

氏名 (生年月日)	神 山 静 香 (1970年4月8日)
学位の種類	博士 (法学)
学位記番号	法博甲第112号
学位授与の日付	2015年7月29日
学位授与の要件	中央大学学位規則第4条第1項
学位論文題目	企業買収の局面における取締役の行為規範の研究 —米国の効率性モデルの会社法理論による分析—
論文審査委員	主査 福原 紀彦 副査 大杉 謙一・三浦 治

内容の要旨及び審査の結果の要旨

1 論文の主題と構成

神山静香氏 (以下、筆者という.) より提出された博士学位 (甲) 請求論文「企業買収の局面における取締役の行為規範の研究—米国の効率性モデルの会社法理論による分析—」は, A4判横書にて, 全編158頁 (17万2,784字) から成り, 次のような構成を採る.

序 章

第1章 取締役の行為規範と経済効率性の視点

第1節 企業買収の局面における取締役の意思決定

第2節 取締役の行為規範における効率性の視点

第3節 取締役の義務違反

第2章 効率性モデルの会社法理論と株主利益最大化原則

第1節 株主利益最大化原則の意義

第2節 理論的根拠

第3節 効率性モデルの会社法理論との関係

第4節 効率性の視点を重視した解釈論の方向性

第5節 考察対象と分析の視点

第3章 米国における効率性モデルの会社法理論

第1節 株主と取締役の権限の配分

第2節 合併・買収の局面における取締役の権限と義務履行への懸念

第3節 裁判外の規律—会社支配権市場 (market for corporate control)

第4節 デラウェア州の裁判所の基本的姿勢

第4章 効率性モデルの会社法理論と判例法理

第1節 デラウェア州の判例法理と経営判断原則

第2節 合併・買収の局面における取締役の注意義務

第3節 条件付きの経営判断原則（中間的基準）

第4節 デラウェア州の判例法理を根拠づける理論モデル

第5章 株主以外のステークホルダーの利益の考慮

第1節 概説

第2節 デラウェア州判例法

第3節 アメリカ法律協会（American Law Institute）のプリンシプル

第4節 州法（Constituency Statutes）

結章 本論文の結論と今後の検討課題

2 研究経過と本論文の概要

（1）研究の背景

本論文の筆者は、その国際的な修学経験や実務経験で培った語学力や知見を活かした日米比較会社法学の理論的研究を目的として、本学大学院法学研究科に在籍し、博士課程前期課程と後期課程を通じて会社法分野を中心に研究を進めてきた。筆者はとくに、取締役会制度の母法である米国会社法や米国連邦証券規制を幅広く調査研究しながら、米国で提唱され日本でも注目されている法と経済学の会社法理論の研究を進めている。公開買付け等の企業買収やエクイティ・ファイナンス、ディスクロージャー等、会社法と証券法等の資本市場法制が交錯する領域での取締役の行為規範を研究テーマとして比較法的アプローチから研究を行い、その研究の成果と特徴は、公表された論文や著書、公的学術調査に表れている。すなわち、「M&Aにおける取引保護条項の有効性判断とその法基準の確立—米国デラウェア州の判例理論における法基準を手がかりとして」（修士論文 2006年）、内閣府経済社会総合研究所 M&A 研究会「欧米における M&A 事情調査研究—イギリス、ドイツにおける海外現地調査」（2009年）、「証券市場における不実の情報開示と民事責任」（中央大学大学院研究年報第40号 2011年2月）、「流通市場における不実開示と発行会社の民事責任—Rule 10b-5 訴訟におけるサイエンターの訴答（pleading）と実証分析を用いた法の評価について—」（比較法雑誌第45巻第4号 2012年3月）、翻訳書『戦略経営マニュアル 取締役会を成功させる実践ツール集』（レクシスネクシス・ジャパン 2012年、公益社団法人会社役員育成機構）等である。上記の論文や翻訳書の執筆、公的学術調査の過程で得ることのできた知見は、本研究と本論文の基盤となっている。

（2）本論文の目的・方法と概要

1) 本論文の問題意識と目的・方法

筆者は、会社経営において、近年、効率性の確保が強く要請され、取締役が果たすべき義務の内

容が大きく変容している現状を認識し、国際的に需要が大きい企業買収の局面における取締役の義務と責任について、富の最大化基準による効率性の視点を重視した法解釈論の検証を試みようとしている。本論文では、企業買収の局面で取締役の任務懈怠責任が問われる事例のうち、具体的な法令違反のない注意義務違反の類型に属する行為について、抽象的な義務の内容を「株主利益最大化原則」の観点から具体化するとともに、望ましい司法審査基準について経営判断原則と株主利益最大化原則との関係を踏まえて検討を行っている。考察方法として、米国デラウェア州の判例法上の注意義務の法理とその背後にある効率性を重視する会社法理論の考え方を分析し、わが国の解釈論の方向性を提示している。

2) 本論文各編の内容

本論文を構成する各編の内容は、以下のとおりである。

序 章

まず、経営者・取締役は、効率性の追求、すなわち、株主利益の最大化を追求すべく経営を行わなければならないが、わが国の経営者は、株主利益を軽視する傾向があり、取締役会に権限や裁量権を与え、会社経営の中核を担わせるのであれば、企業買収が株主利益に沿った形で行われるよう取締役の行為を規制する必要があるとの問題意識を表明している。そして、その規律づけの方法として、企業買収の局面で企業価値向上の観点から効率的な意思決定を行うインセンティブとなり、非効率な意思決定を抑止するための有効な規律づけメカニズムとして機能する法ルールを確立することが必要ではないかと問題を提起している。そして、取締役の善管注意義務・忠実義務（会社法 330 条、民法 644 条、会社法 355 条）及び任務懈怠責任（会社法 423 条 1 項、429 条 1 項）の解釈を再検討する必要性を示している。

第 1 章 取締役の行為規範と経済効率性の視点

近年のコーポレートガバナンス強化に向けた法改正や規制の整備等の一連の会社法改革では、法令遵守等の公正性の確保に加え、企業の収益性向上に向けた効率性の確保が重視されており、わが国の取締役が果たすべき義務の内容が大きく変容している。しかし、効率性の追及の観点から取締役が果たすべき義務の内容は抽象的かつ観念的であり、株式価値を最大化する意思決定が必ずしも取締役の効用を最大化するわけではないことから、取締役の「シャーキング（非効率な業務執行、経営等の経営能力の欠如）」を抑止ないし規律する方策が必要であると指摘している。しかし、具体的な法令違反のない業務執行に関する注意義務違反行為については、裁判所は事後的な介入に謙抑的な立場を採り、義務違反の有無の判断には、原則として経営判断原則が適用され、取締役の経営判断が尊重される傾向があり、株主代表訴訟の結果、取締役の不合理ないし不適切な経営判断の責任が認められた事例は金融機関以外の上場会社の事例ではごく少数である。戦略的な買収の局面で、効率性を重視した意思決定が取締役に求められる一方で、効率性を欠く業務執行等のシャーキングを抑止するという観点からの取締役の義務規範については裁判事例の蓄積がないことを指摘する。さらに、取締役の義務と責任規定以外の法ルールが、取締役が株主利益最大化の観点から効率的な意思決定を行うよう取締役を規律づける機能を有しているか、資本提携等に利用される第三者

割当増資に対する新株有利発行規制を取り上げて検討している。すなわち、新株発行により調達した資金の使途如何では既存株主の経済的利益に影響を及ぼすが、新株有利発行規制は、発行価額に着目するものであり、調達資金による投資プロジェクトの効果が会社の現在価値に及ぼす影響を考慮するものではないため、調達資金の使途に関する取締役の経営判断が効率的ないし妥当であったか、経営判断の結果による株主の損害の有無等を問うことなく取締役の善管注意義務違反が認められることになる。よって、同規制は、取締役が効率的な意思決定を行う規律づけメカニズムとしては機能していないことを指摘している。

第2章 効率性モデルの会社法理論と株主利益最大化原則

第1章で検討した問題点を受けて、効率的な意思決定を行うインセンティブとなり、非効率な意思決定を抑止するための有効な規律づけメカニズムとして機能する法ルールを確立するために、株主利益最大化原則を基本原理とした取締役の義務及び責任の解釈論について検討する。株主利益最大化原則の考え方は、米国で提唱される「富の最大化」基準による効率性を重視した会社法理論の考え方も親和性を有することを指摘する。しかし、株主利益最大化原則の見解を採用したと評価される近年の裁判事例には、株主が被った直接損害につき会社法429条1項に基づいて損害賠償を求めたものがあり、会社に損害が生じておらず、株主間での価値移転により一部の少数株主に生じた直接損害について会社法429条1項の会社に対する任務懈怠と観念できるか等の解釈上の問題が指摘されている。取締役の株主への直接の義務を観念しうるのか、あるいは、取締役は、会社に対する義務の内容として株主の共同の利益を図る義務を負い、この義務違反が会社に対する任務懈怠と解されるのかという本質的問題について、学説上、見解の一致をみておらず、理論的な基礎を確立する必要があることを指摘している。

第3章 米国における効率性モデルの会社法理論

本章では、米国学法の分析・検討からわが国の取締役の義務及び責任法理への示唆を得る。米国デラウェア一般会社法上の合併・買収手続きを概観し、株主と取締役の権限の配分を明らかにする。米国では、取締役会の情報優位性、経営の専門性、機関としての機動性と権限に基づくステークホルダー間の利害調整の必要性、株主の合理的無関心と集合行為問題によるただ乗りの問題等を踏まえると、取締役会に権限と裁量を与えることは効率性の点からも合理的だと考えられている。しかし、交渉による買収では、買収者からのサイドペイメントの申し入れ等、対象会社の取締役には潜在的な利益相反の問題がある。企業買収は非継続的取引であり、株主との信認関係も消滅することから、繰り返し行われる取引での処罰の脅威や株主による監視等の取締役に対する規律が機能しなくなるという最終回問題が存在する。独立取締役によるモニタリングや労働市場・資本市場での評判、会社支配権市場等、裁判以外の規律は取締役のシャーキングや利益相反を完全に抑止できていないとされているにもかかわらず、デラウェア州の裁判所は、自己取引等の明らかな証拠がない限り、合併・買収に係る取締役会の意思決定には、原則として経営判断原則を適用して取締役会の判断を尊重し、当該状況での残余コストを容認していることを指摘する。このような裁判所の姿勢の背後に効率性を重視する会社法理論の考え方があることを指摘する。

第4章 効率性モデルの会社法理論と判例法理

デラウェア州裁判所は、デラウェア一般会社法 141 条 (a) 項を根拠として、取締役会の権限を尊重する立場をとっており、デラウェア州の会社法及び判例法理では、企業買収の局面で取締役会に権限と広範な裁量を与えている。しかし、買収の局面における取締役の行為に対しては、通常の注意義務の審査基準とは異なる法基準の適用を主張する理論モデルがある。デラウェア州の判例法上の注意義務法理を一貫した理論的根拠に基づき根拠づけ、統一的な法理論の確立を試みる理論モデルとして、会社の「内在的価値 (intrinsic value)」概念に基づく理論モデルがある。会社の「内在的価値」概念に基づく理論モデルでは、会社は市場価値とは異なる「内在的価値」を有することを前提としている。米国の資本市場の効率性についての評価は一様ではないが、セミ・ストロング型の市場の効率性が成立しているとするれば、公表情報から認識できない会社の「内在的価値」は証券価格には反映されず、株主や買収者には認識不可能であるとする。DCF 法等を用いて会社の「内在的価値」を算出する上で、取締役は会社の将来キャッシュフローの予測やリスク等を勘案した割引率が適正かどうかを判断する上で情報優位性を有しており、会社の「内在的価値」を把握するのに最も適した機関であるとする。株主の集合行為問題等を考えると、取締役会に権限を与えることは効率性の点からも合理的であるが、買収の局面では、潜在的な利益相反や最終回問題等があるため、取締役会によって、意思決定の過程で適切な注意を果たしていることが経営判断原則を適用する要件となり、注意義務を果たしていたか否かは、会社の「内在的価値」を把握する上で合理的な手続きを履践したか否かで判断される。すなわち、取締役が注意義務を尽くしたというためには、独立性のある金融専門家によるフェアネス・オピニオンや制約のない自由な市場テスト等の信頼できる根拠に基づき算出した会社の真の経済価値である「内在的価値」を根拠として、合併や買収提案が「株主の長期的利益」の観点から合理的に得られる最善の利益かどうかを判断しなければならず、そのための合理的な手続きが採られていない場合には、注意義務違反を構成するとする。米国では、合併・買収取引の類型や株主と取締役の利益相反の重大さに応じて、取締役の義務の内容や審査基準を変化させることで、経済合理性 (効率性) や取引が社会一般に与える影響、株主等の利害関係者の利益を斟酌し、妥当な結論を導いていると指摘している。

第5章 株主以外のステークホルダーの利益の考慮

企業買収規制立法として制定された州法 (会社関係者法、信認義務修正法) やアメリカ法律協会のプリンシプルを検討する。各州法は、会社法上の取締役の注意義務規定を修正して会社法上に規定されており、企業買収の局面で、取締役が株主以外の利害関係者の利益を考慮することや会社の長期的利益のために株主の短期的利益を犠牲にすることを許容しており、株主利益最大化を内容とする会社法上の信認義務を修正すると解されるものもある。デラウェア州はこれらの州法を採用しておらず、株主の利益に関連づけることで株主以外の利害関係者の利益の考慮を許容している。本章では、米国における株主利益最大化原則の現状を確認している。

3 評価

わが国では、近年の裁判例において、会社の営利社団法人としての本質から、取締役の善管注意

義務は、会社の構成員である「総株主」の利益の最大化を図る義務を意味すると解する「株主利益最大化原則」の見解を採用したと評価される司法判断が示されている。株主利益最大化原則の考え方のもとでは、取締役は、剰余権者である株主の剰余部分を最大化することにつき、善管注意義務・忠実義務を負うと解することになる。最近では英米法上の信託義務（fiduciary duty）の立法化を要請する見解もあり、取締役は、株主利益の最大化を迫りて経営を行うべきであるとする基本原理がより重視されている。筆者は、このような現状を踏まえ、効率性（富の最大化）という視点を重視し、企業買収の局面における経営判断についての注意義務違反に対する司法審査基準のあり方を検討している。筆者の目的は、効率的な意思決定を促進し、非効率な意思決定を抑止するための規律づけを取締役の義務・責任規定の解釈・運用によって実現しようとするところにある。以下、各章の著述に表れた研究成果を確認し評価することから始めて、論文全体への評価へと及ぶこととする。

第1章では、効率性の確保を重視する社会的要請を踏まえ、効率性を重視する米国の会社法理論の考え方に注目して、効率的な資源配分を実現し社会全体の富を最大化すべきであるとする概念である「富の最大化」の観点から、取締役が果たすべき義務の具体的内容を検討している。筆者は、本章で、新株有利発行の問題を取り上げて、効率性の視点が重視される理由を示している。新株有利発行で筆者が問題視するのは、取締役会が誠実にプロジェクトの評価を行うことなく、プロジェクトが生み出す利益の割引現在価値が資本コストを下回る投資プロジェクトに調達資金が投入されることで、プロジェクトの評価を織り込んで株価が下落し、既存株主が経済的な不利益を被る場合である。新株有利発行規制は、投資プロジェクトの効果が会社の現在価値に及ぼす影響を考慮するものではないため、取締役の経営判断の効率性、妥当性は問われない。よって、このような株主利益の観点から非効率な意思決定を抑止するために取締役の行為に対する規律づけが必要であり、取締役の義務と責任について効率性の視点を重視した解釈論を構築する必要があると指摘している。このような視点に基づく分析は、新株予約権や新株発行の差止め仮処分において、取締役の義務の観点から不公正発行や有利発行に基づく差止めの可否を判断する枠組みを検討する上でも有益である。取締役の義務と責任の問題を経済学の問題を取り入れた分析手法によって解明しようとする手法は、筆者がこれまで取り組んできた法と経済学の会社法理論の研究から得られた知見を基盤とするものであり、その視点と手法には独自性が認められる。

第2章及び第3章では、効率性の視点を重視した解釈論を展開する上での基礎的検討を行っている。わが国における「株主利益最大化原則」の内容、意義、理論的根拠、米国の効率性モデルの会社法理論との関係を検討した上で、株主利益最大化原則の見解を取り入れたと評価される裁判事例において示された解釈問題について検討している。富の最大化の概念を取り入れた場合、わが国の会社法の解釈として株主への直接の義務を観念しうるのか、理論的な基礎を確立するための問題提起をしている。第3章では、米国デラウェア州会社法上の合併、資産譲渡等の買収手法について概観し、会社法上に定められる株主と取締役の権限の配分を明らかにしている。米国では、取締役会を中心とした権限分配により、企業買収に関する経営判断及び継続企業としての価値の向上（長期

的な株主利益の最大化)を図る上でも、広範な裁量権が取締役に認められており、わが国の近年の裁判事例にみられるように、会社支配権の帰趨や企業価値の評価において株主を判断主体とすることはないことを明らかにしている。

第4章では、合併・買収の局面における注意義務違反に関するデラウェア州の主要裁判事例に検討を加え、買収の局面における取締役の行為に対して適用される法基準を明らかにするとともに、注意義務違反の判断基準と会社の「内在的価値 (intrinsic value)」概念の関係を明らかにしている。デラウェア州の判例法理を根拠づける理論モデルについて考察する先行業績には、白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』(商事法務 2013 年)や飯田秀総「企業買収における対象会社の取締役の義務—買収対価の適切性について—」財務省財務総合政策研究所フィナンシャル・レビュー平成 27 年第 1 号(通巻第 121 号)(2015 年 3 月)といった論稿があるが、本論文はこれらの先行業績を踏まえ、新たな判例に検討を加えるとともに、企業価値の評価と市場の効率性の関係等も踏まえた独自の議論を展開している。日本では公表されていない判例や最新の学説等についても検討が加えられており、先端的なテーマに取り組む意欲的な研究であることが窺える。

第4章第5節では、取締役の行為規範とその実効性の確保手段(エンフォースメント)の問題について検討している。米国では、株主による責任追及訴訟が認容されることはほぼないとされるが、連邦証券規制に基づく証券訴訟は多数提起されており、私人による証券訴訟は、被害者に対する損害填補だけでなく、違法行為を抑止するためのメカニズムとしての意義を有している。このことから、筆者が、ガバナンスの実効性確保の観点に立ち、州会社法と連邦証券規制との相互補完関係について論じている点は得る米国の現状認識として適切である。

他方、筆者は、損害賠償の脅威によって取締役が効率的な意思決定を行うよう規律づけることは、取締役がリスク回避的な行動をとることにつながり、意思決定に非効率な歪みを生じさせることがあり得るとしている。よって、損害賠償による規律づけと他のガバナンス手法との関係について、筆者の見解が本論文の記述からは必ずしも明確とされていないものの、筆者が以下の認識を有していることが窺える。すなわち、わが国では、役員報酬の業績連動性が低く、業績向上に取り組むためのインセンティブ報酬としての機能が弱いこと、報酬を使った動機づけ(報酬ガバナンス)が機能することの困難さである。また、今次会社法改正で導入された監査等委員会設置会社によるモニタリング・モデルの取締役会が機能する上で、指名委員会と報酬委員会の設置が強制されていないことにより、委員会が選解任権を有し、業務執行者の評価と報酬を連動させることで効率的経営の監督機能の実効性を担保するという点では十分でないとの見解がある。さらに、会社支配権市場による規律効果についても、わが国では敵対的買収が成功することが極めて難しい。わが国では、具体的な法令違反のない業務執行に関する注意義務違反の類型の裁判事例であっても最終的に役員の実効性が認められた事例がある。米国と比較して和解で終結する比率も低く、よって、わが国では、業務執行に関する注意義務違反行為に対して取締役の義務・責任による規律づけが機能する余地がある。これらは、最終面接の質疑応答においても示された筆者の見解である。

第5章では、企業買収規制立法として制定された州法やアメリカ法律協会のプリンシプルを横断

的に検討している。各州法は、企業買収の局面で、取締役が株主以外のステークホルダーの利益の考慮を許容する。わが国では、取締役が意思決定において依拠すべき指標としての「企業価値」「株主共同の利益」という概念について様々な解釈がある。法規範上の概念として捉え、剰余権者である株主の長期的利益とする見解に対し、従業員等のステークホルダーの利益を含む有機的の一体としての企業価値であるとする有力説があり、この論点に示唆を与えるものと評価できる。

以上のように本論文は、わが国の取締役の義務と責任の解釈論の方向性を示そうとする明確な目的のもとに、比較法研究の手法を駆使して論理を展開している点で、優れた業績として評価することができる。すでに、買収対象会社の取締役の任務に買収価格の適切さについて判断する義務が含まれているとする有力な見解が存在し、本論文の論理の方向性も概ね同じ方向にあるものと思われるが、アメリカにおける最新の学説と判例を踏まえて、その方向性を明確にしたことは、貴重な成果である。

しかしながら、以下の諸点を指摘することができる。

筆者は、結章において、会社の「内在的価値」概念につき、合併で生じるシナジーや対象会社の株主に対するプレミアムとの関係はどうか、また、会社が事業体として売却される場合の継続企業としての価値とは異なるのか同じなのか、裁判所が「内在的価値」と認定する価値の概念を明確にすることを今後の検討課題としている。本論文においては、会社の「内在的価値」に基づく判断基準が価格の合理性に着目するものなのか、判断のプロセスの合理性に着目するものなのかをより明確に示す必要があった。

また、効率性基準を重視する会社法理論は、コモンローを基本とする米国独自の法文化や経済理念をもとに発展してきたものであるとする見解がある。株主利益最大化原則を、現代会社法のパラダイムとして認識しつつも、具体的な法規範を導くための基本原理とすることに躊躇する考え方も根強く存在している。経済学による分析がわが国の立法論、解釈論に有用であることは明らかであるが、筆者の今後の研究において、いっそう検証を進める必要がある。

さらには、英米の会社法における取締役の地位が株主に向き合うのに対して、大陸法の伝統を継受するわが国の会社法における取締役の地位が会社との関係で位置づけられることから、米国会社法からの示唆を受けてわが国での法解釈論を展開する場合には、周到な法技術の検討が必要である。

これらの点を含め、本論文を基礎とする研究のさらなる進展が望まれるが、そのことは同時に、価値ある本論文を敷衍することによって今後の成果の獲得が大いに期待されるところでもある。

4 結 論

筆者は、日米における会社経営者の実態と間近に接する職務経験や国際的な調査研究への参加に恵まれ、それらを存分に活用して日米比較会社法研究を進めており、それらの成果の一環として本論文を審査するとき、審査委員一同は、本学において、博士（法学）の学位を授与するに値すると思料する次第である。

以 上