

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—^{*1}

飯田 秀総^{*2}

要 約

レブロン義務が株主利益最大化原則とどのような関係として整理されるものか、また、会社法の体系としてどのように位置づけられるのかを検討した上で、日本の議論状況と比較し、日本法・デラウェア州法の特徴を明らかにすることが、本稿の目的である。買収対価の適切性について取締役の義務を観念することに関して、株主利益最大化原則から演繹的に考えるのではなく、企業買収の固有の問題である利益相反問題・最終回問題についてどのように対処すべきかを論じるべきである。また、日本法の特徴としては、買収価格の適切性に関する取締役の義務についての司法審査に際して、株主の意思の尊重と、価格に注目するアプローチという2点がある。その背景には、隣接する制度である、利益相反取引規制や、新株発行規制等との連続性が指摘できる。そのため、企業買収における対象会社の取締役の義務に変更を迫るには、これらの隣接する制度全体についてのパッケージを提出する必要がある。

キーワード：コーポレート・ガバナンス、企業買収、取締役の義務

I. 序論

コーポレート・ガバナンスに関する議論で最近最も注目を集めている論点の1つが、株主の長期的な利益を促進するにはどうしたらよいか、という問題である¹⁾。この問題は、主に英米での議論が進展しているが、わが国の会社法にとっても決して無縁ではない。なぜなら、日本法の解釈として、株主利益最大化原則が会社

法の基本原則であり、そこでいう株主の利益は短期的なものではなく、長期的なものと考えられているからである²⁾。そして、取締役の善管注意義務・忠実義務も、まさに株主利益最大化という会社の目的の実現についてのものと解されている³⁾。

さて、長期的な利益を犠牲にして短期的な利

*1 本稿は、JSPS 科研費 25780070、26285021 の助成を受けた研究成果の一部である。

*2 神戸大学大学院法学研究科准教授

1) See, e.g., Roe (2013) and Bebchuk (2013).

2) 落合 (1998) 24 頁。

3) 落合 (1998) 23 頁。

益を優先することは好ましくないと考えるのが通常である。ところが、取締役の義務に関して、短期的な利益への注目を要求するかのようにみえる議論がある。それが、レブロン義務とかレブロン基準と呼ばれる、アメリカのデラウェア州の有名な判例法理である。すなわち、企業買取のうちの一定の場合には、対象会社の取締役は、株主が受け取る買取対価の価値に関して、合理的に入手可能な最善の価格を入手する義務を負い（レブロン義務）、この義務を果たすべく合理的に取締役が行動したか否かをもってその義務違反の判断基準（レブロン基準）とされている。これは、株主がその時点で受け取ることでできる対価という、短期的な利益に着目することを要求する制度であるように思える。

もちろん、これはデラウェア州の判例法理であって、日本法と直接的な関係はない。しかし、全く無縁のものでもない。なぜなら、日本では、敵対的な企業買取と防衛策についての取締役の行為に関する議論は、デラウェア州の法制・実務に接近しており⁴⁾、そうだとすると、レブロン義務・レブロン基準の考え方を日本法でも取り入れることは十分にありえると思われるからである。現に、日本の学説において、友好的な企業買取の局面の一定の場合にはレブロン基準を参考にした基準に従って取締役の義務違反を審査すべきだという有力説（白井（2013a）488-494頁）がある。これに対しては、日本法

では取り得ないと主張する反対説⁵⁾もあるが、いずれにしても、日本法の議論において、レブロン義務・レブロン基準について、関心が高まっていることはたしかである⁶⁾。

また、高裁レベルではあるが、MBOの案件で、対象会社の取締役の、買取対価の適切性に関する義務について正面から問題となった東京高裁の裁判例（レックス・ホールディングス事件）がある⁷⁾。原告がレブロン義務に言及したことを受けて、東京高裁もレブロン義務に言及しながら、「公正な企業価値の移転を図らなければならない義務」（公正価値移転義務）を取締役が負っていると判示した。ここでいう「公正な企業価値」とは、MBO前の企業価値に加えて、MBOによって実現される価値のうち旧株主に帰属すべき価値（プレミアム）をあわせたものとされている⁸⁾。公正価値移転義務の内容自体は、レブロン義務と違いはあるものの著しく乖離するものではない⁹⁾。ただし、その審査基準としての厳格さについては、上記東京高裁のものの方が緩やかであるという評価もなされている¹⁰⁾。

このように、現在の日本法の議論においては、企業買取に際して、対象会社の取締役の任務の1つに、買取対価の適切性について判断することが含まれていることについては、現在の議論でコンセンサスが出来つつある。それは平成26年の会社法改正にも現れている¹¹⁾。ただし、その適切性の内容や判断基準については意

4) 田中（2012）379頁参照。

5) 岩倉・石川（2010）23頁。

6) 平成26年改正で導入された、特別支配株主の株式等売渡請求の手続きについての、法制審議会での議論においても、レブロン義務・レブロン基準に言及され、これを直ちに導入しようとする意図の立法ではない旨の発言がなされている。法制審議会会社法制部会（2012）28-29頁〔岩原発言、内田発言〕参照。

7) 東京高判平成25年4月17日判時2190号96頁。

8) 飯田（2014a）9頁参照。

9) 飯田（2014b）23頁。

10) 白井（2013b）51頁参照。

11) 平成26年の会社法改正で導入された、特別支配株主の株式等売渡請求の手続において、対象会社の取締役（会）の承認を必要とする会社法179条の3に現れている。なぜなら、同条は、取締役がキャッシュ・アウトの条件が適正なものかなどの判断を行うことを期待した制度であると位置づけられているからである。この制度の理解については、岩原（2012）43頁参照。

見が分かれており、レブロン基準と同様の基準を適用すべきだという見解（白井（2013a））から、取締役の裁量を強調する見解（岩倉・石川（2010））までがある。

この意見の対立の要因となる1つの重要な論点が、株主利益最大化原則との関係（取締役は誰に対して義務を負っているのかという問題との関係）である。この論点についての理解を前提にして、演繹的に、企業買収における対象会社の取締役の義務を検討するというアプローチが、日本を代表するビジネスローヤーによって行われている¹²⁾。しかし、このような演繹的なアプローチ自体には、方法論としての疑問があり得るところである。なぜなら、取締役の義務の解釈は、問題状況に応じた考慮を行うべきであるにもかかわらず、演繹的なアプローチではそのような考慮が困難だからである¹³⁾。もっとも、学説においても、買収対価の適切性について取締役の義務を観念することに関して、取締役は「会社」に対して忠実義務を負っていると会社法355条が規定していることもあり、誰に対して義務を負っているのかという問題を意識する見解が多い¹⁴⁾。

また、上記東京高裁は上記白井説にしたがったとは思われない。むしろ、同判決の特徴としては、第1に、株主の総意の尊重、第2に、交渉プロセスを重視した審査というより、価格の妥当性を正面から審査するというアプローチを採用したように読める点を指摘できる。第2の点は、平成26年会社法改正において導入された組織再編の差止¹⁵⁾についての法制審議会の

議論でも、同様の考え方が窺える。すなわち、差止は通常は短期間で裁判所が結論を出さなくてはならず、それゆえに差止事由に合併等の条件の当・不当の問題を含めることは裁判所に不可能を強いるので、これを含めるべきでないと考えられた¹⁶⁾。その議論の際には、手続的な問題について審査することならば可能性があるという指摘もあったが¹⁷⁾、最終的には、法令違反が差止事由となり、その法令には善管注意義務・忠実義務違反は入らないという整理がなされ¹⁸⁾、立法された。これに対しては、義務違反について交渉プロセスに注目する審理をすればよいから、善管注意義務・忠実義務違反を差止事由とすべきだ、という反論も十分に考えられるところであるが¹⁹⁾、少なくとも法制審議会の場では正面からこのような反論はなされていない。このことは、端的に、義務違反の有無は価格に注目した審理が求められる可能性が高いという理解が、いかに一般的なものであるかを示すエピソードである。

その背景には何があるのだろうか。この背景を解明することによって、日本の解釈論の特徴が明らかになるとと思われる。

それでは、デラウェア州法において、レブロン義務は、株主利益最大化原則とどのような関係にあると理解されているのだろうか。また、レブロン基準は、デラウェア州の会社法の体系においてどのような理論的根拠があると考えられているのだろうか。この2点を明らかにすることによって、日本法の上記のような状況に対する分析の視角を得ることができると期待できる。

12) 岩倉・石川（2010）、太田・矢野（2010）。

13) 学説の中には、本文で述べたような演繹的なアプローチをとるのではなく、組織再編において対価の公正性が要求されていることから、買収対価の適切性について取締役の義務を観念すべきだとする見解（船津（2011）60頁）もあり、本稿と問題意識を共有するものもある。

14) たとえば、弥永（2013）3頁、齊藤（2014）19頁、川島（2014）34-35頁。

15) 会社法784条の2第1号、796条の2第1号、805条の2。

16) 法制審議会会社法制部会（2010）49頁、法制審議会会社法制部会（2011）37頁。

17) 法制審議会会社法制部会（2010）49頁。

18) 法制審議会会社法制部会（2012）40頁。

19) 飯田（2012）参照。

レブロン義務・レブロン基準については、最近のアメリカの学説²⁰⁾において、非常に積極的に評価する見解から、その廃止を提案する見解も登場するなど、活発な論争が行われている²¹⁾。そして、その議論の中には、まさに株主利益最大化原則との関係を論じるものや、理論的根拠を論じるものなどがあり、本稿の課題を考える上で、非常に参考になるものがある。

そこで、本稿では、これらの議論を参照して、レブロン義務・レブロン基準が株主利益最大化原則とどのような関係にあるものとして整理されるものか、また、会社法の体系としてどのように位置づけられるのかを検討することで、分析の視角を獲得し、日本の議論状況（本稿では上記東京高裁判決を主たる検討の対象とする。）を批判的に考察することを目的とする。

その際には、日米の両方の制度を説明できるモデルを構築することを目指したい。

上記のような本稿で行う作業は、第一義的には、企業買収における対象会社の取締役の義務の解釈論に貢献しようとするものである。これに加えて、本稿の分析は、株主利益最大化原則を採用するというは所与の前提として議論するが、株主利益最大化原則の意味するところをより明確にすることによって、株主利益最大化原則自体の賛否いずれの議論に対しても、その議論の対象を明確にするという形での貢献が出来るだろう。

以下では、Ⅱでレブロン基準をめぐるアメリカの学説の議論を分析し、Ⅲで日本法と比較して日米の特徴を明らかにし、Ⅳで以上の検討をまとめてむすびとする。

Ⅱ. レブロン基準についてのアメリカの学説

Ⅱ-1. レブロン基準の概要²²⁾

Ⅱ-1-1. 内容

1986年、レブロン事件において、デラウェア州最高裁判所は、会社の解体——レブロン事件では、敵対的な公開買付けが開始され、これを受けて対象会社の取締役会がホワイトナイトを探し、当該ホワイトナイトも対抗的な買収提案を開始していた。——が避けられなくなった

後は、取締役会の義務は、企業体としての会社を防衛することから、株主の利益のために会社の売却価格を最大化することに変化する、と述べた²³⁾。

この判例法理は、レブロン義務またはレブロン基準と呼ばれている。デラウェア州の最高裁判所は、会社の売却に際して株主のために最善の価格を入手することをレブロン義務と呼んでいる²⁴⁾。また、デラウェア州の衡平法裁判所で

20) 学説を参照する理由は、裁判所自身がレブロン義務・レブロン基準の適用範囲について説得力のある理由を説明していないからである。白井（2013a）275-281頁参照。また、本稿で対象とするのは、2013年以降のアメリカの学説であり、それ以前の学説については白井（2013a）281-291頁参照。なお、白井（2013a, 2014）が中心的に検討する、Black and Kraakman（2002）が提示した「隠れた価値モデル」（会社の隠れた価値が存在するという前提に裁判所がたっているという仮説で判例を説明できるとする仮説。）については、彼ら自身がこの考え方の妥当性に懐疑的であり（Black and Kraakman（2002）at 545-59；白井（2013a）341頁）、裁判所の立場の理論的根拠としては不十分さが残っていると思われる。本稿で検討する学説は、白井（2013a, 2014）で取り上げられていない、2013年、2014年の論文である。

21) 下記Ⅱ-2参照。

22) レブロン基準の概要については、Manesh（2014）に負うところが大きい。

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

24) Lyondell Chem. Co. v. Ryan, 970 A.2d 235, 242（Del. 2009）。

は、レブロン基準・レブロン義務は、取締役の善管注意義務・忠実義務の内容を言い直したものに過ぎず、取締役の負っている義務の司法審査の判断基準を修正したものであると理解されている²⁵⁾。

現在では、この判例法理は、株主の利益のために合理的に入手可能な最善の価格を確保する義務を尽くしたか否かを審査する基準であると定式化されている²⁶⁾。審査基準としての位置づけについては、レブロン基準は、経営判断原則²⁷⁾よりも厳格であり、完全な公正の基準²⁸⁾よりも緩やかである、という中間的なものとして位置づけられている²⁹⁾。

そして、会社の売却にあたっては、多数の事業上及び財務上の考慮要素があり、そのような考慮要素の判断機関としてまさに取締役会がもっとも適しており、レブロン基準は、あくまでも合理性を要求するものであり、完璧を求めるものではないとされている³⁰⁾。

II-1-2. 適用範囲

現在の判例法理では、レブロン基準が適用されるのは、少なくとも次の3つの場合とされている。すなわち、①会社が積極的な入札手続を開始し、当該会社自体を売却するか、または、

会社の明確な解体を含む事業再編を目指す場合、②買収者の提案に対応して、対象会社とその長期的な戦略を放棄し、会社の解体を含む代替的な取引を探す場合、または、③取引を承認することによって会社の支配権の売却又は変動が生じる場合である³¹⁾。

これを合併対価の種類から整理する見解がある³²⁾。まず、合併対価が現金の場合にはレブロン基準が適用される。これに対して、合併対価が株式の場合には適用されない³³⁾。ただし、合併存続会社に支配株主がいる場合には、合併対価が株式であっても、レブロン基準が適用される³⁴⁾。また、合併対価が現金と株式の混合である場合には、現金が占める割合が大きければレブロン基準が適用され、株式が占める割合が大きければレブロン基準は適用されない。

II-1-3. 最近のエンフォースメントの状況

レブロン判決が出された当時は、取締役の責任を定款で広く免責することを認める制度が導入されていなかったため、レブロン基準によって義務違反と認定されれば、損害賠償責任が取締役に課される可能性があった。ただし、その後、定款での免責を認める規定が導入されたため、取締役の損害賠償責任が認められるのは、

25) See *In re Dollar Thrifty Shareholder Litigation*, 14 A.3d 573 (Del.Ch. 2010) and *Koehler v. NetSpend Holdings Inc.*, Civil Action No. 8373-VCG, 2013 WL 2181518, at *11 (Del.Ch. May 21, 2013). 審査基準であることを強調する学説として、Laster (2013) at 6がある。

26) See *Paramount Communications v. QVC Network*, 637 A.2d 34, 45 (Del. 1994) and *In re Pennaco Energy, Inc.*, 787 A.2d 691 (Del.Ch. 2001).

27) 経営判断に際して、取締役が、情報に基づいて、善意で、当該経営判断が会社の最善の利益に適うと誠実に信じていた場合には、当該経営判断は裁判所によって尊重されるという原則のこと。See *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

28) 取引がどのように開始され、交渉されたか等や、取締役や株主の承認がどのように得られたかなどの要素からなる「公正な取り扱い」と、取引の経済的・財務的な対価に関する「公正な価格」の観点から審査される基準のこと。See *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 711 (Del. 1983).

29) *Koehler v. NetSpend Holdings Inc.*, Civil Action No. 8373-VCG, 2013 WL 2181518, at *11 (Del.Ch. May 21, 2013).

30) *Paramount Communications v. QVC Network*, 637 A.2d 34, 45 (Del. 1994).

31) *Arnold v. Soc'y for Sav. Bancorp, Inc.*, 650 A.2d 1270, 1289-90 (Del. 1994).

32) Manesh (2014) at 33.

33) *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

34) *Paramount Communications v. QVC Network*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).

故意にその義務を無視した場合となり³⁵⁾、これを原告が立証することは極めて難しい。そのため、事実上、取締役にとって問題となり得るのは、差止等の衡平法上の救済のみとなっている。しかし、レブロン義務違反と認定されたとしても、それを理由とする差止等も減多に認められることはない。要するに、レブロン基準が問題となるケースで、裁判による救済が認められる可能性は低い³⁶⁾。

II-2. アメリカの学説

II-2-1. レブロン義務・レブロン基準を積極的に評価する見解

(1) Lasterの見解

Lasterは、レブロン基準の適用範囲の拡張を提言しており、友好的な企業買収の全てにレブロン基準を適用するべきだと論じている³⁷⁾。Lasterの基本的発想は、行為基準 (standard of conduct) と審査基準 (standard of review) の区別を前提に、剰余権者の利益を最大化するという行為基準は常に適用されるべきであり、その審査基準については問題となる場面ごとに異なる。友好的な企業買収に際しての問題性の特徴を考えて、その審査基準は、経営判断原則よりも厳格なレブロン基準によるべきだ、というものである。

すなわち、ここでいう行為基準は、取締役が

何をすべきと期待されているかを規定するものである。審査基準は、原告が訴訟で勝訴するために主張・立証すべきことを規定するものである³⁸⁾。両者の関係は、審査基準が変わっても、行為基準は変わらないという関係に立つ³⁹⁾。また、行為基準と比べると審査基準は取締役に有利で、株主に不利なものとなっているが、この違いは様々な政策的な理由によって正当化されるものである⁴⁰⁾。以上が、Lasterの見解の基礎となる行為基準と審査基準の区別についての理解である。

それでは、両基準の内容が問題となるが、Lasterは、行為基準は株主利益最大化原則が常に適用され、審査基準としては、経営判断原則や完全な公正性の基準等があり、レブロン基準も審査基準の1つであるとする⁴¹⁾。

そして、友好的な企業買収の場合には、潜在的な利益相反の問題があることをLasterは指摘する。すなわち、まず、Lasterは、レブロン事件において、最高裁が利益相反の要素に言及してから⁴²⁾、その判決を出していることに注目している⁴³⁾。さらに、Lasterは、その後の判例が、レブロン基準を利益相反の観点から位置づけていることも指摘している⁴⁴⁾。ここでいう利益相反とは、取締役が個人的な利益を優先させて、会社及び株主のための最善な条件ではない取引を行ってしまうおそれのことを指している⁴⁵⁾。

35) Lyondell Chemical Co. v. Ryan, 970 A.2d 235 (Del. 2009).

36) Johnson and Ricca (2014) at 205-215.

37) Laster (2013) at 5.

38) Laster (2013) at 26.

39) Laster (2013) at 26.

40) Laster (2013) at 26.

41) Laster (2013) at 25-26.

42) 具体的には、レブロン社のCEOは、Pantry Pride社のCEOに対して強い個人的な反感を持っていたこと (Revlon, 506 A.2d at 176) と、レブロン社の債権者が取締役に対して責任を追及する訴訟を提起する可能性があり、レブロン社の債権者の利益を優先することは取締役の利益につながるものだったこと (Revlon, 506 A.2d at 182) である。

43) Laster (2013) at 14-15.

44) すなわち、Barkan判決は、レブロン基準は「M&Aの分野において生じる利益相反を防止しようと連綿と続く判例の1つに過ぎない」(Barkan v. Amsted Industries, Inc., 567 A.2d 1279, 1286 (Del. 1989)) と述べている。

45) このおそれを指摘するものとして、*In re Dollar Thrifty S'holder Litig.*, 14 A.3d 573, 597 (Del.Ch. 2010) 参照。

取締役の個人的な利益とは、たとえば、買収後の会社に経営陣として残ること、個人的な感情を優先させたりすることなどである⁴⁶⁾。

そして、Lasterは、この利益相反の問題は、友好的な企業買収が、ゲーム理論での有限回繰り返しゲームの状況における最終回問題（final period problem）⁴⁷⁾が存在する典型例であるとする⁴⁸⁾。だから、友好的な企業買収が行われる場合には、機会主義的な行動をとられる危険性が高いので、通常の場合での経営判断原則よりも厳しい基準が適用されてしかるべきであり、まさにレブロン基準はこの利益相反問題に対処する基準であると主張している⁴⁹⁾。

このように、利益相反問題に対処する基準としてレブロン基準を位置付けられることを主張し、利益相反の問題に対応する必要があるのは、友好的な企業買収一般に存在するとする。つまり、現在の判例法理ではレブロン基準が適用されない類型である、株式を対価とした取引においても、利益相反の問題は存在することを指摘する。なぜなら、利益相反の問題が生じる可能性は、現在の判例法理の下でレブロン基準が適用される場合であろうが、株式を対価とした取引の場合であろうが、同様に存在するからである⁵⁰⁾。そこで、適用範囲に関する判例を変更して、友好的な企業買収一般にレブロン基準を適用すべきだと論じている⁵¹⁾。

（２）Bainbridgeの見解

Bainbridgeは、レブロン基準について、説明責任（accountability）と権限（authority）のバランスをとるものとして高く評価しつつ、利益相反の問題へ対処する基準として位置づける視点から適用範囲を変更（一部拡大・一部縮小）することを提言する⁵²⁾。

すなわち、Bainbridgeも、潜在的な利益相反の問題が存在することを指摘している。つまり、対象会社の取締役たちに何らかのサイドペイメントが支払われることによって、対象会社の株主に対して支払われる対価が減少してしまうおそれがあるというわけである。このサイドペイメントが巨額であるが故に株主の受け取る対価が直接的に減少してしまうということは稀であろうが、ハードな交渉や公開入札を行っていけば得られたであろう対価よりも低い対価であっても、取締役会がサイドペイメントのせいで合意してしまうおそれがあるという程度の潜在的な利益相反の問題であるとする⁵³⁾。

そして、Bainbridgeは、企業買収には、潜在的な利益相反の問題を引き起こす最終回問題が存在することを指摘している。ただし、Lasterとは違うことを述べている。すなわち、Bainbridgeは、審査基準について次のような分析を基礎に、レブロン基準の適用範囲についても、潜在的な利益相反の程度・法律以外の力が働く程度の観点から考えて、一定の場合に限って適

46) 判例に現れた潜在的な利益相反の例については、Laster (2013) at 12-14参照。

47) Black and Gilson (1995) at 720 は、最終回問題について、次のように説明する。つまり、取引が今後も継続的に繰り返される場合には、当事者は、今回の取引でずるをすれば、次回以降の取引において相手方当事者から罰せられるので、そもそも最初からずるをするインセンティブはもちにくい。しかし、取引が最終回である場合（または1回だけ行われる取引の場合）、次回以降の取引における相手方当事者からの罰が定義上存在しないので、ずるをするインセンティブが失われない。

48) 企業再編における最終回問題を論じるものとして、Black and Gilson (1995) at 720-21；Black and Kraakman (2002) at 536；Griffith (2003) at 1945-47；Griffith (2004) at 615-16；Bainbridge (2006) at 789；Bainbridge (2013) 3291-92参照。

49) Laster (2013) at 15-18.

50) Laster (2013) at 35-37.

51) Laster (2013) at 53.

52) Bainbridge (2013).

53) Bainbridge (2013) at 3288-89.

用すべきだということであると考えている。すなわち、Bainbridgeは、デラウェア州の裁判所は、取締役会の行為が利益相反によって影響を受けていた可能性と、法律以外の力によって当該利益相反が制限される可能性に応じて、審査基準を変えている、と分析する⁵⁴⁾。この審査基準についての認識を基礎に、合併に関する利益相反の程度を次のように分析している。

まず、合併後の会社に支配株主がない場合⁵⁵⁾、当該合併後の会社は敵対的買取の対象となる可能性があり、最終回問題が生じる状況ではなく、(無限回)繰り返しゲームの状況にあり、取締役会の利益相反は会社の支配権市場によって制約されると分析する⁵⁶⁾。また、合併後の会社に支配株主がない場合であって、買取会社が上場会社であるときには、そのポートフォリオを分散投資している株主は対象会社と買取会社の両者の株式を保有しているため、2つの会社の間での利益の分配については無差別だろうことも指摘している⁵⁷⁾。だから、この場合にはレブロン基準を適用すべきではないということとなる。

これに対して、合併後の会社に支配株主がない場合であっても、買取者が上場会社ではないときには、分散投資を行う投資者であっても、買取者の株主であることは出来ないで状況が違うとする。また、買取者が上場会社の場合であっても、買取者に支配株主がいるときには⁵⁸⁾、分散投資をしている投資者であっても、

対象会社の株主として受け取れる利益を出来るだけ大きくしたいと考える。なぜなら、買取会社の支配株主が、当該買取から生じる利益を按分的なもの以上に受け取り、少数株主は、買取者が受け取る利益の比例按分的な利益を享受できないおそれがあるからである。そして、これらの状況において、対象会社の取締役会は、非上場会社である買取者の利益を、対象会社の株主の利益よりも優先してしまうおそれがある。また、支配株主は、合併後の会社に対する買取提案を阻止する事実上の力があるので、合併後の会社には支配権市場の抑制力が及ばない。そのため、この状況では、潜在的な利益相反の問題が深刻化する⁵⁹⁾。だから、この場合には、ユニカル基準⁶⁰⁾よりも厳格なレブロン基準が適用されるべきだというわけである⁶¹⁾。

以上のBainbridgeの提案は、合併対価が現金であるか、株式であるかを問わずに妥当するものとなっている。なぜならば、あくまでも、レブロン基準の適用範囲は、潜在的な利益相反の問題の観点から決めるべきものとしているからである⁶²⁾。したがって、この提案は、現在のレブロン基準の適用範囲に、変更を迫るものとなっている。

II-2-2. レブロン義務・レブロン基準を消極的に評価する見解

(1) Gevurtzの見解

Gevurtzは、レブロン基準の廃止を提言して

54) Bainbridge (2013) at 3303.

55) 本文の場合の例として、Paramount Communications, Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1989) がある。

56) Bainbridge (2013) at 3307.

57) Bainbridge (2013) at 3310.

58) 本文の場合の例として、Paramount Communications v. QVC Network, 637 A.2d 34 (Del. 1994) がある。

59) Bainbridge (2013) at 3310-11.

60) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985). ユニカル基準とは、次の2つの要件を満たすことを取締役が立証した場合には、経営判断原則が適用されることとなる(そのため、「条件付の経営判断原則」と呼ばれることがある)。すなわち、第1に、買取により会社の政策や有効性に対する脅威が生じると取締役会が信じる合理的な根拠があること、第2に、防衛策が、会社が直面している買取による脅威に対して合理的なものであることである。

61) Bainbridge (2013) at 3335.

62) Bainbridge (2013) at 3327.

いる。その理由は、既存の法理（すなわち、善管注意義務・忠実義務・ユノカル基準）に加えて、レブロン基準を導入する理論的な根拠が存在しないからというものである。

まず、Gevurtzは、レブロン基準についての判例法理を発展させた3つの判決について、そもそもレブロン基準という特別な基準を持ち出す必要はなかったと批判する。

第1に、レブロン事件自体は、現金を対価とする2つの買収提案があり、買収価格以外の面では株主に与える影響は同じだったところ、対象会社の取締役会が、少しだけ高い買収価格の提案を受け入れ、ロックアップ条項によってそれ以上の買収提案を遮断したという事案であった。その理由は、最高価格を引き出せたからというのではなく、対象会社の債権者を守ることになるからだというものだった。そこで、債権者の利益を守るために、株主のために最高価格を得ることを犠牲にして良いのかということが争点となったわけである。そして、裁判所は、この条項を含む提案をレブロン社の取締役会が受け入れたことが、義務違反に該当するとした。なぜなら、レブロン社の取締役会が買収提案を受け入れた理由が、レブロン社の負っている債務を買収者が引き受けることを約束していたため、レブロン社の債権者の利益が守られることにあったからであり、会社のオークションが行われているときに株主利益以外のステークホルダーの利益を考えることは許されないからである⁶³。このように、レブロン事件の最大の問題は、株主利益最大化原則（shareholder primacy）に違反した点にあったわけである⁶⁴。

そして、Gevurtzは、一般論としては、債権者の利益を守るために株主の利益を犠牲にするという選択は、債権者の利益を守ることで将来の融資を受けやすくするという意味で、株主の長期的な利益に資するという理由で正当化する余地があるものの、レブロン事件のように、2つの買収提案のうちどちらを採用するかを選択を行うという状況においては、債権者の利益を守ることが株主の利益につながるという議論ができないため⁶⁵、レブロン判決のように取締役の義務違反があるという結論につながるという理解を示している。したがって、裁判所は、同事件の事案において取締役は債権者の利益を考慮してはならないという結論に至ったのであるから、それで義務違反に該当するので、それ以上の議論は不必要だったのではないかと批判する⁶⁶。

第2に、MBOが問題となったマクミラン事件⁶⁷では、対象会社のCEOとCOOが買収者側に参加しており、当該MBOを行う買収者に有利な情報を伝達したという重要な事実を、対象会社の取締役会に開示しておらず、伝統的な利益相反取引の枠組みでも忠実義務違反が認められる事案であり、レブロン判決に関する裁判所の議論は、不必要だったことを指摘する⁶⁸。

第3に、QVC事件については、デラウェア州最高裁判所が、対象会社の取締役会の、取引保護条項の潜在的な結果に対する注意が不十分であったことを指摘しており⁶⁹、ユノカル基準や経営判断原則を前提にしても、義務違反といえる事案だったのであり、レブロン基準を適用する必要がなかった事案だったと指摘する⁷⁰。

63) Revlon, 506 A.2d at 182.

64) 同様の評価をするものとして、Johnson (1990) at 913; Johnson and Ricca (2014) at 179がある。

65) なぜなら、現在の株主はキャッシュ・アウトされるので、会社が将来の融資を受けやすくなるとしてもその利益を株主が享受する方法はないし、買収者は会社を解体して売却することを予定していたので、債権者と良好な関係を維持するというに意味が無いから。

66) Gevurtz (2013) at 1530, 1546-49.

67) Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del. 1989).

68) Gevurtz (2013) at 1551-52.

69) Paramount Commc'ns, Inc. v. QVC Network Inc., 637 A.2d 34, 49 (Del. 1994).

70) Gevurtz (2013) at 1553-56.

次に、Gevurtzは、利益相反と最終回問題の観点からの議論についても、レブロン基準の根拠とすることに反対する。MBOのような典型的な利益相反問題が生ずる場合と、潜在的な利益相反の問題がある場合に分けて論じている。まず、前者については、マクミラン事件のように、忠実義務の問題として解決可能であり、レブロン基準は不必要であるとする⁷¹⁾。そして、潜在的な利益相反の問題がある場合については、ユノカル基準が存在するので、それに加えてレブロン基準を用意する必要があるのかを疑問としている。なぜならば、買収提案が競合して、ホワイトナイトに会社を売却するという場面において、対象会社の取締役会は、その権限を全く失う（買収後に会社に残れない）。あるいは、従来は株式保有構造が分散していたために、株主の合理的無関心のせいで株主からの監督から事実上自由だった。ところが、買収後はそのような合理的無関心の問題の生じない、ホワイトナイトからの監督を受ける立場に立つ。だから、その権限が弱くなるからである。そうであるにもかかわらず、まさにレブロン事件はこの状況でレブロン基準を適用した。逆に、合併後の会社の株式保有構造が分散している場合で、対象会社の取締役が会社に残るといときには、当該取締役はその権限をほとんど失わず、取締役が私的な利益を図っている可能性がある。しかし、レブロン基準はこの状況では適用されない。つまり、潜在的な利益相反の問題への対処としては、レブロン基準は過小規制であり（なぜなら、潜在的な利益相反問題が生じる場面の全てで適用されるわけではないから。）、かつ、過剰規制である（なぜなら、利益相反がない場合であっても適用されるから。）というわけである⁷²⁾。

それでは、レブロン基準が適用される場合

に、通常の忠実義務やユノカル基準によっては対処することのできない利益相反の問題があるのか、ということが問題となる。すでにみた最終回問題を指摘する見解は、まさにこれが特有の問題だと考えていたわけである。これに対して、Gevurtzは、次のように評価する。すなわち、最終回問題は、伝統的な通常の忠実義務が適用される利益相反の問題とは基本的に異なる問題であることを指摘する。なぜなら、伝統的な利益相反問題は、会社・株主の利益を犠牲にして、取締役の個人的な利益を優先したくなるようなインセンティブに取締役が直面しているという問題である。これに対して、最終回問題は、最終回において悪い行動（株主や会社に不利益を与える行動）を取るという悪いインセンティブを与えるのではなく、良い行動を取るインセンティブを失うにすぎないからである⁷³⁾。また、会社の売却が唯一の最終回の状況ではないし、それがもっとも重要な最終回問題ですらない可能性もあるとする。なぜなら、取締役が高齢になれば、まさに最終回問題に直面するし、他方で、会社を売却した若い取締役にとっては、当該対象会社の株主たちからの選任・監督にさらされることはなくなるとしても、経営者市場における評判・地位を守るために、良い仕事をしようとするインセンティブは十分にあるからである。そして、報酬スキームは、良いパフォーマンスをするというインセンティブについて、別のインセンティブを与える。さらに、敵対的な買収に直面した取締役の利益相反問題以上に、最終回問題が惹起する潜在的な利益相反問題が深刻であるとは到底考えられないので、ユノカル基準よりも厳格なレブロン基準を最終回問題を根拠に正当化することはできないと論じている⁷⁴⁾。

71) Gevurtz (2013) at 1563-64.

72) Gevurtz (2013) at 1562-64.

73) Gevurtz (2013) at 1566.

74) Gevurtz (2013) at 1566-70.

（2）Johnson & Riccaの見解

Johnson & Riccaは、レブロン基準は不要であり、会社の売却の局面か否かを問わずに、取締役の義務・会社の目的は長期的な利益に注目すべきであって、この考え方は、デラウェア州の判例がレブロン基準に違反したことを理由にした裁判上の救済を認めるケースが少なくなってきたことから正当化されるというのが、基本的な論旨である⁷⁵⁾。

この論旨の中で、Johnson & Riccaは、短期的な株式価格の最大化は、通常の株主利益最大化原則の理解（短期的な利益ではなく長期的な株主利益を最大化することが会社の目的であるという理解）と異なることを指摘している⁷⁶⁾。そのうえで、Johnson & Riccaは、事業としての会社及びその株主の最善の行為であったか否かに注目する、通常取締役の信認義務の考え方を適用すべきであり、長期的な利益の追求に注目すべきなのは、会社の売却以外の局面であろうが、会社の売却の局面であろうが、同じであると主張する⁷⁷⁾。

さらに、もしも株主の利益をより強調するのであれば、長期的に見て株主のために入手可能な最善の選択肢であるかどうかを問う基準が適切であるとする。つまり、取締役の義務は、株主の長期的な利益を最大化することにある。そして、会社を売却することが、会社を売却せずにいれば得られるだろう株主の長期的な利益と比べて、優れているかどうか判断されるべきである。もしも会社の売却の方が優れていると判断されたならば、売却すべきであるし、そうでなければ売却すべきではない。いずれにしても、長期的な時間軸は同じである。また、もしも2つの買収提案があるときには、その買収価格の高い方に売却することが、株主利益の最大化になる。ただし、それは、長期的に見て、

他の選択肢と比べて、会社を売却することが最善の価値最大化の選択肢であると判断してからのことである。このように解することによって、取締役会の目的は、常に、最善な長期的利益を獲得することであり、それが会社を売却することによって達成されるのであれば、定義上、その売却価格が一番高いものが、長期的な価値の最善なものである。もし、レブロン基準がこのことを意味しているだけであるとするならば、会社の売却の価値最大化の観点のみに注目し、当該選択肢自体が、まずは長期的な利益を最大化する最善な方法であるという事実を無視することは、誤解を招くとする⁷⁸⁾。

II-3. アメリカの学説の評価

II-3-1. 総説

株主利益最大化原則については、それが取締役の義務の基本となることについて、以上で概観した論者の間に争いはない。

レブロン基準については、賛否が大きく分かれている。GevurtzとJohnson & Riccaの見解は、取締役の義務の伝統的な枠組みで十分であり、レブロン基準は不必要である、あるいは、短期的な利益を強調するものとして誤解を招くものであると批判的である。これに対して、LasterとBainbridgeの見解は、レブロン基準が必要であることを主張するものといえる。

LasterとBainbridgeの見解が重視しているのは、利益相反の問題・最終回問題に対処するものとしてレブロン基準を評価できるということである。そして、この観点から適用範囲を変更すべきだというのが基本的な論旨である。これに対して、Gevurtzの見解は、利益相反の問題・最終回問題の視点をレブロン基準の根拠とすることに批判的な立場を取っている。

Bainbridgeは、分散投資の可能性についても

75) Johnson and Ricca (2014) at 222.

76) Johnson and Ricca (2014) at 219-20.

77) Johnson and Ricca (2014) at 220-25.

78) Johnson and Ricca (2014) at 221-22.

考慮していた。たしかに、株主が買取会社と対象会社の両方に分散投資をしていれば、損害は発生しないか、少なくとも軽減できる。しかし、取締役の義務は、株主たる地位を通じて影響を受ける株主の利害（株主の共同の利益）にのみ注目すべきであって、他の投資ポジションの有無とは別個に考えるべきものである。そのため、この観点については、本稿では以下の検討の対象とはしない⁷⁹⁾。

以下では、長期的な利益を強調する株主利益最大化原則とレブロン義務との関係を評価し、次いで、レブロン基準の理論的な根拠について検討する。

II-3-2. レブロン義務と株主利益最大化原則の関係

(1) 会社が解体する場合

まず、レブロン義務が適用される場合のうち、上記II-1-2の①と②の場合のように、会社を「解体する」という場合には、株主利益最大化原則のように、会社の長期的な利益に注目することは無意味である。なぜなら、当該会社の長期的な利益を追求しないという意思決定を取締役会が行っており、そのような意思決定を行うこと自体は許されるからである。会社を従来どおり経営することによって得られる長期的な利益と比べて、現時点において会社を解体した方が株主にとって望ましいと考えて、会社を解体すること自体は合理的な判断である。Johnson & Riccaの見解はこの限りで妥当である。

この場合は、要するに会社が解散する場合と同じであって、清算人の義務とパラレルに考えて、株主が受け取る現金をなるべく多くすることが取締役の義務ということができよう。この意味では、株主利益最大化原則において、会社が解散するときには、その事務にあたる取締役・清算人は株主が受け取る現金が最大になるように努力しなければならない義務が含まれており、短期的な利益に着目するこ

とが想定されているともいえる。解散の場面でこのような義務がもしもないとすれば、平時の場面で株主利益最大化原則を観念していることの意義が没却されてしまう。

そして、この状況においては、Gevurtzが指摘しているように、取締役が債権者の利益を優先して、買取提案の一つのみを有利に扱うことは、取締役の義務に違反すると考えられる。なぜなら、この場合、債権者の利益を図ることが「長期的には株主の利益になる」ということが定義上あり得ないからである。

したがって、これらの局面においては、レブロン義務と株主利益最大化原則は想定している場面が異なっており、矛盾はしないといえるだろう。すなわち、前者は会社が解体する場面を想定しており、後者は会社が継続して活動する場面を想定しているからである。

(2) 会社が解体しない場合

問題は、企業買取によって会社が解体するという場面以外においても、レブロン基準は適用されることである。このような場合においては、長期的な利益を考えることは可能であり、上記のような清算とのアナロジーは必ずしも妥当しない局面といえるだろう。この意味で、Lasterが、株主利益最大化原則を行為基準としつつ、短期的利益に注目するレブロン基準を企業買取についての一般的な評価基準とすべきだとする議論には疑問がある。

Johnson & Riccaは、レブロン義務が短期的な利益の最大化を求めるものであると批判し、レブロン義務を長期的な利益の観点から捉え直そうとしていた。すなわち、取締役の目的は常に最善の長期的な利益の獲得にあり、その目的が会社の売却によって達成されるのであれば、最高価格を選択することが、定義上、最大の長期的な利益の獲得になるとする。

しかし、この論理には疑問の余地がある。会社を売却することが長期的な利益になるという

79) この点についてBainbridgeの見解を批判するものとして、Gevurtz (2013) at 1550-51 参照。

ときの株主とは、抽象化された意味での株主であり、買収の前後を通じてそのように抽象化された意味での株主は存在する。これに対して、売却価格を最大化することが株主の利益になるというのは、現在の株主の利益の最大化に注目するものであって、将来の株主の利益については注目しないものである。にもかかわらず、売却価格の最高価格の選択が、当然に、長期的な利益の最大化になるというロジックには論理の飛躍がある。

あるいは、Johnson & Riccaが暗黙の前提としておいているのは、モノをもっとも効率的に活用する者が最高価格を支払うことが出来るという原理なのかもしれない。そうだとすれば、現在の株主に最大の対価を支払う買収者は、対象会社を最も効率的に経営し、したがって、将来の株主にとっても利益が最大化されるという考えが前提とされているのかもしれない。ただし、この論理にも疑問の余地はある。なぜならば、最高価格を提案する買収者が、対象会社の長期的な利益を最大化するものといえるかどうかは、ケースバイケースであり、これを当然視することは出来ないからである⁸⁰⁾。

以上の分析からすると、やはり、レブロン義務は、長期的な利益に注目する株主利益最大化原則とは当然には一致しないという評価をするのが妥当であろう。企業買収の際に株主の短期的な利益に注目することは、株主利益最大化原則を行為基準とする取締役の義務と関係はするが（企業買収を実行することが会社の長期的な利益になることが大前提でなければならないという意味で関係する。）、株主利益最大化原則から論理必然的に導かれてくるようなものではないと考えるべきである。

II-3-3. レブロン基準の理論的な根拠

(1) 総説

このようにレブロン基準は短期的な利益に注目する側面があるものの、学説は、レブロン基

準自体を不当と評価するわけでは必ずしもない。すなわち、たしかに、学説には、レブロン基準が短期的な利益に注目し、株主利益最大化原則と矛盾するから妥当ではないのでレブロン基準を廃止すべきだというJohnson & Riccaのような見解（なお、この見解ですら、会社の売却が長期的な利益になるという前提条件をクリアしたあとには、短期的な買収価格が高い方に売却しなければならないという命題自体は否定していない。）もある。

しかし、合併等の場合の特別扱いを認めて、レブロン基準を支持する見解もある。すなわち、LasterとBainbridgeは、利益相反・最終回問題に注目することで、レブロン基準を正当化する議論を展開している。ただし、これに対してGevurtzは反対している。いずれにしても、ここでは、短期的な利益に注目することの是非は、議論の対象にすらなっていない。そこで、利益相反・最終回問題を検討しよう。

(2) 利益相反・最終回問題

A 直接的な利益相反

利益相反の問題は、事案類型によって、利益が対立する程度が異なってくる。まず、MBOのように、経営者の利益と株主の利益が正面から対立する場面（買主は安く買いたい、売主は高く売りたいという場面。ゼロサムゲームの場面。）では、まさに利益相反の問題が生じる。このことに論者の間に争いはない。レブロン基準の廃止を提唱するGevurtzの見解でさえ、この場面に経営判断原則を適用することなど想定していない。

見解が分かれているのは、このような利益相反の問題については、伝統的な忠実義務の枠組みで考えれば足りるのであって、レブロン基準のような特別な判断基準を作る必要はなかったと考えるか（Gevurtz）どうかである。いずれの立場からも、MBOのように直接的な利益相反が生じる場面については、経営判断原則は当

80) Miller (2013).

然には適用されないということになる。すなわち、忠実義務の枠組みであれば、情報を開示した上で独立した取締役会の承認を得ていることを条件に経営判断原則を適用する（この条件を満たさない場合には完全な公正の基準が適用される。）、ということになる。したがって、この場面では忠実義務を適用する立場も、レブロン基準を適用する立場も、経営判断原則を適用しないという点に関しては一致している。また、取引のプロセスが主たる問題となるという点でも一致する。

B 潜在的な利益相反

よって、ポイントとなるのは、MBOのような直接的な利益相反が生じる場面ではなく、潜在的な利益相反の問題が生じる場面である。潜在的な利益相反とは、取締役が個人的な利益を優先し、株主が受け取れる対価に関してハードな交渉等を行わないという問題である（ノン・ゼロサムゲームの状況）。友好的な企業買取の場合は常にこの問題があるから常にレブロン基準を適用すべきだというのがLasterである⁸¹⁾。そして、Bainbridgeは、潜在的な利益相反が生じる場面のうち、法以外の機能による抑止力が働かない場合については、レブロン基準を積極的に適用すべきだと論じている。

これに対して、Gevurtzは、ユノカル基準が存在するので、潜在的な利益相反に対応する審査基準としてはこれで十分であり、それよりも厳しいレブロン基準を適用する必要はないと主張する。また、最終回問題についても、敵対的買取の防衛の場合よりも深刻な問題を惹起するわけではないと批判している。

この論争については、次のように考えるべき

である。まず、確認しておくべきことは、企業買取に際して、潜在的な利益相反の問題が生じることに争いはなく、また、これに対応する必要がある場合には経営判断原則よりも厳しい審査基準を適用すべきことについても争いがないということである。そして、企業買取に際して潜在的な利益相反問題が生じることはLasterの指摘する通りであるが、その全てにおいて経営判断原則よりも厳しい審査基準を適用しなければならないとまでは、当然にはいえない。

利益相反の程度には事案ごとに差があるので、たとえば、利益相反の要素が具体化している場合にのみレブロン基準を適用すれば足りるというFurlow（2009）の見解も十分に説得力がある。特に、取締役を買取後の会社に残す買取者を、意図的に優遇する行動が取られた場合というのは、敵対的買取の防衛策を講じている場合とコインの裏表であり、敵対的買取の防衛策についてと同様に利益相反の程度が高いと評価すべきである。

このような場合には、利益相反の問題があると評価するとして、それでは、敵対的買取の防衛策の場合よりも利益相反の程度が高いのかどうかについては、次のように考えるべきである。これは、買取後に会社の支配権市場による規律が及ぶかどうかに着目するBainbridgeの指摘に分がある。なぜならば、防衛策については、防衛後も当該会社が上場を維持する限りでは、会社の支配権市場による規律が及ぶ。これに対して、買取後に会社の支配権市場による規律が及ばないような場面においては、支配権市場による規律は及ばない。この点に、ユノカル基準よりも厳格なレブロン基準を適用する意義があるといえるだろう。

81) なお、Furlow（2009）は、潜在的な利益相反の問題が顕在化したときのみレブロン基準を適用すべきだとする。そして、Furlowは、差し止めが認められたケースは、いずれもこのような要素があるとする。Mills Acquisition co. v. MacMillan, 559 A.2d 1261 (Del. 1988) 事件（自己利益と不公正なオークション）、Paramount Communications v. QVC Network, 637 A.2d 34 (Del. 1994) 事件（対象会社のCEOを存続会社のCEOとする買取者を優遇）、*In re Netsmart Technologies, Inc. S' holders. Litig.*, 924 A.2d 171 (Del.Ch. 2007) 事件（経営陣を残すフィナンシャルバイヤーのみを採した）、Upper Deck, Co. v. Topps Co. (*In re Topps Co. S'holders Litig.*), 926 A.2d 58 (Del. Ch. 2007) 事件（経営陣を残す可能性の高い買取者を優遇した）。Furlow（2009）at 571.

もっとも、利益相反の程度が、取締役がサイドペイメントを受け取り、そのせいで株主のためにハードな交渉をしていないかもしれない、という程度の抽象的なおそれであれば、防衛策の場合と比べれば利益相反の程度は低い。この程度の利益相反問題について、Bainbridgeの見解のように最終回問題が生じるからといって、防衛策の場合よりも厳格な審査基準を適用すべきなのかというと、Gevurtzが指摘するように疑問である。

C 小括

いずれにしても、本稿の目的は、デラウェア州法におけるレブロン基準の適用範囲をめぐる議論に決着をつけることではないから、適用範囲をめぐる論争にこれ以上は立ち入らない。

ここで確認しておくべきことは、学説のアプローチとしては、企業買収に際しては利益相反

の問題があるので、この問題に対応する判断基準として何が適切か、という議論をしていることである。株主利益最大化原則からの演繹のみで議論しているわけではないということである。

また、学説の意見が分かれているのは、経営判断原則やユノカル基準といった、レブロン基準以外の審査基準に付け加えて、レブロン基準を導入する必要があるか否かという点である。レブロン基準は不要だという見解は、ユノカル基準等の存在を前提としているからであることには注意しておく必要がある。つまり、企業買収における対象会社の取締役の義務について考える際には、買収防衛策の場合とか、利益相反取引の場合といった隣接する制度とのバランスを意識しながら分析することが重要だということである。

以上の点は、日本法を考える際にも有益であろう。

Ⅲ. 日本法との比較

Ⅲ-1. レックス・ホールディングス事件東京高裁判決とレブロン基準の比較

Ⅲ-1-1. 株主利益最大化原則との関係

アメリカの学説の検討によって明らかになったとおり、企業買収の対価の適切性に注目させる義務・審査基準は、長期的な利益の追求を強調する株主利益最大化原則から直接的に導かれるものではない。

かといって、株主利益最大化原則と矛盾するから、企業買収の対価の適切性に関する義務・審査基準を観念してはならない、という議論にはならない。このような議論は、株主利益最大化原則という概念から演繹的に思考するものであり、説得的でないし、また、株主利益最大化原則が取締役の義務の全てであることを前提とするものといえるが、やはり妥当ではない。株主利益最大化原則は、基本的には、平時の経営

事項に関する取締役の義務の行為基準を示すものであり、企業買収という特殊な状況に関する事項の全てに適用されるとは、当然にはいえないからである。株主利益最大化原則はパイをいかにして大きくするかが問題となる局面を前提にした概念であるのに対して、企業買収の対価の適切性はパイの分け方（現在の株主と、将来の株主となる買収者との間での分け方）の適切性に関する局面についてのものであり、前者の局面の問題と後者の局面の問題とで、同一の基準で考える必然性はないからである。

企業買収は、経営戦略のツールの1つであるから、経営者のあり方としては、会社の長期的な利益を最大化させる企業買収を実施することが必要である。この判断自体は、まさに株主利益最大化原則がカバーすることとなるだろう。そして、この判断の是非については、経営判断

原則による審査が行われてしかるべきである。そして、レックス・ホールディングス事件の東京高裁も、MBO（非上場化取引といった方がよいが。）を行うこと自体については、経営判断原則の適用がなされており、株主利益最大化原則の範疇と考えているようである。企業買収の実施自体の経営判断の是非と、対価の適切性についての是非を区別して論じている点は、レブロン基準を採用するデラウェア州の判例と比べると特徴的であり、かつ、Johnson & Riccaの見解と親和的である。

また、東京高裁の判決では、公正価値移転義務を負うことの根拠は、MBOにおける利益相反の問題に由来するというよりかは、取締役の義務は株主の共同の利益をを図ることにあるところ、株主は（MBOという）企業買収取引において企業価値とプレミアムを受けることについて共同の利益を有するので、取締役は公正価値移転義務を負うというロジックがとられている⁸²⁾。つまり、東京高裁は、株主の共同の利益という概念を介在させている⁸³⁾。そこでいう株主は、明らかに現在の株主である。その意味では、株主利益最大化原則にいうところで想定する、抽象化された株主とは異なる。この点で、レブロン基準と共通する。

Ⅲ-1-2. 対価の適切性について

(1) レブロン基準との共通点

レックス・ホールディングス事件はまさに直接的な利益相反の問題が生じるMBOの案件であった。そして、東京高裁は、取締役の義務の内容（行為基準）として、公正価値移転義務というものを提示した。「公正価値移転義務」にいう「公正価値」とは、MBOがなかった場合の企業価値に加えて、MBOに際して実現され

る価値のうち現在の株主に帰属すべき価値であるプレミアムを指している。レブロン義務では、合理的に入手可能な最善な価格での取引を行うことが求められるところ、公正価値移転義務では、「企業価値+適切なプレミアム」での取引を行うことが求められており、両者は完全に一致するものではないが、字面上は、かなり共通する側面がある。

(2) レブロン基準との相違点

他方で、レックス・ホールディングス事件東京高裁判決には、第1に、株主の総意を尊重するとしている点と、第2に、交渉プロセスよりも価格自体を審査しようとしている点で、レブロン基準と異なる特徴が見られる。

第1の点について、東京高裁判決は、適切な情報提供がなされることを前提として、どの程度の評価をもって企業価値を適正に反映した買収価格と認めるかは、株主の総意（公開買付けに多数の株主が賛同したこと又は株主総会での承認）に委ねられるとした。さらに、同判決は、MBOが株主総会の承認の上で行われた場合には、「仮に、その買収価格が客観的にはその時点での客観的な企業価値を反映した株式価格を下回るものであったとしても、特段の事情のない限り、当該MBOによる企業価値の移転は、株主の共同の利益を害するものとはいえず⁸⁴⁾、株主の多数が賛同したことをもって公正な企業価値の移転があったと推認するとしている。事案の解決としては、同事件では適切な情報提供がなされていなかったとして、株主の総意の尊重というアプローチは採用されなかったもので、この判示は傍論である。そうではあるが、株主の総意の尊重というのは、東京高裁の解釈の態度の特徴といえる⁸⁵⁾。なぜなら、レブ

82) このロジックは、MBO以外の企業買収にも適用可能なものである。

83) 株主利益最大化原則から演繹するアプローチの影響があるとみることもできる。

84) 判時2190号109頁。

85) たしかに、企業買収が競合している場合にどちらを受け入れるかについては株主の総意に委ねることに合理性はある。しかし、1つの企業買収の提案しかない場合に、それが「公正価値」を移転するものであるか否かの判断に際して株主の総意を尊重することには疑問があることにつき、飯田（2014a）10-11頁参照。

ロン基準の審査にあたって、多数の株主が賛同したという事実を根拠に、義務違反を否定するという事は、まず考えられないからである。

第2の点について、東京高裁の判決は、公正価値移転義務に違反したか否かについて、利益相反問題を解消する措置を講じたかどうかという交渉のプロセスに重点を置くのではなく、MBOの買付価格が対象会社の客観的な企業価値に比して低廉であったか否かに着目しているように読める。なぜならば、同判決は、フェアネス・オピニオンに依拠して企業価値やプレミアムの公正性を審査し、公正であると判断したのであって、どのような交渉プロセスが採用されたかということを重視した審査であるとはいえないからである（飯田（2014a）9-13頁参照）。上記Iでも指摘した、平成26年会社法改正における法制審議会の議論でもみられたように、価格の当・不当自体を審査するという考え方には、根強いものがあるように思われる。たしかに、レブロン基準においても、価格それ自体を審査するという側面がおよそないわけではないけれども、しかし、交渉プロセスの審査という側面が強い⁸⁶⁾。そうすると、価格に注目して、交渉プロセスについて正面から評価を下さなかった東京高裁の判決は、やはり特徴的である。

Ⅲ－２．体系的な考察

Ⅲ－２－１．問題の所在

以上で見たように、買収価格の適切性に関する取締役の義務についての司法審査に際して、株主の意思の尊重と、価格に注目するアプローチという2点は日本法の特徴であるように思われる。

アメリカの学説の検討から明らかになったように、企業買収における対象会社の取締役の対価の適切性に関する義務のあり方については、

隣接する制度とのバランス・整合性をとるという視角から考察することが有益であるから、これを次項で検討しよう。

Ⅲ－２－２．新株発行規制

企業買収には、株主の持分に直接的な影響があるという特徴がある。Manning（1985）が示した枠組みにしたがって、Furlow（2009）は、合併等の企業買収や、新株発行は「所有問題（ownership issues）」であり、通常の経営判断に関する「企業問題（enterprise issues）」と違って株主の利害に与える影響が直接的であるから、企業問題と比べて経営者に厳しい司法審査がされるとしている⁸⁷⁾。

日本法において、所有問題の特別な規律の代表例として、新株発行規制（不公正発行、有利発行規制）がある。この規制に違反した場合には、株主が差し止めを請求することができ、差し止め請求が認められる要件⁸⁸⁾は、企業問題の場合よりも緩やかである。つまり、所有問題の方が経営者に厳しい判断がされやすいという構造にあるといえる。

この点を若干敷衍しておこう。

（１）有利発行規制

日本法では、有利発行（払込金額が募集株式を引き受ける者に特に有利な金額で行われる新株発行）という、既存の株主の価値を希釈化する新株発行であっても、株主総会の承認を得られれば実行することが可能である⁸⁹⁾。このような新株発行は、株主の短期的な利益を犠牲にするかもしれないが、長期的な利益を促進する（可能性がある）ので、許されていると考える余地もある。そうだとすると、取締役の義務の内容は、有利発行によって得た資金を使うことで、株主の長期的な利益を促進することにある

86) 白井（2014）146頁。

87) 企業問題と所有問題という区別が、レブロン基準の根拠としての説得力には疑問があることにつき、白井（2013a）281-283頁参照。

88) 会社法210条。

89) 会社法201条、199条3項。

のであって、短期的な利益（現在の株主の利益）を犠牲にすることは義務違反に該当しないと考えることも、可能であるように思われる。そして、短期的な利益を犠牲にして、長期的な利益を優先することの是非については、有利発行について株主総会決議の承認を会社法上の要件とすることで、株主に拒否権を与えているとみることができる⁹⁰⁾。

このような議論は、その立法論としての当否はともかく、論理的にはあり得るところである⁹¹⁾。新株発行に当たっての取締役の義務は必ずしも従来明らかにされてきたとはいえず、特に、企業価値に与える影響（長期的な利益）と、既存株主に与える希釈化の影響（短期的な利益）を分析的に考えて、その義務の内容・審査基準を解明していくという作業はあまりなされてきてはいないように思われる。そして、このような議論状況となっていることの背景には、取締役の義務が直接的な論点となるのではなく、株主総会決議を経るべき有利発行だったか否かが直接的な論点となるという日本法の構造によるところが大きいだろう。そして、有利発行について株主の賛同を得ていれば取締役の義務違反にはならない、というのが一般的な理解なのだろう⁹²⁾。

そうだとすると、公正価値移転義務の審査に際して、株主の総意を尊重するというアプローチが考えられていることは、有利発行規制と連続性があるといえる。つまり、有利発行のように、短期的には不利益になる取引であっても、

株主総会の承認があれば実行することが許されているということと、企業買取において、買取対価が客観的な企業価値を下回っていても、株主の総意の賛同があれば、義務違反はないという東京高裁の発想とには、いずれも株主の承認があれば株主の短期的な利益に反する行為を取締役が行っても義務違反にはならないという考えが共通している。

（２）敵対的買取の防衛策（不正発行規制）

我が国における、敵対的買取の防衛策は、通常、募集株式の発行等・新株予約権の発行という形態を取る。そのため、裁判で争われる際には、その不正発行を理由とする差し止めが請求されるのが通常である。そして、不正発行については、取締役の義務違反という要件⁹³⁾ではなく、「著しく不正な」⁹⁴⁾という要件が直接的な論点となる。そのため、防衛策についても、取締役の義務という形で定式化はあまりなされていない。むしろ、取締役が防衛策を講じることが出来るのがどのような場合であるのかという、機関の権限分配秩序の観点から論じられることが多い⁹⁵⁾。

いずれにしても、取締役に防衛策の導入を認めることには、問題があり得と考えられている。すなわち、裁判所は、防衛策の導入が認められるのは会社を食い物にしようとしているという例外的な場合であるとしたり⁹⁶⁾、あるいは、主要目的ルール⁹⁷⁾を適用したりしており、経営判断原則と比べると取締役の裁量をあまり認

90) 松井（2004）371頁参照。

91) 松井（2004）は、この点について株主の判断に委ねることに批判的である。

92) ただし、株主総会で承認を受けて行われた有利発行であっても、それによって調達した資金の運用に関して義務違反が認められることはあり得る。松井（2004）394-95頁参照。

93) アメリカでは、取締役の義務違反が中心的な要件となる。

94) 会社法210条2号。

95) たとえば、東京高決平成17年3月23日判時1899号56頁。

96) 東京高決平成17年3月23日判時1899号56頁。

97) 会社の支配権について争いがある中で、既存の株主の持株比率に重大な影響を及ぼすような数の新株が発行され、それが第三者に割り当てられる場合、当該新株発行が既存の株主の持株比率を低下させ現経営陣の支配権を維持することを主要な目的としてなされたものであるときは、その新株発行は不正発行に当たると判断基準である。たとえば、東京高決平成24年7月12日金判1400号52頁参照。

めていない。この傾向は、考え方として、潜在的な利益相反の問題（敵対的買収を防衛することで役員としての地位を維持するという取締役の利益と、買収に応じたい株主の利益が対立することがあり得る。）があるからこそ、取締役の裁量の幅を狭くする考え方を採用していると評価できる。

また、日本の買収防衛策においては、株主総会の承認を得ていることが多い。そして、最高裁は、株主総会の承認を重視する判断を示しており、株主平等原則の趣旨との抵触が問題となるような防衛策について、敵対的買収者による経営支配権の取得によって対象会社の企業価値が毀損されることを株主総会が判断した場合であれば、当該防衛策は認められるとしている⁹⁸⁾。つまり、敵対的買収者による経営権取得によって企業価値が毀損されるか否かについて、株主総会の判断を尊重しているわけである。そして、株主総会の承認があれば、防衛策の導入に際して取締役の義務違反に該当することは基本的にない、ということが当然の前提になっていると思われる。

これは、次のような構造となっている。すなわち、株主が直面している状況は、敵対的買収者が提案する買付価格（短期的な利益）と、現在の経営者による経営が続くことで得られる利益（長期的な利益）のいずれをとるかを尋ねられている。取締役は後者の方が大きいと考えているから、防衛策の導入を提案しているかもしれないが、潜在的な利益相反の問題があるので、取締役の判断に任せることは出来ない。けれども、株主がこれを承認したのであれば、利益相反の問題はないし、2つの選択肢の選択は、誰を取締役に選任するかという問題と類似

する問題であり、株主総会の判断を尊重するのが自然である、ということである。そして、これは、東京高裁が、株主総会の判断を尊重するという考えを示していることと整合的である。

Ⅲ－２－３．利益相反取引規制

利益相反取引について、会社法は手続面と責任面の両面で、他の場面には見られない厳格な特則をおいている。すなわち、会社と取締役が取引をする場合（直接取引⁹⁹⁾、および、会社と取締役以外の者が取締役と会社との利益が相反する取引をする場合（間接取引¹⁰⁰⁾）には、その取引について重要な事実を開示して取締役会の承認を受けなければならないし¹⁰¹⁾、取引後遅滞なく取引についての重要な事実を取締役会に報告しなければならない¹⁰²⁾。また、取締役の責任について、通常は、取締役が任務を怠ったことを、責任を追及する側（つまり、通常は株主や会社）が立証しなければならないが、利益相反取引によって会社に損害が生じたときは、当該取引について取締役が任務を怠ったものと推定され、立証責任が転換されている¹⁰³⁾。さらに、取締役の責任は過失責任（自己の責めに帰すべき事由がないときには責任を負わない。）が原則だが、直接取引の相手方である取締役については、自己の責めに帰することが出来ない事由によるものであることをもって免れることができない¹⁰⁴⁾とされており、無過失責任となっている。

アメリカ法と違うのは、第1に、このルールは、会社が取引の当事者となることが前提とされているため、取締役と株主が取引の当事者となるMBOの場合をカバーするものではない。ただし、会社法356条の利益相反取引に該当し

98) 最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁。

99) 会社法356条1項2号。

100) 会社法356条1項3号。

101) 会社法365条1項、356条1項。

102) 会社法365条2項。

103) 会社法423条3項。

104) 会社法428条1項。

ない場合であっても、会社の利益の犠牲において取締役・第三者の利益を図る取引を行ったときには、経営判断原則は適用されない¹⁰⁵⁾、日本法でも取締役の責任が比較的認められやすい¹⁰⁶⁾。

第2に、重要な事実を開示して、当該取引に利害関係のない取締役会の承認を得れば、デラウェア州法であれば経営判断原則が適用されることになる。しかし、日本法では、取締役会の承認にそのような効力は付されておらず、利益相反取引によって会社に損害が生じれば、取締役の任務懈怠が推定される¹⁰⁷⁾という意味で、なお取締役には厳しい責任規定となっている。

第3に、423条3項の要件が「損害が生じたときは」となっており、損害の有無に着目するというアプローチを採用している点である¹⁰⁸⁾。これは第2の点とも関係するが、利益相反取引を行うに際して、どのような交渉プロセスがとられたかということを問うまでもなく、損害が発生すれば任務懈怠が推定されるということになる¹⁰⁹⁾。

以上のように、交渉プロセスよりも、「損害」の有無が重視される利益相反取引規制と、東京高裁が公正価値移転義務について価格に注目して審査を行ったことには、同様の傾向がみられる¹¹⁰⁾。

Ⅲ-2-4. 株式買取請求権等の議論

株式買取請求権や取得価格決定の場面では、会社の企業価値とプレミアムの適切性について裁判所が判断できる（せざるを得ない）という考えが基本となる。この延長線上に、公正価値移転義務について東京高裁が価格に注目したアプローチを採用したことを位置づけることができる。そもそも、「公正な企業価値」を移転するとか、MBOによって生じる価値のうち旧株主に帰属すべきものがあるという東京高裁の言葉遣いは、まさに株式買取請求権等に由来する議論である¹¹¹⁾。このことは、東京高裁のアプローチが、株式買取請求権等の議論の延長線上で考えられていることを裏付けるものといえる。

また、日本法においても、合併等における株式買取請求権や全部取得条項付種類株式の取得価格決定の領域では、利益相反の問題がある場合に、それを解消する措置を講じたかどうかという交渉プロセスに着目し、講じたといえれば実際の買取価格をもって買取価格等として決定するという解釈が一般的に採用されるようになっている¹¹²⁾。これは従来の日本法の体系からいうと、新しい考え方であるといえるだろう。なぜなら、上記で概観したとおり、利益相反取引規制において、交渉プロセスにおいて利益相反解消措置を講じたかどうかで義務違反（任務懈怠）の有無を判断するというルールは採用されておらず、損害が発生すれば任務懈怠を推定

105) 龍田（2007）93頁。

106) ただし、利益相反は、その有無ではなく濃淡が問題となるので、利益相反があるというだけで直ちに責任が認められやすいとまではいえないことにつき、森本（2014）249頁参照。

107) 森本（2014）267-68頁。

108) 学説でも、「損害」の有無を中心に議論する見解は有力である。たとえば、北村（2009）241頁は、「直接取引において、会社に損害を生じさせないことが相手方取締役の行為義務である」とする。

109) 落合（2014）は、独立性のある取締役会（あるいは第三者委員会）による承認を求める法制になっていないことに対して再検討の必要性を指摘する。

110) そうだとすると、MBOのような直接的な利益相反の問題がある場合には、利益相反取引規制と同様の規律を及ぼすという発想があるといえるのではないか。裏を返して言えば、MBO以外の場面で公正価値移転義務を観念するとしても、MBOのような直接的な利益相反の問題がない場合には、経営判断原則を適用することもありえるだろう。

111) 飯田（2013）11-12頁参照。

112) 飯田（2013）21頁参照。

するという構造になっているからである。

しかし、株式買取請求権等において、直接的な論点となるのは当該株式の公正な価格であって、取締役の義務違反の有無は直接的な論点とはならない。そのため、株式買取請求権等において、利益相反の問題について交渉プロセスに注目することが通説的であるとしても、この議論がただちに取締役の義務の場面にスライドされるとは限らない。現に、東京高裁は、交渉プロセスを重視するよりかは、価格自体に注目する判断を示している。ただし、「公正価値」というアプローチは明らかに株式買取請求権の議論を応用していると解されるので、交渉プロセスに注目するアプローチについても株式買取請求権の議論を応用して取締役の義務の場面に適用する可能性は十分にあるだろう。

Ⅲ－３．結論

以上のように、日本でも、利益相反問題については厳しい態度で臨むという法体系になっていることは、アメリカと共通する。すなわち、利益相反取引規制や、買収防衛策の局面では、利益相反の問題に注意を払っている。

他方で、日本法では、会社が取引の当事者とならない場合には、利益相反取引規制は適用されず、さらに、潜在的な利益相反問題への対応として、株主の判断を尊重するという傾向にある。また、利益相反取引規制では、「損害」の有無が実際的には重要であり、交渉プロセスにおける利益相反の解消という視点は弱い。

このような特徴を前提にすると、レックス・ホールディングス事件東京高裁判決は、無意識的にかもしれないが、日本法の体系との整合性を図ろうとしているものといえる。まず、買収対価の適切性について取締役の義務を観念することは、株主利益最大化原則から当然に導かれ

るものではないが、利益相反の問題が生じる場面で株主の短期的な利益に関する義務を観念することは、すでに日本法にも存在することであり¹¹³⁾、特別の法理を示したものではない。また、短期的な利益の是非に関する株主の総意の尊重は、有利発行規制や買収防衛策の場面でも採用されている考え方である。そして、交渉プロセスを重視した審査をするのではなく、価格に注目をする審査を行うことは、利益相反取引規制についての伝統的な日本法（損害の有無に注目する構造）と整合的である。裁判所が公正な買収価格を正面から審査できる（そして、審査しなくてはならない）という観念は、株式買取請求権等においても見られるものである。

これに対してレブロン基準については、株主の総意の尊重という考えが見られない。その理由は、そもそも有利発行規制は日本独特の規制であってアメリカ法に対応する規制は存在しないし、敵対的買収の防衛策についてはユノカル基準という審査基準があり、これは株主の意思決定の機会を確保しようとするものではあるものの、取締役会において会社に対する脅威の有無を判断することを認める考え方であり、これを原則として株主の総意に委ねるべきだとする日本法とは異なることに由来すると理解できる。また、レブロン基準について交渉プロセスを重視した審査が行われるのは、利益相反取引規制において「損害」の有無にまずは着目するというルールではなく、利益相反問題の解消措置（つまり、独立取締役の承認や株主総会の承認）が講じられていたか否かが重要な論点であるという構造と整合的である¹¹⁴⁾。このような会社法体系における整合性があるからこそ、Gevurtzの見解のように、レブロン基準を廃止して、既存の法理に委ねても良いという議論が出てくるとも言えるだろう。

113) 弥永（2013）3頁参照。

114) なお、デラウェア州では、株式買取請求権においてシナジーを排除して買収価格を算定するので（飯田（2013）112-頁以下参照）、買取請求権の事件で裁判所は、企業価値は算定するが、プレミアムの適切性は審査しないため、レブロン義務と株式買取請求権とを同一線上で位置づけるという理解はできない。

IV. むすび

本稿では、レブロン義務・レブロン基準が株主利益最大化原則とどのような関係にあるものとして整理されるものか、また、会社法の体系としてどのように位置づけられるのかを検討した上で、日本の議論状況と比較し、日本法・デラウェア州法の特徴を明らかにした。

本稿の考察によって、公正価値移転義務という考え方は、従来の日本法の隣接する制度の体系と整合的であることが明らかになった。したがって、公正価値移転義務を批判し、またその修正を実現しようとするならば、それに隣接する諸制度についても同時に修正をすることを迫らなくてはならない¹¹⁵⁾。交渉プロセスを重視するアプローチを公正価値移転義務に導入しようとするならば、利益相反取引規制においてもこれを導入すべきだということを論証しなければならぬだろう。また、株主の総意の尊重というアプローチを批判するならば、買収防衛策や有利発行規制との異同を明らかにしたり、買収防衛策等における株主の総意の尊重というアプローチを批判したりすることが必要となる。

つまり、取締役の義務は、関連する制度とのバランスの中でその機能が発揮されるものである以上、取締役の義務の内容だけを変更するということはありえず、関連する制度全体をパッケージとして変更しなければならない。もちろん、取締役の義務を突破口に、周辺の制度に変化を生じさせるということもありえる。現に、株式買取請求権等の議論は、まさに新しい考え方の導入の突破口となりつつあるとも言える。しかし、理論としては、やはりパッケージの提出が必要だろう。本稿で対象としたように、利

益相反取引規制、有利発行規制、買収防衛策の規制、および株式買取請求権等を全体として整理する必要がある。これらの制度は、それぞれが巨大な難問であるが、体系的な研究を行うことが必要であり、それは今後の課題として残されている。

また、買収価格の適切性に関する取締役の義務と密接に関係する制度として、公開買付規制における意見表明報告書のルールがある¹¹⁶⁾。現在、日本でもアメリカでも、会社法における取締役の義務の問題と、意見表明報告書の内容とは直接的なリンクはなく、対象会社の取締役による意見として賛同・反対・中立のいずれを示すことも可能である。しかし、たとえば中立意見を表明することが許されるのか、ということは、取締役の義務と密接な関係にあり、両者の関係を整理することも重要である。日本でも、また、デラウェア州でも、意見表明報告書の内容が取締役の義務との関係で直接的に争点となった裁判例はみあたらず、未解決の問題といえる。今後の重要な研究課題である。

さらに、そもそも、どのような内容の義務にすれば、企業買収に関するガバナンスのルールとして効率的か、という政策論的なアプローチも重要である。本稿は、このような政策論を検討する以前の問題として、現在の法制度の理解を深めておくことが必要であるという問題意識に基づくものであり、この政策論的な問題の解明に向けての序論的な考察と位置づけられる。

以上のように、今後の課題として残されているものは大きい。本稿が、その課題の解決に際しての一助となれば、望外の幸せである。

115) 筆者は、取締役の義務の強化という方向での制度の整理を提言していた(飯田(2013)340-343頁)が、この意味でこの提言を実現するにはハードルが低くはない。

116) 日本法では金商法27条の10、アメリカ法では1934年証券取引所法14条(d)項(4)号、SEC規則14d-9による規定がある。

参 考 文 献

- 飯田秀総（2012）「組織再編等の差止請求規定に対する不満と期待」『ビジネス法務』2012年12月号，pp.76-81
- 飯田秀総（2013）『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』商事法務
- 飯田秀総（2014a）「レックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決の検討〔上〕」『商事法務』2022号，pp.4-14
- 飯田秀総（2014b）「レックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決の検討〔下〕」『商事法務』2023号，pp.17-26
- 岩倉正和・石川智也（2010）「補論 取締役の責任・行動準則——わが国においてレブロン義務は認められるか」，岩倉正和＝太田洋編『M&A法務の最先端』商事法務
- 岩原紳作（2012）「『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説〔Ⅳ〕」『商事法務』1978号，pp.39-55
- 太田洋・矢野正紘（2010）「対抗的買取提案を受けた対象会社取締役はいかに行動すべきか——わが国会社法とレブロン「義務」——」，岩倉正和＝太田洋編『M&A法務の最先端』商事法務
- 落合誠一（1998）「企業法の目的——株主利益最大化原則の検討」，岩村正彦編『現代の法7・企業と法』岩波書店
- 落合誠一（2014）「会社法の利益相反規制のあり方」『金融・商事判例』1431号，p1
- 川島いづみ（2014）「判批」『判例評論』663号，pp.32-36
- 北村雅史（2009）「競業取引・利益相反取引と取締役の任務懈怠責任」，川濱昇＝前田雅弘＝洲崎博史＝北村雅史『森本滋先生還暦記念・企業法の課題と展望』商事法務
- 齊藤真紀（2014）「判批」『判例セレクト2013〔Ⅱ〕』，p.19
- 白井正和（2013a）『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
- 白井正和（2013b）「レックス・ホールディングス損害賠償請求事件東京高裁判決の検討」『ビジネス法務』13巻11号，pp.46-52
- 白井正和（2014）「レブロン義務と価格最大化義務」『論究ジュリスト』10号，pp.141-148
- 龍田節（2007）『会社法大要』有斐閣
- 田中亘（2012）『企業買収と防衛策』商事法務
- 船津浩司（2011）「対抗買収出現機会の確保（二・完）——アメリカにおける涉獵許容（Go-Shop）条項の活用を参考に——」『民商法雑誌』145巻2号，pp.59-84
- 法制審議会会社法制部会（2010）「第7回会議議事録（平成22年11月24日開催）」<<http://www.moj.go.jp/content/000060893.pdf>>
- 法制審議会会社法制部会（2011）「第12回会議議事録（平成23年8月31日開催）」<<http://www.moj.go.jp/content/000080186.pdf>>
- 法制審議会会社法制部会（2012）「第18回会議議事録（平成24年3月21日開催）」<<http://www.moj.go.jp/content/000097964.pdf>>
- 松井秀征（2004）「新株有利発行規制に関する一考察」，小塚莊一郎＝高橋美加編『落合誠一先生還暦記念・商事法への提言』商事法務
- 森本滋（2014）岩原紳作編『会社法コンメンタール9—機関（3）』商事法務
- 弥永真生（2013）「判批」『ジュリスト』1456号，pp.2-3
- Bainbridge, S. M. (2006), "Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers," *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 31 No. 3, pp.769-863.
- Bainbridge, S. M. (2013), "The Geography of Revlon-Land," *Fordham Law Review*, Vol. 81 No. 6, pp.3277-3338.
- Bebchuk, L. A. (2013), "The Myth That Insulating Boards Serves Longterm Value," *Columbia Law Review*, Vol. 113 No. 6, pp.1637-1694.
- Black, B., and R. Kraakman (2002), "Delaware's

- Takeover Law : The Uncertain Search for Hidden Value," *Northwestern University Law Review*, Vol. 96 No. 2, pp.521-566.
- Black, B. S., and R. J. Gilson (1995), *The Law and Finance of Corporate Acquisitions 2nd Ed.* Foundation Press.
- Furlow, C. W. (2009), "Reflections on the Revlon Doctrine," *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, Vol. 11 No. 3, pp.519-572.
- Gevurtz, F. A. (2013), "Removing Revlon," *Washington & Lee Law Review*, Vol. 70 No. 3, pp.1485-1571.
- Griffith, S. J. (2003), "Deal Protection Provisions in the Last Period of Play," *Fordham Law Review*, Vol. 71 No. 5, pp.1899-1970.
- Griffith, S. J. (2004), "The Costs and Benefits of Precommitment : An Appraisal of Omnicare V. Ncs Healthcare," *Journal of Corporation Law*, Vol. 29 No. 3, pp.569-623.
- Johnson, L. (1990), "The Delaware Judiciary and the Meaning of Corporate Life and Corporate Law," *Texas Law Review*, Vol. 68 No., pp.865-936.
- Johnson, L., and R. Ricca (2014), "The Dwindling of Revlon," *Washington & Lee Law Review*, Vol. 71 No. 1, pp.167-227.
- Laster, J. T. (2013), "Revlon Is a Standard of Review : Why It's True and What It Means," *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. 19 No. 1, pp.5-55.
- Manesh, M. (2014), "Defined by Dictum : The Geography of Revlon-Land in Cash and Mixed Consideration Transactions," *Villanova Law Review*, Vol. 59 No. 1, pp.1-34.
- Manning, B. (1985), "Reflections and Practical Tips on Life in the Boardroom after Van Gorkom," *Business Lawyer*, Vol. 41 No. 1, pp.1-14.
- Miller, R. T. (2013), "Inefficient Results in the Market for Corporate Control : Highest Bidders, Highest-Value Users, and Socially Optimal Owners," *Journal of Corporation Law*, Vol. 39 No. 1, pp.71-128.
- Roe, M. J. (2013), "Corporate Short-Termism—in the Boardroom and in the Courtroom," *Business Lawyer*, Vol. 68 No. 4, pp.977-1006.