

「法と経済学」の会社法理論(二) : 現代会社法学の 一つの模索として

徐, 治文
西南学院大学法学部助教授

<https://doi.org/10.15017/2096>

出版情報 : 法政研究. 64 (4), pp.163-194, 1998-03-25. 九州大学法政学会
バージョン :
権利関係 :

「法と経済学」の会社法理論（二）

——現代会社法学の一つの模索として——

徐 治 文

はじめに

第一章 会社法における任意法規の意義と機能

第一節 効率性と会社法の任意法規

第二節 会社の利害対立と株主の自治

第三節 判例法・制定法と任意法規

第四節 会社法の実証分析

第五節 「法と経済学」の可能性と限界（以上第六四卷第二号）

第二章 会社支配市場と取締役の行為規範

第一節 伝統的会社法理論の限界

第二節 公開買付の監督機能

第三節 公開買付規制の緩和

第四節 公開買付と取締役の行為規範（以上本号）

第三章 企業統治における機関投資家の役割（以下次号）

おわりに

第二章 会社支配市場と取締役の行為規範

株式会社をめぐる諸関係者の利害対立を公正に調整するために、近代国家における三権分立の思想に影響され、株式会社の機関の分化及びその権限配分の法秩序は、形成されてきた。しかし、実際にそれらの法制度の実効性が、期待されたほど上げられていないのである。すなわち、株式会社の実権は、株主総会から取締役会に、そして取締役会から取締役・役員などの経営者のほうに移っているのが実情であり、特に所有と経営が分離している公開会社においては、このような問題は、一層深刻になっている。

そのゆえ、公開会社の経営を適切に監督する基本的仕組みが一体何なのかという議論は、現代会社法上の最も重要な研究課題の一つとなっている。以上のような傾向を是正するために伝統的会社法理論では、主に会社法規制の強化、例えば、株主権の増大や監督機関の権限拡大と独立性の確保、株主代表訴訟制度の整備などを中心に考えられている

が、それらの法制度の実効性を疑問視する考え方が少なくないのである。

したがって、本章は、公開会社における経営監督の問題を取り上げ、これまでに株式会社法制度が何故十分に機能し得なかったのか、伝統的会社法理論の限界が一体どこにあるのか、会社法規制の強化以外に、その他の監督是正の方策があるのかについて、「法と経済学」の議論を手掛かりに検討し、その理論から何が得られるかを探ってみたい。

第一節 伝統的会社法理論の限界

一 株主と経営者の利害対立

第一章すでに検討したように、「法と経済学」の会社法理論は、法人擬制説に基づいて株式会社を個人間の複雑な「契約の連鎖」として理解しており、株主と経営者（取締役・役員）の法律関係を代理契約によって直接に結ばれる代理関係 (agency relationship) としてとらえている。^①

代理関係とは、本人 (principal) と代理人 (agent) の関係と呼ばれるものである。すなわち、本人は、自分に代わって（もちろん、ある部分の自由裁量権限を代理人に委ねることも含まれる）ある部分の仕事を行うことを代理人と契約を結ぶということである。^②

そして、代理関係における株主と経営者が共に合理的に自己利益の最大化を追求する「経済人」であるため、一旦代理契約が成立した後、実際には経営者は、常に代理人として株主の最善利益のために行動するとは限らない。つまり、株主と経営者間の利害対立が発生するおそれがあるため、いかに代理人である経営者をコントロールしていくかという会社法上の問題が生じる。「法と経済学」は、以上の問題を「代理問題」(problem of agency) と呼ぶのであ

る。⁽³⁾ 経営者を監督するには、時間、情報及び金銭などを必要とするため、「法と経済学」は、経済学の用語を利用して株主と経営者の利害対立の調整にかかる総費用を「代理費用」(agency costs)と呼んでいる。⁽⁴⁾

「法と経済学」の議論を支えている代理関係理論は、ジェンセン (M.C. Jensen) とメックリング (W.H. Meckling) によって提唱されたものである。この代理関係理論では公開会社では経営者の持株率が低ければ低いほど、株主の負担で自己利益を求める経営者のインセンティブは高くなるが、他方では株主自身も経営者の不正行為を防ぐインセンティブを有すると考えられる。⁽⁵⁾

二 株主代表訴訟制度の限界

アメリカでは公開会社の経営監督の問題を適切に解決するために、伝統的会社法理論は、主に社外取締役制度の導入、取締役責任の強化及び株主代表訴訟制度の充実などを中心に議論し、検討してきた。

ところで「法と経済学」は、伝統的会社法理論の限界を指摘しながら、効率性という価値規範、すなわち、株主利益の最大化という価値規範から取締役の信任義務を解釈し、市場メカニズムの監督機能 (market force) を中心に公開会社における経営監督の改善策を模索している。

アメリカ法において株主は、全株主の代表として信任義務違反の取締役に対して、クラス訴訟 (class action) を提起する権利、あるいは会社に代わって代表訴訟 (derivative suit) を提起する権利を有する。⁽⁶⁾ デラウェア州会社法は、取締役会が過半数の利害関係のない取締役 (disinterested director) によって構成されない場合、あるいは取締役の行動が経営判断の原則 (business judgement rule) に保護されない場合に、株主による代表訴訟の提起には、取締役会からの承認が必要ではないと規定している。⁽⁷⁾

伝統的会社法理論では、株主代表訴訟制度の主要目的は、取締役の信任義務、すなわち注意義務 (duty of care) 及び忠実義務 (duty of loyalty) の違反行為に対する抑止機能および補償機能にあると解釈され、株主代表訴訟は、取締役個人の損害賠償責任を追及することによって取締役の業務執行を監督し、株主の利益を保護すると考えられる。しかし、「法と経済学」は、実際には株主代表訴訟は、取締役の信任義務の履行を監督するにはきわめて限定的な役割しか果たしては、原告株主や裁判所の司法判断に利用できる情報の不足、訴訟に対抗する被告取締役の時間上の損失および莫大な訴訟費用などの問題を総合的に考えると、むしろ、株主代表訴訟は、巨大な訴訟費用を生じさせ、会社財産と株主の利益を減少させるため、代表訴訟を提起する株主の資格をより厳格に制限すべきであると強調する。⁸⁾ 「法と経済学」の議論は、以下のように展開している。

第一に、株主代表訴訟を提起する一般株主のインセンティブ問題が存在する。すなわち、僅かな株式を所有する一般株主にとって株主代表訴訟によって信任義務に違反する取締役の民事責任を追及するのは、株式の分散化による「ただ乗り」(free rider problem) の難問に邪魔されるため、株主代表訴訟を提起するインセンティブ不足の障害に直面している。なぜならば、一般株主にとって株主代表訴訟にかかる時間、精力および訴訟費用などは、勝訴の場合に原告株主の得られる、案分比例の訴訟利益を大きく上回るからである。⁹⁾ 実際に株主代表訴訟事件では、アメリカの裁判所は、しばしば経営判断の原則を適用して取締役の信任義務違反を認めない判決を下し、原告株主は敗訴したケースも多くある。

勿論、株主代表訴訟に関連する「ただ乗り」(free rider) という障害は、訴訟費用を軽減させ、勝訴株主の弁護士費用のへ弁済を認めることなどによって改善されるが、株主代表訴訟における原告株主と訴訟代理人である弁護士の間には、利害不一致の問題が生じると考えられる。すなわち、訴訟代理人である弁護士の個人利益は、必ずしも原告

株主の利益とは一致しないということである。「法と経済学」によれば、株主代表訴訟の多くは、原告と被告の和解によって終結され、和解金の殆どは弁護士費用の支払いに当てられていたため、実際に株主代表訴訟における本当の受益者は、株主というよりむしろ弁護士本人である。¹⁰⁾

第二に、たとえ一般株主が株主代表訴訟を提起するインセンティブ不足の問題を無視しても、それ以外に株主代表訴訟によって取締役の民事責任を追及する際に、原告株主や裁判所の司法判断に必要である情報の不足および専門技術の欠如という問題が存在すると考えられる。つまり、原告株主や裁判所は、会社の内部情報に接近することができないため、原告株主と裁判所にとって会社情報が不足であり、株主代表訴訟が株主利益の最大化を促進するかどうかを判断するのは、極めて難しいということである。¹¹⁾

第三に、株主代表訴訟事件の多くは、和解によって解決されたため、その他の民事訴訟と異なり、株主代表訴訟にかかる訴訟費用は、実際に株主代表訴訟の当事者（原告株主と被告取締役）ではなく、その会社の全株主によって負担され、その結果として会社の財産および株主利益が減少されると考えられる。¹²⁾ アメリカでは、役員責任保険（D & O 保険）は、和解の場合に原告と被告の両方の訴訟費用を弁済するので、他の民事訴訟と異なり、訴訟当事者のどちらも訴訟費用を個人的に負担しないことが、株主代表訴訟の特徴である。そのゆえに被告取締役および原告株主は、ともに和解を選ぶインセンティブを持つと考えられる。つまり、被告取締役にとっては和解の場合に訴訟費用を個人的に負担する義務は全く存在せず、他方では原告株主から見ても、和解すれば、訴訟費用は個人的に負担せず会社から弁済される。しかし、原告株主と被告取締役のどちらにとっても、もし敗訴になれば、大きな訴訟費用を個人的に負担する可能性は大きくなる。結局、会社の負担する役員責任保険料は、株主代表訴訟事件の増加に従い高くなるため、この増大する役員責任保険料は、訴訟当事者というより、むしろ会社の全株主によって負担されるということである。

ある。⁽¹³⁾

以上のような理論分析によって、結論として「法と経済学」は、株主代表訴訟の濫用から会社および株主の利益を保護するために株主代表訴訟を提起する株主の資格を制限すべきであると強調する。そして株主代表訴訟制度の限界を指摘したうえで「法と経済学」によって株主代表訴訟に関連する一連の実証的研究が行われた。そのうち、ロマノ（R. Romano）は、一九六〇年代末から一九八七年にかけて、無作為的に抽出されたニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場した五三五社の公開会社を対象に、株主代表訴訟に関する実証的研究を行い、その研究の結論は株主代表訴訟の限界を主張する「法と経済学」の規範的研究の妥当性を支持している。

ロマノの実証研究の結果によれば、この五三五の公開会社のうち、およそ一九%の会社が株主代表訴訟を経験したが、幾つかの会社は、繰り返して数回の株主代表訴訟を経験し、その期間中に結審された一二八件の株主代表訴訟事件のうち、八三件（事件総数の六五%）は、和解を通じて解決された。⁽¹⁴⁾しかし、ロマノの実証研究によれば、株主代表訴訟は、公開会社においてごく僅かな補償機能を果たしている。⁽¹⁵⁾なぜならば、株主代表訴訟の大部分は、和解によつて結審されたため、実際に会社が受け取った損害賠償金はごくわずかで、和解訴訟の約九〇%のケースに弁護士費用を獲得した弁護士たちは、株主代表訴訟における最大の受益者となっているからである。また、ロマノの実証研究によれば、公開会社において取締役の信任義務違反に対する、株主代表訴訟の抑止機能も極めて乏しいである。⁽¹⁶⁾

三 社外取締役制度の限界

アメリカ法では、大陸法上の監査役制度は存在せず、公開会社においては主に社外取締役によって構成されている。取締役会が経営者の業務執行を監督している。伝統的な会社法理論では、公開会社の経営監督に関しては社外取締役

の経営者からの独立性の確保が重要視されてきた。⁽¹⁷⁾

ところで、社外取締役は、実効性のある経営監督に必要である時間、情報およびインセンティブを十分に持たず、会社が経営危機に落ちた場合を除けば、社外取締役は、以下に述べるようにあまりその監督機能を果たしていないと「法と経済学」によって指摘されている。

第一に、アメリカにおいて株式会社の実権は、最高執行役員（CEO）のほうに移っているので、最高執行役員は、一般に自分寄りの社外取締役を選任する。そのゆえにたとえ会社と利害関係を持たない独立した社外取締役でも、取締役の任期などで最高執行役員などの経営者に依存し、自分のポストを維持しようとするため、社外取締役は、経営者と完全に独立するとは言えないだろう。⁽¹⁸⁾

第二に、以上のように多くの社外取締役には、経営者よりの立場を有するので、社外取締役は、余念なく経営者を監督すると期待することができないだろう。つまり、アメリカにおいて公開会社における社外取締役の約六三％は、同時に他の公開会社の経営者でもあるために、これらの社外取締役は、かれら自身も自社の取締役会に監督されると信じる以上、より精力的に経営者を監督することがありそうもないということである。⁽¹⁹⁾

第三に、社外取締役には、経営者を実効的に監督する確実なインセンティブが欠けている。すなわち、多額の取締役報酬を支給する見込み自身も社外取締役の金銭的な独立性を低下させるため、会社は、より注意深い監督を引き出すのに社外取締役に対して高額報酬を支給することができないということである。そのために経営監督へのどんな重大な努力でも、社外取締役自身に大きな個人負担を負わせることになる⁽²⁰⁾とされる。

最後に、社外取締役には、経営者を監督するための時間、専門的技術および情報が欠けている一方、経営者には、会社情報などの資源をコントロールし、外部からの干渉なしで自由裁量権限を行使する強力なインセンティブを有

すると考えられる。²¹⁾

結論として「法と経済学」は、公開会社における所有と支配の分離という難関を切り抜けるのに社外取締役を導入するという従来の解決策は、明らかな限界を有すると指摘している。²²⁾

既存の社外取締役が公開会社の経営者を実効的に監督していないために、近年、アメリカでは、経営者からの社外取締役の独立性を確保することによって社外取締役制度の改善を図ろうとする改革案は、数多くの会社法学者から提唱されている。²³⁾ 「法と経済学」は、以上のような伝統的な会社法理論は、次のような限界があるとして批判している。

すなわち、第一点に、それらの改革案は、株主に依存するというより、むしろ単に経営者からの社外取締役の独立性を確保するために考案されたものに過ぎず、このような改革案を執行しても、成功しそうもないだろう。なぜならば、社外取締役には会社と非利害関係を持たせるだけでは、株主の利益のために実効性のある経営監督を行うインセンティブを社外取締役に与えることができず、株主が分散する公開会社の場合に、一体だれが監督代理人としての社外取締役を監督するかという根本的な問題は、少しも改善することができないからである。²⁴⁾

第二点は、それらの改革案の提案者は、会社の経営者および政府からの協力を大いに期待しているところに問題があると考えられる。すなわち、社外取締役制度の改善を目指す伝統的な会社法理論は、政治的に実行する見込みもなければ、実効性のあるものでもないということである。²⁵⁾

こうした伝統的な会社法理論と対照的に、公開会社の経営監督問題に関して「法と経済学」は、会社法規制の強化というより、むしろ様々な市場メカニズムを通じて解決して行くほうが、より実効的かつ効率的であると考えられる。以下では、大株主がその他の株主の利益をも代表して株主全体の利益を最大化するような会社経営を行うよう経営者にプレッシャーをかけるという側面から、会社支配市場と呼ばれる公開買付 (tender offer) を中心に「法と経済学」

の議論を検討していく。

第二節 公開買付の監督機能

公開会社の経営監督における公開買付の役割に関する「法と経済学」の考え方は、以下の三点に要約される。すなわち、第一に、会社支配市場と呼ばれる公開買付 (tender offer) は、経営者の行動を実効的かつ効率的に監督し、株主の利益、ひいては「社会の富」の最大化という効率性の価値規範を達成できる重要な市場メカニズムであると強調すること。第二に、公開買付の監督機能を促進するために、現行公開買付規制が緩和されるべきということ。第三に、会社が敵対的公開買付に直面するとき、経営者の対抗措置が公開買付の取引費用を増大させ、その数を減少させ、公開買付による経営監督を阻害することから、ターゲット会社の経営者が対抗措置を取るべきではなく受動的でなければならぬ、つまり「受身的なルール」(rule of managerial passivity) が立法化されるべきであるという考えである。

ここでは、まず、公開買付の監督機能の議論を概観し、それから、第三節及び第四節では、公開買付規制の緩和及び取締役の行為規範に関する「法と経済学」の議論を検討する。

一 公開買付の監督機能

公開買付 (tender offer) とは、ある特定の期間において、ある特定価格でその株式を提供するようにターゲット会社における株主に対する申し込み者の公開勧誘である。勿論、常識的に考えると、公開勧誘期間において公開買付

の価格は、株式の市場価格を超えるものである。

「法と経済学」の会社法理論は、公開買付は、経済活動において、公開会社の財産をもつと効率よく運用できると期待するものに会社支配を移転させる基本的な市場メカニズムであり、このような市場メカニズムの存在は、公開会社における経営者全体に会社業績を向上させ、株式価格を高く維持するというインセンティブを与えると考えており、⁽²⁶⁾ 公開買付を規制する連邦法と州法は、外部者が無能な経営者によって運営されている会社の支配権を獲得することを困難にさせ、「効率的資本市場」理論が公開買付を規制する法理論の土台を削り崩し、もし、公開買付規制が撤廃されれば、公開買付の効率性が促進されるだろうと強調している。⁽²⁷⁾

「効率的資本市場」理論によれば、資本市場においては会社の株式価格は正確に経営者の経営業績を含む、公に利用できるすべての情報を反映する、公正な取引価格 (fair game prices) ⁽²⁸⁾ である。この理論は、「法と経済学」の公開買付議論の重要な理論的土台となっている。会社支配市場 (market for corporate control) という概念は、潜在的に株主の利益最大化の目標から離脱する経営者の行為をコントロールできる、極めて重要な市場メカニズムとしてマニー (H. Manne) ⁽²⁹⁾ によって明確に提唱されたものである。以下においては、会社支配市場を中心に「法と経済学」の議論を詳しく検討しておく。

1 会社支配市場の理論的根拠

会社支配市場の概念を主張する基本的な理論根拠は、金融経済学における「効率的資本市場」理論である。この理論によれば、公開会社においては会社の経営業績と株式の市場価格との間に正の相関関係 (correlation) ⁽³⁰⁾ は、存在するのである。すなわち、ある会社の経営業績が上がれば上がるほど、その会社の株価も連動して上昇し、逆にある

会社の経営業績が下がれば下がるほど、その会社の株価も下落するということである。このような理論に基づいて「法と経済学」は、効率的資本市場においては、会社経営者の経営能力も情報の構成要素の一つとして会社の株価の中に反映されると考える。すなわち、もし、ある会社が無能な経営者によって運営されるならば、その会社の株価は、もっと有能な経営者によって運営される場合と比べるとより安くなるため、一般的に会社及び社会は、会社経営の支配権がもっと有能な経営者の方へ移転することから利益を得ることができるといふことである。⁽³¹⁾

そして、以上のような理論により「法と経済学」は、会社支配市場と呼ばれる公開買付が基本的に以下の二つの重要な機能を持つと強調する。

第一に、公開買付は、マクロ的な視点からみれば、早く利益を獲得する (get-rich-quick) 重要な投資機会であり、無能な経営者を解任することにより、資金と経営資源の効率的な配分ができると考えられる。⁽³²⁾ なぜならば、ある会社株式の市場価格が他の会社の良い経営業績と関連して低くなればなるほど、もっとうまくその会社を運営できると確信する外部経営者にとってその会社の現経営者に取ってかわることは、もっと魅力的なもので、もし、その公開買付が成功すれば、無能な経営者を解任し、会社の経営業績を回復させることによって得られる利益が非常に大きいからである。⁽³³⁾

第二に、公開買付が持つもう一つの機能は、公開会社における一般株主の保護であると考えられる。⁽³⁴⁾ というのは、もし、株式市場から離れると、経営者の経営業績を判断する客観的な基準がなく、裁判所も経営判断の原則によって示されたように事後的な経営判断、あるいは経営者の解任に介入するのに対して極めて消極的であるため、公開買付、すなわち、潜在的な外部経営者の存在は、会社内部の経営者に会社の経営業績の向上のために競争させ、潜在的に経営者の自由裁量権限の濫用行為をコントロールし、分散化された一般株主 (non-controlling shareholders) の利益

に強力な保護を与えるからである。⁽³⁵⁾

「法と経済学」は、会社支配市場、すなわち公開買付においては公開買付者が必ず有能な経営者であるという保証はないが、会社の現経営陣がうまく会社を経営するかぎりにおいて、公開買付者に取って代わられる可能性は、非常に小さいと論じる。⁽³⁶⁾

2 監督者としての公開買付

ところで、公開買付の持つ以上の重要な役割をうまく機能させるためには、二つの前提条件が必要であるとされる。すなわち、一つは、会社の株価が正確に現経営者の経営業績を反映すること、もう一つは、会社支配の移転、つまり無能な経営者を解任できるメカニズムが、実際に存在するということである。⁽³⁷⁾ 第一の前提条件に関しては、「効率的資本市場」理論から考えると一応満たされるが、第二の前提条件について「法と経済学」は、次のように論じる。

すなわち、無能な経営者の解任メカニズムとして利用されるものは、合併、委任状合戦と公開買付である。しかし、それらの会社支配市場は、会社支配の移転にかかわる取引費用、つまり法規制、取締役の対抗措置および少数株主の「ただ乗り」(free rider) から生じる金銭的、時間的困難さがそれぞれ異なるため、結局、外部経営者にとって現実に利用できるものは、公開買付だけであると考えられる。⁽³⁸⁾

その理由として「法と経済学」は、つぎのように説明する。

まず、合併も会社支配を移転させることができるという意味では、会社支配市場の一つとして利用できるが、アメリカにおける多くの州の会社法のもとでは、現経営者の協力がなければ、合併はほとんど不可能となっている。合併は、株主総会の決定事項であるが、もし、取締役会が合併の議案を提出しなければ、株主はこれを考えることができ

ないのであり、もし、経営者が合併の交渉に反対すれば、株主はその交渉を考える機会を持たないということである。⁽³⁹⁾

また、無能な経営者によって経営される会社の支配を取得しようとする外部経営者にとって、委任状合戦という解任メカニズムは、魅力的なものではないと考えられる。何故ならば、委任状合戦において現経営陣が会社の資金を利用して外部経営者の立候補に対抗することができ、外部経営者は、自分の資金を使って現経営者の対抗にしか対応できず、もし、委任状合戦が失敗すれば、かかった費用を自分の財産で負担しなければならず、たとえその委任状合戦が成功しても、外部経営者は、その成功から得られる期待利益を総ての株主に案分比例に配分しなければならぬからである。⁽⁴⁰⁾

こうした議論を展開したうえで、「法と経済学」は、公開買付は、経営者の自由裁量に対する監督メカニズムとして、無能な経営者をより容易に解任することができ、「代理費用」を低減することによって会社の経営業績を改善し、株主の利益を保護する重要な役割を果たしている⁽⁴¹⁾と見ている。その論拠は、以下のごとくである。

株式の財産的価値は、二つの要素によって構成される。一つは、成功的な公開買付が存在しない場合（公開買付が全然存在しない見込みを掛けた場合に）に株式市場で取引される価格である。もう一つは、将来の公開買付（ある公開買付が成功される見込みを乗じる場合）に支払われる価格である。したがって、株主の利益は、株式の以上の二つの市場価格の総計を最大化させるような法的ルールによって保護される。⁽⁴²⁾

株主は、経営者の経営業績（代理費用の低減）を改善することによって重大な利益を得ることができるが、現実には経営業績の改善を実現することは、様々な障害に直面する。そのために、「法と経済学」は、外部経営者による公開買付は、様々な障害の存在を克服し、現経営者の経営業績を改善するうえで非常に重要な役割を果たしている⁽⁴³⁾と考える。

すなわち、公開会社の経営者を監督するためには、株主間の協力行動を必要とする。しかし、公開会社において、株式が分散し、数多くの小株主が存在しているために、株主自身は会社経営者の自由裁量を監督することにあまりにも無関心である。⁴⁴ というのは、個々の株主にとっては、監督から得る利益の全部を取得することができず、それらの利益は、個々の株主の監督努力（経営監督にかかる時間、金銭および精力など）によるのではなく、持株に比例して全株主に均等に配分されるからである。

「法と経済学」は、数多くの株主が共に経営監督に参加する際の困難さを「集合行動問題」(collective action problem) という用語で表現するが、個々の株主がいったん無能な経営者の存在を発見しても、株主総会を通じて無能な経営者を解任することの困難さ、つまり「集合行動問題」が深刻であると考えられる。というのは、無能な経営者の存在に気が付いた個々の株主が経営者に経営を改善しようと直接に監督する権限を持たないので、無能な経営者を解任し、有能な経営者を選任するためには、個々の株主は、他の株主の協力を得て、議決権の過半数を獲得しなければならぬからである。⁴⁵

そこで、無能な経営者の存在を発見した株主は、経営監督の参加に多くの監督費用（監督にかかる時間、金と精力など）を投入し、他の株主を説得しなければならなくなる。したがって、株主にとっては、費用のかかる監督から確かな利益を得られない限り、協力行動をしない方が合理的な選択である。そのゆえ、この「集合行動問題」の存在は、株主間の協力行動を困難にさせる大きな障害となる。すなわち、個々の株主は、自分が大きなブロックの株式を持たなければ、議決権の行使で株主総会の決議に決定的な影響を与えないと予想できるので、結果として、個々の株主の合理的選択は、株主の議決権行使や経営監督に対する株主の無関心、つまり株主総会の形効化をもたらすのである。⁴⁶

さらに、「法と経済学」は、経営者間にも同様な「集合行動問題」(collective action problem) が存在すると考え

る。すなわち、会社内部における監督は、経営者間の相互的な監督メカニズムとして、経営者の経営業績に影響を与えるが、この監督機能は、完全なものではなく、一定の限度があるということである。何故ならば、経営者は、一般に一つのチームとして、会社の事業を経営しており、個々の経営者の経営業績を測ることは非常に困難であるため、経営者たちが互いに監督をする場合にも「集合行動問題」に直面することになるからである。⁽⁴⁷⁾

個々の経営者にとっては、同僚を監督することから得る利益の全部を自分だけで取得することができないので、その監督に完全に専念する事ができず、たとえ最も専念できる経営者でも、見知らぬ株主の利益のためにまったく無情な監督によって知り合いの同僚を首にすることは、大変困難なこととなるとされる。⁽⁴⁸⁾ 一体化としての経営者チーム (management team) が監督され、必要な時に解任されることが出来ない限り、会社内部における監督システムが完全に機能することには期待できないと考えられる。⁽⁴⁹⁾

ところで、「法と経済学」は、無能な経営者を解任することに関する以上のような困難さは、公開買付の成功によつてすべて克服することができるかと強調する。というのは、公開買付者は、公開買付を通じて、分散化している株式を一体にまとめることができると、発行済株式の過半数以上を獲得した後、株主総会を通じて経営業績の悪い経営者を解任することが容易にできるからである。⁽⁵⁰⁾

また、「法と経済学」は、公開買付の成功が会社財産の管理を無能な経営者から優れた経営者のもとへ移転させるので、この会社支配移転のプロセスを通じて、「代理費用」が低減し、株主全員の利益、ひいては「社会の富」の最大化が実現でき、効率性という価値規範を達成できると考える。⁽⁵¹⁾ つまり、この会社支配移転のプロセスを通じてすべての利害関係者（無能な現経営者を除く）は、経営業績の改善から利益を得ることができるといっているのである。⁽⁵²⁾

第一に、公開買付に応じるターゲット会社の株主は、株式の市場価格を大きく超えるプレミアム（割増価格）の取

得によつて、大きな利益を得ることができ⁽⁵³⁾。実証研究の結果によれば、ターゲット会社の株主は、平均で市場価格より五割増の価格で自分の所有する株式を売却したことで大きな利益を獲得していた。⁽⁵⁴⁾

第二に、公開買付者は、公開買付に応じるターゲット会社の株主に支払った（市場価格とプレミアムなどの総計額）後、無能な経営者を解任し、経営の立て直しを通じて大きな利益を獲得できるのである。⁽⁵⁵⁾

第三に、公開買付に応じないターゲット会社の株主も、公開買付の成功による会社株式の市場価格の上昇で利益を取得することができるのである。⁽⁵⁶⁾

最後に、たとえ公開買付のターゲット会社以外の会社の株主でも、この会社支配移転のプロセスによつて利益を取得することができる。なぜならば、公開買付による会社支配移転のプロセスにおいて、外部監督者としての公開買付者の存在は、経営業績の良くない無能な経営者に潜在的な敵対的企業買収のプレッシャーを持続的にかけるからである。⁽⁵⁷⁾ すなわち、国民経済の全体から考えると、公開買付者という外部監督メカニズムの存在によつて経営者は、外部監督者に解任されることを回避するために、自らより一層の経営努力をしなければならないので、結果として、会社の経営業績が改善し、会社の株価が上昇し、株主の利益、ひいては「社会の富」の最大化が達成できるといふことである。

第三節 公開買付規制の緩和

アメリカでは一九六〇年代まで、公開買付に対して対抗措置を取れる経営者の自由裁量権は、きわめて限られたものであった。というのは、それまでに公開買付の申し込み者は、プレミアム付きの価格で持株の全部、あるいはその

内の一部を売却するかどうかを素早く決定することをターゲット会社の株主全員に余儀なくさせるという手法を利用することができ、公開買付を企画すること自体は、まったく合法的なものだったからである。そのために、ターゲット会社の経営者にとって公開買付を妨げるのに対抗措置を準備する時間的な余裕は、あまりなかった。

しかし、一九六八年に、公開買付を規制するウィリアムズ法が制定された後、半数以上の州は、ウィリアムズ法に基づいて公開買付の申し込み者の行為を制限する公開買付規制法を制定した。現行法のもとでは、公開買付の申し込み者には、様々な義務が連邦法と州法上の規制によって課せられている。例えば、ウィリアムズ法は、公開買付の申し込み者に対して届け出義務、情報開示義務及びその他の義務を強制しており、半数以上の州法も公開買付の申し込み者に対して様々な義務を課している。⁽⁵⁸⁾ また、コモン・ローによれば、会社の取締役と役員が株主に対して信任義務 (fiduciary duty) を負い、この信任義務という判例法上のルールも、公開買付における経営者の対抗措置の合法性を認めている。⁽⁵⁹⁾

公開買付の申し込み者に対してアメリカの現行法が、強制的に情報公開などの義務を課す理論的根拠としてアメリカにおける伝統的な会社法理論は、以下のように解釈している。すなわち、公開買付規制は、会社の将来とその株式価値への情報接近に一般株主と公開買付の申し込み者に対等な機会を提供することによって、一般株主の権利を保護するためということである。⁽⁶⁰⁾

ところで、「法と経済学」は、公開買付を公開会社の経営者を実効的に監督できる重要な市場メカニズムとしてとらえ、伝統的な会社法理論を批判し、公開買付規制の緩和を強調する。「法と経済学」の議論は、次のように展開されている。⁽⁶¹⁾

第一に、公開買付を規制する連邦法と州法は、公開買付者が無能な経営者によって運営される会社の支配権を獲得

することを困難にさせる。というのは、ウィリアムズ法は、ターゲット会社と何らかの内部関係を持たない公開買付者に準信義務 (quasi-fiduciary duty) を負わせることによって公開買付の監督機能を制限し、州法上の公開買付規制もウィリアムズ法と類似する規定を制定したため、それらの法規制によって公開買付の成功にとって欠かすことのできない公開買付者の「早さの優勢」 (advantage of speed) が奪われると同時に、ターゲット会社の経営者には対抗措置を行う時間的な余裕が与えられるからである。⁽⁶²⁾

第二に、公開買付規制が公開買付を利用し、会社支配を獲得するものを妨げる限りにおいて、公開買付の監督機能が阻害される。ウィリアムズ法 §14D.1 の規定によれば、公開買付者は、ターゲット会社の株主に広い情報を開示しなければならぬ。⁽⁶³⁾ すなわち、公開買付者 (offeror) の名前と背景 (過去五年間の刑罰歴を含む)、過去二年間に四半期ごとに取引されたターゲット会社の株式の最高価格と最低価格、公開買付者の資金源、公開買付者の金融条件、過去三年間に合併、あるいはテークオーバーに関連する契約、あるいは交渉の状況、公開買付の目的、将来の合併、解散、重要な財産の売却に関する計画、あるいは計画された現経営者の変動などに関して、公開買付者は、一覧表として連邦証券取引委員会 (SEC) に提出しなければならないとされている。

しかし、「法と経済学」は、たとえウィリアムズ法上の情報開示規定が一般株主の保護という法規制の目的に合致しても、法規制による「取引費用」がその規制によって一般株主にもたらす利益を超えるために、ウィリアムズ法規制は、結局、公開買付にかかる「取引費用」を増加し、私的に生産された情報の交換価値を減少することによって公開買付の監督機能を損ない、かえって一般株主の利益を害すると見ている。⁽⁶⁴⁾ というのは、公開買付者の大部分が会社財産の「略奪者」 (looters) であると支持する証拠は存在しないので、株主にとって、経営業績の悪い、無能な経営者を永続させることから生じる「代理費用」は、公開買付者を厳格に制限する強制的開示規定から得られる利益と比

べて大きすぎるからである。⁽⁶⁵⁾そして、その具体的議論として「法と経済学」は、以下のように論じている。

会社支配市場の一つとして公開買付は、経営業績の良くない無能な経営者を実効的に監督し、会社の経営業績を改善し、株主の利益を保護できる重要な監督メカニズムである。しかし、この重要な監督メカニズムを有効に機能させるためには、公開買付を計画する公開買付者に情報を生産しようとする十分なインセンティブを与えなければならぬと考えられる。⁽⁶⁶⁾なぜならば、公開買付者は、一般に潜在的な買収ターゲットについて、その会社の内部情報に通じないため、公開買付を行うかどうかの判断は、以下の前提条件に依存するために、もしその前提条件が満足されなければ、公開買付者は、自ら進んで公開買付を行うことができないからである。

公開買付を行う前提条件として、一つは、公開買付後、ターゲット会社は、公開買付者の経営のもとでより多くの利益を取得することができなければならないということ、もう一つは、公開買付成功の見込みが大きいということである。公開買付の結果に関する確実な判断には相当な調査費用がかかるため、公開買付者が自ら進んでそれらの関連情報を収集しようとするインセンティブは、公開買付が容易に成功し、会社経営の支配権を取得した後、無能な経営者の解任と会社の経営業績の改善によって、株式の市場価格の上昇から大きな期待利益を得られることにある。⁽⁶⁷⁾

そのゆえ、「法と経済学」は、公開買付の監督機能を促進するために公開買付者が自ら進んで時間、精力と資金を使って収集する関連情報は、特許権などの知的所有権と同様に「情報の財産権」(property right in information)として法的に保護されるべきであり、もし、この「情報の財産権」が法的に保護されなければ、このような情報を生産するインセンティブは、なくなるおそれがあると考えられる。⁽⁶⁸⁾

以上のように考えると、強制的な情報開示規定は、「情報の財産権」から得られる利益を社会的に配分することを要求することと同様であり、私的財産権の保護と矛盾しているということになる。つまり、強制的に課される情報開

示規定は、公開買付者が自分の時間、金と精力を使って自ら収集する、ターゲット会社に関する情報を公に配分することを要求することを意味し、全くその情報収集の出資に対する補償なくして、公にこの情報を配分させることは、公平さに欠けるということである。⁽⁶⁹⁾

会社支配市場の一つとしての合併の場合に、合併交渉から合併契約の成立まで、アメリカ法は、経営者に対してならぬの情報開示義務を強制的に課していないのに対して、公開買付の場合のみに公開買付者が株主との交渉のプロセスにおいて、自分の身元、資金源、買収の目的および買収後の計画などに関して数多くの情報を開示しなければならぬと規定している。「法と経済学」は、現行法上の公開買付規制に対して否定的な立場を示している。⁽⁷⁰⁾

以上のような議論に基づき、結論として、「法と経済学」の会社法理論は、公開買付に関連する強制的な情報開示規定は、私的に情報を生産する「情報の財産権」を認識せずに公開買付者に準受任者としての義務を課することによって、公開買付に乗り出すインセンティブを大いに減少させ、公開買付の監督機能を損ない、かえって一般株主の利益を害するものであると主張している。

第四節 公開買付と取締役の行為規範

一 経営者の対抗措置

会社支配市場の一つとしての公開買付に対して、ターゲット会社の経営者（取締役と役員）は、何と云っても反対する。なぜならば、ターゲット会社の現経営者は、もし、公開買付が成功して会社支配が移転されるならば、自身自身が解任されると予測するからである。⁽⁷¹⁾ 公開買付によって経営者と株主の間には明白で固有の利害対立が現れる。と

いうのは、公開買付は、株主に株式の市場価格を超える、高いプレミアム付きの価格でその株式を売却する機会を提
供する一方、経営者が公開買付の成功で公開会社を運営する立場から強制的に解任されるからである。⁽⁷²⁾

したがって、ターゲット会社の経営者は、しばしば公開買付者が直接にターゲット会社の株主からその株式を買い
付けることに反対するのである。ターゲット会社の株主と公開買付者との両方がプレミアム付きの公開買付の成功に
よって利益を受けるにもかかわらず、ターゲット会社の経営者は、プレミアムが不十分なもので、あるいは新しい所
有者により会社には被害が与えられるという論拠で公開買付に反対することができる。現実に、アメリカでは公開買
付に反対する経営者の対抗措置が様々な形で行われてきた。例えば、公開買付を失敗させるために、経営者は、第三
者に新株を発行することで、公開買付者の持株率を低下させたり、あるいはターゲット会社の重要な財産を売却する
のである。⁽⁷³⁾

「法と経済学」は、伝統的会社法理論と判例法は、経営者の対抗措置がどのように公開買付の数、公開買付の価格、
そして公開買付が行われないケースにおける株式の価格に影響を及ぼすかについてまったく理解できていないと指摘
しつつ、⁽⁷⁴⁾ 公開買付に対する法規制と結び付いた経営者の対抗措置は、公開買付の監督機能を失敗させることで株主全
員の利益、ひいては「社会の富」の最大化を害すると考える。こうした理論根拠によって「法と経済学」は、公開買
付に対する経営者の対抗措置を法的に禁止すべきであると強調する。「法と経済学」の議論は、以下のように展開し
ている。

アメリカの裁判所は、第一次世界大戦後の企業買収ブームの中で発生した事件を処理することにあたってすでに、
経営者が会社支配を維持しようとするのと、株主が高い価格で株式を売却する機会を獲得しようとするのととの利
害対立の存在を認識し、デラウェア最高裁も一九六〇年代から上述のような利害対立に関連する紛争処理に直面して

きた。そして現行公開買付規制と判例法のもとで、経営者の対抗措置に関して、会社の取締役と役員が株主に対して信任義務 (Fiduciary duty) を負うことを理論根拠にその合法性が認められている。公開買付においてターゲット会社の経営者は、明確に株主と利害対立を有するにもかかわらず、裁判所は、経営者の対抗措置の適当性を判断する際に「経営判断の原則」(business judgment rule) を適用している。例えば「経営判断の原則」を適用して、アメリカの裁判所は、しばしば以下のような判断を下した。すなわち、公開買付に直面する場合にターゲット会社の経営者は、公開買付がターゲット会社の最善の利益に反すると判断すれば、それに反対する義務を負うという司法判断である。⁽⁷⁵⁾ アメリカの裁判所が、経営者の自由裁量権限の行使には、経営者が善意で自己利益を持たないという要件が満たされれば、「経営判断の原則」によってその経営判断に干渉しないのは、伝統であり、一般的なことである。⁽⁷⁶⁾

裁判所が経営判断の原則を適用して、経営者の自由裁量に積極的に介入しない理論的根拠として、「法と経済学」は、経営判断の原則は、株主にとって望ましい効率的経営ができるように貢献し、株主利益の保護と一致すると解釈している。⁽⁷⁷⁾

まず、裁判所が、優れた経営判断に必要な情報と経験を欠くので、裁判所の判断によって経営者の経営業績を改善することはあまり期待できないと考えられる。⁽⁷⁸⁾

次に、裁判所による司法監督が市場メカニズムの監督機能と比べて、経営者の自由裁量をより有効に監督できなければ、裁判所は、経営者の経営判断に事後的に介入すべきではないとされる。⁽⁷⁹⁾

「法と経済学」は、経営者供給市場と資本市場だけでは、経営者に対する監督機能は十分ではなく、特に詐欺、会社財産の不正流用などの経営者の不正行為に対して、これらの市場メカニズム（会社支配市場を除く）は、有効にコントロールすることが期待できないと考える。そのために、注意義務と忠実義務が区別され、経営者は重大な利害関

係を持つ場合にその取引が会社にとって公正であると自ら立証しなければならず、経営判断の原則は、注意義務の場合のみ適用すべきものとされる⁽⁸⁰⁾。

ところで、「法と経済学」は、裁判所は、公開買付に直面する際の経営者の対抗措置については、この経営判断の原則を適用すべきではないと主張する。なぜならば、公開買付は、明確に現経営者の解任という結果をもたらすため、公開買付者にとって現経営者の解任は、公開買付の主な動機であり、ターゲット会社の株主にとっては、公開買付は、無能な経営者の解任にもっとも有効な手段を提供することができるからである⁽⁸¹⁾。

また、公開買付によって解任される場合に重大でかつ避けられない利害対立が存在する限りにおいて、経営者による経営判断の正当性がなくなるので、裁判所は、経営者の対抗措置に関して経営判断の原則を適用すべきではなく、忠実義務における公平な基準 (fairness standard) をもって経営者の対抗措置が公平なものであるかどうかを適切に判断することもできないとされる⁽⁸²⁾。

株主と経営者との利害対立の存在を認識しているにもかかわらず、アメリカの判例法は、公開買付に直面する時の経営者の対抗措置の是非を判断する際に、主として経営者が対抗措置を取る動機に焦点を合わせ、いわゆる主要目的ルールを採用している。判例法の限界について「法と経済学」は、現行法による解決の困難さは、経営者の動機分析の非確実性にあり、問題の所在は、どんな目的で株主との利害対立を生じさせる対抗措置をとるかというより、むしろ経営者の対抗措置がどのような影響を株主全員に及ぼすかという事実にあると指摘している⁽⁸³⁾。

二 取締役の行為規範

以上のように公開買付の監督機能の重要性及び現行アメリカ法の限界を指摘した後、「法と経済学」は、公開買付

に直面する際に、経営者は、対抗措置を取らないことに黙従するという信任義務上の行為規範に従うべきであると結論付ける。

つまり、たとえ経営者の対抗措置の目的が高いプレミアム付きの入札競争を誘発するためのものであるとしても、公開買付に反対する経営者の能力を強制的に厳しく制限する法規定のもとで株主全員の利益が最大化されるということである。⁽⁸⁴⁾ こうした議論の上で「法と経済学」は、立法論として公開買付における経営者の行為規範に関して、対抗措置をコントロールするのに適用されるべき行為規範、すなわち、「経営者の無抵抗」ルール（rule of managerial passivity）の立法化を提案し、このようなルールが経営者が従う現行法上の信任義務の原則、あるいは経営判断の原則と異なる基準を採用すべきであると解釈する。⁽⁸⁵⁾

公開買付に直面する際の経営者の行為規範について「法と経済学」は、以下のような議論を具体的に展開している。すなわち、ターゲット会社の経営者にとっては、経営支配の維持は、個人の報酬と社会的地位に重大な利害関係をもち、経営業績の悪い無能な経営者であればあるほど、公開買付に対抗することに重大な利害関係を持つことになる。⁽⁸⁶⁾ そして敵対的公開買付を行う場合に経営者と株主の利害対立が避けられないものであるので、無能な経営者は、より良い公開買付者を探し求めるといふ理由で公開買付に対抗することが考えられる。そのゆえに、裁判所は、経営者の対抗措置が自己利益を守るためのものか、それとも株主利益を促進するためのものかを適切に区別することがほとんど不可能に近いものである。⁽⁸⁷⁾ たとえ経営者の対抗措置が結果的により高いプレミアムをつける公開買付者を引き出すことができるとしても、全体としては公開買付の数を減少させ、株主の利益を害することになる。⁽⁸⁸⁾

結論として、「法と経済学」は、公開買付を行う場合に、経営者の対抗措置は、一切禁止すべきであり、経営者の黙従的な行動が株主にとって最も望ましいことなので、最終的に公開買付に応じるかどうかの判断を株主自身が、決

定すべきであると強調している⁽⁸²⁾。第三章では企業統治における機関投資家の役割を中心に「法と経済学」の会社法理論を検討し、現代会社法学のあるべき姿を探求することにした。

- (1) M.C. Jensen and W.H. Meckling, *The Theory of The Firm Managerial Behavior : Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. (1976), at 308, F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 Yale. L. Rev. (1982), at 700.
- (2) M.C. Jensen and W.H. Meckling, *supra* note (1), at. 308, E.F. Fama and M.C. Jensen, *Agency Problem and Residual Claims*, 33 J. Law. Econ. (1983), at 327.
- (3) Jensen and Meckling, *supra* note (1), at 308.
- (4) Jensen and Meckling, *supra* note (1), at 312.
 ジェンセンとメックリンの定義によれば、「代理費用」(agent cost)は「株主(principal)と経営者(agent)の利害不一致による残余コスト(residual loss)」、株主による監督コスト(monitoring expenditures)及び保証コスト(bonding expenditures)の三つの部分により構成される。
- (5) R. Romano, *Foundations of Corporate Law*, Oxford University Press (1993), at 25-26.
- (6) J.P. Charkham, *Keeping Good Company*, Clarendon Press : Oxford (1994), at 202.
- (7) J.P. Charkham, *supra* note (6), at 202.
- (8) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, London : Harvard University Press (1991), at 105-106.
- (9) Easterbrook and Fischel, *supra* note (8), at 101.

「ただ乗り問題」(freerider problem)とは、個人や企業が、お金を支払わないである財・サービスを享受できると考え、そしてその費用を負担しないときに生じる問題であり、公共財の供給においてしばしば生じる問題である。ここでは、会社経営をチェックする株主は、監督費用の全部を自分で負担するが、かれの所有している株式を比例にして、監督の利益を十分に受け取ることができないために生じる会社経営のチェックに対する株主のインセンティブ不足問題を指すことである。

- (10) Eesterbrook and Fischel, *supra* note (8), at 101.
 - (11) Eesterbrook and Fischel, *supra* note (8), at 102.
 - (12) Romano, *supra* note (5), at 170-179.
 - (13) Romano, *supra* note (5), at 170-179.
 - (14) Romano, *supra* note (5), at 177.
 - (15) Romano, *supra* note (5), at 178.
 - (16) Romano, *supra* note (5), at 179.
 - (17) R.J. Gilson and R. Kraakman, *Reiventing the Outside Director : An Agenda for Institutional Investors*, 43 *Stan. L. Rev.* (1993), at 873.
 - (18) Gilson and Kraakman, *supra* note (17), at 875.
 - (19) Gilson and Kraakman, *supra* note (17), at 875.
 - (20) Gilson and Kraakman, *supra* note (17), at 875.
 - (21) Gilson and Kraakman, *supra* note (17), at 875.
 - (22) Gilson and Kraakman, *supra* note (17), at 876.
 - (23) Gilson and Kraakman, *supra* note (17), at 880.
 - (24) Gilson and Kraakman, *supra* note (17), at 881.
 - (25) Gilson and Kraakman, *supra* note (17), at 882.
 - (26) D.R. Fischel, *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control and the Regulation of Cash Tender Offers*, 57 *Tax. L. Rev.* (1978), at 45.
 - (27) D.R. Fischel, *supra* note (26), at 1-3.
 - (28) R.A. Posner and K.E. Scott, *Economics of Corporation Law and Regulation*, Boston : Little Brown (1980), at 157-159.
- アメリカでは、株式発行市場は、会社の資金を調達するための最も重要な市場であり、一九九一年にこの株式発行市場を通じて五五〇億ドルの市場が調達された。また、株式発行市場に次ぐ重要な株式市場は、株式流通市場であり、一九九〇年末に証券取引所に上場した公開会社が六七六五社である。J.P. Charkham, *Keeping Good Company*, Clarendon Press : Oxford

- (1994), at 214.
- (29) H.G. Manne, *Mergers and The Market for Corporate Control*, J. Pol. Econ. Vol LXXIII (1965), at 112.
- (30) H.G. Manne, *supra* note (29), at 112-113.
- 相関関係 (correlation) とは、ある変数の変化が、もう一つの変数の変化と規則的に結び付いているときに、結果的に生ずる関係を指す経済学用語である。
- (31) D.R. Fischel, *supra* note (26), at 1-2.
- (32) H.G. Manne, *supra* note (29), at 112-113.
- (33) H.G. Manne, *supra* note (29), at 112-113.
- (34) K.E. Scoot, *Corporation Law and the American Law Institute Corporate Governance Project*, 35 Stan. Law. Rev. (1983), at 935-936. H.G. Manne, *supra* note (29), at 119.
- (35) H.G. Manne, *supra* note (29), at 113.
- (36) H.G. Manne, *supra* note (29), at 119.
- (37) H.G. Manne, *The Economics of Legal Relationships*, New York : West Publishin (1975), at 516, R.J. Gilson, *A Structural Approach to Corporations ; The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 Stan. L. Rev. (1981), at 842.
- (38) R.J. Gilson, *supra* note (37), at 842. アメリカでは、会社支配の移転は、委任状合戦によって行われているが、最もよく利用されている方法は、敵対的企業買収、すなわち公開買付 (tender offer) で議決権の過半数を獲得することによって会社支配を獲得することである。公開買付の総額は、一九七七年の二二〇億ドルから一九八八の二六八〇億ドルに上昇してきたが、一九九一年に二〇〇億以下となつてゐる。J.P. Charkham, *supra* note (28), at 215.
- (39) R.J. Gilson, *supra* note (37), at 843.
- (40) R.J. Gilson, *supra* note (37), at 843. 委任状合戦の統計資料によれば、アメリカでは、一九七七年までの二五年間、委任状合戦は、年平均で二五件が発生しており、その反対者は、一五%のケースにおいて会社支配を獲得し、三二%ケースにおいては会社支配を部分的に獲得した。J.P. Charkham, *supra* note (28), at 201.
- (41) R.A. Posner, *Economics Analysis of Law*, Boston : Little Brown (1986), at 385-388, D.R. Fischel, *Efficient Market Theory the for Corporate Control and the Regulation of Cash Tender Offers*, 57 Tex. L. Rev. (1978), at 1-2, M.C. Jensen,

Agency Cost of Cash Flow Corporate Finance and Takeover, 72 Amer. Econ. Rev. (1986), at 326, R.J. Gilson, supra note (37), at 843-845.

- (2) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, The Proper Role of A Targets' Management In Responding To A Tender Offer, 94 Harv. L. Rev. (1981), at 1164.
- (3) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, supra note (42), at 1 170.
- (4) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, supra note (42), at 1171.
- (5) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, supra note (42), at 1171.
- (6) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, supra note (42), at 1172. 「集合行動問題」(collective action problem) とは、会社経営を監督する株主は、監督費用の全部を自分自身負担するが、その監督から得る利益を彼の所有する株式に比例してしか受け取るためである。この生じる経済監督がなされる株主のインセンティブ不足の問題を指す経済学用語である。
- (7) H.G. Manne, The Higher Criticism of The Modern corporation, 62 Colum. L. Rev. (1962), at 410-411.
- (8) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, supra note (42), at 1173.
- (9) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, supra note (42), at 1173.
- (10) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, supra note (42), at 1173-1174.
- (11) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, London : Harvard University Press (1991), at 171-175.
- (12) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, supra note (51), at 173.
- (13) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, supra note (51), at 173.
- (14) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, supra note (51), at 194.
- (15) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, supra note (51), at 173.
- (16) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, supra note (51), at 173.
- (17) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, supra note (51), at 173.
- (18) 15 U.S.C §§ 78g (1976), 15 U.S.C §§ 78n (d) (4) (1976).
- (19) *Cheff v. Mathes*, 41Del. Ch. 494, 199 A. 2d 548 (1964). 監査報酬は法律例は、ペンシルバニア州の例である。ペンシルバニア

ヤ州法の規定では、公開買付に直面する場合に、取締役は株主の利益というよりその「他の有権者」(other constituencies)の利益を大切にするように自由裁量の権限を有しており、二〇%以上の株式を取得する株主には、利害関係のない株主の同意がなければ、その議決権の行使が制限されている。J.P. Charkham, *supra* note (28), at 218.

- (9) C. Cohen, A Note on Takeover Bid and Corporate Purchases of Stock, 22 *Bus. Law.* (1966), at 149.
- (19) D.R. Fischel, *supra* note (26), at 1-3.
- (29) D.R. Fischel, *supra* note (26), at 45.
- (39) 17 C.F.R. §240, 14D-1 (1977). 一九三四年に連邦証券取引法に基づいてSECが委任状を規制する権限を与えられ、SECの委任状規則は委任状勧誘(proxy solicitation)のプロセスと内容の両方を規制している。J.P. Charkham, *supra* note (28), at 200.
- (64) D.R. Fischel, *supra* note (26), at 26.
- (65) D.R. Fischel, *supra* note (26), at 18.
- (66) D.R. Fischel, *supra* note (26), at 13.
- (67) D.R. Fischel, *supra* note (26), at 13.
- (68) D.R. Fischel, *supra* note (26), at 14.
- (69) D.R. Fischel, *supra* note (26), at 12.
- (70) D.R. Fischel, *supra* note (26), at 14.
- (71) D.R. Fischel, *supra* note (26), at 2.
- (72) R.J. Gilson, *supra* note (37), at 819.
- (73) アメリカでは、敵対的企業買収に対する経営者の対抗措置は、様々な形で行われている。その中の一つは、「王冠宝石」(Crown Jewels)と呼ばれるものである。「王冠宝石」とは、買収者による重要な財産の取得を防ぐために第三者にターゲット会社の重要な財産を取得する選択権を与える対抗措置である。それらの対抗措置の是非に関して、しばしば裁判所による司法審査が行われてきたが、依然として効果的な対抗措置として機能していると考えられ、多くのケースにおいては、ターゲット会社の経営者は、株主の同意なしでそれらの対抗措置を採用していた。J.P. Charkham, *supra* note (28), at 216-217.
- (74) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, *supra* note (42), at 1164.

- (75) Panter v. Marshall Field & Co., 486 F. Supp. 1168 (N.D. 1980), Condec Corp. v. Lunkenheimer Co., 230 A. 2d 769 (Del. Ch. 1967), F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, *supra* note (42), at 1163, 1194.
- (76) R.J. Gilson, *supra*. note (37), at 822.
- (77) R.J. Gilson, *supra*. note (37), at 823.
- (78) D.R. Fischel and M. Bradley, The Role of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis, 71 *Corn. L. Rev.* (1986), at 265.
- (79) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, *supra*. note (42), at 1197.
- (80) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, *supra*. note (42), at 1197.
- (81) R.J. Gilson, *supra*. note (37), at 830-831.
- (82) R.J. Gilson, *supra*. note (37), at 824-825.
- (83) R.J. Gilson, *supra*. note (37), at 820.
- (84) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, *supra*. note (42), at 1161. 公開買付に応じるかどうかの判断を株主自身が決定すべきであるという点に関しては、ギルソンの見解は、イースタブルックのそれと一致しているが、公開買付に直面する場合に、経営者が株主のために情報を提供し、より良い条件の公開買付者を探し出すことを行うべきであるという点では、イースタブルックの「受け身のルール」と異なっている。
- (85) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, *supra*. note (42), at 1164.
- (86) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, *supra*. note (42), at 1175.
- (87) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, *supra*. note (42), at 1175.
- (88) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, Auction and Sunk Cost in Tender Offers, 35 *Stan. L. Rev.* (1982), at 2-3, F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, *supra*. note (42), at 1199.
- (89) F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, *supra*. note (42), at 1201.

付記

本稿は、九州大学に提出した法学博士学位論文の一部に修正を加えたものである。大学院法学研究科修士課程及び博士課程在

学中、日本文部省国費外国人留学生として優れた研究環境に恵まれた。なお、博士學位論文の執筆中、蓮井良憲教授・森淳二朗教授をはじめ、九州大学産業法研究会の皆様、そして九州大学法学部の清水巖教授、河内宏教授、北川俊光教授及び伊藤昌司教授より多大な御教示を受けた。記して深く謝意を表したい。

(未完)