

支配株式の取得規制と敵対的企業買収への防御策（2・完）

家 田 崇

- 一．問題の所在
 - I. はじめに
 - II. 強制公開買付規制
 - III. 敵対的企業買収への防御策
 - IV. 企業買収を規制する視点
- 二．強制公開買付制度による支配株式の取得規制
 - I. 強制公開買付規制による支配株式の取得規制（以上前号）
 - II. 効率性の観点からの分析
 - III. 強制公開買付規制の検討
- 三．敵対的企業買収への防御策による企業買収の規制
 - I. 買収防御策をめぐる議論
 - II. 取締役会の買収拒否権
 - III. 買収拒否権の設定
 - IV. 買収拒否権による敵対的企業買収の防御
- 四．支配株式取得に関する規制
 - I. 強制公開買付規制による企業買収の制限と買収拒否権による企業買収の制限との比較
 - II. 友好的な企業買収の規制
 - III. 敵対的企業買収の規制
- 五．結語

二．強制公開買付制度による支配株式の取得規制（承前）

II. 効率性の観点からの分析

1. 企業買収に関する利益構造と支配株式取得のプロセス

効率性の観点から、望ましい企業買収を定義することは、比較的容易といえよう。企業買収によって対象会社の企業価値が増

大するのであれば、効率性の観点からは望ましい企業買収と認識できるからである。

企業価値の中には、会社を支配するものが独占的に享受する利益（私的利益）が含まれる。私的利益を考慮に入れると、企業価値の帰属は以下のように整理できる。

まず、私的利益の全額が会社支配者に帰属する。企業価値から私的利益の額を引いた額は、すべての株主に、持株数に応じて帰属することになる²⁸⁾。

28) Bebchuk supra note 6, p962, では、一株あたりの企業総価値を W 、一株あたりの私的利益の額を B であらわしモデル分析をおこなっている。モデルでは、会社の発行済株式総数を n とし、支配株主の保有株式数を k としている。

まず、企業価値の総額は nW であらわすことができる。

少数株主は私的利益を享受できないので、一株あたりの価値は、

$$W - B$$

となる。

これに対して、支配株主にとって、対象会社の総価値は、

$$k(W - B) + nB = kW + (n - k)B$$

となる。

支配株主の持株数は、 k 株なので、支配株主にとっての一株あたりの価値は、

$$W + \frac{n - k}{k}B$$

となる。

企業買収のプロセスは、支配株式の取得規制と対象会社の株主構成に影響される。対象会社の支配権を特定の株主（支配株主）が有している場合には、支配株主が株式を売却しない限り企業買収が成立しない。そこで、買収者は支配株主が享受している利益額を上回る対価を提示しなければならない。支配株式保有に伴う利益には、私的利益が含まれる。そこで、支配株主から株式を購入する際には、私的利益も対価に含めなければならない。一方、支配株主が存在しないときは、買収者は、会社支配に必要な株式を買い集めなければならない。その手法は、公開買付に事実上は限定されるといえよう²⁹⁾。

強制公開買付規制が存在しなければ、買収者は支配株主から任意の価格で株式を取得できる。一方、強制公開買付規制が存在する場合には、買収者は、支配株主と同条件で、売却を希望するすべての株主から株式を購入しなければならない。支配株主が存在する場合を対象としたモデル分析で

は、強制公開買付規制の有無によって、効率性の観点から生じるコストが異なると指摘されている³⁰⁾。

2. 強制公開買付規制の買収コスト

i. 強制公開買付規制が存在しない場合

a. 買収に関するコストが発生する局面

強制公開買付規制が存在しなければ、買収者は支配株主から株式を取得すればよい³¹⁾。

支配株式の自由な取引を認めた場合には、第 1 に非効率な企業買収が生じうる点、第 2 に効率的な企業買収が制限される点が指摘されている。

b. 非効率な企業買収の発生

支配株式の取引を自由に認めた場合には、非効率な企業買収、すなわち、買収の結果、企業総価値が低下する買収が起こりうる。

29) 数人の株主が、互いに会社支配には満たない株式を保有している場合には、相対取引によって支配株式の取得が可能となりうる。また、市場取引によって支配株式を買い集めることも考えられるが、この場合には、フリーライド問題が大きな課題となると考えられる。なお、現在、飯島裕胤弘前大学助教授と筆者が共同して研究している強制公開買付規制に関する経済分析は、支配株主が存在しない状況を対象としている。ここで、情報の非対称性を考慮に入れると、公開買付以外の手法で支配株式を取得することを許容した方が、効率的な帰結が導かれる結論を得ている。これらの点については、稿を改めて論じる予定である。

30) Bebchuk *supra* note 6, p974.

31) 支配株主への対価はモデルの数値を用いた場合、

$$k(W - B) + nB = kW + (n - k)B$$

であらわされる。

その理由は買収者は、企業価値の低下による損失を私的利益によって、埋め合わせできる点にある。買収者は、私的利益は独占する一方で、企業総価値の低下に伴う損失は、持株比率に応じて部分的に負担すればよい³²⁾。そこで、私的利益の額が、買収者が被る企業価値低下額を上回るのであれば、買収者は買収を実行する。その結果、企業価値が低下する買収が実行される。

c. 効率的な企業買収の制限

支配株式の取引を自由に認めたとしても、効率的な企業買収がすべて実現されるわけではない。その理由は、買収の対価に、

支配株主が享受している私的利益額を含めなければならない点にある。

買収者は、旧支配株主に支払った対価を上回る利益を得なければ、企業買収を実行することはない。買収者が享受する私的利益の額が支配株主より少ない場合には、企業価値上昇分から得られる買収者の利得によって埋め合わせなければならない。これができないのであれば、企業買収によって企業価値が上昇するとしても、買収が実行されない³³⁾。

そこで、買収者が企業価値を増大させるにもかかわらず、支配株主の私的利益に比較して、企業価値増加額または買収者が享受する私的利益の額が少額な場合には、効

32) Bebchuk supra note 6, p965 - 966.

現経営陣による企業総価値と私的利益 (いずれも一株あたり) を、それぞれ、
企業総価値を We 、私的利益を Be

買収者による企業総価値と私的利益 (いずれも一株あたり) を、それぞれ、
企業総価値を Wn 、私的利益を Bn

企業買収による各値の変動は、

$$\Delta W = Wn - We$$

$$\Delta B = Bn - Be$$

強制公開買付規制が存在しない場合に、買収が実行される条件は、

買収者にとっての一株あたりの価値 > 現支配者にとっての一株あたりの価値
したがって

$$Wn + \left(\frac{n-k}{k}\right)Bn > We + \left(\frac{n-k}{k}\right)Be$$

で表すことができる。

ここで、買収後の企業価値が低下する場合、

$$Wn - We = \Delta W < 0$$

であっても、

$$\left(\frac{n-k}{k}\right)\Delta B > -\Delta W$$

であれば買収が実行される。

33) Bebchuk supra note 6, p965, のモデルで説明すると、
効率的な買収

$$Wn - We = \Delta W > 0$$

であったとしても

$$0 < \Delta W < -\left(\frac{n-k}{k}\right)\Delta B$$

であれば買収が実行されないことにある。

率的な企業買収が実行されない可能性がある³⁴⁾。

d. 強制公開買付規制がない場合の
効率性コスト

以上のことから、支配株式の取得を自由に認めた場合には、企業価値が低下する買収が発生する可能性があり、さらに、企業価値が上昇する買収が制限される可能性がある。これら双方が、効率性のコスト (efficiency cost) を構成する³⁵⁾。

ii. 強制公開買付規制が存在する場合

支配株主が存在する場合には、支配株主が持ち株を売却しない限り買収は成立しない

い。支配株式の取得に公開買付が強制されている場合には、買収者は、支配株主にとっての一株あたりの価値を、買付価額として提示し、その価額で売却を希望するすべての株主から株式を購入しなければならない³⁶⁾。

そこで強制公開買付規制を設けた場合には、効率的な買収が制限される³⁷⁾。理由は、買収者は、支配株主から株式を買い取る価格と同条件で、少数株主から株式を購入しなければならないからである³⁸⁾。このように効率的な買収が制限されることが、強制公開買付規制の効率性コストとなる³⁹⁾。

一方、支配株主が存在する場合に、強制公開買付規制を設定した場合には、非効率

34) ここで抑制されるのは、少数株主にとっては利益となったであろう買収である。まず、企業価値の上昇は、少数株主に利益をもたらす。さらに、買収者の私的利益額が支配株主の私的利益の額より少額なことは、会社支配者に流出する私的利益額が減少することを意味することから、少数株主にとっては利益となる。しかし、これらの少数株主が享受する利益は、買収者および支配株主にとって外部的なものであることから、買収の動機とはなりえない。また、支配株主が少数株主から株式を買い取り、それを買収者に転売することによって、効率的な買収が成立するか否かが検討されている。このような買収は、フリーズアウトする権限を法的に確保しない限り、フリーライダー問題の存在によって成立しないことが指摘されている。これらの点については、Bebchuk, supra note 6, p966 - 967.

35) 支配株式の自由な取得を認めた場合のコストは、

$$C_{MR} = \text{prob}\left(-\left(\frac{n-k}{k}\right)\Delta B < \Delta W < 0\right) \times E\left[-\Delta W \mid -\left(\frac{n-k}{k}\right)\Delta B < \Delta W < 0\right] \\ + \text{prob}\left(0 < \Delta W < -\left(\frac{n-k}{k}\right)\Delta B\right) \times E\left[\Delta W \mid 0 < \Delta W < -\left(\frac{n-k}{k}\right)\Delta B\right] \dots\dots\dots \textcircled{1}$$

と表すことができる。このコストの額は、買収者と支配株主との私的利益の差額 (ΔB) に依拠する、Bebchuk supra note 6, p967.

36) Bebchuk supra note 6 p968 - 969 でしめされている条件は、

$$Wn > We + \left(\frac{n-k}{k}\right)Be$$

いいかえると

$$\Delta W > \left(\frac{n-k}{k}\right)Be$$

でなければならない。

37) $0 < \Delta W < \left(\frac{n-k}{k}\right)Be$

のときは、効率性が改善する企業買収 ($\Delta W > 0$) であるにもかかわらず実行されない。

38) なお、大株主が存在する場合には、全株式取得規制と部分的公開買付規制は同じであることが指摘されている。買収者がファンドを十分に集められない場合には、子会社を新設し買収を行えばよいからである、Bebchuk supra note 6, p970 - 971.

39) 強制公開買付規制の効率性コストは、

$$C_{eor} = \text{prob}\left(0 < \Delta W < \left(\frac{n-k}{k}\right)Be\right) \times E\left[\Delta W \mid 0 < \Delta W < \left(\frac{n-k}{k}\right)Be\right] \dots\dots\dots \textcircled{2}$$

であらわされる。このコストの額は、支配株主の私的利益の額に依拠する、Bebchuk supra note 6 p972.

な買収は発生しない。支配株主にとって一株あたりの価値には、私的利益が含まれることから、企業価値を株式数で割った値を上回る。この条件で、売却を希望するすべての株主から株式を購入することから、買収が実行される場合には必ず企業価値が上昇することになる。

3. 強制公開買付規制の有無によるコストの相違

i. 買収コストが発生する構造の相違

支配株主が存在する場合には、強制公開買付規制の有無によって買収コストに相違が生じる。相違点として、強制公開買付規制の有無によって買収コストが発生する構造が異なっていることが指摘できる。

強制公開買付規制が在存しない場合には、望ましくない買収が発生するコストと、望ましい買収が制限されるコストが発生しうる。これに対して、強制公開買付規制が存在する場合には、望ましい企業買収が制限されるコストのみが発生する。

ここでいう望ましくない企業買収とは、企業価値を下げる買収を意味する。企業価値低下にともなう損失は持株数に応じて株主に帰属することになるが、買収者は私的利益によってこの損失を埋め合わせる。また、支配株主は、自らが享受する私的利益額を買収時の対価として受け取る。したがって、買収者および支配株主は買収によって損失を受けることはないが、少数株主のみが企業価値低下の損失を被ることになる。この点から、強制公開買付規制がない場合には、一種の富の移転が生じる企業買収が発生するともいえよう。

ii. 買収コストを発生させる要因の相違

買収コストを発生させる要因も、強制公開買付の有無によって異なってくる。強制公開買付規制がない場合、買収コストの大きさは、買収者と支配株主の私的利益の差額によって決定される。一方、強制公開買付規制の下での、買収コストの大きさは、支配株主が教授している私的利益の額によって決定される⁴⁰⁾。

III. 強制公開買付規制の検討

わが国では、平成2年の証券取引法改正によって支配株式の取得に関する強制公開買付規制が設けられた。この強制公開買付規制については、規制を廃止し、支配株式の自由な取引を認めるべきとする見解が提唱されている。

強制公開買付規制を廃止すべきとする立場の論拠として、規制によって効率的な企業買収が制限される点が挙げられている⁴¹⁾。

この点については、強制公開買付規制を廃止した場合には、望ましくない企業買収が発生しうることに注意しなければならない。ここで、望ましくない企業買収実行される場合には、少数株主から買収者への富の移転が発生することになる。買収者は私的利益を獲得することによって買収から利益を得る一方、会社に残存した少数株主は、企業価値減少によって損失を被るからである。

以上のことから、企業買収の規制として強制公開買付規制を撤廃するか否かを検討する際には、効率性のトレード・オフにくわえて、公正の基準と効率性の基準との調整が必要となる。

40) Bebchuk supra note 6, p974.

41) 黒沼・前掲注1)、58頁参照。

また、富の移転を伴う買収は、私的利益の規制を通じて制限すればよいことを理由として、強制公開買付規制を廃止すべきと主張することが可能となりうる。これに対しては、私的利益の規制と支配株式取引の規制とは並存しうると考える。効率性コストの発生原因は、私的利益の存在にあるが、規制によって買収に関わる私的利益を削減できるのであれば、強制公開買付規制の有無による買収コストの差が少なくなる。私的利益の規制を充実させることは、強制公開買付規制の買収コストを削減させていく。このことから、私的利益の規制と強制公開買付規制を、相互に補完させていくことが望ましいと考える。

規制を撤廃し支配株式の自由な取引を認めたとしても、効率性の問題を完全に解決できないこと注意すべきと考える。強制公

開買付規制を排することは、買収コストを部分的に改善することとどまる⁴²⁾。

強制公開買付規制を廃止するか否かを判断するには、効率性の基準と公正の基準を調整したうえで、さらに効率性の観点から規制が在存する状況と在存しない状況とを比較しなければならないといえよう。ここで、強制公開買付規制を廃止したとしても、効率性の問題を部分的にしか改善できないことを勘案すると、強制公開買付規制を維持すべきとの結論が望ましいのではないかと考える。

もともと、原則として強制公開買付規制を維持しつつも、すべての相対取引を規制する必要があるかは検討の余地があると考ええる。例えば、支配株式の買増しと支配株主が登場する取引を峻別すべきと指摘されている⁴³⁾。この見解は、強制公開買付規制

42) Bebchuk *supra* note 6, p974 - 979, では、一般的には、買収者と支配株主がそれぞれ享受する私的利益の額の差が少ない場合には、強制公開買付規制がないほうが買収コストがかからないという帰結を導いている。強制公開買付規制が存在しない場合の買収コストの大きさは、私的利益の差額に依拠し、私的利益の差額が小さくなれば買収コストも小さくなる関係を示している。一方、強制公開買付規制の下での買収コストは、現支配株主が享受している私的利益の額に依拠している。

ここで、買収者と支配株主の企業価値および私的利益の差が 0 を中心として対照に、かつ独立に分布すると仮定すると、強制公開買付規制がないほうが、買収コストが低くなる。その仮定が成り立つ状況として、買収者が構造的に企業価値も私的利益も増加または減少させない状況を想定している。

買収者が、企業価値および私利益の双方を構造的に (systematic) 増加もしくは減少させることはないとは仮定した場合には、強制公開買付規制を設けない方が、期待される買収コストが低くなる結果が導かれている。買収者が現経営者と比較して、企業価値または私利益を増加または減少させるといえないのであれば、買収者と支配株主との間の私利益の差が小さいといえるからである。一方、買収者と支配株主との私利益の差額が小さいということは、必ずしも現支配株主の私利益額が小さいということを意味しない。そこで、確率的には (stochastically)、強制公開買付規制のない場合が買収コストが低下することになる。買収者が現支配者と比較して、企業価値または私利益を、構造的に変動させると仮定した場合については、まず、買収者が私利益のみを構造的に増加もしくは減少させると仮定すると、買収者が十分に私利益を増大させることがなければ、強制公開買付規制がない場合が望ましいことが指摘されている。買収者による企業価値の変動額は構造的には変動しないことから、強制公開買付規制がある場合の買収コストは、私利益の変動額に依拠することになる。一方、強制公開買付規制がある場合の買収コストは、支配株主の私利益の額に依拠する。私利益の差額は支配株主の私利益の額よりも 0 に近い分布を示すことから、一般的には、強制公開買付規制がない場合が買収コストが低いことになる。さらに、買収者が企業価値と私利益を同様に増加または減少させるとか呈した場合についても、強制公開買付規制がない場合が買収コストが低いことが示されている。これらのことは、強制公開買付規制がない場合について買収コストが少なくなる条件を提示しているが、この条件は必要条件であって十分条件ではないという点が指摘されている。

43) 黒沼・前掲注 1)、59 頁。

を維持すべき立場からも、支持できると考えられる。たとえば、支配株式の買い増しについては、市場価格による相対取引を例外的に認めることなどが考えられる。ただし、この場合についても、相対取引が認められたと理解するより、市場取引の許容範囲が拡張されたと理解すべきと考える。

三．敵対的企業買収への防御策による企業買収の規制

I．買収防御策をめぐる議論

アメリカでは、取締役会に敵対的企業買収を拒否できる権能を与えるタイプの買収防御策の一つとして、ポイズン・ピルと呼ばれる買収防御策が開発された⁴⁴⁾。ポイズン・ピルは、企業買収を目的とした株式公開買付が実施された時などに、買収者以外の株主に廉価で株式を購入する権利を頒布する⁴⁵⁾。ポイズン・ピルを消却する権限を取締役に与えることによって、取締役会に拒否権（board veto）を与える。取締役会に買収拒否権を与えるタイプの買収防御策は、買収時における交渉力を取締役に付与する機能と、敵対的企業買収を一般的に予防する機能を有している。

アメリカにおいて、取締役会の買収拒否権は、企業買収をめぐる議論の際に対象とされている⁴⁶⁾。まず、取締役会の買収拒否

権を通じて、買収時に取締役には裁量権を与えることを認めるべきかが論じられ、その後、株式公開時に買収拒否権を設定することが議論の対象とされている。

II．取締役会の買収拒否権

1．買収の局面における取締役の行動基準

企業買収の局面において、対象会社の取締役は、どのような行動をとりうるのか。この点については、買収防御策に対して肯定的な立場からは、企業買収における会社の意思決定（Corporate decision）は、会社の一般的な意思決定と、同様に取締役会に委ねられるべきではないかと説かれてきた⁴⁷⁾。この立場は、取締役会による買収に対する防御に、経営判断原則が適用されると主張している⁴⁸⁾。取締役会は単に買収に対する拒否権を有するだけではなく、買収に関するいかなる意思決定権限をも行使できることになる⁴⁹⁾。

一方、買収防御策に慎重な立場からは、企業買収の場面においては、株主と経営者の利益が乖離していることを理由に、企業買収における意思決定と会社の一般的な意思決定は峻別されるべきと反論されている⁵⁰⁾。企業買収の場面では、株主と経営陣の利益が対立しうる。例えば、経営陣は買収によって会社

44) ポイズン・ピルの開発経緯については、拙稿②・前掲注3)、31-33頁参照。

45) アメリカでは、株主に新株購入権を頒布する際に、特定の持株比率を有する株主は、新株を購入できないとする条項（差別的取扱条項）を設定する。わが国では、新株予約権の第3者割当についても、制度上の手続を満たせば可能となるので、買収者以外の株主に新株購入権を与える手段として、新株予約権の第3者割当が実施される可能性がある。

46) Bebchuk supra note 14, p974.

47) Martin Lipton, Takeover Bids in the Target's Boardroom, 35 Bus Law 101, 104 (1979), See Bebchuk, supra note 6, p995.

48) Lipton supra note 47, p120 - 124, See, Coates supra note 15, p1327.

49) Bebchuk, supra note 14, p995.

50) 買収防御策に最も否定的な立場からは、ひとたび敵対的企業買収が実施されたら、取締役は、まったくそれに対抗できないとする考え方が提唱されている、Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, 94 Harv L Rev 1161 (1981).

に対する支配権や私的利益を失うおそれがある。このような利害の対立が存在することから、取締役会に買収の拒否権を与えることは、深刻なエージェンシーコストを生み出しうると指摘されている⁵¹⁾。取締役会自身が買収に際して私的利益を有しうることから、買収時に自己の私的利益を優先するインセンティブが存在するともいえよう。企業買収の場面においては、経営者個人が自己の私的利益を維持または獲得しようとする懸念を取り去ることができず、これによって意思決定がゆがめられかねないといえるであろう⁵²⁾。

さらに、企業買収の脅威を通じて、会社経営が規律付けられることからこそ、取締役会に業務に関する意思決定を委ねることが可能となると説明されている⁵³⁾。この説明によると、会社意思決定において経営者のコントロールを肯定することは、企業買収の場面において取締役会の拒否権を否定することによって補完される⁵⁴⁾。ここでは、敵対的企業買収による脅威が除去ないし緩和されることによって、経営陣が株主利益のために行動するインセンティブが失われるということができよう⁵⁵⁾。

2. 取締役会の拒否権による効果

i. 取締役会による買収拒否権の効果

取締役会に買収拒否権を与えた場合には、企業買収を許容するか否かを経営者が

判断する。企業買収の場面では、株主と経営者の利害が対立し、エージェンシー問題が深刻に発生しうる。このことから、企業買収の場面において、取締役会の拒否権を与えことは、克服すべき課題が多いと指摘されている⁵⁶⁾。

買収防御策を認めるべきとする立場は、取締役に買収拒否権を与えることは、効果的な企業統治を実現するために不可欠であると主張している⁵⁷⁾。買収の拒否権を通じて、取締役に買収の交渉力をあたえ、敵対的企業買収を一般的に予防することは、さまざまな点において、株主利益や社会的な利益に資すると説明している。ここで指摘されている買収防御策の利点は、①取締役に交渉を通じて、企業買収の交渉を有利に進めることができる点、②敵対的企業買収の脅威から短期的な利益追求をおこなう弊害を緩和できる点、および③株主以外の会社関係者（いわゆるステーク・ホルダー）の利益を保護できる点である。

ii. 買収時に取締役会へ交渉力を付与する効果

取締役に買収拒否権を与えることは、経営陣に企業買収時における交渉力を付与する。その結果、株主に有利な買収条件を引き出すことができる。買収防御策を認めるべきとする立場は、取締役会の拒否権の意義をこのように説明する⁵⁸⁾。

51) Bebchuk, supra note 14, p991 - 994, 森田・前掲注 3)、1662 号 14 頁参照。ここで生じうるエージェンシーコストとは、第 1 には、経営陣が株主の利益ではなく、個人的な利益を維持するために買収を阻止することから生じるコストがあり、第 2 には、経営陣が買収の交渉に当たって、株主により高いプレミアムを引き出すのではなく、自己の私的利益を維持するために権限を行使することから生じるコストがあると指摘されている。

52) Bebchuk, supra note 14, p995.

53) Bebchuk, supra note 14, p996.

54) Bebchuk, supra note 14, p996.

55) Bebchuk, supra note 14, p993.

56) 森田・前掲注 3)、1664 号 29 頁。

57) Lipton, supra note 47, p103. See, Bebchuk, supra note 14, p975.

58) Danis and Klausner, supra note 15, 98.

対象会社取締役会に交渉力を付与すべきとする見解の論拠として、①株主は分散しているので企業買収の場面において実質的に交渉ができない点⁵⁹⁾と、②取締役は対象会社の価値についてより多くの情報を持つ点が指摘されている⁶⁰⁾。

第 1 に、株主が企業買収の場面において交渉力を持ちうるかは、対象会社株式の保有状況による。対象会社に支配株主が存在する場合には、支配株主が買収の場面において交渉力を有する。一方、対象会社の株式が分散的に保有されている場合には、個々の株主は交渉力を持たないといえるのかもしれない。

買収の場面において株主が交渉力を持たないことは、経営陣に交渉をゆだねることの根拠とならない点が指摘されている。とりわけ買収の場面においては、取締役にも、私的な利益が存在しうることから、取締役に交渉力を付与した場合には、株主利益ではなく、取締役の私的利益の増大や維持を目的として、買収を阻止する可能性が否定できない⁶¹⁾。具体的には、取締役が自己の地位を保全することを目的に、株主にとって有利な買収を阻止することや、少ない買収プレミアムで買収を成立させることが懸念されている。

第 2 に、取締役会の情報優位性を根拠として、取締役会に拒否権を与えるべきとい

えるかが論じられている⁶²⁾。ここでは、多くの情報を有する取締役に買収拒否権を与えた場合には、取締役の私的な利益を得るために拒否権を行使することが懸念されている。

iii. 短期的な利益追求にともなう弊害の除去

取締役会に買収拒否権を与えることによって、会社は長期的な投資を実行できると指摘されている⁶³⁾。

長期的な投資を必要とするプロジェクトの価値は、株式の市場価格に十分に反映されない可能性がある。会社経営陣は敵対的企業買収の脅威から株主を保護するために、長期的投資を控え、現在の株価を上昇させる施策を実施せざるを得なくなる⁶⁴⁾。敵対的企業買収への防御策を設定することは、企業買収の脅威を緩和させることから、会社に長期的な投資を可能とさせる⁶⁵⁾。

買収防御策によって会社は長期的な投資が可能となるとの説明は、モデル分析の結果に基づくものである⁶⁶⁾。このモデルでは、長期的な投資プロジェクトが会社に存在していることと、長期的な投資プロジェクトの価値は株価に反映されにくいことを仮定している⁶⁷⁾。

59) Bebchuk, supra note 14, p1007, 森田・前掲注 3)、1662 号 15 頁参照。

60) 森田・前掲注 3)、1662 号 15 頁参照。

61) Bebchuk, supra note 14, p1007 - 1009, 森田・前掲注 3)、1662 号 15 頁参照。

62) Bebchuk, supra note 14, p1000.

63) Bebchuk, supra note 14, p1011 - 1013, Danis and Klausner. supra note 14, p99 - 100.

64) このような現象は、一般的に、rational myopia とよばれている。

65) Daines and Klausner supra note 15, p99.

66) Daines and Klausner supra note 15, p99, 代表的なモデル分析として、Jeremy C. Stein, Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior, 104 Q J Econ 655 (1989), Jeremy C. Stein, Takeover Threats and Managerial Myopia, 96 J Polit Econ 61 (1988).

67) Bebchuk, supra note 14, p1011.

これに対して、別の仮定を設定したモデル分析では、敵対的企業買収の脅威は、長期プロジェクトへの過剰な投資を導くという結論が得られている⁶⁸⁾。この分析では、会社に長期的な投資プロジェクトが存在していることは、投資者からは観測可能であるが、プロジェクトの質および予想される利益の額は観測できないと仮定している⁶⁹⁾。長期的な投資プロジェクト自体が存在していることは、株主から観測可能なことから、長期的な投資プロジェクトに多くを投資することによって、よりすぐれた経営を行っているとのシグナルを発することができる。そこで、経営陣は、敵対的企業買収の脅威を緩和させようと、積極的に長期プロジェクトへ投資をおこない、シグナルを発しようとする。しかし、プロジェクトの質は投資者から観測できないことから、長期的な投資プロジェクトに、過剰な投資がおこなわれうると説明されている⁷⁰⁾。

敵対的企業買収の存在が、会社の投資に関する意思決定にどのような影響を与えるかについては、モデル分析の結論が分かれないといえよう。敵対的企業買収の脅威は、会社の長期的な投資に関する意思決定に影響を与える可能性は否めないが、ここから、取締役会に買収拒否権を与えるべきと主張することには十分な論拠を見出すことはできない⁷¹⁾。とりわけ、取締役会に買収拒否

権を与えることは、敵対的企業買収を通じた経営の規律付けを緩和させるという弊害を伴うが、この弊害を補うだけの利点があるということは、示されていない⁷²⁾。

なお、取締役会に買収拒否権を与えることは、株主の利益につながらないとする結論は、実証研究の結果からも、支持されている。例えば、州会社法による反企業買収法の適用に関するイヴェント・スタディーの多数は、反企業買収法は株価に影響を与えないか、または株価を引き下げることを実証していると指摘されている⁷³⁾。

iv. ステーク・ホルダーの保護

取締役会の買収拒否権を支持する立場は、論拠として、敵対的企業買収から株主以外の会社関係者、いわゆるステーク・ホルダーを保護することを挙げている⁷⁴⁾。

買収を拒否することによって保護されるステーク・ホルダー利益の額が多く、会社関係者全体の利益が最大化されるのであれば、効率性の観点から、企業買収の場面においてステーク・ホルダーを保護することは正当化されうるといえよう。しかし、会社関係者の利益を最大化する基準を達成することは、事実上困難であることが指摘されている⁷⁵⁾。会社経営陣の行動が正当であるかを、会社関係者全体の利益最大化を考

68) Bebchuk, supra note 14, p1011.

69) Lucian Arye Bebchuk and Lars A. Stole, Do Short-Term Managerial Objectives Lead to Under-or Over-investment in Long-Term Projects?, 48 J Fin 719 (1993). Bebchuk, supra note 14, p1011 では、このような仮定を設定することは、実際の状況に整合すると指摘する。

70) Bebchuk, supra note 14, p1011 - 1012

71) Bebchuk, supra note 14, p1012.

72) Bebchuk, supra note 14, p1012.

73) Bebchuk, supra note 14, p1013.

74) Bebchuk, supra note 14, p1021, 森田・前掲注3)、1662号15頁参照。多くの州会社法は、会社経営陣がステーク・ホルダーの利益に配慮しながら、企業買収に対応することを許容していると指摘されている。

75) Bebchuk, supra note 14, p1021, ステーク・ホルダーを保護することによって株主利益が実現すると説明することで買収防御策を肯定しようとする場合には、前述の株主の長期的利益の保護と類似の論理構成をとることになる。

慮するという基準で判断した場合には、経営陣のいかなる行為も、何らかの会社関係者の利益を考慮しているといえてしまう。結局、経営陣の行為をすべて正当化することになり、ルールとして実質的には機能しないと指摘されている⁷⁶⁾。

買収時にステーク・ホルダーの利害を調整する権限を、取締役会に与えることには疑問が投げかけられている。具体的には、①取締役会は従業員よりはむしろ株主と共通のインセンティブを有している点、②ステーク・ホルダーの保護することを隠れ蓑として、取締役自身の私的利益の保護を図る虞がある点、などが指摘されている⁷⁷⁾。

ステーク・ホルダーの利益の保護は、敵対的企業買収への防御策の論拠となるかについても疑問が投げかけられている。ステーク・ホルダーの利益に影響を与えるのは、敵対的企業買収に限定されず、友好的な企業買収においても同様のことが起きうると指摘されているからである。そこで、ステーク・ホルダーの保護は、買収拒否権を取締役に与えることで実現すべきというより、他の手法を通じて実現すべき課題であると指摘されている⁷⁸⁾。

3. 取締役会の買収拒否権の効果と弊害

取締役会に買収拒否権を与えることの利点として、買収に関係する当事者の利害調整が可能となり、取締役の情報をも有効に活用できる点が指摘されている。これに加え

て、企業買収を受け入れるか否かを判断する権限を取締役に与えることによって、敵対的企業買収の脅威を緩和させることが可能となり、長期的な利益追求が可能となる点あげられている。

一方、弊害として、買収時の取締役の私的利益から生じるエージェンシー問題を増大させることがあげられる。これに加えて、敵対的企業買収そのものを制限することによって、買収の脅威による経営の規律付けを緩和されることが懸念されている。

このように、取締役会の買収拒否権には、利点と弊害が、まさに表裏一体の関係として存在しているといえよう。

アメリカにおける議論においては、取締役会の買収拒否権を通じて対象会社経営陣に裁量権を与えることは、全面的な支持が得られておらず、部分的な支持が得られているにとどまる⁷⁹⁾。取締役会の拒否権を支持する立場も、買収防御策に弊害があることについては認識しており、取締役会の拒否権を、経営陣に全面的な裁量権を与える手段としてではなく、単にノーという防御(just say no defense)の手段として位置づけている⁸⁰⁾。

アメリカの議論状況においては、買収時の際に、経営陣に全面的な裁量を与えることには、慎重な立場がとられていると考えられよう。買収防御策を支持する立場は、取締役会の買収拒否権の弊害を認めつつも、弊害を除去する仕組みを用いて制御しようとしている。ここでは、司法が果たす役割

76) Oliver Hart, An Economist's View of Fiducial Duty, 43 U Tronto L J 299, 303 (1993), See Bebchuk, supra note 14, p1022 - 23.

77) Bebchuk, supra note 14, p1023 - 24, 森田・前掲注3)、1662号16頁。

78) Bebchuk, supra note 14, p1024 - 25, 森田・前掲注3)、1662号16頁。

79) Coats, supra note 15, p1328 - 1329.

80) 取締役会の買収拒否権を容認する立場においても、買収拒否権を、絶対にノーという防御(just say never defense)の手段としては認めていない。例えば、デッド・ハンド・ポイズン・ビルを発行することについては、買収防御策肯定論でも認められないと考えられている。

や⁸¹⁾、取締役の報酬制度に期待が寄せられている⁸²⁾。一方、買収防御策に慎重な立場は、株主による投票など他の手段を通じて、取締役会の拒否権がもつ利点を実現させていこうとしている⁸³⁾。この立場からは、司法による判断⁸⁴⁾を通じたとしても、取締役会に拒否権を与えることは、必要のない安全港 (unnecessary “safe harbor”) を提供することにつながるのではないかと懸念されている⁸⁵⁾。

III. 買収拒否権の設定

1. 株式公開時における買収拒否権の設定

アメリカでは、株式公開 (Initial Public Offering) の時点において、多くの会社が、株主の選択によって買収防御策を設定している⁸⁶⁾。株式公開前には、経営者が株主として会社を支配している。取締役会の買収拒否権を設定されているのであれば、株式公開とその後の分散保有への移行によって、経営者が会社支配権を失ったとしても、取締役として買収拒否権を行使しうる立場にありつづける。ここでは、公開前の支配株主 (兼公開後の経営者) と、公開後に株式を購入した株主との間に、利害の対立が

-
- 81) ポイズン・ピルは、敵対的企業買収に司法の判断を導くという点で、積極的に評価されている。ポイズン・ピルに対する司法の判断については、武井一浩・太田洋・中山龍太郎「企業防衛策の法的論点と実務上の諸問題——連の商法改正と日本型ポイズン・ピルの導入を視野に入れて」武井一浩・太田洋・中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』2頁、71頁 (商事法務研究会・2004年)
- 82) Kahan = Rock, *supra* note 14, p845, 896 - 897, では、ストック・オプションなどで経営者に株主の利益と一致する報酬スキームを付与することで、エージェンシー問題は解決すると主張する。この見解に対しては、インセンティブ報酬では、エージェンシー問題は完全には解決されず、また、事前のエージェンシー問題は解決できないと主張されている、Bebchuk, *supra* note 14, p1013 - 16, 森田・前掲注 3)、1662号 14頁参照。
- 83) Bebchuk, *supra* note 14, p1028。ここでは、敵対的企業買収を受け入れるか否かを株主による投票によって判断される機能を有する点について、ポイズン・ピルを支持する見解が示されている。なお、ここで主張されている株主投票とは、買収時に買収者以外の株主による直接投票によって買収を受け入れるか否かを決定する仕組みをいう。また、この株主投票によって買収が受け入れられた場合には、買収に反対した株主にからも持ち株を買収時の買い付け価格と同条件で強制的に買い取ることになることを前提としている。
- 84) 例えば、デラウェア州の判例では、敵対的企業買収への対抗措置が正当化される場合については、①取締役が合理的な根拠に基づいて、会社の経営方針や効率性に対して危険が存在すると信じていること (合理的判断基準)、②対抗措置が脅威に対して相当であったこと (均整基準) を満たす必要がある。1980年代末のデラウェア州衡平裁判所 (Court of Chancery of Delaware) では、企業買収による脅威と対抗措置とのバランスをとる基準を採用していたが、1989年の *Paramount* 判決 (*Paramount Communications v. Time*, 571 A. 2d 1140 (Del. 1989)) において、デラウェア州最高裁は、対象会社取締役が合理的な基準に基づいて、公開買付価格が不適切と判断する場合には、経営判断原則が適用されうると判示している。この基準は、合理的判断基準に重きを置いたものと考えられうる。なお、取締役が判断を導く際には、取締役会において独立取締役が存在していることや、投資銀行の意見を聞くなど、会社外部者の判断を経過していることが重視されている。会社外部者の判断と介することによって、エージェンシー問題が緩和ないし除去されうるとする主張もなされているが、中立性が確保できないと指摘されている。会社外部者による判断をめぐる議論としては、森田・前掲注 3)、1662号、14頁参照。
- 85) Bebchuk, *supra* note 14, p1005.
- 86) 買収防御策の設定方法としては、①買収防御策を株式公開時の定款に組み込むこと、および②敵対的企業買収を困難としている州で会社を設立することが挙げられてる、Bebchuk, *supra* note 15, p714.

生じうるといえよう。そこで、株式公開時に、なぜ取締役会の買収拒否権を設定するのかという点が議論の対象とされている。

この議論は、ジェンセンとメックリングの仮説⁸⁷⁾を出発点とする。これは、会社が株式を公開するに際しては、できる限りエージェンシー・コストを最小化し企業価値を最大化するガバナンス構造を採用するとの仮説である。

取締役会の買収拒否権を支持する立場からは、株式公開時に取締役会の拒否権が設定されている事実は、買収防御策は株主にとって望ましいことを市場が証明していると主張する⁸⁸⁾。1990年代のアメリカでは、株式公開時の定款に買収防御条項を設定する会社が増えている一方で、防御策に反対する株主の決議も増加している状況が存在していた⁸⁹⁾。株式公開時に、取締役会の買収拒否権を株式公開時に設定するか否かについて、対応が一致していないことから、買収拒否権が株主の利益につながるということは⁹⁰⁾、市場によって証明されていないと指摘されている。

株式公開時に取締役会の拒否権が設定することの意義については、株式公開時の行動をモデル化して、説明しようところみられている⁹¹⁾。このモデル分析では、株式が公開されるプロセスを、株式公開時と分散保有移行期 (midstream) に分化する。株式公開時には、株式の一部のみを売出し、公開前の株主が依然として支配株式を保有していると仮定する。会社創業者 (支配株主と経営者を兼ねる) は、株式公開時に、定款に取締役会の拒否権に相当する条項を設定するか否かを選択する。取締役会の拒否権条項が設定されているか否かは、株式公開時の売出し価格と、会社が分散保有に移行する時点の新株の売出し価格に影響を与えると仮定する⁹²⁾。モデルは、会社が行う行動として、①取締役会の拒否権を設定せず分散保有にも移行しない場合、②取締役会の拒否権を設定し分散保有に移行した場合、③取締役会の拒否権を設定せず分散保有に移行した場合、の3つのパターンを提示し、それぞれの場合について、どのような企業価値をとりうるかを比較してい

87) Michael C. Jensen and William H. Mechlig, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 J. of Fin. Econ. 305, p306 (1976).

88) 代表的な見解として、Lipton, supra note 15, p1057 - 1058, See, Bebchuk, supra note 15, p714, 722 - 723.

89) Bebchuk, supra note 15, p715.

90) ポイズン・ピルについて、最終的に買収を承認するか否か株主が決定することを許容している限りにおいては、ポイズン・ピル自身は取締役会に拒否権を与えることにつながることはなく、その場合には株式公開時に株価を引き下げる要因にならないと指摘している、Bebchuk, supra note 15, p722. この指摘から、取締役会の買収拒否権として想定されているのは、ポイズン・ピルと期差取締役の組合せと考えられる。

91) Bebchuk, supra note 15, p728 - 730.

92) Bebchuk supra note 15, p729 のモデルでは、

取締役会の拒否権を設定しない場合の売り出し価格 = p

取締役会の拒否権を設定した場合の売り出し価格 = $P + \Delta P$

であらわし、取締役会の拒否権が価格に与える影響を、 ΔP で表現している。

②の分散保有移行期では、会社に新たな投資機会が出現する。ここで、新たに株式を発行し会社が分散保有に移行することを選択すると、投資機会を実現できる。一方、会社が分散保有並行することを選択しない場合には、投資機会は実現されない (モデルでは、分散保有によって得られる資金を K 、投資によるリターンを $K + \Delta K$ ($\Delta K > 0$)) であらわしている。

る⁹³⁾。

この分析では、株式公開時に買収防御策が設定される理由として、①買収防御策によって効率的な行動が実現する可能性、②株式公開時に存在するエージェンシ問題の帰結として買収防御策が設定される可能性、および③株式公開時に会社の情報を市場が十分に評価することができないことから、買収防御策が設定される可能性を指摘している。

2. 効率性の実現

i. 分散保有移行を促進する機能

株式公開時に取締役会の買収拒否権を設定し、会社経営陣の私的利益を確保させることは、株主にとっても利益になりうる可能性が指摘されている。

まず、取締役会の買収拒否権は株式分散保有への移行を促進させると説明されている⁹⁴⁾。株式公開時に取締役会の拒否権を設定しない場合には、後に、分散保有への移行が必要となる投資機会が出現したとしても、経営陣は自分の私的利益を手放すことを嫌がり、投資機会を実行しない可能性が

ある。そこで、取締役会に拒否権を与え、経営者兼支配株主の私的利益を確保させることによって、将来、投資機会が生じた時に分散保有へ移行できる。

この説明によるならば、取締役会の買収拒否権は、すべての株主の利益になるので、株式公開時に買収拒否権を設定することを正当化できる。なお、この説明によって、取締役会の買収拒否権に少数株主への利点を見出すことができるのは、分散保有に移行する前の会社に限定される。取締役会の拒否権は、分散保有へ移行する可能性を増加させることから、既に分散保有に移行済みの会社には、効率性の改善を期待できないからである⁹⁵⁾。すでに分散保有に移行している会社には、株主総会による承認が得られたとしても、取締役会の拒否権を設定することに、理論的な根拠を見出すことは困難であると指摘されている⁹⁶⁾。

ii. レント・プロテクション機能

取締役会の買収拒否権は、株主にとって不利益であるとしても⁹⁷⁾、買収拒否権によって維持される私的利益の額が、株主の

93) Bebchuk *supra* note 15, p730 では、

①取締役会拒否権を設定しないで、分散保有に移行しなかった場合
総価値 $\rightarrow V+B$ (V …株主利益、 B …私的利益)

②取締役会拒否権を設定し、分散保有に移行した場合、
経営陣は私的利益を維持することから、総価値は

$$V+B+K+\Delta K$$

となる。

③取締役会拒否権を設定せずに、分散保有に移行した場合、
経営陣の私的利益は $B-\Delta B$ となることから、総価値は

$$V+B-\Delta B+K+\Delta K+\Delta V$$

ただし、 $\Delta V > 0$ の場合もあれば、 $\Delta V < 0$ の場合もあると仮定している。

とあらわしている。

94) Bebchuk, *supra* note 15, p730 - 733.

95) Bebchuk, *supra* note 15, p732.

96) Bebchuk, *supra* note 15, p733.

97) この状況をモデルによって説明すると、取締役会の拒否権を設定しない場合のキャッシュフロー増大分がプラスの値を示すことで示すことができる。Bebchuk, *supra* note 15, p733.

不利益より大きいならば、社会的な効率性の観点から、取締役会の買収拒否権を正当化できる。買収拒否権を設定している会社に対しては、投資者は、少ない金額しか抛出しないが、会社設立者はそのコストを負担し、株主以外の会社関係者の私的利益を確保することになる⁹⁸⁾。

このように取締役会の買収拒否権には、会社関係者の私的利益を維持する機能（レント・プロテクション）が認められうる。

レント・プロテクションの機能は、買収拒否権を許容すべきとする政策判断の論拠の一つとして位置づけられよう。例えば、従業員などステーク・ホルダーの利益を保護することを目的として、買収防御策を設定する場合などは、レント・プロテクションが実現しうると評価できるのかもしれない。なお、レント・プロテクションを根拠に、取締役による買収拒否権の設定を認めたととしても、拒否権によって、取締役のエージェンシー問題が存在しうることから、法による規制が望ましいと考えられる⁹⁹⁾。

3. エージェンシー問題の存在

i. 株式公開前における株主間のエージェンシー問題

株式公開時に存在するエージェンシー問題の帰結として、株式公開時に取締役会の買収拒否権が設定される可能性が指摘されている¹⁰⁰⁾。

まず、株式公開前の株主間にエージェンシー問題が存在しうる点が指摘されている。株式公開前の株主構成において、一部の株主が経営者を兼任し、会社から私的利益を享受している場合、経営者株主は、株式公開時に、定款に買収防御策を設定することを希望する。取締役会の買収拒否権が株主全体にとっては、不利益であったとしても、経営者株主は、その不利益を持株比率に応じて負担すればよい。

経営者以外の株主は、受動的かつ十分な情報を得れない立場におかれており、株式公開時には、経営者株主の行動をコントロールないしモニタリングする能力を欠いている可能性が指摘されている。そのような場合には、経営者株主によって取締役会の買収拒否権が設定することを、他の株主が阻止することは事実上不可能になると指摘されている¹⁰¹⁾。

ii. 株式公開前における外部助言者のエージェンシー問題

株式公開の時点において、創業者に助言をおこなう外部者にエージェンシー問題が存在し、その結果、取締役会による買収拒否権が設定される可能性が、アメリカの学説において指摘されている¹⁰²⁾。

株式公開時に取締役会の買収拒否権条項を定款に盛り込むかについて、株式公開前に会社支配権を有している創業者によって決定される。ここで創業者は、より効果的な情報と専門性を有している会社外部者の

98) Bebchuk, supra note 15, p734.

99) ステーク・ホルダーのレント・プロテクションを根拠に、取締役会に買収拒否権を与えた場合には、取締役会が、株主と、ステーク・ホルダーとの利害を調整することになる。

100) Bebchuk, supra note 15, p735 - 736.

101) Bebchuk, supra note 15, p734, では、株主間のエージェンシー問題に基づいて、取締役会の買収拒否権が設定されるとの説明が成り立ちうるのであれば、取締役会の買収拒否権は、デフォルトの状態においても認められるべきではなく、また、オプト・インも望ましくないとする帰結が導かれると指摘している。

102) Bebchuk, supra note 15, p736 - 739.

見解を尊重することが予想される¹⁰³⁾。とりわけ、弁護士の助言が大きな影響を与える可能性が示唆されている¹⁰⁴⁾。

ここで外部助言者は、株式公開時に、創業者に対して、取締役会の買収拒否権を設定するよう助言するインセンティブを有すると指摘されている。第1の理由として、取締役会の買収拒否権を設定しない会社が買収された場合には、有益なクライアントを失う可能性があげられている。これに加えて、第2の理由として、将来、会社が簡単に買収されたとなると、助言をおこなった外部者の評判 (reputation) が低下しうるのである¹⁰⁵⁾。創業者は、株式公開前には、支配株主と経営者の地位を併せ持つが、株式公開ないし分散保有への移行することによって、支配株主としての影響力が低下していく。取締役会の買収拒否権は、株式支配を伴うことなく企業買収を拒否できる立場を会社経営陣に与える。株式公開に際して助言を求められる外部者が、その後の評判を気にかけるのであれば、買収拒否権の設定を推奨することが予想される。

1990年代の初頭のアメリカにおいては、株式公開時の定款に、買収防御条項を設定している会社が多数存在する一方で、取締役会の買収拒否権条項を設定していない会社も多数存在していた。この状況については、異なる2通りの説明がなされている。

まず、取締役会の買収拒否権は買収前の株主にとって利点があると評価した上で、

必ずしもすべての会社が株式公開時に買収拒否権を設定しないという事実は、弁護士が適切に助言をおこなっていないことを示していると説明されている¹⁰⁶⁾。この立場からは、1990年代において、取締役会の拒否権を設定する会社が増加している事実は、弁護士のスキルが向上していることを意味していると説明している。

これに対して、本来は取締役会の買収拒否権を株式公開時の定款に盛り込むべきではないが、株式公開時に弁護士の法的なアドバイスに対して依頼会社が不満を述べる可能性が少ないことから、買収拒否権を盛り込むように助言する機会が増加していると説明できると指摘されている¹⁰⁷⁾。

4. 情報効率性の問題

i. 非対称情報

取締役会の買収拒否権が設定される理由として、株式公開時の情報を市場が十分に評価できないことが指摘されている。

まず、株式公開時に、会社創業者と一般投資者との間に非対称情報の状況が存在する場合には、株式公開時に取締役会の買収防御策が設定されると説明されている¹⁰⁸⁾。ここで仮定されている非対称情報の状況とは、会社創業者と一般投資者は、ともに買収拒否権を設定する場合と設定しない場合のいずれが効率的であるかは識別できる一方で、創業者のみが私的利益に関する情報

103) 実証研究においても、株式公開時にどのような定款の条項を設計するかについては、会社外部者が大きな影響を与えることが示されている。例えば、Coats, *supra* note 15, p1371 - 1372 に掲載されている表6などがある、Bebchuk, *supra* note 15, p737.

104) 弁護士は、会社の定款が株式公開時に与える影響に熟知していると、創業者が判断しがちである点が指摘されている、Bebchuk, *supra* note 15, p734.

105) この場合、弁護士の評判は会社経営陣、とりわけ株式公開を実施した創業者によって形成されることになる。

106) Coats, *supra* note 15, p1377 - 1383.

107) Bebchuk, *supra* note 15, p738.

108) Bebchuk, *supra* note 15, p739 - 740.

と買収拒否権が一般投資者に与える影響に関する情報を有している状況をいう。

このような非対称情報の状況のもとでは、株式公開時に買収防御策を設定しないことが効率的であると一般投資者が認識できるとしても、株式公開後により高い利益をもたらすタイプの会社¹⁰⁹⁾とそうでないタイプの会社の双方にとって効率的であるならば、会社は、買収防御策を設定しないことによって、公開後により高い利益をもたらすタイプであることを示せない¹¹⁰⁾。高い利益をもたらすタイプの会社が、取締役会の買収拒否権を設定しなかったとしても、有利に資金を調達できないのであれば、買収防御策を設定し経営陣の私的利益を確保するよう誘引されてしまう。高い利益の高いタイプの会社が、買収防御策を設定することを選択するならば、他のタイプの会社もこれに追随し、すべての会社を買収防御策が設定される結果が導かれることになる。

ii. 株式公開時における情報評価の不完全性

株式公開時に、取締役会の買収拒否権に関する情報が十分に株式の価格に反映されない可能性があることが、買収防御策が設定される理由として指摘されている。

株式公開時の価格付けの際には、注目される情報が制限されうる (bounded attention)。合理的な投資者であったとしても、完全な

情報および情報評価能力を持ち合わせていなければ、一部の情報を用いて株式の価格付けをおこなう。株式公開時の価格付けにおいては、買収拒否権を設定したか否かは、十分に考慮されない可能性が指摘されている¹¹¹⁾。

買収拒否権の設定が、株式公開時に注目をされにくい理由として、①株式公開時には、会社の将来業績に関する情報が集中的に評価される点、および②買収拒否権が株価に影響を与えうるのは、会社が分散保有に移行した後である点があげられている¹¹²⁾。

買収拒否権を設定することが、株式公開時には、価格に影響しないならば、創業者は株式公開時に取締役会の買収拒否権を設定し、株式公開ないし分散保有移行後も、自らの私的利益を維持することを選択すると予想される。

5. 買収拒否権の設定に関わる問題点と事前規制による解決

株式公開時に、買収拒否権を設定することには、以下の利点と問題点が指摘されている¹¹³⁾。

利点として、以下の2つが認められうる。第1に従前の支配株主が享受していた私的利益を確保する機能を通じて、分散保有への移行する可能性を高める。第2に、私的利益を確保することによって、レント・プロテクションが可能となり、保護される私

109) Bebchuk, supra note 15, p739 では、高い利益をもたらすタイプの会社とは、株式公開後に分散保有に移行する投資機会が存在する可能性が高い会社と仮定している。

110) いわゆるプーリングの問題が発生することになる。

111) Bebchuk, supra note 15, p741、ここでは、会社が複数議決権株式を発行するなどの構造を有していた場合には、買収に関する条項に関心を払うが、一株一議決権構造をとるなど、通常買収対策をとっている場合には、買収に関する定款の条項にさほど注目しないと指摘している。

112) 会社が分散保有に移行した後は、買収防御策の設定は、株主の決議によって否決される傾向にあることが指摘されている。その理由の一つとして、分散保有移行後には、買収防御策の設定が株価に与える影響が大きくなる可能性が指摘されている、Bebchuk, supra note 15, p742 - 743.

113) Bebchuk, supra note 15, p730 - 745.

的利益が大きい場合には、社会的な効率性を達成しうる。

一方、株式公開時に、買収拒否権が株主によって設定されたとしても、株主利益ないし社会的利益を実現することが目的ではなく、株式公開のプロセスで存在しうるエージェンシー問題の帰結として、設定された可能性が指摘されている。

これに加えて、株式公開時には、必ずしもすべての情報が市場によって完全に評価されうるわけではない。とりわけ、買収拒否権を設定したか否かは、株式公開時の価格付けにおいて、重要とされる情報ではないことが指摘されていることから、市場による評価を通じて、買収拒否権の設定に関する問題を適切に解決することは困難と考えられている。

買収拒否権の設定をどのように規制すべきかについて、以下の3つの点を基準とすべきと提言されている¹¹⁴⁾。

第1に、買収拒否権を設定しないことをデフォルト・ルールとすべきと提言されている¹¹⁵⁾。デフォルト・ルールとして2通りの規制が考えられる場合には、より厳しい規制をデフォルトルールとして採用した方が望ましいと分析されている¹¹⁶⁾。この見解に基づくならば、買収拒否権を設定しない枠組みをデフォルトルールとして採用し、必要に応じて買収拒否権を設定する枠組みが望ましいといえよう。

第2に、どのような買収拒否権を設定できるかについては、法規制によって限定すべきと提言されている¹¹⁷⁾。ここでは、特に、エージェンシー問題などの帰結として買収拒否権が設定される可能性があることから、法による規制が必要となると主張されている¹¹⁸⁾。

第3に、買収拒否権の有効期間を、株主総会の決議が得られてから、一定期間に限定する条項を付すること (Sunset Arrangement) が提言されている¹¹⁹⁾。このような条項を定めることによって、買収拒否権の効果が適切に制御できると期待されている¹²⁰⁾。

IV. 買収拒否権による敵対的企業買収の防御

企業買収防御策、とりわけ、対象会社取締役を買収拒否権を与えるタイプの防御策は、拒否権を通じて買収時に、取締役が会社の関係者の利害を調整できる。これは、他方で、企業買収の局面におけるエージェンシー問題が増大することを意味する。

株式公開前に会社支配権を有していた支配株主の私的利益を買収防御策で保護することによって、株式公開ないし分散保有への移行が促進される。これに加えて、敵対的企業買収の脅威を緩和することは、会社にとって長期的な利益追求を可能とする。

114) Bebchuk, *supra* note 15, p748 - 752.

115) Bebchuk, *supra* note 15, p748 - 750, なお、アメリカでは、ポイズン・ピルを発行することを株主が定款の規定などで承認している場合にのみ、発行を認める方式と、定款でポイズン・ピルの発行を禁じていない限り、取締役会はポイズン・ピルを発行できる方式が考えられるが、アメリカでは、後者の方式が採用されている場合が多いと指摘されている。

116) Lucian Arye Bebchuk and Assak Hamdani, *Optimal Defaults for Corporate Law Evolution*, 96 *Nw. Univ. L. Rev.* 489, p492 - 493 (2002).

117) Bebchuk, *supra* note 15, p750 - 751, 法によって買収防御策のない仕様と限定すべきとする主張は、期差取締役についてより適合すると指摘している。

118) Bebchuk, *supra* note 15, p751.

119) Bebchuk, *supra* note 15, p751 - 752.

120) Bebchuk, *supra* note 15, p752.

これらの点が、買収拒否権を設定する利点として指摘できうる。

買収拒否権は、本質的に、買収拒否権者と株主との間のエージェンシー問題を内包している。また、敵対的企業買収を事前に抑制することから、敵対的企業買収を通じた経営の監視機能が緩和ないし除去される。これらの弊害から、買収拒否権を全面的に採用することには慎重な判断が求められると考えられる。

買収拒否権の効果と弊害を勘案すると、法による事前の規制の下、一定の範囲で買収拒否権を認めるとする立場が妥当ではないかと考えられる。なお、分散保有移行の促進する効果が、買収拒否権設定を認める論拠とされていること、およびエージェンシー問題の存在しうることを勘案すると、買収拒否権の設定は、株式公買のプロセスにおいて、株主総会の特別決議によるべきと考える。これに加えて、買収拒否権の有効期限を一定期間に制限する条項¹²¹⁾を定めることを法で強制することなどが考えられる。

四．支配株式取得に関する規制

I. 強制公開買付規制による企業買収の制限と買収拒否権による企業買収の制限との比較

強制公開買付規制および敵対的企業買収の防御策は、ともに、支配株式の取得による企業買収を制限する。

強制公開買付規制の下で、買収を実行するか否かを決定する要因は、①買収によって変化する対象会社の企業価値、および②支配株主および買収者が享受している私的

利益となる。強制公開買付規制は、買収に関わる当事者、とりわけ株主間の利害を直接調整するルールとして作用する。

なお、強制公開買付規制が、買収の成否に影響を与える場合は、会社に支配株主が存在するときに限定される。支配株主が存在しない場合には、支配株式を取得する方法は公開買付に限定されるからである。

一方、敵対的企業買収の防御策として買収拒否権を設定した場合には、拒否権を与えられたものが企業買収の成否を判断することになる。

買収拒否権を設定した場合には、拒否権者に買収時の利害関係を調整する権限が与えられる。ここで調整される利害関係は、株主間のみ利害に留まらない。その反面、拒否権者に関するエージェンシー問題が生じうる。

II. 友好的な企業買収の規制

強制公開買付規制は、支配株主が存在する場合に、友好的な企業買収を制限する。

ここで制限される企業買収は、株主間の富の移転が発生しうる買収といえる。この点から、強制公開買付規制は、株主間の富の移転を伴う企業買収を制限する規制と位置づけることができる。強制公開買付規制の下では、すべての株主が支配株主と同条件で株式を売却することができる。支配株主と買収者が交渉することによってより有利な買収条件が導かれた場合、すべての株主が有利な条件で、持株を売却できることになる。

わが国では、他の会社の従属会社である公開会社（上場子会社）が少なくないと指摘されている¹²²⁾。上場子会社内部では、支

121) サンセット条項が付されたポイズン・ピルについては、太田＝中山・前掲注3)、1662号、31頁参照。ここでは、一定の期間ごとに株主総会がポイズン・ピルと継続するか消却するかを決定することができるようなポイズン・ピルの運用について記述されている。

122) 江頭憲治郎『株式会社・有限会社法（第3版）』5頁（2004年）。

配株主たる親会社と少数株主との間に利害の対立が生じうる点が指摘されている¹²³⁾。上場子会社を想定すると、強制公開買付規制は、支配株主と少数株主との利害を調整する規制として位置づけることができよう。

強制公開買付規制は、支配株主が株式を売却する時だけではなく、持株比率を増加させる場合についても、株式公開買付を強制する。そこでは、株主間の利害を有効に調整する機能を期待できる。例えば、強制公開買付を廃止した場合には、一部の株主から株式の買い増しを自由な価格でおこなうことが可能となる。従属会社を上場させている状況においては、支配会社は株主保護を表明するようコミットメントが働くことが一般的には指摘されている¹²⁴⁾。ここで、一部の株主から支配会社が自由に株式を買い戻すことが可能とすると、支配株主へのコミットメントが低下すると指摘できよう¹²⁵⁾。

強制公開買付規制の弊害として、効率的な支配株式の移転を制限しうる点が挙げられる。これに対しては、効率的な支配株式の移転を制限することは、ある程度許容すべきと考える。その理由として、第1に、規制を撤廃したとしても、効率的な支配株式の移転が制約されている点、第2に、規制を撤廃した場合には、他の株主による支配株主に対するコミットメントが低下する点である。これらの点を考慮に入れると、強制公開買付規制を撤廃したとしても、効率

性の改善は部分的なものにとどまり、かつ、コミットメントの低下という新たな問題が生じうることから、強制公開買付規制を維持すべきと考える。

III. 敵対的企業買収の規制

会社に支配株主が存在する場合には、その株主が実質的に買収の拒否権を有する。これに対して、買収拒否権は、株式分散有に移行し、支配株主が存在しなくなった後に、拒否権者に買収を拒否する権能を与える。拒否権者の判断を通じて、買収時の会社関係者の利害調整が図られる。敵対的企業買収の局面において、株主間ないし、株主以外の会社関係者との利害調整が可能となる点が、買収拒否権の利点として指摘されている。ここで拒否権者は、株主の利害調整のみならず、ステーク・ホルダーの利害も考慮に入れた上で、適正な結論を導くことが求められており、その判断をおこなうことは相当の困難を伴うものとする¹²⁶⁾。また、ここで調整される会社関係者の利害には、拒否権者自身の私的な利益も含まれるから、買収拒否権は、本質的にエージェンシー問題を内包すると考えられる。

買収拒否権の効果として、敵対的企業買収の弊害を緩和ないし除去することが挙げられる。この効果によって、買収拒否権の正当化することはできるか。この点については、①長期的な投資の実現は、過剰投資の問題を内包している、②敵対的企業買収

123) 近藤光男・田村詩子・志谷匡史・川口恭弘・黒沼悦郎・行澤一人・吉井敦子「定款自治による株主の救済(上)」商事法務1698号4頁(2004年)、5頁注(一)。

124) 神戸伸輔「株主間利害対立」三輪芳郎＝神田秀樹＝柳川範之編『会社法の経済学』(東京大学出版会・1998年)303頁、近藤ほか・前掲注122)、10-11頁参照。

125) このような、コミットメントの低下は特定の者からのみ支配株主が株式を買い戻せることに起因する。この点では、市場価格による支配株式の取得を自由化した場合にも動揺の問題が生じうる。相対取引を全面的に解禁した場合には、市場価格以上の価格を持って支配株主が株式を買い戻すことができることから、問題はより深刻になると考える。

126) 一種の複数エージェントの問題が発生するといえよう。

を事前に抑制することで、経営の監視が緩まないし除去される虞があることが指摘できよう。

株式公開ないし分散保有への移行に至るプロセスを考慮すると、買収拒否権には、分散保有移行を促進し、会社関係者のレント・プロテクションを図ることができる利点を見出せる。例えば、ステーク・ホルダーの保護について、一種のレント・プロテクションを実現すべきと考えるのであれば、買収拒否権を株式公開時に設定することに一定の意義が見出せるのかもしれない。なお、買収拒否権の利点として分散保有への移行を促進する効果が認められるのは、分散保有移行の前となることから、既に分散保有に移行している会社が買収防御策を設定することは、論拠が弱いと考えられる。

一方、買収拒否権に伴うエージェンシー問題、および敵対的企業買収を事前に抑制することに伴う弊害を考慮すると、買収拒否権を設定することを全面的に認め、敵対的企業買収が現実味を帯びた時に、事後的に防御策の妥当性を判断すること枠組みをとることについては、慎重な立場をとらざるをえない¹²⁷⁾。これに加えて、株式公開時には、会社関係者には取締役会に買収拒否権を与えるインセンティブが存在し、市場も買収防御策について十分な評価をおこなえないことを考慮に入れると、買収拒否権の設定については、慎重な態度で臨まざるをえないと考える。

そこで、買収拒否権については、事前の規制を設け、一定の規制の下でその設定を認める枠組がのぞましいと考える。事前の規制として設定すべき基準としては、①設

定権者を株主総会の特別決議とする点、②拒否権の有効期限を法で規定する点、が考えられる。ポイズン・ピルとして新株予約権を発行する場合には、予約権の消却権者と予約権者に拒否権が与えられうる。この点については、少なくとも予約権の消却権者は取締役会に限定しなければならないと考えられるのかもしれない。これに加えて、買収拒否権の内容を法で規制する趣旨を徹底する意義からも、定款で取締役会にポイズン・ピルの発行権限を与えた後は、取締役会が自由にポイズン・ピルを発行するとの枠組みを採用するのではなく、ポイズン・ピルを発行するには、逐一株主総会の決議を必要とする枠組みが望ましいと考える。

これらの事前規制を設けた上で、ポイズン・ピルなどの買収拒否権¹²⁸⁾が劇薬として作用しないように機能を限定するのであれば、買収拒否権の設定を認める余地もあると考える。

五．結語

支配株式取得に関する強制公開買付規制と敵対的企業買収への防御策は、ともに支配株式の取得を制限する点において共通の機能を有する。このうち、強制公開買付規制は、買収を前後の株主の利益の変動を基準として、支配株式の取得を制限する。この点において買収時における株主間の利害を調整するルールとしての役割が期待できる。これに加えて、強制公開買付規制を維持することで、支配株主へのコミットメントが確保できるなど、効率性の観点からも利点があると考えられることから、友好的

127) 事後的な枠組みを用いて買収防御策の妥当性を判断しようとする主張として、武井＝太田＝中山・前掲注81)、77-78頁。

128) アメリカにおける議論では、ポイズン・ピルを発行することのみでは、取締役会に買収拒否権を付与することになるとは必ずしもいえないと指摘されている。しかし、わが国において、新株予約権の第3者割当を用いて、ポイズン・ピルを発行する場合には、発行方法・条件などによっては、取締役会に買収拒否権を与えうると考えられるのかもしれない。アメリカの議論については、Bebchuk, *supra* note 14, p986.

な企業買収の規制方法として強制公開買付規制を維持すべきと考える。

一方、敵対的企業買収への防御策、とりわけ、買収拒否権については、拒否権者の判断を通じて買収の成否が決められる。ここでは、拒否権者が株主を含めた会社関係者の利害を勘案し、買収の成否を決することが要請される¹²⁹⁾。また、敵対的企業買収の買収拒否権の存在とそれをめぐる拒否権者の決定が買収拒否権については、利点と弊害が表裏一体で存在していることから、法による事前にこれを規制した上で、買収拒否権の設定を許容することが望ましいと考える。

追記

本稿は、科学研究費補助金「会社によるオプションの発行に関する法的問題点」(若手研究(B)15730056番)に基づく研究の一環である。本稿の執筆過程において、現代企業法研究会、東京商事法研究会、および法の経済分析ワークショップにて研究発表をする機会を頂き、議論を通じて多くの示唆をいただいた。御厚意に謝意を表したい。

主要参考文献

- William D. Andrews, *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, 78 Harv. L. Rev. 505 (1965).
- Lucian Bebchuk, *The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, Coffee, Lawenstein and Ackerman, *Knight Raider and Targets*, 371 (1988).
- Lucian Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, *Quartary Journal of Economics* 109, 957 (1994).
- Lucian Bebchuk, *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangement*, 152 U Pa. Law Rev, 713 (2004).
- Lucian Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 U. CHI. L. REV. 973 (2002).
- Lucian Bebchuk, John Coates IV and Guhan Subramanian, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered*

Boards: Theory, Evidence, and Policy, 54 STAN. L. REV. 887 (2002).

- Lucian Arye Bebchuk and Assak Hamdani, *Optimal Defaults for Corporate Law Evolution*, 96 Nw. Univ. L. Rev. 489 (2002).
- Lucian Arye Bebchuk and Lars A. Stole, *Do Short-Term Managerial Objectives Lead to Under- or Over-investment in Long-Term Projects?*, 48 J Fin 719 (1993).
- John Coates IV, *Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers*, 89 Cal L. Rev. 301 (2001).
- Robert Daines and Michael Klausner, *Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPO*, 17 J. L. Econ. and Org. 83 (2001).
- Sanford J. Grossman and Oliver D. Hart, *Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation*, 11 Bell J. of Econ, 42 (1980).
- Oliver Hart, *An Economist's View of Fiducial Duty*, 43 U Tronto L J 299, 303 (1993).
- Michael C. Jensen and William H. Mechlig, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. of Fin. Econ. 305 (1976).
- Michel Kahan and Edward Rock, *How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law*, 69 U. CHI. L. REV. 871 (2002).
- Martin Lipton, *Pills, Polls and Professors Redux*, 69 U. CHI. L. REV. 1037 (2003) (邦訳として、マーティン・リプトン(手塚裕之ほか訳)「ポイズン・ピル、投票、そして教授達—再論(上)・(中)・(下)」商事法務1641号70-80頁、1643号26-38頁、1644号23-32頁)。
- Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 Bus Law 101 (1979).
- Jeremy C. Stein, *Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior*, 104 Q J Econ 655 (1989).
- Jeremy C. Stein, *Takeover Threats and Managerial Myopia*, 96 J Polit Econ 61 (1988).
- 内間裕「株式公開買付け制度の適用範囲に関する諸問題」商事法務1641号61頁(2002)。
- 江頭憲治郎『株式会社・有限会社法(第3版)』(2004年)
- 太田洋＝中山龍太郎「米国におけるポイズン・ピルの『進化』とその最新実務(上)・(下)」商事法務1653号4頁、1662号20頁(2003)。

129) このことから、ポイズン・ピルによって買収拒否権を付与されるのは、取締役会に限定すべきといえるのかもしれない。

- 武井一浩・太田洋・中山龍太郎「企業防御策の法的論点と実務上の諸問題―一連の商法改正と日本型ポイズン・ピルの導入を視野に入れて」武井一浩・太田洋・中山龍太郎編著『企業買収防御戦略』2頁（商事法務研究会・2004年）。
- 神戸伸輔「株主間利害対立」三輪芳郎＝神田秀樹＝柳川範之編『会社法の経済学』303頁（東京大学出版会・1998年）。
- 黒沼悦郎「強制公開買付制度の再検討」商事法務1641号55頁（2002）。
- 近藤光男・田村詩子・志谷匡史・川口恭弘・黒沼悦郎・行澤一人・吉井敦子「定款自治による株主の救済（上）」商事法務1698号4頁（2004年）
- 徳本穰『敵対的企業買収の法理論』（九州大学出版会・2000）。
- 浜田道代「国際的な株式公開買付をめぐる法的諸問題」証券研究102巻73頁（1984）。
- 森田果「企業買収防御策をめぐる理論状況（上）（下）」商事法務1662号13頁、1664号29頁（2003）。
- 松井秀征「敵対的企業買収に対する対抗策の基礎」立教法学63号101頁（2003）。
- 拙稿「新株予約権を敵対的企業買収の防御策として用いることの可否」名古屋商科大学総合経営・経営情報学論集47巻2号29頁（2003）。
- 拙稿「取締役会決議に基づく新株予約権の発行を用いた敵対的企業買収の防御 - 日本版ポイズン・ピルの問題点を中心に - 」判例タイムズ1117号79頁（2003）。

