務」1327号（1993）2頁；川濱昇「取締役会の監督機能」森本滋ほか（編）『企業の健全性確保と取締役の責任』（有斐閣・1997年）；武井一浩「米国型取締役会の実態と日本への導入上の問題〔I〕」「商事法務」1505号（1998）75頁、78頁以下；大杉謙一「株主代表訴訟の濫用への対処」「判例タイムズ」1066号（2001）50頁、61頁、62頁；大杉謙一「社外取締役（独立取締役）」、「アメリカ法」2004-1号、11頁；Jeffrey N. Gordon, "Independent Directors and Stock Market Prices: The New Corporate Governance Paradigm", (*ECGI- Law Working Paper No.74, 2006*)参照。

²⁵ たとえば、自主規制の影響であり、ニューヨーク証券取引場の規制により、独立取締役制度の

導入が推薦された。また、社会規範の影響であり、企業の目的が「株主利益の最大化」とされ、株主利益に対する保護が重要な課題になった等原因を挙げることができる。

²⁶ シャークリベラントとポイズン・ピルを組み合わせると、取締役会の権限が過大であるという問題を緩和するために、Lucian Arye Bebchuk, John C. Coates IV, Guhan Subramanian・前掲注19は、買収会社の取締役側が一回目の株主総会において選挙合戦に負けたとすればポイズン・ピルを維持することができない、という判例法理を構築すべきと述べた。

²⁷ 独立取締役制度に加えて、業績連動報酬制度も重要な役割が果たしていたと指摘された。Marcel Kahan & Edward B. Rock・前掲論文（注14）参照。

²⁸ Revlon事件においても、取締役が発動した買収防衛策の適法性が否定されたのは、Revlon社の取締役会のメンバーが独立性を欠くこと（Revlon社の取締役会のメンバーは14名、そのうち6名は上級オフィサー、2名は大株主、残りの6名のうちの4名はビジネス上の関係を有していた）を考慮に入れた結果ともいえる。

²⁹ 独立取締役が買収防衛策にもたらした影響について、Marcel Kahan & Edward B. Rock・前掲論文（注14）のほか、See James A. Brickley, Jeffrey L. Coles, Rory L. Terry, "Outside Directors and the Adoption of Poison Pills", (*Journal of Financial Economics, 1994*), Vol.35, pp.371-390; Scott V. Simpson, "The Emerging Role of the Special Committee—Ensuring Business Judgment Rule Protection in the Context of Management Leveraged Buyouts and Other Corporate Transactions Involving Conflicts of Interest", (*Business Lawyer, 1988*), Vol.43, pp.665.

³⁰ Mark R. Huson, Robert Parrino, and Laura T. Starks, "Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective", (*The Journal of Finance, 2001*), Vol.56, No.6, pp.2268.

2278.により、実践調査によって、独立取締役の増加は取締役会の更迭に大きな影響をもたらした。特に1989年から1994年の期間内、取締役会の更迭現象が前より大幅に増えた。

³¹ この観点を支持している代表的なものはMarcel Kahan & Edward B. Rock・前掲論文（注14）。

³² ポイズン・ピルが買収者との交渉道具に過ぎないということにそれほど楽観的でない見方も有力である。See Bernard Black & Reinier Kraakman, "Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value", (Northwestern University Law Review, 2002), Vol. 96, pp. 521; Lucian Arye Bebchuk, John C. Coates IV, Guhan Subramanian・前掲論文（注19）。

³³ Tonello, supra note 19, Chart 2, www. SharkRepellent.netを参照。

³⁴ 注24参照。

³⁵ 2004年に、公開買付けを監督する機関は公的機関または国内法によって承認された民間団体でなければならないとするヨーロッパ公開買付に関する指令（the European Takeover Directive, 以下「EU公開買付指令」という）第4条1項による国内法化に当たり、シティパネルが民間団体のままで会社法によって承認された法的根拠を有するものとなった。すなわち、2006年会社法の規定（第942条、第943条）により、シティパネルが同法第28編「公開買付け等」の下で定められた職務を行うことやシティパネルが公開買付け等に関する事項について規則を定めることができることなど明文で定められた。これに伴い、シティコードも法的根拠を有するものとなった。それにより、従前と異なり、シティコードに違反する取引が無効となる。シティパネルは、シティコードの解釈等についての裁定を行うことができ（2006年会社法第945条）、シティコードやパネルの決定に違反する者に対して、制裁を科すことができる（会社法第952条）。北村雅史「イギリスの企業結合形成過程に関する規制」森本滋（編）『企業結合法の総合的研

究』（商事法務、2009）190頁。

³⁶ 例えば、2006年会社法取締役の適正目的による行動する義務に関する第171条や、株主平等原則が定められている第172条や株式の発行における取締役の権限に関する第551条等。

³⁷ イギリスにおいて、1953年のCharles Clore vs J. Sears & Co買収事件を皮切りとして、買収者は買収対象会社の経営者の同意を得ずに、直接に所有者である株主から株式の買付けにより買収を行い、いわゆる敵対的企業買収の道を開いた。そして、1960年代に起きた企業買収の波に伴い、敵対的企業買収が盛んになった。経営者は、企業に好ましくない敵対的企業買収を抑えるために、株主に対する配当を増加する、あるいは、剰余金返還など措置によって敵対的買収を抑えると努力したが、それら措置によって敵対的買収を止まることができなかったのも、買収者にとって魅力的な財産、いわゆる「王冠の宝石（Crown Jewel）」、を第三者に譲渡するなど買収防衛策が現れた。

³⁸ [1967]Ch.254;[1966]3 W.L.R.995;[1966]3 ALL E.R.420; (1966) 110 S.J. 887.

³⁹ [1974]A.C.821;[1974]2 W.L.R.689;[1974]1 ALL E.R.1126;118 S.J.L.B.330; (1974) 118 S.J.330.

⁴⁰ Howard 事件の判決は、Mills v. Mills（1938）60C.L.R.150を引用した。Mills事件の判決によると、資金調達を経営活動の一つであり、取締役の責任である。経営者が善意を有すれば、裁判所は経営者の経営判断が正しいか否かを問うことは不適正である。しかしながら、取締役が単独な目的である経営判断を下したか、あるいは、取締役が一つの主要目的が含まれた複数の目的で、ある経営判断を下したかという問題について論争が起る際に、裁判所は当該経営判断を下した当時の状況を客観的に考察し、当該経営判断の重要性、緊急性を評価することができる。もし当該経営判断につき緊急性あるいは重要性がなければ、資金調達の単独目的のために当該経営判断を下したという取締役の主張を疑問視することができる。

⁴¹ The Companies Act 1948 (以下「CA1948」という), CA2006, § 171.

⁴² 株主構成や政府、司法、民間団体などの役割等。注7参照。

⁴³ それについては、関孝哉、「英国における非業務執行取締役の役割と監査委員会の機能—ジョナサン・チャーカム氏に聞く—」、「商事法務」1667号(2003年)28-32頁。

⁴⁴ Joy Dey, "Efficiency of Takeover Defence Regulations: A Critical Analysis of the Takeover Defence Regimes in Delaware and the U.K.", pp.13, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1369542>から入手することができる; Geoffrey P. Miller, "Takeovers: English and American", (*European Financial Management*, 2000), Vol.6, No.4, pp.537.

⁴⁵ 上述のHogg v. Cramphorn, Ltd.事件とHoward Smith Ltd. v. Ampol Ltd事件の他、2004年のCriterion Properties plc v. Stratford UK Properties LLC([2004]UKHL 28;[2004]1 W.L.R.1846; [2004]B.C.C.570;[2006]1 B.C.L.C.729;(2004)101(26)L.S.G.27;(2004)148 S.J.L.B.760;[2004] N.P.C.96;Official Transcript;)事件においても、取締役会はポイズンピルを内容とする契約を締結する権限を有さず、それは株主が決めるべき事項であると裁判所が判断した。

⁴⁶ 義務的公開買付け (mandatory offer) と任意的公開買付け (voluntary offer) につき、シティコードにより、ある者が、公開買付けによらずに、対象会社の総株主の議決権の30%以上の株式を取得する場合、またはすでに議決権の30%以上50%未満の議決権を有している者が議決権の保有比率を上げることになる株式を取得する場合に、その者は、対象会社の全株式及び議決権を有する株式に転換できるすべての種類の証券について公開買付けを行わなければならない、という義務的公開買付義務が制定されている。それに対して、買収者が30%以上の株式取得を取得しようとする時、自分の意志で公開買

付けによって買収を行うことは、任意的公開買付けという。任意的公開買付けと義務的公開買付けと比べると、規制が緩和されているため、買収者は最初から公開買付けによって買収を進めるように動機付けられることになる(実際、イギリスの公開買付けのほとんどは任意的公開買付けであり、義務的公開買付けが現実に行われることは少ない)。そのため、買収者に公開買付けによって買収を進めさせることは、買収行為を規制することによって株主の利益を保護することにつながった。これもイギリスにおける公開買付け規制が厳格的であるという特徴を表す典型的な規制である。

⁴⁷ シティコードのルール (以下「規則」という) 9.1条&14.1条。

⁴⁸ 規則9.5条。

⁴⁹ 規則6.1条。

⁵⁰ 規則11.1条。

⁵¹ Bebchukは、公開買付けの強圧性は部分買付けだけでなく、全部買付けの場合も生じることを強調し、イギリスで部分買付けについてのみ行われている、株主に公開買付け自体に対する賛否を表示させるという規制を全部買付けにも及ぼすことを提案した (Bebchuk, *supra* note 128, at 1796-1797)。

⁵² 規則31.4条。

⁵³ 規則36.1条。

⁵⁴ 規則36.5条。

⁵⁵ 北村・前掲論文(注35)192-194頁。

⁵⁶ 規則2.7条。

⁵⁷ 規則2.5条。また、公開買付けの表明の時期は原則的には買付者の意思によって決まるが、シティコードは、対象会社へのアプローチの後、買収に関する噂が広まり、対象会社の株価が異常な動きをみせた場合など、公開買付けの可能性について開示することを義務づけるとともに(規則2.2条)、2011年に強化された規則により、そのような開示の後28日以内に、公開買付けをするという確定的な意図を開示する (put up) か、または、公開買付けはしない旨の開示

をする（shut up）ことを義務付けるものである。（規則26条）。

- ⁵⁸ 規則24条により、公開買付文書の内容につき、①対象会社の将来の事業に関する買付者の意図；②対象会社についての戦略プランおよび対象会社の雇用と事業の場所に関する予想される影響；③対象会社の固定資産の移転に関する買付者の意図；④買付けに関する長期的な営業上の正当性；⑤対象会社および子会社の従業員と経営陣の継続雇用に関する買付者の意図（雇用条件の重要な変更を含む）；⑥買付者の財産状態に関する特定の情報；⑦買付けよとする証券の種類と割合（数）；⑧買付けの条件；⑨買付けの対価に関する事項（買付け価格、対価の支払いに関する事項、対価が買付者の証券である場合の当該証券の明細、公開買付の対価の総額と出所など）；⑩買付者および共同行為者の対象会社株式の保有状況；⑪公開買付期間などの

事項が記載される。

⁵⁹ 規則25.1条。

⁶⁰ 日本の場合、独立取締役は法制的概念ではなく、それと同じような機能が期待されているのは社外取締役である。会社法2条15号により、社外取締役とは、株式会社の取締役であって、当該株式会社またはその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人でなく、かつ、過去に当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人となったことがない者と定義されている。

⁶¹ 会社法400条により、各委員会は、3人以上の委員で組織され、各委員会の委員の過半数は社外取締役でなければならない。

（げん 　いつぶん 　北海道大学大学院法学研究科
修士課程修了）

