

米英企業買収法制の分岐点について : Armour & Skeel の分析を中心に

原, 弘明
九州大学大学院法学府 : 博士後期課程 : 商法

<https://doi.org/10.15017/14732>

出版情報 : 九大法学. 98, pp.1-95, 2009-02-26. Kyudai Hogakkai
バージョン :
権利関係 :



米英企業買収法制の分岐点について

—— Armour & Skeel の分析を中心に ——

原 弘 明

はじめに

第1章 米英企業買収法制の分岐点 —— 従来の分析と Armour & Skeel の分析

第1節 米英企業買収法制の相違点

第1款 アメリカ

第2款 イギリス

第3款 両者の相違点がもたらす帰結

第2節 従来の見解

第3節 Armour & Skeel の分析

第1款 総説

第2款 アメリカにおける企業買収法制の歴史的展開

第3款 イギリスにおける企業買収法制の歴史的展開

第4款 イギリスにおける規制形成の主体 —— 機関投資家

第5款 アメリカにおける規制形成の主体 —— 立法府・裁判所

第4節 Armour & Skeel 説のレッスンとインプリケーション —— 彼ら自身の評価

第1款 問題の整理

第2款 自主規制と法的規制の優劣

第3款 米英の行く末

第5節 Armour & Skeel 説の要約

第2章 イギリスにおける自主規制の再考 —— Johnston 論文の概要

第1節 Johnston の歴史分析 —— Armour & Skeel との相違を中心に

第1款 紹介の方針

第2款 本論

第2節 Code 改訂への提言 —— Johnston の見解

第3節 Johnston の得た結論

第3章 2論攷の批判的検討

第1節 検討の方針

第2節 Armour & Skeel 論攷の意義と問題点

第3節 Johnston 論攷の意義と問題点

むすびにかえて

はじめに

日本における企業買収法制、とりわけ議論の中心的な対象であった買収防衛策（の一部）は、スティール・パートナーズ対ブルドックス事件最高裁決定⁽¹⁾によって判例法上承認され、一つの節目を迎えた観がある。しかし、実務家の主としてアメリカ法（中でもとりわけデラウェア州法）の分析を通じた緻密なプランニングにもかかわらず、その適法性は裁判所の事後的な審査が下されるまで明らかとはならない。また、企業価値研究会などは、そのようにして得られた判例法理を曲解したような買収防衛策実務に関しては懐疑的な態度を取っているように思われる⁽²⁾。日本法における企業買収法制の先行きは、未だ不透明な状況にあるといえよう。

ともあれ、現在の日本法システムにおける買収法制の適法性については、裁判所の事後的なレビューを中心として回転していく体制が継続するものと思われるが、この一連の流れに対し、欧州、とりわけイギリスのテイクオーバー・パネルを中心とした事前的・自主的規制に魅力を感じ、それに日本法制を近づけようとする学問的な試みも一部で有力に見られる⁽³⁾。

しかしながら、そもそも同じ英米法系の国の代表格に挙げられるアメリカとイギリス両国において、何故これほどまでに企業買収法制のシステムに相違が生じているのであろうか。従来もこの点について分析する先行研究はあったが、2007年になって、THE GEORGETOWN LAW JOURNAL に新たな分析の視角を提示する論攷が発表された⁽⁴⁾。また、同年、Cambridge Law Journal にはいわゆる City Code の形成に至る過程を主として検討する論攷が発表された⁽⁵⁾。

本稿は、アメリカ・イギリスの企業買収法制の機能的比較を通じて、いずれがより優れているかをいたずらに問うことはしない。それは一步

間違えば文字通りの「机上の空論」となりかねないし、仮にイギリス的な制度の構築が上記研究から得られる示唆によって、日本には到底不可能であるとするのであれば、アメリカ法の分析を通じた理論的精緻化を進める方が相対的に意義深いことであることは明らかであるからである。本稿はこのようにいわば一步引いた立場から、2論攷の検討を通じて、何故二国の企業買収法制が分岐したのかを考察してみようとするものである。そして Armour & Skeel 論文を批判的に検討した上で、その分析手法が日本の現状に対して何を意味するかを引き出してみたい。

具体的には、**第1章**では、従来の米英企業買収法制の相違についての一般的な分析と、今般発表された2つの論攷のうち前者の分析を紹介する。

第2章では、イギリスの企業買収法制に関する自主規制の構築過程とイギリス内部からみた現状認識に関して、2つの論攷のうちの後者の紹介を行う。

第3章では、それらの論攷の妥当性について検討を行う。特に、Armour & Skeel 論文の問題点を検証した上で、その見解が妥当かにウェイトをおく。

むすびにかえてでは、全体の総括として、これら2論攷が日本に対してもたやすインプリケーションを検討するに際して、特に注目すべきファクターを数点示すこととする。

なお、本稿の執筆においては以下のような用語、文献引用の方針で臨む。まず、日本で一般的な“M&A”という表現は、言うまでもなく Mergers And Acquisitions の略語であるが、特にイギリスにおいては Takeovers (And Mergers) という表現が一般的に用いられ、アメリカにおいても M&A という表現が圧倒的とまで呼べる状態ではないため避け、日本語訳としての「企業買収」の語で原則として統一する。これは、本稿が主として検討する局面は敵対的企業買収についてであって、合併 (Merger[s]) は主たる検討対象ではないこととも整合的であると

考えられる。また、「前掲注」「後掲注」の記載法については、米英文献において異なったルールが用いられることがあり、記述の統一を図るべきものとも考え得るが、2 論攷の筆者の表記に従い、Armour & Skeel 論文ではアメリカ式の *supra* note, *infra* note の表記を、Johnston 論文ではイギリス式の (above note) の表記を採用することとする。文献名についても、各論攷の表記に原則として従うこととする。

また、Armour & Skeel 論文、Johnston 論文のいずれにも詳細な文献注がついており、本来は全て原典をチェックの上引用すべきところであるが、研究環境上・紙幅上の制約により、原典を入手できたもののうち特に重要と思われる文献について、私の責任において取捨選択の上、掲げることとする。具体的には、新聞や経済誌などの報道誌については原則として引用を省略することとし、学問的著作の引用は原則として両論攷に従うこととする。

さらに、本稿においては Armour & Skeel の歴史分析の紹介に相当のページ数を割くこととするが、これは以下の理由によるものである。まず、彼らの米英企業買収法制の相違に関する分析は、その歴史認識に深く根拠づけられている構造上、若干くどいと思われるほど丁寧に紹介をすることにした。また、Armour & Skeel 論文の妥当性を検証する第 3 章にある程度のウェイトをおく関係上、第 2 章の Johnston 論文の概観においては歴史分析に関しては Armour & Skeel 論文との相違点を中心に紹介することとし、彼の主張のうち Code の改訂に関する提案に字数を割くために、共通する部分については第 1 章での概説に委ねることとしたものである。ここに示した通り、両論攷の歴史認識（分析）の内容に大差がないことは、それらの信頼性が高いことの証左でもあることと考える。結果として、第 1 章と第 2 章の量的バランスをいささか欠く構造となるが、ご了承頂きたい。

注

- （1） 最終平成19年 8 月 7 日民集61巻 5 号2215頁。同決定についての田中亘評釈など関係資料を集めた書籍として、別冊商事法務編集部編『ブルドックソース事件の法的検討』（別冊商事法務311号）がある。
- （2） 詳しくは、企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（<http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g80630a01j.pdf>）にて入手可能。最終アクセス2008年11月27日。以下注記なき限りすべて同様）。同報告書についての詳細な議論として、参照、神田秀樹ほか「＜座談会＞企業価値研究会報告書と今後の買収防衛策のあり方〔上〕」商事1842号 4 頁、「同〔下〕」商事1843号34頁。
- （3） 比較的最近の検討として、早稲田大学21世紀 COE プログラム「企業法制と法創造」の一環として行われた一連の研究がある。最終的な結論は上村達男編『企業法制の現状と課題』（早稲田大学21世紀 COE 叢書・企業社会の変容と法創造第 4 巻〔脱稿時点では未刊〕）に収められる模様であるが、現時点においても、同プログラム総合研究所の紀要「季刊 企業と法創造」においてその内容を知ることが可能である。渡辺宏之ほか「日本版テイクオーバー・パネルの構想」企業と法創造13号103頁（<http://www.21coe-win-cls.org/activity/pdf/13/11.pdf>）にて入手可能。入手方法については同研究所ウェブサイト <http://www.21coe-win-cls.org/>（を参照のこと）、ノエル・ヒントンほか「成熟市民社会英国の企業買収ルールを徹底的に学ぶセミナー」同誌同号167頁（<http://www.21coe-win-cls.org/activity/pdf/13/16.pdf>）にて入手可能。入手方法は上述のとおり）。
- （4） John Armour and David A. Skeel, Jr, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? — The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, 95 Geo. L. J. 1727 (2007). なお、邦語文献において同論攷を引用・参照するものとして、小出篤「英国資本市場における『自主規制』システムのあり方」財団法人資本市場研究会編『ファンド法制 — ファンドをめぐる現状と規制上の諸課題 — 』（財団法人資本市場研究会、2008年）237頁、松中学「主要目的ルールの検討（2・完）」阪法58巻1号87頁がある。
- （5） Andrew Johnston, “Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on The City Code” (2007) 66 C.L.J. 422.

第1章 米英企業買収法制の分岐点

— 従来の分析と Armour & Skeel の分析

第1節 米英企業買収法制の相違点

本節では、もはや公知の事実ともいえるであろうが、アメリカとイギリスの企業買収法制の相違点について概説する。

第1款 アメリカ

アメリカにおける企業買収法制、とりわけ敵対的企業買収に対する防衛策の可否については、主としてデラウェア州裁判所の判例法が規律してきた。周知の通り、デラウェア州はアメリカの企業の多くが設立地として選択する州であり、その判例法はアメリカにおける企業法務に多大な影響を与えている。このことは買収防衛策についても例外ではない。デラウェア州裁判所は買収防衛策について会社経営陣の裁量を広く許容する立場を採っており、いわゆるポイズン・ピル（ライツ・プラン）、ゴールデン・シェア、ゴールデン・パラシュート、クラウン・ジュエル、スタグガード・ボード、ロックアップ条項といった様々な買収防衛策を許容している。個々の買収防衛策の紹介・分析については膨大かつ詳細な先行研究に委ねることとするが、ここで特に問題とすべきは、当該買収防衛策が適法か否かについての判断は、デラウェア州裁判所の事後的なレビューによって下される点である。実務法曹は従来の制定法や膨大な判例法を精査し、緻密なプランニングを行うが、その適法性は裁判所のみが知るところであるといえる。これには以下のような問題点がある。

まず、裁判所の判断が下されるまでの時間的・費用的コストが看過できないほど大きい。大量の人的リソースや裁判費用が投入され、また即時に判断が下される訳でもないから、当該システムが効率的と言えるかどうかは若干疑問であるし、イギリスと比較するとその差は歴然として

いる。

また、裁判所は提訴された個別の具体的ケースに対して判断を下すのみであって、一般的な判示を行うわけではない。従って、似通ったケースであっても真逆の判断が下される可能性を完全に排除することは困難である。これは裁判所の事後判断に処理を委ねるシステムにつきものである。

これらのコロラリーとして、買収防衛策の適法性について予測可能性が低いことも問題といえる。むろん、当該予測可能性はケースの蓄積によって漸進的に高まっていくものではあるが、少なくとも相対的には予測可能性が低い故に、必然的に事前の買収防衛策のプランニングにもコストがかかるし、様々な（しかも特殊なものが多く防衛策全体についての裁判所の認識を把握するには適切でない）ケースが裁判所に上がってくることとなり、これらは一定の循環の中にあるとも言えよう。

もっとも、これも周知の事実であるが、企業価値研究会も指摘するように、またこの後に検討する Armour & Skeel 論文でも明示されているように、これらの買収防衛策は無制限に認められるものではないことにも注意が必要である。あくまでも対象会社経営陣や株主に対して、買収者のオファーを検討するために十分な情報と時間を設けるための、いわば猶予期間として認められるのが原則型であって、これらは単に経営陣の自己保身のために用いてよいものとは考えられていない。この点は、基本的に企業価値研究会も意識している点であって、日本法においても強調されるべき企業買収防衛策の本来的な「理念」であることは変わらないものと考えるべきである。

第2款 イギリス

イギリスは以上のようなアメリカの体制と大きく異なり、The Takeover Panel（以下単に Panel という）を中心とした自主（的）規制・事前規制を維持している。公開買付に関する EU 指令⁽⁷⁾に従って、2006

年イギリス会社法は、それまで純粋な自主規制機関であった Panel に法的性格を付与したが、なお一般には自主（的）規制の構造は変化していないものと考えられている⁽⁹⁾。

イギリスの企業買収法制に関する特徴は、上記 Panel が起草した The Takeovers Code（以下単に Code という）に基づいて自主（的）規制が行われている点である。そこでは、アメリカでは幅広く見られる買収防衛策の多くは Code 上認められないか、事実上利用されることがなく、株主第一主義的（shareholder-oriented）な姿勢が貫かれているとされている。企業買収のオファーの正当性は、あくまでも株主に適切な情報を与えられた上で株主自身が判断するものである、と考えられている。

また、一定以上のパーセンテージの対象会社株式を購入した買収者については、全部買付義務が課されている⁽¹²⁾。

Panel の指示や Code に違反した場合に法的な制裁は規定されていないが、Panel は課徴金その他の金銭的制裁を課することが認められており、また違反に対する究極的な制裁として、市場からの排除（いわゆる“Cold Shoulder”）をもって対処することとされている⁽¹³⁾。

何故イギリスにおいてかかる自主規制が発達したか、その歴史的な詳細については本章第3節および第2章で検討することにする。

第3款 両者の相違点がもたらす帰結

このように、アメリカは裁判所による（判例）法的・事後的規制が原則であり、買収防衛策のメニューもかなり幅広く認められている。他方、イギリスは Panel を中心とした自主規制的・事前的規制が原則であり、買収防衛策は基本的に認められていない⁽¹⁴⁾。

これらの相違点の帰結として、まずイギリスはアメリカに比して敵対的企業買収の成功率が高い⁽¹⁵⁾。また、敵対的企業買収に関する訴訟の数は、当然ながら圧倒的にアメリカの方が多い。さらに、敵対的企業買収に要する費用は、一般にアメリカの方が高額とされている⁽¹⁷⁾。

この現象面だけを見れば、相対的にみてイギリスの自主（的）規制が合理性に富むという評価も、十分考えられるところである。

しかし、その現象面のみから、直ちに日本にイギリス流の企業買収法制の導入を提言するのは早計に過ぎる。まず、同じ英米法系の国であるアメリカとイギリスで、何故このような差異が生じたかについて十分な検討が必要である。仮にそれが特殊イギリス的事情によるものであるならば、当該イギリスの特殊性を除外して日本の状況の特殊性を考慮に入れてもなお、イギリス流の制度が導入できるかを十分吟味しなければ⁽¹⁸⁾ならない。この点で示唆的なのが、Armour & Skeel の論攷である。彼らは両国の企業買収法制の分岐点について、従来の説明とは異なった観点から考察を試みている。次節では従来の議論と、当該論文の視角についての検討を行う。

また、当然のことながらイギリス内部においても、Panel と Code を中心とする自主（的）規制の方向性について疑問が提起されていないわけではない。その点を軽視して安易にイギリス流の制度を移入することに腐心すれば、将来的に顕在化するかもしれないイギリスの制度の問題点を、日本の制度もまた抱え込むことにもなりかねない。それ故、イギリス内部における批判的見解についても検討の必要があろう。これについては Johnston の論攷を紹介する第 2 章において概観することとする。

第 2 節 従来の見解

アメリカの企業買収法制をデラウエア州裁判所がリードしてきたことを説明するためには、そもそもデラウエア州法が何故アメリカの州会社法におけるデファクト・スタンダードになったかを論証することが求められる。この点については、従来いわゆる “race to the bottom” あるいは “race to the top” の産物であるといった説明が一般的であった。前者の説明は、州の立法者を会社経営者に尽くす者として捉え、州の間の会社を呼び込む競争の方策として、デラウエア州が株主の出費を

もって経営者を有利に扱う法制を敷くインセンティブを有し、それを貫徹したとするものである。⁽¹⁹⁾これに対して後者の説明は、市場の圧力がデラウェアや他の州に株主を念頭においた規制を強制したと捉えるものである。⁽²⁰⁾両者のアプローチは異なるが、いずれもアメリカの連邦主義制度 (federalism) による州間の会社法制度の競争に根拠を求める点で共通する。

これに対して、近時 “race to the bottom” 修正説とでもいうべき見解が有力になってきている。デラウェア州にはアメリカの大企業のおよそ60%が置かれているが、例えば Bebchuk らは、この「独占」はデラウェア州と他の49州との競争なのではなく、デラウェア州とある他の州に位置する企業がデラウェア州に移ろうとするときの当該他の州ただ1つとの競争に過ぎなかったのであると主張している。⁽²¹⁾

Armour & Skeel によれば、この修正説からはアメリカ・イギリス両国の企業買収法制の分岐点について直截的に政治的な説明が可能である。⁽²²⁾なぜなら、アメリカの連邦主義制度に起因する、デラウェア州と他の州との経営者が好むような会社法制の制度間競争によって、アメリカの企業買収法制は全体として経営者に有利な内容に進みやすい。これに対して、連邦主義が採られていないイギリスにおいてはかかる構造が存しないため、相対的に会社経営者の及ぼす影響力は小さくなるからである。⁽²³⁾

この一般的な見解は、一定の点においては実態をうまく説明できる。⁽²⁴⁾経営者は州会社法の形成、とりわけ企業買収におけるそれについて、明らかに影響力を行使している。しかし Armour & Skeel は、少なくとも以下の2点において、この一般的な説には限界があると指摘する。⁽²⁵⁾

まず一つ目として、この理屈からすれば、デラウェア州の判事や立法者はより会社経営者の利益に迎合するはずであるが、この結論は実態と十分に整合していない。⁽²⁶⁾例えばデラウェア州は、反企業買収立法を整備した時期が遅い州のひとつであり、当該立法は他の州法に比べて経営者

により少ない裁量しか認めていない⁽²⁷⁾。さらに、強力な実証的データとして、デラウェア州への会社の再設立（reincorporating）は企業価値を下げるのではなく、むしろ増加させていることもあげられる。たとえ⁽²⁸⁾ば Bebchuk らは、当該経験的発見の重要性に疑問を呈し、デラウェア州法は一定の問題では望ましい立法であるが、他の部分では望ましくない立法であるからかかる結果が出ているのではないか、などとして従来の説明を維持しているが、Armour & Skeel は、この証拠（evidence）は、デラウェア州の会社規制は他の州に比してより効率的でないというのは全体を通しての話ではない、という前提において矛盾していることを示唆⁽³⁰⁾している、と評している。

二つ目は、アメリカとイギリスの企業買収法制に関する最も重要な相違点は、Armour & Skeel によれば両者の内容ではなく、その規制の様式（mode）にある、という点にある。すなわち、アメリカはフォーマルな法を向いているのに対し、イギリスは自主規制形態をとっている点である。Armour & Skeel は、この様式における差異については、従来の説明はツールとして機能しないとし、この点についての説明も必要であると指摘する⁽³¹⁾。

第3節 Armour & Skeel の見解

第1款 総説

では、米英企業買収法制の様式の違いについて、より説得的な説明としてはどのような議論が可能なのであろうか。Armour & Skeel は、主として米英両国の株式保有比率に占める機関投資家の割合に着目し、歴史的な観点から理論構成を試みている。ここでは彼らの説明の順序に従い、まず第2款でアメリカにおける企業買収法制の歴史的展開⁽³²⁾についての彼らの分析を紹介し、第3款でイギリスにおけるそれらを紹介することとする。その後、彼らが両者の違いとして着目するキーポイント⁽³³⁾について、第4款および第5款で若干重点を置いて紹介することとする。

第2款 アメリカにおける企業買収法制の歴史的展開

まず、アメリカについて、彼らはその鍵となる出来事を1930年代のニューディール銀行法・証券法改革に求める。それらの効果は30年後、すなわち敵対的企業買収の出現の後、1967年のデラウェア州会社法改正と翌年のウィリアムズ法改正により強化されている。もっとも、企業買収規制についてはデラウェア州裁判所に委ねられたのである。⁽³⁴⁾

ポピュリストの強い支持を受けたニューディール政策の下で、グラス・スティーガル法による商業銀行と投資銀行の分離などが進められ、同時期の銀行改革は既存のアメリカにおける細分化された銀行の状態を固定化させた。そのため、銀行はアメリカの最大級の会社のガバナンスにおける重要なプレイヤーとなることを抑制された。また、SEC が創設され、証券取引所を監督する権限が与えられたことによって、従来銀行や他のウォール街のインサイダーが担ってきた監督機能も SEC に置き換えられた。その際には連邦レベルでの会社設立の法規化も模索されたが、結局は結実しなかった。⁽³⁵⁾

その後20年を経て、1954年に Robert Young が New York Central Railroad のコントロールに関するプロキシ・ファイトに勝利した。これはウォール街の既存の行為規範への挑戦 (assault) と受け止められ、会社の取締役になろうとする一般のチャレンジを抑制したとされる。⁽³⁶⁾ しかし、Young の成功とその後のいくつかの目立つバトルにも関わらず、プロキシ・ファイトはコントロール権を獲得するには非現実的で (unwieldy) 通常は非効率的なメカニズムとされていた。なぜなら、その成功は買収者の説得力と当該対象会社の株主の不満の程度に依存していたからであった。⁽³⁷⁾ 50年代後半から60年代初めにかけては、買収者はより強力な戦略である公開買付けを利用するようになった。

敵対的な公開買付けは1956年から60年までは79件であったが64年から66年にかけては155件とほぼ倍増している。⁽³⁸⁾ しかし、先見の明がある論

者であった Manne が企業買収によるガバナンスの利益を明確に打ち出したにもかかわらず、当時主力のウォール街の投資銀行やロー・ファームは、敵対的公開買付けの代理人になることを拒絶していた。

企業買収活動が激しくなるのに従って、立法者は60年代後半に重要な法改正を行った。ひとつは1967年のデラウェア州一般会社法の改正である。“Revision committee”の提言（recommendations）をベースに、デラウェア州は19世紀末から当時までで最も包括的な改正を行った。⁽⁴⁰⁾当該改正の鍵となる部分は、会社がその取締役を免責する（indemnify）権限の拡張、自己取引（self-interested transactions）のレビューの基準の成文化の試み、キャッシュアウト・マージャーを認める条項、そして株式買取請求権（appraisal rights）の可能性の減少であった。⁽⁴¹⁾敵対的公開買付けの急激な増加を直接意図した主要な改正はないが、それらの改正は経営者らからたびたびあげられていた関心事に取り組んだものであった。

より重要なのは、当該改正の全体としての効果である。60年代初めから消えつつあったデラウェア州の会社設立におけるリーディング・ステートとしての地位は、67年改正で劇的な上昇に転じた。⁽⁴²⁾80年代から、敵対的企業買収について最大の司法のチャレンジが始まったとき、ほとんどの重要なケースはデラウェア州裁判所への道を歩むこととなった。⁽⁴³⁾

80年代の企業買収の形態を定義づけたもうひとつの重要な法改正は、60年代のウィリアムズ法改正である。その原案は、ニュージャージー州上院議員であった Harrison Williams と SEC、the Senate Committee on Banking and Currency によって練り上げられた。1968年ウィリアムズ法は、対象会社の株式の5%を超える公開買付けを行ういかなる当事者にもディスクロージャーを要求し、株主にオファー後最初の7日間買収者に提供した株式を撤回する権利を与え、買収者に先着順の買付けではなくプロラタでの買付けを要求し、また買収者が一部の株主により高い買付価格を提示した場合それより低い額を提示した株主も同額にす

べきことを定め、オファーは最低40日間オープンにされていなければならず、また両当事者の公開買付けに関する詐欺行為を禁じた。⁽⁴⁴⁾ この法改正の目的は、いわゆる“Saturday night special” tender offer の抑止にあった。つまり、株主に早期の決断を迫り、買収者に有利なオファーをかけることの抑止が目的であった。当該法改正で、株主は買付けに⁽⁴⁵⁾ 応ずるか否かを検討する時間的なゆとりが確保できることとなった。

当該法改正の議論におけるスローガンは「中立性」(“Neutrality”)であった。改正の支持者は、ウィリアムズ法は買収者と対象会社の経営者のプレイフィールドを、買収者が時に用いた電撃戦的戦略 (blitzkrieg tactics) の抑止によって平坦にするものであるとした。実際にはこれは、対象会社の経営者を株主の選択という名の下に有利にするものであった。経営者は対抗キャンペーンをはる十分な時間を得ることになり、結果買収者は敗北した。株主が勝ったか負けたかは似たような問題であった。なぜなら、彼らは強圧的買収の排除によって利益を受けたものの、新法がキャッシュの公開買付けに萎縮効果を有したという程度では負けたと言えたからであった。⁽⁴⁶⁾

アメリカの企業買収法制の最後のパズルのピースは、80年代の企業買収ブームに端を発する。⁽⁴⁷⁾ Michael Milken のハイイールド債のファイナンス的可能性の発見、規制緩和、そしてレーガン政権の反トラスト規制への穏健なアプローチが燃料となり、企業買収活動はかつてなく活発化した。対象会社の経営陣は様々な防衛策をもって応戦したが、最も劇的なものは、Marty Lipton of Wachtell, Lipton が先駆者となったポイズン・ピルの導入であった。ポイズン・ピルは買収者をその場で (in its tracks) 止め得るものと捉えられたため、買収者はポイズン・ピルや他の防衛策は対象会社株主への公開買付けの働きかけの努力を妨害する許されないものであるとして、裁判で争うこととした。⁽⁴⁸⁾ その戦場は、アメリカの最大級の企業の約半数が設立されているデラウェア州裁判所となった。

1985年、デラウェア州最高裁はアメリカの公開買付規制の全体像を完成させる、3つのランドマーク的意見を発した。いわゆる Moran⁽⁴⁹⁾、Unocal⁽⁵⁰⁾、そして Revlon⁽⁵¹⁾ の3判決である。（これらについては邦語文献でも膨大かつ詳細な研究が存在するので詳言しないが、⁽⁵²⁾） Moran 判決はポイズン・ピルそれ自体が許されないものではないとし、Unocal 判決は、対象会社経営陣がポイズン・ピルやその他の防衛策を発動する際には、経営陣は当該敵対的買収は会社にとって脅威であること、そして当該防衛策が当該脅威と均衡を保っていることを示すことを要求した。⁽⁵³⁾ Revlon 判決は、会社が売却されあるいはブレイク・アップされることが明らかな場合には、防衛策の発動はより制限されるとした。⁽⁵⁴⁾

デラウェア州判例法は株主選択のレジームに比べてはるかに広い裁量を対象会社に与えたにも関わらず、彼らは他の州の立法者にもさらなる保護を与えるよう説得した。80年代の終わりまでに、40州以上が反企業買収立法（antitakeover legislation）によって、自州で設立された企業の経営者を保護した。多くの州では、当該立法は特定の企業の懇請（behest）により実現された。数年間は議論があったものの、ほとんどどこにおいても、州法は対象会社の経営陣に新しい敵対的買収への防衛策を与えた。⁽⁵⁵⁾

第3款 イギリスにおける企業買収法制の歴史的展開

次に、イギリスの企業買収法制の歴史的変遷についてであるが、イギリスにおける敵対的買収の歴史は、アメリカと同じく1950年代初頭に幕を開ける。最初の敵対的買収の波は、戦後の経済的混乱により創出された資産大量買い占め（asset arbitrage）の異常な機会に端を発する。最初の買収成功例である、53年初頭の Charles Clore による J. Sears の買収は、その適例である。Clore は、インフレのため、Sears の city center のポートフォリオが計算上相当過小評価されていることに気づいた。しかし投資家の評価方法（valuation heuristics）は主として配当

利回りに基づいていたので、このことは株価に反映されていなかった⁽⁵⁷⁾。そこで Clore は株主に対して直接公開買付けを行った。この出来事は企業の経営陣とシティ (the City) の体制一般に巨大なショックを与えた。Sears のボードは配当の増額を約束し企業資産をより高い現在価値で再評価することを約束したが、株主にとってそれはあまりにも些少で、かつ遅かった。大多数の株主は、Clore のオファーを受け入れた⁽⁵⁸⁾。

アメリカ同様、イギリスの企業社会の多くは当初企業買収に憤慨し、買収は産業にとって有害であると信じていた。経営陣は当初自己防衛することが正当化されると考えていた。その例として、Savoy Hotel Ltd. 事案があげられる。1953年後期に、買収を専門とする資本家であった Harold Samuel が Savoy の株を買い始めた。Samuel は Savoy の Berkeley Hotel を商業オフィスに換えることを意図していた。Savoy のボードは伝統的な「ロックアップ」戦略として知られている方策で対抗した。彼らは Berkeley Hotel を新法人である Worcester (London) Co. Ltd. に売却し、それを当該建物をホテルとしてのみ使用するという条項をつけて Savoy にリースバックするようアレンジした⁽⁵⁹⁾。Worcester の議決権株式は Savoy の年金基金の受託者に割り当てられた。その一人は、好都合なことに、ボードの議長であった。そのため、Samuel は仮に当時のボードを追い出したとしても、ホテルをオフィスに換えることはできなくなってしまった⁽⁶⁰⁾。

Savoy のボードの戦略は、株主に買収の結末について発言権を与えていないため、非常に議論含みのものであった。爾後の抗議によって、イギリス商務省 (Board of Trade)⁽⁶¹⁾ が取締役の行為について調査することとなった。当該ボードのレポートは、先導的な会社法のバリスターであった E. Milner Holland Q.C. により準備された⁽⁶²⁾。Holland は、Savoy の取締役らは、善意で行為したものの、当該スキームの効果は「[株主が] ボードの結論を変更させることを不可能にする」⁽⁶³⁾ものであったとして、一線を踏み越えたものと結論づけた。しかし、彼のレポートは裁判

所の判断への拘束力を有していなかった。⁽⁶⁴⁾ 実際に、Savoy のボードは別の有力なバリスターから当該スキームは完全に適法であるとのアドバイスを受けた。⁽⁶⁵⁾ 当該ポイントについての直接の先例は存在しない。⁽⁶⁶⁾

1958年に起こった British Aluminium (“BA”) 事案は、この論争のバックグラウンドに反していた。58年末、BA 経営陣は2つのライバル陣営からアプローチを受けていた。一方はイギリス本拠の Tube Investments とパートナーシップ関係にあるアメリカの Reynolds Metal Company (“TI-Reynolds”) であり、他方は Aluminium Company of America (“Alcoa”) であった。株主にこれらの進展を開示することなく、BA のボードは TI-Reynolds のアプローチを拒絶し、不利な条件で Alcoa と契約を締結した。⁽⁶⁷⁾ BA 経営陣による当該取引発表後に、TI-Reynolds は直接株主にオファーをかけることを明らかにした。BA のボードはその後、配当をかなり引上げ、株価を相当程度上昇させることをもって株主を買収しようとした。しかしこの試みは、Alcoa が相当大量の株式を以前の（過小評価された）価格で購入することを許容することとなり、さらなる怒りを買ったのみであった。彼らは TI-Reynolds が可能なかぎり速く株を購入できるようそれを処分し、もって当時の経営陣の運命を決したのであった。

BA のボードの行為は幅広い企業買収規制の要求を引き起こした。1959年7月、Bank of England の総裁（Governor）が秘密裏に、マーチャント・バンク、機関投資家、最大のコマーシャル・バンク、ロンドン証券取引所を代表する trade groups で構成される委員会を、企業買収を規制する行為のコードを作成するために招集した。しかしながら、当該問題に関するイニシアティブは一時期立法府によってシティの手を離れるかのように見えた。Harold Macmillan 首相は、企業買収を含む会社法の働きのレビューをアナウンスしたのである。⁽⁶⁸⁾

59年秋、Bank の委員会は *the Notes on Amalgamation of British Businesses*（以下単に Notes という）を発表した。この Notes は、「株主

の利益を守ることを主として考慮された」一連の一般的なガイドラインを含んでいた。Notes の 4 つの主要な原則の 1 つめは、株式の自由市場には何らの妨害もあるべきでないとし、2 つめは、株式を売るか否かを決断するのは株主自身であるとした。Notes はさらに、株主に知的な決断をするための十分な情報と、それを理解するための十分な時間が与えられるべきことも要求していた。この株主優位の原則（と相關的なボードの中立性）がかくして構築された。この Bank of England による Notes の流れ（circulation）は、立法的介入の需要を押し下げる効果を有しているように見えた。⁽⁶⁹⁾

Notes は概してよく受容され、1963年に改正されたが、そのイギリス企業買収市場における影響力は司法とエンフォースメントのメカニズムの欠如のため、限定的なものであった。67年になって、Metal Industries Ltd. (“MI”) のコントロール権に関する2買収者の争いが起きた際、第三者がまとまった株式を市場で購入し、コントロール権を確実にするほどの量を買収者の一方に売却するという出来事が起きた。これに対し、MI のボードは他方の買収者に新株を発行することで応じた。まさに BA のケースで怒りを買った戦略そのものであった。エコノミスト誌は、この Notes の原則からの広範囲の回避が、ノートを “a dead letter” とした、と評している。⁽⁷⁰⁾

経済紙は企業買収市場がよく機能するただひとつの望みは、SEC の線に沿った、政府機関への監督権限の付与であるとした。しかし67年7月、Harold Wilson 首相は、立法ルールはその答えではない、とした。数日のうちに、Bank of England のワーキング・パーティーが新しい企業買収のルールを起草するために再招集された。⁽⁷¹⁾ 68年3月末、City Code 草案ができあがった。新しい Code は株主第一主義（shareholder-oriented spirit）を掲げた点ではまさしく以前の Notes と共通していたが、その形式はより具体的であった。Code は10の一般原則からなり、それらは35の具体的ルールに例示されていた。その多くは、それ以前の

数年間の問題となった企業買収取引を引き直したものであった。Notes からとられた株主の選択の基本原則は、それを挫折させるような行為の一般的禁止と、かかる状況を誘引する特定の取引（株式の発行、重要な資産の処分や重要な契約を締結すること）を株主の承認なしに行うことの禁止によって補足された。同様に、株主の均等取扱いに関して特別の要件が設定された。

当初は、個々人に当該 Code のルールの適用に関する紛争の審理の業務も委ねられていた。68年3月27日、The City Panel on Takeovers and Mergers が創設された。⁽⁷²⁾ 9名のメンバーは、ワーキング・パーティーで代表していた組織から招かれ、彼らは意識的に、事前の関与が事後の司法的アプローチより優れている、と決断した。⁽⁷³⁾ これは間もなく、Panel に特徴的な、企業買収ケースにおける「リアルタイム」のガイダンスとして制度化された。しかし、全体として非常勤の Panel 体制は仕事量に圧倒されているように見え、またいくつかのケースにおける Code の高度の違反に対する Panel の反応も、失望させるものであった。エコノミスト誌はここでもアグレッシブな買収者が Code の穴を突いているとして、Panel 体制の放棄と法的サンクションを伴ったフルレンジでのプロの審判を要する時が来た、と当該体制を酷評したのである。⁽⁷⁵⁾ Wilson 首相は、やはりアメリカ SEC 的な体制の構築を否定したが、にもかかわらず政府は Panel が早急に監督技術を修正しなければ、政府も立法の道に進まざるを得ない、とした。⁽⁷⁶⁾

数ヶ月後、Panel について3つの主要な変更が公表された。1つめは、Panel にフルタイムの常勤スタッフを置き、シティの機関から報酬を支払うことである。Attorney-General と商務省トップを歴任した重鎮である Lord Shawcross は懇請されて非常勤の議長に就任し、S.G. Warburg の企業買収の専門家であった Ian Fraser が常勤の Director-General としてリクルートされた。2つめは、Panel の手続にデュープロセスの保護が加えられたことである。上訴委員会（Appeal

Committee) が設置され、その長には前の Law Lord が就任した。そして最も重要なことは、Panel が可能なサンクションが劇的に拡大されたことである。これは、証券取引所が会社を懲戒し、オフィシャル・リストを一時停止し、または除名する権限と、商務省がライセンスのある株式ディーラーに対して有する類似の権限を利用したものであった。さらに、ワーキング・パーティーに入っていた様々な取引組織が、Panel の要請があった場合に、彼らのメンバーにサンクションを課すことに賛同した。それには、場合によっては会員資格の剥奪も含まれていた。⁽⁷⁷⁾

Panel のイギリス企業買収における規制機関としての地位を固めたのが、69年の American Leasco Data Processing Equipment Corp. による Pergamon Press の買収劇である。Pergamon は一連の不明瞭な会計実務とインサイダー取引が明るみに出たことによって、株式の31%を Robert Maxwell に握られており、Leasco に取引に関して弱気を見せていた。Panel は全面的なディスクロージャーを主張し、商務省に Pergamon の件について調査をするよう要請した。Panel の断固とした介入はその信用性を一気に高め、イギリス版 SEC の要求も沈静化したのである。

Panel の当面の安定は確保されたが、議長の Lord Shawcross は、とりわけ左傾の1970年代労働党政権においては、間もなく立法府の介入が起ころうることをよく認識していた。⁽⁷⁸⁾ 彼の考えでは、Panel は単に現在のベスト・プラクティスを反映するにとどまらずそれ以上のことをする必要があった。もし別のスキャンダルが起これば、批判者は単純に「ベスト」なプラクティスは十分でなかったというであろう。むしろ、それ以上のスキャンダルは起こらないことを確実にすべきである、と。その実行のため、Panel は継続的に「よりよい」プラクティスの発展に取り組んだ。市場の発展を反映してルールを先取りしてアップデートし、⁽⁷⁹⁾ その過程で発見的に (heuristically) 小規模株主のニーズに焦点をあてた。⁽⁸⁰⁾ Shawcross は続く各年度のレポートの議長ステートメントで繰り返

返し述べたように、Panel はこの規範更新機能 (norm development function) を、SEC のような立法システムによって設立された規制機関より素早くかつ効率的に果たせるものだと固く信じていた。⁽⁸¹⁾

このような最も重要なイノベーションの1つが、いわゆる「義務的公開買付け」(mandatory bid) ルールである。1971年の Venesta International に対する2つのライバルの買収者のアナウンスメントに続いて、当該会社の株主であった David Rowland は、市場で大量に同社の株式を購入し始めた。彼は自らの投資価値を、買収を避けることにより保存することだけを願って購入を始めたが、最終的には公開買付けをせずに会社のコントロール権を掌握してしまった。Panel は Rowland の公開市場での購入が当該会社の小規模株主に Rowland が提示した望ましい条件で株式を売却する機会を拒絶してしまったことを懸念した。Panel が出した答えは、会社の株式の40%以上を購入したいかなる者に対しても残り全部の株式を買い付けることを要求する新しいルールの創設であった。その境界線 (threshold) は74年に30%にまで下げられ、⁽⁸²⁾現在までそれが続いている。

Armour & Skeel によれば、Panel のイギリス企業買収における規制監督の主たる源としての出現は、自然の秩序が働いたものとして描写⁽⁸³⁾することは困難である。むしろこれは、明らかな政府の介入の脅威の下で起きた、「強制された」自主規制として特徴付ける方がよりよいであろうという。⁽⁸⁴⁾しかし、同時代にデラウェア州で起きた規制戦略は、1967年の法改正と SEC が関わった68年ウィリアムズ法の形成というもので、イギリスのアプローチとは大きく異なる。企業買収規制が裁判所で形作られたアメリカと異なって、Panel のアプローチは弁護士をプロセスから排除して行われた。そして、執拗なまでの「プロフェッショナルな監督機関」の要求にもかかわらず、イギリスの立法者は、企業買収のコンテキストにおける監督の主たる源としてのアメリカ的 SEC を選ばず、最後まで強圧的に自主規制の要求を続けたのである。

第4款 イギリスにおける規制形成の主体 ― 機関投資家

では、Armour & Skeel は、両者のこのような法的規制の様式の差異が、どこに起因するものと見ているのであろうか。彼らは、第2節で述べたように従来の見解の問題点を指摘し、その解答をイギリスにおける機関投資家と、アメリカの20世紀初めにおける証券・銀行立法に求めている。ここでも彼らの順序に従い、まずイギリスにおける機関投資家にスポットをあてた⁽⁸⁵⁾解釈を紹介し、続けて第5款でアメリカの立法府・裁判所にスポットをあてた⁽⁸⁶⁾それを紹介することとしよう。

まず Armour & Skeel は、イギリスの企業買収法制においては、アメリカに比して機関投資家が遥かに重要な役割を果たしたとする。20世紀アメリカのコーポレート・ガバナンスにおいて、大きな金融機関が強大な役割を果たそうとすると、政治家はこれに介入し、企業の所有の分散化を強制した⁽⁸⁷⁾大きな金融機関がそれらのプロファイルを上げようとするのを抑え込んだ⁽⁸⁸⁾。ミューチュアル・ファンドや年金基金、そして他の機関投資家は現在のアメリカでは大きなパーセンテージのエクイティを保有しているが、その持ち高は企業買収法制について重要な時代の間はそれほど大きなものではなかった⁽⁸⁹⁾。それらがコーポレート・ガバナンスにおいて大きな力を持ったのは、デラウェア州の企業買収法制の大部分が構築された後の90年代に過ぎない⁽⁹⁰⁾。立法の背後で機関（投資家）を抑制した力は、ポピュリストの、マネー・トラストの独占力を抑制（rein in）しようとする欲求にあった。このことが、会社経営陣に株主のコントロールからの自治を許容するという意図せざる結果を生んだのである⁽⁹¹⁾。

対照的に、イギリスでは遥かに早い時期に、機関投資家は重要な存在となった。イギリスにおける年金基金、保険会社とユニット・トラストの持株比率は、1960年代から70年代の間に急激に増加した⁽⁹²⁾。アメリカとは異なって、イギリスの機関（投資家）は株式への投資を抑制されることはなく、むしろその逆であった。イギリスにおける強力な機関投資家

の出現は、一部分においては、それらの株式保有を積極的に増進させるような効果を有していた、様々な法的措置の意図せざる結果であったのである。⁽⁹³⁾

Armour & Skeel は3つの特に重要なファクターを指摘する。⁽⁹⁴⁾ 1つめで最も重要と思われるファクターは、第2次大戦の終わりから1979年まで続いた、個人の投資収益に適用される過酷なほど高率の限界税率であった。この期間のうちほとんどは、限界税率の上限は90%であったが、74年から79年までは98%に引き上げられた。⁽⁹⁵⁾ 2つめに、同時期における集団投資スキームに対する税の減免があげられる。最も大規模な（extensive）ものは、年金基金に対するもので、イギリスの個人年金プランに対する優遇税制の環境のため、それらは配当によるインカムについては完全に免税されていた。⁽⁹⁶⁾ しかしまた、保険会社も配当インカムに対する定率の優遇税制の恩恵を受けていた。これらのファクターが、株式の個人保有から集会的保有への流れを作ったと Armour & Skeel は述べている。⁽⁹⁷⁾

機関投資家がはじめにイギリスの企業の株式の相当な比率を集め始めたのは、1950年代半ばであった。60年代半ばには、それらはイギリスのコポレート・ガバナンスの中核に固く定着した。それらの保有比率は90年代初頭まで上昇し続け、この期間全体を通じて、機関（投資家）はイギリスのコポレート・ガバナンスの発展の触媒であった。⁽⁹⁸⁾

投資家を集団としてみれば、機関（投資家）は、会社経営を規律するに際して個人投資家を抑制するフリーライダー問題を克服することができそうである。しかしイギリスの機関投資家は長い間、個々の会社のパフォーマンスに対して消極的であり、経営陣に圧力をかけるよりは株を売却する方を選んできた。⁽⁹⁹⁾ 政策立案者は、機関（投資家）に、自らが投資する企業に対しより大きな関心を払うよう促進させ、あるいは強要するために可能性のあるテクニクについて論議してきたが、多くの機関投資家は幅広くポートフォリオを組んでいるので、各企業の持株比率は⁽¹⁰⁰⁾

比率的に小さいものになり、彼らの間の協調はコスト高となる。そのため、実際上の介入は極限状態の場合に限られていた。⁽¹⁰¹⁾⁽¹⁰²⁾

機関投資家がイギリスのコーポレート・ガバナンスに相違を与えた方法は、対照的に、法形成、すなわち企業を統治するフォーマルおよびインフォーマルな規範の構成に対する影響力であった。新株引受権の強化、無議決権株式および他の埋め込まれた (embedded) 買収防衛策の不使用、主要な会社の取引のための株主の同意を要求する上場規則の強化、⁽¹⁰³⁾そしてボードの構造、身分保障そして報酬を扱う Combined Code on Corporate Governance の導入⁽¹⁰⁴⁾を含む、異なったコンテキストの幅の中で、イギリスの機関投資家はレギュレーターへのロビー活動か市場規範の育成という形態で活発に活動してきた。⁽¹⁰⁵⁾

Armour & Skeel は、ロビー活動や法形成活動にもフリーライダー効果はあることを認めた上で、2つのファクターがこれらを、個々の会社のガバナンスを改善する試みより効率的な手段としたと分析する。⁽¹⁰⁶⁾1つめに、退出 (= 株式の売却) が特定の投資にとっては理性的な戦略であるとしても、市場規模のルール観点ではそれは理性的とはいえない。故に、選択肢は介入かフリーライドに限られる。コーポレート・ガバナンスのルールの内容について影響力を及ぼすことは、フリーライドの存在があるとしてもポジティブなリターンを生むかも知れない。2つめに、投資家が容易に市場から退出できない場合、各機関 (投資家) は、もし変化に影響を及ぼすことに関わらなければ、他者が自己の利益を害する方法でそうするかもしれない。故に、戦略の主立ったものは、機関投資家の集合体の効用の集合を最大化することを期待しうる、巧みなロビー活動のひとつであった訳である。Code はその好例である。機関投資家は Code の起草に際して、Notes の時代からあらゆるステージに関与した。機関投資家は、株主に対する期待利益の最大化に明らかな利益を有していたので、イギリスの株式保有において機関投資家がかなりの勢力として登場したのと、企業買収規制における株主優位のアプローチが同

時に起こったことは当然のことであった。⁽¹⁰⁷⁾

実際には、イギリスの機関投資家は彼らにとって望ましいルールへのロビー活動よりうまく動いていた。彼らは多くのケースでは、公的な規制の先手を打ってエンフォースメントを課することも可能であった。⁽¹⁰⁸⁾ 私的ルールへのエンフォースメントは、当事者が繰り返し相互に働きかけるような環境にふさわしいといえるが、（そしてここからが Armour & Skeel の議論の特徴的な点なのだが、）イギリスの機関投資家は、ロンドンのシティの平方マイルの中でこれを行ったのである。繰り返しプレイヤーとして、機関投資家らは立法より安価ですむ企業買収規制の様式に合意し、また Code や Panel の決定を遵守することを拒絶した者に対しては、市場からの排除といったレピュテーションの面でのサンクションで威嚇することにも合意したのである。しかしながら、このような Panel のエンフォースメントの手続を構築するプロセスに至るには、既に見たとおり政府の介入への懸念という始動（kick-start）が必要だったのである。⁽¹¹⁰⁾

Armour & Skeel は、イギリスの経営者達はなぜここまで黙っていて、政治家に対して経営者優位のルール形成のロビー活動をしたり、Notes や Code のワーキング・パーティーで積極的に動かなかったのかという疑問はありうるとする。⁽¹¹¹⁾ そして次のように答える。確かに、初めて敵対的買収の波が起こった1950年代初め、経営者や労働組合はその動きに憤慨していたし、さらに当時機関投資家はその後より勢力を有していなかった。しかし一方で政府と Bank of England との緊密な連携、そして他方で Bank とシティの機関（投資家）とのそれは、シティの声が首相の耳に、非介入者的解決の大きな擁護に聞こえたのであろう。さらに、特に労働党に見られたかなりの数の政治家は、買収者を「資産を剥がす者」と呼ぶよく知られたカリカチュアに共感を覚え、介入に同調的であったが、労働党の強力な労組同調的政策と国有化の傾向が、経営者に労働党サイドからの一層の規制の要請を思い止まらせたのだらう、⁽¹¹²⁾と。

Armour & Skeel の分析は以下のように続く。上場会社の経営者らは敵対的買収の脅威を感じたに違いないが、当初彼らは、顧客を商売相手として重視していた「名門の」(“blue-blood”)マーチャント・バンカーたちとの強力な同盟を感じていたであろう。経営者達の当初音戦略は、この銀行家グループと強調して、敵対的公開買付けは非合法であるという規範を構築することにあったようである。このことが、彼らを British Aluminium の戦いにおいて勢力を拡大してきた機関投資家に立ち向かわせ、当該エピソードは機関(投資家)が企業買収に関してルール形成のプロセスのコントロールを掌握したかをも説明する、とする。

BA の事案の詳細については既に述べたので、事案の紹介は簡潔にまとめるが、⁽¹¹³⁾1958年に BA のボードが TI-Reynolds の買付けを排除するために Alcoa との取引を既成事実として株主に表明した後、BA の大株主である機関投資家のグループが会合を持ち、最初のパブリック・ステートメントにおいてボードの中立性ルールに沿って、取締役が未発行株式の大きなブロックを発行するなど、会社のコントロールに本質的に影響を与える行為を株主の承認なしに行うことは不適切であると表明したのである。この影響は大きく、すぐに他の数社も同様の趣旨のステートメントを発する動きにつながった。

BA は設立時の支持者を集めて応戦した。「名門の」マーチャント・バンカーや、保守的な銀行や機関投資家のコンソーシアムを味方につけ、当該争いの結末に影響を与えようとし、おそらく先例を作り上げようとした。⁽¹¹⁴⁾58年末に、14のシティの機関のシンジケートが、TI-Reynolds の買付けが失敗するまで半数を保有するならば、BA のいかなる株式もその残りの半数について購入するとのオファーを発表した。と同時に、彼らは秘密裏に、多数の大銀行機関と金融関係者の後援を受けており、20%ほどの株主から TI-Reynolds の買付けに応じないとの確約を受けているとした。シンジケートは株主、特に機関投資家に、彼らの動機は「国益」に基づいており、Alcoa との取引が BA をイギリスの手元に残

す唯一の道だと断言した。シンジケートのオファーは、通常クローズドな部類のシティの銀行社会にオープンな議論を引き起こした。多数の者は、保守的なマーチャント・バンクラが彼らの顧客である BA の経営陣の利益を守るため威力を見せつけているのだと捉えた。多くの機関投資家の目には、BA 経営陣は株主の利益を無視して行動していると見えた。TI と Reynolds は、Helbert Wagg と S.G. Warburg & Co.の助言を受けて対応した。後者は当時敵対的買収に手を染めていた数少ないマーチャント・バンカーの Siegmund Warburg が設立したものだった。彼らはアグレッシブにシンジケートに対抗した。すなわち、買付価格を上げると同時に精力的に市場で買いを入れた。機関投資家は彼らにひとまとめに株を売却した。この一件は公になり、シティのシンジケートには高価な屈辱であつた。⁽¹¹⁵⁾

BA をめぐる争いは経営者優先のアジェンダを押していたシティの古いガードのやる気を削いでしまった。なぜなら、シンジケートによる対抗は高価なミスであって今や機関投資家が考慮に入れるべき勢力となったからである。機関の受益者に対する信認義務は、個々の株主を富ませるというより単に「カネを追いかける」といったことを意味していた。それらは設立者の関係者の説得に服している状態であつた。マーチャント・バンクは従来経営者優先スタンスをとっていたが、機関（投資家）と良好な関係を気づくことで彼らを保証するビジネスの重要性の高まりを反映する動機を持つことになっただろうし、彼らを敵に回したことで実際非常な損をしたことを認識した。さらに、買収のアドバイスを通して得られる多額の金もあつた。

機関投資家は、BA の一件で彼らに与えられたモラル・アドバンテージを、ボード中立性規範の結晶化を模索することで利用した。ステートメントは、British Insurance Association のサポートを受けて Association により発せられ、そこでは彼らの観点では「取締役は、株主への照会なしに、コントロールやビジネスの状態についていかなる変更をす

ることも誤っている」とされた。

少し後に、Bank of England が Notes 起草のためのワーキング・パーティーを招集した際、代表とされたグループは機関投資家、マーチャント・バンクと finance houses ⁽¹¹⁶⁾ であった。現在の主要な経営者組織である、the Institute of Directors や the Association of British Chambers of Commerce のいずれも、主要な審議に関与しなかった。Armour & Skeel によれば、おそらく最も高い可能性としてはこれらがシティの組織ではなく、Bank がそれらに非公式に、そして秘密裏にアプローチすることができなかったからであろうという。保守的なマーチャント・バンクの一切の抵抗は抑制され、機関（投資家）は BA の争いの間に表された、彼らのポリシーのステートメントを単純に翻訳することができ、それが Notes における企業買収行為における「フェア・プレイ」として現れた。

9 年後の Code 起草のための再招集の際、経営者組織である the Confederation of British Industry ⁽¹¹⁷⁾ は起草プロセスに招かれた。しかし、それ以来、敵対的買収のアイデアに対する経営者側の反対は急速に衰えた。60年代以降、買収は共同体で行われ、経営者はまさに買収者にとってターゲットとなった⁽¹¹⁸⁾。以来、ボード中立性ルールへのシリアスな反対は生じることがなかった。⁽¹¹⁹⁾

第5款 アメリカにおける規制形成の主体 ― 立法府・裁判所

他方で Armour & Skeel は、アメリカにおいて機関投資家が企業買収法制に参与せず、また自主規制形態が採られなかった理由について、歴史的展開の再検討を通して考察している。⁽¹²⁰⁾

1933年と34年の証券法は、新しいディスクロージャーと反詐欺規制のシステムを構築し、SEC を設立してアメリカの証券市場の警察の役割を担わせた。ニューディール政策者の極めて意識的な経営の偶然の結果として、証券法は企業買収規制において自主規制ではなく司法的様式の

素地を築いたのである。

1930年代まで、アメリカの事実上の市場監督者はニューヨーク証券取引所（NYSE）であった。⁽¹²¹⁾ NYSE は私的な法主体にも関わらず、アメリカの大企業のほとんどが上場していた。NYSE の上場規則は故に、現在のイギリスにおける企業買収規制の戦略に多くの点で類似した自主規制⁽¹²²⁾として機能した。

ニューディール改革者らは、より一層のディスクロージャーが必要であって、また NYSE は企業が既存のルールを受容しなかった際にそっぽを向きすぎているという点で、NYSE の規制の努力は不十分であると信じていた。⁽¹²³⁾ このことと、アメリカのコーポレート・ガバナンスにおけるウォール街のインサイダーの影響力を最小化しようとするより大きなキャンペーンの一環として、改革者らは極めて意識的に NYSE から監督権限を取り上げ、証券法と SEC により公表されたルールに入れ込んだ。このことは、証券規制の主たる源は、イギリスで継続している自主規制の調整ではなく、議会と SEC による強制的な連邦の監督になることを意味していた。⁽¹²⁴⁾

ここで、Armour & Skeel は、証券法が「地理的な」効果も有していたことを指摘する。彼らによれば、イギリスで自主規制が効率的に運用されたのは、中心メンバーたちがロンドンのシティに集中していて、現在でも銀行家や機関投資家を Panel のスタッフに配置換えすることが比較的容易であるからであり、また彼らは日々親交を深めていることも意味する。これに対してアメリカでは、金融機関はイギリスに比して遥かに広く拡散しているが、1930年代までは最大規模のプレイヤーたちはウォール街に集中していた。証券取引所の役員、J.P. Morgan や他の投資銀行、そして大株主の大部分はマンハッタンの同じ通りを歩いており、50年代や60年代に、企業買収に関するインフォーマルなルールが発達したかもしれないことも考えられ得た。⁽¹²⁵⁾ イギリスのように。しかし、証券法は規制のマップにワシントン D.C.を加え、イギリスのコーポレー

ト・ガバナンスを特徴付けた地理的な近接性と同様の効果を実現することを不可能にした。アメリカでは、全ての関係するプレイヤーを訪問するためにはウォール街、ワシントンと、(取締役の信認義務は依然州によって規制されているので) デラウェア州ウィルミントン、ドーバーを旅しなくてはならなかった。

アメリカにおいて機関投資家の影響力が欠けていたことは、1950年代後半の敵対的企業買収の出現が、イギリス同様にアメリカ企業を嵐に巻き込んだにも関わらず、政治や規制のダイナミクスがそれほど(以前と)違ったものになり得なかったことを意味していた。ウィリアムズ法が1965年に制定されたとき、Senator Williams の主たる関心事は、対象会社の経営者による疑わしい防衛策の利用ではなく、古き良き会社を乗っ取って重要な資産を売り払い、略奪してしまうという印象の、買収者(への対応)であった。⁽¹²⁶⁾ Williams は会社の経営者に対して、買収のおそれに対抗するよう結集するのに十分な時間をもてるよう保証するという自らの望みを率直に認めた。67年の法改正案のヒアリングにおいて、Williams と立法を共同提案した Senator Kuchel は、同様のテーマを発言した。⁽¹²⁷⁾ このような敵対的買収の危険性の例として、66年のフランスの銀行による Columbia Motion Pictures のケースを挙げている。

Armour & Skeel は、敵対的買収者からプレミアム価格を支払われることで利益を得る、年金基金や保険会社といった機関投資家からの法案への主要な反対はなかったのか、という問いに対して、機関投資家が立法に関する議論に参加したという証拠は立法史上ないとする。SEC は度々証言し、実際に Williams の法案形成を援助してきたようにみえる。NYSE など証券業界は概して立法に好意的で、例外的に事前の告知には批判的であり、株主の撤回権とプロラタ取扱いの権利はオファー開始後初めの10日間に制限されるべきとしていた。法律学者や経済学者も証言台に立ち、全ての教授が法案を批判し、ほとんどが公開買付けは利益적であって、萎縮させるより促進せしめるべきだと主張した。⁽¹²⁸⁾ しか

し、年金基金、保険会社その他の機関投資家は法案に株主の視点を提供するためにマイクに向かったことはなかった。⁽¹²⁹⁾ Armour & Skeel はこの理由を、同時期のイギリスの税制・配当政策が機関投資家の持株割合を引き上げたのに対して、アメリカのそれは依然比較的小規模に止まっていたことに求める。また、ROEなどの、アメリカの立法者らは歴史的に、金融機関がコーポレート・ガバナンス関連のことについて威力を示したときにナーバスになっていたという知識が、株主の声をさらに萎縮させたかも知れないという見解も引いている。⁽¹³⁰⁾

結果として、株主の利害は株主自身によって代表されず、SEC がそれを代理した。SEC の全体を通したスローガンは、買収者と対象会社経営者との「中立性」である。⁽¹³¹⁾ SEC の議長であった Manuel Cohen は、いずれを支持しても抑えても、投資家はその間で損をするだけである、と述べている。この答弁の結果、Williams は法案を、勧誘前のディスクロージャー期間を5日間に短縮し、SEC に対して、買収者の勧誘に対する権限と同様に、対象会社経営陣の当該企業買収に反対する書簡に対する権限をも与えるよう修正した。⁽¹³²⁾ SEC は、企業買収のメリットを調査する権限といった、それ以上に企業買収を規律する権限を要求もせず、受けもしなかった。Armour & Skeel は、この SEC の自信のなさ (diffidence) は、ニューディールの改革パッケージの別の遺産 (legacy) であった、SEC の権限は十分なディスクロージャーを促進せしめることと事後の詐欺の取締りに限定されているという認識を反映したものだったと思われる、としている。このことは、規制の隙間の全てが、デラウェア州裁判所における経営責任の法展開という、コモンローの進展に残されたことを意味していた。もっとも Armour & Skeel は、SEC に規制を委ねても、当該規制はほぼ確実にいくつかの企業買収を萎縮させたであろうし、そのスタンスは株主利益の最大化よりもワシントンの政治的ダイナミクスにより強くリンクしていたであろうから、SEC 規制が企業買収に関して真に株主優位のアプローチに導いただろうと述べたい

わけではない、⁽¹³³⁾としている。

これ以降の彼らの議論も、若干目新しい。⁽¹³⁴⁾ 自主規制オプションが打ち切られて久しいこと、SEC の役割がディスクロージャー規制に限定されていたことから、アメリカの企業買収規制の主要な観点はデラウェア州の判事が形成した。しかしこの規制の「司法化」は、経営者優位のアプローチの出現を容易にした。判例法は初期の先例の集積を表す。しかし、先例構築のプロセスは必然的に先取りのでなく後追的になる。判事は上がってきたケースの判断のみを行えるからである。故に、先例の構造は一定のタイプの紛争を出訴する特定のタイプの当事者の能力や意思に影響される。⁽¹³⁵⁾ 出訴の意思決定はコモンローの発展のフィルターとして行動する。言い換えれば、それはコモンローの司法による法形成の需要側（demand side）を代表する。⁽¹³⁶⁾ Bebchuk は、供給側メカニズムが、イギリスを対極にしてアメリカの企業買収法制が経営者に好意的であることの主要な原因であるとしているが、⁽¹³⁷⁾ Armour & Skeel は需要側に焦点をあてることで、イギリスとアメリカは実質的に類似した結果になっていると論証するのである。⁽¹³⁸⁾ 立法や自主規制のような、より増分の少ない（less incremental）法形成の様式に比して、ケースローは相対的に利益集団の影響から自由である。利益集団が訴訟を通じて法を変えようとするには、好ましいルールに賛成するのみならず、時間をかけて適切なテストケースを選び、私的紛争に介入するバリアを克服しなければならない。従って、アメリカの機関投資家は、仮によく組織化されていたとしても、イギリスが自主規制の枠内でするよりデラウェア州裁判所の企業買収規制の生産に影響をもつことは困難であっただろう。

これは、司法判断の生産が私的利益に対するバイアスから完全に自由であると言いたいのではない。全当事者が均等な資金へのアクセスと将来の訴訟へ関わる可能性を有している理想的な状況下では、非効率的なルールは効率的なそれより頻繁に提訴され、⁽¹³⁹⁾ コモンローは社会的効用を増大させるように法発展するだろう。しかし一方が提訴について、シス

テーマティックにより大きなインセンティブあるいは能力を有しているときは別である⁽¹⁴⁰⁾。例えば、繰り返しプレイヤーが好意的な先例による将来の利益を内部化することができれば、1回限りのプレイヤーよりも提訴するより大きなインセンティブを持つであろう⁽¹⁴¹⁾。ということは、規制あるいは立法と比べた場合の先例の特徴的な相違点は、私的利益の不在はさほどではなく、むしろこれらの利益がルール生産プロセスに影響を与える方法にある。法改正のためのロビー活動に比して、訴訟に持ち込むための協調にかかるコストがより高いことは、判例法にとっては、個々の訴訟当事者の利益（または当事者の数）が、法の創造のために協調するグループよりも相対的に重要になることを意味する⁽¹⁴²⁾。

では、誰が企業買収紛争の訴訟当事者となりそうか？ 被告は対象会社のボードだろう。一方で D&O 保険やゴールデン・パラシュートといった防御が、個人責任および失職による財政的リスクに対抗するものの、他方でボードは敗訴した場合の大きなレピュテーション・コストに直面している。それらは保険をかけることが非常に困難である。同時に、ボードは会社のリソースをつぎ込めるため、資金源は豊富である。Armour & Skeel は、これには2つのインプリケーションがあるという⁽¹⁴³⁾。まず、ボードは提訴に法外の額を支払う気になりがちである。また、彼らはアグレッシブに正式審理にかかるケースを争う。対象会社のボードはダメージのためには株主訴訟を提起できるが、買収者が差止命令を申し立てる場合はそう簡単にはできない。対象会社のボードの義務についてのほとんどの先例は、故にそのようなケースから生じる。

買収者の金銭的利益は対象会社のコントロールの掌握に成功したことから生じるであろう収入にある。それは差止命令が対象会社のボードに防御をやめるよう強制することによって達成しうる。しかし、ボードの防衛策が非合法であることを証明することに成功した買収者は、司法の命令による経済的利益の全てを握る必要は必ずしもない。当該原告の努力にフリーライドし、無防備な対象会社により高いオファーをかけて奪

いける 2 人目の買収者を止める術はないからである。この可能性があれば、買収者は訴訟がもたらす期待利益を割り引く。その結果として、買収者はかなり甚だしいケースの場合しか提訴しない傾向があるかもしれない。またそれは、信認義務のケースにおける司法プロセスの状態でもあろう。それは表現を二様に言い換えたただけであって、対象会社経営者にわずかに有利になる傾向がある。なぜなら、経営陣の、自分たちは秩序と安定を保つため望ましくない買収に抵抗する必要があるという議論はしばしばコモンロー判事に共感を与えるからである。結果、判例法は経営者有利の内容を示している⁽¹⁴⁴⁾。

ただし、Armour & Skeel は、この分析はより一般的にデラウェア州法やアメリカの民事訴訟手続を批判するのではないとする。むしろ、それは（企業買収という）当該特定のコンテキストを統御するため、コモンロー判決の利用から生ずる一般的命題なのである、と。イギリスでは1968年の Code の登場によって司法判断は激減したが、それまでやその直後の先例はいくつかのデラウェア州の先導的な企業買収の意思決定に非常に似通っているのである⁽¹⁴⁵⁾。

イギリスの買収防衛策に対するコモンローの位置は、主として1960年代と70年代初頭の一連のケースによって発展した⁽¹⁴⁶⁾。アメリカ同様、ほとんどは買収者が差止命令を申し立てたものである。それらのケースでは一般的に、取締役は自らの会社のコントロールを保持し、あるいは株主総会において権限のバランスを変更することを主要な目的とするような行動を起こしてはならないとされた。他方で先例は、当該行動が適法なビジネスの目的によって当初動機づけられたものであって、単に買収を抑制するような効果をたまたま有したに過ぎない場合は、義務違反を構成しないとしている⁽¹⁴⁸⁾。これらのステートメントを解釈するに当たっては、当該ケースが極めて特異だったことに注意すべきである⁽¹⁴⁹⁾。多くのケースでは、対象会社の議決権のコントロールが保全された後に買収者の持株を毀損する（dilute）新株発行を問題として扱っており、これはデラウ

エア州法においても明らかに義務の不履行に当たるであろう。⁽¹⁵⁰⁾もし取締役らが、買収者がコントロールを保全する前に、より敏活に行為したとしたら、当該取締役らが通常総会のコントロールを妨害したと議論することはより難しくなっていたであろう。これは特に、彼らが意見を形成し、補助的な証拠で、買収者の会社に対するプランは当該会社の利益にはないと指摘できるならば一層そうであろう。⁽¹⁵¹⁾

このフォーミュレーションは、*Time Warner* 以来デラウェア州法の下で取締役役に認められていると一部の論者が信じてきたいわゆる “just say no” 防御策と実質的に変わらないように見える。⁽¹⁵²⁾

これらの問題は近時、とても厄介な（very onerous）ロックアップ契約のコンテキストにおいてイギリス控訴院で再度考慮された。⁽¹⁵³⁾控訴院裁判官の Carnwath は、ロックアップは対象会社の既存のビジネスを脅かした敵対的買収者に直面した場合正当化しうることを示唆したが、問題になっているアレンジメントは認知された脅威に対する反応としては均衡を欠いていると感じた。つまり、当該ロックアップは特定の買収者に関する限りで効力を持つのではなく、いかなる会社の経営の変更に關しても効力を持つとしたのである。⁽¹⁵⁴⁾このフォーミュレーションは、まさにデラウェア州裁判所が *Unocal* 判決において取締役の行為をレビューする際に採用された均衡性の基準（proportionality test）に近似したものである。⁽¹⁵⁵⁾

かかる事案を解決するのに訴訟を用いることが、取締役らに有利に働く構造的なバイアスを含んでいるのだとすれば、イギリスの機関投資家たちが60年代後半に Code を起草することで当該事案を「民営化する」（“privatize”）ことを選択したのも驚くに値しないと Armour & Skeel⁽¹⁵⁶⁾はいう。しかし、驚くべきことは、アメリカにおいて対抗側がそうしなかったことである、ともいう。彼らは、これはすでに説明したとおり、アメリカにおいて機関投資家が集行的に行為するために十分なほどの緊密な連携を妨げる連邦立法と、初期の伝統的な証券市場の自主規制を連

邦による規制に置き換えたことが合わさって生じた結果だ⁽¹⁵⁷⁾という。それ故、デラウエア州の買収立法の認知された「問題」を救済するために連邦立法が要請されたことは、皮肉であった。なぜなら、(彼らの分析によれば) 当該認知された問題に第一次的に責任があるのは連邦立法だからである⁽¹⁵⁸⁾。

第4節 Armour & Skeel 説のレッスンとインプリケーション

— 彼ら自身の評価

第1款 問題の整理

Armour と Skeel の歴史分析を中心とした米英企業買収法制の相違についての説明に関する私見は、後述することとして、ここでは彼ら自身が自分たちの議論のレッスンとインプリケーションとして述べた項を整理しておく⁽¹⁵⁹⁾。

まず、米英両国における裁判所法・自主規制という規制様式が、両国ともに他の目的を達成するために設計された規制の意図せざる結末であったことを確認する。アメリカでは証券法制が既存の自主規制を置き換え、金融サービス立法が株式の機関保有を転換させた。イギリスでは、個人より機関を優遇する税制のもと、株式保有と自主規制に対する政治的な忍耐が合わさって、機関（投資家）をコーポレート・ガバナンスの中心へと押しやった⁽¹⁶⁰⁾。その上で、①Armour & Skeel 説は、自主規制が一般的に司法的あるいは規制的監督より好ましいことを示唆するものか、②イギリスとアメリカのレジームは将来的にどうなるのか、という2つの問題を提起する。後者については、特にイギリスにおける海外投資家の株式保有の増加と EU 公開買付指令がパネルの監督に影響するのか、そしてアメリカにおける近時の機関投資家の勃興がより株主第一主義的なレジームを呼び起こすのか、を主として検討している。

第2款 自主規制と法的規制の優劣

まず①についてであるが、Armour & Skeel は、常に自主規制が最適な規制の戦略ではないとする。自主規制の効率性は、ルールを供給する個人とほう主体のインセンティブに密接に結びつけられているからである。規制者のインセンティブが社会の効用（social welfare）と整合的であれば、自主規制は極めてよく機能しうるし、そしてまさに、急速な変化で特徴付けられる領域においては、立法や司法による監督をはるかに優越しているとする。他方で、インセンティブが拡散すれば、自主規制はより魅力的でなくなる。そして、2つの会社法と証券法のコンテキストにおける例を援用する。まず、1930年代まで NYSE が起草したルールはアメリカの証券規制の主たるソースであった。NYSE を動かしていたブローカーやディーラーは、NYSE を強化させ彼らの取引の機会を最大化させるため、活気ある証券市場について明白な利益を有していた。しかし彼らのインセンティブは、せいぜい、健全で効率的なコーポレート・ガバナンスを保証する目的とは部分的に一致するのみであった。ニューディール後の構造下では、コントロールをトレーダーやスペシャリストから会員のブローカーに移したものの、NYSE の自主規制のインセンティブは上場会社（listing companies）の株主の最大利益にとってとても煩わしいものであった。⁽¹⁶¹⁾ブローカーは、ターゲットが NYSE 上場会社の場合、買収が概して効率的であるとしても、それは上場会社がひとつ減ることを意味するため、企業買収を萎縮させる利益を有していたかもしれない。⁽¹⁶²⁾NYSE や他の証券取引所は、たとえば当該企業の幸福が効率的なコーポレート・ガバナンスの犠牲（支出）のもとに生じるとしても、当該重要な上場企業を幸福にすることに強い利益を有していた。例えば、NYSE は GM が、もし NYSE が議決権種類株式の利用を禁止しようとするならば離脱すると脅しをかけたとき、GM に対抗することに乗り気でなかったことは有名である。⁽¹⁶³⁾

第2に、最近のヘッジファンドの不当な行為に関する懸念が、改革が

必要か、必要であればどのようになされるべきかについて広範な議論を呼んでいる。⁽¹⁶⁴⁾ある提案は、SEC に、ヘッジファンド産業に対して「投資家に対するより広範な開示と透明性の慣行を構築することを通じて詐欺的事象を減少させる」ために設計された「最良執行」(“best practices”)⁽¹⁶⁵⁾のセットを備えるよう圧力をかけるべきだと要求している。一方でより強烈な連邦規制がヘッジファンドの中に潜在的投資家に対する意味のある情報を提供するという新発見の (newfound) 利益を引き起こしたのに対して、ヘッジファンドの自主規制へのインセンティブは通常の投資家の最大利益にあまり適合していないようにも見える。ヘッジファンドが用いる戦略の一部は市場にとって有益である。たとえば、彼らの裁定取引 (arbitrage) は市場価格の流動性と正確性を改善させる。しかしヘッジファンドは (最近ミューチュアル・ファンドのスキャンダルを呼び起こした late trading や market timing practices のような) 他の投資家から価値を転換させる戦略によっても利益を得ている。これらの条件下で、フォーマルな規制の代替としての当該産業自体による自主規制の提案は、警戒とともに観察されるべきである。⁽¹⁶⁶⁾

イギリスの買収規制を監督する機関投資家と銀行のインセンティブも、やはり完璧ではない。機関投資家は、その名の示す通り、私的な個人ではなく機関である。投資をしモニターする会社のように、機関投資家の意思決定は代理人 (agents) によりなされ、彼 (女) らのインセンティブは様々な方法でゆがみうる。たとえば、純粋に経済的な考慮ではなく政治的考慮に影響されることもありうる。⁽¹⁶⁷⁾しかし全体的には、機関投資家は自らが株式を保有する企業の全体としての利益に焦点を合わせる可能性が高い。これらの well-established な市場のプレイヤーによる現在進行形の規制に信頼をおく規制のフレームワークは、強制的なルールと司法による監督よりも、Armour & Skeel が着目したクオリティ (スピード、確実性、株主の利益増進の強調) をより明確に実現するであろう。⁽¹⁶⁸⁾

第3款 米英の行く末

次に②については、まずイギリスについて検討をしている。彼らの主張する、シティの地理的・社会的同質性が Code と Panel の形成に重要な影響を与えたという見解が、近時イギリス企業の株式を海外、主にアメリカのヘッジファンドが急速に買い進めているという現実⁽¹⁶⁹⁾によってどのように変化するか、ということである。海外の投資家はローカルな規範を守ろうとしない可能性があり、Code の強制の困難さという問題が生じるからである。しかし、Panel のエンフォースメントのテクニックの伝統的な強さは、ゲートキーパーに対してサンクションを課す能力にあった。取引団体の協調は、ロンドンの金融市場で活動するプロフェッショナルは誰も不履行当事者となることを望まないことを意味していた。さらに、Panel のエンフォースメントの力はイギリスの EU 公開買付指令の履行の結果として、最近強化された。EU 指令は、長期間従業員の取り扱いを巡って議論されたため停滞していたが、内容面（ボードの中立性ルールと義務的公開買付ルール）・手続面（買収の監督は裁判所ではなくレギュレーターを通して行う）双方に関して、多くの観点でイギリスの買収規制モデルを出発点としていた。それは、差別的議決権をベースとして埋め込まれた一定の防衛策を中立化させるために設計された、いわゆるブレイクスルー・ルールの条項も含んでいた⁽¹⁷⁰⁾。しかし、ボード中立性ルールとブレイクスルー・ルールは非常に議論含みのものであったため、結局オプションとされた⁽¹⁷¹⁾。EU 指令は監督権限については司法ではなく規制モデルを採用した。本格的な（full-blown）自主規制は多くの加盟国にとって政治的に受容しがたいものだったが、イギリスは国内法で Panel にかかる権限を付与する法改正によって調整することが可能であった⁽¹⁷²⁾。これは初めて、Code に法的位置づけを要求するものであった⁽¹⁷³⁾。しかし、これは Panel の設立根拠と Code の起草・適用に関する最小限度の変更によってなされたに過ぎない。形式上はそれゆえ Code は法的なものであるが、その自主規制的アプローチの実質は維持されてい

る。実際、イギリス政府や Panel、そして多くのコメンテーターは、指令の結果としても Panel のプラクティスにはほとんど変化が起らないことを予期していた。

同時に Panel の法的地位の変化は、その決定についての裁判所によるエンフォースメントを要求することとなった。⁽¹⁷⁷⁾ かかる司法化 (juridification) はイギリスの買収にかかる紛争に関する戦略的訴訟の可能性をもたらしうるものであった。特に、イギリスの自主規制の伝統に疎い海外投資家は、機会があれば訴訟に打って出るかもしれない。しかし、イギリスの主張によって、指令4条(6)項は、当該指令が加盟国裁判所の「法的手続の真理を拒絶し、およびかかる手続が公開買付けの結末に影響を与えるか否かを決定する」いかなる権限も、そして加盟国の「監督機関の責任を考慮する法的地位を決定し、また公開買付けにかかる当事者間の訴訟を考慮する」権限に何らの影響を与えないことを規定した。⁽¹⁷⁸⁾ イギリスは指令の履行に際して当該条項に依拠した。Code の新しい法的基礎がその条項の違反について民事訴訟を発生させる可能性に対抗するため、イギリスの新法は迅速に Code の違反は当該取引の有効性に対して何らの効果も有さず、また当該違反者に対する民事訴訟も一切生じさせない旨規定した。⁽¹⁷⁹⁾ さらに、Panel は悪意による行為または1998年イギリス人権法違反の行為以外についていかなる法的責任も免除される。⁽¹⁸⁰⁾ 以上をもって Armour & Skeel は、Panel の現在の規制様式は、可視的な将来に関しては安泰に見える、と評価している。⁽¹⁸¹⁾

同時に、ヨーロッパ会社法の他の発展が EU 内での一定程度の規制競争が起こる可能性を上昇させている。公開買付指令は、国家的な買収規制者が彼らの法域に登録され上場されている対象会社に関する紛争を管理するような法域を有するよう規定している。対象会社のビジネスの中心地が他の加盟国にあってもである。⁽¹⁸²⁾ 設立した会社に登録事務所を変更する余地を開いた他の近時のヨーロッパ法の発展とあわせ考えると、⁽¹⁸³⁾ このことはヨーロッパの買収規制が、長年アメリカがそうであったかの

ように、規制競争に服する可能性を増したといえる。⁽¹⁸⁴⁾もし、Armour & Skeel の主張のように、株式保有が拡散している状態におけるコーポレート・ガバナンスのレジームのコンテキストでは、イギリスの企業買収規制が概して望ましく、またアメリカのレジームとの違いは規制競争の病理ではなく自主規制の連邦による差し替え（preemption）によるものだとすれば、ヨーロッパの株主、そしてイギリスの Panel は、何も恐れることはない。（なぜなら）彼らの予言は、大株主から拡散された株主保有の取引に移行しつつある。例えば、プライベート・エクイティの退出に続いて別の証券取引所に上場し直すヨーロッパ大陸企業は、イギリスの企業買収レジームが相対的に魅力的なものであると気づくだろう、⁽¹⁸⁵⁾というものだからである。

最後に、②のアメリカについては、同国のコーポレート・ガバナンスにおける主要なファクターとしての近時の機関投資家の勃興をキーとしている。その表舞台では、2つの進展、すなわち、垂直的な機関投資家の株式保有の上昇と、さらに最近のヘッジファンドによるコーポレート・⁽¹⁸⁶⁾アクティビズムがあげられる。

1950年代、60年代という敵対的企業買収の初期において、機関投資家の株式保有はイギリス標準に比してごく微弱なものだった。⁽¹⁸⁷⁾60年代のアメリカにおける機関投資家の株式保有率は10%程度であり、70年代初頭でも20%を優に下回る程度だったのに対し、イギリスではおよそ倍という状況であった。しかし2004年の時点で、構図は大きく変化した。アメリカの機関投資家は半数の株式を所有し、イギリスのそれを抜き去っている。⁽¹⁸⁸⁾機関投資家はアメリカの企業買収法制を彼（女）らのイメージの中で再構築し始めているであろうか？

1990年代初頭、機関投資家に初めて注目した会社法学者の一部は、少なくとも機関投資家らがアメリカのコーポレート・ガバナンスに革命を起こし、長い間の株主の消極性が終わると楽観的にとらえるのには慎重であった。⁽¹⁸⁹⁾その直後に、利益衝突とフリーライド問題が、機関投資家が

その有する利害に近い強権を持つことを妨げることが明らかになった。⁽¹⁹⁰⁾

しかし、年金基金、ミューチュアル・ファンド、そして他の機関投資家は、現在では以前に比してアメリカのコーポレート・ガバナンスにおいて重要な力を持っている。1988年に労働省 (Department of Labor) が Avon に対して、年金基金のマネージャーは会社の議題に対して議決権行使する際には、情報を有する信託義務者として行動する義務があることを示唆するレターを送ったこと⁽¹⁹¹⁾から、関与の度合いが増した。数週間のうちに、アクティビストであった Robert Monks がアドバイザリー・サービスを提供するため数ヶ月前に立ち上げた、Institutional Shareholder Services (ISS) のクライアントのリストは、議決権行使や他の事案についてアドバイスを求める機関投資家として急速に発展した。20年後、ISS はアメリカのコーポレート・ガバナンスにおいて重要な地位を占め、批評家たちは近時、SEC の機関投資家に対する、彼らの議決権を開示するよう要求するルールは「アメリカの公開会社に対するコントロールを、ボードから [ISS に] シフトさせた」と評したほどであった。⁽¹⁹²⁾

Armour & Skeel によると、彼らのイギリスの機関投資家のルール形成におけるアクティビズムを会社に特化したアクティビズムと対比させた分析は、少なくともアメリカの機関投資家は将来企業買収の変革に向けた圧力をかけることは可能であることを示唆しているという。⁽¹⁹³⁾ たしかにアメリカの機関投資家はイギリスのそれに比して広範囲に分布しているが、ISS が協調のためのフォーカル・ポイントとして機能し、集団としての機関投資家はより株主第一主義的な買収規制から利益を得るはずである。最近の ISS が、取締役選任に関する株主民主主義 (shareholder democracy) の増大をサポートしていることは、企業買収規制におけるよりアクティブな関与の前兆とも見うるのである。

しかし Armour & Skeel は、ISS が代表する機関投資家は、イギリスの機関投資家が1960年代に企業買収プロセスを民営化したのと同じ道

は進まず、既存の買収規制をより進展させるのではないかと疑問を呈している。⁽¹⁹⁴⁾ まず、前述の通り、民営化のプロセスはニューディール証券法以来閉ざされている。伝統的なアメリカ（人）の金融機関の影響力に対する疑念は、仮に機関投資家がアメリカのコーポレート・ガバナンスを再構築しようと試み、買収規制への直接的なコントロールを主張するならば、すぐさま頭角を現す（rear its head）であろう。次に、既存の規制の様式（判例法）は、より中央集権的な規制に比して、ルールを変えようと模索する集団により大きな協調のコストを課している。判例法の変更を望む機関投資家は、明白な訴訟のコスト・ベネフィットを想定して協調しなければならない一方で、先例を構築することによって法を変えることによる、集団としての機関にとってのベネフィットの総和は、相対的にあまり顕著でない。現在までに明らかになっている調査では、訴訟で協調するコストは相当なものであると示唆されている。⁽¹⁹⁵⁾ 第三に、たしかに理論上は機関投資家は SEC の買収防衛策に対する監督権限に向けてロビー活動を行うことができるが、買収の事態におけるデラウェアの司法プロセスへの順応は、その他の規制レジームからの期待収益を減殺している。デラウェア州は買収規制における中心的役割から州裁判所を排除するいかなる動きに対しても対抗することも期待されてきた。さらに、他の49州が同様に会社定款を魅了する競争（競走）に加わってきたにもかかわらず、多くの州は自州に設立された会社の買収を抑制するために制定した反企業買収立法を争ういかなる動きに対しても抵抗するだろう。

つまり、ISS が代表する機関投資家はアメリカのコーポレート・ガバナンスの端をかじっているかもしれない（may nibble at the edges）が、彼（女）らはアメリカの企業買収規制の民営化もさらには再構築を強制することも考えがたいのである。

別のたぐいの機関投資家すなわちヘッジファンドは、アメリカのコーポレート・ガバナンスにおいてよりアグレッシブなスタンスをとり、ま

たかなり異なった機関としてのインセンティブの組み合わせを有している。ヘッジファンド（ないしエクイティ・ファンド）アクティビズムは、アメリカのコーポレート・ガバナンスにおいて最も劇的に新しい発展を遂げてきた。ヘッジファンドと TimeWarner、GM、そして他の企業との小競り合いは、ヘッジファンドが公開会社に投資をした場合あぐらかいて座っていそうにないことを現している。ではヘッジファンドはアメリカの買収規制の輪郭を再構築するだろうか？

Armour & Skeel はそれに対しても懐疑的であるが、その理由は伝統的な機関投資家とはほぼ正確に反対であるとする。⁽¹⁹⁶⁾ヘッジファンドは広範なポートフォリオを組むのではなく、少数の会社に巨大かつ狙いを定めて投資し、コーポレート・ガバナンスに立ち向かってきた。このことがヘッジファンドに、ゲームのルール全体を改善することに焦点を絞るインセンティブよりも、個々の会社のアクティビズムに関わる強いインセンティブを与えてきた。⁽¹⁹⁷⁾結果として、仮に新しいヘッジファンド・アクティビズムがアメリカのコーポレート・ガバナンスに揺さぶりをかけるとしても、それは同国の買収規制を劇的に変化させるものとは考えがたいというのである。

Armour & Skeel は、伝統的な機関投資家もヘッジファンドも、アメリカの企業買収市場に何らの効果も与えないと言っているのではない、と念を押す。しかし、アメリカの裁判所中心のアプローチは、仮に国際金融市場がヘッジファンドの対等によって変容し、より洗練された金融の媒介項を形成しても耐えうるように思う、とする。⁽¹⁹⁸⁾

第5節 Armour & Skeel 説の要約

以上の主張を簡単にまとめると、大略次のようになるであろう。①米英の企業買収法制の相違点について、従来の連邦主義に基づく“race to the bottom”説や“race to the top”説、そして近時の修正説のいずれも必ずしも十分に説明し切れていない。規制の対象側ではなく規

制主体側からのアプローチが必要である。②両者が一方は事後的・判例法的規制、他方は事前的・自主的規制と様式を異にしたのは、その法形成に関わった主体の構成が異なったことと、本来別の目的で制定された法制度などの意図せざる効果、そして規制主体の地理的・地位的な関係が複合的に合わさった結果である。③近時 EU 公開買付指令やヘッジファンドの台頭といった新しい動きが見られるが、両国の規制態様に大きな変化が起こるとは考えにくい。つまり、少なくとも両者は併存しうる関係にあり、いずれかに収斂されるものではない。

注

- (6) 近時の実務家の手による紹介として、太田洋＝今井英次郎「米国各州における企業買収規制立法の最新状況〔上〕」商事1722号35頁、「同〔下〕」1723号38頁がある。
- (7) SI 2006/1183. 邦語による紹介として、北村雅史「EU における公開買付規制」商事1732号4頁、末岡晶子「EU 企業買収指令における敵対的買収防衛策の位置づけと TOB 規制」商事1733号34頁以下。
- (8) Companies Act 2006. なお極めて不十分ながら、改正前イギリス会社法における企業買収法制の概観として、拙稿「イギリス M&A 法制の素描と日本法への示唆」九大法学94号450頁以下参照。
- (9) なお、以上のような法的性格の付与によって、従来の自主規制は現在では厳密に表記すれば「自主（的）規制」と表すことができるものと考えられるが、本稿ではその運用実態に主として着目し、「自主規制」の語をもって代替することもあることを念頭に置きたい。
- (10) The Takeover Code の中核をなすのがいわゆる City Code であり、関連規定を包括したより広い概念が前者に相当する。
- (11) 現在の Code 上かかる規制の根拠となるのは Rule 21 である。
- (12) 現在は Code Rule 9.1 (a) により、原則30%以上である。
- (13) 現在の Code においては、Introduction 11が具体的な対処を説明している。
- (14) ただし、これは買収防衛策の全否定を意味するものではない。前述のとおり、法的ルールないし Code によって導入が禁止された防衛策が多数を占める状況ではあるが、それ以外の一部については法的にも Code 上も導入が不可能である訳ではない。しかしながら、事実上かかる防衛策も

利用されていないというのが正しい現状認識である。この点に関連して、日本における買収防衛策の行く末についても、市場価格への反映などを通じた圧力によって、最終的に淘汰されるのではないかと指摘する論者が存在することも興味深い。この点については2008年の日本私法学会シンポジウム「企業結合法の総合的研究」でも同様の意見が出されていたことも付言しておく。

- (15) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1738 Table 1. なお両国の双方において、敵対的企業買収はあくまでも例外的存在であって、大部分は友好的なそれであることも認識しておくべきである。また、この注と注 (16)、同 (17) に掲げた Armour & Skeel のデータは、Thomson Financial SDC Platinum database に基づくものであるが、最新のデータの一部は、同社の日本語サイト <http://www.thomsonfinancial.co.jp/> において無料で閲覧することができる。
- (16) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1748 Table 2.
- (17) *Id.* at 1749 Table 3.
- (18) これがアメリカ法についても妥当することは、言うまでもない。
- (19) See, e.g., William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, 83 YALE L. J. 663, 705 (1974).
- (20) See, e.g., Ralph K. Winter, *State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation*, 6 J. LEGAL STUD. 251 (1977). See also, ROBERTA ROMANO, THE GENIUS OF AMERICAN CORPORATE LAW 14-31 (1993); FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHER, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 1-40 (1991).
- (21) See, e.g., Lucian Bebchuk, Alma Cohen & Allen Ferrell, *Does the Evidence Favor State Competition in Corporate Law?*, 90 CAL. L. REV. 1775, 1815 (2002). ただし、念のため注記するに、Bebchuk らの当該箇所における分析は、反企業買収立法が整っている州とそうでない州との比較であって、デラウェア州のみを念頭にいたものではない。
- (22) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1766.
- (23) Geoffrey Miller, *Political Structure and Corporate Governance: Some Points of Contrast Between the United States and England*, 98 COLUM. BUS. L. REV. 51, 75 (1998) は、潜在的な買収者による立法への影響力の観点から考察している。これに対して、後に触れるように、Armour & Skeel は機関投資家を中心とした株主の側からのアプローチを試みている。
- (24) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1766.
- (25) *Ibid.*

- (26) See, e.g., Jonathan R. Macey, *Displacing Delaware: Can the Feds Do a Better Job Than the States in Regulating Takeovers?*, 57 BUS. LAW. 1025, 1034-36 (2002). Macey は Lucian Ayre Bebchuk & Allen Ferrell, *A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition*, 87 VA. L. REV. 111 (2001) を考察の対象とし、特にポイズン・ビルに関するデラウエア州裁判所の制限的な対応について、Bebchuk らが十分な考慮を払っていないと批判している。
- (27) See, e.g., Roberta Romano, *Competition for Corporate Charters and the Lesson of Takeover Statutes*, 61 FORDHAM L. REV. 843, 855-56 (1993). なお、Romano の当該論攷は、Armour & Skeel の参照箇所の中の部分で、株主集団や機関投資家によるデラウエア州へのロビー活動が、デラウエア州の企業買収法制が経営陣に対して抑制的になる原因となったという指摘をしている。その思考様式は、まさに Armour & Skeel のそれと同様である。この点については、第3章においてさらに検討する。
- (28) Robert Daines, *Does Delaware Law Improve Firm Value?*, 62 J. FIN. ECON. 525 (2001). But see Guhan Subramanian, *The Disappearing Delaware Effect*, 20 J. L. ECON. & ORG. 32 (2004). Subramanian は、Daines の研究手法を踏まえ、90年代後期には Delaware Effect はなくなっていたとみられることを指摘し、“race to the bottom” 説を支持するデータを示すと同時に、前期にも小規模企業については効果がみられるが、大規模企業についてはそうではないこと、90年代後期に効果がなくなった理由について疑問が生ずるとし、その理由を推測している。この点についても、第3章においてさらに検討する。
- (29) Bebchuk et al., *supra* note (21), at 1820-21.
- (30) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1766-67.
- (31) *Id.* at 1767. また、Armour & Skeel は、Lucian Arye Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARV. L. REV. 833, 847-50 (2005) を参照しつつ、彼の一連の論攷における、コーポレート・ガバナンスへの株主の積極的な参加の提言において参照されるイギリス法制の検討には、自主規制という観点が欠落している、と指摘する。See Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1767 n. 190.
- (32) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1751-56.
- (33) *Id.* at 1756-64.
- (34) *Id.* at 1751-52.
- (35) For more detail, see JOEL SELIGMAN, THE TRANSFORMATION OF WALL STREET: A HISTORY OF THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION

- AND MODERN CORPORATE FINANCE 208-10 (1982). 邦訳として、田中恒夫 (訳) 『ウォールストリートの改革：証券取引委員会 (SEC) の歴史：投資家保護への闘い』 (上下巻、創成社、2006年)。
- (36) See RON CHERNOW, THE HOUSE OF MORGAN: AN AMERICAN BANKING DYNASTY AND THE RISE OF MODERN FINANCE 508-11 (1990). 邦訳として、青木榮一 (訳) 『モルガン家 金融帝国の盛衰』 (上下巻、日本経済新聞社、1993年) [該当箇所は下巻156～160頁]。
- (37) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1753.
- (38) See Note, *Cash Tender Offers*, 83 HARV. L. REV. 377, 377 n.1 (1969).
- (39) Henry Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 POL. ECON. 110, 112-113 (1965). Manne の当該部分の主張は、現在の企業コントロール権市場についての典型的な議論の原型であるといえる。
- (40) デラウェア州会社法のテンプレートは1899年法であり、それはニュージャージー州1896年会社法 (see Act of April 21, 1896, ch. 185. 1896 N.J. Laws 277) をもとにしている。See William E. Kirk, III, *A Case Study in Legislative Opportunism: How Delaware Used the Federal-State System to Attain Corporate Pre-Eminence*, 10 J. CORP. L. 233, 252-53 (1984).
- (41) In detail, see S. Samuel Arsht & Walter K. Stapleton, *Delaware's New General Corporation Law: Substantive Changes*, 23 BUS. LAW. 75, 77-82, 85-90 (1967).
- (42) See, e.g., William W. Bratton & Joseph A. McCahery, *The Equilibrium Content of Corporate Federalism* 20-21, available at <http://ssrn.com/abstract=606481>
- (43) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1754.
- (44) See Williams Act, Pub. L. No. 90-439, 82 Stat. 454 (1968) (codified as amended in scattered sections of 15 U.S.C.). For an overview of the Williams Act changes, see, for example, Note, *The Developing Meaning of "Tender Offer" Under the Securities Exchange Act of 1934*, 86 HARV. L. REV. 1250, 1254-60 (1973).
- (45) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1755.
- (46) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1755.
- (47) In detail, see DAVID SKEEL, ICARUS IN THE BOARDROOM: THE FUNDAMENTAL FLAWS IN CORPORATE AMERICA AND WHERE THEY CAME FROM 111-30 (2002).
- (48) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1755.

- (49) *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346, 1348 (Del. 1985).
- (50) *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 958 (Del. 1985).
- (51) *Revlon. Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 185 (Del. 1985).
- (52) さしあたり、徳本穰『敵対的企業買収の法理論』（九州大学出版会、2000年）参照。
- (53) *Unocal*, 493 A.2d at 954.
- (54) *Revlon*, 506 A. 2d at 182.
- (55) *Armour & Skeel*, *supra* note (4), at 1756. For more detail, see Roberta Romano, *The Political Economy of Takeover Statutes*, 73 VA. L. REV. 111, 120-45 (1987). Romano は買収に関する立法が様々な利害関係者の衝突を反映したものであるとの推測のもとに調査を行っている。
- (56) これ以降、*Armour & Skeel* は TIMES (London) や ECONOMIST の記事を丹念に調べ上げ、歴史的展開を精査している。本来はすべて原典を引用すべきところであるが、以下では両誌についての引用は原則として割愛する。
- (57) See, e.g., GEORGE BULL & ANTHONY VICE, *BID FOR POWER* 30 (3d ed. 1961).
- (58) *Clore* はその後資産を売却し会社のリテールの財産としてリースバックすることで大きな利益を得た。
- (59) *Battle for the Savoy*, ECONOMIST, December 12, 1953, at 831, 831-32.
- (60) See RONALD W. MOON, *BUSINESS MERGERS AND TAKE-OVER BIDS: A STUDY OF THE POST-WAR PATTERN OF AMALGAMATIONS AND RECONSTRUCTIONS OF COMPANIES* 128-32 (5th ed. 1976); L.C.B. Gower, *Corporate Control: The Battle for the Berkeley*, 68 HARV. L. REV. 1176, 1179-80 (1955).
- (61) その後の Department of Trade and Industry (DTI) にあたる。田中英夫編集代表『英米法辞典』（東京大学出版会、1991年）105頁参照。なお DTI は2007年 6 月28日をもって、Department for Business, Enterprise and Regulatory Reform と Department for Innovation, Universities and Skills に再編成されている。
- (62) E. MILNER HOLLAND, Q.C., *BD. OF TRADE, THE SAVOY HOTEL LIMITED AND THE BERKELEY HOTEL COMPANY LIMITED: INVESTIGATION*

UNDER SECTION 165 (B) OF THE COMPANIES ACT, 1948: REPORT OF MR. E. MILNER HOLLAND, Q.C. 3-12 (1954). このレポートは現在日本の大学図書館には所蔵されておらず、英国図書館 (<http://www.bl.uk/>) にコピーを依頼する方法によって入手できる。

- (63) HOLLAND, *supra* note (62), at 26. きっこう内は Armour & Skeel が補った原文の直訳である。
- (64) Gower, *supra* note (60), at 1192-93.
- (65) MOON, *supra* note (60), at 130.
- (66) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1758.
- (67) Armour & Skeel は、BA のボードの選択は、恐らく Alcoa が BA 経営陣の続投を許容することを意図していたことに影響を受けていたとしている。また、BA の定款では新株発行は株主の同意を要しなかった。*See Id.* at 1758 n. 134.
- (68) 商務省は11月に会社法の Jenkins 委員会の立ち上げをアナウンスした。
- (69) Armour & Skeel によると、当時の唯一の法改正の動きは、1960年の Board of Trade によるライセンスのある証券ディーラーに対する、買付けを少なくとも21日オープンにしておくべきことと、買収者に関する一定の情報の開示を義務付けるもののみであった。Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1759 n. 145. Jenkins 委員会はより踏み込んだ提案を行ったが、容れられることはなかった。*See* BOARD OF TRADE, REPORT OF THE COMPANY LAW COMMITTEE 98-110 (1962).
- (70) 例外的に該当文献を挙げておく。*Back to the Jungle*, ECONOMIST, July 22, 1967, at 337.
- (71) これはアメリカでウィリアムズ法の連邦レベルの公開買付ルールが成文化された年である。Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1760.
- (72) THE PANEL ON TAKE-OVERS AND MERGERS, REPORT ON THE YEAR ENDED 31ST MARCH 1969, at 3, *available at* <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/reports/DATA/Report1969.pdf>
- (73) *See Id.* at 4.
- (74) Panel は初年度575のケースを扱っている。THE PANEL ON TAKE-OVERS AND MERGERS, *supra* note (72), at 8.
- (75) ここでも例外的に出典を明記する。*Coach and Horses Through the Code*, ECONOMIST, July 20, 1968, at 76, 76.
- (76) SIR ALEXANDER JOHNSTON, THE CITY TAKE-OVER CODE 49 (1980).
- (77) その趣旨を端的に表現したものとして、THE PANEL ON TAKEOVERS AND MERGERS, THE CITY CODE ON TAKEOVERS AND MERGERS 5-6 (1981).

- (78) *See, e.g.*, THE PANEL ON TAKE-OVERS AND MERGERS, REPORT ON THE YEAR ENDED 31ST MARCH, 1975 AND 1976, at 3-4 (1976) *available at* <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/reports/DATA/Report1975&76.pdf>
- (79) *See, e.g.*, THE PANEL ON TAKE-OVERS AND MERGERS, REPORT ON THE YEAR ENDED 31ST MARCH, 1973, at 3, 9-10 (1973) *available at* <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/reports/DATA/Report1973.pdf>
 同年のレポートではインサイダー取引について触れられている。と同時に、Code と Panel が必ずしも株主のみを念頭においた体制になっていない点を強調している点でも興味深い。この点については、本稿第2章第2節、特に後掲注(268)も参照。
- (80) *See, e.g.*, THE PANEL ON TAKE-OVERS AND MERGERS, REPORT ON THE YEAR ENDED 31ST MARCH, 1978, at 5 (1978) *available at* <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/reports/DATA/Report1978.pdf>
 このレポートでは個人投資家の持株比率の減少傾向が(時期的には明示されていないが)明確に指摘され、かつその保護の必要性も認識されている。Armour & Skeel の主張の証左となるものといえようか。See also THE PANEL ON TAKE-OVERS AND MERGERS, REPORT ON THE YEAR ENDED 31ST MARCH, 1980, at 6 (1980), *available at* <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/reports/DATA/Report1980.pdf>
- (81) *See, e.g.*, THE PANEL ON TAKE-OVERS AND MERGERS, *supra* note (79), at 3. *See also*, THE PANEL ON TAKE-OVERS AND MERGERS, REPORT ON THE YEAR ENDED 31ST MARCH, 1974, at 3-4 (1974) *available at* <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/reports/DATA/Report1974.pdf>, and, THE PANEL ON TAKE-OVERS AND MERGERS, *supra* note (78), at 3-4. Panel が自主規制に固執する理由として多くのレポートで明示されているのは、法のルールとして基準が形成された場合、それがマキシマムとして機能し、実務法曹がその抜け穴 (loop-hole) や適用の回避を模索することは不可避であり、法の硬直性が当該事態の改善にとって妨げになる、というものである。この議論は、自主規制が柔軟に改編できることを前提としているとも評価しうるし、またそのように制度を(まさに自主的に)運用することの決意表明と評価することも可能であろう。また、第2章で取り上げる Johnston の論攷も、このことを所与の前提として議論を展開している。
- (82) 前掲注(12) 参照。
- (83) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1764.
- (84) *See* IAN AYRES & JOHN BRAITHWAITE, RESPONSIVE REGULATION:

TRANSCENDING THE DEREGULATION DEBATE 101-32 (1992). 当該箇所は、強制された自主規制 (Enforced Self-Regulation) の理論的側面について詳細に検討するものである。

- (85) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1767.
- (86) *Id.* at 1767-76.
- (87) *Id.* at 1776-84.
- (88) Armour & Skeel によれば、このことや以降の指摘は、概して Mark Roe のアメリカのコーポレート・ガバナンスの政治学に関する研究に関連するという。See Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1767 n. 191. See also, MARK J. ROE, STRONG MANAGERS, WEAK OWNERS: THE POLITICAL ROOTS OF AMERICAN CORPORATE FINANCE (1994) generally. 邦訳として、北條裕雄＝松尾順介 (監訳) 『アメリカの企業統治 なぜ経営者は強くなったか』 (東洋経済新報社、1996年)。ROE は、ドイツや、原著出版当時の銀行と企業の株式の持ち合いが著しかった日本の制度との比較なども行っている。このことは、株式の持ち合いが再構築されつつあるとも言われる日本の現状に対してもインプリケーションを与えそうである。「むすびにかえて」で若干言及することとする。
- (89) See Armour & Skeel, *supra* note (4), at 176 Fig. 1.
- (90) See, e.g., Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA L. REV. 811, 827-28 (1992); Edward B. Rock, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, 79 GEO. L. J. 445, 447 (1991).
- (91) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1768.
- (92) *Id.* at 1769 Fig. 2.
- (93) See Steven A. Bank & Brian. R. Cheffins, *Tax and Ownership Structure* 50-51 (2006). 当該文献は出版されておらず、Armour & Skeel がファイルしている。See Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1768 n. 194.
- (94) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1768.
- (95) See, e.g., Tom Clark & Andrew Dilnot, *Long-Term Trend in British Taxation and Spending* 7-8 (Inst. for Fiscal Studies, Briefing Note No. 25, 2002) available at <http://www.ifs.org.uk/bns/bn25.pdf> サッチャー政権では上限は79年に60%まで引き下げられ、88年には40%となった。See *Id.*
- (96) See Leslie Hannah, *Why Employer-Based Pension Plans? The Case of Britain*, 45 J. ECON. HIST. 347, 354 n.20 (1985); see generally HM TREASURY, INSTITUTIONAL INVESTMENT IN THE UNITED KINGDOM: A

REVIEW 29 (2001), *available at* <http://www.hm-treasury.gov.uk/d/31.pdf> なお、この年金基金への免税措置は97年7月に廃止されている。
See Leonie Bell & Tim Jenkinson, *New Evidence on the Impact of Dividend Taxation and the Identity of the Marginal Investor*, 57 J. FIN. 1321, 1321-22 (2002).

(97) なお、彼らは、戦後の高率のインフレのため、機関投資家が確定収入の（fixed-income）証券よりもエクイティを選好したとする説（*see e.g.*, HM TREASURY, *supra* note (96), at 32）に対しては、当該現象は全ての投資家に対して似たようなインパクトを与えるはずであり、機関投資家が何故個人投資家に比べて相対的に持株数を増やしたのかを十分に説明していない、と指摘する。Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1769 n. 199.

(98) *Id.* at 1770.

(99) *See generally* ALBERT O. HIRSCHMAN, EXIT, VOICE, AND LOYALTY: RESPONSES TO DECLINE IN FIRMS, ORGANIZATIONS, AND STATES (1970). *See also*, for example, JOHNATHAN CHARKHAM & ANNE SIMPSON, FAIR SHARES 137-39, 171-73 (1999). 邦訳として、奥村有敬（訳）『株主の力と責任 「英国流コーポレートガバナンス」を問う』（日本経済新聞社、2001年）〔該当箇所は190～93頁、238頁～41頁〕。もっとも、CHARKHAMらは個々の機関投資家の消極的態度にも徐々に変化の兆しがあることを指摘している。後者の引用部分は、機関投資家の連携行動の困難さを指摘しつつ、やはり漸進的な発展が見られることを指摘している。*See also*, Bernard S. Black & John. C. Coffee, *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation*, 92 MICH. L. REV. 1997, at 2055-72 (1994); Paul L. Davies, *Institutional Investors in the United Kingdom*, in CONTEMPORARY ISSUES IN CORPORATE GOVERNANCE 69, 89-90 (D.D. Prentice and P.R.J. Holland eds., 1993). これらの文献が共通して指摘しているのは、機関投資家が幅広いポートフォリオを組んでいるため、モニタリングコストを負担するインセンティブに欠けていること、機関投資家間のフリーライダーの発生、集合行為（collective action）の問題が生じること、などである。

(100) *See, e.g.*, SIR ADRIAN CADBURY, REPORT OF THE COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE ¶¶ 6.9-6.16 (1992) *available at* <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>; HM TREASURY, *supra* note (96), at 89-94. 後者の引用部分には“Shareholder activism”という標題がついている。両者ともに機関投資家の積極的な企業意思決定メカニズムへの参加を求める内容となっている。これに関

して近時ヘッジファンドを中心とする、(論者によって必ずしも適切と捉えられていない) 新しいアクティビズムの動きが見られる。この点に関する邦語文献として、武井一浩「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流〔上〕」商事1840号74頁、太田洋「同〔下〕」商事1842号23頁参照。これらについては、Armour & Skeel も若干の言及をしている(本章第4節第3款参照)が、Armour & Skeel はこの論攷のブリーフ・バージョンにおいて、より詳細に状況の紹介を行っている。See, Armour & Skeel, *The Divergence of U.S. and UK Takeover Regulation*, 30 REGULATION (Fall 2007) 50, at 54.

(101) See Marc Goergen & Luc Renneboog, *Strong Managers and Passive Institutional Investors in the UK*, in THE CONTROL OF CORPORATE EUROPE 259, 268-70 & figs. 10.3-10.4 (Fabrizio Barca & Marco Brecht eds., 2001).

(102) See, G.P. STAPLEDON, INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS AND CORPORATE GOVERNANCE 122-29; Rafel Crespí-Clardera & Luc Renneboog, *Corporate Monitoring by Shareholder Coalitions in the U.K.* (Euro. Corp. Governance Inst., Finance Working Paper No. 12/2003, 2003) available at <http://ssrn.com/abstract=379124>

(103) 当該規制活動の強化についての機関投資家のロビー活動の具体例については、STAPLEDON, *supra* note (102), at 60 (1996) を参照。

(104) *Id.* at 67-76.

(105) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1771.

(106) *Ibid.*

(107) *Ibid.*

(108) これはもちろん、機関(投資家)が規制の内容に影響を及ぼすことも容易にした。*Id.* at 1771 n. 213.

(109) Armour & Skeel はこれを、ゲーム理論の中の、繰り返しゲームにおいて認知されているいわゆるフォーク定理のひとつとして位置づけている。*Id.* at 1772 n. 214. この点については邦語でもミクロ経済学の教科書に多く紹介されているので、さしあたり武隈愼一『ミクロ経済学〔増補版〕』(新世社、1999年) 365頁以下を挙げておく。

(110) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1772.

(111) *Ibid.*

(112) *Ibid.*

(113) For detail, see *Id.* at 1773-76.

(114) Armour & Skeel によれば、先例は既にあったかもしれない。すなわち、6年前の Savoy Hotel のケースで似たような類の戦略が採られたよ

うな気配がある、とする。See *Id.* at 1773 n. 221. See also, BULL & VICE, *supra* note (57), at 59.

- (115) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1774.
- (116) finance houses の具体的な内容については、Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1775 n.233を参照。
- (117) 他の追加メンバーについては、THE PANEL ON TAKE-OVERS AND MERGERS, *supra* note (72), at 2を参照。
- (118) See BULL & VICE, *supra* note (57), at 13-14.
- (119) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1775-76.
- (120) *Id.* at 1776-84.
- (121) Paul G. Mahoney, *The Exchange as Regulator*, 83 VA. L. REV. 1453, 1466 (1997). See also, Robert A. Prentice, *The Inevitability of a Strong SEC*, 91 CORNELL L. REV. 775, 795-97 (2006). 前者は、NYSE による企業情報の開示規制が極めて機能していたことを指摘し、開示要件が無視されていたという従来の一般的見解を批判するものである。後者は、NYSE の自主規制が一定の効果を上げていることは認めつつも、必ずしも登録会員の詐欺行為を抑止できてこなかったとし、SEC への権限付与を正当化する論陣を張っている。
- (122) 異なっている部分については、Armour & Skeel は後述している。
- (123) 似たような批判は1968年の Takeover Panel の具体化に際しても見られた。本節第3款参照。
- (124) See, for example, Roberta S. Karmel, *Realizing the Dream of William O. Douglas — The Securities and Exchange Commission Takes Charge of Corporate Governance*, 30 DEL. J. CORP. L. 79, 92 (2005). Karmel は、NYSE の自主規制は基本的に契約法上の拘束力のみを有していたことを問題視し、その内容は法文上取り込まれたが、結果的には SEC が法的な規制権限を有する構造になったと指摘する。また Karmel によれば、Douglas は連邦機関の下での強制的なアメリカのビジネスの自主規制を志向していた。See *Id.* at 133. しかし議会はそのような新たな機関を設けなかった。Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1777 n. 241.
- (125) Armour & Skeel によれば、60年代アメリカでも非公式な「紳士協定」が、慎重で保守的な (white shoe) 投資銀行が敵対的買収に参与することを抑制してきた。このことは、自主規制のみではなく、外部からの政府の駆り立て (prod) の重要性を示唆しているかもしれない。またそれは、投資銀行だけではなく、全ての株主グループをテーブルにつかせることが重要であるという点も補強するという。Armour & Skeel, *supra*

- note (4), at 1777 n. 242.
- (126) 111 CONG. REC. 28, 257 (statement of Sen. Williams).
- (127) *Full Disclosure of Corporate Equity Ownership and in Corporate Takeover Bids: Hearings on S. 510 Before the Subcomm. on Securities of the Comm. on Banking and Currency*, 90th Cong. 43 (1967) [hereinafter 1967 Senate Hearing]. 以下の各者の証言内容も、この議事録に記されている。
- (128) Samuel L. Hays, III & Russell A. Taussig, *Tactics of Cash Takeover Bids — For Bidders, Incumbent Managements, and Shareholders*, HARV. BUS. REV, Mar. — Apr. 1967, at 135, 138.
- (129) Armour & Skeel によれば、銀行や他の機関の参加についてのほとんど唯一の証拠は、the American Bankers Association からの、SEC よりも banking regulator が公開企業である銀行への監督をすることを明確にするよう修正されるべき、とする書簡である。1967 Senate Hearing, *supra* note (127), at 238-39.
- (130) See, e.g., ROE, *supra* note (88), at 28-32. 邦訳書35～45頁。ROE は、ポピュリストの存在ないしポピュリズムが、金融機関の巨大化を抑止する政治的な力となり、結果として反トラスト立法やミューチュアル・ファンド規制立法、そして反企業買収立法へとつながって経営者たちの優位をもたらしたと分析している。
- (131) 1967 Senate Hearing, *supra* note (127), at 178.
- (132) See, Note, *supra* note (38), at 381 n.28.
- (133) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1780 n. 255.
- (134) *Id.* at 1780-84.
- (135) See Paul H. Rubin, *Micro and Macro Legal Efficiency: Supply and Demand*, 13 SUPREME COURT ECON. REV. 19, 21-27 (2005). Rubin は既存の議論と自身が打ち立てた “evolutionary model” を包括的にまとめている。
- (136) 出訴の選択が一方のみによって起こるか、あるいは双方から起こるかによって判事が有するシステムティックなインセンティブが効率的になるか否かが変化することについては、Todd J. Zywicki, *The Rise and Fall of Efficiency in the Common Law: A Supply-Side Analysis*, 97 NW. U. L. REV. 1551 (2003) を参照。クラシックな供給側 (supply-side)、利益集団の視点からのデラウェア会社法の分析・説明については、Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Toward an Interest-Group Theory of Delaware Corporate Law*, 65 TEX. L. REV. 469 (1987) を参照。

- (137) Lucian Arye Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARV. L. REV. 833, 847-50 (2005).
- (138) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1780 n. 257.
- (139) See John C. Goodman, *An Economic Theory of the Evolution of the Common Law*, 7 J. LEGAL STUD. 393, 393 (1979); George L. Priest, *The Common Law Process and the Selection of Efficient Rules*, 6 J. LEGAL STUD. 65, 65 (1977). See also, Paul H. Rubin, *Why is the Common Law Efficient?*, 6 J. LEGAL STUD. 51 (1977).
- (140) Martin J. Bailey & Paul H. Rubin, *A Positive Theory of Legal Change*, 14 INT'L REV. L. & ECON. 467, 472-73 (1994); Jack Hirschleifer, *Evolutionary Models in Economics and Law*, in 4 RESEARCH IN LAW AND ECONOMICS 1 (Paul H. Rubin & Richard Zerbe eds., 1982); Paul H. Rubin, *Common Law and Statute Law*, 11 J. LEGAL STUD. 205, 211 (1982). 類似した結果は、訴訟の一方当事者が訴訟の想定される結果についてシステムティックにより多くの情報を有する場合にも生じる。See Keith N. Hylton, *Information, Litigation, and Common Law Evolution*, 8 AM. L. & ECON. REV. 33, 44-46 (2006).
- (141) See Bailey & Rubin, *supra* note (140), at 476; Avery Katz, *Judicial Decisionmaking and Litigation Expenditure*, 8 INT'L REV. L. & ECON. 127 (1988). Katz は従来の訴訟に要するコストのモデルを拡張し、司法に関する意思決定に費やすことができるコストをも含めた、拡張されたモデルによる分析を提案している。
- (142) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1781.
- (143) *Id.* at 1782.
- (144) Armour & Skeel によれば、John Coffee は派生訴訟とクラスアクションについての初期の論攷で近い主張をしている。すなわち、Coffee は、裁判官が取締役に、モラル的に非難できない行為について数百万ドルの責任を課すことに消極的なことから、司法の先例は経営者優位のバイアスを現していると議論しているのである。See John C. Coffee, *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, 84 COLUM. L. REV. 1145, 1150 & n.9; John C. Coffee, Jr. & Donald E. Schwartz, *The Survival of the Derivative Suit: An Evaluation and a Proposal for Reform*, 81 COLUM. L. REV. 261, 316-18 (1981). これは、懲罰的な損害賠償額が提示されがちである、という我々の一般的なクラスアクションについての認識を改める必要を示しているといえるか

もしれない。もっとも、近年では日本においても巨額の賠償責任を肯定する判決が度々現れているが、実際上は和解で終結することも多いと指摘されており、日本においてもこのようなバイアスがあるかどうか、また現在のアメリカでもなお Coffee の指摘するようなバイアスが存在するのかは、それ自体検討を要する問題である。この点は本稿の主たる関心事から外れるので、今後の検討課題としたい。

- (145) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1782. なお、第2章第1節第2款参照。また、Code と Panel を中枢に据えるイギリスの買収規制でも、訴訟をすることが不可能ではない。このいわゆる戦略的訴訟 (tactical litigation) 自体がひとつの重要なテーマであり、ここで詳論する余裕はないので、参考文献を挙げるにとどめる。See, for example, Tunde I. Ogowewo, "Tactical Litigation in Takeover Contests" [2007] J.B.L., AUGUST ISSUE 589. また、邦語文献としては、小出・前掲注(4) 論文259頁以下のほか、より早い時期のものとして、野田博「公開買付けをめぐる戦術的訴訟および経営者の防御手段に対するイギリスの規制について」一橋大学法学部創立50周年記念論文集刊行会編『変動期における法と国際関係——一橋大学法学部創立50周年記念論文集』(有斐閣、2001年) 413頁参照。
- (146) *See generally* Howard Smith Ltd. v. Ampol Petroleum Ltd. [1974] A.C. 821 (P.C. 1974); Bamford v. Bamford [1970] Ch. 212; Hogg v. Cramphorn Ltd. [1967] Ch. 254.
- (147) *Howard Smith*, [1974] A.C. at 834-38.
- (148) *Howard Smith* のケースでは、2つのケースが例として引用されている。See *Teck Corp. v. Millar* (1972) 33 D.L.R. (3d) 288, 328, 331 (Supreme Court of British Columbia); *Harlowe Nominees Pty Ltd. V. Woodside (Lakes Entrance) Oil Co. (1968) 121 C.L.R. 483 (Austl.)*.
- (149) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1783.
- (150) デラウェア州では、類似した策略 (analogous maneuvers) は長い間、反対派の議決権への取締役の干渉を禁じる一連のケースによって取り消されてきた。See e.g., *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.*, 813 A. 2d 1118, 1126, 1132 (Del. 2003); *Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A. 2d 651, 655, 663 (Del. Ch. 1988); *Schnell v. Chris-Craft Indus., Inc.*, 285 A. 2d 437, 439-40 (1971).
- (151) Armour & Skeel は、*Cayne v. Global Natural Resources plc* のケースにおける Sir Robert Megarry, V.C. の表現を引用している。See *Criterion Props. plc v. Stratford U.K. Props. LLC*. [2002] EWCA

- (Civ) 1783, [2003] 1 W.L.R. 2108 (quoting *Cayne v. Global Res. plc* (unreported decision of Sir Robert Megarry, V.C., Aug. 12, 1982. *aff'd on other grounds*, [1984] 1 All E.R. 225)).
- (152) See Blanaid Clarke, *Regulating Poison Pills*, 4 J. CORP. L. STUD. 51, 61-67 (2004); Paul L. Davies, *The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States*, in EUROPEAN TAKEOVERS: LAW AND PRACTICE 195, 207-10 (Klaus Hopt & Eddy Wymeersch eds., 1992); cf. David Kershaw, *The Illusion of Importance: Reconsidering the UK's Takeover Defence Prohibition*, 56 INT'L & COMP. L. Q. 267, 282-89. Kershaw は、イギリスの信認のドクトリンはより制約的であるとする。
- (153) Armour & Skeel は、当該ケースはポイズン・ピルのそれとして参照されてきたが、形態においてはアメリカにおいてロックアップとして知られるアレンジメントにより近いと指摘している。Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1874 n. 269.
- (154) Criterion Props. plc v. Stratford U.K. Props. LLC, [2002] EWCA (Civ) 1783, [2003] 1 W.L.R. 2108. 当該ケースは貴族院に上訴されたが、貴族院は別の素地においてこれを追認した。See [2004] UKHL 28. [2004] 1 W.L.R. 1846, 1847. なお、貴族院の裁判管轄権についての簡潔な解説として、田中編代・前掲注 (61) 417頁以下参照。
- (155) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1784.
- (156) *Ibid.*
- (157) *Ibid.*
- (158) *Ibid.*
- (159) *Id.* at 1784-94.
- (160) *Id.* at 1784-85.
- (161) SELIGMAN, *supra* note (35), at 166.
- (162) Armour & Skeel によれば、ブローカーは自らの手数料に関してより直接的な利益を有していた。NYSE は1975年までブローカーの手数料に独占的な修正率の価格算定を課していた。75年に SEC は NYSE に当該要件の除去を強制し、当該進展は「ビッグバン」として知られているという。See, e.g., SKEEL, *supra* note (47), at 169 (describing the Big Bang).
- (163) Armour & Skeel によると、証券取引所が規律を課すことに消極的であった側面は、証券取引所間の競争が増すごとに増大していった。20世紀初頭、アメリカの企業が株式を公に流通させるためには NYSE に上場する必要があった時代、上場廃止は強力な圧力 (stick) であった。しか

し、時代が変わると、当該会社は単に他の市場に上場すれば足りたのである。Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1786 n. 274. *See also*, Marcel Kahan, *Some Problems with Stock Exchange-Based Securities Regulation: A Comment on Mahoney*, 83 VA. L. REV. 1509, 1510, 1514 n.30 (1997). Kahan は、NYSE が上場会社を NASDAQ や AMEX に奪われるとの懸念から、1 株 1 議決権要件を強制するのに消極的であったことを描写している。

- (164) 2005年に、SEC は多くのヘッジファンドのアドバイザーに、2006年2月までに SEC に登録するよう要求するルールを公表した。当該ルールは最近 D.C. Circuit によって取り消され、SEC が議会からの明確な権限なしに他の方法で規制をかけようとするかは不透明である、と Armour & Skeel は評価している。Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1786 n. 275.
- (165) Erik J. Gruepner, Comment, *Hedge Funds are Headed Down-Market: A Call for Increased Regulation?*, 40 SAN DIEGO L. REV. 1555, 1596 (2003).
- (166) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1786.
- (167) 機関投資家の利益衝突についての探求に関しては、Jill E. Fisch, *Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?*, 55 OHIO ST. L. J. 1009, 1019-20, 1039-46 (1994); Rock, *supra* note (90), at 469-72を参照。Armour & Skeel によれば、ロンドン証券取引所についても、NYSE 同様に買収を萎縮させるインセンティブを有するなど、Code プロセスの他の参加者にも不完全なインセンティブを有するものがある。Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1787 n. 278.
- (168) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1787.
- (169) *See Id.* at 1769 (Fig. 2). *See also*, e.g., COMM'N OF THE EUROPEAN CMTYS., ALTERNATIVE INV. EXPERT GROUP, REPORT OF THE ALTERNATIVE INVESTMENT EXPERT GROUP: MANAGING, SERVICING AND MARKETING HEDGE FUNDS IN EUROPE 13 (2006), available at http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/hedgefunds_en.pdf 当該報告書は、アメリカの世界のヘッジファンド産業への寄与について詳述する。
- (170) European Parliament and Council Directive 2004/25, 2004 O.J. (L142) 12 (EC).
- (171) 最初に欧州委員会によって企業買収に関する指令が提案されたのは、1989年のことだった。*See* COMM'N OF THE EUROPEAN CMTYS, HIGH LEVEL OF COMPANY LAW EXPARTS, REPORT OF THE HIGH LEVEL GROUP

- OF COMPANY LAW EXPERTS ON ISSUES RELATED TO TAKEOVER BIDS 13-17 (Jan. 10, 2002) (prepared by Jaap Winter et al.), *available at* <http://ssrn.com/abstract=315322> [hereinafter Winter Report].
- (172) See Directive 2004/25, *supra* note (170), arts. 4 (supervisory authorities), 5 (mandatory bid), and 9 (obligations of the board of the offeree company).
- (173) *Id.* art. 11. See generally Blanaid Clarke, *Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the Market for Corporate Control*, J. BUS. L. 355, 365-72 (2006).
- (174) See Directive 2004/25, *supra* note (170), art. 12. これらの適用の詳細については、北村・前掲注(7)論文9頁以下も参照。
- (175) See Directive 2004/25, *supra* note (170), art 4.1.
- (176) See The Takeovers Directive (Interim Implementation) Regulations 2006, 2006 S.I. 2006/1183 (Eng.) *available at* <http://www.opsi.gov.uk/SI/si2006/20061183.htm> (transitional provisions, in force from May 20, 2006); Companies Act 2006, c. 46, §§942-65 (Eng.) (in force from April 6, 2007). これらの下で、PanelのCode CommitteeはCodeを起草する権限を付与され、そのHearing Committeeは当該適用の拘束的決定権限を付与されている。
- (177) See S.I. 2006/1183, *supra* note (176), reg. 11; *see also* Companies Act 2006, c. 46 §955 (Eng.).
- (178) See Directive 2004/25, *supra* note (170), art 4 (6).
- (179) See S.I. 2006/1183, *supra* note (176), reg. 12; *see also* Companies Act 2006, c.46 §956 (Eng.).
- (180) See S.I. 2006/1183, *supra* note (176), reg. 16; *see also* Companies Act 2006, c. 46 §961 (Eng.).
- (181) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1789.
- (182) See Directive 2004/25, *supra* note (170), art. 4.2 (a). *In detail, see also* arts. 4.2 (b) and 4.2 (e).
- (183) Armour & Skeelによれば、近時のこれらの発展のうち、設立された会社にとってこれまででもっとも重要なのは、Cross-Border Mergers Directive (European Parliament and Council Directive 2005/56, 2005 O.J. (L310) (EC) 1)である。Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1789 n. 297. 最近の欧州司法裁判所の命令は、買収された法主体が登記事務所を有していた加盟国は、当該会社が、たとえ主たるビジネスの地が別にあっても、そこで業をなしていることを認めなければならないとしている。See Case C-411/03, SEVIC Systems AG, [2006] All E.R.

(EC) 363 (Eng.).

- (184) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1789-90; *see also* Gérard Hertig & Joseph A. McCahery, *Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition?*, in AFTER ENRON: IMPROVING CORPORATE LAW AND MODERNISING SECURITIES REGULATION IN EUROPE AND THE US, 545, 546-47 (John Armour & Joseph A. McCahery eds., 2006).
- (185) *See* John Armour, *Who Should Make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition* 515-16, Armour & McCahery eds., *supra* note (184).
- (186) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1790.
- (187) *See Id.* at 1768 Fig. 1.
- (188) *See Id.* at 1769 Fig. 2.
- (189) *See e.g.*, Black, *supra* note (90), at 831-39; Bernard S. Black, *Next Steps in Proxy Reform*, 18 J. CORP. L. 1, 52-54 (1992); Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 MICH. L. REV. 520, 566-75, 608 (1990).
- (190) *See, e.g.*, Fisch, *supra* note (167), at 1025-34; Rock, *supra* note (90), at 453-64.
- (191) Labor Dep't Letter on Proxy Voting By Plan Fiduciaries, 15 BRP 391 (Feb. 29, 1988).
- (192) Lynn A. Stout, *Why Should ISS Be The New Master of the Corporate Governance Universe?*, CORP. GOV., Jan. 4, 2006, at 14, 14. Armour & Skeel が調査した2007年3月14日現在では、ISSは1667のクライアントを有していたようであるが、現在(2008年11月27日)では、ISSはRiskmetricsグループに買収されている。cf. http://www.riskmetrics.com/press/riskmetrics_acquires_iss
- (193) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1791.
- (194) *Ibid.*
- (195) 近時の証券詐欺についてのクラスアクションに関する実証研究では、機関投資家が原告代表となるケースは高い確率で和解により終了するとされている。*See* Randall S. Thomas and James D. Cox, *An Empirical Analysis of Institutional Investor's Impact as Lead Plaintiffs in Securities Fraud Class Actions* 64 (Vanderbilt Law & Econ., Research Paper No. 06-09, 2006) *available at* <http://ssrn.com/abstract=898640>; *see also* James D. Cox & Randall S. Thomas, *Letting Billions Slip Through Your Fingers: Empirical Evidence and*

Legal Implications of the Failure of Financial Institutions to Participate in Securities Class Action Settlements, 58 STAN. L. REV. 411, 424 (2005).

(196) Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1792.

(197) Armour & Skeelはその理由を、伝統的な機関投資家と異なり、ヘッジファンドはエクイティやデットの保有を強要されず、それらのみならずあらゆるものを投資対象とするので、ゲームのルールを変えるのではなく単にエクイティ市場から退出すればよいと説明する。*Id.* at 1792 n. 307.

(198) *Id.* at 1792-93.

第2章 イギリスにおける自主規制の再考 — Johnston 論文の概要

第1節 Johnston の歴史分析 — Armour & Skeel との相違を中心に

第1款 紹介の方針

冒頭で述べたとおり、Andrew Johnston⁽¹⁹⁹⁾のイギリス企業買収法制に関する歴史認識は、Armour & Skeelのそれと大きな差がある訳ではない。ただし、両者のウェイトを置いている箇所は異なるので、かかる部分を中心に概要をごく簡単に紹介することとする。

第2款 本論

Johnstonの歴史分析にみられる Armour & Skeelとの着眼点ないし理解の相違は、大要以下の通りである。まず、①検討の出発点を、家族経営の企業が多く所有と経営が未分離であった第1次大戦以前に設定している点、1920年代に競争抑制のベストな手段として「合理化」(“rationalisation”)の名の下に初めての合併の波が押し寄せた点を指摘していること、当時の合併はほとんど友好的なものであったことを指摘している点、1929年会社法155条が、90%の株式買収者に対して、残りの少数株主に対する売渡権を付与したこと、この点につき議会では実質

的な審議がなされていないこと、当時は当該条項が50年代の敵対的企業買収に決定的な影響を与えることは予想だにされていなかったこと、締め出し(“squeeze-out”)ルールを設定しなかったことが、買収者の経営面でのパフォーマンスをモニターし買収を行うインセンティブを極めて制限したことを指摘している点、1920年代の合併の波が家族形態の企業から現代型への企業への転換の結果を生んだかは議論があるが、それが50年代に大幅に進展し、60年代にはほぼ完結したことを指摘している点(203)が挙げられる。これに対して、50年代以降かなりの株式を機関投資家が保有し始めたという認識は Armour & Skeel と一致している。

次に、②Berle と Means が1932年に指摘したように、企業経営がプロに任されると、会社の収入はビジネスの拡大に用いられ、内部留保を増やすことで資本市場が資本を最も利益のあがるビジネスに割り当てる機会を減少させたこと、拡散した株主が事実上経営者にフリーハンドを与えたことを指摘した点が挙げられる。(205)これに対して、1953年に敵対的企業買収が起こったとき、年金基金など機関投資家がプレミアムつきの市場価格で株式を積極的に売却したという事実認識は、Armour & Skeel と大差ない。当時の市場状況についての参照資料も、ほぼ同じである。(206)

次に、1952年から55年にかけての敵対的買収勃興期については、企業が株主への配当を急増させたこと、日本の改正前商法にいわゆる株式配当を熱心に行ったこと、しかしキャピタルゲインは無税だったのに対して配当インカムは課税されていたことから、株主が積極的にプレミアム価格での市場売却を行ったことなど、すべて Armour & Skeel (正確に言えば、その参考文献である BULL & VICE) のそれと同様の理解である。Savoy Hotel の事案に着目していること、Milner Holland レポートの紹介、それらに関する参考文献、いずれも共通している。(208)③もっとも、Johnston は Holland レポートと、それを支持した Gower の解釈について、ともに懐疑的である。彼は、イギリスにおける取締役には会社財

産ないしビジネスそのものの合理的な処分は権限に含まれており、短期的な株主の利益に反するという理由のみで Savoy Hotel 事案を否定的に解することは妥当でないとしている。⁽²¹⁰⁾ また、④立法府が実務のおよびイデオロギーの理由から敵対的買収禁止立法を制定せず、その代わりに the Bank of England がシティから買収者への資金供給を抑制したと説明する Roberts 論文⁽²¹¹⁾を紹介している。

さらに、⑤1950年代終わりの政府規制の緩和が、買収者への資金供給を容易にし、それが BA 事案につながったとしている。⁽²¹²⁾ その後の Notes の展開についての紹介は Armour & Skeel とほぼ同様である。⁽²¹³⁾ もっとも、ボードの株主に対する情報開示の義務はコモンローのポジションから変化したものとして理解しており、その道筋は In *Re Evertite Locknuts* 判例⁽²¹⁵⁾で構築されたものとしており、Notes はこれを推し進めたものであると説明している。⁽²¹⁶⁾ この立場は Jenkins Committee の提案よりも先進的なものであったという。⁽²¹⁷⁾ Jenkins Committee の報告内容の詳細は Armour & Skeel 論攷では詳細に説明されておらず、その Notes 改訂への影響が大きかったことは興味深い⁽²¹⁸⁾が、若干細かいので便宜上割愛する。

⑥次いで Johnston は、自主規制が確立する以前にコモンローにおいて買収規制がどのように行われていたかについて、若干のケース分析を行っている。⁽²¹⁹⁾ この点に関しては、Armour & Skeel も事件名自体は引用しているが、具体的な内容は詳細に論じていないので若干説明する。取り上げられているのは *Hogg v. Cramphorn Ltd.* と *Howard Smith Ltd. v. Ampol Petroleum Ltd.* の2判例であるが、⁽²²⁰⁾前者は自社従業員に対して大量の議決権株式を割り当てた事例であり、⁽²²¹⁾学位論文において取り上げる予定であるのでここでは詳細を割愛する。ただし、当該割当ての「主要な目的はコントロール権を確立することにあつた」⁽²²²⁾が、経営陣は当該行為が企業とスタッフにとってベストな選択肢であると善意で行動しており、その判断は尊重されるべきとした。⁽²²³⁾ Johnston は、当

該事例は明らかに経営判断原則を満たしていると評価するが、この事実関係では主たる目的がコントロール権保持であったことを取り上げ、⁽²²⁴⁾ Buckley J. が「単にコントロール権保持または彼ら自身とその友人の会社への関係の維持、あるいは単に既存の多数派株主を毀損させる願望のみを目的とする」場合は信認義務違反を構成するとした一連の判例を紹介していることと、⁽²²⁵⁾ Hogg 判例の裁判所がこれらの目的が証拠上明らかであれば、介入する可能性があったとしていることは注記に値するだろう。⁽²²⁶⁾ Johnston は、信認義務違反がない限り、(日本における主要目的ルールを想起させるが) 主要なあるいは単一の目的が自己保身でないかどうか以上に踏み込まないことを示した判例としつつ、その先例性は、「当該事案のもとでは」主要目的は自己保身でなかったという点にのみ限定されると解釈している。⁽²²⁷⁾ Howard Smith 判例については Armour & Skeel も結論の紹介を行っているのでこちらも詳細にわたる説明は行わないが、Johnston はその先例性について、「『純粋に』(purely) 既存の多数派を破壊したり従来存在しなかった新しい多数派を形成する目的だけ」のための新株発行は信認義務違反であるという判文のうち「純粋に」が重要であるとする。つまり、偶然に議決権株式のバランスに影響を与えただけでは取締役の信認義務違反は認められないとしたものと説明している。⁽²²⁹⁾

⑦以上の分析を根拠に、Johnston はコモンローにおける判例法は(事後的に適法性・違法性が明らかになることは当然の前提であるが)、主張者に対象会社経営陣の主要な目的についての主張立証責任を課す結果になることに着目し、これはコモンローが一般的に経営陣の統治 (autonomy) を株主の要求から保護してきた経過とも整合的であるとする。⁽²³⁰⁾ 経営判断原則は信認義務に違反しない限り維持されるが、これは敵対的買収の局面においても基本的に同様である。しかし、Hogg 以来、(New South Wales から上訴された Howard Smith を除いて) 裁判所は買収防衛策への対応を洗練する機会をほとんど有しなかった。City Code の導

入によって、裁判所への出訴が抑制されたことと、第2欧州会社法指令への対応として立法で先買権（pre-emption rights）が導入されたこと⁽²³¹⁾で、裁判所は当該アプローチの洗練の機会を失ったというのである。⁽²³²⁾

その後の Code 起草に至る経過と内容の紹介などは Armour & Skeel とほぼ共通しており、改訂に関する記述においても、1965年のキャピタルゲインタックスの導入と株式市場の活性化が、現金を対価とする買収をより一般的にしたことを強調している点が目につく程度である。⁽²³³⁾ もっとも、⑧義務的公開買付ルールが少数株主にプレミアム分配の機会を与える構造については、本来コモンローは要求していなかった平等取り扱いの要請を取り入れたものであると指摘している。⁽²³⁴⁾ またコモンローは、会社のコントロール権の移転を規制もしていないとする。⁽²³⁵⁾

公開買付指令の履行としての CA2006においても実質的に自主（的）規制が維持されていることは、Johnston も同様に解している。⁽²³⁶⁾ ルール設定についての自主性も基本的には維持されているが、ただし943条(1)項の公開買付指令、とりわけオプションとされた9条（買収防衛策の禁止）の制度維持は、議会が Panel に縛りをかけた点で例外的であると指摘する。⁽²³⁷⁾ 公開買付指令のかなりの部分が Code を基礎に設計されているという認識も Armour & Skeel と同様である。⁽²³⁸⁾

Johnston 論攷の次章（VI. THEORETICAL PERSPECTIVES ON THE CITY CODE）は Armour & Skeel 論攷と必ずしも一致せず、またより詳細である部分もあるので、やや詳しく紹介する。⁽²³⁹⁾ なお、改訂に向けたいわば立法論的提言の部分については、節を改めて紹介することとする。

Code の理論的視角として支配的な見方として、Johnston は市場の失敗に対する規制的解決と、第三者のためのいかなる外部性も創出しないで経営陣の株主へのアカウンタビリティを確保することを挙げている。⁽²⁴⁰⁾ そして彼は、これはおおそ正しいとする。⁽²⁴¹⁾

しかしながら、近時のコーポレート・ガバナンスにおける理論的ディベートは、Code が何らの外部性も創出しないという支配的見解にチャ

レンジしているとする。批判説は、Code の経営陣による買収防衛策の絶対的禁止に焦点をあて、当該条項は特に会社の鍵となる株主との関係と従業員に対して、経済学的にみて悪影響を及ぼすと結論づけている。そして、まず Code のオーソドックスな経済的視点を簡潔に紹介し(A)⁽²⁴³⁾、その後批判説の主張する買収防衛策の経済的効率性を説明し(B)⁽²⁴⁴⁾、最後に結論としてこれらの近時の議論が政策論と規制の改変に与える程度についての試論を提示している(C)⁽²⁴⁵⁾。後2者については節を改めて紹介する。

まず A (従来の支配的見解) についてであるが、Code は起草段階からコーポレート・ガバナンスにおける純粋に金融的な概念の支持者のサポートを受けていた。基本に据えているのはコーポレート・ガバナンスにおけるエージェンシーモデルないし新古典派モデルであって、会社を「完全な契約と不完全な契約の束」と見て、その中心に株主のエージェントとしての取締役会が存在するのだと理解する⁽²⁴⁶⁾。そして、エージェンシーコストが発生し、コストは現在の株式の市場価格と買収者の提案するプレミアムとの差となって生じる。取締役の選解任権や株主総会出席権、情報受領権をもってしても、集合行為問題が分散した株主の行動を抑制する。よって、コーポレート・ガバナンスシステムは、経営者の株主に対するアカウンタビリティを保証する追加的メカニズムを提供しなければならない。かかるメカニズムは、残余財産請求権を最大化し、ひいては社会全体の効用を最大化する。対照的に、従業員、債権者、供給者その他の企業関係者は、完全に拘束的な契約を締結可能であるからコーポレート・ガバナンスシステムは考慮を払わなくともよい⁽²⁴⁷⁾。

60年代の買収の波の際、会社コントロール権市場は経営者の拡散した消極的な株主へのアカウンタビリティを、敵対的買収のおそれと実行の双方を通じて担保するという議論が影響力を有した⁽²⁴⁸⁾。しかし、コントロール権市場は会社法が将来見込まれる買収を遅らせまたは妨げる防衛策の発動を経営陣に許容している場合実現しない。エージェンシーモデル支

持者は、防衛策を現在の経営陣が株主そして社会全体の効用の支出の下で自己保身を図る仕組みととらえた。より重要なことに、仮にボードが防衛策発動を許容されると、これは買収メカニズムの実現可能性（viability）をより一般的に脅かす。つまりより多くの買収が訴訟により失敗し、外部モニターのコストを増大させ彼らのオペレーションの利益を押し下げ、結果としてモニターと潜在的買収者の数を減らすことになる。⁽²⁴⁹⁾ よって、買収防衛策を禁ずる規制は、コンスタントな潜在的買収者の供給を保証するために要求される。

デラウェア州法のように防衛策が司法判断に服する法制と異なり、Codeはこの需要を厳密に満たしている。防衛策の明確な禁止によって、機関投資家により大量の株式が購入される公開会社は、永久に「買収可能」である。この潜在的な買収の脅威は概して株価にポジティブな効果を与える。なぜなら経営陣の裁量に制限をかけ、買収の脅威の下に、経営陣は成功を収める買収者と似通った行動をとるので、市場は株価にその効果を織り込むからである。結果として、買収が実際になされたとき、投資家はすべてをかなりのプレミアム価格で売って退出できるのである。

しかし、Codeのような義務的公開買付ルールはより支持が薄かった。批判者は、それらはコントロール権市場を防衛策と似たように衰えさせるとする。⁽²⁵⁰⁾ 当該ルールは確かにプレミアムの分配を保証するが、買収の追加コストが買収においてはコントロール権の変更を減らす効果を持つ。これは買収の脅威によって経営陣が残余財産分配請求権を最大化する強制力の低下を意味する。故に、Codeはプレミアムの分配を経営陣のアカウンタビリティに優先させていることになる。この優劣は、歴史的に、Code起草者の中心たる関心事はコーポレート・ガバナンスのスタンダードを一般的に改善するより、Cityにおける投資家の信用を維持することにあつたことを反映している。⁽²⁵¹⁾

次にB（近時の批判説）であるが、エージェンシーモデルは従業員その他のステークホルダーに対する外部性を創出するという点を指摘して

いる。経営者優位の会社法とコーポレート・ガバナンスシステムを構築するアドバンテージとして主張されている1つは、当該システムが従業員にスキルを磨かせ、企業特有の人的資本 (human capital) への投資という問題点への解決策となるという点である。従業員は当該企業の破綻リスクが現実化すると他のコンテキストでは彼らの特殊なスキルはより低い価値しか持たないし、将来の不完全性ゆえに会社が従業員に当該投資のための契約上の保護を提供できなくなるため、従業員はスキル向上に意欲を持たなくなる。⁽²⁵²⁾ 経営陣に広範な裁量があれば、非公式なアレンジメントや「暗黙の契約」⁽²⁵³⁾ (“implicit contracts”) で道筋をつけることができる。これを実現する例が、いわゆる年功報酬制度 (reward seniority) である。入社したての時期には生産性に比して低い賃金を支払う代わりに職業訓練に支出し、その代わりに相当期間経過すると生産性以上に賃金を支払う仕組みである。⁽²⁵⁴⁾ これが、従業員スキルと企業資産の共同的な専門化 (co-specialisation) に起因する生産性の増大をもたらす。⁽²⁵⁵⁾ キーポイントは、当該「暗黙の契約」が存在すると、株主はもはや唯一の残余財産分配請求権者ではないということである。⁽²⁵⁶⁾

たとえ法的拘束力がなくとも、かかる契約は社会規範により補強される。つまり、会社のレピュテーションを向上させたり、あるいはもっと単純化すれば、概して約束を守ることを好むからである。「暗黙の契約」は経営陣が株主の会社のインカムに対する請求権を最大化できる程度を抑制し、株主の視点からは、経営者を追い出すことは、暗黙の契約を破ることで可能となる利得の現実化の前提条件ということになる。⁽²⁵⁷⁾

これが敵対的買収登場の契機となる。買収による既存のボードの解任は、従業員から株主への利益移転を許容する。⁽²⁵⁸⁾ 新しいボードは前任者の名誉に拘束されず、従業員の準レントの持分を、市場より高い賃金部分を減らしてしまう。本来は報酬の繰り延べであったものを、単に機会コストを超えたものととらえるのである。⁽²⁵⁹⁾ 信頼の破壊はさておき、結果的に「買収やバイアウト、スピンオフ、企業再編、リストラ、そしてダウ

ンサイジング⁽²⁶⁰⁾」は会社の経済を通した従業員に対するコミットメントの信頼性を押し下げることになる。従業員が一般的に敵対的買収の帰結を恐れるようになると、専門化に消極的になる。これは経済を通した信頼の減少につながり、これは法的拘束力のある契約（これは取引コストを劇的に上昇させる）をより多く使うか、あるいは将来の給付の不確実性の増大に対して現時点で従業員により多くを支払うことによって、部分的に治癒されるに過ぎない⁽²⁶¹⁾。

結論として、暗黙の契約の破棄を含む買収は「レントを探すもので価値を創造する営みではなく⁽²⁶²⁾」、移動不能な（non-redeployable）投資の破壊を通じて社会全体の効用を減少させ、経済を通じて会社のニーズに合うように専門化する生産性のファクターの供給者の意欲も減少させるのである。それ故、買収は、イギリスのハイスキルで、高い生産性の実現に依拠する競争力のアドバンテージにとって非常なダメージとなるのである。

ではどう対処すればよいのか？ アメリカの一部の論者によれば、非公式なコミットメントの信用性は、経営陣の防御（entrenchment）の度合いと株主によるコントロールからの独立性に依存する⁽²⁶³⁾。これは、Code 体制移行前の経営主義への回帰を示唆する。むしろ、エージェンシーモデルからは「タブー」⁽²⁶⁴⁾となろう。

この「収奪」論は、争いのないものではないが、Johnston 自身は、従来の支配的見解の予測に対する重要なチャレンジ⁽²⁶⁵⁾ととらえている⁽²⁶⁶⁾。

第2節 Code 改訂への提言 — Johnston の見解

前節で見たように、Code 体制に対しては現在肯定的な見解が比較的多数であると思われるものの、一方で買収防衛策の全面的否定や、強制的公開買付ルールについての理論的問題点も指摘されている状況にある。ここでは、Johnston の問題意識に基づいた Code 改訂への提言について概観する⁽²⁶⁷⁾。

Johnston によれば、企業特有の人的資本への投資や買収を「収奪」ととらえる観点からの議論は、政策的議論においても買収規制においてもほとんど考慮に入れられていない。City Code は、従業員の利益が買収によって損なわれる可能性をについて、ほとんど認知していない。これは、従業員代表が Panel や Code 起草に全く関わっていないから驚くに値しない。この主要な例外は、現在の Code における Rule 24 である。それは買収者に、彼の意図、その中でもとりわけ「対象会社の将来のビジネス」「対象会社への戦略的プラン、および彼らの雇用に対する影響の可能性 (their likely repercussions on employment) および対象会社のビジネスの場所のロケーション」そして「雇用条件におけるいかなる本質的変更をも含む、対象会社とその子会社の従業員と経営陣の継続雇用に関する意図」についてのそれを開示することを要求している。当該ルールは Notes に初めて含まれ、Code にも移入された。1972-3 年のレポートにおいて、Panel は自身が当該ルールを「Code の中で最も重要な条項」として見ていたことと、「買収者の対象会社のビジネスに関する将来の行動についての意図、そして対象会社の従業員の将来の生計 (livelihood) についてのあらゆる意図が有するであろう効果が、株主にとってオファーを受け入れるかどうかの重要な要素となろう」ことを強調している⁽²⁶⁸⁾。

Code の一般的な株主優位の方針からすると、当該ルールを含んでいることは理解しがたい (perplexing)。Johnston は、ベストな説明は、買収者のビジネスに対する意図のステートメントは、買収に際して買収者が現金を対価としてオファーする場合か、現金を対価とすることをオプションとする場合に価値を有する、という点にあるように思われるとする⁽²⁶⁹⁾。当該状況では、現金を受け入れた対象会社株主は、彼らの利益は買収者の経営コントロール下にある買収された企業に移転したと見るであろうし、2つのビジネスの間の「フィット」の可能性に非常に興味を有するだろう。このようにして見ると、当該条項は Code のポリシー、

すなわち株主は十分な知識をもって株式を売却するか否かを判断するために十分な情報を受領すべきである、ということと全体として整合的である。しかし、「収奪」論の観点からは、株主がプレミアム価格で株式を売るか否かを判断するに際して従業員の利益を考慮することにつき当該株主に依存することは、従業員の利益を規制プロセスに内部化するのに十分とはいえないだろう。Johnston は、おそらく Code のこれらの条項は、単に時代の産物であって、1974年3月に登場した労働省による自主規制プロセスへの介入を阻止しようとする試みであったと見るべきであろうとする。⁽²⁷⁰⁾

最近の Company Law Review プロセスは、買収規制のコーポレート・ガバナンスに対するインパクトについて簡潔に検討している。⁽²⁷¹⁾ 運営委員会（The Steering Group）は、株主の利益に最優先権をあてることが、信頼関係を衰えさせ、「会社を経営する者、従業員、供給者そして当該会社が生産のファクターとして依存している他者との間の非効率的なリスクのレベル」を上昇させるリスクを認知していた。⁽²⁷²⁾ このことは会社法の「範囲」（“scope”）に関するより広い議論を形成し、当該議論ではよりブルーラリスト・ステークホルダーモデルに立脚した会社法の大規模な改正が考慮された。かかるシステムでは、ボードは株主の利益への効果から独立して、幅広い利益を考慮に入れることを許容される。運営委員会の分析では、そのような改革は、関係者を保護するために現在の買収規制システムに重要な変更を要求することになるだろうことは黙示の前提であった。⁽²⁷³⁾ 公の協議（public consultation）に続いて、ブルーラリスト改革は結局、そのインプリケーションがあまりにも広範囲にわたるすぎるとの理由で拒絶され、妥協として「賢明な株主の価値」（“enlightened shareholder value”）の形態に至った。⁽²⁷⁴⁾ これは、取締役の義務に関するより包括的なステートメントと上場会社の Operating and Financial Review（“OFR”）作成義務を組み合わせたものにベースを置いて、経営者の株主に対するアカウンタビリティを保障する

メカニズムは無傷のまま (intact) 維持するものであった。

OFR は、特に従業員への会社の投資と関係について質的な情報を含まなければならぬと要求され、また機関投資家に部分に関しては、彼らに会社内部での資産形成の源泉についてより多くの理解を与えるのを助けることによって、より短期 (利益) 主義者 (“short-termist”) のアプローチを明らかにすることを期待されていた。これは同様に、長期間で見れば株主へのより高いリターンを創出するであろう、企業特有の人的資本における投資をなすことによって「賢明な」株主の価値を追求する点により照準を合わせることを各会社に許容するものである。このアプローチは資本市場の自治として認知されている、リフレクシブな規制の革新的な試みと見ることも可能であるが、当該会社の従業員との関係における効果を内部化する方向に舵を取ったともいえる。当該発想は、もし資本市場がより多くの質的な情報を得れば、株価は、最小化されるべきコストではなく利潤を創出する資産としての (企業) 特有のスキル⁽²⁷⁵⁾ に対する投資を反映するというものである。しかし、政治的理由から、OFR は期待に反して制定法から除外され、特に雇用に関する事項についてなされるべき開示についての規範性がかなり削がれた “Business Review” に置き換えられた⁽²⁷⁶⁾。OFR の削除は、Code の補強によって、会社コントロール権市場がまさに従前のように運用されるであろうことを意味する。Johnston は、このことは Company Law Review の企業買収規制に対するより立ち入った考慮や可能であった改革の失敗をさらに後悔させることになった、と評している⁽²⁷⁷⁾。

最後に、最近の公開買付指令の履行は、企業買収規制の改革を考える理想的な機会を提供した。イギリスは防衛策の禁止を維持することを強要されていない。すなわち、政治的合意は、30年の交渉を経て、City Code モデルを放棄し防衛策禁止をオプションとするヨーロッパレベルにまでしか合意することが出来なかったのである。指令の効力発生の遅れは、全ての関係国にとって単一の企業買収規制システムは受け入れが

たくまた適当でもなかったことを議論として表面化させた。⁽²⁷⁸⁾ 指令が行き着いた妥協点は、関係国に防衛策の禁止を行わないオプションを付与することであった。もしオプションを行使すれば、当該国家は個々の企業が防衛策の禁止を任意に採用することを許容しなければならぬ。⁽²⁷⁹⁾ 当該意思決定は通常総会において株主によってなされなければならない、当該会社が登記された事務所を有し株式が上場されている関係国の監督機関に通知されなければならない。このオプションはおそらく防衛策の禁止と許容の中道を反映したものである。会社は国法が許容している限りにおいて、株主が禁止を採用（opt into）しない限り防衛策を導入できる。Johnston は、もしイギリスがこのオプションを採用したら、イギリスの上場会社の株式登録を支配している機関投資家が会社にオプトインさせたことは疑いないとする。さらに、企業買収の際に帰属する株式のオプションで重いインセンティブを有する経営陣は、実際に禁止に賛成するためにオプトするよう自分の有する代理権を行使することは明らかであるという。しかし、このより柔軟なアプローチは、一部の会社には、短期間の資本市場の圧力からのより高い自治を許容するという可能性を与える。個々の会社の選択が十分に周知される限り、会社によってなされる選択は潜在的投資家にも、黙示の契約に基づいてスキルを専門化するかどうか判断する従業員に対しても、明確なシグナルとなる。前者によって、株価は影響を受けるし、後者によって、企業の生産性は影響を受けるだろう。⁽²⁸⁰⁾

指令の履行における consultation document において、（当時の）DTI は禁止をオプションとすることを真剣に考慮していなかった。当該ドキュメントは、禁止が少数株主を保護する「基本的な原則」であり、また「指令の交渉を通じて、重要なイギリスのシティとビジネス・ステークホルダーは、彼らが9条とその根底にある原則を支持すると強調した」ことを強調している。⁽²⁸¹⁾ 防衛策の禁止に対する経済的議論は一切なされておらず、禁止をオプションとする可能性と会社の選択が公表

されなければならない方法についても同様であった。Johnston は、禁止が適用されるべきか否かについて、一切反応の記録が入手できないのは、政府の明らかな意図として当該禁止は全ての⁽²⁸²⁾上場企業に適用され続けなければならないということがあったからだとする。

EC 加盟国の多数派は禁止を履行したことは認めなければならないが、⁽²⁸³⁾経営陣が買収防衛策を導入することを許されるべきかという政治的問題は困難なものである。反事実 (counterfactual) がないので、防衛策の禁止が社会の効用の総和を押し上げるのか下げるのかを説得的に論証するのは非常に困難である。対象会社株主は公開買付けのプレミアを通して利益を得、またフィナンシャルアドバイザーも大きな利益を得る。買収側の会社の株主の地位はより曖昧であり、特に公開買付けの実施を容易にさせる程度に株価が高い場合はそうである。なぜなら、彼 (女) らは買収後の対象会社経営の改善から利益を得るかもしれないが、自分たちの経営陣の一部の傲慢さによって被害を受けるかもしれない。金融機関から経営陣に対する、ディールに入れという継続的なプレッシャーは、彼らがさらされるリスクを増大させることになるかもしれない。株主の利益については様々な実証研究があり、そのほとんどは買収者の株主は⁽²⁸⁴⁾実際何の利益も得ないか損失を被っていることを発見している。Code の Rule 23 は買収者が公開買付けに関する情報を自己の株主に提供する義務を定めているが、Code は当該株主に何らの保護も与えていない。防衛策の禁止が従業員や他のステークホルダーに与える害悪については、なおのこと効力がない。つまるところ、暗黙の契約に起因する、より大きい生産性とより低い取引コストの総利益が、買収の成功に起因して対象会社株主が得る利益を超えるか否かについては⁽²⁸⁵⁾わからないのである。

Johnston によれば、確実にいえることは、株主の価値とステークホルダーの専門化の間のバランスは、パブリックポリシーの問題である (あるいはあるべきである)。企業買収規制は、City によるにせよ政府によるにせよ、経済のオペレーションが異なった均衡に対して運用される

方法の1つである。会社コントロール権市場は、自然力ではなく明示的な選択の産物である。これらの選択は議論の対象とされるべきで、現在の防衛策禁止の維持のメリットについて理論的に十分に情報のある状態での公の議論がなかったことは後悔すべきである。そのような議論は、対象会社株主と金融業界の利得が従業員の側の専門換えの意欲を削ぐいかなる結果をも超えているということを基礎にすれば、速やかに（防衛策）禁止を肯定し得たであろう。⁽²⁸⁶⁾これに対して、イギリスが自身で従業員のさらなる専門化を要求するような競争環境を前提とすれば、全ての会社に禁止を課すことを拒絶することもできたはずである。⁽²⁸⁷⁾

第3節 Johnstonの得た結論

最後に、Johnstonは、近時のプライベート・エクイティによるレバレッジドな買収の爆発的現象は、企業買収規制を以前よりもトピカルなものにしているとする。そして、Panelは買収を規制する広範な裁量を有する一方で、一定の企業買収規制の局面は現在制定法の規律を受けている。Codeが公開買付指令に流れ込んだ結果として、Codeの制定法的側面さえも金融投資家の選好やCodeの目的・歴史を反映するものとなったとする。

結論として Johnstonは、敵対的買収への経営陣の対抗を一切認めない規制が、生産性ひいては株主へのリターンを向上させるステークホルダーからのコミットメントを創出する機会を否定していることを問題視する。そして、より広い企業買収の経済的インパクトと規制の選択についての幅広い議論の必要性を説いている。⁽²⁸⁸⁾

注

(199) Dr Andrew Johnston is a lecturer at Jesus College, Cambridge.

(200) Johnston (above note (5)), at 423-4. なお、アメリカの文献引用に際してはページ数は一般的に下2桁の引用をするルールが一般的と思われる。

れるが、Johnston 論攷においては下 1 桁の引用が原則とされており、これがイギリスのルールと考えられるので、以降は Johnston 論攷に係る引用文献についてはかかる方針でページ数を引用する。

- (201) Id. at 424-5.
- (202) Id. at 425-6; G. K. Yarrow, "Shareholder Protection, Compulsory Acquisition and the Efficiency of the Takeover Process" (1985) 34 Journal of Industrial Economics 3, 3-4.
- (203) Johnston (above note (5)), at 426.
- (204) A. A. Berle and G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (New York 1932).
- (205) Johnston (above note (5)), at 426-7.
- (206) 具体的には、Bull and Vice, above note (57) を中心に参照している。
- (207) Johnston (above note (5)), at 428.
- (208) See Gower, above note (61).
- (209) Johnston (above note (5)), at 428-30.
- (210) Id. at 430-1.
- (211) R. Roberts, "Regulatory Responses to the Rise of the Market for Corporate Control in Britain in the 1950s" (1992) 34 Business History 183, 185-7.
- (212) Roberts (above note (211)), at 191 and 197.
- (213) Johnston (above note (5)) at 431.
- (214) Id. at 432-3.
- (215) [1945] Ch. 220.
- (216) Johnston (above note (5)) at 433.
- (217) Ibid.
- (218) Id. at 434-5.
- (219) Id. at 436-41.
- (220) [1967] Ch. 254, [1966] 3 All E.R. 420.
- (221) [1974] A.C. 821, P.C., [1974] 1 All E.R. 1126, a case on appeal to the Privy Council from the Supreme Court of New South Wales.
- (222) [1967] Ch. 254, at 266-7.
- (223) [1967] Ch. 254, at 265.
- (224) Johnston (above note (5)), at 437.
- (225) Per Peterson J., in *Piercy v. Mills* [1920] 1 Ch. 77 at 85.
- (226) [1967] Ch. 254, at 268.
- (227) Johnston (above note (5)), at 438.
- (228) See above note (146) and accompanying text.

- (229) Johnston (above note (5)), at 439-40.
- (230) その源流は、Automatic Self-Cleaning Filter Syndicate Co Ltd v. Cunnighame [1906] 2 Ch. 34, CA.にあるとする。Johnston (above note (5)), at 441 (note 89).
- (231) 先買権は現在の CA2006においては561条以下に見られる。
- (232) Johnston (above note (5)), at 440-1.
- (233) Id. at 442-4.
- (234) Id. at 444-5.
- (235) Id. at 446; In *Re Grierson, Oldham & Adams Ltd* [1968] Ch. 17.
- (236) Johnston (above note (5)), at 446.
- (237) Id. at 446-7.
- (238) Ibid.
- (239) Id. at 447-8.
- (240) Id. at 448-54.
- (241) Johnston はその具体例として、先述したように、少数株主にもプレミアム分配の機会を与えることで、ポートフォリオを組むことを阻害する効果を抑制する Code の働きを挙げている。Id. at 448 (note (120)).
- (242) Id. at 448-9.
- (243) Id. at 449-51.
- (244) Id. at 452-4.
- (245) Id. at 454-60.
- (246) Easterbrook and Fischel (above note (20)) Chapter 1.
- (247) See generally Easterbrook and Fischel, above note (20).
- (248) See generally Manne, above note (39).
- (249) Easterbrook and Fischel (above note (20)), at 173-4.
- (250) See for example, L. Enriques, "The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation" (2004) 4 European Company and Financial Law Review 440 at 448-9 and the sources cited there.
- (251) Johnston (above note (5)), at 449-51.
- (252) Margaret Blair, *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century* (Washington D.C. 1995).
- (253) O'Connor は、「暗黙の契約は……典型的には市場圧力の実行を通してエンフォースされる社会的なアレンジメントである」とする。See M. O'Connor, "Restructuring the Corporation's Nexus of Contracts: Recognizing a Fiduciary Duty to Protect Displaced Workers" (1990) 69 North Carolina Law Review 1189 at 1204-5.

- (254) 日本においても、基本給について、長期雇用システムと能力主義を調和させるべく、両者の結節点としていわゆる職能給制度が発達してきた。菅野和夫『労働法〔第8版〕』(弘文堂、2008年) 214頁。この点については、学位中間論文でさらに詳しく検討する予定である。
- (255) 経済学という「準レント」(quasi-rents)に相当する。See L. Zingales, “Corporate Governance” in P. Newman (ed), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* (Basingstoke 1998), 495 at 497.
- (256) Blair (above note (252)), at 266.
- (257) A. Shleifer and L. Summers, “Breach of Trust in Hostile Takeovers” in A. J. Auerbach (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (Chicago, 1988) at 41.
- (258) Id. comment at 41.
- (259) Id. at 45.
- (260) Blair (above note (252)), at 259.
- (261) See generally Shleifer and Summers (above note (257)), at 46-53.
- (262) Id. at 42.
- (263) See for example, M. Blair and L. Stout, “A Team Production Theory of Company Law” (1999) 85 Virginia Law Review 247.
- (264) より穏便な主張として、JohnstonはPhil Thornton “Inside the Dark Box: Shedding Light on Private Equity” (available at http://www.theworkfoundation.com/assets/docs/publications/56_private_equity.pdf) を参照しているが、分析の対象がイギリスの特殊な制度にわたる模様であり、この内容の検討については他日を期したい。
- (265) See for example R. Romano, “A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation” in K. Hopt and E. Wymeersch (eds) (above note (152)) at 19. Romanoは、当該議論の検証困難性を強調している。田中・後掲注(308)も同所を引用し批判する。
- (266) Johnston (above note (5)), at 454.
- (267) Johnston (above note (5)), at 454-60.
- (268) See 1972-3 Panel Report at 10 (available at <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/reports/DATA/Report1973.pdf>). See also Johnston (above note (76)), at 97 and 231. 当該ルールの拡張について、1973-4 Panel report at 9を参照 (available at <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/reports/DATA/Report1974.pdf>)。公開買付指令遵守のため、現在のCodeではさらに要件が課されている。Rule

25.1 (b)、Rule 30.2 (b) および Rule 32.7を参照のこと。

(269) Johnston (above note (5)), at 455.

(270) Id. at 455-6. Johnston (above note (76)) は198頁において、「そもそも法は会社を株主のものとみなしていたから、Code は第一に株主の利益保護を考慮した。もし会社法が会社における従業員の地位に大きな考慮を払うよう変更されたら、Code もおそらく法を反映して改訂されなければならないだろう」と分析する。Johnston (above note (5)), at 456 (note 145) は、当時産業デモクラシーには強力な圧力がかけられており、それが Bullock Report の公表に結実したと説明している。

(271) See for example, *Modern Company Law for a Competitive Economy – The Strategic Framework* (London, DTI, February 1999), URN 99/654, at 42-6.

(272) Id. at 42.

(273) Id. at 47-8.

(274) この“enlightened shareholder value” および直後の Operating and Financial Review (“OFR”)、さらに“Business Review”については、本稿筆者の調査不足もあって、定訳を発見することができなかった。前者については試訳を試みたものの、後2者については実質的な意味を反映させられない懸念を抱いたので、そのままの表記を維持することとした。この点については読者諸氏のご教示を乞いたい。

(275) OFR がこの目的を実際に達成しているかについて悲観的な分析として、A. Johnston, “After the OFR: Will UK Shareholder Value Still be Enlightened?” (2006) 7 *European Business Organization Law Review* 817を参照。

(276) Id. at 831-2. Business Review 特有の要件については、CA2006 s.417を参照。

(277) Johnston (above note (5)), at 457.

(278) See A. Johnston, “The European Takeover Directive: Ruined by Protectionism or Respecting Diversity?” (2004) 25 *Co. Law* 270.

(279) See Art. 12 of the Takeover Directive (above note (170)).

(280) Johnston (above note (5)), at 458.

(281) See “Implementation of the European Directive on Takeover Bids – A Consultative Document” (London, DTI, 2005, URN 05/511) at 3.6.

(282) Johnston (above note (5)), at 458.

(283) See *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids* (SEC (2007) 268), 21 February 2007) available at <http://ec.europa.eu/>

internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf

- (284) See, for example, G. Jarrell, J. Brickley and J. Netter, “The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980” (1988) 2 *Journal of Economic Perspectives* 49. 同研究は、66頁において80年代のアメリカのデータをもとに、「しかしながら、買収者は、せいぜい彼らの株価の穏やかな増加を受け取り、買収に関する争いの勝者は、増加と同頻度で株価の低下の被害を受けている」と結論づけている。See also M. O’Sullivan, *Contests for Corporate Control* (Oxford 2000) at 168-9 and the sources cited there.
- (285) Johnston は、この点について唯一表している学問的議論として、「資本主義の多様性」に関する議論、たとえば企業買収規制の形態、経営上の裁量と従業員の専門化の間の構造的な相補性を強調する見解を挙げる。しかし同時に、法域間での直接的比較は結果を創造するために相互作用する変数の数ゆえ、勧められないともいう。Johnston (above note (5)), at 459 (note 158). See for example, the collection edited by P. Hall and D. Soskice, *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage* (Oxford 2001).
- (286) Johnston (above note (5)), at 459.
- (287) Id. at 460.
- (288) Id. at 460.

第3章 2論攷の批判的検討

第1節 検討の方針

以下では、2論攷に関して簡潔な批判的検討を試みる。Armour & Skeel 論攷は現在日本においても徐々に注目を浴び始めているが、彼らの経済誌などを通じた精密な歴史分析や、あるいは Panel 関係者などへのインタビューに関しては、後者はもとより、前者についても網羅的な検討は事実上不可能である。そのため、その歴史認識の妥当性を検証する材料として、Johnston 論攷を選択した訳である。後者は十分な注目を集めているとは評価しがたいが、少なくともイギリス内部においても Panel と Code を通じた自主（的）規制・株主第一主義的発想への疑

間が呈されていることが明らかとなった。このことを念頭に置きつつ、ここでは Armour & Skeel 論攷を中心に検討を行いたい。なお、本章でも Johnston の引用文献はその形式を維持すべきかとも考えたが、実際に彼が依拠している Shleifer & Summers の論文や Blair の著作はアメリカで発刊されたものであるため、便宜上、本章ではアメリカ型の引用方式で統一することとする。

第2節 Armour & Skeel 論攷の意義と問題点

Armour & Skeel 論攷の特徴は、企業買収規制に関する従来の需要側（demand side）に着目した分析と対峙する、供給側（supply side）にスポットを当てた分析を行っているところにある。

その着眼点は高く評価されるべきであるし、かかる議論は、米英の企業買収規制に関する単なる機能的比較を超えた、より大局的見地に立った分析として貴重であるといえる。また、全般的に検討した限り、大きな論理的破綻が見えるようにも思われない。

しかしながら、私見では、彼らの議論には少なくとも2点の脆弱性ないし問題点がありうると考えるので、それらについて検討を加えることにする。

ひとつは Bebchuk らの反対説に対抗する実証研究として掲げる、Daines 分析が示すいわゆる Delaware Effect への疑念である。⁽²⁸⁹⁾ Daines はデラウェア州会社法が企業価値を高めることを、実証データを用いて主張しており、Armour & Skeel は、かかる Delaware Effect と、デラウェア州が反企業買収立法を制定したのが遅かったことをもって、Bebchuk らの“race to the bottom”修正説が一貫していないことを議論の根底に置く訳であるが、Daines の実証研究を踏まえてその後のデータを追加し反対する、Subramanian 説について、認知はしているものの何ら言及していない。仮に彼らのよって立つ Daines 説が Subramanian によって否定されうるものであれば、“race to the

bottom” 説ないし同修正説の論拠を完全に否定し去ることはできなくなるかもしれない。

そこで、ここではまず、Subramanian の⁽²⁹⁰⁾見解について一瞥しておこう。彼は、Daines のリサーチ方法を改善し、また Daines が焦点を当てた1981-96年以降のデータも対象に含めることで、Daines が打ち立てた、「デラウェア州の企業は他の州で設立されたそれらより価値が高い傾向があり、(また、企業買収が対象会社株主へのリターンを増加させるという一般的見解に立って) デラウェア州会社法は企業買収を促進している」という見解を検証する。具体的には、1991年から2002年までのデータをもとに、⁽²⁹¹⁾91-93年の Delaware Effect は Daines の主張と整合的であり、また極めて統計学的にも有意であるとする。また、94-96年も、若干 Effect は減少傾向でありまた統計学上の有意性も減少するが、まだ Effect 自体は認められるとする。しかしながら、1997-2002年については、Effect は実質的に低下しており、また統計学上も有意ではないと結論づけている。⁽²⁹²⁾

また、企業のサイズを細分化して分析したところ、ネットの売り上げが50万ドルに満たない最小規模の企業では、98年まで統計学的にも有意な Delaware Effect を示している。それ以降は、2年のずれがあるものの、やはり Effect は消滅している。それをこえる規模の企業については、⁽²⁹³⁾ごくわずかな例外を除いて Effect は有意に認められないとする。

Subramanian は、Daines の主張する、デラウェア州会社法が企業買収に好意的なものであるという主張を⁽²⁹⁴⁾丁寧否定し、Bebchuk らが主張する「選択」(“selection”) 説をも否定する。Bebchuk らの主張は、たとえば「洗練された野望ある」企業の経営陣はニューヨークの弁護士を外部顧問として招聘し、彼らはデラウェア州への設立を推奨するという構図であるが、Subramanian は、それでは小企業・大企業の区別と⁽²⁹⁵⁾整合的でなく、また96年以降の Effect の消滅とも整合的でないとする。そして彼自身は、より洗練された「選択」説を提唱する。すなわち、あ

りうる法に関連した説明として、利害関係者法（constituency statutes）⁽²⁹⁶⁾が最初に Delaware Effect を生じさせたものの、その意義の乏しさが明らかになった90年代後半には、デラウェア州の他州との差別化が相対的に薄まったという仮説と、スタッガード・ボードを備えた会社の“just say no” ディフェンスの固まりという仮説、そしてデラウェア州最高裁が1995年に発した *Unitrin v. American General Corp.* 判決による買収防衛策の許容範囲の拡張という説明の3つを挙げる。⁽²⁹⁷⁾

また、高額のス톡オプション報酬が、経営陣に買収を受け入れさせるインセンティブになったという説明や、⁽²⁹⁸⁾大規模なロー・ファームと小規模なロー・ファームが、デラウェア州への会社設立を推奨しだした時期がずれていた可能性を指摘する。⁽²⁹⁹⁾そして、従来の Daines の分析に依拠した“race to the top”説を否定し、結論として“race to the bottom”説を支持して締めくくっている。⁽³⁰⁰⁾

では、かかる比較的説得力に富む Subramanian の分析ないし見解に、なぜ Armour & Skeel は十分な配慮を払っていないのであろうか。結論としては、彼らは“race to the bottom”説が依拠する連邦主義の存否によるアプローチ自体を否定し、規制の“supply side”からの検討という新たなパラダイムに立って物事を見ている以上、Subramanian の見解にそれほど意を払わずともよい、と考えたのではなかろうか。すなわち、“race to the top”または“race to the bottom”の2択という所与の前提自体に誤りがあると考えた彼らからは、それらの「内部紛争」には関心がなかったということではなかろうか。

しかしながら、そうであれば、Subramanian の分析より時間的に遡った時期を対象とし、またその方法論も多少の問題を抱えている Daines の分析を引くこと自体を否定すべきではなかったか、との疑問も湧く。もう少し厳しい表現を使えば、これは Bebchuk らの見解を否定するための恣意的なデータ分析の引用と言わざるを得ない面も併有しているものとする。これは Armour & Skeel からすれば些末な批判ではあろ

うが、文献引用の公正性という観点からは若干の問題があると言わざるを得ない。

もうひとつは、Romano の主張するところである、デラウェア州内部でのロビー活動の指摘である。⁽³⁰¹⁾ 彼女が当該論攷で主張する内容は、基本的に連邦主義における競争の効率性に関するものであるが、デラウェア州の買収規制の特徴として、次のような議論をしている。すなわち、デラウェア州に設立登記をする企業の大部分は経営の基盤をそこには置かないので、その経営陣は反企業買収法案を立法化するロビー活動をほとんどしない。このことが、株主のグループや機関投資家のデラウェア州議会へのロビー活動費用を抑制し、これがデラウェア州で反企業買収法の制定の遅れにつながった、という説明である。⁽³⁰²⁾ つまり、アメリカにおいても、マクロ的な視点で考えれば Armour & Skeel のように機関投資家のロビー活動は困難であったかもしれないが、ミクロ的な視点で考えれば Romano のように実際はロビー活動を行っていたと評価することも可能なのである。

しかしながら、この点もクリティカルな問題とはならないと評価しうる。なぜなら、デラウェア州の企業買収規制が制定法もさることながら、かなりの部分をケースローに委ねていることは厳然たる事実であるし、また、反企業買収立法の効果が弱められた可能性は、実際に他の州の類似立法に比してデラウェア州のそれが穏健であることの証左ともなりうるが、結局のところ反企業買収立法自体の意義が薄い以上は、当該機関投資家のロビー活動はケースローを発する裁判所に向けられるべきものであるからである。詰まるところ、Armour & Skeel の見解と Romano の見解は、十分両立しうる。むしろ、Romano のような理論構成が可能であることは、Armour & Skeel の発想の原点である供給側の視点からの理論構成を補強する材料とすらしうるのである。⁽³⁰³⁾

結局、この2点についても、Armour & Skeel 説を弱める理由とは

ならないといえ、後者はむしろ彼らの分析を強固にする主張とさえとらえることができることが明らかになった。むしろ、demand sideから考えるか、supply sideから考えるかについて、そう簡単に決着がつくとは考えがたいが、supply sideからのアプローチ自体に、大きな脆弱性はないと考えるのが妥当ではないだろうか。

第3節 Johnston 論攷の意義と問題点

次に、Johnston 論攷の意義について簡単に説明し、その問題点となりうる部分につき検討を行う。

基本的に、従来の企業買収規制における連邦主義に依拠した説明は、アメリカ内部においてなぜデラウェア州が優位に立ったか、また経営者優位になったかの説明としては比較的スムーズに議論を展開できる。しかし、当該議論がイギリスに対して有するインプリケーションは、必ずしも広範なものとは言い難い。なぜなら、イギリスが連邦政府形態をとっていないことは明らかであるものの、それはアメリカ的な経営者優位の会社法制の実現可能性を下げる論拠とはなり得るかもしれないが、それは論理必然的に株主優位の状況を導出できる議論となるとは限らない。その点で Armour & Skeel 論攷は正鵠を得た統一的なアプローチとしての supply side アプローチを採用した訳であるが、それは米英両国の制度を統一的にとらえるという構成の性質上、一方の国についてそれほど詳細に書き込める訳ではない。それでも彼らはイギリスについても十分な説明を行ってはいるが、それはイギリスのみに着目した論攷に比べると相対的に少量となることは不可避である。

Johnston 論攷は、イギリスに的を絞って Code および Panel 体制の構築について詳細な検討を加えた上、その強固性が議論を抑制してきたという点を批判的にとらえ、よりバラエティに富んだ議論への足がかりを作ろうとしている。この点で、株主第一主義を無批判に維持すること自体への問題提起がイギリス内部でも行われていることは、日本におい

て同様ないし類似の制度を構築しようとする論者にとっても、当然目を離せないところである。少なくとも Armour & Skeel はイギリスの企業買収規制を、一つのあり得る形態として認知しているに止まり、その内容の妥当性については詳細な言及を行っていない。むしろ、私もイギリスの理念型を否定するものではないし、むしろかかる制度設計には魅力を感じるものの一人であるが、このような Johnston の議論は、イギリスの企業買収規制の現状認識についても一定の変更を迫るものとも評価できる。

そのため、Johnston の議論の中で彼が当然に最も強調したいと考えているであろう、Code および Panel の体制への疑念が合理的なものかどうかの検討が重要になる。そこで、ここでは彼が依拠する Blair の見解について一瞥しておこう。⁽³⁰⁴⁾

彼女の議論は基本的にはコーポレート・ガバナンスの将来像の描写を目的に据えているが、その内容は、大要以下のとおりである。

創業者と生産設備のみがある最も単純な企業形態においては、彼（女）は当該生産設備が生み出すレント・準レントを独占することができる。しかし、彼（女）がより大きな初期投資を要する場合、有限責任を享受するためには株式会社形態をとり、株主を募ることとなる。Easterbrook & Fischel に代表される古典的な立場は、株主に企業の究極的な意思決定をさせる根拠を、当該株主らは残余財産分配請求権者に過ぎず、当該会社との間で完全な契約を締結することができないことに求めている。経営者の監督機関としてのモニタリングを行う最も強いインセンティブを有するという発想である。しかしながら、現実には特に当該企業特有のスキルを磨いた従業員も、対等な立場に立って完全な契約を締結することはできないし、また、そのような従業員は、当該会社のレント・準レントの拡大に寄与する貴重な存在となる。そのため、仮に創業者と従業員のみがいる企業形態を念頭に置けば、当該企業が生み出すレント・準レントの分配と、当該人的資本に対するトレーニング

などの投資の問題を解決することになる。創業者としては、そのレント・準レントがプラスのまま維持できるのであれば、企業を存続させればよい。しかしながら、ここに株主が登場すると、レント・準レントの配分権者が増えることになる。つまり、レント・準レントは創業者と従業員への配分額をまかなっても株主に対しての配分額が負になる場合は、当該株式会社は存続すべきではないことになる。従来は、従業員への賃金は「機会費用」ととらえられ、抑制されるべき費用であるととらえられてきたが、当該株式会社に特有のスキルを持った従業員は、生産設備等と協働して専門化する（“cospecialized”）ことで、レント・準レントを拡大することに寄与している。また、従業員の雇用も会社の存続が不可能になった場合には失われる訳であって、企業と結合したビジネス・リスクを享有しているという点ではやはり「残余権者」⁽³⁰⁶⁾なのである。

また、競争市場原理が働く場合、はじめは独占的に当該製品を生産していても、そのうち後発企業がより低価格の同種製品の生産を始め、競争状態が生まれる。そして、最終的には初めの企業が生み出した富は消費者が受け取ることになる。しかし、同業他社に比べて、初めの企業の従業員のスキルは高く、その点で優位性があることは疑いがない。

そして、転職することによる賃金の減少額は前の職場の勤続年数が長いものほど大きいという研究を引用し⁽³⁰⁷⁾、相当多額のレント・準レントが従業員に支払われているとしている。

さらに興味深いのは、そこで Blair が想定している Alternative のガバナンス構造として、日本の「会社」とアメリカの“Megacorp”が挙げられていることである。

彼女は、結論として機械の汎用性にもかかわらず、顧客に応じた細かい対応が求められるであろう21世紀においても、同様に従業員の地位をガバナンスにおいても重視すべきである、と締めくくっている。

この議論の妥当性については、学位論文においてより丁寧に検証したいと考えているので、ここでは詳言しない。問題は、Johnston が企業

買収の局面において、基本的にはガバナンスについての著作である Blair の見解を引くことの妥当性である。確かに、企業買収が「収奪」であるという見解を補強するための資料として彼女の見解は心強いであろう。また、Shleifer & Summers のような見解を取り上げるだけでは、イギリス国内において企業買収規制に関する再検討を主張するのは弱すぎるという可能性も否定できない。株主第一主義が貫かれてきたのであるとすれば、問題を提起すること自体がそれなりのチャレンジである可能性があるからである。さらに、実際 Blair 自身も企業買収の局面における Shleifer & Summers の見解を援用しているように、両者に密接な関係がある（と少なくとも彼女が意識している）ことも首肯できなくはない。

しかし、私見では、ガバナンス一般におけるステークホルダーとしての従業員（労働者）と、企業買収という組織再編の一場面におけるステークホルダーとしての彼（女）らを、全く同列に（少なくとも明確に区別せずに）論じることが、あまり好ましいことではないと考える。前者の議論の射程は後者の射程を遙かに上回る可能性がある。もちろん、Code ないし Panel が名目的には従業員その他のステークホルダーも意識しているように見えつつ、実際は株主第一主義的な姿勢を崩さない面があることに鑑みれば、かかる議論も取り入れたいという側面はあろう。そして、イギリスにおいてはそのような議論の仕方が違和感なく受け容れられるのかもしれない。しかし、両者が絡み合う部分については明確にその相互関係をアピールした上で、双方の見解を厳密に読み比べることが本来ではなかろうか。Johnston 論攷には、そのような点で若干繊細さに欠ける印象を持たざるを得ない。

また、Shleifer & Summers の見解は一定程度の真理を示しているようにも思われるが、その「信頼の裏切り」論には既に当該論文が収められた書籍のコメントにおいてすら批判が提起されているところであって、必ずしも手放しで評価できるものとも言い難い面がある。Blair の

見解を援用することで一定程度の補強にはなるかもしれないし、企業に固有の人的資本という着眼点を強調するための素材としては適当ともいえるが、少なくともこれに大幅に立脚することには疑問を呈さざるを得ない。

結局のところ、Johnston の問題提起自体は重要なものであると思われるし、彼もそれ以上に踏み込んだ具体的な提言を行っている訳ではないが、議論は緒に着いたばかり、というところであろうか。

注

- (289) 前掲注（28）参照。
- (290) *See generally*, Subramanian, *supra* note (28).
- (291) *Id.* at 37.
- (292) *Id.* at 41.
- (293) *Id.* at 45-46. なお、統計学的に有意な一部については、Effect は場合によっては“negative”であることもあととされている。*See Id.* at 46-49, *esp.* Fig. 3.
- (294) この点の指摘は Armour & Skeel の見解とほぼ一致しているのが皮肉的でもある。*Id.* at 50-51. *See also*, Armour & Skeel, *supra* note (4), at 1766-67.
- (295) Subramanian, *supra* note (28), at 51-52.
- (296) この訳語は、鴻常夫＝北沢正啓編修『英米商事法辞典〔新版〕』（商事法務研究会、1998年）に従った。
- (297) Subramanian, *supra* note (28), at 52-54.
- (298) *Id.* at 54-55.
- (299) *Id.* at 55.
- (300) *Id.* at 56-57.
- (301) *See generally*, Romano, *supra* note (27).
- (302) *Id.* at 856.
- (303) 厳密に言えば、Armour & Skeel の見解は、「規制を構築する」主体としての機関投資家に目を向けているのに対して、Romano はあくまでもロビー活動の主体として機関投資家をとらえているので、そこには微妙なずれがあるのも事実である。しかし、イギリスにおいて機関投資家が Notes や Code の起草に主体的に関わったのは、彼らがあくまでそのような主体としての行動を政府からは認されていたという特殊事情によるも

のであり、その面で Romano のロビー活動の主体としてのとらえ方と、発想の根源は共通しているとの評価も可能であろう。私が、Romano の見解が Armour & Skeel の見解を補強しうる、と主張する本来的な意味は、ここにある。

(304) See Blair, *supra* note (252), at 235-274. なお、ここで Shleifer & Summers 論文について詳言しない理由は、後掲注 (308) 田中亘論文が既に詳細な批判的検討をなしているからである。

(305) Easterbrook & Fischel, *supra* note (20), at 67-68.

(306) ここで Blair は、従業員の賃金が維持される理由として、企業がフェアに活動することによってレピュテーションを得るために高い賃金を支払っているとする反対説を批判するに際して、斜陽産業で結局労働力を削減する際には、企業にはフェア・プレイするインセンティブがないであろう、と反論する。そして、Shleifer & Summers, *supra* note (257) の同所を引用し、同様に80年代の敵対的買収の局面では斜陽産業の暗黙の契約を破棄してレントの残りを絞り出した、と説明している。

(307) Robert C. Topel, *Specific Capital and Unemployment: Measuring the Costs and Consequences of Job Loss*, in STUDIES IN LABOR ECONOMICS IN HONOR OF WALTER Y. Oi (Allan H. Meltzer & Charles I. Plosser eds. 1990), at 209.

(308) この点につき理論面で詳細な検討を加えた著名な邦語文献として、田中亘「敵対的買収に対する防衛策についての覚書」武井一浩＝中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略Ⅱ』（商事法務、2006年）272頁以下（初出：民商131巻4＝5号622頁以下、同6号800頁以下）参照（初出雑誌に補正が施されているので前掲書のページ数を引用する）。田中の批判は的確なものであり、それに付け加えて論ずべきことは乏しいが、少なくとも日本においてこの種の議論をする場合には田中の指摘した点、特に実証的なデータの裏付けが乏しい議論である点を十分踏まえる必要があるし、それはイギリスにおいても程度差はあろうが妥当なことだと思われる。なお、「企業価値報告書」では Shleifer & Summers 論文が引用されているが、あくまでもそこではデータが引用されているのみであって、その内容についての言及はない。前掲注 (265) を参照。

なお、田中亘「企業価値研究会報告書の検討——デラウエアの影、そして影との戦い——」商事1851号4頁は、日本において「信頼の裏切り」説が妥当する可能性を排除していないが、上述の基本的姿勢に変わるところはない。

むすびにかえて

以上、延々と2論攷を紹介し、若干の分析を行ってきた。当初は Armour & Skeel の枠組みから把握すると日本はどのような位置づけになるのかの検討も考えたが、あまり生産的な議論ではないと考えたので、現在の日本においてかかる問題を考察する上で考慮されなければならない問題について、複数点指摘することでむすびに代えたい。

まず、米英両国においては、機関投資家の主体的な活動の構図が見て取れた訳であるが、この点で現在の日本において注目すべきは、基本的には積極的な議決権行使に動かなかった機関投資家の一部が積極姿勢に転じつつあることと、現在の買収防衛策の引き金となったファンドの動きである。そもそも機関投資家とはいっても様々な種類のものが存在し、その中には安定的な運用が第一であるという性質のものもあれば、積極的に活動することを旨とするものもあるはずである。それをひとくくりにして議論することの適切性や、健全なアクティビズムとそうではないと評価されるものとの違いなどについても、目配りが必要であるものと考えられる。

また、これに関連して、株式の相互持ち合いが復活しつつあるという指摘も留意すべきである。一部では買収防衛策の一環として株式の持ち合いを行う企業があるとの指摘もなされている。⁽³⁰⁹⁾一旦は解消に向かっていたとされる株式の持ち合いであるが、旧来の意味での株式の持ち合いがいかなる意義を有していたのか、そして現在の持ち合いはどのように変貌を遂げているのか、今後の議論の経過を見守りたい。

第3点として、私は日本が急速に株主中心主義の発想に転換しつつあるという企業価値報告書の内容自体に再検討の必要があると考えているが、近時従業員自身が株主主体のガバナンスを支持しているとの指摘もなされている。⁽³¹⁰⁾これがどのような現象なのか容易に把握することはでき

ないが、学位論文ではかかるテーマについても検討を図りたいと考えている。

第4に、日本の企業買収法制におけるリーダーシップの所在についてである。冒頭でも述べたように、基本的に会社法立案担当者は買収防衛策を導入しやすくするいくつかの法改正は行ったが、その是非については中立的な立場をとっていると主張している。それ故、適法性の判断は裁判所の事後的なレビューによるということがほぼ確定的になっているが、他方で企業価値研究会が、野放図な実務を戒めるべく新報告書を公表している。問題なのは、当該新報告書はブルドック型のライツ・プランの適法性は認めつつ、政策的には望ましくないものとして位置づけていることである。企業価値研究会の報告書には法的拘束力はなく、それはいわゆる買収防衛策に関する指針についても同様であるが、かかるパワーバランスで適正な買収防衛策のコントロールが可能であるのか。

この点で示唆的なのが、Armour & Skeel が指摘したように、実はイギリスの自主規制は政府から強圧的に要求されたものであったという点である。日本においてはその株主第一主義という理念型が強調されてきたように思われるが、少なくとも内側から見れば必ずしも純粋な自主規制とは言い難い側面もあったということである。日本の買収規制における企業価値研究会の位置づけないし権威についても、実際にはどのような影響があるのか検討しておくべきではなかろうか。具体的には、それが裁判所の判断にどのように影響を及ぼしているのか、あるいは裁判所は「病理」を、企業価値研究会は「生理」を判断する場として棲み分けを図るのか、といった諸問題を検討しておかなければ、日本における企業買収法制は、むしろイギリスのような強力な政治的プレッシャーによる自主規制という方向性を手放して評価はできないにせよ、迷走を続けることになりかねない。

最後に、法横断的な企業買収法制の考察の必要性である。Armour & Skeel は、買収規制が米英でこのように異なっている源流は、異なる分

野の法の意図せざる効果であったという点も指摘している。企業買収の側面において税法分野が重要な位置にあることは明白であるが、組織再編⁽³¹¹⁾と労働法制との間の調整も未だ不十分であるように思われる。私は、最後の視点を会社法制からさらに掘り下げることによって、あるべき企業買収法制の議論に一石を投じたいと考えている⁽³¹²⁾。ここではまだ詳論する能力を有していないものの、少なくとも英米との比較法的考察を行うに当たっては、日本における解雇権濫用法理⁽³¹³⁾の独自性、換言すれば内部的労働市場の発達を十分に意識し、また実は企業に固有な人的資本に対する投資や年功型賃金カーブが日米英に一定程度普遍的であったこと⁽³¹⁴⁾、そして少なくとも日米についてはそれに対する変化が顕著になりつつあることなどを意識しつつ、検討を進めていきたいと考えている。

注

- (309) データとして、吉富優子「データを読む 株式持ち合い」MARR153号6頁、同誌での解説として、山内崇「株式持ち合い復活とM&A」MARR160号38頁。直近の重要な基礎研究における同様の指摘として、参照、得津晶「持合株式の法的地位（1）」法協125巻3号455頁以下、特に486頁以下。
- (310) 宮本光晴「日本の従業員はなぜ株主重視のコーポレート・ガバナンスを支持するのか」宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』（早稲田大学21世紀COE叢書第8巻、日本評論社、2008年）84頁。また、広田真一＝山野井順一「株式会社は誰のために？ 日米上場会社の経営理念から」同書61頁も参照。
- (311) 企業の組織再編に税法の見地からスポットを当てたものとして、渡辺徹也『企業組織再編成と課税』（弘文堂、2006年）がある。
- (312) コーポレート・ガバナンスと従業員の関係についての代表的な先行研究として、稲上毅＝森淳二郎編『コーポレート・ガバナンスと従業員』（東洋経済新報社、2004年）がある。
- (313) 労働契約法16条。
- (314) 小池和男『仕事の経済学〔第3版〕』（東洋経済新報社、2005年）87頁以下参照。