

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おける分析—

神山 静香

本論文の要旨

近年のコーポレートガバナンスの強化に向けた会社法改正やソフトローの策定等の一連の改革では、法令等の遵守といった公正性確保の観点に加え、企業の収益性向上を目的とした効率性確保の観点が重視されており、わが国の取締役が果たすべき義務の内容は大きく変容している。その背景には、国際的な競争に打ち勝つための重要な経営戦略として、日本企業が外国企業との統合や外国企業の買収等を行う事例が急増しているといった事情がある。三角組織再編の局面では、株式交換等の対価として自社株式が用いられることが多いことから、取締役には、効率性の追及、すなわち、株主利益の最大化を追及すべく経営を行うことが強く要請される。しかしながら現実には、日本企業の自己資本利益率（ROE）は欧米企業と比較して低水準にあり、わが国の経営者・取締役は、従業員の利益等と比較して株主利益を軽視する傾向があることが指摘されている。特に、所有と経営が分離する大規模公開会社では、取締役（取締役会）が、株主利益に沿った形で広範な権限や裁量権を行使するよう規律づけるための方策が必要である。

近年の裁判事例において、取締役の善管注意義務は、会社の営利社団法人としての本質から、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は、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とする「富の最大化」概念に基づくものであり、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いて、株主に対して善管注意義務・忠実義務（会社法 330 条、民法 644 条、会社法 355 条）を負うと解するものである。最近では、わが国でも英米法上の信託義務（fiduciary duty）の立法化を要請する見解もみられ、取締役は、株主利益の最大化を追及し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。

企業経営における効率性の確保を重視するわが国の現状に鑑みて、本論文では、立法的課題や法解釈論上の課題を検討する際に、法の評価の指標ないし価値判断基準として「効率性」を重視する米国の会社法理論の分析から、わが国の企業買収の局面における取締役の義務・

責任法理への示唆を得る。敷衍すれば、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、すなわち、企業買収の局面における取締役の経営判断に係る注意義務違反について、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から示唆を得て、抽象的な義務の内容を「富の最大化」の観点から具体化し、経営判断原則と株主利益最大化原則との関係を明らかにしたうえで、望ましい司法審査基準についての提言を試みるものである。本論文の目的は、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。本論文を構成する各章の内容は以下のとおりである。

第1章 取締役の行為規範と経済効率性の視点

第1章ではまず、わが国では企業経営において効率性の確保が強く要請されており、取締役が果たすべき義務の内容が大きく変容していることを指摘する。エージェンシー理論では、株主と取締役の関係をプリンシパル（本人）とエージェント（代理人）の関係と理解するが、株主（本人）のエージェント（代理人）である取締役が株主の利益を最大化するように行動するとは限らず、このような利害対立をエージェンシー問題と呼び、この問題を解決するために生じる費用をエージェンシー・コストと呼ぶ。エージェンシー問題には、代理人である取締役の故意の法令違反や株主から取締役に利益移転が生じる利益相反行為等、いわゆる「スティーリング（stealing）」と呼ばれる問題と、非効率な業務執行を行うこと等、取締役がプリンシパル（本人）である株主のために力を尽くして働くことを怠るという「シャーキング（shirking）」と呼ばれる問題の二つの類型があることが指摘される。取締役に對して、企業価値や自己資本利益率（ROE）等の収益性指標の重要性を十分認識し、経済合理性の観点から効率的な意思決定を行うことが強く要請される状況では、特に、取締役によるシャーキングを抑止ないし規律する方策が必要である。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について裁判所は事後的な介入に謙抑的な立場を採り、注意義務違反の有無の判断には経営判断原則が適用されることにより、取締役の経営判断が尊重される傾向にある。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、取締役にリスク回避的な行動をとらせ、意思決定に非効率な歪みを生じさせる可能性があることから、具体的な法令違反がない場合には取締役の経営判断が尊重されることは妥当かつ合理的である。しかしながら、戦略的な企業買収の局面で、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、取締役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く、また、例えば、新株有利発行規制といった取締役の義務・責任規定以外の法ルールが、取締役に株主利益最大化の観点から効率的な意思決定を行わせるための規律づけメカニズムとして機能しているとは言えないことを指摘する。なお、新株有利発行に係る効率的な意思決定とは、例えば、株式の理論価

値は将来キャッシュフローの割引現在価値であることから、新株発行により調達した資金を投入する投資プロジェクトの選別において、取締役が誠実にプロジェクトの評価を行い、将来キャッシュフローを最大化するプロジェクトを選別することなどである。

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2章では、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を展開するうえでの基礎的な検討を行う。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とも親和性を有するものである。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わが国の近年の裁判事例に関して、わが国の会社法では、取締役は善管注意義務・忠実義務を会社に対して負うと解されており、取締役の株主への直接の義務を観念しうるのかなどといった本質的な解釈問題について学説上結論の一致をみておらず、効率性の視点を重視した解釈論を展開するうえで、理論的な基礎を確立する必要があることを指摘する。

第3章 米国における効率性モデルの会社法理論

第3章では、米国デラウェア一般会社法上のM&A（合併・買収）の手続きを概観し、株主と取締役の権限分配を明らかにする。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、取締役会の権限に基づく利害関係者（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前提にすると、取締役会に権限と裁量を与えることは、効率性の観点からも合理的であると考えられている。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、買収対象会社の取締役には潜在的な利益相反の問題がある。取引の最終回では、繰り返し行われる取引における将来の処罰の脅威が消滅することや信認関係に基づく株主による監視等、取引の交渉過程で取締役に課される制約の多くは機能しなくなるという最終回問題（final period problem）も存在する。独立取締役による監視・監督や労働市場・資本市場での評判、会社支配権市場といった裁判外での規律は、取締役のシャーキングや利益相反行為等のステーリングを完全には抑止できないとされるが、それでも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、M&A（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、取締役会の判断を尊重することで当該状況における残余コストを容認しているとする米国の学説等の存在を示す。そして、米国デラウェア州の裁判所のこのような姿勢の背後には、効率性を重視する会社法の理論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

第4章では、米国デラウェア州の判例法上の注意義務の法理について検討する。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る。デラウェア州の会社法及び判例法理では、企業買収の局面において、取締役に権限と広範な裁量を与えられているが、企業買収の局面における取締役の経営判断については、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有力な見解があることを主要な裁判事例の分析から明らかにする。いくつかの理論モデルの中でも、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に基づいて根拠づけるために有力に提唱されているのが会社の「内在的価値 (intrinsic value)」概念に基づく理論モデルである。この会社の「内在的価値」概念に基づく理論モデルは、会社は「市場価値 (market value)」とは異なる「内在的価値」を有することを前提とする。米国の資本市場の効率性について、証券価格には全ての公開情報が反映されているとするセミ・ストロング型の市場の効率性が成立しているとすれば、公開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ておらず、株主や買収者には認識不可能だとする。他方、会社の「内在的価値」を算出するうえで、取締役会は、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うえ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。株主の集合行為問題等を考慮すれば、原則として取締役に権限と裁量を与えることは効率性の点からも合理的である。しかし、企業買収の局面では、取締役に潜在的な利益相反や M&A (合併・買収) 特有の最終回問題等があるため、取締役会が意思決定の過程で適切な注意を尽くしていることが経営判断原則が適用されるための要件となる。注意義務を尽くしていたか否かは、会社の「内在的価値」を把握するうえ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いて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。本章では、会社の「内在的価値」概念に基づく理論モデル以外にも、デラウェア州の判例法理を根拠づけるために提唱される理論モデルについて検討を加える。

第5章 株主以外のステークホルダーの利益の考慮

第5章では、株主以外の利害関係者 (ステークホルダー) の利益をどのように考慮すべきかとの問題について、デラウェア州の判例法や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), アメリカ法律協会のプリンシプルの考え方に検討を加える。会社法上の取締役の注意義務規定を修正したものである上記の各州法は、企業買収の局面

で、取締役が株主以外の利害関係者（ステークホルダー）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いる。州法の中には、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いないが、本章では、米国における株主利益最大化原則の現状を明らかにしている。

結論

米国では、M&A（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裁判所による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、利害関係者（ステークホルダー）の利益を斟酌し、妥当な結論を導いていることが明らかになった。効率性を重視する米国の会社法理論の考え方は、企業買収の局面における経営判断に係る注意義務違反の問題に関して、わが国の取締役の任務懈怠責任の解釈論に示唆を与えるものである。しかしながら実際には、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言ってよい。一方で、連邦証券規制に基づく証券訴訟が多数提起されており、私人による証券訴訟は証券詐欺等の被害者に対する損害填補だけでなく、取締役等の違法行為を抑止するメカニズムとしての意義を有している。米国では、コーポレートガバナンスの実効性を確保するうえで、州会社法と連邦証券規制との相互補完関係がある。わが国では、報酬ガバナンスや会社支配権市場による規律が効果を有しているとはいえない。米国と比較すれば、株主による取締役の責任追及訴訟が和解によって終結する割合は低く、企業買収の局面における経営判断に係る注意義務違反に対して、取締役の義務・責任規定の解釈・運用による規律づけが機能する余地があるものと考えられる。

以上