

会社法の自由化と事後的な制約

——デラウェア会社法を中心に——(1)*

玉 井 利 幸**

- I はじめに
- II 会社契約の自由と信認義務による補完
- III 会社契約に対する制約
 - 1 アメリカにおける従来議論
 - 2 会社契約の制約の根拠 (以上本号)
 - 3 会社契約の制約方法
- IV デラウェア会社法における会社契約に対する制約
- V 終わりに

I はじめに

近年我が国の商法は大きく改正され、会社法の規制が緩和された¹⁾。会社法の自由化が進み、事前に会社関係者に課されている制約が弱まると、事後的な監視監督による制約が必要となる可能性が高まると考えられる。そのため、本稿では会社に対する事後的な制約はどうあるべきかという問題を考えるための準備として、デラウェア会社法で実際に行われている事後的な制約と、そこから読みとることのできるポリシーを明らかにしようと試みた。

* 本稿は、著者が2004年1月に一橋大学に提出した博士学位論文の一部に加筆・修正を加えたものである。本稿は、2004年2月10日に編集委員会に提出され、レフリーの審査を経て2004年3月10日に掲載が許可された。

** 一橋大学大学院法学研究科助手

【一橋法学】(一橋大学大学院法学研究科)第3巻第2号2004年6月 ISSN 1347-0388

1) 具体的な改正内容については、改正商法に関する様々な特集を参照。例えば、ジュリスト1220号(2002年)の特集「商法等の改正」、ジュリスト1229号(2002年)の特集「平成14年商法改正」、ジュリスト1258号(2003年)の特集「平成15年商法改正」、民商法雑誌126巻4・5号(2002年)の特集「最近の商法改正」、民商法雑誌126巻6号の特集「最近の商法改正2」、法学教室264号(2002年)の特集「会社法大改正の全体像I」、法学教室265号(2002年)の特集「会社法大改正の全体像II」、法律時報74巻10号(2002年)の特集「商法改正—その将来への視座」、金融・商事判例1160号(2003年)の特集「改正商法の法律問題」など。

伝統的に我が国の会社法は強行法規であると考えられ²⁾、会社と会社関係者に対して、事前に画一的な制約が課される傾向が強かった。しかし、近年の相次ぐ改正により、このような強行的な性格は以前より弱まった³⁾。今後も会社法の制約を緩和する改正が予定されている⁴⁾。このように、画一的な事前の制約を緩和して会社法を自由化するという事は、会社関係者に対して加えられていた法的な事前の制約を撤廃し、経営者の濫用的な行為の抑制や株主と投資家の保護は市場メカニズムなど法以外のメカニズムに委ねるということを意味しているとも考えることも可能である。法以外のメカニズムが十分に機能しているなら会社法が制約を課す必要はないし、会社法が強行的な法を用いて会社と会社関係者の自由を拘束することは当然に正当化されるわけではないからである⁵⁾。しかし、後で述べるように、おそらく市場による抑制に委ねるだけでは十分でない可能性が高い。市場メカニズムなどの法以外のメカニズムによる抑制が上手く機能するためには、何らかの法的な制約が必要となる可能性が高く、法の介入を正当化できそうな理由もありうる⁶⁾。

会社法の緩和を進めていくためには、これまでのような画一的な事前規制のア

-
- 2) 田中耕太郎「組織法としての商法と行為法としての商法」法学協会雑誌43巻7号7頁(1925年)。鈴木竹雄「商法における組織と行為」『商法研究I総論・手形法』有斐閣(1981年)152頁(初出は『田中耕太郎先生還暦記念・商法の基本問題』(1952年)。鈴木竹雄『新版 会社法 全訂第5版』有斐閣(1994年)31頁。龍田節『会社法 [第五版]』有斐閣(1996年)27頁。
 - 3) 例えば、種類株式についての制約が緩和された(商法222条)。自己株式の取得と保有が原則として自由化された(商法210・211条)。取締役の会社に対する責任を制限することができるようになった(商法266条)。委員会等設置会社の創設により、会社の管理運営機構についての選択肢が増した(商法特例法1条の2第3項)。
 - 4) 「会社法制の現代化に関する要綱試案」では、最低資本金の撤廃、募集設立の廃止、事後設立における調査役の調査制度の廃止、取締役会の書面決議、違法配当の過失責任化、株主代表訴訟での訴訟委員会制度の導入、合併対価の柔軟化など、さらに会社法を柔軟にする案が提案されている。以上につき、旬刊商事法務1678号(2003年)4頁以下を参照。
 - 5) 例えば、神田秀樹・藤田友敬「株式会社法の特質、多様性、変化」三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』東京大学出版会458頁(1998年)を参照。アメリカでの議論については、後のIII.1を参照。
 - 6) 後のIII.2を参照。

アプローチを緩める必要がある。会社法の緩和を推進しつつ、何らかの法的な制約が必要であるとすると、どのような制約を行うべきであろうか。画一的な事前規制を緩和する一方で、会社と会社関係者に何らかの法的制約を加えるとすると、どのような制約方法があるだろうか。

一つの方法としては、画一性を廃するために、許容される場合と許容されない場合を細かくカテゴライズしていくことが考えられる。予め立法によって、類似した事案を望ましい場合と望ましくない場合に細かく分類し、事前に望ましいと思われるものだけ許容するように規定する方法が考えられる⁷⁾。このようなアプローチは、許容される場合と許容されない場合がかなりの明確性を以て事前に予想できるので、当事者の法的帰結についての予測可能性が高まる。しかし、このアプローチでは、望ましい場合と望ましくない場合を事前に分別するのが困難であり、事前に設けたカテゴリーで上手く分類できないものがあるかもしれない。変化の激しい分野では、カテゴリーはすぐに時代遅れになってしまうかもしれない。

もう一つの方法は、事後的な規制である。「事前の規制から事後の規制へ」といわれることもあるように、事前に画一的な制約を課すのではなく、事前には会社関係者に大きな裁量を与えて、問題が発生した場合に事後的にその問題に対処するという方法が考えられる。事前の制約が緩和された分は、事後的な監視監督に委ねるとことになる。このように、事前の画一的な規制を緩和し経営者の抑制や株主保護は事後的な監視監督に委ねるとすると、一般的な規定に基づいて、問題となった行為が許容されるかどうかを事後的に判断する必要が生じる。会社法の問題の場合は、このような事後的な判断を行うのは主に裁判所である。裁判所は、望ましいものと望ましくないものを事後的に選別し、望ましくないものに事後的な制約を加えることが必要となる。裁判所がこのような事後的な判断を行うことが必要となる機会は、事前の規制が緩和されればされるほど増えていくは

7) 我が国ではこのアプローチが好まれるようである。例えば、証券取引法の内部者取引規制などはこのアプローチの典型例である。証券取引法166条167条参照。詳しくは後のIII.3を参照。

ずである⁸⁾。

- 8) 例えば、会社の発行することのできる株式の種類が増えれば増えるほど、事前に種類株式間相互の利害調整をアレンジすることが困難になり、事後的に種類株式間での利害調整を行う必要性が高まる可能性がある。この点については、例えば、黒沼悦郎「公開会社における種類株式・新株予約権の効用と問題点」民商法雑誌126巻4・5号447-48頁、451-52頁（2002年）を参照。

さらに、新株予約権（商法280条ノ19）の創設によって、裁判所による事後的な判断が重要になるかもしれない。裁判所による事後的な法創造の役割が重要になるかもしれない。

新株予約権が創設されたことによって、アメリカのポイズンピルと同様な効果をもつ敵対的テイクオーバーに対する防衛手段を採用できる可能性が生まれた。黒沼・前掲459-60頁。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]」旬刊商事法務1653号4-5頁（2003年）。我が国でも、近い将来に敵対的テイクオーバーが珍しくなくなり、会社で日本版ポイズンピルが多くの会社で採用されるようになるかもしれない。RONALD J. GILSON, THE POISON PILL IN JAPAN: THE MISSING INFRASTRUCTURE 1-3 (Columbia University Law School, Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 244, 2004), available at <http://ssrn.com/abstract=509522>. しかし、このような防衛手段がどのような場合に認められ、どのような場合に認められないかは判然としない。黒沼・前掲461頁。立法的な手当てがなされず、新株予約権についての規定が現在のままであるとすると、1980年代にデラウェア裁判所が行ったように、我が国の裁判所も、具体的な事件の発生を待って、日本版ポイズンピルに関する法を事後的に創造する必要があると思われる。

取締役がポイズンピルなどの防衛手段を採用する理由は三つ考えられる。第一に、取締役の自己保身である。取締役は、株主の利益を考えると敵対的なオファーを受け入れた方が望ましい場合であっても、自己保身のために現状を維持しようとするかもしれない。第二に、株主の交渉代理人としての交渉力のアップである。取締役は、株主自身が敵対的ビッドと交渉する代わりに、株主の代理人として行動するかもしれない。この場合は、よりよいオファーの条件を当初のビッドから引き出したり、別の競合するビッドを勧誘するために、防衛手段を用いるかもしれない。第三に、買収のタイミングの選択である。取締役は会社が買収されるタイミングに影響を与えるために防衛手段を用いるかもしれない。取締役はその時点で会社が買収されるのは株主の利益にならないと信じているが、株主は取締役の主張を信じず、誤った判断をしてしまうかもしれない。株主の誤った判断により会社が買収されてしまうのを防ごうとして、取締役は防衛手段を用いるかもしれない。Gilson, *id.* at 8-9.

これらの三つの場面を識別できれば理想的である。第一の場合は防衛手段を許容せず、第二の場合は許容する。第三の場合、取締役が買収のタイミングが悪いと主張して防衛手段をとっているのは、取締役は本当に株主の利益のためなのか、それとも取締役の自己利益を守るためなのかを区別し、前者の場合は防衛手段を許容し、後者の場合は許容しない。これらを識別するような法を提供することは可能だろうか（もちろん、このような識別を行わずに、防衛手段は一律禁止とするようなルールを選択もありうる。この場合は、法的な明確性は高いが、望ましくない敵対的テイクオーバーが実行される危険性が高まる）。

事後的な制約にはメリットがある。事後的に制約を行う場合は、事前に制約の内容を細かく定めておく必要がない。何か問題が起こるまでは判断しなくてかまわないので、事前に判断しておく費用がかからない。問題が発生した後に判断すればよいので、事案の特殊性に応じた柔軟な解決ができる。事後的に問題が発生した場合には、裁判所に救済を求めることができ、実際に事後的な救済を獲得できるかもしれない。事後的な救済が得られるなら、将来の不確実な問題に対する保障がある程度保証されていることになる。将来の保障があれば、当事者の活動を促進するかもしれない。

しかし、事後的な規制は望ましい面ばかりではない。事後的に濫用を抑制するための執行の費用がかかるだけではない。事後的な制約を受けるということは、事前に会社の関係者が行為を行う時点で、その行為が将来どのような法的評価を受けるか不明確であるということの意味している。会社関係者がある取決めを結ぼうとした時点で、その取決めの法的な帰結が明確でなければ、当事者はその取決めを信頼してその関係に特化した投資を行うことができないかもしれない。もしそうであれば、事後的な規制は事前のインセンティブを低下させる危険がある。

このように、事前の規制にも事後的な制約にもそれぞれメリットとデメリットがある。これまで事前の画一的な規制で制約されていたもののなかには、有用なものもあるかもしれない。規制が画一的だったために、本来望ましいものまで禁止されていたかもしれない。会社法の自由化する目的の一つには、これまでの画一的な規制で実現できなかった望ましい行為を、事前の規制を緩和することによって実現可能にすることがあると考えられる。もしそうであるなら、事後的な制約のマイナス面は、会社法の自由化を推進する上で必要なコストであるはずである。

これまでの会社法の自由化の議論で主になされたのは、事前の規制の範囲につ

防衛手段を有効に識別する法を事前に提供することは非常に困難である。事前には、上で述べたような抽象的なガイドラインを幾分詳細にしたものしか提示できないと思われる。そのため、立法府は限定的な役割しか果たすことができないだろう。上述の識別をするためには、詳細な事実関係に照らして取締役の行動を評価することが不可欠である。そのため、防衛手段の使用が認められるかどうかを法が決定するとすれば、その大部分を事後的な裁判所の判断に委ねる必要がある。詳しくは、後の III.3を参照。

いての議論だったといえる。会社法が強行法規であるべき範囲はどこまでか、会社法の領域のどの部分は任意法規化してもかまわないかという、会社に事前に制約を加えるべき範囲と事前に自由を与えるべき範囲が主に議論されてきたといえる⁹⁾。その議論では、会社に対する制約は事前に行われることが前提とされていたように思う。しかし、会社に対する制約は事前にすべて行わなければならないというわけではない。事前には一般的な原則を示しておき、問題が発生した場合にその一般原則に基づき当否を判断するというように、事後的な制約を用いることも可能である。このように、事前の規制の代替として、または事前規制に対する補完として事後的な規制を用いるというような、事後的な視点は従来の議論ではあまり強調されていなかったように思う。会社に対する時点の異なる制約がありえるということを明確に認識した上で、会社法の強行法規性と任意法規性の議

- 9) 会社法のある規定が強行法規か任意法規か、という問題の立て方は、事前の制約や自由の範囲の確定を主な目的とする問題設定である。例えば、神作裕之「コーポレート・ガバナンスと会社法の強行法規性」ジュリスト1050号130頁(1994年)。宍戸善一・増田謙一・武井一浩・棚橋元「定款自治の範囲に関する一考察」旬刊商事法務1675号54頁(2003年)も、「立法論として、定款自治の範囲の明確化を求めるとともに、定款自治の範囲のさらなる拡大を要望する」とあり、事前の自由の範囲確定を企図している。森本教授や落合教授の議論も事前の自由や制約の範囲についての議論といえる。森本教授は、法的に経営管理機構が自由化されることが望ましいとする。森本滋「公開会社の経営機構改革と執行役員・監査役(二)」法学論叢145巻5号33-34頁(1999年)。落合教授は、情報の非対称性等情况がある場合と公正性に関わる問題の場合にだけ、例外的に強行的規制が必要となるとする。落合誠一「会社法大改正のあり方」企業会計54巻2号26-27頁(2002年)。

黒沼教授は事後的規制の役割を重視している。しかし、黒沼教授のこれまでの議論では、事後的制約それ自体のコスト・ベネフィットや望ましい事後的制約のあり方についての言及はなされていない。事後的規制をどのように行うべきかという点よりも、事前の一般予防規定を廃止して事後的規制に委ねるべき領域とそうすべきでない領域は何か、という事前の強行的な制約範囲の確定に重点があるといえる。黒沼教授は、強行法規とすべきルールとして、ディスクロージャーのルール、定款変更のルール、明白に悪いルール、取締役の責任のルールという四つのカテゴリーを提示している。黒沼悦郎「会社法ルールの任意法規化と競争」旬刊商事法務1637号39、44-45頁(2002年)。その一方で、黒沼教授は、会社統治の権限分配に関する規定と株主の財産的権利に関する規定は定款自治になじみやすいとしている。黒沼悦郎「会社法の強行法規性」法学教室194号13頁(1996年)。

アメリカでの従来の議論でも、強行法規の正当化根拠とともに、強行法規であるべき領域はどこか、という事前の観点を中心にした議論が多かったように思う。アメリカの議論については、後のIII.1を参照。但し、Coffee教授は裁判所による事後的な審査に重点を置いた議論を行っている。John C. Coffee, Jr., *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role*, 89 COLUM. L. REV. 1618 (1989)。

論を行っているものは多くない。

もちろん、会社法のなかで自由化すべきでない部分はなにか、という主に事前の観点からの議論も重要である。会社に対する制約のすべてを事後的な制約に委ねることはできないからである。会社に対する望ましい制約は、事前の制約と事後の制約のバランスの上になりたっているはずである。しかし、事前の制約の範囲という問題は既に議論されているものの、事後的な観点を重視して会社に対する制約を論じたものはあまりないように思う。さらに、会社法の自由化がさらに進めば事後規制の役割が大きくなると考えられるので、事後的な制約のあり方が重要になってくるはずである。デラウェア州の歴史が示すように、事前の自由は事後的な制約を必要としていると思われるので、会社法の自由化を進めていくには、事後的な制約のあり方も検討しておく必要があると思われる。そのために本稿では、会社に対する制約のなかでも、特に事後的な制約を中心に論じることとする。

事後的な制約のマイナス面を最小化して、事前の自由と事後的な制約のバランスを上手くとる方法はあるのだろうか。この問題を考えるには、アメリカ会社法、特にデラウェア会社法が参考になるとと思われる。デラウェア会社法は1世紀以上にわたって自由な会社法を用いている。デラウェア会社法では事前の画一的な制約は少なく、会社に関する取決めを原則として自由に定めることができるように当事者に大きな裁量を与えている。会社に対する実体的な制約は、主に、裁判所が信認義務を適用することによって事後的に行われている。このようなアプローチは授権法アプローチ (enabling approach) と呼ばれている。会社関係者に対して事後的な制約を課すメリットとデメリットをデラウェア州の会社法はどのように調和させているかを見ることで、会社法の自由化と事後的な制約についての示唆を得ることができるとと思われる。

以下では次のように論じていく。本稿の検討の対象となっているのはデラウェア会社法を中心としたアメリカ会社法である。そのために、IIでは現代のアメリカ会社法の一般的な特徴、すなわち授権的な (enabling) 制定法に基づいた授権法アプローチとそれを事後的に補完する信認義務についてごく簡単に述べておく。IIIでは、会社に対する法的制約について述べる。デラウェア会社法の場合、会社に対する実体的な重要な制約は、主に、裁判所が信認義務を用いることによって事後的になされている。裁判所が事後的に介入することを正当化する根拠はあるのか、あるとすればそれは何かを述べる。裁判所が事後的な制約を加えることが正当化されるとしても、事後的な制約に重点を置くよりも、事前の制約を活用した方が望ましいかもしれない。事前の制約と事後的な制約のメリットとデメ

リットを検討し、それぞれの制約が望ましい場面を述べることにする。IVでは、デラウエア裁判所は、会社に対して実際にどのような事後的な制約を行っているかを見る。事後的な制約にはメリットとデメリットがあるので、そのバランスをデラウエア裁判所がどのようにとっているかを述べる。Vでは、結論を述べる。

最後に、会社法の自由化と関連があるが本稿で取り扱わない点について述べておく。会社法の自由化は、会社法以外のメカニズムや制度のバックアップがないと弊害しか生まないかもしれない。例えば、アメリカの自由な会社法の基礎にある授權法アプローチは、アメリカ会社法の背景的な制度と不可分一体であるかもしれない。連邦証券取引諸法、証券取引所の上場規則、SEC等の行政機関、会社支配権市場、大規模機関投資家、効率的な資本市場、製品市場、経営者の市場、経営者の報酬体系、会計制度、会社についての報道、裁判所の介入と法執行制度など、会社法を取り巻く、法的、私的、公的、市場的な様々なレベルの背景的な制度が相俟って、初めて授權法アプローチが適切に機能するのかもしれない¹⁰⁾。全ての制度が必要不可欠ではないかもしれないが、これらのうちの多くのものが欠けていたり、十分に機能していない場合は、任意法規を主体とした「自由な」会社法制は弊害だけしか産み出さないかもしれない。

実際に、アメリカの会社法はこれらの背景的な制度から多くの助けを得ている。大規模公開会社の場合、法的な制度に限っても、連邦証券取引法は会社の実体的な問題について、重要なコーポレート・ガバナンスに関するルールを提供している。例えば、連邦証券取引法は、委任状勧誘、株主の提案権、テイクオーバーなどを規定している¹¹⁾。連邦証券取引法に基づく証券民事訴訟は、現在のアメリカのコーポレート・ガバナンスの大きな柱となっている¹²⁾。The Sarbanes-Oxley Act of 2002 と証券取引所の上場規則の改正によって、大規模公開会社のガバナ

10) 例えば、Bernard S. Black & Renier Kraakman, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, 109 HARV. L. REV. 1911, 1920-21 (1996) を参照。

11) これらの規定の詳しい内容については、WILLIAM T. ALLEN & REINIER KRAAKMAN, COMMENTARIES AND CASES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION 210-27, 413-15 (Aspen Publishers Inc., 2003) [hereinafter ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES] を参照。

12) 例えば、Robert B. Thompson & Hillary A. Sale, *Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections upon Federalism*, 56 VAND. L. REV. 859 (2003) を参照。

ンス構造に様々な要件が課されることになった¹³⁾。そのために、州会社法は会社の当事者に会社の法的構造の決定についてかなり大きな自由を与えているが、大規模公開会社の場合には、このような州会社法外の規制を累積すると、その自由度は大きくない。

従って、我が国の会社法の自由化を考える際にアメリカの会社法制から示唆を受けようとするなら、アメリカの州会社制定法の規定それだけではなく、アメリカ会社法の背景的な制度についても十分な注意が必要であると思われる。アメリカでそれらの背景的な制度がどのような役割を、どれだけ効果的に果たしているか、我が国にもアメリカの制度の機能代替物が存在しているかどうか、存在しているならどれだけ効果的に機能しているかについて十分に検討する必要があると思われる。会社法の自由化によって、経営者の抑制や株主保護の多くを会社法外の市場メカニズムなどに委ねるとするなら、これらの会社法の背景的な制度がどれだけ効果的に経営者の抑制や株主保護の機能を果たしているかについての実証的な研究が不可欠であるはずである。

このような背景的な制度の助けが十分でなければ、会社法の自由化は弊害だけしか生まないかもしれない。アメリカ会社法の歴史を振り返ってみても、会社法外の制度のうち、少なくとも法的な制度は、19世紀末に自由化された会社法の弊害に対処するために発展してきたといえる。自由な会社法の被害者が生じて初めてそれを克服しなければならないという株主保護・投資家保護のニーズが発生した。現在のアメリカの会社法外の背景的な法的制度は、授権法アプローチが発生した後に、その弊害を除去するために発生したといえる¹⁴⁾。株主や投資家の被害の歴史が、現在のアメリカ会社法の制度を形成してきたといえる。

13) この点については様々な文献がある。例えば、Robert B. Thompson, *Collaborative Corporate Governance: Listing Standards, State Law, and Federal Regulation*, 38 WAKE FOREST L. REV. 961 (2003); William B. Chandler III & Leo E. Strine, Jr., *The New Federalism of the American Corporate Governance System: Preliminary Reflections of Two Residents of One Small State*, 152 U. PA. L. REV. 953, 963-73 (2003) を参照。

14) 例えば、John C. Coffee, Jr., *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*, 111 YALE L. J. 1, 65-66 (2001) を参照。

幸運なことに、我が国の会社法の自由化を考える場合には、自由化がもたらす帰結がどのようなものになるか、アメリカの前例を参考にすることができる。会社法の事前の規制を自由化することは、会社法とその他の法的な制約を課さないということを意味し、投資家保護や経営者の抑制は市場に委ねるということを意味するのか。それとも会社法の前記の規制は緩和するが、代わりに何らかの法的な制約を課すということになるのか。例えば、会社法の前記の規制を緩和する代わりに、アメリカと同程度に証券民事訴訟と集団訴訟を整備することによって、代替的な制約を課すことも考えられる。

このように、会社法の自由化の問題を考えるには、レベルの異なる様々な問題を考える必要がある。しかし、本稿ではこれらの会社法外の問題については論じない。これらの会社法外の規制や制度が重要でないからではなく、非常に重要なため限られた時間と紙面では十分に論じることができないからである。本稿では会社法、それも伝統的にアメリカの州会社法の問題とされてきた範囲に限定して論じることとする。さらに、本稿では日本法への具体的な適用も試みていない。本稿の目的は、日本法について考えるための準備にあるからである。事後的な制約のデメリットを最小化して、自由な会社法がもたらす恩恵を最大にしうる方法を探求するための第一歩として、デラウエア州での事後的制約の具体例とそこから読みとることのできるポリシーを明らかにすることに本稿の目的を絞っている¹⁵⁾。

II 会社契約の自由と信認義務による補完

本稿では、アメリカ会社法、特にデラウエア会社法が検討の対象となっている。そのために、まずアメリカ会社法とデラウエア会社法の一般的な特徴について簡単に述べておくことにする。

1 会社契約

アメリカの州会社制定法の支配的な概念は授権法思想 (enabling philosophy)

15) 何らかの規範的な主張を行うことは目的としていない。それは将来の課題である。

である。授權法思想とは、会社に利害関係をもつ当事者は、会社の支配、利潤、危険を当事者間でどのように分配するかについて選択の自由を有するべきであるという考えである¹⁶⁾。アメリカの州会社制定法はこの思想を具現化し¹⁷⁾、当事者に会社の管理運営機構の設計や会社の発行する証券の内容の決定に大きな自由を与えている。会社の管理運営機構や資本構造は、会社に参加する当事者が定款を作成することによって、原則として自由に決定できると考えられている¹⁸⁾。会社の組織構造や資本構造は当事者の合意によって決定されるべきことと考えられているので、会社は契約的に捉えるのが便宜である。会社を契約的な存在として捉えると、会社に対する制約は会社契約に対する制約を意味すると考えることができる。そのために、本稿では会社に対する法的な制約と会社契約に対する法的な制約を特に区別しないで考えることにする。

本稿では、会社契約とは、約束と約因を必要とするような契約法上の契約だけでなく、会社に関係する当事者が任意に行う何らかの合意 (agreement) や取決め (arrangement) を広く意味することにする。個別の合意がなくても、事前に与えられた権限に基づいてなされた取決めも含めることにする。従って、会社の定款 (設立証書) や附属定款も会社契約に含まれる。定款の中のそれぞれの条項も会社契約の産物であるし、取締役会が附属定款を変更して新たに導入した規定も会社契約の一つになる。取締役会がその権限に基づき一方的に採用する株主権利計画 (いわゆるポイズンピル) も会社契約である。このように会社と株主の関

16) Elvin R. Latty, *Why Are Business Corporation Laws Largely "Enabling"?*, 50 CORNELL L. QUART. 599, 601 (1965). 授權法思想の特徴と意義については、Wilber G. Katz, *The Philosophy of Midcentury Corporation Statute*, 23 L. AND CONTEMP. PROB. 177, 177-79 (1958) を参照。

17) ROBERTA ROMANO, *THE GENIUS OF AMERICAN CORPORATE LAW 1* (The AEI Press, 1993) (「立法のアプローチは、主に、授權的 (enabling) である。会社法典はコーポレート・ガバナンスに関する標準的な契約規定を提供している。これらの規定は会社の定款のデフォルト規定として機能し、それぞれの企業はそのニーズに正確に適合させることができる」)。

18) ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES, at 88-89. 「設立証書は会社の目的と権能を述べ、会社の特別な側面を全て定義する。企業の法的構造の設計者に大きな柔軟性が与えられている」。Id. at 89. 「設立証書 (すなわち定款) には法に反しないあらゆる規定を含めることができる。現代のアメリカの会社制定法では、…契約自由が圧倒的な概念である」。Id. at 89.

係にかかわる会社の内部的なものも会社契約であるし、会社の外部との関係のなかにも会社契約はある。例えば、ある会社が別の会社と合併契約を結ぶことも会社契約であるし、合併契約の中の no-talk 条項や fiduciary out 条項、解約料 (termination fee)、大株主との議決権合意 (voting agreement) のような取引保護規定¹⁹⁾も会社契約の産物である。本稿では、会社契約という言葉は厳密な議論をするための厳格な定義というよりは、以上に例示したような会社関係者が関与している何らかの行為の所産を包括的に指すための便宜的な言葉として用いている。

アメリカ会社法の場合は、会社契約をこのように広く定義するのは特に奇異ではない。アメリカ会社法の場合、会社の定款や附属定款は会社と株主の間の契約と考えられている²⁰⁾。会社の発行する株式の内容も会社と株主の間の契約によって定まると考えられている²¹⁾。従って、アメリカ会社法の場合は、定款や附属定款のなかの個別の規定や、株式の権利内容も会社契約の一つであると考えるのはそれほど特異ではないように思う。

19) 後の IV.2 を参照。

20) 例えば、*Morris v. American Pub. Util. Co.*, 14 Del. Ch. 136, 144, 122 A. 696, 700 (1923) (「会社定款は契約であるということはかなり以前から確立している。…会社定款は二重の契約、すなわち州、会社、株主の間の契約であり、会社と株主の間の契約である。会社定款という契約には第三の側面があるということは明らかであると思われる…。[会社定款の第三の側面は] 株主相互間の…契約上の関係である」); *Lawson v. HFC*, 17 Del. Ch. 343, 352, 152 A. 723, 727 (1930) (「会社の定款は会社と州の間の、会社とその株主の間の契約である」); *Holland v. National Automotive Fibres, Inc.*, 22 Del. Ch. 386, 391, 2 A.2d 124, 127 (1938) (「会社の定款は1つの側面においては、株主間の契約であるとされることが多い」); *Aldridge v. Franco Wyo. Oil Co.*, 24 Del. Ch. 126, 135, 7 A.2d 753, 759 (1939), *aff'd*, 24 Del. Ch. 349, 14 A.2d 380 (1940). (「会社の定款は会社と州の間の契約である。会社の定款は株主の権利も規制し定義するので、ある点においては、個々の株主間の契約である」); *Voegel v. American Sumatra Tobacco Corp.*, 241 F. Supp. 369, 373 (Del. 1965) (「デラウェア州の会社の定款は、…会社と株主の間の、株主相互間の契約を構成する」)。

21) *Gaskill v. Gladys Belle Oil Co.*, 16 Del. Ch. 289, 293, 146 A. 337, 339 (1929) (「株主の権利は契約上の権利である」); *Ellingwood v. Wolf's Head Oil Ref. Co.*, 27 Del. Ch. 356, 362, 38 A.2d 743, 747 (1944) (「株主の権利は契約の権利であり、その権利がどのようなものであるかを明らかにするために設立証書を見る必要がある」); *Aldridge v. Franco Wyo. Oil Co.*, 24 Del. Ch. 126, 139, 7 A.2d 753, 760 (1939), *aff'd*, 24 Del. Ch. 349, 14 A.2d 380 (1940) (「会社定款の契約的な性質のために、株式の特別の権利と属性は、当初作成された証券 (instrument) または…その後変更された証券によってのみ、…与えられ定義されることができる」)。

2 会社契約のタイム・フレーム：事前と事後

会社に関係する当事者がこのような会社契約を結ぶ場合を考えてみる。当事者は、会社契約を結ぶ時点で（すなわち事前に²²⁾）既に存在している法を参照して、会社契約を結ぼうとするはずである。会社契約締結時に存在している法準則は、大きく二つに分けることができる²³⁾。当事者の会社契約の締結を促進するものと、会社契約に制約を加えるものである。アメリカの場合、当事者が会社契約を結ぶ時点で与えられている法準則は、会社法のレベルでは、州会社制定法の規定（個々の規定についての裁判所の解釈も含む）、過去の判例の集積から抽出された法準則がある。会社法以外にも、連邦証券取引法の規定や証券取引所の上場規則も当事者の会社契約に影響を与えるが、それらは本稿の対象外である。

会社契約の締結の便宜を図り、会社契約締結を促進するものは、初期設定ルール（デフォルト・ルール、default rule）や、当事者に何らかの権限を授権するルール（enabling rule）である。例えば、定款で異なる定めを行わない限りは、1株式は1議決権をもつ（DGCL § 212(a)）²⁴⁾、定款で異なる定めをしない限り取締役会が会社の経営を行う（DGCL § 141(a)）、などの制定法の規定がある。このようなルールが提供されていることによって、当事者が改めて取決めを結ぶ必要をなくし、会社契約締結にかかる取引費用を節約することができる。このようなルールの多くは、多くの当事者が望むであろう標準的な規定であると考えられる（いわゆる majoritarian default である）。そのため、通常は予め与えられた初期設定ルールを当事者が交渉して変更することは予定されておらず、当事者によって

22) 本稿では、事前とは、会社関係者が意思決定をなし行為を行うまでを指すことにする。事後とは、会社関係者が行為をなした後を指すことにする。会社契約のタイム・フレームについて詳しくは、後の III.3を参照。

23) 会社法の規定の分類、それぞれの性質、存在意義については、野田博「会社法規定の類型化における『enabling 規定』の位置とその役割・問題点（上）（下）」一橋論叢122巻1号1頁（1999年）・同123巻1号190頁（2000年）も参照。

24) DEL. CODE ANN. tit. 8 § 212(a). この制定法（Delaware Code Annotated の Title 8. Corporations の Chapter 1. General Corporation Law のこと）を以下では Delaware General Corporation Law と略称し、DGCL と略記する。DGCL の条文は、DGCL § [条文番号] と引用する。

そのまま採用されることが意図されている²⁵⁾。アメリカの州会社制定法の規定の多くはこれに分類できる。

会社契約を制約するものは大きく二つに分けることができる。当事者の会社契約を事前に明確に制約するものと曖昧に制約するものである。例えば、株式を償還する場合は議決権を有する株式が少なくとも1クラスは残っていなければならない (DGCL § 151(b))、取締役会は1人以上の自然人で構成されなければならない (DGCL § 141(b))、などのように会社契約の内容を明確に直接的に制約するルールがある。アメリカの州会社制定法の場合、このような直接的な明確な制約は手続的なものが多く、実体的なものはあまり多くない²⁶⁾。州会社制定法は基本的に、初期設定ルール (default rule) と授權ルール (enabling rule) を提供することによって、当事者に会社契約についての大きな自由を認めている²⁷⁾。

しかし、州会社制定法が自由を認めているからといって、会社契約に対する会

25) 初期設定ルールのなかには、多数派が望むであろうルールを提供しているのではないと思われるものもある。取引費用を削減する以外の目的を持った初期設定ルールがあるかもしれない。Ayres 教授は、デフォルト・ルール (初期設定ルール) の中には、当事者に不利なルールを規定することによって当事者の交渉を促し、交渉の過程で一方当事者の私的な情報が開示されることを意図したルールがあるとす。いわゆる懲罰的デフォルト (penalty default) である。Ian Ayres & Robert Gertner, *Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules*, 99 YALE L. J. 87, 91 (1989)。Ayres 教授は、会社法上の懲罰的デフォルトの例として、過小資本 (undercapitalization)、衡平法上の劣後 (equitable subordination)、非任意的解散の制限 (restricting involuntary dissolution) を挙げている。Ian Ayres, *Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel*, 59 U. CHI. L. REV. 1391, 1397-99 (1992)。本稿の目的は、会社契約の制約をどのように行うべきかにあるので、デフォルト・ルールの分類や役割については特に論じない。会社法におけるデフォルト・ルールの役割と設計については、例えば、Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *Optimal Defaults for Corporate Law Evolution*, 96 Nw. U.L. REV. 489 (2002) を参照。

26) そのかわり、連邦証券取引諸法には明確な強行的な規定が多い。しかし、そのような直接的な制約も開示や上場までに従わなければならない「ルール」を定めたもので、事前の制約といえる。証券取引所法の場合も、曖昧な制約はある。「証券」の意義や「重要性 (materiality)」などは法的意味内容が事後的に与えられる「スタンダード」である。「ルール」と「スタンダード」については、III.3を参照。

27) この点については、例えば、玉井利幸「アメリカにおける会社契約自由の原則—ファイナンス的な観点から—」一橋論叢131巻1号31頁 (2004年) を参照。

社法上の制約がないというわけではない²⁸⁾。会社契約は、事前には、信認義務によって曖昧な形で抽象的に制約されている。例えば、会社の受託者が自己取引を行う場合はその取引は「本質的に公正 (intrinsically fair)」でなければならない²⁹⁾、支配株主が利害対立のある合併を行う場合は、その取引は「完全に公正 (entirely fair)」でなければならない³⁰⁾。会社契約に対する重要な実体的な制約は、裁判所がこのような信認義務を具体化した審査基準を適用することによって事後的になされることが予定されている。事後的な制約については、III.3で詳しく述べることにする。

3 会社契約の自由と信認義務

アメリカの州会社法を単純化すると、当事者が会社契約を締結する事前の段階では、主に会社制定法が初期設定ルール (default rule) と授権ルール (enabling rule) を提供することによって当事者に大きな自由を与える一方で、会社契約に対する制約は信認義務によって裁判所が事後的に行うという形になっている³¹⁾。デラウェア裁判所の判事たちは以下のように述べている。

デラウェア会社法は「他のアメリカの州の会社法と同様に、政策策定 (policy making) の権限の大部分を裁判所に委ねるという構造をもっている。デラウエ

28) 制定法上許容されていることが、常に認められるわけではない。受託者は、受益者を不公正に扱う意図をもって、受託者に与えられている法的権能を行使してはならないという衡平法 (equity) による制約を受ける。例えば、*Schnell v. Christ-Craft Industries, Inc.*, 285 A.2d 437 (Del. 1971) では、取締役は委任状競争を妨害するために附属定款を変更して株主総会の期日を遅らせた。これは制定法上は許容されている行為である。しかし、本件の総会期日の延期は「不公正な目的 (inequitable purposes)」に基づいてなされており、「単に法的に可能であるという理由だけで、不公正な行為 (inequitable action) が許容されることはない」とされた。*Id.* at 439. このような信認義務の衡平法的な性質は、現代のアメリカ会社法の基本的な原則である。取締役と役員は会社に関する法的権限を有しているということに疑いはないが、裁判所は株主の利益を保護するために、事後的に、取締役と役員らの行為を規制する場合がある。この点については、*Adolf A. Berle, Corporate Powers as Powers in Trust*, 44 HARV. L. REV. 1049, 1049 (1931), ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES, at 560 を参照。

29) *Sinclair Oil Corp. v. Levin*, 280 A.2d 717 (Del. 1971).

30) *Weinberger v. UOP Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

31) このような裁判所による会社契約に対する事後的な制約については、III.3を参照。

アの制定法であるデラウエア一般会社法 (Delaware General Corporation Law, DGCL) は、遍く授権的 (enabling) である。従って、会社は事実上あらゆる合法的な行為に従事することが許されている。一般的に制約を課しているのは、制定法がある行為をなすために特定の方法で行わなければならないと定める要件だけである。「制定法それだけだと、会社の取締役には莫大な行為の裁量を与えている、ということも大部分は真実である。…デラウエアの授権的な (enabling) 制定法は、取締役の行為に対する追加的な制約として信認義務というコモナーを用いる会社法のシステムの中で、使用されることが前提となっている。このような信認義務の制約があるために、株主は DGCL の授権法アプローチ (enabling approach) の柔軟性から安全に利益を受けることができる。何故なら、コモナーは、取締役が株主を犠牲にして、授権法アプローチの柔軟性を自己利益を追求するために濫用する能力を制限しているからである」³²⁾。

4 授権法アプローチの発生

アメリカ会社法の構造が、このような事前の自由と事後的な制約という形に

32) Leo E. Strine, Jr., *The Inescapably Empirical Foundation of the Common Law of Corporations*, 27 DEL. J. CORP. L. 499, 501 (2002).

この点はデラウエア裁判所の判事によって繰り返述べられている。「…実体的な会社法は二つの主要な機能を持っている。第一は、会社形態 (corporate form) の構造的な要素を確立し執行することと、会社形態を統治する一定のデフォルト・ルールを提供することである。…。20世紀を通じて、制定法の強行的な側面は次第に減少してきた。制定法はますますエレガントで柔軟になり、強行的モデルまたは指令的な (prescriptive) モデルから純粋な契約モデルまたは授権法 (enabling) モデルへとますます近づいていった。結果として、会社法の授権法モデルの発展に対置される要素として出現したものは、会社法の第二の重要な機能である。すなわち、信認原則 (fiduciary principles) によって判断される、会社の役員、取締役の行為の事後的な司法審査である。信認による審査は、受認者の行為を司法的な監督に服せしめるという何世紀にもわたるエクイティ (equity) の歴史を会社法に持ち込んだ。…。会社の役員、取締役、支配株主の信認義務は、変幻自在な概念であって、現在の会社法において新しく興味深いものの多くを産み出した。」William T. Allen, Jack B. Jacobs, & Leo E. Strine, Jr., *Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, 56 BUS. LAW. 1287, 1289 (2001).

「デラウエア州は授権法アプローチ (enabling approach) を取っており、そのアプローチは、信認義務に従って行動する会社の取締役会が、相対的に柔軟な制定

なったのは、歴史的な偶然によるところが大きい³³⁾。アメリカの州会社法では、1890年代までは、会社は法や定款で明示的に定められていない権能は行使することができないという強行的・禁止的なアプローチがとられていた。会社に法人格や有限責任などの特権を与える代わりに、債権者や一般公衆を守るために会社に拘束を加えるというのが州立法府の基本的なポリシーであった。州は会社から一般公衆を保護する義務があると考えられていた³⁴⁾。

このような保守的な強行的な会社制定法の政策は、1890年代にニュー・ジャージー州が行った一連の会社立法によって完全に転換した。南北戦争によって財政の疲弊したニュー・ジャージー州は、自州に会社の設立を誘致することによって

法の制約に従うことを条件として、事実上あらゆる合法的な活動に会社が従事することができるように幅広く授權している。DGCLに存在する…制定法上の制約は、…、取引の重要性または取引の性質が、濫用を防止し、投資家の合法的な期待を実現するために、会社の選挙人からの指示を必要としていると思われる場合に、株主を保護するために設計されている。従って、我々の法は、定款変更、会社の授權資本の増加、一定の合併、実質的にすべての会社の資産の譲渡などのような、重要な項目についての株主の承認を要求している。これらの制定法上の保障規定を執行するのは、信認義務というコモンローである。…。デラウエア裁判所は「受認者の非忠実的な行動を抑制し矯正するという」目的のために様々な道具を用いてきた。例えば、利害対立取引の審査基準の完全な公正、M & A の場合に取締役の行為に適用される Revlon 事件と Unocal 事件の高度な基準などである」。
Chandler & Strine, *supra* note 13, at 976-77.

「授權法モデル (enabling model) は、…、制定法上の基本的な少数の指針と私的秩序 (private ordering) への寛容を基礎としている。自己ガバナンス (self-governance) を一番信頼するのは、事件に特有の事実的信認義務を適用する司法の判断が中心にあるからである」。「取締役の義務は授權法によって大まかに概略が定められている。取締役の信認義務の側面が判例法によって肉付けされている」。
E. Norman Veasey, *Law and Fact in Judicial Review of Corporate Transactions*, 10 U. MIAMI BUS. L. REV. 1, 3 (2002). さらに、E. Norman Veasey, *An Economic Rationale for Judicial Decisionmaking in Corporate Law*, 53 BUS. LAW. 681, 686 (1998) も参照。

- 33) この点については、例えば、玉井利幸「アメリカ会社法における授權法思想の発生—デラウエア会社法を中心に—」(一橋論叢131巻7号(2004年)掲載予定)を参照。
- 34) E. Merrick Dodd, Jr., *Statutory Developments in Business Corporation Law 1886-1936*, 50 HARV. L. REV. 27, 32 (1936).

税収を増加させようとした³⁵⁾。ニュー・ジャージー州は会社設立を誘致するために、企業と経営者のニーズ³⁶⁾に応えるべく自由な会社制定法を制定した。ニュー・ジャージー州は企業の誘致に大きな成功を収めたため、他州もニュー・ジャージー州の立法に追随し、州の会社設立誘致競争が発生した。

その結果、州の会社立法に関する政策は変わった。州は会社から一般公衆を保護する義務があるという考えは放棄された。州は、詐欺が行われたのでない場合は、一般の事業会社は個人が行うことのできるすべてのことを行うことが認められるべきであるという理論に基づいて会社の立法を行うべきであり、州は債権者や株主に対して会社の弁済能力を保証する義務を負っていないとされた³⁷⁾。州の会社に関する立法政策は、強行的で禁止的なアプローチから許容的な授權法のアプローチ (enabling approach) へと転換したのである。

このような自由の拡大は弊害も生んだ。会社の権能を行使し、会社の行為を産み出すのは取締役会である。取締役会に対する法的な制約を課すことで弊害に対処する必要があった。しかし、かつてのように、州の立法府は債権者や株主に対して保護を与える義務を負っているという考えはなくなってしまっていた。立法府の代わりにこの役目を担ったのが裁判所である。THE DELAWARE CORPORATIONの著者、Larcom氏は以下のように述べている。

「会社の効率性という利益のために、デラウェア州の制定法の様々な改正は、以前は株主による承認を要求していた権能の行使を取締役に集中させる傾向がある。制定法がこのような権能を行使する機関を選択できるようにしている場合は、特に大規模会社の場合には、このような権能は取締役に委譲される傾向がある。法制定者は、授權された権能が不適切に用いられることに対する抑制を裁判

35) Christopher Grandy, *New Jersey Corporate Chartermongering, 1875-1929*, 49 J. ECON. HIS. 677, 678-81 (1989).

36) 一番の目的は、違法とされたトラストに代わる、大規模企業結合を合法化する手段を提供することにあった。RUSSELL C. LARCOM, *THE DELAWARE CORPORATION* 49 (The Johns Hopkins Press, 1937).

37) Dodd, *supra* note 34, at 37.

所に依存している」³⁸⁾。「多くの場合において、…裁判所によって課される基準は、信託 (fiduciary) の基準と類似して」³⁹⁾おり、「裁判所は、会社の権能を行使する者に対して受託者 (fiduciary) として要求される基準を課し」⁴⁰⁾た。

事前の強行的な規制の緩和は、裁判所による事後的な信託義務の適用で補完されることになったのである⁴¹⁾。

Ⅲ 会社契約に対する制約

Ⅱ でみたように、現実には会社契約は法によって制約されている。しかし、現実に法の制約を受けているからといって、必ずしも制約されるべきであるということにはならない⁴²⁾。現在行われている法による会社契約の制約は当事者の自由を不当に拘束し、望ましい会社契約が締結されるのを阻害している可能性もある。私的秩序によって会社内部者の濫用的な行為は十分抑制されうるので、法が会社契約を制約する必要はなく、法の制約は不要なコストを増加させているだけかもしれない。

会社法が会社関係者の自由を制約すべきかどうかという問題は、アメリカでは1980年代後半に盛んに議論された。その議論では、会社法の性質はどうあるべきか、すなわち会社法は強行的 (mandatory) であるべきかそれとも授権的 (enabling) であるべきか、強行的なルールの存在を正当化する根拠はあるか、強行的であるべき領域は存在するか、という問題が論じられた⁴³⁾。以下では当時の議

38) LARCOM, *supra* note 36, at 154.

39) *Id.* at 154.

40) *Id.* at 146.

41) 既得権の原則や資本金規制のような会社法の強行的な規制が「死にゆくにつれて、会社を支配するものは少数派に対して公正である義務を負うという考え方が既得権の原則の代わりになった」。Coffee, *supra* note 9, at 1635. 「時の経過とともに、予防的なルールは不正さに対する司法審査に道を譲った」。*Id.* at 1638.

42) 会社法のルールは強行法である、という事実レベルの主張と、会社法のルールは強行法であるべきである、という規範レベルの主張を区別することが必要である。

43) 代表的な文献は、Columbia Law Review の1989年89巻7号に掲載された Contractual Freedom in Corporate Law のシンポジウムの諸論文を参照。

論を簡単に振り返っていく。その際、便宜的に、会社法の重要な部分は強行法⁴⁴⁾であるべきだと主張する論者、例えば Eisenberg 教授、Bebchuk 教授、Gordon 教授などの主張を強行法主義、そのような主張をなす者たちを強行法主義者と呼び、会社法は原則として任意法であるべきであると主張する論者、例えば Easterbrook 教授、Fischel 教授、Romano 教授などの主張を任意法主義、そのような主張をなす者たちを任意法主義者と呼ぶことにする。両者の主張は実質的にはそれほど違いがないかもしれない。

1 アメリカにおける従来の議論

(1) 任意法主義者の主張

任意法主義者が授権法アプローチ (enabling approach) を支持するのは、以下のような理由からである⁴⁵⁾。会社の規模や業種、成長段階、結合関係、所有・資本構造など、会社の置かれた状況や会社の特性は様々である。どのような会社の経営管理機構や資本構造が最適かということは、会社によって異なりうる。会社は自己のニーズに合うように、規定をカスタマイズ出来た方が望ましいが、強行的なルールはこのような当事者のニーズを無視して画一的な制約を課す。また、現代のビジネス環境は非常に急速に変化し、立法を待ってはビジネス環境の変化に対応できない場合もありうる。強行的なルールは、その規定が時代遅れになった後でも当事者を拘束するので、望ましくない。当事者に特有の事情を一番よく知っているのは当事者であり、立法府や裁判所ではない。当事者よりも当事者の事情や情報に疎い立法府や裁判所が当事者よりも上手く取決めを結べる理由

44) III では、当事者の自由を制約するルールと当事者の自由を尊重するルールとを対比するために、強行法と任意法という言葉を用いている。強行的ルール (mandatory rule) 以外の、授権的ルール (enabling rule) とデフォルト・ルール (default rule) のような当事者の会社契約の自由を尊重するルールを指す言葉として、任意法という言葉を用いている。

強行法規と任意法規という言葉ではなく、強行法と任意法という言葉を用いているのには理由がある。アメリカの州会社法の場合、制定法よりも判例法のルールの方が会社契約に対する制約で重要な役割を果たしている。しかし、「法規」という語は、成文化された法典の規定をイメージさせるので、制定法の規定と判例法のルールを包括的に指すために、強行法と任意法という言葉を用いている。

45) ROMANO, *supra* note 17, at 1; Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 COLUM. L. REV. 1461 (1989).

はない。会社法が強行的なルールを定めていなくても、市場による圧力や当事者が合理的に行動した結果、望ましい状態が達成されうると主張する⁴⁶⁾。

ここで注意すべきなのは、授権法アプローチを積極的に支持する論者は、授権法アプローチは最適な理想的な結果を達成しうると主張しているのではないことである。授権法アプローチにもコストとベネフィットの両方が生じるし、強行的なルールを強制することでもコストとベネフィットの両方が生じる。授権法アプローチがもたらすベネフィットからそのコストを引いたネットのベネフィットと、強行法のレジームがもたらすベネフィットからそのコストを引いたネットのベネフィットとを比べた場合、現代のアメリカの会社が置かれている状況を前提にすると⁴⁷⁾、授権法アプローチのもたらすネットのベネフィットの方が上回っている可能性が高いと主張しているだけである。

任意法主義者の議論で最も強力なのは、株式公開 (initial public offering, IPO) に着目した議論である。株式公開時に、会社の内部者と投資家が合理的に行動する結果、最適な規定が採用されるので、会社法の強行的なルールは必要ないとする⁴⁸⁾。任意法主義者は以下のように主張する。会社を100%所有する者が、その会社の支配権を維持しつつ、その会社の持分(株式)の一部を一般投資家に販売しようとしているとする。会社の発行する証券は、配当に関する権利のように会社のキャッシュ・フローの一部に対する権利と、議決権のように会社のコントロールに対する権利を表章している。投資家は、直接経営に携われない代わりに、自分の投資の価値が守られるように、会社支配者による私的利益追求行為を抑制するような規定を欲しているはずである。100%所有の会社なら、会社の所有者は自己の行為から生じうる損失を所有者自身がすべて負担する。しかし、100%所有でないなら、自己の行為から生じる損失のすべてを負担しなくてすむ。

46) 例えば、Easterbrook & Fischel, *supra* note 45, at 1418.

47) 授権法アプローチの支持者も、会社法の背景的な制度の整っていない移行経済(ロシアなど)の下では授権法アプローチは支持できず、強行的なアプローチが望ましいとする。Black & Kraakman, *supra* note 10, 1921-24 (1996).

48) 以下の議論は、Michael C. Jensen & William H. Meckling, *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976) が基になっている。

そのために、会社支配者はその立場を利用して、投資家の利益を犠牲にして私的利益を追求する行為を行うかもしれない。会社支配者は、外部的な制約が何もなく、自己利益を最大化するように合理的に行動するなら、自分の行動を抑制しない規定を好むようにも思える。しかし、会社に投資する投資家も合理的で、会社支配者のこのような行動を合理的に予測しているとしたなら、株主は会社支配者の私的利益追求行為の起こりうる確率とそこから起こりうる損害を予測して、それに応じて会社の発行する証券に割り引いた値段をつけるはずである。一方、証券の発行者は、株主によるこのようなディスカウントを予測するはずである。会社支配者の私的利益の追求を十分に抑制する規定の入っていない証券は、一見すると証券発行者の利益になりそうである。しかし、そのような証券は、投資家保護の規定がある証券よりも割り引かれてしまうので、証券発行によって調達できる資金も少なくなってしまう、結局は証券発行者の利益にはならないことになる。証券発行者はこのようなディスカウントが起こらないように、会社支配者の私的利益追求行為に制限をおく規定を自発的に採用するはずである⁴⁹⁾。もし以上のことが成り立つなら、会社法が経営者の行動をコントロールする強行的なルールを提供しなくても、自発的に経営者の行動を抑制し投資家を保護する規定が採用されるはずである。

任意法主義者はこのように主張して、当事者は自主的に会社支配者の私的利益追求行為を抑制するような規定を採用するのだから、会社法が強行的なルールを提供する必要はない。会社法の強行的なルールは当事者の契約自由を妨げ、かえって有害である。会社法がルールを提供する場合も、それは当事者が証券で提供する規定内容の決定を簡便にし取引費用を削減するための雛形にすぎず、当事者はその雛形を自由に変更できるべきである、とする⁵⁰⁾。

任意法主義者は、株式が公開された後も様々な市場メカニズムが経営者の私的利益追求行為を相当程度効果的に抑制しうるとする。会社支配権市場、経営者の市場、評判、資本市場、製品市場、インセンティブ報酬、州間の会社設立市場な

49) この点については、例えば Easterbrook & Fischel, *supra* note 45, at 1430.

50) *Id.* at 1444-45.

どのような市場メカニズムが、経営者と株主の利益を、完全に一致させるわけではないが、概ね一致させるとする⁵¹⁾。

会社の定款変更の場面では、株式公開時とは異なり、提案された規定についての価格付けメカニズムは十分に機能しない。株式公開時には、証券発行者は発行する証券の価格の下落という形で、会社支配者に有利な規定を証券に含めるコストを負担しなければならないが、定款変更時にはこのような直接的な価格付けのメカニズムは働かないからである⁵²⁾。さらに、株主の合理的無関心や集合行動問題などのために定款変更の過程は不完全であり⁵³⁾、富 (wealth) を会社支配者に移転し価値を下落させるような機会主義的定款変更 (opportunistic charter amendment) が行われてしまう可能性がある⁵⁴⁾。強行法主義者は、このような会社支配者の機会主義的行動を抑制し、会社法の重要な部分は定款変更手続によっ

51) 市場メカニズムによる抑制とその限界については、例えば、Melvin A. Eisenberg, *The Structure of Corporation Law*, 89 COLUM. L. REV. 1461, 1488-1514 (1989); Lucian A. Bebchuk, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 HARV. L. REV. 1820, 1840-45 (1989).

52) Bebchuk, *supra* note 51, at 1827-29.

53) *Id.* at 1836-40. Jeffrey N. Gordon, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 COLUM. L. REV. 1549 1573-80 (1989).

54) Gordon 教授は、機会主義的な定款変更の例として、1980年代に敵対的企業買収が盛んであった時期に、経営者が定款変更を行って敵対的テイクオーバーに対する防衛措置を導入したことを挙げている。Jeffrey N. Gordon, *Ties That Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 CALIF. L. REV. 1 (1988). 敵対的テイクオーバーへの防衛策が株主の利益に反すると考えれば、株式の価値を下落させる定款変更が株主の定款変更の承認という形で株主に認められたことになる。もしそうであるなら、株式価値にマイナスとなる定款変更でも、株主は認めてしまうといえそうである。しかし、敵対的テイクオーバーへの防衛策は株主の利益になるかもしれないと考え、このような定款変更は株主利益に資する定款変更であったということになる。

機会主義的な変更は定款変更に限られない。機会主義的な附属定款の変更と考えられるものもある。例えば、Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. 1988) (附属定款を変更して取締役会の規模を拡大したことが信認義務違反とされた); MM Cos. v. Liquid Audio, 813 A.2d 1118 (Del. 2003) (附属定款を変更して新たに取締役会の規模を拡大したことが Blasius 基準に違反するかどうか判断させるために差し戻された)。附属定款を変更する権能を定款で取締役会に付与するように定めることができるので (DGCL § 109(a)). 但し、DGCL の附属定款変更権能の所在については ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES, at 90 も参照)、機会主義的な附属定款変更が法が制約する必要があるかもしれない。

でも変更できないようにするために強行法であるべきであると主張する⁵⁵⁾。株式公開時点の定款で、後の定款変更を禁止または困難にする規定をおいておけば、機会主義的な定款変更は抑制しうる。しかし、機会主義を恐れて定款変更を過度に制限してしまうと、ビジネス環境の変化に対応するために必要な定款変更まで制限してしまい、かえって会社の価値を損なうかもしれない。有益な定款変更を認めつつ、会社の価値を損なう定款変更を抑止することは困難であるので、会社法のある一定の重要部分については定款でも変更できないように強行法とすることによって、効率性が高まる可能性が高いとする⁵⁶⁾。

以上の強行法主義者の主張は、株主は、経営者によってなされた定款変更の提案が株主の利益になるかどうか分からない場合でも経営者の提案に賛成票を投じ、定款変更が株主によって承認されてしまうということが前提になっている⁵⁷⁾。しかし、この点については、株主は、経営者の提案の内容が自分の利益になるかならないか不明な場合に、なぜ賛成票を投じるのか、定款変更の内容が株主利益にどのような影響をもたらすか分からない場合は棄権する方が合理的でないか、提案ごとにランダムに賛成票と反対票を投じた方が望ましい結果を得られるのではないか、と任意法主義者から批判されている⁵⁸⁾。機会主義的な定款変更の議論は、大規模公開会社に小規模な株主が分散している場合には成り立つかもしれないが、

55) 機会主義的な行動は定款変更に限られない。定款変更を行わなくても、新たに会社を設立して新たな定款を作成することによって、同様な効果を得ることができる場合もある。例えば、*Hilton Hotels Corp. v. ITT Corp.*, 978 F. Supp. 1342, 1344 (D. Nev. 1997) (敵対的テイクオーバーを受けた後に、会社を防衛手段を備えた3つの会社に分割したことが差し止められた。この事件はデラウェア州の事件ではないが、デラウェア法を参照した)。

56) Gordon, *supra* note 53, at 1580–85 (「強行的なルールが存続してきたということは、何らかの形態の強行的な法的ルールは最も安価な解決策であるということを示していると理解することができる」。*Id.* at 1585); Bebchuk, *supra* note 51, at 1847–50.

57) Bebchuk, *supra* note 51, at 1839 (株主の選択が歪められていない場合は、「株主の合理的な行動のコースは、…提案に一樣に賛成票を投じることであり…」)。Gordon 教授はもう少し慎重に、株主の議決が歪められる可能性を詳しく論じている。*Id.* at 1577–80.

58) Roberta Romano, *Answering the Wrong Question: The Tenuous Case for Mandatory Corporate Laws*, 89 COLUM. L. REV. 1599, 1607–10 (1989).

現代のように機関投資家⁵⁹⁾という一定の規定分析能力を備えた大規模な株主がいて、株主間のコミュニケーションの制約が少なくなっている場合には、機会主義的な定款変更は妨げられる可能性は高い⁶⁰⁾。

(2) 任意法主義に対する批判

以上のような任意法主義を正当化する議論への批判は、二つのレベルの批判がありうる。一つは、任意法主義者の議論の前提となっている仮定への批判である。仮定は論者の現実認識に基づき、現実を単純化するために設けられる。任意法主義者の用いている仮定があまりにも現実から離れているとすると、その仮定は法の政策のあり方を論じる場合には適当でない。もう一つは、任意法主義者の仮定を受け入れた上で、任意法主義者が行っている議論の論理それ自体への批判である。これまでの任意法主義への批判は、任意法主義者の現実認識と仮定に対する批判が多い⁶¹⁾。

上述の任意法主義の正当化の議論は、「投資家は証券発行者が提示する規定の内容とそれがもたらす効果を正しく理解し、価格に換算することが可能である」という仮定と、「もし投資家の不利益となる規定が証券に含まれていた場合には、投資家が不利益を被る分だけ証券の値段が下がる（あるいは投資家は証券を買わないので、発行者は証券を売ることができない）」という仮定に基づいている。このような仮定に対しては、強行法主義者から仮定の現実妥当性について疑問が

-
- 59) 機関投資家と呼ばれるもののなかには、公的年金基金や私的年金基金のように性質の異なるものがある。機関投資家の種類と機関投資家がコーポレート・ガバナンスにおいて果たしうる役割については、例えば、李秀宓「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割—アメリカ法を中心として— (一)・(二)」法学64巻4号36頁・同64巻5号94頁(2000年)、梅本剛正「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の位置付け」甲南法学37巻3号(1997年)などを参照。
- 60) 1980年代後半になると、経営者による重要な提案、例えばテイクオーバー防衛手段の採用などの提案に対して、機関投資家が共同して抵抗するという行動が見られるようになり Jayne W. Barnard, *Institutional Investors and the New Corporate Governance*, 69 N.C.L. REV. 1135, 1153-56 (1991)、現在では一般的な現象となっている。Michael Klausner, *Institutional Shareholders, Private Equity, and Anti-takeover Protection at the IPO Stage*, 152 U. PA. L. REV. 755, 757-62 (2003)。
- 61) 但し、任意法主義者の用いている標準的な法と経済学やファイナンスのモデルを受け入れた上で、強行的なルールが用いられるべき場合がある可能性があることを示す研究もなされている。例えば、Lucian A. Bebchuk & Christine Jolls, *Managerial Value Diversion and Shareholder Wealth*, 15 J. L. ECON. & ORG. 487 (1999); LUCIAN A. BEBCHUK, *ASYMMETRIC INFORMATION AND CORPORATE GOVERNANCE* (Working Paper, August 2002) (IPO段階で情報の非対称性がある場合は非効率的なコーポレート・ガバナンスの取決めが採用される可能性があるため、強行的なルールが必要となる可能性がある)。

提示された。強行法主義者は、一般投資家は規定の内容を正しく理解し評価する能力がない。もしそのような能力があったとしても、その能力を発揮して得られるコストとベネフィットを比較すると、コストの方が上回っているので、能力を発揮しようとするインセンティブに乏しく、合理的に無関心である可能性が高い。さらに、もし規定を評価してその規定のもたらす投資家への不利益を認識することができたとしても、一般投資家は発行企業と交渉して投資家保護に資するような規定を採用させることは困難である、と批判した⁶²⁾。

それに対して、任意法主義者は、一般投資家が規定内容を評価し、証券発行企業と交渉する必用はない。洗練された投資家 (sophisticated investor) や証券の引受人が、一般株主の代わりに規定内容を評価し発行企業との規定に関する交渉を行ってくれるので、一般投資家は洗練された投資家や引受人の努力にフリーライドすることができる。洗練された投資家の存在によって、効率的な市場に流通している証券には証券の内容に見合った値段がついているので、一般投資家は自ら証券の評価や交渉を行わなくても害されることはない、とする⁶³⁾。

このような任意法主義者の主張に対しては、さらに以下のような反論がなされている。市場が効率的であるとしても、証券発行企業に未公開の私的情報がある場合には、逆選択が発生するのではないか⁶⁴⁾。機関投資家は、本当に一般投資家の保護に役立っているのか⁶⁵⁾。そもそも、機関投資家や証券引受人に、証券の内容を分析しその効果を評価する能力があるのか。実際の株式公開の例をみると、証券発行会社の定款や附属定款には期差別取締役会 (staggered board) やボイズ

62) 例えば、Gordon, *supra* note 53, at 1557.

63) 例えば、ROMANO, *supra* note 17, at 87–88.

64) 例えば、Eisenberg, *supra* note 51, at 1522–23; Bebchuk, *supra* note 61.

65) 例えば、公的年金基金は政治的な圧力によって株主の利益に反する行動を行う場合がある。Roberta Romano, *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, 93 COLUM. L. REV. 795 (1993). 機関投資家の活動が企業の業績向上に影響を与えるかについても懐疑的な見解がある。例えば、Bernard S. Black, *Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*, in THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS AND THE LAW, vol. 3, at 459–65 (Peter Newman ed., 1998) (アメリカの機関投資家によるコーポレート・ガバナンスに関する活動は、企業の業績に大した影響を与えていない); Roberta Romano, *Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, 18 YALE J. ON REG. 174 (2001) (機関投資家の積極主義は企業の業績にほとんど影響を与えていない).

ンピルなどの様々なテイクオーバー防衛規定 (anti-takeover provisions, ATP) が導入されている⁶⁶⁾。このような例は、洗練された投資家や引受人の証券評価能力に疑問を抱かせないか。このような反論に対しては、さらに、ATP 自体が投資家保護と必ずしも矛盾するわけではなく、ATP は株主に有害なテイクオーバーを防止し、長期的な展望にたった経営を可能にするので、投資家の利益に資する可能性が高いという反論が可能である⁶⁷⁾。

任意法主義者の依拠するモデルは、当事者の合理性が仮定されている。ここでいう合理性は、個人は主観的な期待効用を最大化するように行動している、というものである。しかし、現実にはこのような合理性の仮定に反する行為が観察されることも稀ではなく、合理性の仮定には行動科学的な観点から批判が加えられている⁶⁸⁾。市場に合理的に行動していない投資家が存在しているとすれば⁶⁹⁾、証券の規定は正しく値段が付けられていないかもしれない⁷⁰⁾。

このように、任意法主義者と強行法主義者の挙げる根拠は前提となる仮定に依

66) John C. Coates IV, *Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers*, 89 CAL. L. REV. 1301 (2001); Robert Daines & Michael Klausner, *Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs*, 17 J. L. ECON. & ORG. 83 (2001).

67) しかし、任意法主義者のなかで、Easterbrook 教授と Fischel 教授はこのような反論はできないであろう。テイクオーバーに対して無抵抗ルールを提唱しているからである。Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161 (1981).

68) 例えば、Russell B. Korobkin & Thomas S. Ulen, *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, 88 CALIF. L. REV. 1051 (2000).

69) 例えば、Nicholas Barberis & Richard Thaler, *A Survey of Behavioral Finance*, in HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE 1051, 1063-67 (George M. Constantinides, Milton Harris, & Rene Stulz, eds., 2003) は、投資家の非合理性 (irrationality) として、自信過剰 (overconfidence)、楽観主義 (optimism and wishful thinking)、代表性 (representativeness)、保守性 (conservatism)、信念の反復 (belief perseverance)、係留 (anchoring)、利用可能性の偏向 (availability biases) などを挙げている。

70) 任意法主義者の主張は、証券の価格はその証券の本質的な価値 (fundamental value) と等しいという効率的市場仮説 (efficient markets hypothesis) を前提としている。しかし、このような伝統的なファイナンスの枠組みは、投資家の非合理性と裁定の限界 (limits on arbitrage) を基礎とした行動ファイナンス (behavioral finance) により批判されている。例えば、Barberis & Thaler, *supra* note 69. 非合理的な投資家の存在は証券の価格形成に重大な影響を与え、現実の証券の価格は証券の本質的な価値から乖離しているかもしれない。Id. at 1053-56.

存している。その仮定は、現実の現象をどのように認識するかによって異なりうる。現実の認識の仕方が変われば結論も変わりうる。そのために、理論的にはどちらも正当化しえ、究極的には、現実をどのように捉えるのが適切か、例えば資本市場はどのくらい効率的か、株主は個人としてまた集団として合理的に行動しうるのか、機関投資家の行動はどのような要因の影響を受けているか、機関投資家の行動は株主の利益を向上させているか、などの実証の問題であるように思える。しかし、実際には、強行法主義者も任意法主義者も、それほど異なった現実認識を行っているわけではないように思う。

(3) 議論の実質的な一致

実際には、任意法主義者と強行法主義者の主張は大まかな一致をみていると思われる。経営者と株主の間に大きな利害対立が生じない場面では、原則として会社の当事者の自由に委ねるべきであるという点では一致しているといつてよい。両者とも、そのような場面では市場メカニズム等の私的秩序によって経営者の濫用的な行動が相当程度抑制されうるのであり、強行的で画一的なルールを強制することから生じる弊害の方が大きい可能性が高い、と認識している。アメリカの州会社法のルールについて、強行法であるべきか任意法であるべきかについて争いがある点は、経営者と株主の間に大きな利害対立が生じる可能性がある場面⁷¹⁾であり、会社法では伝統的に信認義務の問題とされてきた領域である。

伝統的な強行法主義者の代表ともいえる、Eisenberg 教授の見解をみてみよう。私的秩序については以下のように述べている。Eisenberg 教授は、会社法のルールを構造的ルール (structural rules)、分配的ルール (distributional rules)、信認ルール (fiduciary rules) の3つに分類し、構成的なルール (constitutive rules) は3つを集合的に指す言葉であるとする⁷²⁾。市場メカニズムなどの「非契約的な私的秩序 (noncontractual private ordering) はかなりの力を有しているかもしれない」⁷³⁾。「従って、[公開会社の場合]、どの法的ルールが授権的 (enabling)

71) 会社法以外もこのような場面を取り扱っている。例えば、連邦証券取引法ではインサイダー取引が規制されている。

72) Eisenberg, *supra* note 51, at 1462 (1989).

73) *Id.* at 1462.

または補充的 (suppletory) であるべきか、どれが強行的であるべきかを決定する原則は、交渉や契約以外の私的秩序のもつ力と限界によって定まる。公開会社においては、私的秩序の力と限界は、公開会社のトップ経営者の潜在的な自己利益の影響を非常に大きく受ける]⁷⁴⁾ので、経営者の自己利益が大きい場合は、私的秩序の力は及びにくい。しかし、「会社法の構成的なルール (constitutive rules) の大多数は私的な行為によって採用されるというのは真実である]⁷⁵⁾り、上級経営者と株主の間の利害の不一致がない構成的なルールのほとんどは「私的秩序 (private ordering) によって決定されるべきである]⁷⁶⁾とする。

Eisenberg 教授は、会社法のルールの強行性について以下のように述べている。事実レベルの問題として、「会社法の多くのルールは強行的というよりは、授権的 (enabling) または補充的 (suppletory) であるということは、真実である]⁷⁷⁾。但し、「少なくとも公開会社においては、不公正な自己取引、内部者取引、委任状による議決、開示は、主に強行法である]⁷⁸⁾とする。規範レベルの問題として、中核的な信認ルール (core fiduciary rules) は強行法であるべきとする⁷⁹⁾。「伝統的な利害対立 (traditional conflicts of interest) に対処するために、強行的ルールは公正取引義務を課すべきであり…、懈怠という問題に対処するために、強行的ルールは注意義務を課すべきである。…信認義務は、中核においては (at the core) 強行的であるべきである]⁸⁰⁾。Eisenberg 教授が強行法であるべきと考える州会社法のルールの大部分は手続的なものであり、実体的なルールは信認義務だけである。

74) *Id.* at 1471.

75) *Id.* at 1486.

76) *Id.*

77) *Id.*

78) *Id.*

79) *Id.* at 1480. 中核的な信認ルール以外にも、中核的な構造にかかわるルール (core structural rules) も強行法であるべきとする。しかし、それらは手続的なものであり、会社取引の内容を規制すべきではないとする。*Id.* at 1481. 中核的な構造的ルールとして挙げているものは、上級役員任命と監視のルール、重要な財務データ、重要な事業と法律上の問題に関する公衆への開示に関するルール、潜在的な利害対立の可能性のある取引の承認不承認に関するルール、株主の議決権を保護するルールである。*Id.* at 1480-81. その具体例は、実体的なものではなく、手続的なものばかりである。*Id.* at 1481-82.

80) *Id.* at 1480. 閉鎖会社については、*id.* at 1471.

Bebchuk 教授も、「…株主から経営者（または支配株主）へと重大な再分配となる問題に関しては、[会社法の規定のルールが回避されるのを] 制限するのは望ましい⁸¹⁾とする。会社法のルールの適用を回避することが制限されるべき場合として、Bebchuk 教授は、自己取引に関する経営者の信認義務に関するルールと、敵対的テイクオーバーに直面した場合の経営者の信認義務に関するルール、会社の様々な基礎的変更において少数株主に与えられる価値（「公正価格」など）を守るルールを挙げている⁸²⁾。Bebchuk 教授の想定する強行法であるべき会社法のルールも、信認義務が典型的に適用される場面ばかりである。

(4) 信認義務についての主張の実質的同一性

このように、任意法主義者も強行法主義者も、現在のアメリカの状況を前提にすると、市場メカニズムなどの会社法外の制度が取締役や経営者の行為を制約しうるし、実際にある程度有効に制約しているという点では一致しているといえる。両者が一致を見ないのは、会社法の中核的な部分、すなわち会社法の信認義務も任意法であるべきか強行法であるべきか、という点であるように思われる。しかし、この点についても両者の主張に実質的な違いはないかもしれない。

信認義務について、

- (1) 「当事者は既存の信認義務のルールとは異なった定めを行うことができる」、
- (2) 「その定めは内容にかかわらず、裁判所は常に執行する」、
- (3) 「その定めは内容によっては裁判所が認めない場合もある」
- (4) 「裁判所は、既存の信認義務のルールと異なった取決めは一切認めない」

という主張がなし得る。

もし任意法主義者の主張が、(1)と(2)を組み合わせた主張を行っているとしたらどうなるか。当事者は既存の信認義務のルールとは異なった合意を行うことが可能であり、その合意は内容がどのようなものであっても、裁判所はその内容通り

81) Bebchuk, *supra* note 51, at 1850.

82) *Id.* at 1850. Bebchuk 教授は別の機会に以下のように述べている。「IPOの段階で非対称情報が存在する場合には、最低限の投資家保護を要求する強行的なルールは、効率性のゲインを生み出しうる。…テイクオーバーに関する取決め、自己取引、内部者取引、会社の機会の取得等について強行的なルール（または少なくとも許容されうる定款規定に制限を加えること）は望ましいかもしれない」。Bebchuk, *supra* note 61, at 3.

に常に執行するということになる。信認義務は完全に任意のルールであるということになり、極端な例をあげると、取締役は注意義務を放棄して注意を全く払わなかったり、自己取引を自由に行ってかまわないという内容の取決めを結んでもよく、そのような取決めは裁判所によって執行されるということの意味することになる。裁判所は単なる当事者の契約の執行機関ということになる（いわゆる「最低限の裁判所 (minimal court)」である）。このように、信認義務をデフォルト・ルールとして捉え、かつ裁判所による事後的な実体的な介入を完全に排除する、すなわち裁判所に訴えがあった場合も、裁判所は当事者の契約内容を執行するだけであると考えた場合は、信認義務は強行法とすべきという主張と異なる。裁判所は当事者の意図を実現するだけで、裁判所は当事者に何の強制や制限も加えないからである。

裁判所が当事者の契約に介入しないことを正当化する理由もいくつか考えられる。例えば、裁判所は当事者よりも情報が少ないこと、専門的知識がないこと、裁判所が事後的に介入して契約内容を変更すると当事者の事前のインセンティブを損なうこと、などが考えられる。このような裁判所不介入の主張は問題があるようにも思えるが、これでもかまわないのかもしれない。当事者が明示的に信認義務を排除するような取決めを行わない限りは、デフォルト・ルールとして現行の信認義務のルールが適用されることになる。明示的に信認義務を排除するような取決めがなされている企業が現実に出現するとは思えないし、もしそのような企業が出現したなら投資しなければよいだけである。それでも敢えて投資を行った株主を保護する必要はあるのか。信認義務を排除する定款変更の提案がなされたとしても、このような極端な提案は株主を害することがあまりに明白なので、そのような提案が承認されてしまった場合は株主がいけないのではないか。

しかし、任意法主義者はこのような極端な主張をしているのではなく、(1)と(3)の組み合わせの主張を意図しているのかもしれない⁸³⁾。すなわち、信認義務はデ

83) 「会社法は原則として授権法 (enabling) である」という任意法主義者の主張は、上述のような完全な自由を主張しているのではないように思える。例えば Romano 教授は、「立法のアプローチは、主に授権的 (enabling)」であり (ROMANO, *supra* note 17, at 1)、現代の会社法典は強行的な制定法ではなく授権的 (enabling) である傾向がある」(*id.* at 85) と述べているだけであり、裁判所の役割については言及していない。

フォルト・ルールであり、当事者の取決めにより既存のルールから一定程度の逸脱は認めるが、すべての逸脱が認められるのではなく、事後的に裁判所による制約を受ける場合もある、と解すると、信認義務は強行法とすべきという主張とあまり異ならないだろう。一定の場合に制約を受けることもあるということは、当事者の意思と関係なく、裁判所の判断により当事者は制約を受ける可能性があるということになる。当事者はその意思に反して裁判所の判断を押しつけられ、法による制限を受けることになるので、強行的といえるはずである。もしそうだとすると、強行的な部分というのは、裁判所を単なる契約執行機関と考えない限りは必ず存在していることになる⁸⁴⁾。

信認義務は強行法であるべきという主張が、(4)の主張、すなわち当事者が既存

84) さらに、理論的には、信認義務が現実には(規範レベルでなく事実レベルで)強行的性格をもつのは当然であって、信認義務は強行法であるか(事実レベル)、強行法であるべきか(規範レベル)という問題はあまり意味がないと思う。信認義務は裁判所によって、判例の集積によって形成された法であり、このような判例法には先例拘束力があるからである。

仮に信認義務の事件Aから信認義務のルールaが抽出できるとしよう。信認義務のルールaが強行法であるということは、信認義務のルールaが適用される場面(すなわちA事件と事案の同一性のある後のB事件)の当事者も裁判官もルールaに拘束され、ルールaに反することはできない、ということの意味しているはずである。もしそうだとすれば、信認義務が強行法というのは、前の事件の判断(先例)は、後の類似した事件を拘束するという先例拘束性を述べているに過ぎないのではないか。もしそうであるなら、信認義務が何らかの強行的な性質を持つというのは、判例の先例拘束性を否定して、裁判所は先例に拘束されず事件ごとに自由な判断(すなわち裁判所による法創造)を行ってよいということを認めるのではない限り、当然のことをいっているのではないか。Eisenberg教授のいう「中核において(at the core)」というのは、この先例拘束性のことを述べているといえるのではないか。

このように考えると、信認義務は強行法である、という事実レベルの主張は、判例法の先例拘束性という当然のことを述べただけであって、信認義務が強行法であるか任意法であるかという議論は意味がないのではないか。信認義務は強行法であるべきか任意法であるべきか、という規範レベルの問題は、信認義務に限定された局所的な問題ではなく、先例拘束性を否定すべきか、肯定すべきか、という判例法の根本的な問題であるのではないか。

但し、これは判例法の信認義務は一般的抽象的に強行法的な性質を持つ、という事実レベルの主張である。信認義務の個々の具体的なルールの内容はどのようなものであるべきか、ということ述べているのではない。ある具体的なルールがどのような内容をもつべきか、例えばUnocal基準の内容は妥当かどうか、Unocal義務の内容を変更すべきだとするとどのように変更すべきか、というルールの内容の問題とは関係ない。

の信認義務と異なる定めを行った場合、裁判所はそのような逸脱的な定めは一切認めないということを意味しているとしたら、(1)と(3)を組み合わせた主張、すなわち信認義務は原則として任意法で変更可能な場合があるという主張とは異なることになる。しかし、Eisenberg教授は、信認義務は「中核において (at the core)」⁸⁵⁾強行法であると述べている⁸⁶⁾。従って、信認義務の中核以外の周辺部分では何らかの変更を認める趣旨であると読むこともできる。Eisenberg教授の主張をこのように解して信認義務の強行性を捉えるなら、信認義務は強行法であるべきという主張も、原則として任意法であるべきという主張も共に、信認義務のルールについて当事者が何らかの変更を加えることを認めていることになり、実質的な違いはないことになるはずである。両者の主張は実質的には差がなく、変更しうる部分があるということ強調するか、それとも変更できない部分があるということ強調するか、どちらの部分強調するかのレトリックの差に過ぎないように思われる⁸⁷⁾。

信認義務はデフォルト・ルールであると主張することは、既存の信認義務からの一定程度の逸脱を積極的に肯定し、既存の信認義務のルールと異なった取決めを当事者が結ぶのを奨励するかもしれない。信認義務という曖昧な法準則について当事者が自発的に交渉を行い、取決めを結ぶことによって、事前にその法準則

85) Eisenberg, *surpa* note 51, at 1480.

86) 裁判所が当事者の当初の契約をそのまま執行するのではなく、裁判所は信認義務により当事者の契約内容を事後的に無効としたり変更できるとすると、当事者の契約は裁判所の想定する規範ないし政策 (policy) に反しているため無効とされたり、それらに合致するように変更が加えられるということになるはずである。信認義務の個々のルールの背後にある、裁判所の想定する政策ないし規範 (例えば *equitableness*) が信認義務の「中核」であり、強行性の実体といえるのではないか。これは Sullivan 教授のいう「スタンダード」と同じ意味ではないか。Kathleen M. Sullivan, *The Justices of Rules and Standards*, 106 HARV. L. REV. 22, at 58–59 (1992). 詳しくは、後の III.3を参照。もしそうであるとするなら、信認義務は強行法であるということは、「スタンダード」の性質を述べているだけではないか。

87) そのために、本稿では任意法か強行法か、任意法であるべきか強行法であるべきか、という二項対立的な問題の立て方はしていない。会社契約は制約される場合があるということを前提として、会社契約をどのように制約すべきかという点を問題にしている。会社契約の制約の分析に、明確な制約、曖昧な制約という観点と、事前の制約、事後的な制約という観点をを用いている。詳しくは、後の III.3を参照。

の内容を明確にしておくことを当事者に促すかもしれない⁸⁸⁾。もしそうだとすれば、信認義務をデフォルト・ルールと呼ぶことは、当事者の自発的な交渉と取決めを積極的に奨励するので望ましいかもしれない。

このように、会社法の任意法主義者も強行法主義者も、信認義務の問題領域では当事者の会社契約自由は制約される場合があるという点については、あまり争いがないように思える。しかし、伝統的に信認義務が適用される領域でも、会社契約に制約を加えずに当事者の契約をそのまま執行するだけの最低限の裁判所ではいけないのだろうか。裁判所が信認義務を用いて当事者の自由に介入することを正当化する理由はあるのだろうか。以下では、信認義務が適用されて会社契約の自由が制限されるべき場合があるかどうかを考えていく。

2 会社契約の制約の根拠

なぜ会社契約に裁判所が事後的に介入すべきかは、当然には自明ではない。裁判所は当事者の契約の単なる契約の執行機関ではいけないのだろうか。直感的には、裁判所が会社契約の自由に事後的に介入することを正当化するいくつかの理由が考えられる。裁判所は信認義務を用いて3つの機能を果たすことができると考えられる。会社の内部的な利害対立の解決、後発的な事情への対処、負の外部性の除去という機能である。以下では、このような3つの機能的な観点から、裁判所による会社契約の自由への介入を正当化できるかどうかを考えることにする⁸⁹⁾。

88) 現在のデラウエア州のアプローチはこれに近いように思う。例えば、取締役の信認義務を制限する取決めであっても、認められる場合もある。例えば、no-shop規定やno-talk規定は取締役の信認義務の行使を時間的・部分的に制約する。No-shop規定やno-talk規定は当然に違法というわけではなく、是認される場合もある。後のIV.2を参照。制約の強さをどの程度にするかは当事者の合意で定めることができる。しかし、ある一定限度を超えると、取締役の信認義務を制約する取決めは認められなくなってしまう。Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914 (Del. 2003) や Quickturn Design Sys. v. Shapiro, 721 A.2d 1281 (Del.1998) などは、取締役の信認義務を制約する取決めは認められない場合があるということを示している。認められる信認義務の制約と認められない信認義務の制約の境界がどこにあるかは判然としなが、当事者の取決めによる信認義務の制限が認められる領域と認められない領域が存在するという点だけは確かである。

89) 私はこれらの問題をフォーマルな形で述べることができないので、以下では直感的な議論を行うことにする。

(1) 会社の内部的な利害対立の解決

会社契約の自由を制約することが正当化されうるのは、第一に、会社の内部的な利害対立を抑制し、一般株主を保護する必要があると考えられるからである。株主は会社運営を経営者に委ねる。会社の経営に関与する取締役、経営者、支配株主などの会社の内部者は、必ずしも株主の利益に適うように行動するとは限らない。会社の内部者はその地位を利用して、会社と自己取引を行ったり、会社の機会を奪ったり、会社の内部情報を利用したりして、株主の利益ではなく自分自身の私的利益を追求する行為を行う可能性がある。

会社の内部者による私的利益追求の行為を十分に抑制することができなければ、会社の株式の価格は下がってしまうだろう。内部者の私的利益追求行為が抑制されないと、そのような行為によって、株式の価値の何らかの部分から株主から会社内部者へと移転してしまう危険が生じる。このような危険が予見されれば、株式の価格はその危険の分だけ割り引かれてしまうだろう。もしそうなるであると、会社内部者の濫用的な私的利益追求行為を抑制し、株主から内部者への価値の移転を制限する何らかの装置を設ける必要があるかもしれない⁹⁰⁾。会社内部者の濫

90) しかし、このような移転があるとしても、当然に法がそれを制約しなければならないということになるとは限らない。内部者の報酬は必ずしも明示的な一定額の金銭的報酬である必要はなく、内部者が何らかの私的利益追求行為を行うことができるという可能性は、内部者に対する黙示的な報酬であると考えられることも可能であるからである。法が経営者の私的利益追求行為による価値の移転を抑制しなくても、その黙示的な報酬の分だけ直接的な金銭的報酬を減額すれば、報酬の形態が変化するだけであって、分配上の問題も公平性の問題も引き起こさないかもしれない。この点については、例えば、FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 141 (Harvard University Press, 1991) (会社の機会を給与やボーナスに代わる別の報酬形態とみなしている); David D. Had-dock & Jonathan R. Macey, *A Coasian Model of Insider Trading*, 80 Nw. U. L. Rev. 1449, 1461-62 (1986) (インサイダー取引を報酬の一形態とみなしている)を参照。

しかし、現在のように、経営者の報酬が固定給と会社業績に連動したインセンティブ報酬に分かれていて、インセンティブ報酬の部分が大部分を占めているという経営者の報酬形態を前提にすると、上のような議論は成り立たないかもしれない。経営者に払う黙示的な報酬の分だけ直接の報酬を減額するとすると、インセンティブ報酬を多く削ることになりうる。インセンティブ報酬を減少させれば、会社経営者のインセンティブが弱まり、経営者のパフォーマンスも低下し、株主の利益も減少する可能性がある。もしそうだとすると、法が会社内部者の私的利益追求行為に制約を加えることが必要となるかもしれない。この点については、Bebchuk & Jolls, *supra* note 61, at 488-89を参照。

用的な行為を抑制し、一般株主を保護しないと、株式投資が抑制され、資本市場の発展も損なわれるかもしれない⁹¹⁾。

このように、取締役や経営者、支配株主など会社の経営に深く関与している内部者の利益と、一般株主の利益は必ずしも一致するとは限らないので、これをできる限り一致させるメカニズムが必要である。しかし、会社内部者の私的利益追求行為を抑制するための装置は、必ずしも法である必要はないかもしれない。アメリカでは、多くの場面で、様々な市場メカニズムが会社の内部者と一般株主の利益を概ね一致させていると考えられている。直接的な市場メカニズム以外にも、社会規範や評判が内部者の濫用的な行為を抑制していて、内部者の利益と一般株主の利益を一致させる方向に働いているといえる⁹²⁾。もし法以外の様々なメカニズムが内部者の逸脱的な行為を十分に抑制していると考えられるのなら、法が会社契約に介入し制約を加えることによって会社内部者の濫用的行為を制約するという利益よりも、そのような法の制約が有益な会社契約の結ばれる可能性を奪ってしまうという弊害の方が大きいかもしれない。しかし、法の外にあるメカニズムは、常に会社内部者と一般株主の利益を十分に一致させるように機能するとは限らない。一般株主から会社の内部者へ重大な価値の移転が生じる可能性がある取引、例えば会社の支配権に係る取引などの場合は、市場の抑制機能は十分に機能しない可能性がある⁹³⁾。将来の継続的な関係がなくなる場合は、評

91) Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, 52 J. FIN. 737 (1997) (コーポレート・ガバナンスの成功には、投資家に対する十分な法的保護と大規模投資家の役割が必要である); John C. Coffee, Jr., *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implication*, 93 Nw. U. L. REV. 641, 647-48 (1999) (少数株主に株式投資を行わせ株式を保有させるには、法が少数株主を保護するという信頼を与えることが必要である); Bernard S. Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 UCLA L. REV. 781, 783 (2001) (法とそれに関連する制度が強力な証券市場に不可欠である。少数株主に十分な情報を与え、会社内部者が自己取引などにより投資家を騙さないという信頼を与えることが必要である)。

92) 社会規範が会社法で果たしている役割については、例えば、Melvin A. Eisenberg, *Corporate Law and Social Norms*, 99 COLUM. L. REV. 1253 (1999) や *Pennsylvania Law Review* でのシンポジウムを参照。Symposium: *Norms & Corporate Law*, 149 U. PA. L. REV. 1607 (2001)。社会規範などの法以外の秩序の源泉一般については、ERIC A. POSNER, *LAW AND SOCIAL NORMS* (Harvard University Press, 2000) を参照。特に chapter 1-3 を参照。

93) Bebchuk, *supra* note 51, at 1841.

判のような継続的な繰り返しが行われることを前提とした法以外のメカニズムによる抑制効果は期待できない。

会社に支配株主がいる場合、一般株主との利益の対立が発生する可能性は、支配株主がいない会社の場合よりも高い。支配株主は支配から生じる様々な私的利益を享受することが可能である⁹⁴⁾。そのために、会社に支配株主がいる場合は、市場で取引される一般株主の株式価格は、支配株主による私的利益追求行為の可能性の分だけ割り引かれる傾向がある⁹⁵⁾。このような割引は少数者割引 (minority discount) と呼ばれる⁹⁶⁾。支配株主が支配から私的利益を引き出すのが容易であればあるほど、少数者割引の率は高くなるはずである。

このような少数者割引が現実に行われているとしても、法が保護を与える必要性は高くはないとも思える。少数者は資金面でも経営面でも会社にあまり貢献していない。株主は支配株主がいる会社に投資を強制されているわけではないので、支配株主が存在している会社には投資しないことによって、多数派の収奪の危険を回避できる。公開会社であれば、株式を売却して会社から離脱することも可能なので、法的な保護は必要ないとも思われる。しかし、支配株主が出現す

94) 支配株主が会社支配から享受することができる私的利益については、例えば Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785, 787 (2003) を参照。

95) John C. Coffee, Jr., *Transfers of Control and the Triggering Thesis: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions While Chilling Inefficient Ones?* 21 DEL. J. CORP. L. 359, 403-04 (1996).

96) 少数者割引には市場の割引と法的な割引の二種類がある。市場の割引は、現実市場で発生している事実を記述的に述べたものである。金融市場では、全く同じ株式(持分)であっても、誰が所有するか、すなわち支配株主が所有する株式か、支配権を有しない株主が所有する株式かで取引される価格が異なる。市場で少数者割引が起こるのは、支配権がなく、多数派に収奪される危険があるという少数派の地位を反映しているためである。

それに対し、法的な割引は、裁判所がある株式の価格を評価する際に、少数株式という株式自体の性格、その株式の保有者の性格を考慮して何らかの調整を行うべきかどうかという問題である。法的な少数者割引を認めるとすると、会社での少数派という地位から発生する様々な危険を株式評価に反映させて、株式の価格を下方修正することになる。裁判所の中には、5%~35%の割引を認めたものもある。

法的な割引は、法的・政策的観点から株式価格に調整を加えるべきかどうかという規範的な問題であるのに対し、市場での割引は現実に行われていることを述べた記述的なものである。少数者割引が市場で現に行われているからといって、法もそれに倣うべきかは自明ではない。以上につき、John C. Coates IV, "Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: *Minority Discounts in Conflict Transactions*, 147 U. PA. L. REV. 1251, 1262-64 (1999).

るかどうかは、必ずしも株主が投資を行う時点で分かっているとは限らない。一般株主が投資を行う時点では支配株主がいなくても、その後公開買付や合併により、支配株主が出現する可能性がある。支配株主が出現した場合（または出現する可能性が高くなった場合）は、その会社の株式は少数者割引がなされている可能性が高いので、少数者がその株式を市場で売却したのでは十分な保護にならない場合がありうる。小規模一般株主の投資こそが会社、ひいては資本市場を支えていることを考えると、少数者の投資が保護されるという信頼を法が与えることが必要である可能性が高い。

法的ルールがどれだけ一般株主、特に少数株主を保護しているかは、少数株主の株式価値に影響を与えると考えられる。もし少数派に転落した場合、法による十分な保護を受けることができず、多数派に収奪されて、株式価格は支配株主がいなかったならば有していたはずの価格よりも低くなる可能性があるとしたら、一般株主の投資は抑制されてしまうかもしれない。逆に、少数派に転じた場合でも、多数派に収奪されることなく十分な保護を受けることができると期待できるなら、一般株主による投資は減少しないと思われる。このように、法による株主の保護と、資本市場の発展には相関関係があると考えうる。この相関関係を示す研究もある⁹⁷⁾。

従って、会社の内部者と一般株主の間に利害対立が発生する可能性があり、一

97) La Porta らによる一連の研究を参照。Rafael La Porta et al., *Legal Determinants of External Finance*, 52 J. FIN. 1131 (1997) (投資家保護が弱ければ弱いほど、その国の資本市場は小規模で限定的となる傾向がある); Rafael La Porta et al., *Law and Finance*, 106 J. POL. ECON. 1113 (1998) (投資家保護は、コモンローの法体系の国が最も強力で、仏法を起源とする大陸法系の国が最も弱い。大規模公開会社は、投資家保護の強い国では分散所有され、投資家保護の弱い国では集中所有される傾向がある); RAFAEL LA PORTA ET AL., *INVESTOR PROTECTION AND CORPORATE VALUATION* (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 7403, 1999) (少数株主の保護が厚い国の企業は高い評価を受ける傾向がある); Rafael La Porta et al., *Investor Protection and Corporate Governance*, 58 J. FIN. ECON. 3 (2000) (法による投資家保護の強さは、資本市場の規模と厚さ、企業保有形態、コーポレート・ガバナンスの有効性などと関係している); Rafael La Porta et al., *Agency Problems and Dividend Policies Around the World*, 55 J. FIN. 1 (2000) (少数株主の権利が強いと高い配当が支払われる傾向がある); Rafael La Porta et al., *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. FIN. 471 (1999) (十分な株主保護がなされている国を除いて、企業は支配株主によって集中的に保有されている)。

般株主から会社の内部者に重大な価値の移転を生じさせる可能性がある場合には、法による会社契約の自由の制約が正当化される可能性がある⁹⁸⁾。

(2) 後発的事情

当事者が契約の時点で予見していなかった後発的事情に対処するために、裁判所の契約自由への介入が正当化されるかもしれない⁹⁹⁾。

-
- 98) 法がこのような場合に会社契約の自由を制約することが正当化されるとしても、どの程度制約すべきかは自明ではない。少数株主の保護を強くすればするほど望ましいと考えられるかもしれない。しかし、強力な少数株主の保護は、機動的な会社経営や効率的な支配権の変動を抑制するかもしれない。縮出合併に不満な株主の株式を評価する際の少数者割引を例にとって考えてみる。少数者割引を禁止し、株式が本来的に有している会社価値の比例的な価値を少数者に与えるとする (pro rata value doctrine)、少数株主の保護は少数者割引を認めた場合よりも厚くなる。しかし、この場合は少数株主を締め出すのに、少数者割引が認められる場合よりも多くの対価が必要となるため、縮出合併は抑制されてしまうだろう。逆に、少数者割引が認められていれば、縮出にかかる費用は少なくてすむので、縮出合併は容易になるだろう。縮出合併が、全体としては効率的な取引を生む可能性が高いとしたら、少数者割引を認めるルールの方が望ましいということになりそうである。逆に、縮出取引は不正な取引の温床であると考えられるとしたら、少数者割引を認めないルールの方が望ましいだろう。どちらの可能性が高いかは自明ではない。
- 99) Ian Ayres, *Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel*, 59 U. CHI. L. REV. 1391, 1404 (1992) (「会社が十分に状態に依存した (state contingent) 契約を書くことは実際には不可能である。裁判所は、会社の利害関係者が実際問題として事前に契約を結ぶことができない、状態に依存した (contingent) 契約上の義務を事後的に課すことにより、効率性を向上させることができる」。引用省略); Coffee, *supra* note 9, at 1621 (会社契約のような「長期的な関係契約は必然的に不完備となる」ので、「司法積極主義は契約自由の必要な補完物である」); LUCA ANDERLINI, LEONARDO FELLI, & ANDREW POSTLEWAITE, *COURTS OF LAW AND UNFORESEEN CONTINGENCIES*, 2 (C.E.P.R. Discussion paper No. 2835, 2003), available at <http://econ.lse.ac.uk/staff/lfelli/papers/Law.pdf> (契約内容を事後的に実現する時点での状況が、当初契約が書かれた時点で予想していた状況とは重大に異なっていることが当事者にも第三者にも明らかであるような場合は、裁判所が当事者の契約に介入して契約を変更または破棄することによって、当事者に一種の保険を与えることが望ましいかもしれない); Jennifer Arlen, *Designing Mechanisms to Govern Takeover Defenses: Private Contracting, Legal Intervention, and Unforeseen Contingencies*, 69 U. CHI. L. REV. 917, 929 (2002) (「予見していない偶発的事情は、裁判所による当事者の契約への介入を正当化するかもしれない。裁判所は、当事者が利用することができないメカニズムを用いることによって、予見していない偶発的事情が産み出す悪影響を緩和することができるかもしれない。裁判所は、予見しえない偶発的事情が発生した場合に、ある特定の文言に基づいて介入するということを予め宣言することによって、予見できない偶発的事情に対して一種の保険を与えることができる。裁判所の行為の一番の利点は、将

当事者の合理性は限定されているため、将来のすべての事態を契約時に予見することは不可能である。そのために、将来のすべての偶発的事情 (contingencies) を織り込んだ契約を結ぶことができない。もし将来のすべての状況を契約時に予見できたとしても、そのすべてに対応した契約を書くには非常にコストがかかり、ほとんど不可能であろう。従って、契約は不完備 (incomplete)¹⁰⁰⁾ にならざるをえない¹⁰¹⁾。

会社契約の多くは、通常は長期的・継続的な契約である。会社の内部的な契約、例えば会社定款や附属定款は会社が存続している限り続け、株式や社債の契約もそれが償還されるまでは継続する。会社が第三者と行う合併合意 (merger agreement) も、合併合意締結から合併完成までは時間がかかる。このために、会社契約の場合はそれが結ばれた時点では予見できなかった偶発的事情が発生する可能性がある。

契約締結後に何らかの事情により、例えば契約締結後に偶発的な事情が発生したため、当初の契約を維持するよりも、偶発的事情を前提として新たに当事者間で再交渉し、当初の契約を変更または破棄した方が望ましい場合があるかもしれない。偶発的事情が生じたときに当事者間で新たに再交渉を行うことが可能であれば、裁判所が当事者の契約に介入する必要はないだろう。しかし、再交渉が決裂してしまったり、何らかの理由によって再交渉が事実上不可能な場合もありう

来どのような事態が発生したら介入するか、その事態の性質を予め明確に定めておく必要はないということである。裁判所は、予見しえない偶発的事情が発生したら、裁判所が予め用いることを約束していた法的『スタンダード』を用いることができる。…。このような法的ルールは、予見不可能な偶発的事情の発生から生じるコストそれ自体を減少させるだけでなく、予見し得ない状況が当事者に与える危険を減少することによって、当事者の富の総和 (joint wealth) を増加させるかもしれない)。

100) 契約の不完備性については、例えば、柳川範之・藤田友敬「会社法の経済分析：基本的な視点と道具立て」三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』東京大学出版会10-13頁 (1998年)、柳川範之『契約と組織の経済学』東洋経済新報社7-33頁 (2000年) を参照。

101) 会社契約の不完備性は、裁判所による事後的な介入の根拠として用いられているだけでなく、事前に明確な制約 (強行法) を設けることの正当化理由として用いられることもある。Gordon, *supra* note 53, at 1573-75 (会社契約は不可避免的に不完備であるために機会主義的定款変更がなされる可能性があるが、強行的なルールはその危険を回避することができる); Bebchuk, *supra* note 51 (同旨)。

る。例えば再交渉のコストがあまりにも高い場合は、再交渉が行われないう¹⁰²⁾。このような場合は、当事者の再交渉を裁判所が代替して当事者に現実の再交渉の代替物を提供するために、当事者の契約に裁判所が事後的に介入することを正当化する余地があるかもしれない¹⁰³⁾。実際に再交渉を行い株主の意思を問う代わりに、取締役役に信任義務を課すことにより取締役会の意思決定の妥当性を事前にある程度担保し、取締役会の決定を事後的に株主が争うことができるように、信任義務を根拠に裁判所が当事者の契約に介入する道を開いておく¹⁰⁴⁾というのは、合理性があるかもしれない¹⁰⁵⁾。

裁判所の事後的な介入には便益と費用がある。後発的な事情が発生したために、当初の契約をそのまま執行するのではなく、裁判所が介入して変更を加えることは、事後的に望ましくなくなった契約を回避できるという意味では当事者の保護になる。将来の不確実性から生じる危険に対し一種の保険を当事者に与えることになるからである。しかし、このことはコストも生む。契約の当事者は、契約が結ばれ相手方が契約を履行すると信じるからこそ、その契約条件に応じた金銭や時間などの様々な投資を行う。そのような投資がなされてはじめて、その契約関係からしか得ることのできない関係特殊的な利益を得ることができる。しかし、契約が実行される保証がなく、事後的に変更されてしまうとすれば、このような

-
- 102) 会社の場合、問題となった会社契約の再交渉のために株主の意思を問う必要がある場合は、再交渉は困難である。特に大規模公開会社の場合は、株主が再度意思決定を行うことは非常に困難である。株主の意思は、通常は株主総会での議決で表すことになる(定款の定めによっては書面による同意(written consent)が可能なる場合もある)。しかし、株主総会を開催するためには多額の費用がかかる。株主総会を開くための金銭的な支出だけでなく、経営者の機会費用がかかる。招集するために必要な時間も長く、機動的な意思決定は望めない。そのために、再交渉を行う費用は非常に高い。
- 103) さらに、事後的な不確実性から発生するリスクが裁判所の介入によって減少する可能性があるなら、裁判所が介入しない場合に比べてリスクが減るため、当事者が事前に結ぶ契約もより望ましい契約になるかもしれない。
- 104) 信任義務の存在意義の一つは、裁判所の介入による事後的な法創造の根拠を与えることにありと考えられる。事前の法創造ではなく、裁判所による事後的な法創造が望ましい場合もある。詳しくは、後のIII.3を参照。
- 105) しかし、裁判を起こして裁判所に再交渉を代替させることそれ自体も大きな費用がかかる。できる限り株主の意思を問わずに、後発的な事情への対応を取締役会だけでできるようにしておくことにも合理性がある。

関係特殊な投資を行うインセンティブが減ってしまうだろう。裁判所の介入によって当初の契約が変更されるかもしれないと当事者が予想すれば、事前のインセンティブが減り、投資のレベルが下がり、結果として事前の効率性は低下するかもしれない¹⁰⁶⁾。

このように、裁判所が事後的に介入することは、事後的な観点からすると望ましくない契約が実行されることを回避するという長所がある反面、事前のインセンティブと効率性を低下させてしまうという短所がある。これは偶発的な事情の有無にかかわらず、裁判所が当事者の契約に事後的に介入する場合は常に起こりうる問題である。裁判所がどのような場合にどのように介入するかで、両者のバランスは変化しうる。裁判所が積極的に介入していくのか、それとも抑制的で当事者の契約を尊重していくのかによって、当事者の事前のインセンティブは変化する可能性がある。IVで見るように、デラウエア裁判所の場合、基本的には介入に抑制的で当事者の契約を尊重する傾向がある。

(3) 外部性

外部性は、裁判所による会社契約自由への介入を一番正当化しやすいかもしれない。当事者にとっては有益で、お互いに好ましい契約や取決めでも、第三者にとっては害になる場合がありうる。その契約が第三者に好ましくない影響を与えても、その契約は当事者にとっては好ましいので、当事者には変更するインセンティブがない。そのために、法が介入して好ましくない外部性を除去する必要があるかもしれない。例えば、合併合意 (merger agreement) を第三者の介入から保護するために合併当事者が取引保護装置¹⁰⁷⁾を定めた場合、この取引保護規定は第三者に好ましくない影響を与えうる。合併合意を保護する取引保護規定は、合併の当事者双方が望ましいと考えた相手との合併取引が第三者の介入によって妨害されるのを阻む機能を有するので、合併当事者にとっては望ましいと考えられる。しかし、このような取引保護規定は、会社支配権市場や社会厚生に

106) この点については、例えば、柳川・藤田・前掲注100)・18-24頁、柳川・前掲注100)・82-83頁を参照。

107) 取引保護規定については、IV.2.(2)を参照。

負の影響を与える可能性がある。

解約料 (termination fee)¹⁰⁸⁾を例にとって考えてみよう。T社 (target のT) とA社 (1st bidder) が合併することに合意したとする。その後、B社 (2nd bidder) がT社を買収しようとしているとする。T社とA社の合併合意で解約料が定められていなかった場合 (事例1) と、何らかの理由で合併が完成しなかった場合には、T社がA社に解約料を払うという合意がなされていた場合 (事例2-4) の、4つの場合を考えることにする¹⁰⁹⁾。以下で示すように、解約料は買収関係者の留保価格を変化させる可能性がある。

【事例1】 解約料が定められていない場合である。A社はT社の価値を100と評価して、95でT社を買収する提案をした。A社のT社買収に支払ってもよいと考えている価格、すなわち留保価格は100であり、買収のために提示した価格は95なので、5がA社の余剰 (surplus) である。B社はT社の価値を105と評価しているとする。A社とB社でT社の買収をめぐる争いになり、T社のオークションが生じた場合、A社は100まで支払おうとするが、それ以上は払わない。B社は105まで支払ってもよいと考えているが、A社が100しか提示していないので、101でT社を獲得することになる。

【事例2】 A社とB社の留保価格は事例1と同じであるが、11の解約料が定められている場合である。T社とA社が最初に合併交渉を行い、A社はT社を95で買収する合意がなされ、さらにT社とA社の合併が完成しなかった場合は、T社がA社に11の解約料を支払うという合意がなされている場合である。この場合、B社はT社には105の価値があると思っているが、T社をオークションで

108) 解約料とは、合併合意が成就しなかった場合など、何らかの一定の事由が発生した場合に、合併当事者の一方から他方へ支払われる金銭のことである。詳しくはIV.2.(2)を参照。

ここでは解約料を例に取っているが、他のロックアップ、すなわちストック・ロックアップやアセット・ロックアップでも理論的には同じ効果を持つ。

109) 以下の例は、John C. Coates IV & Guhan Subramanian, *A Buy-Side Model of M & A Lockups: Theory and Evidence*, 53 STAN. L. REV. 307, 337-39 (2000) によった。さらに、Marcel Kahan & Michael Klausner, *Lockups and the Market for Corporate Control*, 48 STAN. L. REV. 1539 (1996) も参照。

競り勝った場合は、A社に11の解約料を払わなければならない。従って、B社はT社の価値は105あると評価していても、T社から解約料分の11が流出してしまうため、B社にとってのT社の価値は $105 - 11 = 94$ しかないことになってしまう。そのために、T社とA社の間で11の解約料が設けられている場合には、B社は94までしか払おうとしない。B社の留保価格は94まで下がってしまうことになる。B社は94までしかT社のオークションにビッドしないので、T社は95でA社を獲得することになる。この場合、B社の方がA社よりも留保価格が高いのに、解約料があるために、T社を一番高く評価しているB社がT社を獲得できない。このような解約料は、排除的な機能を有する。

【事例3】 A社はT社を95の価値があると評価している。B社はT社を120と評価している。事例3の場合は、事例2と比べると、A社とB社の留保価格の差が大きい。解約料は事例2と同じで、A社とT社の合併が完成しなかった場合はT社がA社に11支払うことになっている。この場合、B社はT社の買収に成功したらA社に11支払わなければならないが、B社はT社を120と評価しており、 $120 - 11 = 109$ なので、B社はT社に109までなら支払ってもよいと思っている。この場合B社は96でビッドすればB社が勝ち、解約料が支払われるためA社は11得ることになる。

【事例4】 A社はT社を100と評価し、B社はT社を105と評価している。しかし、事例4はT社とA社の合併が完成しなかった場合に、T社がA社に支払う解約料が7と小さい場合である。この場合、B社はT社の獲得をしたら7払わないといけないので、 $105 - 7 = 98$ までならT社を取得するために支払ってもよいと考えている（留保価格は98）。A社は当初の合併合意で、T社の獲得に95払うことになっているので、B社がA社に競り勝つには、96から98の間の価格を提示しなければならない。この場合に、A社はどのような判断をするか。もしA社が99を提示すると、B社は98までしか提示しないので、99でA社がT社を獲得することになる。この場合、A社はT社の価値を100と評価していたので、A社の余剰は $100 - 99 = 1$ である。もしA社が提示価格を95のまま変更しないとすると、A社はT社のオークションには負けるが、解約料が支払われるため、7を得ることになる。オークションに勝つよりも負けた方がA社の利益になる。

従って、この場合は事例2と異なり、解約料があっても高い留保価格をもつB社が96でT社を獲得することになる。

[表] 解約料の影響

事例	解約料	留保価格*		ビッド価格		余剰		勝者
		A社	B社	A社	B社	A社	B社	
1	なし	100	105	100	101	0	4	B社
2	11	100	105(94)	95	94	5	0	A社
3	11	95	120(109)	95	96	11	7	B社
4	7	100	105(98)	99	98	1	0	A社
				95	96	7	2	B社

*括弧内は解約料の存在によって変化を受けた留保価格

もし上の事例1から4の例が正しいとすると、事例1と事例2の対比が示すように、解約料の有無は、誰が標的公司（事例ではT社）を獲得するかに影響を与える可能性があり、最も高く標的公司を評価している者の手に標的公司が移転するとは限らない。この場合、解約料は望ましい取引が実現されるのを阻む排除的な機能を果たしていることになる¹¹⁰⁾。

次に、事例1と事例4を比べてみる。A社のT社に対する評価（留保価格）は100、B社は105であり、これは事例1と事例4で同じである。最終的にT社のオークションにB社が勝つという結果も同じである。しかし、A社とB社の余剰は異なっている。解約料がない事例1の場合、B社の余剰は $105 - 101 = 4$ であり、A社は0である。それに対し、事例4の場合は、B社の余剰は $98 - 96 = 2$ であり、A社の得た利益は7である。事例1と事例4で配分的効率性が変化している。

110) 解約料などのロックアップは、標的公司の外部に影響を与えるだけでなく、標的公司の内部にも影響を与える可能性がある。ロックアップがなければ、B社もT社の獲得を行おうとして、A社とB社の間で標的公司のオークションが発生したかもしれない。その結果、標的公司の株主は、A社に獲得される場合よりもより多くの経済的利益を受けることができたかもしれない。標的公司の株主は、ロックアップがあったために、得られたかもしれない最大の価格を得る機会を失う可能性がある。

事例1と事例4の対比が示すように、B社がT社を最終的に獲得するとしても、解約料がない場合はB社の余剰は4であったのに、解約料がある場合は2に減ってしまう。解約料があると最終的な買収者の利益が減ってしまう可能性がある。解約料は買収者が標的会社を探して買収の提案を行うインセンティブを弱めてしまう可能性がある。もし解約料がインセンティブを弱めるとしたら、解約料がなかったならば発生し得た経営者の交代が、解約料があるために発生しなくなってしまう可能性がある。もしそうだとすると、解約料は会社支配権市場の機能に影響を与える可能性がある。以上の例が正しいとすると、解約料などのロックアップは、負の外部性をもっていることになる。

以上で述べたロックアップの他にも、外部性の問題が生じる場面がありうる。例えば、敵対的テイクオーバーに対する防衛策に関係するルールは会社支配権市場の有効性に直接影響を与えるので、外部性の問題を起こす可能性がある。委任状勧誘の費用償還のルールも外部性があるといえる¹¹¹⁾。委任状勧誘の費用償還に関するルール¹¹²⁾は、委任状競争(proxy contest)の有効性に影響を与えうるから

111) Bebchuk 教授と Kahan 教授は、委任状勧誘のルールは重大な外部性を生み出すとしている。Lucian A. Bebchuk & Marcel Kahan, *Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests*, CALIF. L. REV. 1071, 1131 (1990)。敵対的テイクオーバーの防衛手段に関するルールも同様であるとする。Id. at 1131-32。このような外部性の存在によって、委任状勧誘ルールに強行的な規定を設けることが正当化されるかもしれない、としている。Id. at 1131。

112) 委任状勧誘の手続や委任状説明書(proxy statement)に記載することができる事項は連邦法の問題である。しかし、委任状競争(proxy contest)にかかる費用をどのように償還するかは州法(判例法)の問題である。費用償還のルールは、Rosenfeld v. Fairchil Engine & Airplane Corp., 128 N.E. 2D 291 (N.Y. 1955)で示されたルールが現在のアメリカのほぼ全ての州で用いられている。このルールでは、現職の経営者は委任状競争の勝敗にかかわらず費用の償還を受けることができるのに対し、挑戦者は委任状競争に勝利しなければ費用の償還は受けられない。そのために、現職の経営陣に極めて有利なルールになっている。ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES, at 182, 184-85。このような費用償還のルールを正当化する理由があるとすれば、現職の取締役に対する信頼であろう。現職の経営者は株主の議決によって選ばれた者たちであるが、挑戦者は株主による選抜を経た者ではない。株主に選任された現職の取締役は株主の信任を得て、株主のために行動していると推定されるという考え方がこのルールの基礎にあるといえる。

このような現職の委任状競争の費用償還ルールは挑戦者のインセンティブを損なっているかもしれない。委任状競争の費用償還ルールをどのように設計するかは、挑戦者のインセンティブに影響を与え、経営者の交代頻度に影響を与えうるので、外部性があるといえる。Id.

である。現在の敵対的テイクオーバーでは、委任状競争とテイクオーバービッドを組み合わせたのが通常で、また両者を組み合わせないと標的会社の獲得は事実上不可能なので、委任状勧誘の費用償還に関するルールは外部性があるといえる。他にも、会社支配権の売却 (sale of control) の際の支配プレミアム分配のルールも¹¹³⁾、支配権の移転の頻度に影響を与える可能性があり¹¹⁴⁾、外部性があるといえる¹¹⁵⁾。以上で述べたような外部性もたらす負の影響を除去するために、法が会社契約に制約を加えることを正当化できる可能性がある。

以上で述べたように、裁判所が信認義務を用いて会社契約を制約することを正当化する機能的な理由があるといえそうである。しかし、制約を正当化できるとしても、信認義務を用いた会社契約の制約は制約方法として望ましいのだろうか。信認義務を用いた会社契約の制約の特性は、曖昧性と事後性にある。このような特性には長所と短所があるので、以下では、会社契約を制約するとしたらどのような制約方法を用いるべきかを考えていくことにする。 (以下次号)

113) アメリカでは、原則として、支配株主による支配権の売却の取引に対して規制を加えておらず、少数株主はその取引に関し何の権利も与えられない。支配株主は、支配権 (control block) をプレミアム価格で売却してよく、プレミアムを少数株主と分かち合う必要はない。少数株主は、支配株主と共に支配権の買収者に少数株主の保有する株式を売却する権利もなければ、合併の場合のように株式買取請求権もない。ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES, at 394-95. このような非規制のルールを Bebchuk 教授は市場ルール (market rule) と呼んでいる。Lucian A. Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 Q. J. ECON. 957, 959 (1994). 市場ルールに対置されるルールは機会平等ルール (equal opportunity rule) である。このルールでは、少数株主は支配権を売却する支配株主と同じ条件でその取引に参加する権利を与えられることになる。アメリカ以外の法域では、支配権の売却の取引について、少数株主は何らかの権利を与えられていることが多い。

アメリカにおける市場ルールの例外は、略奪者への売却 (sales to suspected looters)、会社の地位の売却 (sales of corporate office)、会社の機会の売却 (sales of corporate or collective opportunities) である。Einer Elhauge, *The Triggering Function of Sale of Control Doctrine*, 59 U. CHI. L. REV. 1465, 1467-80 (1992).

114) Bebchuk 教授は、機会平等ルールでは、少数株主の状態を悪化させる (worse off) 移転は発生し得ないので、非効率的な支配権の移転はすべて妨げられるが、機会平等ルールは、効率的な支配権の移転を促進させるという観点からすると、市場ルールよりも劣っているとす。Bebchuk, *supra* note 113, at 960. なお、Marcel Kahan, *Sales of Corporate Control*, 9 J. L. ECON. & ORG. 368 (1993) も参照。

115) Bebchuk, *supra* note 113, at 959 (「このような会社支配権の取引は「少数株主に外部性の効果を与えるかもしれない」)。