

Title	アメリカ合衆国における企業買収規制規定とその問題点
Sub Title	Some hints from regulation of tender offer in the U. S. A.
Author	並木, 和夫(Namiki, Kazuo)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1989
Jtitle	法學研究：法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.62, No.3 (1989. 3) ,p.40- 62
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19890328-0040">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19890328-0040</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

# アメリカ合衆国における企業買収規制規定とその問題点

並 木 和 夫

## 序 論

一、連邦法による企業買収規制

二、州法による企業買収規制

(一) 第一世代規定と *Edgar v. Mite Corp.* 事件

(二) 第二世代規定と *GTS Corp. v. Dynamics Corp. of America* 事件

三、デラウエアー州一般会社法改正第二〇三条

(一) デラウエアー州企業買収規制規定の展開

(二) デラウエアー州一般会社法改正第二〇三条の概要

四、アメリカ合衆国における企業買収規制規定と日本法への示唆

(一) 証券取引法と会社法との区別

(二) 取締役は企業買収の当否についての最良の判断者か

(三) 企業買収は抑止されるべきか

## 序 論

アメリカにおいては、ここ数年間に企業買収が激増し、しかも、それは、既存会社の存続と発展のための有力な方法とされており、今や、上場会社は、中堅会社はもちろん、巨大会社にいたるまで、企業買収を企業戦略として利用しており、しかも、企業買収のための資金が豊富に供給されていて、小会社が大会社を買収することも少なくなく、巨大会社といえども、企業買収の危険にさらされている。

一九八六年におけるアメリカの企業買収は、実に三、三五六件に達し、これは、前年比一二%の増加であり、買収金額は、一、七六六億ドルの巨額になり、このうち、一億ドル以上の企業買収の数は、五三件に達した。<sup>(1)</sup>

このような企業買収の手段としては、公開買付 (tender offer) の方法によるものが多い。そこで、公開買付の対象会社の株主の保護のために、公開買付の法的規制が問題となるのは当然である。

一九八七年七月一日に、デラウェア州における企業買収規制を規定したデラウェア州一般会社法 (Delaware General Corporation Law) 以下、単にデラウェア会社法と呼ぶ) 第二〇三条が廃止され、一九八八年二月二日に、これに代わる新たな企業買収規制を規定した第二〇三条が発効した。

現在、アメリカ全体において設立された株式会社のうち、デラウェア会社法を設立準拠法とするものは一八万社にものぼり、ニューヨーク証券取引所 (New York Stock Exchange) に上場されている会社および Fortune 誌の企業番号五〇〇社の約半数を占めているので、これは重要な意味を持つ。<sup>(2)</sup>

そこで、本稿においては、デラウェア会社法における企業買収規制条項の改正を契機として、アメリカにおける企業買収規制規定について検討する。<sup>(3)</sup>

## 一、連邦法による企業買収規制

会社支配権の獲得手段は、委任状争奪戦の方法によるものと、公開買付の方法によるものとの二種に大別されるが、アメリカにおいては、一九六〇年代以降、公開買付の方法による会社支配権の獲得が盛んに行われるようになった。<sup>(4)</sup> 企業を合体する手段としての、これらの方法は、いわゆる敵対的買収ないし非友好的買収 (hostile takeover) において行われる。

ここに、敵対的買収とは、被買収会社の経営者が、何らかの理由で買収に同意しないか、あるいは反対している、企業買収を指す。

企業を合体するための手段としては、公開買付の方法のほか、吸収合併の方法や営業譲渡の方法もあるが、吸収合併の方法や営業譲渡の方法で企業を合体するには、被買収会社の取締役会の承認が必要であり、敵対的買収においては、被買収会社の取締役会の承認を得られないので、委任状争奪戦や公開買付の方法が用いられる。

ここに、公開買付 (tender offer) とは、「ある会社より他の会社の株主に対して、新聞広告の手段によって (友好的買収のときは、株主名簿を利用して、郵便の手段によって、なされる株式の買付の申込であって、会社の支配権の獲得を目的とするもの」と定義される。<sup>(5)</sup>

アメリカにおいては、公開買付は、証券規制 (securities regulation) の領域に属するものとされ、一九六八年に、アメリカ連邦議会は、公開買付の法規制を目的として、証券取引法 (Securities Exchange Act of 1934) 以下「証券法」と呼ぶ。に対する、第一三条 d 項・e 項、第一四条 d 項・f 項よりなる、一連の追加規定を制定し、これは、その法案の提出者が Williams 上院議員であったところから、ウィリアムズ法 (Williams Act) と呼ばれている。ウィリアムズ法は、一九七〇年の改正を経て、現行規定に至っている。

証券法第一三条d項・e項は、公開市場および私的交渉による株式の取得を規制するものであって、その内容は、大量の株式取得に際しての開示要求であり、第一四条d項・f項が、公開買付について規制しており、このうち本稿との関係で特に重要なのは、第一四条d項である。

すなわち、第一四条d項一号は、「いかなる者も、公開買付申込またはこれに対する応募の要請もしくは招請の文書が最初に公表されまたは証券保有者に送付もしくは交付される時まで、本法第一三条d項に定める情報ならびに委員会が公益または投資者保護のために必要または適当として規則で定める追加的情報を記載した届出書を委員会に届出ているのでなければ、直接または間接に、郵便または州際通商の方法もしくは手段、または全国証券取引所の施設、またはその他の方法を利用して、本法第一二条に基づいて登録された種類の株式につき、公開買付申込またはそれに対する応募の要請もしくは招請をなすことによって、当該買付の終了後にその者が直接または間接に当該種類の証券の5%以上の実質的所有者となることは違法である。上記に該当する証券の公開買付申込またはそれに対する応募の要請もしくは招請状、あるいは公開買付申込またはそれに対する応募の要請もしくは招請に関する広告は、すべて、当該届出書の一部として届出なければならず、また当該届出等の記載事項のうち委員会が定めた情報を記載していなければならない……」<sup>(6)</sup>と規定し、公開買付人の被買収会社の株式の持株数が5%を超えることとなる公開買付について、証券取引委員会に対する届出を強制し、Schedule 14d-1は、届出書の記載事項について定め、その内容は、おおよそ以下の通りである。

- ① 対象会社の名称と本店所在地、対象株式の社外株式数、買付予定株式数、株式買付の対価、当該株式の主たる市場所、ならびに過去五年間における四半期ごとの当該株式の最高価格および最低価格、
- ② 買付人の名称・氏名、職業・過去五年間の職歴、過去五年間において刑事裁判において有罪判決を受けたことの有無、過去五年間において民事裁判または行政裁判の当事者となり、その結果、連邦または州の証券法上の行為の差止

もしくは禁止の処分を受けたり、連邦もしくは州の証券法に違反するものとされたことの有無、ならびに市民籍、

③対象会社との取引等がある場合には、その内容と額、

④買付を行うための資金またはその他の対価の出所ならびに額、

⑤公開買付の目的および買付人の計画または提案内容、

⑥対象会社の株式の保有数およびその社外株式中に占める割合ならびにその内容、

⑦買付人の財務報告。

これを前提として、d項五号は、公開買付に応じた株主の撤回権とその行使期間を定め、同項六号は、公開買付の予定量を超えて売却の応募があった場合につき、按分比例によって買付(*pro rata acceptance*)をなすべき旨を定め、

証券取引委員会規則 (*Securities and Exchange Commission Rule*, 以下規制と呼ぶ) 14d-8は、これを公開買付一般に拡張し、さらに、d項七号は、買付期間中の買付価格の引上の効果はすべての買付に及ぶものとしている。

このように、ウィリアムズ法は、公開買付に際しての情報の公開を要求し、もって、これに応ずる者に熟慮する機会を与えるとともに、これらの者の平等な取扱を図ることに主眼をおいているのであって、公開買付によって企業買収を行うことに対しては、これを積極的に肯定するものでも否定するものでもない。

## 二、州法による企業買収規制

### (一) 第一世代規定と *Edgar v. Mite Corp.* 事件

公開買付が行われた後、吸収合併(*merger*)によって、形式上も企業の合体が完成する(「二段階合併」*two-step merger*)のであるが、非友好的買収に対して、対象会社の企業経営者は、二段階目の吸収合併を行うに際しての株主総会決議

の決議要件を加重することなどによって、対応してきたほか、議会に対する政治的圧力によって、これに抵抗してきた。州法による企業買収規制がその現れである。

ウィリアムズ法の制定に先立つ僅か五ヶ月の間に、ヴァージニア州会社法における企業買収規制規定（一九六八年三月制定）を初めとして、三七の州において、企業買収規制規定が設けられた。<sup>(7)</sup>

このような企業買収規制規定の当初のものは、連邦法以上の詳細な開示を要求したり、州の監督官庁が情報開示の充分性や、場合によっては、買収条件の実体的公正さを判断するための審理を行うことを定めたりして、実質的には、買収を遅延させ、対象会社の経営者に防衛の機会を与える効果を伴うものであり、このような内容をもつ企業買収規制規定は「第一世代規定 (first-generation statutes)」と呼ばれる。

ところが、一九八二年に至って、このような第一世代規定がもつ問題が、明らかとなった。それは、イリノイ州の企業買収規制規定の効力が争われた *Mite* 事件<sup>(8)</sup>において、連邦最高裁判所の多数意見による判決によって、明らかにされた。

アメリカ合衆国憲法第一編第八節一項は、「連邦議会は次の権限を有する。」と規定し、三項は、「諸外国との通商および各州間ならびにインディアンの部落との間の通商を規律すること。」と規定し、<sup>(10)</sup>また第六節二項は、「この憲法、これに準拠して制定される合衆国の法律および合衆国の権能をもってすでに締結されまたは将来締結されるすべての条約は、国の最高の法である。これによって各州の裁判官は、各州憲法または州の法律中に反対の規定がある場合と<sup>(11)</sup>いえども、拘束される」と規定している。

前者は、「通商条項」と呼ばれ、後者は、合衆国憲法の「最高性条項」と呼ばれている。*Mite* 事件においては、イリノイ州の企業買収規制規定の、これら通商条項および最高性条項との抵触の有無が問題となった。

イリノイ州の企業買収規制規定は、典型的な第一世代規定であって、公開買付の抑止 (deterrence) を意図するもの

であり、その具体的内容は次の通りである。

イリノイ州企業買収規制規定は、①買付人 (offeror) は、公開買付の開始の二〇日前に、イリノイ州州務長官 (Illinois Secretary of State) および被買収会社に対して、その旨通知しなければならないものと定め、またこの二〇日間の待機期間 (waiting period) 中、買付人は、被買収会社との接触 (communication) は許されるものの、株主との接触は禁じられ、待機期間の満了の後、被買収会社の社外株式総数の一〇%以上を保有する株主、または社外取締役中の一〇%以上の者が要求する場合には、州務長官は、公開買付が実質的に公正 (substantive fairness) であるかどうかを裁定するための聴聞 (hearing) を開始し、これが行われない場合にだけ、公開買付を開始できるものと定め、また、州務長官が買付人による開示が十分でないと判断する場合、および買付の申込の内容が不衡平 (inequitable) であると判断する場合に、州務長官に公開買付を差止める (enjoin) 権限を認め、更に、この企業買収規制規定の効力は、社外株式総数の一〇%以上がイリノイ州の住民によって保有されている会社にも及ぶものと規定したほか、他州の法を設立準拠法とする会社であっても、

- ①被買収会社の本店 (principal executive office) の所在地がイリノイ州にあること、
  - ②その組織がイリノイ州法に従って構成されている会社であること、および
  - ③資本金と資本剰余金との合計額の一〇%以上の額に相当する資産がイリノイ州に存在する会社であること、
- の三要件中の二以上を満たす会社にも及ぶものと規定していた。

かくて、イリノイ州企業買収規制規定は、州際取引となる公開買付にも及ぶので、通商条項との抵触の問題が、また同規定はウィリアムズ法が規制する事項と同一の事項に、これと異なる規制を加えていたので、最高性条項との抵触の問題が、それぞれ生じた。

連邦最高裁判所の判旨は、最高性条項との抵触の問題については、多数意見に達することができず、結論を下してい

ないが、通商条項との抵触の問題については、イリノイ州が企業買収規制規定の制定によって保護しようとした利益は、現実には存在せず、イリノイ州企業買収規制規定が州際取引に課した規制内容を正当化するに足りないとして、イリノイ州企業買収規制規定は、アメリカ合衆国憲法第一編第八節第三項が定める通商条項に違反して無効であるとした。判旨が、このようにしてイリノイ州企業買収規制規定を違憲であるとした判断は、以下の判例によって基礎づけられる。

<sup>(12)</sup> 第一に、州が法律によって直接的に州際通商を規制することは、連邦憲法が定める通商条項に抵触して、無効であり、また州が法律によって州際通商を差別する (discriminate) ことも、連邦憲法が定める通商条項に抵触して、無効であるが、<sup>(13)</sup>

第二に、州の法律が、単に州際会社 (interstate company) について規制しているという事実だけをもってしては、州際通商を差別するものとはされない。<sup>(14)</sup>

第三に、州法の規制が、州際通商に及ぶとしても、それが適法な (legitimate) 地域の公益の公正な (evenhanded) 実現を目的としており、かつ州法の規制が、附随的に州際通商に及ぶに過ぎない場合には、州際通商に及ぶ規制の程度と州の利益の重要性との比較関係において、前者が過当でない場合には、通商条項に抵触して違法なものとはされることはない。<sup>(15)</sup>

かくて、イリノイ州企業買収規制規定は、判旨が指摘するように、直接的にはなく、間接的に、州際通商に及んでいるにすぎず、第一の点に触れてこれが違憲であって無効とされることはないとしても、第三の点、すなわち州の利益との比較関係で過当である、と判断されたから、違憲であって、無効とされた。

このようにして、第一世代規定の典型であったイリノイ州企業買収規制規定が違憲であると判断されたために、第一世代規定をもつ州においては、新たな企業買収規制の途が模索されることとなった。

(I) 第二世代規定と CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America 事件

新たな企業買収規制の方向の模索の中で、まず考えられたことは、従来各州は、公開買付そのものを規制しようとしたため、合衆国憲法が定める通商条項および最高性条項と州が定めた企業買収規制規定との抵触が問題となり、Mite 事件に至って、イリノイ州企業買収規制規定が違憲とされたので、従来とは異なって、公開買付そのものの規制ではなく、本来的に州の権限に属するとされる会社立法権の枠内において、企業買収規制規定の効果をもつ規定を設け、これによって企業買収を規制するという方法であり、このような方法によって企業買収を規制してきたのが第二世代規定(second-generation statutes)である。ところが、一九八七年四月に至り、CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America 事件<sup>(16)</sup>において、今度は、第二世代規定に属するインディアアナ州の企業買収規制規定の合衆国憲法が定める通商条項および最高性条項との抵触の問題が、連邦最高裁判所において争われた。

インディアアナ州企業買収規制規定においては、買付人が、一定の数量を超えて被買収会社の株式を取得した場合に、支配株式の取得があったと看做し、被買収会社の役員、取締役および買付人を除いた、残余の企業買収について利害関係がない株主の多数による承認がある場合を除き、当該株式につき議決権が剝奪されるが、買付人は、その費用において、取締役に対して、五〇日以内に臨時総会を招集すべきことを請求でき、この総会においては、買付人が保有する株式について、議決権を復活すべきかどうかが審議されるものとされていたほか、インディアアナ州企業買収規制規定の効力は、インディアアナ州法を設立準拠法として、インディアアナ州を主たる営業の場所とする、その主たる資産と本店がインディアアナ州に所在する会社であって、①その株主の一〇％超がインディアアナ州に居住する会社、②その株式の一〇％超がインディアアナ州の居住者によって保有される会社、および③インディアアナ州に所在する株主数が一、〇〇〇人超の会社、にだけ及ぶものとされていた。

連邦最高裁の判旨は、まず、最高性条項との抵触の問題については、インディアアナ州の立法者のインディアアナ会社

の株主を保護しようとする意図は、ウィリアムズ法に抵触するものでなく、むしろ、投資者の保護という連邦の政策を發展させたものに過ぎないとし、<sup>(17)</sup> またインディアナ州の企業買収規制規定が、買付人の議決権を復活するに際しては、最大五〇日を要するものとした点については、五〇日という期間は不相当ではなく、<sup>(18)</sup> 最高性条項に抵触するものではないとし、次いで、通商条項との抵触の問題については、インディアナ州企業買収規制規定は、州外の買付人に、インディアナ州内の買付人よりも重い負担を課すものではないから、州際取引を差別するものではなく、<sup>(19)</sup> またインディアナ州は、会社形態が不公正な取引の隠れ蓑として用いられるのを阻止することについて最大の利害関係を有する<sup>(20)</sup>として、通商条項に抵触するものでもない<sup>(21)</sup>と判示し、イリノイ州企業買収規制規定の合憲性を承認した。

CTS 事件以降、インディアナ州と同様、二段階合併の二段階目(second step)を実施するについて、猶予期間を設け、これによって企業買収を規制しようとする州(ニューヨーク一九八六年、ニュージャージー一九八七年、いずれも五年の猶予期間を置く)もあるが、それ以外の州においては、これと異なった企業買収規制規定が設けられ、<sup>(22)</sup> 結局、第二世代規定は、以下の四つに分れている。<sup>(23)</sup>

- ① control-share acquisition statutes (支配株式の取得を規制する方法)。
- ② fair price laws (株式の買取価格が公正であることを要求することによって規制する方法)。
- ③ control-share cash-out laws (支配株式を取得した者に残余の株式の公正価格による買取を義務付ける方法)。
- ④ business combination moratorium statutes (形式上の企業合体について猶予期間を設ける方法)。

そこで、これら四種の企業買収規制方法について、説明する。

第一に、control-share acquisition statutes の方法による企業買収規制とは、支配株式の取得について、企業買収に關して利害関係を有しない株主の過半数による同意を要求することによって、支配株式の取得を困難ならしめようとするものである。この方法を採用する州としては、アリゾナ、フロリダ、ハワイ、インディアナ、ルイジアナ、マサ

チューセッツ、ミネソタ、モンタナ、ネヴァダ、ノース・キャロライナ、オハイオ、オクラホマ、ユタ、およびウイ  
スコンシン、の各州が挙げられる。

第二に、*fair price laws* の方法による企業買収規制とは、二段階合併の第一段階目の買付に際して、買付に応ぜず、  
結果として第二段階目の吸収合併において、不十分な対価で締出されることとなる残余株主の保護を目的とする形を  
採り、典型的な立法形式としては、株主の締出 (*squeeze out* 二段階目の吸収合併) を行うには、取締役会および残余株  
主の超過半数 (*super majority*) による承認を必要とするものと定めるか、第一段階目における買付価格と第二段階目  
における買付価格を同一の価格に設定すべきものとし、かくて、企業買収を困難ならしめようとするものである。この  
方法を採用する州としては、コネティカット、フロリダ、ジョージア、イリノイ、ケンタッキー、ルイジアナ、メリ  
ーランド、ミシガン、ミシシッピ、ノース・キャロライナ、ヴァージニア、ワシントン、およびウイスコンシン、  
の各州が挙げられる。

第三に、*control-share cash-out laws* の方法による企業買収規制とは、被買収会社の議決権の一定割合(通常は三〇%)  
を取得した者に対して、残余の株主は、公正価格による株式買取請求権をもつものとするることによって、企業買収を  
困難ならしめようとするものである。この方法を採用する州としては、メリーランド、ペンシルヴァニア、およびユ  
タの各州が挙げられる。

第四に、*business combination moratorium statutes* の方法による企業買収規制とは、買付人に、一定の期間、残余  
株主の会社企業からの排除を生ずるような *cash-out merger* 等を禁止し、かくて、企業買収を困難ならしめようとする  
ものである。この方法を採用する州としては、ニューヨークがあり、そこでは、五年以内における形式上の合体を  
禁ずるとともに、少数株主を排除するには公正価格による株式の買取によらなければならないものと定めている。

### 三、デラウエア州一般会社法改正第二〇三条

このように、州法による企業買収規制の方法は四つに分れているが、デラウエア州がどのような方法を採用かが注目されていたところ、先に述べたように、一九八八年二月二日に、デラウエア州会社法改正第二〇三条が設けられた。

#### (一) デラウエア州企業買収規制規定の展開

デラウエア州において企業買収規制規定(デラウエア州会社法旧第二〇三条)が設けられたのは、比較的遅く、それは一九七六年のことであった。

それによると、①公開買付を行おうとする者は、適時に(chiefly)、買付人の公開買付の意思を被買収会社に通知するとともに、買付人および買付に関する情報を提供しなければならず、②公開買付の期間は二〇日間以上が要求され、③応募数が買付予定数を超過した場合には、按分比例によるべきことが要求されるほか、④裁判管轄は、デラウエア州の高等裁判所(Court of Chancery)に専属するものとされていた。

しかし、これは第一世代規定であって、しかも、早くからそれが通商条項および最高性条項に抵触し、違憲であることが認識されており、傍論ではあるが、一九八六年の *Loral Corp. v. Sanders Associates, Inc.* 事件<sup>(23)</sup>において、「第二〇三条が違憲であることは、従来から明らかにされており、その結果、当裁判所は、一九八二年以来四五回にもわたって、被買収会社または司法長官による第二〇三条の執行を差止めて来た」と指摘されている。

そこで、一九八七年七月一日に同条は廃止され、デラウエア州が今後どのような企業買収規制規定を設けるかが、実務界および学会などから注目されていた。

このような状況の下で、一九八八年二月二日に、デラウェア州会社法改正第二〇三条が制定され、デラウェア州は、第二世代規定をもつ二八番目の州となった。そこで、次に、改正第二〇三条を検討する。

## (二) デラウェア州一般会社法改正第二〇三条の概要

改正第二〇三条は、「会社株式に対する自由な市場の存在がもたらす利益と、陵辱的な企業買収策略を制限する必要との均衡を図ることを目的として設けられたものである」と<sup>(24)</sup>とされている。すなわち、一方では、*negotiated acquisition* (十分な交渉に基づいた買収)と、株主に十分な対価がもたらされるような公開買付の助長を図るとともに、他方は、*highly leveraged bid* (極度に他人資本に依存する買付)、*two-tier bid* (二段階買付＝被買収会社の支配権を獲得するのに十分な価額を設定し、この価額で最初に買付に応じた株主の株式を買取り、これに遅れた株主の株式を、それより低い価額で買取る買付。このようにすると、株式を不当に低い価額で買取られることを恐れ、一回目の買付に、より多くの株主が集中し、結局株主の熟慮の機会が確保されない)、前渡金を用いて行われる買付 (*front end loaded bid*＝二段階買付の別称)、および企業を解体して換価することを目的とする買付 (*buy-up bid*) の抑止 (*discourage*) を図ることを目的としている<sup>(25)</sup>、とされる。そこで、まず同条の重要部分を訳出した上で、これについて概観する。

### 第二〇三条 利害関係株主 (*interested stockholders*) との間の企業結合 (*business combination*)

(a) 本章の他の規定にも拘らず、会社は、利害関係株主となった株主との間において、利害関係株主となった日から三年間は、いかなる企業結合をも行つてはならない。

但し、以下の場合は、この限りではない。

(1) 株主が利害関係株主となる日以前に、当該株主が利害関係株主となる原因たる企業結合または取引について、取締役会の承認を得た場合。

(2) 株主が利害関係株主となった原因たる取引の完了の時に、当該取引の開始時点における社外株式総数の(i)取締役または役員が

所有する株式、ならびに(ii)従業員持株計画によって所有される株式のうち、いずれの株式が買付または交換の対象となるかについて、従業員たる参加者が決定権を有しない従業員持株計画が所有する株式を除く、議決権ある社外株式総数の八五%以上の株式を所有することとなる場合。

(3)当該企業結合が、取締役会によって承認され、かつ議決権ある社外株式総数(当該利害関係株主の保有株式を除く)の三分の二以上の数をもって定時株主総会において承認された日以降に行われる場合。

(b)本条が定める制限は、以下の場合には、適用されない。

(1)会社の原始基本定款が本条の適用を受けない旨を明らかにしている場合。

(2)本条の効力発生の日より九〇日以内に、会社が取締役会の決議によって、附随定款を変更し、本条の適用を受けない旨を規定した場合。但し、変更後の附随定款を、さらに取締役会の決議によって変更することはできない。

(3)会社が、株主総会の決議によって、基本定款または附随定款を変更して、本条の適用を受けない旨を規定した場合。但し、この場合には、一般の基本定款または附随定款の変更のために必要な決議要件に加えて、議決権を有する株式総数の過半数の賛成を必要とする。

本号に基づいてなされた変更は、当該変更の日から一二月経過後に、その効力を生ずる。

本号に基づいてなされた変更は、当該変更がなされた時点およびそれ以前の時点において利害関係株主となった者と当該会社との間における企業結合には適用されない。

本号に基づいてなされた附随定款の変更は、取締役会の決議によってこれを更に変更することはできない。

(4)会社の株式が(i)全国証券取引所(national securities exchange)に上場されておらず、(ii)全国登録証券業協会(registered national securities association)の業者間相場(intra dealer quotation)において値付されておらず、かつ(iii)株主名簿上、株主の員数が二、〇〇〇名を超えない場合。但し、(i)、(ii)および(iii)の状況が、利害関係株主が採った行為、または当該利害関係株主を利害関係株主たらしめる取引、の直接若しくは間接の結果として生ずる場合は、この限りではない。

(5)不注意(inadvertently)によって利害関係株主となった者が、(i)速やかに十分な数の株式を処分し、利害関係株主たる地位を喪失した場合であって、(ii)不注意が存在しなければ、会社とかかる株主間における企業結合に先立つ三年間、利害関係株主となることがなかった場合。

(6) 第三者によつて「筆者注」提案され、公表 (public announcement) または以下において要求される通知 (notice) がなされた取引の完成前または放棄前に、(利害関係株主が「筆者注」、企業結合を提案する場合。但し、当該取引が、

(i) 本号の第二文が規定する取引に該当する場合、

(ii) 過去三年間利害関係株主たる地位になかった者または取締役会の承認を受けた上で利害関係株主となった者との間において行われる場合、およびかかる者によつて行われる場合、

(iii) 利害関係株主の発生前に先立ち、過去三年間取締役の職にあった者、もしくはかかる者の取締役職を承継するために、取締役職に選任されるべく取締役の過半数によつて推薦された者であつて、当時取締役職にあった取締役によつて構成される取締役会の過半数によつて承認されたものである場合または否決されなかったものである場合、に限る。

本号第一文における取引とは、(x) 吸収合併または新設合併 (本章二五一条(f)項によつて株主総会の承認を必要としないものは除く)、(y) 会社の資産または会社が直接もしくは間接に過半数を所有している子会社の資産の、会社の解散の一部として行われるものを含む、売却、賃貸、交換、譲渡抵当、動産質、移転、またはその他の処分 (会社が直接または間接に全株式を所有する子会社に対するものまたは当該会社に対するものを除く) であつて、その総体としての市場価格が、連結基準によつて算定される会社の総資産の市場価格または当該会社の総社外株式の市場価格の、五〇%以上の価格のもの、ならびに(z) 提案された買付もしくは交換が総社外株式数の五〇%以上を対象とする場合に限る。

会社は、本号第二文(x)又は(y)に該当する取引が完了する二〇日以上前に、全ての利害関係株主に対して、通知しなければならぬ。

(c) 本条において用いられる用語は、以下のように定義される

(3) 「企業結合 (business combination)」とは、それが会社及び利害関係株主に関して用いられるときは、

(i) 当該会社の吸収合併または新設合併、当該会社が直接または間接に株式の過半数を所有する子会社と、(A) 利害関係株主との間における吸収合併または新設合併、(B) 吸収合併または新設合併が利害関係株主によつて引起こされ、かかる吸収合併または新設合併の結果として本条 a 項が存続会社に適用されないときには、その他の会社との間における吸収合併または新設合併、

(ii) ……連結基準によつて算定される会社の総資産の総市場価格または当該会社の総社外株式の市場価格の一〇%以上の総市場価

格を有する、会社または会社の直接または間接の過半数所有子会の資産の、利害関係株主に対するまたはその株主との売却、賃貸、交換、譲渡抵当、動産質、譲渡、およびその他の処分……。

以下略

(5)「利害関係株主 (Interested stockholder)」とは(当該会社および当該会社が直接に、あるいは間接に、株式の過半数を保有する子会社を除く)、(i)当該会社の議決権ある社外株式総数の一五%以上を保有する者を指す……。

以下略

(6)「者 (Person)」とは、自然人、会社、パートナーシップ、法人格なき組合、およびその他の実在 (entity) を指す。  
以下略

このように、改正第二〇三条によると、ある者が会社の議決権がある社外株式総数の一五%以上を取得すると、その者は「利害関係株主」となり、利害関係株主は、三年間は、当該会社との間における「企業結合」を行うことが禁じられるのが原則であるが、それには例外があり、

- ① 利害関係株主となる以前に取締役会の承認を受けた場合、
  - ② 利害関係株主となった取引の完成時に、その取引の開始時の会社の議決権がある社外株式総数の八五%以上を所有した場合、
  - ③ 取締役会と株主総会の承認を受けた場合、
  - ④ 原始基本定款によって第二〇三条の適用を排除する場合、
  - ⑤ 附随定款によって第二〇三条の適用を排除する場合、および、
  - ⑥ 第三者によって企業買収が行われる場合、
- などの場合には、三年間の待機期間を待たずに、企業結合を行うことができるものとされている。

これが改正第二〇三条の内容であるが、改正法の施行の直後、改正第二〇三条の合憲性を巡って、二つの訴訟が提起された。

それは、Black & Decker Corp. v. American Standard, Inc. 事件<sup>(26)</sup>および CRTF Corp. v. Federated Dept. Stores<sup>(27)</sup> 事件である。

前者においては、Black & Decker Corp. が American Standard に対して公開買付を行うに際して、利害関係株主が公開買付を行うにつき三年間の待機期間を設けた改正第二〇三条が、合衆国憲法が定める通商条項および最高性条項に抵触するとして、改正第二〇三条の適用に対する差止命令 (injunction) を求めたものであるが、裁判所は、差止命令の請求の要件である回復すべからざる損害 (irreparable injury) が存在しないととして、申請を却下し、合憲性を巡る問題については、結論を出すに至らなかった。

また、後者においては、Campeau Inc. が CRTF を買収代理人とする、Federated Dept. Stores の公開買付を目論み、改正第二〇三条は合衆国憲法が定める通商条項および最高性条項に抵触するとして、争ったが、その後、両当事者は裁判の延期 (deferring) を求め、また、Federated Dept. Stores を巡って、複数の友好的買付 (friendly public offer) が行われることとなり、裁判所が合憲性の問題について判断を下す見込みはない<sup>(28)</sup>。

#### 四、アメリカ合衆国における企業買収規制規定と日本法への示唆

以上、アメリカ合衆国における企業買収規制規定について概観してきたが、以下、我々がこれを採入れようとする際に問題とすべき点を挙げて考察する。それらは、①証券取引法と会社法との区別の問題、②果たして取締役は企業買収の当否を決定するについて最良の判断者であるかという問題、および③果たして企業買収は抑止されなければな

らないかどうかという問題である。

(一) 証券取引法と会社法との区別

アメリカ合衆国における企業買収規制規定は、証券の流通面に注目して規制を行うものと、会社の組織構成の面に注目して規制を行うものが、混在している。

第一に、連邦法であるウイリアムズ法は、公開買付に際しての情報の公開を要求し、もって、これに応ずる者に熟慮の機会を与えるとともに、これらの者の平等な取扱いを図ることを目的とした。

第二に、第一世代規定は、連邦法以上の詳細な開示を要求したり、州の監督官庁が情報の十分性や場合によっては買収条件の実体的公正さを判断するための審理を行うことを定めたりした。

第三に、第二世代規定は、①control-share acquisition statutes のように、支配株式の取得の規制を定めるもの、②fair price laws のように、株式の買取価格が公正であることを定めるもの、③control-share cash-out laws のように支配株式を取得した者に残余の株式の公正価格による買取の義務を定めるもの、④business combination moratorium statutes のように、形式上の企業合体について、猶予期間を定めるもの、の四種に分れており、デラウェア州会社法改正第二〇三条は、公開買付に際しての情報の公開を要求し、もって、これに<sup>(29)</sup>応ずる者に熟慮の機会を与えるとともに、一定数以上の株式を取得した者に、実質上の企業結合を行うことを、原則として禁止している。  
すなわち、

第一に、ウイリアムズ法および第一世代規定並びに第二世代規定のうち、control-share acquisition statutes, fair price law および control-share cash-out laws は、証券の流通面に着目して規制を行い、

第二に、business combination moratorium statutes は、会社の組織面に着目して規制を行い、

第三に、デラウエアー会社法改正第二〇三条は、証券の流通面と会社の組織面の双方に着目して規制を行った。

このように、アメリカ合衆国における企業買収規制規定には、証券の流通面に着目して規制を行うものと、会社の組織構成面に着目して規制を行うものとが混在しているだけでなく、一つの法律において、証券の流通面と会社の組織構成面の双方に着目して規制を行うものも存在する。

日本においては、証券取引法と会社法が存在し、証券取引法は、アメリカ合衆国における一連の blue sky law を継受して設けられたという歴史的由来はともかくとして、日本においては、株式会社法と証券取引法とを統一的に理解すべきであるとする見解<sup>(30)</sup>が有力であり、この立場によると、「株式会社法も証券取引法も、経済主体間の利益の調整を目的とする点において、（同一であるが）筆者注）株式会社法においては、会社を巡る経済主体間の利益調整が一般的にはかられているのに対し、証券取引法においては、投資者の保護という特別の角度から利益調整がはかられている。」とされ<sup>(31)</sup>、さらに、「株式会社法は、……株式会社を組織し運営する場合に……問題となる内外の法律関係を規制するのみならず、……株主・引受人または会社債権者を保護するための処置を講じる」ものであるのに対し、証券取引法は、「投資者の保護を考えている」とされる。

このように、証券取引法と会社法とはその規制目的が異なる点で区別されるのであるが、これらを主として流通の面に着目して規制を行うもの、証券取引法、主として組織面に着目して規制を行うもの、会社法、と区別することもできる。

そこで、アメリカ合衆国における企業買収規制規定の展開の成果を日本法に採入れるに当たっては、如何なる規定の如何なる部分が流通の面に着目して設けられるものであって、証券取引法に採入られるべきであり、如何なる規定の如何なる部分が組織に着目して設けられたものであって、会社法に採入られるべきであることを明らかにすることが、重要となる。

(二) 取締役は企業買収の当否についての最良の判断者か

次に検討されるべきことは、果たして、被買収会社の取締役は、企業買収がなされるべきかどうかという問につき、最適の判断者であるかどうかという問題である。

アメリカにおいてもまた日本においても、株主は会社の実質上の所有者であると考えるのが、伝統的な理解である<sup>(32)</sup>。そうであるとすれば、企業買収を受容れるかどうかという問題については、会社の所有者意識を有しない取締役ではなく、会社の所有者意識を有する株主の方が、より大きな利害関係をもつはずである。そこで、この点が検討されなければならぬ。

(三) 企業買収は抑止されるべきか

アメリカにおいては、近年、法律学に経済学の研究成果を持たんだ立場が有力となっているが、このような立場から、企業買収の効果を考えてみると、企業買収が目論見られるのは、被買収会社の経営が非効率的に行われており、かくて効率的な経営者がこれを経営した場合と比較して、その株価が不当に安く評価されているからであり、企業買収によって、従来の非効率的な経営者が排除され、新しく効率的な経営者がこれに取って代わって、効率的な経営が行われ、会社の利益が増大する<sup>(33)</sup>ことは、株価の値上りをもたらすなど、株主にとって利益であり、また、国民経済の観点からしても、限られた富の有効的利用に役立つ、と主張される。

そうであるとすれば、法制度としては、企業買収一般を抑止しようとする方法よりは、何が抑止されるべき企業買収であるかを明らかにした上で、このような企業買収だけを抑止する方法の方が適当であると思われるのであり、何が抑止されるべき企業買収であるかを判断するに当たっては、証券取引法の面から要求される投資者の保護と国民経済的な配慮（証取法第一条）が重要である。

そこで、デラウェア州会社法改正第二〇三条が設けられるに際して、抑止すべき企業買収として掲げられた highly leveraged bid, two-tire bid, 及び bust-up bid<sup>(34)</sup> について検討する。

① highly leveraged bid の場合は、借入金に対する負担があるため、投下資本の早急な回収が要請される結果、高値による株式の売逃げや、企業の解体による目先の利益の獲得に走り易く、国民経済的観点から抑止されるべきであるし、

② two-tire bid は、株主に熟慮の機会を与えないため、投資者の保護という観点から抑止されるべきであり、

③ bust-up bid は、①と同様に、国民経済的観点から抑止されるべきである。

- (1) 並木俊守「企業買収と株式」一頁(一九八七)。
- (2) Hamilton, *The Law of Corporations*, 7 (2d ed. 1987); Veasey, Finkelstein & Shaughnessy, *The Delaware Takeover Law: Some Issues, Strategies and Comparisons*, 43 *Bus. Law.* 865, 866 (1988).
- (3) アメリカにおける企業買収規制に関する論稿としては、既に、春田博「米国における企業買収への対抗処置と判例の動向(上)」商事法務一〇三七(一七)商事法務一〇三六号三五七頁(一九八五)、「米国における企業買収への対抗処置と判例の動向(下)」商事法務一〇三七号三九八頁(一九八五)；吉原和志「株式公開買付の規制方法(一)」法学五〇巻三七頁(一九八六)、「株式公開買付の規制方法(二)」法学五一巻二八三頁(一九八七)；神田秀樹「企業買収に関するデラウェア州会社法改正」商事法務一一四六号二頁(一九八八)等が存在し、本稿は、これ等によるところが大きい。
- (4) *Loss, Fundamentals of Securities Regulation*, 498 (1988).
- (5) *Black's Law Dictionary*, 1316 (5th ed. 1979).
- (6) 日本証券研究所訳「外国証券関係法令集アメリカⅢ」(一九七九)。
- (7) Jennings & Marsh, *Securities Regulation*, 712 (6th ed. 1987).
- (8) Ill. Rev. Stat., ch. 121 1/2, § 137, 51 et seq. (1979).
- (9) *Edgar v. Mite Corp.*, 457 U.S. 624 (1982).
- (10) 宮沢俊義「世界憲法集」三二頁(一九六〇)。

- (11) *Supra* note 9, at 42.
- (12) *Shafer v. Farmers Grain Co.*, 268 U.S. 189, 199 (1925).
- (13) *CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America*, 107 S. Ct. 1637, 1648 (1987).
- (14) *Exxon Corp. v. Governor of Maryland*, 437 U.S. 117, 126 (1978).
- (15) *Pike v. Bruce Church, Inc.*, 397 U.S. 137, 142 (1970).
- (16) *Supra* note 12.
- (17) *Supra* note 12, at 1646.
- (18) *Supra* note 12, at 1647.
- (19) *Supra* note 12, at 1649.
- (20) *Supra* note 12, at 1651-52.
- (21) *Veasey, Finkelstein & Shaughnessy*, *supra* note 2, at 866.
- (22) *Smith & Furlow*, *Guide to the Takeover Law of Delaware*, 7-8 (1988).
- (23) *Loral Corp. v. Sanders Associates, Inc.*, 639 F. Supp. 639 (D. Del. 1986).
- (24) *Synopsis*, 66 Del. Laws, ch. 204 (1988).
- (25) *Smith & Furlow*, *supra* note 22, at 3.
- (26) *Black & Decker Corp. v. American Standard, Inc.*, No. 88-50 (D. Del. Feb. 23, 1988).
- (27) *CRTF Corp. v. Federated Dept. Stores*, No. 88-0847 (S. D. N. Y.).
- (28) *Veasey, Finkelstein & Shaughnessy*, *supra* note 2, at 881.
- (29) アメリカにおける企業買収規制規定の分類の方法として、これを ①disclosure statutes, ②second-step protection statutes, ③shareholder approval statutes, ④director approval statutes, ⑤issuance of rights statutes の五つに分類する見解 (Robert, *The New Round of State Tender Offer Statutes*, 53 *Brooklyn L. Rev.* 86, 90 (1987)). も存在する。
- (30) 矢沢惇「アメリカにおける会社法と証券取引法の交渉」*商事法務*四九号一九五〇(一九五六)、同「株式投資の大衆化と株式会社法」*法律タイムズ*四八巻六四頁(一九五〇)、同「投資の大衆化と株式会社法の課題」*法律時報*三七三三四頁(一九六一年)、鈴木竹雄「証券取引法と株式会社法」*株式会社法講座*一卷三五二頁(一九五五)、など。

- (31) 鈴木竹雄前掲論文三五四頁。
- (32) 並木和夫「アメリカ合衆国における代表訴訟の現状と課題（二）」法研五八巻四号七頁（一九八五）。
- (33) 並木和夫「アメリカにおける経営上の判断の原則（Business Judgment Rule）の発展」慶應義塾大学大学院法学研究科論文集五三年度七七頁（一九七八）。
- (34) See, text accompanying supra note 25.

（一九八八年一〇月脱稿）