神戸学院法学第52巻第４号（2026年９月）

アメリカ会社法における企業統治（2）

――コーポレイト・ガバナンスと競争政策――

久　保　成　史

目次

一　はじめに
二　コーポレイト・ガバナンスの誕生
三　反トラスト法と市場
四　会社法と反トラスト法の制定経緯
五　相互作用の方向へ
　1　会社のコンプライアンス
　2　取締役の兼任
　3　カルテル
　4　ガバナンスと合理の原則
　5　合併と取得（企業買収）
　6　支配の濫用
六　小括
結語

一　はじめに

本稿は，アメリカの企業統治における会社法と反トラスト法の交錯領域に焦点をあてたものである。コーポレイト・ガバナンスの法理を俯瞰的にみれば，上場企業の役員と取締役，そして株主のそれぞれの間における不都合なインセンティブを取り込んだ内容であり，そのことが，株主価値の崩壊にどのようにつながる可能性があるのか。他方で反トラス

ト法は，市場と企業における他の経済関係者との相互作用を規律し，不合理に競争に損害を与える一方的な行為と実質的に競争を減殺するおそれのある合併や取得（企業買収）を禁止して，これを罰する。ここでは，経済界において鍵を握る経済人の内的及び外的経営を規律するこれら2つの法体系分野における有意義な相互作用について，問題点を指摘しながら展開する(1)。一握りコメンテーターらは，この2つの法制度間の密接で有機的な関係がないことに懸念を示す一方で，ほとんどの者は，気にかけることもないのが実情である(2)。

反トラスト法との関係も論じる為に，会社と株主だけでなく，株主と消費者間の利益を促進する，いわゆるビジネス法の領域の重要点に関して，どのように統一されたアプローチをつくり出すかの議論が必要であると考えられる。

そこで，反トラスト法と会社法の両法を遵守するための方法・改善点は何か。この議論が結論になるが，Wallerは，この反トラスト法と会社法を遵守すべき方法を改善点と共に自身の考え方を展開する。そこで，彼は序論において，次のような前書きを述べている。

ここで提唱した一定の変更点・修正点は，株主に損害を与えるような違法な行動を防ぐために，当該の役員と取締役にとって更なる義務と責任を内容としており，その内容とは，コーポレイト・ガバナンスに関す

（1） 本稿は，主たる内容を，Spencer Weber Waller, *Corporate Governance and Competition Policy*, 18 Geo. Mason L. Rev. 833（2011）に依っていることを最初に記述しておく。

（2） この2つの法制度間の関係についての文献として，次の論文を挙げておく。Nathan Newman, *The Conflict of the Courts: RICO, Labor, and Legal Preemption in Union Comprehensive Campaigns*, 51 Darke L. Rev. 307, 320（2003）. Newsmanは，反トラスト法が，連邦コーポレイト・ガバナンスの姉妹編であると述べている。D. Daniel Sokol, Competition Policy and Comparative Corporate of States-Owned Enterprises, 2009 BYU L. Rev. 1713, 1718-19（2009）. Sokolは，コーポレイト・ガバナンスと反トラスト法の間には，間接的なつながりが存在すると示唆している。

るものである。これ以外の変更点として，彼は，反トラスト法の分野において，競争が危害を加えた場合を除いて，株主価値を高めるものは何もないことを幾度も立証してきた一定の合併のカテゴリーにおいて，相乗効果と効率性の要請という観点から，そこには懐疑論が存在し，その守備範囲は反トラスト法の問題であると指摘する。

これらの問題点を挙げた Waller は，自身が展開する提唱に従えば，会社の行動は，株主の価値を打ち立てることができる共に違法な反競争的な行動を阻止するために法遵守の戦略を追求でき，その一方で，法制度における亀裂の間に位置する現在のあいまいな戦略を回避できると説明する。(3)

二　コーポレイト・ガバナンスの誕生

「現代会社と私的所有」（Modern Corporation and Private Property）は，コーポレイト・ガバナンスの領域において最も影響を与えた書物であり，我が国で会社法を専攻する誰もが認めるところである。(4)

同書は，大企業の経営者や取締役らが，しばしば，当該会社の実際の所有者である株主の最良の利益よりも，彼ら自身の利益の為にどのように行動するかを分析したものである。(5) ここで簡潔に著者を紹介しておく。アドルフ・バーリ教授は，ニューディールにおいてルーズベルト大統領の為にも尽力したコロンビア大学ロースクールの会社法の専門家である。彼は，1932年にこの重要な書物を発行した著者の一人である。もう一人

（3） 前掲註１で記したように，本稿は，Waller の展開に沿って論を進めていく。

（4） Adolf A. Berle, Jr. & Gardiner C. Means, The Modern Crporation And Private Property (1933). 以下，本文でこの書を記述する際は，*Modern Corporation* として記述する。「コーポレイト・ガバナンスの誕生」の詳細に関しては，拙稿「アメリカ会社法における企業統治―コーポレイト・ガバナンスの誕生―」（神戸学院法学第50巻第３・４号2022年）を参照されたい。

（5） *See id.* at 121-22.

の彼の共著者であり，ハーバード大学の経済学者であるガーディーナー・ミーンズ博士は，同書の為に経験に基づく作業で貢献したのである。(6)

Modern Corporation について，その概要を簡潔に記述しておく。本書は，19世紀から会社がどのようにして発展してきたかを分析したもので，同書において，会社（株式会社）は，基本的に多くの特定の個人，あるいはしばしば家族によって所有され，運営されている小規模運営の形態である。(7)ところが1930年代初頭頃までに，会社は，証券市場で株式を売買する計り知れない多くの株主と共に，より巨大で力のある企業であった。(8)会社の株式を僅かしか所有しない株主は，一人もいないのが典型であった。(9)

バーリ＝ミーンズは，現代の会社を説明する為に所有者と経営者の分離の概念を紹介し，現代の会社における実際の力は，典型的に当該会社の極めて僅かな株式を所有した経営者と取締役に手の中にあると指摘した。(10)この変化は，所有者が能動的から受動的に変わったことを意味した。(11)しかし，そのことはまた，権利が授与された所有者が流動的になるという富の形態をも意味したのである。(12)

（６） *See*, Berle & Means, *supra* note 4, at VVI.

（７） *See id.* at V－VIII 66,

（８） *See id.* at V－VIII, 47.

（９） *See id.* at 47-48. アメリカにおいて，現代，一般的に保有されている会社は，大規模なグループによって所有され，所有者でない経営者と取締役によって運営されている。Jornathan R. Macey, Corporate Governance 3 (2003). 本書において，彼は，市場が株主の利益の最良の守護者である理由を明らかにしており，コーポレイト・ガバナンスとは，株主との約束を守ることだと力説している。

（10） *See supra* note 4, at 68. Berle は，26頁からなるそれほど長い論文ではないが，以前に初期の論文で類似のテーマを紹介している。*See* A, A, Berle, Jr., *Corporate Power as Powers in Trust*, 44 Harv. L. Rev. 1049, 1049-50 (1931).

（11） Berle & Means, *supra* note 4, 66.

経営者と取締役などの極わずかな内部者は，多数の外部者（＝株主）よりも，多くの知識と異なった動機を持っており，概して言えば，彼らは，潜在的に株主と会社に損害を与えて，その会社を自分たちの利益の為に運営することも可能である。会社内の実際の力は，選任された取締役である彼らによって構築され，その典型的な実力者は，上層部の経営者である。(13)

この効果的な成果は，永続可能な経営であり，それは，しばしば真の会社の所有者よりも，自己の利益を追い続ける。(14) たとえ，バーリ＝ミーンズが，この用語を使用しなくても，後の著者らは，このことをエージェンシー・コストの問題として言及したのである。(15) したがって，コーポレイト・ガバナンスの領域は，現代の公開会社におけるエージェンシー・コストの問題を限定あるいは解決する為の適切な方法を検討する為に生まれたのである。(16)

バーリ＝ミーンズは，このことを経済的ガバナンスの問題と名付け，同書では，株主の投票権，経営によるディスクロージャー，そして株主の利益に対する管理などについて，多くを論じている。著者はまた，現代の経済と社会における制度を重要なポイントとして，会社に対して更に広範囲に及ぶ役割をも提案している。(17)

（12） *Id.* at 67.

（13） *Id.* at 69-70. 所有と経営の分離による別の要因は，無議決権株式の発行，議決権信託に重きをおいて議決権株式，持株会社による会社の買収のように，法的手段にとって成し遂げられたことにあり，また，より現実社会が関係しており，そこでは，大会社に興味を示す少数の株主さえも，効果的な経営を達成できるようになる。*Id.* at 70-80. なお，この議決権信託は，我が国でも事業承継等に用いられている。一例として，白井正和「信託を用いた株式の議決権と経済的な持分の分離」，http://shintakuhogakkai.jp/activity/pdf/vol39_report07.pdf（最終閲覧日：2023年１月27日）。

（14） Berle & Means, *supra* note 4 at 87-88, 121-22.

（15） *See* Macey, *supra* note 9, at 2.

（16） Waller, *supra* note 1, at 835.

バーリ＝ミーンズの影響は，計り知れない程に多くの者に影響を与えており，同書は，おそらく会社法の分野において最も多く引用された専門書である。というのも，かなりの部分で現代の会社法，証券規制，株主民主主義の動向，会社支配の市場，会社の役員に対する報酬支払計画の基本的な動機，そしてその他，会社内部者と株主間の衝突の要因に対処する法的な提案などに刺激を与えたとして称賛されたからである。(18)

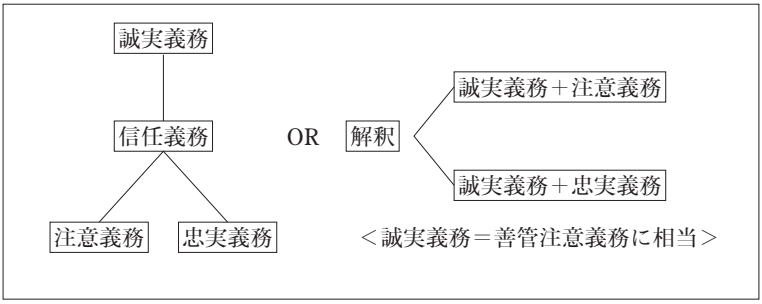
そして例えば，会社の取締役に課された２つの長期にわたる信任義務（fiduciary duties）である注意義務（duty of care）と忠実義務（duty of loyalty）とバーリ＝ミーンズの説いた懸念事項の間にひとつの直接的な関係が存在する。(19)「誠実義務」（good faith）は，あらゆる取締役が，自

（17）　Berle & Means, *supra* note 4, at 355-56. Berle は，公開会社の社会的責任に関するテーマを追い続けていた。Afdolf A. Berle, Jr., The 20th Century Capitalist Revolution 104-05（1954）．本書は，BOOK REVIEW として紹介もされている。Stimson Bullitt, *The 20th Century Capitalist Revolution, by Adolph A. Berle, Jr.（1954）and American Capitalism : The Concept of Countervailing Power, by John Kenneth Galbraith（1952）*, 30 Wash. L. Rev. 261-64.（1955）.

（18）　*See* Kelli A. Alces, *Revising Berle and Rethinking the Corporate Structure*, 33 Seatle U. L. Rev. 787, 787（2010）．Kelli は，次のように述べている。彼らが説明した所有と支配の分離とそれによって生じるエージェンシー・コストは，依然としてコーポレイト・ガバナンスの中心的な関心事である。そして，彼の業績の一部を挙げれば，1933年証券法と1934年証券取引法の連邦証券取引に先行し，コーポレイト・ガバナンスにおけるデラウェア州の慣習法の優位性よりも先行していた。

（19）　*See* 1 Dennis et al, The Business Judgement Rule 1（5th ed. 1998）. *See generally In re* Caremark Int't Inc. Derivate Litig., 68 A. 2d 959, 960（Del. Ch. 1996）．本件は，「経営判断の原則」を生み出したしたデラウェア州衡平裁判所の判決である。そこでの結論は，取締役会が，合理的な監督を行うための継続的または体系的な失敗により，誠実義務に違反しているとされた。なお，経営判断の原則は，Smith v. Van Gorkom 488 A. 2d 858（Del. 1985）において示され，その後，1986年にデラウェア州会社法102条(b)項７号として制定されている。川村真文（http://kmasafu.moe-nifty.com/blog/2014/12/post-8ea8.html）を参照されたい（最終閲覧日：2023年１月

身らの義務を遂行するために誠実に行動しなければならない注意義務と忠実義務の一部，あるいはプラス要因である。ここで，本文及び註19に記したこれらの義務を簡潔に図示しておく。



忠実義務は，取締役が個人的な利益に対して会社の利益を考慮することを要求する。そのために，会社の経費で不適切な利益を得る行為をしないようにし，自己取引を回避するようにする。この忠実義務は，本質的に取締役と当該会社間の自己取引などの利益相反（株主を傷つける）やエージェンシー・コスト問題を悪化させないように，利害の衝突を防ぐことを目的にしている。

注意義務は，取締役が，一般的に誠実で精勤の程度と共に行動することを要求し，この注意とは，通常，分別のある者が類似の状況下で行使するであろうスキルである。デラウェア州及び他の多くの州において，

27日）。Mark David Wallance, Comment, *Life in the Boardroom After FIRREA: A Revision Approach to Corporate Governance in Insured Depository Institutions*, 46 U. Miami L. Rev. 1187, 1195（1992）. 誠実義務は，注意義務よりも忠実義務の一部であるか否か，あるいは，それは，両方の概念を含む上位の概念であるか否かに関する文字上の論争が未だに存在してることを記しておく。もちろん，この概念上の困難な問題を解決することは，本稿の目的ではない。なお，アメリカ会社法における取締役の信任義務に関する論文として，最も詳しい文献に，次の労作がある，酒井太郎「米国会社法における取締役の信任義務規範（1）」（一橋法学第11巻３号 2012年），「米国会社法における取締役の信任義務規範（2）・完」（一橋法学第12巻１号 2013年）。

取締役は，彼らのビジネスを更に良くするために「正直さ」と「善意」を持って冷静に判断する情報を得ていると推定される[20]。この推定は，取締役らが行動する多くの判断を法律上の評価を分離させるものであり，彼らを個人的な責任から遮断するものでる。この推定は，取締役が誠実さを基盤とし，確かな情報に基づいて公平無私で行動するという理解に依存するのである。

しかし，これらの義務を理解することへの批判は，経営判断の原則である。この経営判断の原則は，その行為が，株主にとって最良の利益になるとの信念に誠実さと相当の注意を払って取締役会のメンバーが個々に行動するとの推定である[21]。経営判断の原則の下で，もし取締役会の決定が，「合理的な経営目的の成果であるとする」ならば，裁判所は，取締役会の決定あるいは取締役自身の見解を予測できず，後になって批判することはできないのである[22]。この推測は，取締役会の決定が，公平無私の取締役個々の多数の判断によって容認されるとき，それは極めて強

（20）　Waller, *supra* note 1, at 836.

（21）　Harvey J. Goldschmid, *Outline on the Duty of Care and Business Judgement Rule*, in ALI's Principles of Corporate Governance 37, 44 (1994) [hereinafter ALI Principles]. このことは，冷静且つ公平な基本的な考え方も知れない。デラウェア州及びその他の一定の法律上の権限において，会社は設立規定及び注意義務違反に関して取締役を免除する旨の定款を採用するかも知れない。但し，そのような意図的な規定あるいは刑事上の行動を保護するものではない。そのことは，デラウェア州会社法に規定されている。Del. Code Ann. tit. 8, §102(b)(7)(Supp. 2010).

（22）　Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493, A.2d 946, 954 (Del. 1985). いわゆる Unocal 判決は，余りにも有名な判決であり，ここでは割愛するが，一言で言えば，信認義務違反に基づくものであることが立証されない限り，取締役の行為には経営判断の原則が適用され，是認されるというものである。なお，信任義務，注意義務，忠実義務，そしてデラウェア州衡平裁判所，並びに経営判断の原則については，拙稿「アメリカ会社法の現在」（姫路獨協大学経済情報学論集 No. 77 2014年）15頁～33頁，45頁～51頁を参照されたい。

いものである[23]。したがって，原告は，取締役が，誠実義務もしくは相当な注意を伴う信任義務に違反しているとの申立てとそれの立証をする重い責任を有している[24]。ただ，この基準は，争点であるその行為が，「会

（23） *See* Grobow v. Perot, 539 A. 2d 180, 190（Del. 1988）．なお，本件は，Brehm v. Eiser, 746 A.2d 244（Del. 2000）の大法廷において破棄されてい

（24） *See In re* Dwight's Piano Co., 424 B.R. 260, 285 Bankr. S.D. Ohio 2009）．裁判所による経営判断の原則適用は，株主代表訴訟を利用する手続上の規則によって，一段と複雑になり，困難である。この代表訴訟は，株式公開会社の役員もしくは取締役によって行われた危害・損害を是正する為に会社を代表した株主が起こす訴訟である。そのような訴訟理由（原因）が，会社に帰属すると考えられる為に，原告（株主）は，通常，会社（当該会社の取締役会）に対して会社を代表して訴訟を起こす旨の容認を求めなければならない。取締役会は，そのような要求を受け入れるかも知れないが，拒否するかもしれないのであり，当該取締役会の提言（言い分）は，経営判断の原則の下で判断される。Waller は，次のように評価している。Zapata Corp. v. Maldonado, 430 A. 2d 779, 783-84 'Del. 1981）において，取締役会が代表訴訟の開始要求を拒否したことが論点になったが，そのことは，驚くことではない。Waller, *supra* note 1, at 837. しかし，*Zapata* 判決では，そのような要求は，代表訴訟が無駄な時でも許されるかも知れないとし，このことは，取締役の忠実義務が，申立てられた通りの場合や取締役会が経営判断の原則以外の行動をとった場合の状況も含んでいるのである。たとえこの状況であろうとも，取締役会は，原告要求の本案（事実関係）を調査する為に，いったんは訴訟をはねつけるべきなのか，それとも継続すべきなのかの提言の報告書に基づき特別訴訟委員会を開催できるのである。*See id.* at 785, 788. ただ，ほとんどの特別訴訟委員会は，調査に基づき当該訴訟の却下を提言する。この点につき，Minor Myers は，次のように指摘している。すなわち，特別訴訟委員会が肯定的な見解を用意する一方で，多くの研究者が，特別訴訟委員会は，常に代表訴訟をはねつけるものであると信じていることにも留意すべきである。Minor Myers, *The decision of the Corporate Special Litigation Committees: An Empirical Investigation*, 84 Ind. L.J. 1309, 1310-12, 1314（2009）．更に，Waller は，次のようにも補足している。この特別訴訟委員会の提言は，特別訴訟委員会が，その決定において公正なプロセスを辿ったか否を決定する為に最初に裁判所によって審理されるのである。それから，裁判所は，申立てられた取締役会の義務違反並びに株主への危害・損害について，その事案の「事実面」

社及びその株主にとっての公正」であったか否かを決定する為に，原告の主張する事実に裁判所の評価が合致する場合に限られる(25)。そのような場合でさえ，不完全なプロセスが存在しない限り，十分な情報が与えられていない意思決定，すなわち利害の衝突において，取締役会の決定結果がいかに悲惨なものであろうとも，裁判所は，会社や当該会社の取締役に対して責任を強制することに極めて消極的である(26)。

経営判断の原則は，取締役会の監督・監視下において，無意識で何もしない事や明白な失敗よりも，証拠不十分な申立てに適用されるのである(27)。取締役会は，もし特定の決定を考慮するのに失敗したり，判断の行使に失敗したとき，それらに対して法律上の責任を負うのである(28)。総

の審理に進むものと思われる。Walter, *id.*

（25） *In re* Walt Disney Co. Derivative Litig., 906 A. 2d 27, 52 (Del. 2006). なお，Walt Disney 事件は，本件の株主代表訴訟に限らず，信任義務を問う訴訟も起こされている。前掲書註22，拙稿「アメリカ会社法の現在」25頁～28頁を参照されたい。また，株主代表訴訟（会社法847条）に関して，教科書的説明として，田中 亘『会社法［第３版］』(東京大出版会 2021年) 350頁以降に丁寧に記述されている。

（26） *See, e.g., In re* Caremark Int'l Inc. Derivative Litig., 698 A. 2d 950, 960–61 (Del. Ch. 1996). 本件は，Caremark 取締役会を構成する個々の被告（取締役）からこれらの損失の回収を会社に代わって求めることを目的としていたが，最終的に和解で終結している。

（27） *See* David W. Deal, *Directors' Vulnerability to Breach of Fiduciary Duty Claims for Compensation Decisions : Where Have We Been, Where Are We Now?*, 30 Okla City U. L. Rev. 311, 323 (2005). タイトル通り，彼の論文は，信任義務違反に対する取締役会の脆弱性を問題にしている。Anne Tucker Nees, *Who's the Boss? Unmasking Oversight Liability Within the Corporate Power Puzzle*, 35 Del. J. Corp. L. 199, 202 (2010). この論文では，取締役の監督責任が定義されておらず，それに対して検討もされていない。そこで，取締役の権限と説明責任との間の適切なバランスを提唱している。

（28） *See* Elizabeth A. Nowicki, *Not in Good Faith*, 60 Smu L. Rev. 441, 463 (2007). 第２章における取締役の信任義務において，彼は，「善意」，「悪意」，そして「善意ではない」とのタイトルで微妙な表現である「善意ではない」の文言について，簡潔な図表で示している。そこでの質問形式に

じて，取締役（特に，社外取締役）は，株主の代理として行動するものである。しかし，取締役は，彼らの行為（あるいは無作為）が，誠実さ，十分な情報を得た意思決定，そして利害に関して明白な衝突が存在しないというような適切な結果であるとき，彼らの決定（あるいは，それに関する欠如）に対して，法律上の責任が実質的に保護されるのである。たとえ，このような関心事に現代の表現が，コーポレイト・ガバナンスそれ自体の創設者の意図にとって，現代の会社を支持する内容と異なっていたとしても，この現代の型にはまった考え方は，最初にバーリ＝ミーンズによって提言された関心事から生じたのである。(29)

三　反トラスト法と市場

公開会社の内部組織それ自体について，コーポレイト・ガバナンスに関係する法とは対照的に，たとえどのような内部構造であろうとも反トラストの法律は，市場における企業間の競争に関する法律である。シャーマン法とその後の制定法は，市場で行為する者が，株式公開会社（publicly traded company），私企業あるいは閉鎖会社（privately owned company），共同経営会社（partnerships），及び同族会社（related entities），個人経営会社（sole proprietorship），個人の経済活動（actual individuals）(30)であるか否かに関係なく，反競争的な行動の主たる３つの形態を禁止する。

シャーマン法第１条は，「取引制限」における契約，結合そして共謀

おいて，その行為は，株主の最良の利益になったのであれば，善意の行為であり，そうでないならば，当該行為は善意ではなかった。それでは，悪意の範囲はどこまでか。すべての悪意ある行為は，「不誠実」な行為であるが，「善意」でも「悪意」でもない行為がある。これが問題であり，その行為は，誠意の欠如を証明する行為である（したがって，誠実義務違反になる：筆者挿入）。*See id*, at 460-61.

（29）　Waller, *supra* note 1, at 838.

（30）　15 U.S.C. §§1-2, 18 (2006).

を禁止する[31]。1911年の初期の頃，連邦最高裁は，「不合理に」競争を制限する協定だけが，シャーマン法第１条の下で違法であると判示したのである[32]。一定の協定は，競争を必然的に破壊する為に，当然に不合理であり，違法である[33]。競争者間における当然に不合理な協定の事例は，価格決定，市場分割，そして生産高制限を内容としており，それらは，通常，司法省反トラスト局（the Antitrust Division of the U.S. Department of Justice 'DOJ'）によって刑事犯罪として訴追される[34]。それ以外のあらゆる協定は，バランス審理によってそれらが不合理に競争を制限したか否かを決定する為に完全な rule of reason の分析の下で，より詳細に且つ複雑な審理が要求される[35]。それ故に，唯一の法的関連事項は，競争に

（31） *Id.* §1.

（32） Standard Oil Co. of N.J. v. United States, 221 U.S. 1, 58（1911）．余りにも有名な判決である。詳細には，拙書『アメリカ反トラスト法における合理の原則』（中央経済社 2017年 以下，拙書『合理の原則』とする）「第４章 *Standard Oil* 判決の再考と経済理論」207頁以下を参照されたい。

（33） United States v. Socony-Vacuum Oil Co., 310 U.S. 150, 224 n. 39（1940）.

（34） *See id.* at 218. 価格決定は，当然違法であると判示している。Scott D. Hammond, Deputy Assistant Att'y. Gen., U.S. Dep't of Justice, Antitrust Div., The Evolution of Criminal Antitrust Enforcement Over the Last Two Decade 1（Feb. 25, 2010）．司法省反トラスト局の HP から入手可能であり，同局が刑事事件としてのカルテルに対してどのように制裁を課すかを説明している。

（35） *See, e.g.*, Texaco Inc. v. Dagher, 547 U.S. 1, 5-6. 本件において，合弁事業における２つの企業間の価格決定の協定は，シャーマン法に当然違反ではない。何故ならば，その合弁事業体は，一つの独立した実在とみなすことができるからであり，したがって，関連市場における競争者ではないと判示された。NCAA v. Bd. of Regents of the Univ. of Okla., 468 U.S. 85, 100-01（1984）．本件において，水平的な価格決定及び生産高制限の取決めは，その取り決めがなければ製品が全く存在しないために，rule of reason 審理の対象になると判断された。Broad music, Inc. v. CBS, 441 U.S. 1, 24（1979）．本件において，一括ライセンス制協定は，rule of reason に従うべきであると判示された。この rule of reason 全般については，前掲書註32，拙書『合理の原則』を参照されたい。

対する net・正味の影響であり，協定が，何らかの社会的に有益な価値を生み出すか否かではないのである。[36]

単独企業による反競争的な行動は，シャーマン法第 2 条の対象になるが，同条は，独占化及び独占の企図（monopolization and attempts to monopolies）を禁じる。[37] 違法に独占するために，企業は，独占支配力を有し，そのような独占を取得または維持するために，違法なまたは排他的な行動に専念するのである。[38] 違法に独占を企図するために，企業は，(1) 特別の意図を有しなければならず，(2) 違法なあるいは排他的な行動に専念し，(3) 少なくも，独占支配力を達成する危険な可能性を有するのである。[39]

---

(36) *See* Fed. Trade Comm'n v. Superior Court Trial Lawyers Ass'n, 493 U.S. 411, 421-22 (1990). 本件で論点となったのは，弁護士のボイコットが，シャーマン法の意味する範囲内での取引制限を構成し，それによって不公正な競争方法に違反するかどうかであった。連邦最高裁は，弁護士のボイコットが，シャーマン法第 1 条の意味における取引制限に該当するだけでなく，連邦取引委員会法第 5 条の不公正な競争方法の禁止にも違反すると判示している。要するに，社会的に有益な弁護士団体の協定であっても，彼らのボイコット協定それ自体に焦点を当てた結論である。*See generally* Spencer Weber Waller, *Justice Stevens and the Rule of Reason*, 62 SMU L. Rev. 693 (2009). Waller は，Stevens 判事の功績を辿り，Stevens 判事の見解にそえば，反トラストにおけるコモン・ローの伝統と補助的制限が，二分法的な選択の連続ではなく，連続体としての rule of reason を再定義するのに役立つと主張している。

(37) 15 U.S.C. §2 (2006). 第 2 条もまた，独占を意図した共謀を阻止し，シャーマン法第 1 条に極めて類似する方法で適用される。

(38) United States v. Grinnell Corp., 384 U.S. 563, 570-71 (1966). 本件で，連邦最高裁は，Grinnell 社の市場分割契約，差別的な価格操作，そして競合相手の買収などをシャーマン法第 2 条に違反すると判示している。なお，政府の主張は，シャーマン法第 2 条だけでなく，第 1 条にも違反すると主張していた。裁判所は，市場支配に重きを置いた判決を下したということになる。

(39) Spectrum Sports, v. McQuillan, 506 U.S. 447, 456 (1993). この事件において，連邦最高裁は，独占の企図が単に不公正または略奪行為の実証で

このシャーマン法第２条の分析に対する困難な争点は，一方で，違法な行動と排他的な行動の間における相違を見抜くことであり，他方で，見分けるのが困難な競争，すなわち競争の本質・真価を見抜くことである。裁判所が，この争点に悪戦苦闘している間に，適切なアプローチとして，第１条の分析で使用された rule of reason に類似した解釈があるとのコンセンサスが形成されたのである(40)。この頃から，多くの第２条の事案において，裁判所は，競争に対して重視すべき悪い影響が存在するのか否か，そして，そのような影響は，効率性の観点やビジネスの正当性によって重きが置かれるのか，それとも，争点であるその行動に対して競争促進的正当性が存在するのか否かを決定するために模索したのである(41)。

次に，クレイトン法に目を向ければ，クレイトン法第７条は，会社の合併及び取得（企業買収）によって重視しなければならない程に競争を減殺したり，独占をつくり出す傾向にあるならば，あらゆる類型の合併及び取得を禁じるのである(42)。ここでは，もし合併や取得が，将来にわたって競争に危害を加える重大な危険性を生みだすならば，それらの形態に関係なく，それは，合併・取得の予測であり，初期の内に対処することであり，阻止することに焦点をあてることである(43)。加えて，ガイドラインは，ある取引の際に合併した企業に対して一方的に価格を引上げさせたり，生産高を制限するように従わせるのであれば，そのような行

は不十分であると判示している。

(40)　*See* Mark S. Popofsky, *Defining Exclusive Conduct : Section 2, the Rule of Reason, and he Unifying Principle Underlying Antitrust Rules*, 73 Antitrust L.J. 435, 435-37 (2006).

(41)　United States v. Microsoft Corp., 253 F. 3d 34, 58-59 (D.C. Cir. 2001).

(42)　15 U.S.C. §18 (2006).

(43)　*See* U.S. Dept of Justice & Fed. Trade Comm'n, Horizental Merger Guideline §1 (2010). このガイドラインは，司法省と FTC の共同による。available at http://www.justice.gov/public/guidelines/hmg-2010.pdf.

為は，協調的な行為とみなす旨を明確にしている(44)。重要な取得・合併（企業買収）のほとんどは，事前に連邦反トラスト当局に通知しなければならないが，たとえ当該取引が終わった後でも同機関に異議を申立てることができる(45)。戦略的提携である合弁事業及びその他の類型である部分的な合併は，クレイトン法第７条の下で分析されるのであり，このことは，たとえシャーマン法第１条の下で評価されようとも，クレイトン法第７条で実施される(46)。

反トラスト法は，企業の行動が審査対象になる場合に，当該企業の内部構造はほとんど関係ないのである。例えば合併及び取得（企業買収）の形態は，その取引の競争上の影響・効果の可能性の証拠を用意する程度で関係するに過ぎない(47)。しかし，反トラストの目的にとって，会社の行動に関する分析が必要である場合には，会社の形態あるいは構造の分

（44） *See id.* §6

（45） *See* 15 U.S.C. §18a(a).

（46） このことは，クレイトン法第７条が，合併・取得（企業買収）に関する専権事項であることを意味する。なお，合併の事前届出制は，反トラスト強化法（Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvement Act）によりクレイトン法第７条が改正されて現在に至っている。事前届出制は，一定の規模を有する企業同士の合併に対する規制であり，当事者は，司法省と連邦取引委員会に届け出る義務がある。したがって，当該合併については，クレイトン法第７条，シャーマン法第１条・第２条，連邦取引委員会法第５条の観点から審査の対象になる。詳細には，松下光雄『アメリカ独占禁止法』（東京大学出版会 1982年）104頁～105頁。なお，独占禁止法15条２項は，一定の規模を有する企業同士の合併には事前届出制を義務化している。久保成史・田中裕明『独占禁止法講義［第３版］』（中央経済社2014年）259頁～260頁。

（47） *See* Horizontal Merger Guidelines, *supra* note 43, §2（当局は，ある合併が，競争を実質的に減殺するか否かの中心的論点に対処する為に，何らかの合理的な入手可能で信頼のおける証拠について検討する）。補足すれが，このガイドラインにみられる文言である，a merger may" substantially lessen competition" は，我が独占禁止法第２条５項・６項，10条，13条，14条，15条，15条の二，15条の三１項１号，16条にみられる。

析が必要な状況が存在する。すなわち，クレイトン法第８条は，一定の状況下において，取締役の兼任を禁止しており，その場合にこの状況が違反しているか否かを決定する為に，論点となる企業の競争上の関係並びに取締役会の構造の両方を理解する必要がある。(48)

更に，会社の構造と組織は，時として，反トラスト法が，同レベルで適用されるか否かの理解に関連する。例えば，シャーマン法第１条は，競争上の影響・効果が論点になる前に，「契約，結合，そして共謀」の存在が要件となる。(49)一定の取決めの類型は，同法第１条が機能し始めることを要求し，同法第２条は，事実にしたがって一方的な行為（独占化行為）に適用される唯一の反トラスト規定として存在する。(50)連邦最高裁は，第１条が禁止の目的とする協定は，２つもしくはそれ以上の経済的に独立した行為者間の協定を意味すると決定している。(51)それ故に，連邦最高裁は，ある会社が，従業員，取締役，役員，非法人の分割，そして完全子会社とは共謀できないと判示している。(52)下級裁判所は，この分析・判断を拡大適用して，ほとんどの状況において，会社はまた，過半数所有会社とは共謀できないし，同じ親会社によって所有されている姉妹会社は，共謀できないと判示している。(53)

（48）　15 U.S.C. §19. 前掲註46と同様に，独占禁止法第13条（役員兼任の制限）も同様の規定を置いている。

（49）　15 U.S.C. §1. *See generally* ABA Section of Antitrust Law, Proof of Conspiracy Under Federal Antitrust Laws (2019).

（50）　15 U.S.C. §§1-2.

（51）　Copperweld Corp. v. Independence Tube Corp., 467 U.S. 752, 769 (1984). 本件での争点は，シャーマン法第１条の目的上，親会社が，完全所有子会社と共謀することができないと判断された。その理由は，別個の経済主体とみなすことができないというものである。親子会社が協調的行動をとることに合理性が認められるからである。

（52）　*Id.* at 769-71.

（53）　*See* 1 ABA Section of Antitrust Law Deveropments 27-29 (6th ed. 2007)（下級裁判所が，*Copperweld* 判決の分析を様々な類型の事例に適用してきたことに留意すべきである）。しかし，次の事例も参照。Am. Needle, Inc.

四　会社法と反トラスト法の制定経緯

最も広範囲なレベルで概略的にいえば，コーポレイト・ガバナンスは，単一企業の組織における行動と構造に焦点を当ててきたのであり，反トラスト法は，市場における企業間の行動と構造に焦点を当ててきたのである。この点について，Waller は，次のように表現する。すなわち，ある面では，事実上，ほとんど原子レベルの要素であり，他の面では，ビジネス上の原子と分子間における相互作用に焦点を当てたものとみることができる(54)。しかしながら，科学的な審理とは相違して，この二つの分野である会社法と反トラスト法は，お互いの領域をほとんど理解する努力をしないままに，そして何ら深い相互作用もないままに研究が進められてきたのである(55)。

そのような状況が続いた原因には，専門家の分野と法実務が，未だに区別されている歴史的と専門的な理由の両方が存在している(56)。世界大恐慌までに，会社法が最初に構想されたが，それは，ほとんど完璧に州法として制定されたものであり，連邦の会社法でないのである(57)。会社法と

---

v. NFL, 130 S. Ct. 2201, 2215 (2010)．本件で NFL チームの商品について，それの排他的なライセンスを申立てた反トラスト訴訟において，NFL は，単一の経済的実体として扱うべきであるとの主張を拒否している。

(54)　Waller, *supra* note 1, at 841.

(55)　ただ，この二つの領域を関連付けて論じた数少ない学者の一人に Edward B. Rock がいる。彼は，その分析において，企業と市場における境界線に焦点を当てている。Edward B. Rock, *Corporate Law Through an Antitrust Lens*, 92 Colum. L. Rev. 497, 498 (1992)．なお，この研究については，拙稿「会社法の経済法的分析：競争法的アプローチ」（姫路獨協大学経済情報学研究 No. 55 2009年）を参照されたい。

(56)　この点は，我が国も同じであり，専門領域のいわば「縦割専門性」と「相互不可侵」が存在している。学際的研究の重要性が唱えられているものの，現実は進んでいない。

(57)　*See generally* Herbert Hovenkamp, Enterprise and American Law : 1836-1937 (1991).

は対照的に，反トラスト法は，州レベルで開始されたものの，州の反トラスト法が全米の会社を監視するに際して，それは効果的ではないことが判明するにつれて，反トラスト法は，急速に連邦レベルになったのである。(58) 厳格なカルテルが規定されたとき，初期の頃には，部分的なガバナンスが存在していた。19世紀の終わりに部分的であったが，初期の合併の波に責任を持っていたが，金ぴか時代（経済成長が最も高い記録を出した時代）に全米の大型の会社を強化する目的で合併が利用され，合併規制は緩やかであった。しかしながら，その後，方向は分かれて行った。(59)

1890年，シャーマン法が成立したとき，反トラスト法に精通した弁護士も研究者も全く存在していなかったのである。(60) 学問の領域としての反トラスト法は，1920年代と1930年代初頭まで姿を現さなかった。その時まで，更なる反トラスト関連の制定法は，シャーマン法を補完してきたのであり，かなり多くの反トラスト法の事例が，裁判所によって判示されてきたのである。(61) 連邦取引委員会は1914年に創設され，司法省反トラ

（58） *See generally* James May, *Antitrust in the Formative Era : Political Theory in Constitutional and Antitrust*, 1880–1918, 50 Ohio L.J. 257（1989）. 発展期において，州の発展は，初期の反トラスト分析に提供する機会があったにも拘わらず，学者によってほとんど無視されてきたと述べている。James May, *Antitrust Practice and Procedure in the Formative Era : The Constitutional and Conceptual Reach of States Antitrust Law*, 1880–1918, 135 U. Pa. L. Rev. 495（1987）. 本論では，1880年から1918年までの州の制定法とコモン・ローを展開している。なお，この時期の解釈においては，コモン・ローの存在感を際立っており，rule of reason 審理・解釈に多大な役割を果たしている。前掲註32，拙書『合理の原則』12頁，15頁，17頁，212頁，216頁，243頁を参照されたい。

（59） Waller, *supra* note 1, at 842

（60） Spencer Weber Walter, *The Language of Law and the Language of Business*, 52 Case W. Res. L. Rev. 283, 285（2001）. シャーマン法が成立した時，反トラストの分野そのものが存在していなかった。

（61） *Id.* at 285–86.

スト局が1933年に組織されたのである。1920年代以前，アメリカのロースクールは，反トラスト法を独立した科目としてはほとんど提供していなかったのである。ある程度，反トラスト法が独立して教えられるようになるまで，反トラスト法は，契約，会社，ビジネス・プランなどのコースの一部を構成したに過ぎなかった。(62)

弁護士事務所もまた，反トラスト法を独立の科目として認識するのに時間を要したのである。1950年以前，たとえ存在したとしても，ほとんどの弁護士事務所は，独立して反トラストの法業務を行っていなかったのであり，全米弁護士協会は，1952年まで反トラスト部門を創設していなかったのである。(63) 対照的に，会社法は，半世紀以前に協会内に特別の部門として確立していた。(64) このような中，コーポレイト・ガバナンスの法律が，1930年代の創造物であると同時に，それは，既存の会社裁判の専門的な枠組みの中へ急速に吸収されたのであり，反トラスト法の専門的な枠組みと言説から切り離されたままの状態である。

1929年の株式市場の暴落と大恐慌の影響を受けて，バーリ＝ミーンズの教えとその他の展開という衝撃の結果として，コーポレイト・ガバナ

（62） *Id.* なお，筆者の余談であるが，この点は，日本も同じで，司法試験の科目（選択科目）になったのは，2004年に法科大学院が創設・開講され，それに伴い新司法試験が始まってからのことである。それまでに，経済法の科目として学部・大学院で授業は行われていたが，それよりも前（1970年代～1980年代）の時期において，経済法の科目が置かれている学部・大学院は数える程であった。また，正式科目として経済法を教えられていた経済法専門の先生は極端に少なく，学部では，商法専攻の先生が教えられていた大学が多かったように記憶している。

（63） *Id.* at 286-87.

（64） S. Samuel Arsht, *A History of Delaware Corporation Law*, 1 Del. J. Corp. L. 1, 7-8 (1976). デラウェア州では，1899年に一般会社法が制定された旨を記している。William H. Simon, *Introduction: The Post-Enron Identity Crisis of the Business Lawyer*, 74 Fordham L. Rev. 947, 947 (2005). Simon は，20世紀の変わり目に会社法の急進的な改正を強調し，2002年の Sarbanes-Oxley 法の開始と同時に会社法の現代の改正を対比しつつ述べている。

ンス関連の法律は，ニューディール政策の課題の一部となり，それはまた，1930年代及びその年代を超えて，州法と連邦法の両者の法的枠組みの中にその方法論を取り入れたのである(65)。すなわち，州法と連邦法の区別なく適用されるのである。連邦レベルにおける証券取引委員会は，一般投資家に対して有価証券の提供を規制する為に創設されたもので，それ以後，有価証券の売買は，株式仲買人（broker）とディーラー（株式販売業者⇒証券会社）であった。しかしながら，コーポレイト・ガバナンス関連の法律の多くは，特に，デラウェア州においては相変わらず州法の管轄であった。コーポレイト・ガバナンスに関する法律は，各取締役，執行役員，そして株主の利益をより一致させるために，誠実義務と忠実義務をより明確にすることに依存したのである(66)。

（65） Waller, *supra* note 1, at 843. バーリ＝ミーンズが，*Modern Corporation and Private Property* を出版後，1932年の大統領選挙のあと，ルーズベルト大統領のブレインに影響を与えるようになった Berle は，その地位からニューディール政策にも影響を与えている。

（66） *See, e.g., Sante* Fe Indus., Inc. v. Green, 430 U.S. 462, 479 (1977). 次のように判示されている。会社が州法の創造物であり，若干の例外はあるものの，州法は，投資家が，会社の内部の出来事を規律することを考慮すれば，そして，特に，会社規制に関する州の政策の方針が優位に立つとして会社を設立していたならば，裁判所は，会社法の実質的部分を連邦の支配下に置くことに消極的になるべきであるとの判断を下している。Bus. Roundtable v. SEC, 905 F. 2d 406, 412 (D.C. Cir. 1990). 連邦法によって付与された権限を越えているとして，一塊の有価証券の議決権に関連する SEC の Weinberger v. 規則を無効にすると判示している。Aronson v. Lewis, 473 A. 2d 805, 816 (Del. 1984). 本件は，大法廷で争われた。被告は，経営判断の原則を通じて，デラウェア州における取締役会，各取締役，そして株主間における特別の義務の創設を主張しているが，裁判所は，被告が取締役の偏見，独立性の欠如，または，会社の利益に反する行動への関与を示唆する事実を主張していないと判断している。最終的に，経営判断の原則が認められた事例である。ただ，本件は，Brehm v. Eisner, 746 A. 2d 244 (Del. 2000) 判決によって破棄されている。Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 805, 816 (Del. 1984). デラウェア州の会社の取締役は，取締役らが利益相反取引の立場にあるとき，株主に対して責任を負うとする高度

反トラスト法は，バーリ＝ミーンズの分析にとって重要な部分ではないし，それは処方箋か，あるいはコーポレイト・ガバナンスの法律制度の成果である。ただ，このことは，さほど驚くことではない。たとえ法律の専門家であるバーリが，反トラスト法の論点について知識を有し，興味を持っていたとしても，彼が，コーポレート・ガバナンスに関する傑作を書いていた当時，反トラストは絶対的などん底にあった(67)。深刻な大恐慌の間，1933年に *The Modern Corporation and Private Property* が出版される一方で，ニューディールは，集産主義(68)の道を追いかけており，反トラストは，全くと言っていい程に主役の座ではなかった。ただ，反トラスト法は，全米産業復興法（the National Recovery Act）の下で，合衆国経済の事実上のカルテル化に資するとして，部分的ではあるものの積極的に取り込まれて行ったのである(69)。そして，ほとんどの反トラス

な義務を規定している。にもかかわらず，被告は，利益相反取引について株主に十分な情報を提供していないと判示された。*see also*, Macey, *supra* note 9, at 51-53, 131-32. ここで，Macey は，株主にとっての会社の取締役に関する多くの義務事例を用意し，取締役の義務が違反でないことを保証するために，株主に対する仕組みとして，どのようにして，派生訴訟（株主代表訴訟）にするか，しないかの実行是非を議論している。

（67） Waller, *supra* note 1, at 844. *See* Alan Brinkley, The End of Reform: New Deal Liberalism in Recession and War 34-36（Vintage Books 1996）（1995）. 著書は，ルーズベルト大統領の 2 期目について，改革の終焉は，アメリカ経済を修復し，必要に応じて再構築することを目的とした初期のニューディール政策の自由主義が，企業の資本主義に対してより敵対的ではなく，個人の権利をより求めている現代の対応策にどのように道を譲ったかを論じており，その中の僅かな項数に，ルーズベルト大統領のメンバーであるレックスフォード・G・タグウェルの言葉を引用して，競争は「無駄で高くつく」と考え，競争を促進する代わりに競争を制限しようとしたと述べている。なお，本書は有名な書である。

（68） 一般的には，社会的な自由放任状態に対して，全体的な福祉のために包括的・中央集権的な統制を加える必要を強調する人々の信念，目的，方法などのこと（小学館日本大百科全書（ニッポニカ：https://kotobank.jp/word/）。

ト関連の法施行は，大恐慌にとって特別な必要性とその状況に相違がみられるものの，シャーマン法第１条の中心的な反カルテル規制に関する連邦最高裁の緩い解釈によって骨抜きにされて存在した(70)。反トラスト法は，したがって全米産業復興法が，1935年に憲法違反であると判示されるまで事実上瀕死の状態であった(71)。

その後，ルーズベルト大統領は，長引く不況を解決する為の道具として，反トラスト法と自由な市場競争を蘇生する目的で選ばれた唯一の人物であった(72)。司法省反トラスト局の長官であった Robert Jackson は，反トラストの力強い実施に慎重な再生を始めたのである。その後，この再生は，1938年から1943年まで反トラスト局の長官であった Thurman

---

（69） Brinkley, *supra* note 67, at 37-39. 反トラスト法の訴追に怯えることなく，どのようにすれば，主たる産業と製造業者に共通の価格設定と生産政策に従わせることができるかについて，全米産業復興法を事業者団体並びにカルテルに類似するような権威ある法典にできるかを議論している。

（70） *See* Appalachian Coals, Inc. v. United States, 284 U.S. 344, 359（1933）. シャーマン法の解釈において，価格決定をする代理店に対する差止命令の拒絶を正当化するには，各事例における経済的事実を考慮することが必要である。すなわち，差止命令を正当化するには，違法性の明確な事実の証明が必要であると判示している。なお，本件は，Copperweld Corp. v. Independents Tube Corp., 467 U.S. 752 事件における別の理由で却下されている。

（71） A.L.A. Schechter Poultry, Inc. v. United States, 295 U.S. 495, 537-42（1935）. 本件では，全米産業復興法の一部が，憲法に違反していると判示している。また，Pan. Ref. Co. v. Ryan, 293 U.S. 388, 430, 433（1935 において，全米復興法の履行の一部として制定された法律である全米産業復興法の一部について，並びに憲法違反の制定法に基づく大統領令について判示している。

（72） *See* William E. Kovacic & Carl Shapiro, *Antitrust Policy: A Century of Economic and Legal Thinking*, 14 J. Econ. Persp, 43, 49（2000）. 1930年代の半ばまで，経済計画のモデルは，ニューディール政策の初期に偉大なる期待を惹き付けたが，それは，次第に輝きを失い栄光を失って行った。フランクリン・ルーズベルトは，競争が経済復興のカギとなると信じるアドバイザーに耳を傾けたのである。

Arnold は，5 年間の在任期間に本格的に始動に乗り出したのである。(73)

Jackson，Arnold，そしてその後に続く長官らにより，司法省反トラスト局は，カルテルと独占の事例で100にも及ぶ刑事・民事の案件を提訴している。(74) この現状改革主義は，1950年代に現代の形態に修正されたように，議会がクレイトン法 7 条を強化した後に合併の領域にまで拡張したのである。(75) 政府訴追の事案並びに私訴の結果として，反トラスト法は，独占に対する推定を今まで以上に per se rule へと舵を切り，そして，どのような種類の合併もほぼ無条件の禁止へと移行して行ったのである。(76) そのような制約状況は，会社法の領域に関する，より適切なコー

（73） Waller, *supra* note 1, at 844-45.

（74） *See* Thomas E. Kauper, *The Justice Department and the Antitrust Laws: Law Enforcer or Regulator*, 35 Antitrust Bull. 83, 87 & n. 16 (1990). Kauper によれば，1940年から1944年の 5 年間に司法省反トラスト局は，163件を刑事事件として提訴しており，1890年から1940年の50年間の173件の刑事事件と比較しており，いかに多くの事例であったかを示唆している。

（75） *See* 15 U.S.C. §18 (1952).

（76） 独占の推定事件として，例えば，Klor's, Inc. v. Broadway-Hale Stores, Inc., 359 U.S. 207, 210 (1959). 本件において，販売しないあるいは販売する者の極めて不利な条件でしか販売しないとする製造業者と販売業者間の共謀は，取引を制限する類型でり，シャーマン法第 1 条及び第 2 条の下で当然違法であると判示されている。また，N. Pac. Ry. Co. v. United States, 356 U.S. 1, 3, 5 (1958) においては，競争に対する致命的な影響並びに埋め合わせるべく長所がないとの理由から，協定または慣行間において被告である鉄道の「優先的経路指定」協定が，結論的に不合理であると推定され，それ故に当然違法であると判示している。そして，United States v. Socony-Vacuum Oil Co., 310 U.S. 150, 218-24 (1940) では，ガソリンの現金取引市場価格を引き上げたり維持する石油会社間の共謀は，当然違法であると判示している。

合併の事件として，Ford Motor Co. v. United States, 405 U.S. 562, 566-71 (1972) において，Ford 社による Autolite の買収が，市場における競争を実質的に減殺させたとの理由で，Ford 社が反合併法である Celler-Kefauver・反合併法により修正されたクレイトン法第 7 条に違反したとする連邦地裁判決を支持。Brown Shoe Co. v. United States, 370 U.S. 294, 345-

ポレイト・ガバナンスの制約よりも，はるかに衝撃を与えた。この時代の一つの表現方法として，それは，卓越した法学者並びに経済学者によって書かれたものであり，1960年年代に経済学者であった Edward Mason が編集した寄稿論文集である。そのタイトルは，*The Corporation in Modern Society* である。(77) この論文集は，反トラストの規制が厳しくて，コーポレイト・ガバナンスの制約が緩いときに評判を得たのである。(78) 明確にされた最も重要な関連事項は，合衆国の会社にとってカギとなるのは，寡占的な地位である。より一般的にいえば，会社に関する経済的，政治的，そして社会的な力である。ただ，純粋なコーポレイト・ガバナンスの関連事項またはエージェンシー・コストは，二次的なテーマであり，直接的なことは，株主民主主義の概念であり，会社の構造はいかにあるべきかということになる。

ここで，会社支配に対する市場を考えてみる。Henry Mann は，1965年に独創力にとんだ論文を発表しており，同論文において，彼は合併に対する余りにも厳しい反トラスト規定が，競争をほとんど保護しないし，概して言えば，株主，消費者，そして競争にとって不利益になるような非効率的な経営に固めてしまうと論じた。(79) Mann は，彼の提案のカギと

46（1962）において，たとえ合併した会社が，全米の小売靴市場で7.2%，そして小売靴のアウトレット市場で2.3%しか有しているに過ぎない場合でも，２社による合併を阻止する差止命令を判示している。

（77） The Corporation in Modern Society（Edward S. Mason ed., 6th prtg. 1966）, *quoted in* Waller, *supra* note 1, at 846.

（78） *See* Mark J. Roe, *From Antitrust to Corporation Governance? The Corporation and Law: 1959-1994*, in The American Corporation Today 102, 102-04（Carl Kaysen ed., 1996）. 著名な学者である Carl Kaysen が編集した論文集であり，本書の多く観点・論点は，規制緩和の問題並びに企業の権力濫用から生じる可能性のある危険に関しても議論している。

（79） Henry G. Mann, *Merger and the Market for Corporate Control*, 73 J. Pol. Econ. 110, 112-20（1965）. なお，本論文に関して，それを高く評価する論稿が見られる。Fred S. McChesney, *Manne, Mergers, and The Market for Corporate Control*, 50 Case W. Res. L. Rev. 245, 252（1999）. McChesney は，

なるひとつとして，バーリ＝ミーンズの所有と経営の分離による悪影響に対して，彼らの懸念に関連する事項を直接に引用して，会社支配の市場は，これらの株主に彼らの利益に見合った権力と保護の両方を与えることになると述べている。[80] 後に，Frank Easterbrook と Daniel Fischel の共著による論文が多大な影響を与え，その他の学者らは，このテーマに共鳴し，経営上の非効率を強調するため，利潤の追求を阻止するため，そして株主価値を増加するためのひとつの方法として，堅牢な買収市場を支持したのである。[81]

会社支配に対して十分に議論されて発展してきた市場の要求は，反トラストとコーポレイト・ガバナンスの両者において重要な変化を要求したのである。Mann の論文と同時に，相当程度増加した市場集中の合併は，違法であるとする強力な仮説が存在した。[82] Potter Stewart 判事は，合併への異議申立における唯一の明らかな一貫性が，「政府は常に勝つ」との表明に失意を滲ませながら核心を突いた言葉で述べている。[83]

この状況（市場集中禁止の傾向）は，一般的に反トラスト法，特に合併へと変化したのである。カルテルの領域を除いて，ほとんどの per se rule 審理は，好意的な拡張を見捨てたのであり，rule of reason 審理の下でも，より経済的で徹底した審理を見捨てたのである。[84] 被告よりも，

彼が，企業支配の市場に関して，それの将来のすべてを見ていないものの，その後の経済学と法の発展を十分に正確に捉えていると結論付けている。

（80） *Id.* at 112.

（81） Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L.J. 698, 711-14 (1982).

（82） 例えば，United States v. Phila. Nat'l Bank, 384 U.S. 270, 301 (1966) において，少数意見である Stewart 判事は，次のような懸念を示している。すなわち，1950年修正法（クレイトン法第７条）に関して，議会に充満した支配的なテーマは，アメリカ経済における経済集中の上層機運であった。

（83） United States v. Von's Grocery Co., 384 U.S. 270-301 (1966). Waller, *supra* note 1, at 847.

（84） しかし，現在は，以下の事例をあげるように判例の変更が行われてい

原告は，被告が有意な独占支配力（あるいはそれに近い力）を有しており，ビジネスの正当性を埋め合わせることなく競争に危害を加えたとの立証，いわゆる挙証責任を割り当てられたのである(85)。このことの意味は，訴える側に十分な証拠を準備せよということであり，合併の事例には，原告の入念な証拠書類，市場に関する分析資料が必要になったのである。

したがって，合併分野において，この変化は劇的でさえあった。換言すれば，産業集中が増加した場合でも，違法性の仮説は弱まったと言えるのである(86)。政府のガイドラインによれば，ほとんどの合併が申立てられようとする前に，政府は，市場集中のより大きなレベル及びより厳格な厳格な分析上の枠組みを要求したのである(87)。同様に，裁判所は政府に

る。*E.g.*, Leegin Creative Leather Prods., Inc. v. PSKS, Inc., 551 U.S. 877, 885-87 (2007). 連邦最高裁は，rule of reason がシャーマン法第１条違反を決定する最も適切な判断規準（test）である。裁判所は，その結果が，常に，あるいはほとんど常に競争及び生産高の増加を制限する傾向にあるとき，ある慣行を当然違法との事実認定に頼るべきであると説明している。なお，本件は，再販売価格維持を rule of reason で審理すべしとした画期的な判決である。詳細は，前掲註22，拙書『合理の原則』143頁以下を参照されたい。また，次に列挙した判例も参照されたい。

［　］の数字は，拙書『合理の原則』の該当頁を示す。States Oil Co. v. Kahn, 522 U.S. 3 (1997), [105]; Arizona v. Maricopa Cnty. Med. Med. Soc'y, 457 U.S. 284 (1892), [33]; NCAA b. Bd. of Regents of the Univ. of Okla., 468 U.S. 85 (1984)[4]; Broad. Music, Inc. v. CBS, 441 I.S. 1 (1979), [4], Cont'l T.V., Inc. GTE Sylvania Inc., 433 U.S. 36 (1977), [84].

(85)　United States v. Grinnell Corp., 415 U.S. 384 U.S. 563, 570-71 (1969). 本件において，シャーマン法第２条の下で，原告である連邦政府は，被告が，①関連市場において独占支配力を有したこと，②ビジネス上の洞察力・見識，すなわち，歴史的な出来事，優れた製品とその製品の売れ筋の結果と同様に，成長と開発が区別できる力の取得と維持ができる力を有したことを立証する責任を負うと判示している。

(86)　*See* United States v. Gen. Dynamics Corp., 415 U.S. 486, 497-98 (1974). 本件において，市場占有率または市場集中の僅かな増加は，決定的な反競争的な影響を示唆するものではないとされた。

(87)　U.S. Dept of Justice, 1968 Merger Guideline §§4-10 (1974). なお，司

対して，たとえ表面上のガイドラインが，検察の裁量の問題にとどめる場合だけで，判例法及び訴訟に直接関わらない場合であっても，これらのより高度な立証責任を課し始めたのである(88)。会社支配に関する市場の台頭は，合併支配の弱体化と同時に発生するのであり，そのことは，クレイトン法第７条を完全に無効にした1980年代のレーガン政権下で言われたことと同じであった(89)。

一方で，コーポレイト・ガバナンスの面でも，重要な変化が同じように起こっていたのである。会社価値を最大にするために増加した義務は，有意な買付のプロセスが開始されるとすぐに明らかになった(90)。他方で，

法省反トラスト局と連邦取引委員会は，§4 の水平的合併ガイドラインについて，1997年４月８日に改訂して公表している。それに伴い，ガイドラインの §5 の脚注の番号が付け直された。その他は，1992年４月２日発行のものとして表示されている。また，2010年８月19日公表のガイドラインは，次の HP から入手できる。Horizontal Merger Guidelines（08/19/2010）（justice.gov）.

（88） Waller, *supra* note 1, at 848.

（89） *See ABA Antitrust Section Examines Deregulation, Enforcement Shifts*, 49 Antitrust & Trade Reg. Rep.（BNA）No. 1224, at 160（July 18, 1985）, *quoted in* Waller, *supra* note 1, at 848. クレイトン法第７条の無効を求めた商務長官 Malcolm Baldridge の内容を要約している。*Monopolies Subcommittee Receives Views on Division 7s Enforcement Track Record*, 48 Antitrust & Trade Reg. Rep.（BNA）No. 1206, at 455-58（Mar. 14, 1985）, *quoted in* Waller, *supra* note 1, at 848. 下院司法委員会の独占小委員会に先立って，何故，第７条を無効にすべきなのかについて，レーガン政権からの供述書を要約している。

（90） *See e.g.*, Paramount Commc'ns Inc. v. QVC Network Inc., 637 Inc., 637 A. 2d 34, 46（Del. 1994）. 本件において，デラウェア州衡平裁判所は，対象企業の取締役が，株主にとっての公開買付けが最善であるか否かを適切に検討することを怠ったことによって，受託者責任に違反したと判断し，更に，Paramount と Viacom が締結した防御条項は，信任義務に変更はない（日本語的には「反する」）と断言している。また，Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holding, Inc., 506 A. 2d 173-185（Del. 1985）において，デラウェア州最高裁は，被告が株主の利益を最大化すること以外の考慮事

裁判所は，会社が，経営を保護するためのポアソン・ピルの導入及び類似の乗っ取り防止策を制定し，当該会社を守ろうとすることにそれほど乗り気ではなかったのである。(91) なお，多くの州は，乗っ取り防止策の法律を制定しており，それらの法律のほとんどは，訴訟の対象になっている。(92)

世界経済を震撼させ，未だ記憶に新しいアメリカにおける1990年代の会社不祥事，金融危機は，コーポレイト・ガバナンスに他の重要な変化をもたらし，多くの場合，その瞬間の危機や不祥事に対して反応してきたのである。(93) エンロン時代の会計処理と不正は，Sarbanes-Oxley 法の制定へと導き，同法はまた，財務諸法の作成と認証に伴う関係において，最高経営責任者と最高財務責任者の徹底した義務へと導いたのである。(94) 米国のサブプライム・住宅ローン市場の暴落で始まった2008年の金融危

項によって，彼らの判断に影響を与えたと判示し，第一審を支持している。つまり，取締役会の行動は，経営判断の原則によって付与された内容を受ける資格がないとされた。

（91） Waller, *supra* note 1, at 849.

（92） CTS Corp. v. Dynamic Corp. of Am., 481 U.S. 69, 82-84（1987）．本件は，インディアナ州法が，連邦の Williams 法に抵触するか否かが争点であったが，連邦最高裁は，州法（インディアナ州法：議決権の移転に同意する株主に関係なく，取得側当事者に投票権が自動的に移転しないとする州法）が連邦法（Williams 法）の目的と矛盾するものではないとされた。なお，ウイリアムズ法は，我が国の金商法（27条の23～27条の30）に影響を与えている。簡潔な説明として，久保成史・田中裕明『会社法新講義』（2013年 中央経済社）344頁を参照されたい。

（93） *See generally*, Robert Romano, *The Sarbanes-Oxley Act and Making of Quack Corporate Governance*, 114 YALE L.J. 1521（2005）．Romano は，エンロン並びにワールドコムの不祥事と Sarbanes-Oxley Act の制定，そしてコーポレイト・ガバナンスの改革法案との関係を説明している。

（94） Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745（U.S.C. 11, 15, 18, 28, そして未整備29の条文を体系化した）。この条項で，最高経営責任者と最高財務責任者及びその他の経営者に対して財務報告書に関する会社責任の要件を明確している。

機，その後の米国並びにグローバル経済の至る所への拡散は，あらゆる規制，開示，そして類似のコーポレイト・ガバナンスの提案なども含めて，2010年夏に制定された一連の金融改革の対策・処方箋へと導いたのである[(95)]。結果として，コーポレイト・ガバナンスの一定の領域において，連邦の証券規制の規定は，会社の取締役及び委員会に関して，他の州と比べて緩い規制として知られるデラウェア州会社よりも，はるかに衝撃的であったかも知れないのである[(96)]。

同時に，反トラスト法とその施行は，緩やかな回復の兆しであるように見られていた。ほとんどの研究者は，ブッシュ政権時代の反トラスト局は，カルテルの刑事執行と比べて民事の訴訟には消極的であり，敵意を持っていたように考えられる[(97)]。対照的に，権力を得たオバマ政権は，直ぐにカルテルの領域を超えて，反トラスト法のより積極的な実施計画を発表し，同政権は，当時の2年間に多数の調査，事件，判決，そして法定助言者を得て成果をあげている[(98)]。

（95） *See e.g.*, Donald-Frank Wall Street Reform and Consumer Act, Pub. L. No. 11-203, 124 Stat. 1376（第7条，12条，15条，18条，22条，31条，そしてU.S.C. 42条が整理されてまとめられた）。

（96） Waller, *supra* note 1, at 849.

（97） *See. e.g.*, William E. Kovacic, *Rating the Competition Agencies: What Constitutions Good Performance?* Geo. Mason L. Rev. 903, 903-04, 911（2009）. Kovacic は，次のように評している。この期間，連邦取引委員会にとって，更に複雑な構図が存在したのであり，多くの注目を浴びた民事の非合併事案がもたらされていた。*Id.* at 910-12. また，ブッシュ政権時代に司法省反トラスト局の事案と連邦取引委員会の民事の非合併事案の記録と比較すれば，連邦取引委員会が，クリントン政権下（二期8年間）よりも，ブッシュ政権下の方が多くの訴訟を提訴していたというのではなく，司法省反トラスト局は，1999年以来，独占あるいは独占の企図を含めて提訴はゼロであった。この期間，2つの機関の哲学において，異なった考え方を示した事例は，*Schering-Plough* 判決であり，同事件において，連邦取引委員会は，控訴段階で独占の企図で敗訴し，連邦最高裁の明白な反対に対する反論説明に失敗している。

（98） この期間は，オバマ政権が，クリスティン・A・バーニーを司法長官

このように成果を挙げたとはいえ，明らかになったことは，反トラスト法と会社法の振れ幅のパターンである。どのようにみても，過去120年間，反トラスト法と会社法の相対的な力関係は，時おり，交差する程度で２つの波が押し寄せるというものではなかった。すなわち，一方の分野が台頭すれば，もう一方の分野が下降したのである。この傾向について，Waller は次のように説明する。二つの分野が相対的な力関係で適切に位置していれば，我々は，珍しく歴史的な交差点にいるのである。ただ，それが安定した傾向なのか，あるいは単に短い交差点なのかは，時間が経てばわかるものである。というのは，一方の分野が立法と裁判所の解釈によって強化されれば，もう一方の分野は同じ展開によって弱められるからである。この継続する振動は，反トラスト法と会社法の解釈の間において，極めて稀な混戦であると説明でき，どちらも会社の行動と市場での相互作用に密接に関係しているのである(99)。

そして更に，このことが維持されるのであれば，この均衡は，より良くする稀な機会に相当するのである。ただ，このような機会が存在しようとも，そこには，競争政策にとってほとんど関係しない経営者の報酬，取締役の選任と留任，株主の投票権，会社規則，そして監査手続きのようなコーポレイト・ガバナンスの領域が常に存在すると考えられる(100)。反

補佐のポストに指名からの２年間であった。William F. Shughart II and Diana W. Thomas, *Antitrust Enforcement in the Obama administration's First Term A Regulatory Approach*, Poly Analysis, No. 739, at 2 (Oct. 22, 2013).

(99)　Waller, *supra* note 1, at 850.

(100)　Mercy は，貧弱なコーポレイト・ガバナンスの追加資料としての証券取引所，会計事務所，そして信用格付機関の「カルテル化」を示唆している。また，カルテル化によって，Macey は，シャーマン法第１条違反の取引制限における文字通りの私的な共謀よりも，むしろ集中と参入障壁の規制の創造を高めたものと理解したようである。そして，2006年信用格付救済法（the Credit Rating Duopoly Relief Act of 2006, H.R. 2990, 109th Cong. § (2006)）の成立に伴って，競争とコーポレイト・ガバナンスの難題を解決する一つの要素として認識して来たのである。ただ，この制定法

トラストとコーポレイト・ガバナンスが同時に作用しないとき，これらの2つの法体系は，それぞれが代替物であると広く信じられていたのである。今日，より良い見解は，2つに法体系が一体となった中で，補完しあって運営されることであり，それはまた，消費者と株主の利益を促進するための方法に一致することである。(101)

五　相互作用の方向へ

ここで，Waller は，検討課題について次のように説明する。すなわち，エージェンシー・コストを理解することは，反トラスト法が取り組む広範囲な市場競争の問題点に情報を提供できる場合に，幾つかのより明確で重要な領域の検討であり，逆の場合も同様である。この議論が，会社のコンプライアンスに関して法の的確な領域を余すことなく組み合わすならば，その場合に，企業体の内部構造と運営は，それらの能力を反トラスト法（他の法律及び規制の組み合わせ）に適合させる影響力を有するし，違反があればそれを見抜くこともできる。

そして，以下で順次検討するように，(1) では，会社のコンプライアンスに関する一般的な基準を紹介し，(2) では，議会が，制定法によって直接対処している唯一の現在の分野であり，反トラストとコーポレイ

の効果は，今でも不透明である。しかし，2008年の金融危機における格付機関産業の悲惨な結果は，競争とコーポレイト・ガバナンスのどちらにおいても，この領域が改善されたとは言い難いと示唆する。*See*, Macey, *supra* note 4, at 112–17.

(101)　*But see generally* Edward B. Rock, *Corporate Law Through an Antitrust Lens*, 92 Colum. R. Rev. 497 (1992). Rock は，2つの法分野の類似点を主張しているが，何故，両者が経済にとって重要であるかも説明している。更に，コーポレイト・ガバナンスの関連法との組み合わせにおいて，反トラストは，会社の目的と類似して，株主の利益の為に作用することができるとも論じている。詳細には，拙稿「会社法の経済法的分析：競争法的アプローチ—Edward B. Rock の所説—」（2009年姫路獨協大学経済情報学論集 No. 65）参照されたい。

ト・ガバナンスの両方の共通点について，それらと取締役会の連携について検討する。そして，(3) では，カルテル政策に目を向ける。その場合に，より良いガバナンスの原理及びコンプライアンス政策が，会社，役員（幹部），取締役，そして従業員に対して刑事罰を構成する反トラスト法のハード・コアに該当する類型を阻止し防止できることを説明し，(4) では，当然違法・per se rule ではないが，反競争的協定のあいまいな領域に歴史的なカルテルの論点を超えて，合理の原則・rule of reason の下で判断されることに注目する。(5) では，現在の反トラストの考え方に基づき，コーポレイト・ガバナンスとの関連について，一層の注意を払う領域である合併政策に目を向ける。最後の (6) では，独占と独占の企図を分析する。市場支配力を構成するものの，それが不確実であり，違法な行使が，一般的に適切と思われる経営判断の原則について言及し，反トラスト政策と会社法の相互作用・交差点を検討する。(102)

1　会社のコンプライアンス

たいていの裁判所は，数年にわたって，取締役会が，コンプライアンス・プログラムを導入することを拒否してきたのである。その理由は，「取締役には，何かが悪い，との疑いを抱かせるまで部下（従業員）の正直さと誠実さを信頼する権利がある」からである。(103) けれども，最近の判決は，そのような考え方の転換を意味した。すなわち，*Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing* 判決(104)は，「危険信号」（違法または不正な行動）に気づいた場合に，行動すべき義務を確立したのである。この判決は，取締役が，会社の役員，従業員の法的コンプライアンスを保証しなければならない範囲を明確にしたデラウェア州の最初のものであると言われている。(105)

(102)　Waller, *supra* note 1, at 851.
(103)　Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co., 188 A. 2d 125, 130 (Del. 1963).
(104)　188 A. 2d 125 (Del. 1963).

派生訴訟（日本の株主代表訴訟）において，Allis-Chalmers 社の取締役は，同社の従業員による反トラスト法違反を明らかにするため，あるいはそれを阻止する行動をとらなかったとの理由で，当該従業員の違反に対して責任があると主張されたのである(106)。事実は，政府当局者が，会社の調査を公表するまで，反トラスト違反あるいは潜在的な不正行為をしる知識さえ，いかなる知識も持っていなかったという事である。原告は，そのような知識がないならば，別の方法によって，取締役が，信任義務に基づき，不正行為に注意を喚起するコンプライアンス・システムを実施する義務があると主張したのである。

しかし，デラウェア州最高裁は，原告の主張を受け入れなかったのである。同裁判所は，次のようにその理由を述べている。原告は，そのような挙証責任を課すことを拒否し，危険な兆候が見えない場合，取締役は，会社の従業員の正直さと誠実さに信頼を置くことができる。したがて，Allis-Chalmers 社の取締役は，彼ら従業員の行動に対して責任を持つ必要がなかったのである(107)。

Allis-Chalmers 判決は，取締役の信任義務（fiduciary duty）に監視義務（duty to monitor）含めることができる可能性を認識し，示唆したのである。そして，そのことは，たとえ取締役に積極的な「監視」のインセンティブをほとんど付与していなくても妥当するとの認識によって，

（105） *See* Stephen F. Funk, *In re* Caremark International Inc. Derivate Litigation: *Director Behavior, Shareholder Protection. and Corporate Legal Compliance*, 22 Del. J. Corp. L. 311, 312 (1997). Funk は，会社業務を監視する会社の取締役の義務の範囲に関して，*Allis-Chalmers* 判決が，最も信頼のおけるデラウェア州最高裁の判決であると説明している。なお，デラウェア州会社法ジャーナル（The Delaware Journal of Corporate Law）は，学術論文だけでなく，デラウェア州衡平法裁判所の見解も公開している。

（106） Allis-Chalmers, 188 A. 2d at 127.

（107） *Id.* at 128-31. 要するに，原告が損失を被っても，取締役は，その責任を負う必要はない。何故ならば，取締役は，従業員の正直さ・誠実さに信頼できるからである。

重視すべきはずの根拠を放棄したのである。注目に値するのは，裁判所が，創造的な言葉を用いて「会社組織の不正行為を追突き止める一種のスパイ行為を組み込んで会社を運営する」義務の強制を拒絶したことである。[108] 換言すれば，会社のコンプライアンス・システムを策定するいかなる義務も存在しないのである。しかし，このことは，1996年に一変したのである。

コーポレイト・ガバナンスにおける画期的な変遷において，*Caremark International Inc. Derivative Litigation* 判決[109]に関するデラウェア州衡平法裁判所は，不正行為の明らかな兆候が出たときに行動するだけでなく，不正行為を暴くために慎重且つ正確な情報を入手することも取締役の義務であるとして，その義務を拡大したのである。[110] この判決は，患者の紹介を条件に医師へ「リベート」を支払っていたことに関する連邦政府の調査で発覚したことに端を発していた。Caremark 社は，最終的に250万ドルの和解金を支払ったのである。[111] 同時に，その判決文を書いた Allen 判事は，取締役に法的な問題を監督するよう要求する機会を認識したのである。[112]

本件における和解を容認するにあたって，Allen 判事は，次のように言明している。すなわち，いかなる兆候も見られないならば，取締役は，もはや会社が法律を遵守したと推定する必要がないのである。むしろ取締役は，当該会社の委員会の結論が，適切であるか否かの情報とその報告システムが存在するにもかかわらず，ある状況下で報告システムが機能しないことによって引き起こされた損失の責任を取締役に負わせることを保証する為に，取締役には誠実に行動する義務が存在する。[113]

（108） *Id.* at 130.
（109） 698 A. 2d 959 (Del. Ch. 1996).
（110） *Id.* at 970.
（111） *Id.* at 961-62.
（112） Waller, *supra* note 1, at 853.
（113） *Caremark*, 698 A. 2d at 970.

Allen 判事は，この義務を誠実に行動する取締役の義務の拡大として解釈したのであり，それによって，今後の裁判においては，取締役の経営判断の原則を持ち込ませないようにしたのである(114)。

Caremark 判決の下で不誠実さを立証するために，原告は，取締役会が「持続的または体系的な」方法の視点から怠慢であったこと，例えば，取締役会が，合理的な情報報告システムを実施していることが「完全な失敗」であったことを立証しなければならない(115)。ただ，実際に不正行為を防ぐことができなかったという，そのことだけで，取締役会が監視義務を怠ったことを示唆するものではない。甚だしく不合理な行動をとらなかったとしても，すなわち，ある程度通常の行動あるいはそれ以下であっても，そのことが不誠実な行動にはならないのである(116)。

Stone v. Ritter 判決(117)において，デラウェア州最高裁は，*Caremark* 判決を狭く解釈したものの，忠実義務（duty of loyalty）の一部である誠実義務（duty of good faith）に沿って監視する為に取締役の義務の位置づけを強化したのである(118)。*Stone* 判決の下で，取締役は，彼らが報告あるいは情報システムの構築または管理しなければならないのに「完全に怠慢」であった場合，すなわち，それらの運営を監視あるいは監督するこ

---

(114) *Id.* at 967.

(115) *Id.* at 971.

(116) *Id.*

(117) 911 A. 2d 362 (Del. 2006). 本件は，派生訴訟（株主代表訴訟）であり，被告である AmSouth 社は，アラバマ州バーミンガムに主たる事務所を置くデラウェア州法人である。同社の完全子会社である AmSouth Bank は，6 つの州で約600の商業銀行を運営している。AmSouth と AmSouth Bank は，連邦政府が要求する銀行秘密法及び反マネードンダリング防止法によって義務付けられている「疑わしい活動の報告」を提出しなかったために，政府の調査により5,000万ドルの罰金と1,000万ドルの民事罰を支払ったことに対して，株主が代表訴訟を提起したことに端を発している。なお，この事例については，南 健梧「企業不祥事と取締役の民事責任（2）」（北大法学論叢2010年第61巻第 4 号）53頁（1253頁）以下に詳しい。

(118) *Id.* at 369-70.

とを意識しながらも怠慢であり，それによって，取締役の注意に要求される危険あるいは問題点の情報を得ているのにそれを実行しないのであれば，監視しなければならない彼らの義務に違反したのである。(119)

Stone 判決は，取締役が従業員に対して連邦銀行秘密法（the federal Bank Secrecy Act）の報告要件に違反すること許可したとして，株主である AmSouth Bancorporation によって提訴された派生訴訟（株主代表訴訟）に端を発したものであった。裁判所は，*Caremark* 判決の信認義務基準を確認したうえで，「責任を課すには，取締役が，自身らの信認義務を遂行していないことを理解していたことの立証を要求する」と述べて，意識的・故意の要件を確認（追加）したのである。(120)

これらの重要な事例並びにその後に続いた事例の多くは，３つのカギとなる原則を打ち立てて模範となってきたのである。すなわち，(1) 原告は，そのような怠慢が，競争に危害を与えたとの実際のあるいは積極的な認識を有して取締役会が行動したことを意識して立証しなければならない，(2) 取締役会は，不正または違法な行動に対して責任を負わなければならない，ただし，(3) 取締役会は，先の取締役会の決定について，監視の結果に責任を負うことはない。(121) そして，最近の事例は，裁判所が以前にもまして，不正行為の認識を推論する傾向になっており，*American International Group v. Greenberg* 判決(122)において，裁判所は，被告の高位の管理職からの知識を推測し，彼らの知識がなければ違法な取

(119)　*Id.* at 370.

(120)　*Id.*（citing Guttman v. Huang, 823 A. 2d 492, 506 (Del. Ch. 2003: 本件は，汚染リスクを故意に無視し，業務の安全性を監視することを怠ったことにより，注意義務と誠実義務に違反したとして提訴された派生訴訟である).

(121)　Eric J. Pan, *A Board's Duty to Monitor*, 54 N.Y.L. Sch. L. Rev. 717, 719-20 (2009-2010). Pan は，３つのポイントを挙げるだけでなく，*Caremark* 判決及び *Stone* 判決は，企業行為を監視する取締役会の基本的な義務を確立し，それが派生訴訟であったと評する。

(122)　965 A. 2d 763 (Del. Ch. 2009).

引が行われる可能性は低いと結論付けたのである。(123)

注意義務（duty of care）は，取締役に対して，誠実さ，精進，注意の程度，そして類似の状況下で，普通の良識のある者が行使すると思われるスキルを持って行動することを一般的に要求するものであるとされている。(124) 同時に，経営判断の原則は，経営判断をするに際して，会社の取締役は，入手した情報を基に採用した行動が，その会社にとって最大の利益になるとの信念により，誠実さと正直さを持って行動するものと推定される。(125) この経営判断の原則は，取締役の経営に関する多くのメリットという事実が判断された後，司法にその判断を評価させない点に効果がある。この原則に従えば，得られた情報と誠実さを基に会社の取締役によって決定された経営判断を申立てる原告は，経営判断の原則の推定に反論する挙証責任が生じるのである。(126)

しかしながら，経営判断の原則は，あらゆる会社の行動を保護するものではない。第一として，原告が，被告である取締役の行動が自己取引の為の行動であることを立証できれば，この原則は適用されない。第二として，取締役が，自身の責任を放棄する場合，あるいは例えば，監視できずに取締役としての行為に怠慢であれとき，この原則は適用されない。(127) 第三として，合理的な経営の目的を欠いた判断に対して，この原則は適用されない。(128) 裁判所は，後になってからではなく，取締役の決定

---

(123) *Id.* at 759-99.

(124) Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition Inc., 781 F. 2d 264, 273 (2d. Cir. 1986). 本件の争点は，ニューヨーク州会社法177条（取締役の義務）における(a)項に規定されている ordinarily prudent" person under similar circumstances would use の解釈である。

(125) Aronson v. Lewis, 471 A. 2d 805, 812 (Del. 1984). なお，本件は Brehm v. Eiser, 746 A. 2d 244 (Del. 2000) の大法廷において，別の理由によって破棄されている。

(126) *Id.* at 812.

(127) *Id.* at 813.

(128) *Brehm*, 746 A. 2d 264 n. 66. 取締役は，経営上の意思決定を行う際に，

の時点での取締役の視点から決定するのである(129)。第四として，この原則は，著しい怠慢に基づいた判断を保護しない(130)。そして最終的に，取締役が，取引に関する「完全な公平性」を立証しなければ，この原則は適用されないのである(131)。

経営判断の原則は，裁判所の判断というよりも，むしろ，取締役（経営のプロ）が，頻繁に起こる複雑な決定に関して，それの経済的なリスクを十分に評価するように求められるビジネス上の洞察力に誇りを持っているとの推定に依存しているのである。この原則は，取締役を意図しない誤りや思い違いから保護することにあり，それによって事後判断の利益が，反感・反動へと導かれることを恐れずに取締役自身が，合理的で十分な情報に基づいて判断を下すことを保証するのである。したがっ

情報に基づいて，誠意をもって採った行動が会社の最善の利益なるようにしなければならない（*See, e.g.*, Aronson, 473 A. 2d at 812）。この点について，裁判所は，経営判断の原則と合理的な経営目的の関連性について要約して説明しいる。

(129)　*See* 1 ALI Principles, *supra* note 21, §4.01（c）emt.c, at 167-68.

(130)　Smith v. Van Gorkom, 488 A. 2d 858, 873（Del. 1985）．デラウェア州会社法は，次のように規定している。102条ｂ項では，定款に記載する必要がある事項に加えて，定款には，次の一部またはすべてを含めることができる。ここで，同項７号を要約しておく。①取締役の信認義務違反による金銭的損害賠償，②会社または株主に対する取締役の誠実義務違反，③善意でない行為または不作為，または意図的な不正行為あるいは法律違反と知りながら行う行為または不作為，④取締役が不適切な個人的利益を得た取引，そして，当該条項が有効になる日より前に発生した作為または不作為に対する取締役の責任を排除または制限するものではない。Del. Code Ann. tit. 8, §102(b)(7)(2010).

(131)　Code & Co. v. Technicolor, Ink., 634 A. 2d 345, 361（Del. 1993）．本件において，デラウェア州最高裁は，被告である取締役の信認義務違反の広範な説得力のある証拠を認めたものの，原告は，立証責任を果たしていないとして，被告に有利な判決を下している。その際，被告である取締役は正当な注意を払っていないことの立証責任について，衡平法裁判所が誤って判断したとして本件を差戻している。

て，この原則は，入念で十分な情報に基づいた分析から導き出された決定の実質内容を最小化・免責するものである。取締役会が，相当且つ適切な注意を払って行動したかを判断するには，「プロセス」が不可欠である。(132)

このことを反トラスト法に適用したとき，この分析は，重要な問題点を露呈する。しかし，その論点は，解決できないのである。第一として，それを実証する十分な監視システムは何か。すなわち，取締役会は，モニタリング及びコンプライアンス・システムにより，誠意を持って重大な反トラスト法違反を合理的に抑止し，そして見抜くことが期待されているのか。第二として，違法行為が発生した可能性がある場合に，取締役会が，更なる措置を講じる為に必要な危険信号・兆候とは何か。そして，最後に，注意義務並びに適切な監視及びコンプライアンス・システムの要件に関して取締役が行動を起こさず，その後，会社が罪を発見し，それを認めた場合，経営判断の原則は，どのようにして相互に作用するのか。すなわち，経営判断の原則は，反トラスト法違反を免責できるのか，という言葉に換言できる。

判例法と注釈書は，驚くことに僅かな糸口しか用意していないのである。(133)というのも，反トラストのどの領域に依存するかという事と，ど

---

(132) Waller, *supra* note 1, at 855.

(133) この論点は，イギリスにおける現在の競争・市場庁（旧公正取引局）が，競争法における会社のコンプライアンスに関する優れた包括的研究を生み出して，競争法と会社法の垣根を低くしている。Waller, *supra* note 1, at 856. この文献は，イギリス競争・市場庁（Competition and Markets Authority）の HP から入手できるが，我が国の公正取引委員会の HP 上における「世界の競争法」の箇所からも入手可能である。なお，同委員会の翻訳において，3 市場調査の(3)では，市場研究の項目があり，「……特定の市場が適切に機能しない原因を精査するための市場研究を実施することができる（2002年企業法第131条）。市場研究は，競争・市場庁による通知の公表から正式に開始される（同法第130条 A 項）。競争・市場庁が自発的に市場研究を開始することができるほか，特定の消費者団体による申告

の類型の違反が問題になるかによって異なる傾向があるという事が問題になるからである。そこで，次の考察は，反トラスト法違反の最も共通する類型について，危険な兆候と取締役の義務の本質についてである。この点について Waller は，最も厳しい基準がカルテル類型の違反に，独占型の違反には最低の基準を，そして合併には中間型の基準を課すべきことを提案している(134)。このことについて，検討を進めていく。

2　取締役の兼任

コーポレイト・ガバナンスと競争政策間において，唯一交差する直接的な制定法は，クレイトン法第８条でみることができる。同法は，以下のように規定する。

> (a)(1) いかなる者も，次の場合において同時に２つの会社（銀行，銀行協会，トラスト会社を除く）の取締役または執行役を兼任することはできない。
>
> (A) 商取引における全般的又は部分的に従事している場合
>
> (B) それらのビジネス及び運営地域の競争者との関係において，その者との間の協定によって競争の排除が，何らかの反トラスト法の違反を構成する場合(135)……

この規定は，競争上の売上高が一定レベルを超えれば，一定の規模以上の会社を制限する(136)。水平的な競争者間の取締役（役員）の兼任は，こ

によって，これを開始することもできる」と規定されている。また，イギリス会社法の改正に関しは，時系列に沿った検討がなされている次の文献に詳しい。伊藤靖史「イギリスにおける会社法改正：『競争力ある経済のための現代会社法 最終報告書』および白書『会社法の現代化』を中心に」（同志社法學第54巻第５号2003年）。

(134)　Waller, *supra* note 1, at 856

(135)　15 U.S.C. §19(a)(1)(2006).

(136)　*Id.* この制限は，膨張する傾向にあり，もし会社が，それぞれ＄25.841.000以上の資本金，余剰金未処分利益で，競争上の売上高が＄2.584.100であり，少なくとも当該会社の総売上高の２％もしくは各会社

の規定によってのみカバーされており，垂直的に関係する会社間の役員兼任は，同様にこの規定に従うことが示唆されているに過ぎない。更に，クリトン法第８条もまた，銀行と非銀行間の役員兼任につては，何ら規定していない。(137)

会社が水平的な競争者と考えられるべきか否かに関して，たとえ時として論点に限界があろうとも，(138) 会社が競争関係にある子会社を所有する場合に，制定法がその状況を射程範囲にするか否かに関して，制定法は，十分にそのまま規制の範囲である。それ故に，制限された多くの水平的な役員兼任の類型に対しては，per se ban・当然禁止に相当するのであり，制定法は，競争上の影響に関していかなる立証も要求しないのである。(139)

の競争上の売上高が，当該会社の総売上高の４％であれば，その場合に限ってクレイトン法第８条が適用される。なお，ここで挙げた数値は2011年のもので，毎年，連邦取引委員会によって改訂されており，それらについては連邦取引員会の HP から入手できる。また，原文の competitive sales をここでは「競争上の売上高」と訳したが，「競争力のある企業の売上高（販売額）」という意味である。詳細な説明は略すが，我が独占禁止法第13条にも役員兼任の規制規定がある。

（137） Bankamerica Corp. v. United States, 462 U.S. 122, 128（1983）．本件において，銀行と競合する保険会社との間の取締役の兼任を禁止するものではないと判示されている。

（138） *See generally* Benjamin M. Gerber, *Enabling Interlock Benefits While Preventing Anticompetitive Harm: Toward on Optimal Definition of Competitors Under Section 8 of the Clayton Act*, 24 YALE J. ON REG. 107（2007）．Gerber は，クレイトン法第８条の裁判所の解釈を次のように評している。すなわち，裁判所は，歴史的に定量的な市場定義の分析ではなく，定性的（数値化できない要素）基準を適用してきた。しかし，クレイトン法第７条の合併事案では，益々，定量分析に依存し，定性的分析の精度に懐疑的である。役員兼任禁止の観点からすれば，競争相手の不正確な定義は，コーポレイト・ガバナンスと競争政策の両方の立場から問題点を引き起こす可能性がある。そこで，第８条適用においても定量的市場定義の導入を提唱している。

結果として，個人と会社は，実務の世界で単に行動するだけであり，どのような訴訟も存在しないのである。紛争が生じた場合，通常の解決策は，競争関係にある２社のうちの１社の取締役を辞任するか，場合によれば，事業部門の売却によって，今後は競争関係にないことになり，役員兼任の規定に抵触しないことになる。ただ，時として，調査あるいは訴訟の段階に応じて，救済が同意審決の中に組み込まれたのである。

先の Google 社の最高経営責任者であるエリック・シュミットは，Google 社と Apple 社の取締役兼任が，この規定に違反しているか否かの質問に答える趣旨で Apple 社の取締役としての地位を辞任したのである。当時の新聞のリポートによれば，連邦取引委員会は，このような２つの現実的で潜在的な競争者間における役員レベルの兼任が，類似の問題点を引き起こすか否かの調査を続行中である旨を示している(140)。

取締役に対する利益衝突を防止する事と，専門家としての適切なインセンティブを与える事は，極めて理に適ったことであるが，そのような行為は，規定上制限される。競争者間における取締役の兼任は，競争とコーポレイト・ガバナンス問題の両方に生ぜしめるのである。例えば，ある取締役の決定は，彼が取締役として勤務する場合に，当該会社で株主の最良の利益になるように行動するというよりも，競争者としての彼の他の役割で自己の利益になるように行動するとき，取締役の兼任問題は，エージェンシー・コストの問題を悪化させる。極端な場合，どちら

(139)　*See* William C. MacLeod, *Interlocks at the Federal Trade Commission : Room for Reason in a "Per Se" Statute?* 53 Antitrust L.J. 1077, 1079-80, 1083 (1984-1985).

(140)　Waller, *supra* note 1, at 857. エリック・シュミットが辞任したことを示すのは，2007年８月３日付でわかるが，これは，連邦取引委員会の URL から入手可能である（http://www.ftc.gov/opa2009/08googlestmt.shtm）. なお，この点についとは，「Google の Eric Schmidt CEO が Apple 取締役を辞任，米 FTC も調査 -INTERNET Watch（impress.co.jp）」からも知ることができる。

かの会社あるいは両方の会社に対して忠実義務の直接的な違反になるのである。

このような場合の懸念において，エージェンシー・コストを最低限に抑えるために，社外取締役は，その役職としての役割に専念しなければならない。ただ，その取締役は，重要な役割を果たす能力を備えていることは勿論のこと，経験豊富な取締役の知識の価値に対して均衡が取られなければならない。このことは，第一段階におけるコーポレイト・ガバナンス法理の誰もが認める目標である(141)。

そして，競争だけの側面で考えれば，この危険性は，同じように見て取れる。取締役としての地位の兼任は，ある種の完全な共謀を促進することになる(142)。しかし他方で，情報の交換やそれ以外の寡占的な調整手段のどちらに対しても，そして戦略的な共謀のメカニズムをも促進することが可能である。役員の兼任もまた，合併，買収（乗っ取り），合弁事業，新規参入，経営刷新の提案（構想）も含めて，重要な委員会レベルの意思決定に影響を与えることができるし，1社あるいは2社の競争上の成果，すなわち，そのような企業に影響を与えることができる重要な戦略上の決定にも及ぶことができる(143)。

万全ではないが，現在の制定法は，それでもやはり適切な妥協の産物

---

(141) *See* Geber, *supra* note 138, at 112–15; Brett H. McDonnel, *Bylaw Reform for Delaware's Corporation Law*, 33 DEL. J. CORP. L. 651, 655–56 (2008). この McDonnel の論文は，デラウェア州会社法に関するシンポジウムの一環として執筆されたもので，彼は4つの改革案を提唱しているが，詳細は同論に譲る。

(142) *See* Christopher R. Leslie, *Trust, Distrust, and Antitrust*, 82 TEX. L. REV. 515, 583–84 (2004). この論文の中心的課題は，トラストの形態の促進装置としての取締役の兼任であり，それの歴史的な利用についてである。勿論，有名な理論である「囚人のジレンマ」についても，理論的・経験的なアプローチにより，ジレンマの解決策が，相互信頼であることも示唆している。

(143) Waller, *supra* note 1, at 858.

である。特定の状況において，その法律は，包括的以上のものでもあり包括的以下にもなり得る。クレイトン法第８条もまた，競争関係にある企業を正確に定義しておらず，同法は，多角的市場で経済活動をしている会社並びにハイテク分野のような専門化された経済活動の境界においては，急速な対応を迫られる会社に幾つかの問題点を生ぜしめるのである。(144) しかしながら，より正確なことは，増加した利益分が，そのまま高コスト体質になる為に競争政策とコーポレイト・ガバナンスのどちらにとっても価値のないものになると思われる。この議論から見えてくることは，議会，裁判所，そしてコメンテーターらが，統合された方法でこれら２つの別の法律に思慮深く取り込むときに得られる現実的な有用性である。兼任取締役の禁止が限定的な成功であるならば，関連するこの懸念領域において，コーポレイト・ガバナンスと競争政策を統合できないことは，これら２つの法領域を１つにする上で，問題点が残されたままである。

3　カルテル

会社のコンプライアンスに関する最も重要な領域は，価格決定，談合，及びこれに関連するカルテル行為に関して，それらの行為につき信頼できる申立てに対する抑止，防止と対応である。これらの行為は，当然違法であるハード・コア（露骨な・明確な）違反であり，反トラスト局は，通常，刑事事件の違反として訴追する。そもそも，共謀自体が違反であり，いかなる影響の立証も要求されないのである。(145) 本質的にみて，これ

(144)　*See* Gerber, *supra* note 138, at 118. 正確に定義しないのは，アメリカ法の特徴でもある。詳細は省くが，シャーマン法第１条・２条においてrule of reason 的解釈が出現したのは，至極当然である。前掲註32，拙書『合理の原則』全般を参照されたい。

(145)　United States v. Socony-Vacuum Oil Co., 310 U.S. 150, 224 n. 59 (1940). 本件の Footnote 59（註）の箇所で次のように述べている。価格協定の有効性は，競争戦略，業界での地位，価格政策の基礎となる公式など，多く

らの当然違法の共謀は，不合理あると推定され，それらの意図されたあるいは実際の影響に関して，いかなる反論する証拠も認められないのである。(146) それ故に，連邦最高裁は，カルテルが反トラスト法の目的にとって，「不具載天の敵（public enemy number one）」，すなわち，どうしても許されないことであると示唆する限りにおいて，当然違法を踏襲して来ているのである。(147)

この連邦最高裁の現状に関して，Waller は，反トラスト法違反がいかに重大なことであるかを述べる。すなわち，このことが文字通り真実であるかどうかにかかわらず，(148) 刑事上の有罪判決は，関係する会社及び個人に重い結果をもたらすものであり，シャーマン法第１条は，反トラスト法の犯罪を重罪にする。会社に対する刑事罰は，最高１億ドルまたは違反に伴う利益または損失の２倍の罰金である。(149) カルテル違反に対する罰金は，最高で５億ドルまで達し，１億ドルを超える数十の罰金が科される。(150)

の要因に左右さる。特定の価格協定に何らかの経済的正当性があると考えられるとしても，法律はその合理性を調査することを許可しない。それらはすべて，経済の中枢神経系に対する実際のまたは潜在的な脅威のために禁止されるのである（下線挿入は筆者）。この判決の内容は，Handler, Federal Anti-Trust Laws – A Symposium（1931）, pp. 91 et seq とある。周知のように，アメリカの裁判所の判決文は，時として，当該分野の研究者の文献を引用して，それを明確に示している。

（146） *See* 15 U.S.C. §1（2006）; *see also* cases cited note 76.

（147） *See* Verizon Commc'ns Inc. v. Law Offices of Curtis V. Trinko, LLP. 540 U.S. 398, 408（2004）. 本件で，裁判所は，共謀を「反トラストの最高の悪」として言及している。

（148） *See* Maurice E. Stuck, *Should the Government Prosecute Monopolies?* U. Ill. L. Rev. 497, 497-99（2009）. Stuck は，アメリカ連邦最高裁が独占的な行動よりも，むしろその関心事は，カルテルにあると指摘している。

（149） 18 U.S.C. §3571(d)(2006). 因みに同条には，罰金を受けた者に対する罰金額が規定されている。

（150） *See* Hammond, *supra* note 34, at 5-56.

個人に対する場合，金銭上の罰金額は僅かである。ただ，会社と違って，個人は金銭的に重いものではないが，刑務所に入ることになる（禁固刑）。シャーマン法第１条違反は，最高で10年の禁固刑になる可能性がある。現代において，すべての有罪判決は，比較的地位の低い従業員から社長及び最高経営責任者までの範囲で，彼らが一定の期間刑務所に入る結果になった実情がある。(151)

刑事訴訟では，しばしば，企業も含めて困難な問題のはじまりに過ぎない場合が多い。政府による訴追事例における有罪判決または有罪答弁は，民事の３倍額損害賠償訴訟で何らかの追従をする場合に，それは，責任に関する一応有利な事例の証拠である。すなわち，民事裁判では，刑事裁判を参照にするため，刑事事件の結果が有利な証拠になる。(152)

原告は，３倍額損害賠償，弁護士費用，及び訴訟費用を受け取るために，その正当性，因果関係，損害額を立証する必要がある。(153)これらの訴訟の多くは，集団訴訟の形態で提訴され，更には多くの利害関係を引き起こす。共同被告人による解決額は，３倍額になることが推定される。また，双方不法行為の抗弁（in pari delicto defenses）は，認められないのである。(154)更に，責任は，共同且つ個々の責任である（共同責任）。

（151）　Cf. Scott D. Hammond, Dir. of Criminal Enforcements, U.S. Dept. of Justice, Antitrust Div., A Review of Recent Cases and Developments in the Antitrust Division's Criminal Enforcement Program (Mar. 7, 2002)，因みに，Waller によれば，2002年度版において15か月間が平均の投獄機関であり，それが反トラスト違反者に対する最も長い期間のようである。Waller, *supra* note 1, at 860.

（152）　15 U.S.C. §16. 第16条 a 項は，一応有利な証拠，禁反言の担保（Prima facie evidence; collateral estoppel）について，次のように規定している（要約）。被告が，反トラスト法に違反したという趣旨で同法に基づき，米国によって，または米国に代わって提起された民事訴訟または刑事訴訟において，これまで又は今後下される最終判決は，いかなる訴訟または訴訟においても，かかる被告に対する一応の証拠となるものとする。

（153）　*See* 15 U.S.C. §15(a).

（154）　Pema Life Mufflers, Inc. v. Int'l Parts Corp., 392 U.S. 630, 640-46 (1968).

たとえ，契約上の判決共有合意が認められたとしても，被告間のそれぞれの主張は，認められないのである(155)。反トラスト違反が意図的な犯罪または不法行為とみなされる可能性がある限り，反トラストの判決は，保険に適さないかもしれないのである(156)。要するに，反トラスト法違反により，損害賠償を保険で支払うという保険利用は容認されない。至極当然のことであろう(157)。

そこで，政府による最も効果的な反カルテル装置の一つは，執行停止と制裁減免措置プログラムであり，この制度は，アメリカ以外の国でも広範囲に活用されている(158)。1990年代初頭，アメリカ政府が，カルテル行

本件は，Copperweld Corp. v. Independence Tube Corp., 467 U.S. 752（1984）判決によって破棄されたが，双方不法行為の抗弁に関して，両当事者が不法な行為に加担しておきながら，一方が他方に対して損害賠償の請求をすることを否定しうるとして，それが判断基準になっている。

(155) この判決共有合意に関しては，次の論文に詳しい。Christopher R. Leslie, *Judgement-Sharing Agreement*, 58 DUKE L.J. 747, 749（2009）. Judgement-Sharing Agreement を「判決共有契約」とも訳せるが，企業側からすれば，リスクマネジメントの一種かもしれない。ありていに言えば，悪いことをしておいて，それが訴訟になり敗訴すれば損害額を共有（分担）するという内容である。Leslie によれば，このような判決共有合意に関する学術的な注目はほとんど受けていないとして，反トラスト法上の取り扱いを提唱している。

(156) *See* JEFFERY W. STEMPLE, INTERPRETATION OF INSURANCE CONTRACTS §15.3, at 416（3d prtg. 1994）, *quoted in* Waller, *supra* note 1, at 860.

(157) 日本的な考え方と相違して，「契約を破る自由」があるとする英米法には，そもそもそも信義則の観念などは存在しないと言われている。船越優子「コモン・ローにおける信義則の原則の展開」（神戸法學雑誌2005年第55巻第２号）。この考え方の延長線上に，不法行為による損害を保険で補填するという考え方があっても驚く必要はないのかも知れない。

(158) *See* Hammond, *supra* note 34, at 3. このリーニエンシーは，我が独占禁止法においても課徴金減免制度として，平成17年改正法で導入されており，その後，平成21年改正法を経て現在に至っている。本制度において，その申請順位と減免率等に関しては，公正取引委員会の HP に記載されている。

為に対して反トラスト局へ通報されたカルテル参加者に訴追免除を容認する意向であるとき，司法省は，公式にガドラインに記載された一連の説明を採用し，誠実な運営を前進させたのである(159)。このリーニエンシー・プログラムの下，会社と個人は，以下に掲げる場合において，刑事訴追の免除を受ける。

（1）会社が違法な行為の報告を申し出るとき，反トラスト局が，他の情報源から違法な行為に関する情報を未だ受理していない場合
（2）報告されている違法な行為の発見に対して，会社が，当該行為を終わらせるために迅速且つ効果的な行為を採用した場合
（3）会社が正直に不正行為のすべてを報告し，調査を通じて反トラスト局と共同して継続的に最後まですべての不正行為を提出した場合
（4）不正行為の供述が，個々の会社幹部の隔離された供述とは対照的に真の会社の行為である場合
（5）可能であるならば，会社が損害を被った被害者に保障する場合
（6）会社が，違法な行為に参加する他の当事者を強要せず，行為に関して主導者でもなければ発案者でもない場合

会社が，リーニエンシーを受ける資格を有する場合，彼らが，「率直に且つ完全」に自身らの不正行為を認め，調査を通じて反トラスト局に協力して，それを捜査終了まで継続するならば，会社と同様に会社の取締役，役員，そして従業員は，刑事訴追を受けることはないのである(160)。

(159)　*See generally* U.S. Dept of Justice, Leniency Policy for Individuals (1994), *available at* http://www.justice.gov.atr/public/guidelines0092.pdf ; U.S. Dept of Justice, Corporate Leniency Policy (1993) [hereinafter Coporate Leniency Policy], *available at* http://www.justice.gov/atr/public/guidelines/0091.pdf.

(160)　Corporate Lerniency Policy, *supra* note 159 §A. なお，訴追免除の容認

刑事訴追に関して，もう少し詳細にみれば，この免除は，その会社に対して私訴による損害賠償を免除するものではない。事実，会社がその罪を認め，他のカルテルメンバーの訴追において司法省に協力したことにより，民事訴訟でカルテルに対する過剰請求で解決するのが常である。リーニエンシー・プログラムの利点を採用するインセンティブを促進する為，他方でカルテルメンバーを不利にする為，その後，議会では，協協力企業は，通常，リーニエンシー・プログラムの下で，訴追免除の容認に従うカルテル行動に関連した民事訴訟では通常（単一）の損害に責任を負うだけで良いとの条件を付けて法律を成立させたのである。(161)

リーニエンシー・プログラムの結合された結果として，最近の多数の大規模なアメリカ国内及び国際カルテルの状況は，同プログラムに準拠した結果，当該カルテルからの離脱やカルテルの内容を暴露するカルテルメンバーが存在するようになったのである。(162) 少なくとも，30に及ぶアメリカ以外の当局は，類似のプログラムを採用して来ており，訴追免除あるいは寛大措置（制裁措置減免制度）と引き換えに，カルテルメンバーを追求しないインセンティブを更に増加させる傾向にある。その一方で，それぞれのプログラムに関して異なった手続き及び実質的な要件の調整過程を困難にしている状況もある。(163)

リーニエンシー・プログラムの発展において，不正入札のような悪質性の高いカルテルを違反とすべき価格決定が，アメリカ国内もしくは地域の法の下で違反とされるべきであり，関係する競争当局によって精力

に関する選択的な裁量の条件は，このガイドラインの §B において説明されている。*Id.* at §B.

(161) Antitrust Criminal Penalty Enhancement and Reform Act of 2004, Pub. L. No. 108-237, §213(a), 118 Stat. 665, 666 (codified as amended at 14 U.S.C. §1 (2006). 通常（単一）の損害に対する責任の制限は，会社による「満足のいく協力」次第である。*See id.* §213(b).

(162) *See* Hammond, *supra* note 34, at 3.

(163) Waller, *supra* note 1, at 862.

的に調査され，罰すべきであるとの国際的コンセンサスを一部であるものの，それを普及させている。例えば，OECD（Organization for Economic Co-operation and Development：経済開発協力機構）加盟の30以上の国は，「ハードコア・カルテルが，競争法にとって最も甚だしい違反」であり，「ハードコア・カルテルに対する効果的な行動は，国際的な観点からして特に重要である」と認識している(164)。1998年の OECD 勧告は，各国の競争法が，ハードコア・カルテルを防止し救済する効果的な制裁と適切な法執行手続き並びに制度の準備することによって，効果的にハードコア・カルテルを中止させると共に防止することを保証するようにメンバー国に求めるとしている(165)。

主要な競争法の司法管轄権のほとんどは，現在，カルテル行為に対して類似の毅然とした姿勢を採用している。たとえ EU がカルテル行為を犯罪扱いせず，個人的な責任を強制しなくても，EU は，企業の世界規模の年間売上高の10％まで制裁金を科すのである(166)。これらの制裁金は，両司法管轄権において，同様のカルテルが実行された場合，合衆国が科した刑事罰と同等かそれ以上であった(167)。また，たとえ罰金の異なった執行レベルであろうとも，カナダ，イギリス，アイルランド，ブラジル，そしてオーストラリアを含めた多くの国々の厳しさを増す傾向は，刑事

---

(164)　Org. for Econ. Cooperation & Dev., Recommendation of the Council Concerning Effective Action Against Hard Core Cartels 2（1998）, *available at* http://www.oecd.org/dataoecd/39/4/2350130.pdf. なお，2008年版の方針（完結版）によれば，「カルテルの司法取引と和解」のタイトルの下，和解のメリットとリーニエンシー・プログラムとどのように向き合うか，などについて説明されている。*available at* https://www.oecd.org/regreform/sectors/41255395.pdf（Last viewed Mar. 17, 2023）.

(165)　*Id.* at intro.

(166)　Council Regulation（EC）No 1/2003 of 16 December 2002, art 23, 2003 O.J.（L. 1）1, 17. 第６章第23条において，機能条約101条（旧81条）及び同102条（旧82条）で明確にされた競争のルールを執行している，

(167)　Waller, *supra* note 1, at 862.

上の犯罪として価格決定の条項を制定し，執行して来ている。そして，それらの国々は，価格決定の被害者並びにカルテルに関連した行使そのものに対して，行為に関する有意義な私権による救済（民事訴訟）を創設しようとしているのである。(168)

取締役の資格剥奪，公共部門の取引先からの締め出し，また全体的な会社の財務上の影響に加えて，会社，企業体，そして会社の役員及び従業員の禁固刑という刑事罰は，その会社の財政上に明確に現れるもののすべてあり，更には，SEC（Securities and Exchange Commission：証券取引委員会，以下「SEC」とする）に報告させ，一般に公開するように要求される可能性がある。このことは，連邦証券規制の下で追加的な関連事項として問題引き起こし，派生訴訟や集団訴訟に発展する可能性を増加させるのである。(169)

これらの懸念事項は，カルテルの類型に該当する行為に関連して，取締役会の役割に連動した特有の警告すべきことが存在すると示唆するのである。第一として，リーニエンシーを適用する決定は，通常，取締役会の判断である。第二として，取締役会が検討した結果，拒否する場合，無条件の免除を採用する考え方は，重大な犯罪を許すことになろう。すなわち，取締役会の信認義務違反を自動的に構成することになり，経営判断の原則は，そのような決定を保護しないと考えられる。(170)取締役会の

（168） *See, e.g.*, Commission White Paper on Damages Actions for Breach of the EC Antitrust Rules, at 3, 10 COM（2008 165 final（Apr. 2, 2008）. *available at* http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriser.do?uri=COM:2008:0165:FIN:EN:PDF,（Last Viewed Mar. 20, 2023）．このホワイト・ペーパーに関して，欧州競争ジャーナル Vol. 5（2009）, 795-821。*available at* http://ec.europa.eu/competition/publications/cpn/2008_2_4.pdf（Last Viewed Mar. 20, 2023）.

（169） Waller, *supra* note 1, at 863.

（170） *See* 1 ALI PRINCIPLES, *supra* note 21, §401, at 144（もし彼または彼女が，会社を法違反におとしめる原因を故意につくったのであれば，取締役もしくは役員は，誠実に彼または彼女の職務を遂行する義務に違反する）。一

メンバーは，根本的に内在する反トラスト違反である共謀を助長し教唆したことにより，考えられる限り，派生訴訟において重大な責任内容をさらされることになろう。更に，無条件の免除[171]の可能性・機会を拒絶することは，利益を得て，免除を求める機会を有する他のカルテルメンバーを危険にさらすことになる。そして，この訴訟のすべての段階で政府と共に誠実且つ敢然な協力姿勢を示す異なるカルテルメンバーにとって，ほぼ確実に刑事・民事の両訴訟を擁護する立場にいる会社を困難な位置に置くことになる[172]。

しかし，制裁金免除の機会を完全に拒否するこの最初のシナリオは，極端であり，好ましくない。それよりも，中間的なシナリオは，合衆国における他の産業のメンバーあるいは海外の産業が，カルエル行為に関連して制裁金免除を模索したり，あるいは実際に受けてきたことが一般的に知られるようになった場合の状況を含むのである。再度考察すれば，たとえ自由な判断による制裁金免除の適用（あるいは他の司法権に基づく適用）の可能性は，いまでも可能であるにしても，その行為の採用は余りにも遅いと思われる。現実的にみても，制裁金免除は遅きに失すると思われるし，取締役会の選択肢は，事実と法（解釈）が正当化する場合に責任について争うか，あるいは唯一の実務的な代替手段として減刑と罰金を伴う有罪答弁を求めることに限定されるのである[173]。

般的な認識として，経営判断の原則は，故意に法違反になる決定をするような取締役に対しては，いかなる保護もしないのである。我が国において，最近の教科書では，「経営判断の原則」に関する記述がみられるようになった。前掲註25，田中 亘『会社法［第３版］』276頁－278頁。また，判例の研究書として，近藤光男編『判例法理 経営判断原則』（中央経済社 2012年）がある。

(171)　Waller は，unconditional amnesty なる用語を使用しており，本文では amnesty を「免除」としたが，本来の意味である「恩赦」の方が適切であるかもしれない。ただ，日本で恩赦という用語を使う場合のニュアンスとは，いささか相違する。

(172)　Waller, *supra* note 1, at 863.

他方で，取締役会の検討事項に対して実務上の様々な潜在的警告は，次の点を挙げることができる。すなわち，捜査令状の履行あるいは会社施設への立入調査，大陪審による召喚令状の受理，民事事件調査請求の受理，大陪審または民事の反トラスト法事件調査の報道，民事集団訴訟の提訴，個々の3倍額損害賠償，または民事諸事例の系譜，過去の反トラスト法違反の履歴，訴訟を起こす可能性のある文書の存在，反トラストの監査もしくはそれ以外の内部調査あるいはコンプライアンス・プログラムからの不穏な結果，内部告発者を浮き彫りにすること，反競争的な行動に対する顧客の不満，その他，実体のない風評や中傷的な当てつけに至るまで挙げることができる。

これらの様々に変化するもののほとんどにおいて，会社の取締役会は，手遅れになるまで，カルテルの行動またはカルテルへの参加に気づかないのである。しかし，コーポレイト・ガバナンスにとっての問題点を挙げれば，会社のコンプライアンス，会社の責任，そして取締役の責任は，取締役会が何を知ってくべきか，いつ知っておくべきか，という事である。ただ，彼らは知っていたはずである。(174)

このように説明するWallerは，この「彼らは，知っていたはすである」に関して，具体的に説明する。

たとえこれらに関する法律，規制，警告などが存在しないとしても，そこには，ビジネスや経済が存在し，そして，何が必要とされていたか否かについて，少なくとも取締役が反応して引き起こす産業上の諸要素が存在するのである。このことについて，反トラストの経済学者は，以下の諸点も含めて共謀しがちなダイナミックな産業のいくつかの中に協定がみて取れると説明する。少数の市場参加者，同質・同種の製造物，価格の透明性，競争者間における広範囲な情報交換，事業者団体またはその他の状況における競争者間の頻繁な接触，および（または），将来

(173) *Id.*

(174) Waller, *supra* note 1, at 864.

の価格設定と製造物に関する報道による告知を通じた伝達なのである。そのような諸要素が，会社とその会社の競争にとっての日々の経済活動の一部であるとき，意図的な無知さは，それをもって責任を免除すべきではないのである。(175)

Caremark 判決及び *Stone* 判決のような事例は，会社が有意な活動をし，効果的なコンプライアンス・プログラムを有すべきであり，また，取締役会は，適切に機能するコンプライアンス・プログラムの存在に気付くべきであることを明確にしたのである。いかなる事例も，単なる事実は，会社自身による違法な活動がどのように悲惨であろうとも，会社あるいは株主に対する取締役会の義務違反を構成することについては，何も示唆しなかったのである。それにも拘わらず，単なる誠実さと注意を払うことを止めるのであれば，コンプライアンス・プログラムの設定以上の何かが必要とされるのである。(176)

けれども，その危険性は，現在の法構造が，Daniel Sokol 教授によって「化粧品（上辺だけ）のコンプライアンス」と皮肉られたことに没頭したインセンティブをつくり出したのである。(177)

このような形式だけの危険性は，会社が法的責任を回避するために十分なコンプライアンス努力を実際には何もせずに行うことであり，責任を回避するために取締役会が何らかの行動をとらなくても良いようにす

---

(175)　*See* Dennis W. Csarton & Jeffery M. Perloff, Modern Industrial Organization 180-93 (2d ed. 1994), *quoted in* Waller, *supra* note 1, at 864. 本書は，企業と産業の組織に関する理論と経験的証拠を分析するための統一された構造を提供している。なお，1999年11月に第3版が主版されており，著者らはこの分野の最も著名な2人である。第3版は手許にはない。

(176)　Waller, *supra* note 1, at 864.

(177)　D. Daniel Sokol, *Cartel, Compliance and What Practitioners Really Think About Public and Private Enforcement*, 77 Antitrust L.J. 233 (2012). Sokol は，会社法に変更がないとすれば，反トラスト法は，コンプライアンス違反のコストを増加させることになり，企業ガバナンスのインセンティブをより適切に調整する必要があると述べる。*id.*

ることである。[178]

連邦の刑事事件のガイドラインは，幾つかの追加情報・指針を提供している。[179] これらの刑のガイダンスは，かつて強制的であったが，現在では，連邦の刑事上の違反に対して，量刑の不均衡を減少させるべく任意のガイドラインとして機能している。そのようなガンドラインは，効果的なコンプライアンスと倫理的なプログラムが，被告である会社の有責性の根拠に影響を与え，そのことは反トラストも含めて，あらゆる連邦レベルの会社の刑事上の有罪判決に対して適用できる刑事罰の量刑に衝撃をあたえると考えられる。[180] 更に，裁判所は，通常，被告である会社の執行猶予期間として，効果的なコンプライアンスの維持と論理プログラムを要求するのである。[181]

効果的なコンプライアンスと倫理プログラムとしての資格を得るために，組織は，(1) 犯罪行為を阻止し見抜くために適切な注意を払うこと，(2) 倫理的な行動と法令遵守へのコミットメントを促す組織文化を推進

---

(178) *Id.*

(179) U.S. Sentencing Guidelines Manual §8 B2.1(a)-(b)(2010). このガイドラインにおける第8章（組織の量刑）パートB（犯罪行為による損害の是正，効果的なコンプライアンス及び倫理プログラム），2−1の(a)(1)は，犯罪行為の防止及び発見するために十分に注意を払うこと，(2)倫理的な行動と犯罪行為の防止と検出に失敗した場合にコミットメントを奨励する組織文化の促進が規定され，(b)では，デューデリジェンスと倫理的な行動に関して規定され，(1)組織は，犯罪行為の防止とそれを発見するための基準と手順を確立する必要性を規定している。なお，以上は筆者の要約である。

(180) U.S. Sentencing Guidelines Mnual §8 C2.5(f)(1). ここでは §B 2.1 に関して，組織が整っていたにもかかわらず，違反があった場合に3ポイントのマイナス点を規定している。

(181) *Id.* §8 B2.1(b)(7)；犯罪行為が発見された後，組織は，組織のコンプライアンス及び倫理プリグラムに必要な変更を加えるなど，犯罪行為に適切に対応し，同様の犯罪行為を防止するための合理的な措置を講じるものとする（shall take reasonable steps)。

することを実施しなければならない。[182]

この文脈におけるデューデリジェンスは，当該会社の統治機関としての取締役会が，コンプライアンスと倫理プログラムの内容と運用について知識があり，コンプライアンスと倫理プログラムの実施と有効性に関して合理的な監視を行うことである。[183]そのプログラムを確定し，促進した後，組織は監視と監査を含めて，当該プログラムが遵守されていると確信できる合理的な措置を講じなければならない。このことは，匿名及び（又は）機密で違反に関して信頼し得る報告に対応する部署の設置，そして犯罪行為に対して適切に対応する合理的な措置を採用したプログラムを定期的に評価すること要求するのである。[184]しかし，それは単なる取扱説明書（指示マニュアル）ではなく，カルテルの状況並びに会社に対する連邦刑法の他の領域における効果的なコンプライアンスに関して，それに真剣に取り組んでいる取締役会に対する工程表である。

また，取締役欠格の可能性も存在する。SEC では，公開会社（public held-company）の幹部の地位にいる者が不適切であればその者を除外する規定があるものの，[185]反トラスト法の分野において，そのような明確な制定法上の規制は存在しない。ただし，競争法違反に対する取締役の不適格は，例えば，イギリスでは制定法によって規制されている。[186]2002年イギリス企業法（2002 UK Enterprise Act）において，同法には，競争失格命令（Competition Disqualification Order）を適用する公正取引庁

---

(182)　*Id.* §8 B2.1(a)(1)-(2).

(183)　*Id.* §8 B2.1(b)(2)(A).

(184)　*Id.* §8 B2.1(b)(5)(B)-(C), (b)(7).

(185)　Sarbanes-Oxley Act of 2002, 15 U.S.C. §§77t(e), 78u(d)(2)(2006). 第77条 t(e) は，役員および取締役としての職務を禁止する裁判所の権限が規定されており，第78条 u(d)(2)は，人が役員および取締役を務めることを禁止する裁判所の権限が規定されている。

(186)　Company Directors Disqualification Act, 1986, c 46, §9, sch. 1 (U.K.). この1986年会社取締役不適格法は，会社の取締役であること，その他会社の業務に関係する人の欠格事由に関する法律である。

（Office of Fair Trade 公正取引庁は，現在，競争市場当局・Competition and Markets Authority）にその権限を付与している。[187] イギリス（1998年第1章禁止・第2章禁止）あるいはEU競争法の規定（機能条約101条・102条）に違反した場合，それに対する罰も追加されており，究極の規準（test）は，取締役が会社の経営にとって不適格であるか否かである。[188]

そして，この延長線上にあるのが，資格剥奪命令である。かつてのガイドラインにおいては，より重大な競争法違反に対して取締役の資格剥奪の理由を探す傾向にあったことを示唆していたのである。[189] 現在では，この資格剥奪命令が明確に規定されている。

ここで再度，アメリカ法に目をやれば，競争違反に対して，合衆国には，いかなる同等な制定法もガイドラインも存在しない。制定法の修正や改正を求めることは有益であるが，政治的に実現できないように思われる。特定の制定法の権威が存在しなくても，それに代わり，不正行為や重大な法令違反に対して，判決と同意審決の一環として期間の推移と

（187） 競争市場当局は，旧公正取引庁（Office of Fair Trading）に代わる機関で，2002年イギリス企業法が，その後の2013年企業規制改革法によって新たに設立されたものである。これに伴い，公正取引庁及び競争委員会が廃止された。詳細には，公正取引委員会のHP（世界の競争法）を参照されたい。本稿では，Wallerに従って，その趣旨に反しない限り公正取引庁として論じるが，内容的に相違点があったり，同庁が廃止に伴い権限等に変更がある場合には，その都度，変更して述べる。なお，改正法に関する経緯等については，次の文献を参照されたい。青柳由香「2013年企業規制改革法による競争市場当局設置とカルテル罪の改正―英国競争法の現在―」横浜法学第23巻第3号（2015年3月），以下，青柳由香，「英国競争法の現在」とする。

（188） Enterprise Act, 2002, c. 40, §204 (U.K.).

（189） Office of Fair Trading, Directors Disqualification Orders in Competitoon: An OFT Guidence Document §4.2, at 7 (2010). なお，2002年取締役資格剥奪法を改正して，競争法に違反した取締役・役員の資格を剥奪できる規定を導入している，前掲註187，青柳由香「英国競争法の現在」60頁。*available at* http://www.oft.gov.uk/shared_oft/business_leaflets/enterprise_act/oft510.pdf (Last Viewed, Mar. 29, 2023).

共に，会社あるいは産業から特定の取締役，役員，そして従業員を締め出す可能性がある(190)。時々，反トラストの事例における有罪答弁（罪状認否）には，類似の文言を含んでいる。しかし，いかなる体系的な慣行も計画も機能していないように思われる(191)。取締役会が，誤りに気付くことに遅すぎたために行動を起こさなかったとき，イギリスの法律並びに競争市場当局のガイドラインの正式版または非公式版の採用は，アメリカの州法及び連邦法によって残された空白を埋めるのに大いに役立つと思われる。Douglas 判事と Joshua Wright 教授が指摘したたように，会社に対する罰金ではなく，個人の責任を増加することが，エージェンシー・コストを最小に抑え，抑止力を高める唯一の方法であるかも知れないのである(192)。

もう一つの重要なことは，反トラストと他の法律及び規制のリスクに対する有意なコンプライアンス・プログラムを創造することである(193)。理

(190)　*See* 15 U.S.C. §§77t(e), 78u(d)(2)(2006). 裁判所は，すべての事例ではないが，刑罰を強制して来ている。*See* SEC v. Farrell, No. 95-CV-6133T, 1996 WL 788367, at *8 (W.D.N.Y. Nov. 6, 1996)（容認は拒否するが，恒久的に取締役を当該産業から締め出すように請願する申立人の要求を考慮している）; SEC v. Florafax Int'l, Inc., Litig. Release No. 10, 617, 31 SEC Docket 1038, 1040 (Nov. 27, 1984)（責任を認めることなく，同意に３年間の制約を課している)。SEC Docket とは，SEC が発行している資料集のひとつであり，SEC の規制や訴訟，施行を主な内容としている。しかし，2018年１月１日をもって終了している。なお，引き続き SEC.gov Web サイトでリアルタイムで入手できる。*available at* https://www.sec.gov/about/sec-docket.shtml (Last Viewed, Mar. 29, 2023).

(191)　Waller, *supra* note 1, at 867.

(192)　Douglas H. Ginsburg & Joshua D. Wright, *Antitrust Sanctions*, 6 Competiton Poly Intl. 3, 19-20 (2010). 共著によるこの論文は，特に補助資料が充実しており具体的なグラフで説明されている。

(193)　Cristie Ford & David Hess, *Can Corporate Monitorships Improve Corporate Compliance ?*, 34 J. Corp. L. 679, 690-91 (2009)。特に第３章において，反トラスト法違反と他の法律の論点について，企業倫理とコーポレイト・コンプライアンスの歴史と発展について述べている。

論的には，コンプライアンス・プログラムを有しており，それに違反したとしも，会社または取締役に対して不利になる可能性があるものの，実際には機能しないのである。アメリカの量刑ガイドライン並びにイギリス競争市場当局の取締役（役員）資格剥奪ガイドラインは，そのようなプログラムを有する会社に対して利益と保護を用意するのであり，これらの誠実なプログラムを作成する役員または取締役に特別な挙証責任を求めないのである。(194)

このようにコンプライアンス・プログラムの存在に意義を見出すものの，その現実は，意味を持たないと指摘する Waller は，究極の問題点として，以下のように述べる。

すなわち，どのようなカルテルが危険性を有しており，取締役会は，その危険性を有したカルテルを承知で無視すべきなのか？取締役会は，何らかの誤りをいつ知らなければならないのか？取締役会がこれらの義務に違反した場合，どのような罰則が適用されるべきなのか？ただ，実際に違反に関与していない正直で善意のある取締役会のメンバーに対しては，いかなる明確な規則も存在しないのである。しかし，判例法には多くの要望が残されており，海外の慣行・実務との比較，アメリカの法執行の領域，そして規制当局による経験は，競争分野の特殊化を必要とするのである。

また少なくとも，取締役会はカルテルが，それ自体の違法性を有していることに気づく必要があり，例えば，価格決定，入札，市場分割，顧客割当，そして類似のカルテル行為に対する罰則についても知る必要がある。役員，取締役の誰一人として，そのような活動を隠蔽するようなことはできないし，会社の為にそのようなことをする者に従う必要もないのである。取締役会のメンバーは，そのような活動を阻止し，防止し，そして見抜くために熟練の専門家の指導の下，有意な会社のコンプライ

（194） Waller, *supra* note 1, at 867.

アンス・プログラムを策定しなければならない。コンプライアンス・プログラムが作成された後，会社のすべての局面で真摯に受け止めて，それが採用されることを保証しなければならない。さらに，研修は，会社のあらゆる部署で定期的に且つ継続されなければならない。コンプライアンスは，スクリーニング手法で監査され，コンプライアンス・プログラムに関する改訂が，時々要求されるのである。内部告発者は奨励こそされるものの，決して罰してはならない。何らかの原因で不正行為に関する信頼し得る申立ては，真摯に受け止めて採用されなければならない。もし違反に関する信頼し得る主張が，これらの原因で浮上するならば，取締役会による即座の行動が要求されるであろう。(195)

取締役会のメンバーが，そのような警戒を示すならば，そのとき，彼らは，個人的な責任から保護されるべきであり，また，まさに予期せぬ違反が起こったことを示されたとき，派生訴訟から会社を保護すべきである。しかし，取締役会のメンバーが，勤勉に行動しないとき，その場合に，役員，取締役，そして会社は，より平凡な義務と害に対処するように設計された州の会社法理論から，過度で寛大に保護にされた陰に隠れて責任逃れをするようなことがあってはならないのである。(196)

4　ガバナンスと合理の原則

コーポレイト・ガバナンスの論点は，シャーマン法第１条に規定された他の多くの論点にも影響する。ここまでみてきたように，協定のごく

---

(195)　*Id.*

(196)　*Id.* アメリカ会社法が，どちらかと言えば経営者寄りであり，そのように作られた会社法を利用して，責任逃れをさせないことが重要である。このことは，アメリカの州法である会社法に特有である。一面では，会社をいかに簡単に作れるようにするかの競争も含めて，ある学者はそれを皮肉って「下限競走」（bottom race）と表現している。このことに関する論点は，別の機会に譲りたい。例えば，Frank H. Easterbrook, *The Race for the Bottom in Corporate Governance*, 95 VA L. REV. 687 (2009).

少数のものだけが，当然に不合理であり，それらは，通常，刑事事件として訴追される。それら以外のものは，事例ごとに判断して広範囲に及合理の原則・rule of reason の分析の下で判示され，それらの場合に，政府あるいは私的な当事者によって申立てられたならば，民事訴訟の対象になる。

コーポレイト・ガバナンスの問題は，経済的に独立した 2 つの経済主体間で協定が存在するのか否か，そしてまた，そのような協定が不合理に競争を制限するのか否かの両方で引き起こすのである。例えば，たいていのスポーツ・リーグは，競争関係にある所有者またはグループが所有する個々のフランチャイズ・システムから構成される。これらの経済的に独立したチーム（相互依存関係を除いて）は，経済的な場で競争するものの，リーグ自体の維持においては協力関係にある。結果として，制定法または司法上の免除によって保護されない限り，通常の反トラスト審査の対象になるのである。(197)

対照的に，幾つかのプロ・スポーツリーグは，シャーマン法第 1 条の意味する「契約，結合……もしくは共謀」(198)を構成することを回避するために，あらゆるフランチャイズとプレイヤーの権利を所有する単一の事

---

(197) 例えば，次のような判断がなされている。Brown v. Pro. Football, Inc., 518（NFL の特定の行為は，労働者の適用除外の下で，反トラスト法の適用を受けない）；NCAA v. Bd. of Regents of the Univ. of Okla., 468 U.S. 85, 100-01 103（1984）（NCAA のテレビ放映の規則は，rule of reason の下で判示される）；Radovich v. FFL, 352 U.S. 445, 452（1957）（NFL は，いかなる特別な反トラストの訴追免除を享受しなかったと判示している）；Fed. Baseball Club of Balt., Inc. v. Bat'l League of Prof'l Baseball Clubs, 259 U.S. 200, 208-09（プロによるベースボールは，州際商業ではない。従って，州際商業と連邦法であるシャーマン法の適用除外である）；Fishman v. Estate of Wirtz, 807 F. 2d 520, 543（7th Cir. 1986）（シカゴ NBA のフランチャイズの最近のオーナーの一定の行為は，シャーマン法に違反したと判示されている）。

(198) 15 U.S.C. §1.

業体として自らを組織化して来ている。チーム間の競争を前提にしたスポーツ・リーグのこのような独特な構造の中で最も顕著な組織は，メジャーリーグ・サッカーであり，それは，ビジネスモデルの相対的な成功を果たしたものの，シャーマン法第１条の対象になる危険性があったために，創設から数年で，より伝統的な所有構造に切り替えたのである(199)。同様の論点は，American Needle, Inc. v. NFL. 判決(200)においても持ち上がったのである。連邦最高裁の結論は，NFL の特性とそのライセンス付与の運営方法に関する取決めが，経済的に独立した行為者による決定を内容としていたとの理由で，シャーマン法第１条の意味する範囲内の協定であると判示された(201)。

コーポレイト・ガバナンスは，シャーマン法第１条が適用されるか否かだけに影響を与えるだけでなく，裁判所が，その協定の適法性を判断する際に適用する規準にも影響を与える。連邦最高裁は，American Needle 判決において，そもそも協定のいくつかの類型が，プロ・スポーツやその他の共同事業を創設するために必要であることを全員一致で明確にしたのである(202)。結果として，rule of reason のある類型が，そのような協定に適用されるべきであり，たいていのものは，特定の協定に関して競争促進的な局面と反競争的な側面の完全な審理の後，必ずしも競争を制限するものではないと判示されたのである(203)。

---

(199)　Waller, *supra* note 1, at 869.

(200)　130 S.Ct. 2201 (2010).

(201)　*Id.* at 2212-13（32のチームからなる NFL の各チームは，「実質的に独立して所有されており，独立して管理されているビジネス」であることに注意すべき）。

(202)　*Id.* at 2214（何らかの合弁事業には，製品を生産するために協調した経済的な多数のソースを含んでいる。そして，そのような事業には，他者の参加が必要である）。

(203)　Herbert Hovenkamp, *American Needle* and the Boundaries of the Firm in Antitrust Law (2010). Faculty Scholarship at Penn Carey Law. 1833. *available at* http://schlarship.law.upenn.edu/faculty_schlarship/1833.

コーポレイト・ガバナンス問題のこのような類型は，連邦政府並びに私的訴訟で最大3倍額損害賠償を内容とする反トラストの集団訴訟で提訴されたVisa/Mastercard事件における反トラスト問題をもたらしたのである。(204) 他方で，VisaとMastercardの間での統一的な取決めは，カルテルとして性格付けられてきたのであり，その実態は複雑である。

VisaとMastercardの両社は，メンバーバンクによって所有され運消されるネットワークを構築したのである。両社の提携は，特定のクレジット・カードを発行している最も大きな銀行を重視する取締役会の意向であったが，そのことは，VisaとMastercardがその銀行独自のカードとセットになっていたからである。(205) それぞれの提携は，銀行に対してVisa及びMastercardの発行を許可した両社の定款によるものである。要するに，最大の銀行が発行するカードとVisaとMastercardを提携させることで，カード市場を支配しようとしたのである。その一方で，当該銀行が，DiscoverやAmerican Expressなどの他のクレジット・カードを発行することを禁じたのである。(206)

司法省反トラスト局は，このガバナンス構造をシャーマン法第1条違反の民事上の理由によって，差止めによる救済を求めたのである。第二

---

(204) Lloyd Constantine, Priceless: The Case That Brought Dwon Visa Mastercard Bank Caltel 92-93 (2009). 本書は，272頁にわたる単行本であり。タイトルも衝撃的である。あえて訳せば，「金では買えない価値：ビザ/マスターカードが銀行カルテルを崩壊させた事件」で，1980年代，合計市場シェアが95%を超えたVisaとMasterCardがデビットカード ネットワークの合併を発表した。その後，何百万もの米国の企業は，この合併によって顧客がデビットカードを使用するたびに加盟店に過度の手数料を課す戦略で違法に強要されていた。2003年に34億ドルの和解が成立したとき，裁判所は，この訴訟により店舗と買い物客が最初の10年間だけで最大870億ドル節約できると推定している。

(205) *Id.* at 11-13.

(206) *See* United States v. Visa U.S.A., Inc., 344 F. 3d 229, 235-36 (2d Cir. 2003).

巡回区連邦高裁は，最終的にrule of reasonの下でVisa及びMastercardの慣行を違法であると判示した。(207)

政府訴追の判決文の条件に応じることに加えて，Mastercardは，その後の新規株式公募を通じて，所有権とガバナンス構造を根本的に変更したのである。(208)少なくとも，Mastercardの新規の株式公募の背景にある戦略の一部は，日常的にネットワーク効果を得る方針及びその運営に一切関わらない以前のメンバーバンクのように，競争相手を当該会社の株主が所有する単体の事業体に入れることによって，協力関係にある企業体の運営から基本的な性質の独立体へと変更することで，反トラスト法違反の要素を更に減少させる試みであった。(209)要するに，協力関係というカルテル要素を可能な限り排除する方針へと変貌したのである。

新規の株式募集は，比較的珍しいガバナンス構造を確立したのである。すなわち，メンバー・バンクに対して議決権よりも，むしろ経済活動を発揮できる経済的な力を付与したのである。このような株式所有で銀行による支配構造ではない有益な変化にも拘わらず，Visa及びMastercardのネットワークに関する他の方針並びに価格設定は，やはり継続する私的な反トラスト訴訟の論点であり続けた。(210)

---

(207)　*Visa*, 344 F. 3d at 238, 243-44.

(208)　Victor Fleischer, *The Mastercard IPO: Protecting the Priceless Brand*, 12 Harv. Negot. L. Rev. 137, 144-45 (2007). Fleischerは，Mastercardのケース・スタディーであることを前提しにして，Mastercardが，ブランド・イメージを保護するために2つの課題を明確にしていることを論じている。その一つは，反トラス対策であり，もう一つは，中産階級の消費者のライフスタイルを促進する安全で確実なブランドとしての会社のイメージの強化である。彼は，珍しい事として，この2つを達成するために新規の株式公募によるとしたことであると言う。この新規の株式公募に関して，別の機会に譲る。

(209)　*Id.* at 150.

(210)　既に述べた政府の訴訟に加えて，VisaとMastercardは，両社が取引による請求の際の交換手数料に関して実際の取引では，クレジット・カードとデービット・カード（即時決済カード）の両方を受け入れることを要

コーポレイト・ガバナンスと反トラストの重要性は，未だそれほど十分に認識されていないと思われる事例でも例証されている。[211] Verisk として知られている会社は，保険業務機関（Insurance Service Office, Inc；ISO）として最初に形成されたものである。それは，保険業界の自社専用の保険会社であり，その業界において主たる競争関係にある企業によって相互に保有されたのである。[212] ISO は，商業用の一般的な法的責任の保険契約にする標準化された文言を草案し，また保険政策の引き受け業務に際しては，保険会社と保険保持者を支援する為に統計的に処理された他のデータの分析を遂行したのである。コーポレイト・ガバナンスの問題として，取締役会は，18人の保険会社の幹部と ISO を運営する３人の保険会社以外の者から構成されていたのである。[213]

反トラスト法の懸念は，1980年代の保険危機に起因していた。当時，保険料が急騰し，州と地方政府は，以前から利用していた特定の種類の保険を得ることができないと知ったのである。[214] 保険会社とその業界の一

件として，更に，それぞれの取引方針として，クレジットまたはデービット・カードによる取引に関して，各自の手数料を付加した処理あるいはキャッシュでの購入に対しては，ディスカウントをしない旨を要件としていたが，実は，そのことが，私的訴訟の実質的な反トラスト法の３倍額損害賠償を主たる内容としていた。この私的訴訟の大部分は，総計30億円で結審している。*See* Constantine, *supra* note 204, at 220.

（211） *See generally* Hartford Fire Is. Co. v. California, 09 U.S. 764（1993）.

（212） *See id.* at 772. McCarran-Ferguson Act（1945）の存在によって，その関係性は複雑になっている。同法は，州法によって規制されている場合に保険ビジネスに対する適用除外を規定している（但し，ボイコットを除く）。*See* 15 U.S.C. §1012（2006）. 尚，McCarran-Ferguson Act は，当時の大統領，フランクリン D. ルーズベルトによって署名されたが，つい最近，2021年１月トランプ大統領による「競争的健康保険改革法」（Competition Health Insurance Reform Act）が制定された。これにより，健康保険会社と歯科保険会社に対する反トラスト法の適用除外が廃止された。*available at* https://content.naic.org/cipr-topics/mccarran-ferguson-act（Last viewed Mar. 30, 2023）

（213） *Hartford Fire*, 509 U.S. at 774.

部は，さまざまな方法で既存の補償範囲を制限する，より制限的な条件を主張することにより，従来の保障条件は，もはや利用することができないのである(215)。

州の法務長官（州検事総長）と関係する私人（当事者）は，米国及び海外の主要な（元受）保険会社，再保険会社，再々（遡及）保険会社，そしてISOをシャーマン法の下でグループ・ボイコット並びに違法な契約を締結したとして訴えたのである(216)。この訴訟は，最終的に連邦最高裁まで持ち込まれ，それは，保険業界とシャーマン法の国際的適用の両者にとって反トラスト法の適用除外の範囲に関する重要な法理の確立へと導かれたのである(217)。

反トラスト訴訟の結果として，ISOは，1995年に州の検事と特定の私的訴訟の原告と共に同意審決に合意したのであり，ISOは，その業界から独立した新規の所有者並びにガバナンス構造としての株式会社に変更したのである(218)。同社の新たな取締役会には，非保険会社が7社，保険会社が3社，そして1人の管理取締役から構成され，この新たに独立した取締役会が，更に非保険会社の取締役を選出し，保険会社の取締役が将来の保険会社の取締役を選ぶことになる。加えて，保険業界は向こう5年間ISOの業務への参加を禁じられたのである。

その後，Veriskと改名され，同社は，引き続き標準形式の契約を作成すること並びにデータの分析と研究を契約ベースとして維持しつつ，当該業界でビジネスを遂行して行ったのである。その結果，ともすれば衝突しあう動機と厄介なガバナンス構造から解放されて，同社は，更なる製品を提供し，新規参入を果たして多くの市場を獲得することになり，

---

(214)　*See id.* at 773-76.
(215)　*See id.* at 775-76.
(216)　*See id.* at 769-74.
(217)　*See id.* at 784.
(218)　Waller, *supra* note 1, at 871.

収益性の高いダイナミックな会社へと変貌したのである。すなわち，より良い競争方針と良きコーポレイト・ガバナンスが，共に手に手を取って前進したことを実証して見せた事例であった。(219)

5　合併と取得（企業買収）

取締役の義務という観点において，合併は，カルテルに関する警戒の必要性と比較すれば，違法な独占と支配の濫用に対するガードという点で相対的に重要ではないのである。通常の業務以外において，重要な買収を注意深く検討することは，取締役会にとっての伝統的な職務の範囲である。(220)取締役会はまた，会社の支配権の変更を承認する必要もある。買収・取得に関する公正さとその評価の問題に加えて，取締役会は，反トラスト法上の論点も含めて，提案された合併あるいは取得における重要な法的リスクの情報を受けとるのであり，更に取締役会は，その取引を承認するかあるいは拒否する為に総合的な決定を下すうえで，それらの考慮事項を採用するのである。(221)

違法な合併に対する反トラストの救済策（問題解消措置）は，通常，競争上の影響を排除するために，組織の閉鎖または再構築に先立ち当該合併を将来的に阻止することである。(222)このシナリオの下で，経済活動の

---

(219)　*Id.* at 872,

(220)　要するに，取締役会にとって，カルテルと買収（取得）案件を比較すれば，カルテルに対しては特別の注意が必要であるが，買収に関しては通常の注意すべき職務である。

(221)　Moore Corp. v. Wallace Computer Serve., Inc., 907 F. Supp. 1545, 1558-59 (D. Del. 1995). 本件において，裁判所は，被告である取締役会が，株式公開買付を拒否する前に反トラストの関係事項の予見も含めて，合理的な投資をしたと判示している。

(222)　*See* 15 U.S.C. §18a(f)(2006). 本規定は，合併前の通知及び待機期間に関する規定（18条 a 項）の内，「仮差止」(f)の説明であり，45条の不公正な競争方法が違法である旨の規定につき，連邦取引委員会の防止とその役割が規定されている。

計画（合併）とその組織化には，合併前の通知と取引の調査にコストがかかることは明白である。しかし，反トラスト法の違反を回避できなかったり，法定で異議申立てに失敗して合併に至らなかったとしても，通常の状況において，その訴訟は，禁固刑，刑事または民事上の罰金，さらには3倍額損害賠償の対象にもならないのである。何故ならば，反トラスト法違反の結果として，3倍額損害賠償は，彼のビジネスまたは資産に損害を与えた如何なる者に対しても理論的に可能である一方で，決して完結しない合併によって誰がそのような損害を実際に受けたかを確定することは困難だからである。連邦政府，州の司法長官，そして私人らは，合併を合併前に戻すコストとそれに伴う混乱が存在するものの，違法な反競争的な合併を申立てる権利が留保されているのである(223)。ただ，もう一度言えば，そのような訴訟は稀であり，連邦政府以外の誰かが勝訴することはほとんどなく，損害の可能性もほんとないと言ってもよいのである。

この間の事情について，Waller は，次のように指摘する。すなわち，合併と取得に関する反トラスト分析は，複雑である。というのは，多くの場合，反競争的な損害の専門的な理論の必要性，潜在的な損害を相殺する市場参入の可能性，効率性の期待などの問題があるものの，それらは，時として合併当事者の一方または他方が，「破綻企業」から構成されることがあるからである。これらのことは，通常，取締役会の専門的

（223）　*See* California v. Am. Stores Co., 495 U.S. 271, 278-859 (1990). American 空港が経営するアメリカン・ストアが，カリフォルニア州で7番目に大きいスーパーマーケット・チューンの発行済み株式をすべて取得した直後，その合併はクレイトン法第16条に違反する反競争的影響に該当し，州全体の消費者に害を及ぼすとして提訴されたのが本件である。クレイトン法第16条は，「本法第16条に基づく私的訴訟の当事者は，反トラスト法違反による損失または損害の脅威にさらされている場合，差止めによる救済を求める権利を有する」と規定している。*See* Peacock, *Private Divestiture Suits Under Section 16 of the Clayton Act*, 48 Tax L. Rev. 54, 67 (1969).

な知識を超えており，多くの場合，会社のコントロールの範囲外あるいは同様に合併相手に関係なく市場の事実・状況に依存するのである。(224)

ただ，Michael C. Jensen によれば，商取引の全般的な業務分野には危険性を孕んでいるが，問題は，株主価値を高めるというよりも，企業の財務状況を破壊する傾向にあることを示唆する膨大な証拠が存在すると指摘する。(225) 実証的文献と理論的文献が増加するそれぞれにおいて，これらの文献は，合併に関する異なった反トラスト法の審査の延期を正当化する為に審査の効率性を高めたり，コーポレイト・ガバナンスのエージェンシー・コストの問題を解決するために，企業支配の制約を受けない市場が必用または十分であるとの前提と結果に疑問を投げかけるのである。(226) この文献の一部は，コーポレイト・ファイナンスと会計の分野からもたらされている。その他の関連する文献は，反トラスト及びファイナンスに適用される行動経済学の成長から得られるものである。

このことについて，Waller は次のように述べる。これらの文献と研究は，合併に関する一定の分類が，株主価値を崩壊し，仮にそうであっても，意義のある効率性を生み出すことも市場競争を促進することもほとんどない。最低でも，コーポレイト・ガバナンスと反トラスト政策は，積極的に詳細な精査をするために調和すべきであり，両者の法体系をまたがる目的で機能する経済活動を問題として取り上げるべきである。(227)

（224） Waller, *supra* note 1, at 873.

（225） Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, 76 Am. Econ. Rev. 323, 328-29（1986）. 特に，合併及び乗っ取りの成果を予測する会社内の現金流失を論じている。

（226） *See e.g.*, James A. Fanto, *Braking the Merger Momentum : Reforming Corporate law Governing Mega-Mergers*, 49 Buff. L. Rev. 249, 333-51（2001）. 本論で，彼は，巨大合併における取締役会を規律するレベルを引き上げる基準を提唱している。

（227） Waller, *supra* note 1, at 874. 簡潔にいえば，経済活動における会社法と反トラスト法に関して，調和のあるアプローチが必用である。思うに，「学問的縦割り研究」の弱点であり，実務に横断的措置を求めるだけでは

ところで，コーポレイト・ファイナンスの文献では，特定の識別できる種類の合併は，通常，株主価値を高めるというよりも，典型的な破壊であると示唆して来たのである。著名な金融学者の Michael Jensen は，比較的早い段階で次のように見ていた。すなわち，価値を破壊する合併は，企業経営者が，金融機関から借入をしない場合と多額のキャッシュ・フローを使用しないときに頻繁に起こる傾向にある(228)。このことは，エージェンシー・コストの問題以外に，経営者が，株主の利益になる投資や配当よりも，それ以下のまたは価値を破壊する合併に投資する傾向を示しているのである。

例えば，James Fanto は，次のように結論付ける為に，コーポレイト・ファイナンスの文献による多くの成果を要約している。すなわち，株式交換（stock-for-stock(229)）のメカニズムを通じて資金調達されたほぼ同程度の企業の合併は，株主価値を破壊する潜在性のために特に疑われる取引の典型である(230)。不運な AOL 社と Time-Warner 社の合併は，この種の合併（株式交換取引）の象徴的で不幸なものであるものの，それだけではない。Fanto は，更にこの傾向を示す事例として，Travelers-Citicorp 社と US West-Qwest 社のような多くの合併を確認して来たのである。Fanto はまた，相乗効果が十分に表現されていないことに依存する合併は，価値を破壊する傾向があることも特に疑わしいと指摘している(231)。

このような研究は，散々たる結論を確認してきたのである。Sara B. Moeller, Frederik P. Schlingemann, そして Rene M. Stuz らの2005年の

理論の欠落と言わざるを得ない。

(228)　*See* Jensen, *supra* note 226, at 328.

(229)　企業組織再編を目的とした M&A 手法の一つで，売り手企業の株主が，買い手企業に対し，保有する「売り手企業の株式」を交付する見返りに，「買い手企業の株式」の交付を受けるスキームのことである。

(230)　James A. Fanto, *Quast-rationality in Action : A Study of Psychological Factors in Merger Decision-Making*, 62 Ohio St. L.J. 1333, 1347-57 (2001).

(231)　*See supra* note 226, at 279.

研究は，「1991年から2001年（1990年代）までに，買収企業の株主は合計で2,160億ドル，つまり40億ドルの50倍以上を失ったのである。株主らは1980年から1990年（1980年代）にかけて損失を被ったものの，企業はその後の期間の買収に6倍しか支出していなかったのである(232)」。要するに，株主は多大な損失を被ったが，企業自身は，それほども損失を出していないのである。ただ，ほとんどの研究は，一般的に合併が価値を生み出す可能性があることを示唆しており，買収側企業と買収される企業の株式評価の短期的な変化に焦点を当てているのである。

この点について，Waller は，次のように評している。これらの研究の成果は，驚くに値しない。何故ならば，買収された会社の株式は，買収価額が現在の株価のプレミアムであることが多いことを考慮すれば，買収された会社の株式の価値は上昇する傾向にあるからである。この上昇は，多くの場合，買収企業の株価の下落よりも大きく，一部の金融学者は合併（他の変数を適切に制御すること）は効率と価値の両方を高めると結論付けるのである。しかし，長期に及ぶ実際の取引に関する研究は，極めて異なった結論に至るのである。控えめに言及しても，合併の全般的な市場における広範囲な効率性の要求に関しては，いかなる重要なサポートも存在しなかったのである。余りにも多くの合併と買収は，コーポレイト・ガバナンスにおけるエージェンシー・コストの問題や反トラスト政策が目的とする効率的な市場の追求のどちらの回答に対しても，それは満足のいくものではなく，会社支配は，規制されていない市場に慰めを求めるという残念な結末を迎えるのである(233)。これらの研究は，Font らの具体的な主張に疑念を持つものでもない。株式対株式（株式

(232) Sara B. Moeller et al., *Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave*, 60 J. Fin. 757, 758-60 (2005). 3人による共同執筆の結論は，これらの買収がなければ，買収企業の株主の富は増加していたし，これらの買収を多額のドル損失で行った企業は，その後のパフォーマンスが低下しているという事である。

(233) Waller, *supra* note 1, at 875.

交換）の対等な巨大合併は，株主にとって極めて大きな富の破壊をもたらす傾向の強い会社間取引のカテゴリーに位置付けられるのである。

ただ，連邦準備銀行及びその他の企業の研究者による論文は，金融及び銀行の合併と産業界（事業会社）の合併では，その比較において，僅かでるあるが異なった結果が存在する可能性のあることを示唆して来たのである(234)。連邦準備銀行の行員による250以上の先行研究の分析によれば，金融及び銀行の合併は，市場支配力を高め，有意義なコスト効率を生み出さない一方で，決済システムにおいて何らかの効率性をもたらすものの，一定の金融リスクを増大させたと示唆している(235)。しかしながら，銀行部門といえども，健全なガバナンスが作用することにより，銀行の経営者らが，価値を破壊するような買収をしないことに資するのである。事業会社以上に，コーポレイト・ガバナンスが構築されていると考えられる銀行でさえ，やはり健全なガバナンスの必要性がくみ取れるのである。

行動経済学と同じように，コーポレイト・ガバナンスの原則は，何故，会社が株主の利益にならない行動に終始するかの説明には，長い道のりが存在したのである(236)。バーリ＝ミーンズに端を発した中心的な洞察は，

（234）　*See* Allen N. Berger et al., *The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future*, 23 J. Banking & Fin. 135, 145 (1999). 本論文は，タイトルにあるように金融業界の統合について，それの原因，結果，そして将来の影響を評価している。特に，アメリカでは，買収側の銀行は，平均して買収される銀行よりも費用対効果が高いと論じており，また，別の研究では，買収側の銀行は，より収益性が高く，不良債権率が低いことがわかったと論じている。Berger らは，この研究において研究文献として銀行の行員による250以上の文献についてレビューをしている。

（235）　*See generally* Berger et al., *supra* note 234.

（236）　ここで改めて説明するまでもないことであるが，行動経済学は，人間の感情的な側面がベースになって分析される経済学であり，人間の行動を理路整然と説明できないところに鍵がある。すなわち，これまで経済学では，人間は合理的に行動するとされていたが，そうではないことを明確に

会社の役員と取締役らのインセンティブが，株主の利益と十分に一致しないということである[237]。多くの学者・研究者は，価値を促進しない場合でさえも，合併を推し進めようとする継続的な先入観と次善の決定を説明するために，会社の意思決定者（役員，特に最高経営責任者）に対するインセンティブと報酬に焦点をあててきたのである。1980年代から現在までの研究は，ガバナンスを確立する為に役員の特権を単に拡充する目的で進められており，株主の利益に反した買収を追求する経営の傾向にあったことを示すものである。

そしてまた，異なった様々な表現によるこの説明は，推測の域を出ないが，確固たる目的を持っているとは思えない合併の推進を説明する要素として，最高経営責任者の自己愛，思い上がり，そして自意識過剰に焦点をあてるものである[238]。同様に，コーポレイト・ガバナンスの弱点，情報の欠如，そして会社内部者から継続的に利益を得ている誤った取締役会の利益は，取締役会が，力のある最高経営責任者がひとたび着手に乗り出した場合に，そのような次善の買収計画を止めさせる地位にいなかったということが示唆されるのであり，それは典型的な事例であるとも言える。このことについて，行動経済学は，このプロセスにおけるカギを握る人物として，何故に，良い結果を生まなかった最高経営責任者が，そのようなやり方で行動したのかについての更なる洞察を用意するのである[239]。

行動経済学の立証は，経験的研究を通じて，最も伝統的な法と経済学の分析で想定されている純粋な合理性として，何故に，実際の人間が利潤を最大化する実在よりも，外見的な合理性として行動するのか[240]。合理

したのである。このことと同じように，会社（経営者）が株主の為に合理的な行動をしない点について，コーポレイト・ガバナンスの観点から説明する。

（237） Berl & Means, *supra* note 4, at 119-25.

（238） Fanto, *supra* note 226, at 257.

（239） Waller, *supra* note 1, at 876.

的選択理論によって提起されたように，個人もしくは組織における純粋な合理的利潤最大化の研究の代わりに，行動経済学は，意思決定者が限定合理性，限定意思力，そして限定的自制心を持って行動する傾向にあることを立証しようとするのである。すなわち，一言でいえば，行動経済学は，理路整然と計算された利潤最大化を目指すものではない研究領域である。

この行動リサーチの実証によって，消費者とビジネスの意思決定者の双方は，どのようにして，その実証結果を予測可能なバイアス（先入観）にする傾向があるのか，また，現実の世界で次善の決定をする既知の経験則とそれ以外の近道を利用するのか[241]。周知の先入観と経験則のいくつかは，次の諸点を含めて，価値を破壊する取引を引き起こす合併と買収の決定に関連するのである。すなわち，目先のことを考えること，損失を回避すること，寄付効果（授かり効果），以前の状態に戻すこと，過度の楽観主義，後知恵のバイアス（不公平な判断），固定的な観念・固まった経験則，利用可能な経験則，立案・骨組み効果，代替的な先入観，そして突出効果などである[242]。人は誰でも，現実には達成不可能な将来の相乗効果と効率性に依存して，そのままの心理状態で不十分な思い付き

（240）　*See, e.g.*, Christine Jolls et al., *A Behavioral Approach to law and Economics*, 50 Stan. L. Rev. 1471, 1476-78 (1998). この論文の特筆すべきことは，著者らが実際の人間の行動に関する洞察を高めることによって，法による経済学の分析がどのように改善されるかについて，そのビジョンを提案していることである。そして，その分析において，肯定的，基準的，規範的の３つのカテゴリーに分析した上で，エージョエント（経営者）が法的ルールに応じてどのように行動するか，法的ルールがどのように形成されるかなどについて，詳細に論じられている。

（241）　Amada P. Reeves & Maurice E. Stucke, *Behavioral Antitrust*, 86 Ind. L. J. 1532-43 (2011). 本論は，ある種のシカゴ学派に対する経済理論の再考を促すものである。総じていえば，シカゴ学派特有の「合理性の仮説」が，行動経済学から攻撃を受けているように思われる。

（242）　*See* Fanto, *supra* note 230, at 1324-46.

で高値での買収をする多くのあまりにも人間的な傾向と組み合わさり，このことが過度の楽観主義に苦しめられている会社の意思決定者によって引き起こされた買収を容易に見つけることができるのである。Richard Thaler は，この種の結果をより一般的な勝者の呪いとして説明している(243)。Fanto は，1998年，1999年，そして2000年の合併及び買収のうち，10例の最も大きなものの有価証券報告書を検証しており，次のように結論付けしている。経営者及び取締役会のメンバーらは，当該年度の取引を株主に認めてもらうための説得材料として信頼のおける財務諸表を利用したのである。しかし，それらは法的拘束力があるものの，不公正さを疑いに足る内容であった。これらの取引のほとんどは，当時に問題とすべき価値破壊の取引を表すものである(244)。

Moller, Schlingemann, そして Stulz らの2005年の研究によれば，価値を破壊する最も大規模な買収は，買収する側の一連の買収にその要因が存在する(245)。この点について，Waller は，次のように述べている。すなわち，この研究の更なる示唆は，自信過剰，あと知恵バイアス（最初からわかっていた），そして枠組み効果（フレーミング効果）のように，Fanto 及び他の研究者によって認識された行動経済学にみられる要素が，株主の富の破壊において重要な役割を演じている(246)。そして，彼は続ける。

---

(243) *See, e.g.*, S. Mullainathan & R.H. Thaler, *Behavioral Economics*, in 20 International Encyclopedia of the Social and Behaviral Sciences 1094, 1094 (Neil J. Smelser & Paul B. Baltes eds., 2001). いわゆる，『社会行動科学の国際百科事典』として著名であり，その中に所収されているのが，Thaler らの行動経済学の説明である。附言すれば，「勝者の呪い」は，我が国では一般に経営学で説明されることが多い。良く説明されるのは，オークションで落札できたのは，その落札価格が商品の共通価値を上回っていた結果であり，実際にはその落札価格が転売価格よりも下回っていたため，彼は落札できたが損失を被ったというものである。

(244) *See*, Fanto, *supra* note 230, at 1374–80.

(245) Moller et al., *supra* note 232. at 781.

(246) Waller, *supra* note 1, at 878.

経営者である最高経営責任者の自主性と思い上がりと相まって，このような神ではない人間に共通する傾向は，上級経営者以外の誰の利益にもならない特定の企業買収を追求するインセンティブを生ぜしめるのである。同時に，消極的な取締役会は，一般に上級経営陣に異議を唱えるための情報とソースを持たないために，上級経営陣以外にはほとんど利益にならない取引（買収）を容認するインセンティブを新たに生み出すのである。

この点について，行動経済学は，合併が実行された市場における参入に関する重要な問題点を追加的な要素として提示する。政府（または原告）は，その合併が反競争的な影響を生ぜしめる可能性があると確認したならば，政府は，その合併がクレイトン法第７条に違反するとして，一応有利な事例を確立したことになるのである。したがって，被告は，その合併が競争を実質的に損なう可能性は低いことを立証することによって，原告の一応有利な事例に反論する可能性がある。(247)

立証に関する最も典型的な類型は，影響を受けた市場への参入障壁が極めて低いために，合併後の価格の上昇は効果がないことを示し，その結果，容易な参入は，合併前の価格と同等になることを立証するのである。(248) Avishalom Tor は，行動経済学の洞察が，合併後の市場参入が通常想定されているよりも，自由に参入できる可能性があることを議論しており，そのことは，通常，学問的に信じられていることほども合併後の市場支配力に影響を与えないのである。(249) このことに対して，Maurice

---

(247)　例えば，その合併がクレイトン法第７条違反として提訴した事例は，著名な事例として，United States v. Phila. Nat'l Bank, 374 U.S. 321, 362-63 (1963); Fed. Trade Comm'n v. Staples, Inc., 970 F. Supp. 1066, 1071-72 (D.D.C. 1997).

(248)　*See, e.g.*, United States v. Baker Hughes Inc., 908 F. 2d 981, 984 (D.C, Cir. 1990); United States v. Waste Meg., Inc., 743 F. 2d 978-79 (2d Cir. 1984). 被告が，反競争的損害を相殺する合併特有の実質的な効率性を証明すれば，第７条違反の一応有利な事例に反論できる可能性がある。

Stucke は，明らかに適度な参入障壁では，市場支配力の行使を防御するには不十分であると主張して，シカゴ学派の合理的選択理論に支配されている諸点に疑問を呈する。(250)

会社支配の堅牢な市場は，証券市場における反トラスト法が引き続き活発に存在することと密接に関係するのである。むしろ，支配権獲得（買収）の市場に対する反トラスト法の役割は，コーポレイト・ガバナンスと競争政策の両方の不利益を最小にしてきたのである。会社支配の堅牢な市場を必要とすることを容認することが，昨今，最小に抑えられてきているのは，反トラスト法の存在が必用とされていることを示唆するものである。株主が最大価値を享受しようとするならば，株式（証券）に関する諸規則が企業の入札談合（例：競争関係にある者が買付協定を締結）を禁じ，これまで影響力を持って要求していた企業の入札の終了期間を制限する必要がある。(251) 会社支配に対する堅牢な市場の必要性を認めることは，証券法の分野における反トラスト法の訴追免除の拡大を制限することも示唆しているのである。換言すれば，反トラスト法の適用範囲を制限する必要がないのである。また，買収の過程において，株主価値を最大化すべく競争を維持する証券の規制当局に対して，当局が，裁判所への不適切で過度な依存を制限することも示唆するのである。

そして，経営者が，既存株主に対して過去の取引では損害を生み出したが，今回の取引では類似の取引と異なっていることを十分に説明できないのであれば，取締役会は，株主の利益に反するとして，当該取引を

（249） Avishalom Tor, *The Fable of Entry: Bounded Rationality, Market Discipline, and legal Policy*, 101 Michi. L. Rev. 482 (2002).

（250） Maurice E. Stucke, *Behavioral Economics at the Gate: Antitrust in the Twenty-First Century*, 38 Loy. U. Chi. L.J. 563-72. (2007).

（251） *See* Edward B. Rock, *Antitrust and the Market for Corporate Control*, 77 Calif. L. Rev. 1365, 1381 (1989). 入札者間の取引が，いかに共謀をしやすいかを説明している。この Rock の考え方については，拙稿前掲註(101)を参照されたい。

拒否する義務があるとすべきである。そのとき，そのような説明ができなかった場合，取締役会は責任を負うべきである。何故ならば，その取引が悪かったというのではなく，取締役会が過去の危険信号を無視して，新しい取引を事前に且つ適切に調査する義務を怠ったからである(252)。同様に，過去に良い結果を出さなかった典型的で且つ疑わしいシナリオではなく，株主の価値を高める可能性のある取引にとって，市場支配力の行使を増加させる傾向にあるとの理由が主たるものである場合，取締役会は，やはり取引が承認される前に十分な説明をしなければならないのである。

このように強く主張するWallerは，株主価値と反トラスト法の関係を次のように述べる。すなわち，より広範な変更は，株主価値を高め，反トラスト法に違反しない合併・買収を行うために取締役会のインセンティブを巧く調整するのに大いに役立つ可能性がある。そのような変更によって，取締役会は，法制度のどちらか，あるいは両方に違反する取引の続行を控える理由にもなるのである。ある研究者は，合併（買収）の承認を得るために，当該取引の競争促進的で効率性を高める側面を論証することを要件として，その取引の当事者に挙証責任と説得を移行させるようにクレイトン法自体を修正することによって，この論点への対処方法を提案して来たのである。要するに，クレイトン法による事後規制から事前規制への改正であるともいえる。このことが，確かに成果を挙げると考える一方で，そのような広範囲に及ぶ提案は，議会で採択される可能性が低いものの，重大な論点を引き起こすのである。最も注目すべきは，ガバナンスの目的を間接的に達成するために反トラスト法を使用することである。しかし，現実の問題は，この取引が株主の価値を

(252)　*See, e.g.*, Grant Thornton, LLP v. Fed. Deposit Ins. Corp., 694 F. Supp. 2d 506, 521-22 (S.W. Va. 2010). 本件において，弁護士には，取締役会の決定に関連する危険信号を顧客である銀行の取締役会に通知する義務があったと主張している。

破壊することであり，一般大衆に対しては競争を損なうことがあってはならないのである。(253)

コーポレイト・ガバナンスに関するより微妙で特別の意味を持たせた提案は，過去において株主価値を非常に破壊したことを立証して来た株主対株主の大型の取引を進める根拠となっている効率性に関する主張について，SEC と株主に対する開示を増やすことが含まれている。(254) このことに関して，Pitofsky は，次のように提案している。形式的な開示を回避することは，株主価値を破壊する取引をしないこと，あるいは株主価値を損なう取引を阻止する事とは全く関係ないのであり，今後の取引の報告書は，合併・買収による効率性並びに相乗効果が現実化されるのではなく，それらによる利益の具体化に失敗した場合には，それに関する文書を要求すべきなのである。(255)

この Pitofsky の提案を拠り所にして，Waller は，曖昧な株主価値を破壊してきたことに対して，次のように主張する。増え続ける厳密な調査，そして価値破壊の取引には，反トラスト法とコーポレイト・ガバナンスの両方が適用されるべきであり，そのために，反トラスト当局と裁判所は，疑わしい価値を破壊する取引の監視を強化すべきである。この厳密な調査・監視には，取締役会の義務を強化し，SEC への情報開示に追加されるべきである。反トラスト当局と SEC は，現在，反トラスト当局が，アメリカの分野別規制当局や外国の規制当局に対して行っているのと同様に，連携して取り組むべきであり，一方で，企業買収の当事者は，両機関に対して説明のできる誠実で信頼のおける情報を提供すべきである。効率的な主張が弱い場合，そのとき，当事者は，何故にその取

（253） Waller, *supra* note 1, at 880.

（254） *E.g.*, Stucke, *supra* not 250, at 582.

（255） Robert Pitofsky, *Proposals for Revised United States Merger Enforcement in a Global Economy*, 81 Geo. L.J. 195, 222-27（1992）. 本論文で，Pitofsky は，合併後の効率性を証明することを合併の条件として提案している。

引が株式価値を高めるかを説明するために，コーポレイト・ガバナンス関連法規の下で，より重大責任を負うことになるのである。そして，効率性の主張が弱くても，当該取引が株主価値を高めると主張しているのであれば，当事者は，企業を買収する目的について反トラスト法上の説明が必用であろう。勿論，当事者は，両方の立場に立つことはできないが，両方の法律分野が促進する価値を無視して，その過程で株主と消費者の両者に損害を与える可能性のある取引を進めるようなことがあれば，その取引が更なる悪化をもたらせるのである。(256)

6　支配の濫用

支配の濫用と独占に対する責任は，他の違反事実と相違してはるかに重いものの，ニュアンスが異なっている。すなわち，事実の経済的効果・影響に関して徹底的した審理もないし，ほとんど非難されることもなく，また，責任と救済の理論において国際的な合意にあまり依存しないのである。このことは，Microsoft 訴訟(257)においてみられる。アメリカにおける Microsoft 訴訟，EU における Microsoft 訴訟(258)，そして世界中で起こされた訴訟(259)で例証されたように，支配の濫用と独占は，高次元で存在したのである。ほぼすべての司法管轄権において，そのような調査と事例は，論点となる企業が市場支配力を有しているか否の審理ではじま

（256）　Waller, *supra* note 1, at 881.

（257）　*See* United States v. Microsoft Corp., 253 F. 3d 34, 48 (D.C. Cir. 2001). 本件で興味深いのは，独占の申立てが，明確な反競争的事実（per se rule の審理）に関連しているにも拘わらず，徹底した事実審理（rule of reason 審理）を要求したことである。

（258）　Case T-201/04, Microsoft Corp. v. Comm'n, 2007 E.C.R. II-3601, ¶46. 制裁金として，4億9千700万ユーロが課された。

（259）　*Cf.* Abbott B. Lipsky, Jr., *Managing Antitrust Compliance Through the Continuing Surge in Global Enforcement*, 75 Antitrust L.J. 965, 983 & n. 51 (2009). 世界中の Microsoft 訴訟に対する手続きを説明している。タイトルからもうかがえるように，実務家にとっては有益である。

り，その審理は，市場の定義という困難な問題点に依拠するのが常である。規制当局が，市場支配力に問題があると判断した場合，通常，価格設定，契約慣行，革新的プログラム，会社の戦略的な問題点なども含めて，極めて具体的な当該会社の行動を分析することに焦点をあてるのである。(260) ただ，違法な独占あるいは支配的地位の濫用に関する基準は，管轄権の区域間によって大いに異なるのである。(261)

アメリカにおける判断の基準は，反競争的危害が，論点になる極めて類似の行動によって生じた競争促進的効果と効率性を上回るか否かに焦点が向けられており，このことは，ますます顕著である。現代において，罰則は，一般的に市場構造に対するよりも市場行動に対するものであり，学派的に言えば，ハーバード学派からシカゴ学派寄りである。(262) また，刑事執行は理論的に可能であるが，1960年代の後半以降は採用されておらず，現実的な選択肢として放棄されたようである。(263)

独占もしくは支配の濫用に対する潜在的な責任に関連して，何が適切な危険信号を構成すべきかを定義している事例は，ほとんど存在しないのである。最近の数少ない事例の一つはインテル社に対するものであるが，それほど驚くものではなく，同事件は，世界中で一連の競争法に直

（260） *See, e.g.*, LePage's v. 3M, 324 F. 3d 141, 154-59 (3d Cir. 2003). 本件において，裁判所は，コスト以上の価格設定，リベートを含めて被告人である会社が，問題になる市場支配力を有していると決定した後，排他的な取引契約を行う会社の慣行を審理している。

（261） このように管轄権によって基準が相違することは，アメリカ法に特有であると同時に，研究者泣かせでもある。

（262） Spencer Weber Waller, *The Past, Present, and Future of Monopolization Remedies Law*, 76 Antitrust L.J. 11, 18 (2010).

（263） 因みに，シャーマン法第２条の下で，最後の事例は1967年のものと思われれる。*See* Raymond P. Niro & J. William Wigert, Jr., *Patents, Fraud and the Antitrust Laws*, 37 Geo Wash. L. Rev. 168, 176-79 (1968). Union Camp 社，同社の社長及び特許専門の弁護士，そして Bemis Bag 社に対する司法省の刑事訴訟について説明している。

面したのである。[264] アメリカにおけるインテルの派生訴訟は，取締役会が，インテルのコンピューターのマイクロプロセッサ―市場の違法な独占を阻止できなかったが，そのことは，取締役会の信認義務違反に基づくものであると主張したのである。[265] 本訴訟において，原告である株主は，敗訴したのである。というのは，原告が，取締役会の信認義務違反を指摘したものの，取締役会が不正行為について，現実的で建設的な知識を有しており，危険信号に対応しなかったことが，会社のコンプライナスを適切に監視する信認義務違反に繋がることを示す特定の事実を主張できなかったからである。[266]

Intel Corp. Derivative Litigation 判決[267]に関して，裁判所は，次のように述べている。すなわち，原告（株主）らは，多くの危険信号の存在により，被告（取締役）らの個人責任に関して，かなりの確率でその可能性のあることを立証する試みとして，「インテル社の不正行為疑惑に対する継続的調査を一覧表にして提示したに過ぎない」とした。他の事例において，裁判所は，判決時点での危険信号に関するより特定化された申立てが時期尚早であり，したがって，取締役らの責任に根拠にはならないと判示したのである。このことは，裁判所が試験段階として性格付けた欧州委員会による調査・審理を含んでいたのである。[268]

対照的に裁判所は，日本におけるインテル子会社の反競争的活動に関

（264） See Complaint at 17, In re Intel Corp., No. 341（F.T.C. Dec. 16, 2009）. EU における同社の支配的地位の濫用に対して，欧州員会は10億ユーロの制裁金を科している。本件に関して，投稿も含め時系列に記されている。*available at* https://www.ftc.gov/legal-library/browse/cases-proceedings/061-0247-intel-corporation-matter（Last viewed, May 28, 2023）.

（265） *In re* Intel corp. Derivative Litig., 621 F. Supp. 2d 165, 169（D. Del. 2009）.

（266） *Id.* at 174.

（267） 621 F. Supp. 2d 165（D. Del. 2009）.

（268） *Id.* at 175-76.

する日本の公正取引委員会の調査と報告書が，危険な段階を構成する可能性がある旨を記述している。[269] また一方で，取締役会が日本の公正取引委員会の報告書に従ったという事実は，取締役会が事実上，その危険段階に対応したことを示しているのである。さらに，原告は，十分に危険段階の要件を満たしているとして，韓国公正取引委員会及びニューヨーク州司法長官による調査を提示したのである。[270] しかし，裁判所は，原告が，個々の取締役らの違法な反競争的活動ついて知っていたか，あるいは知っていたはずだったということを適切に立証できなかったと判示したのである。[271]

したがって，インテル社は，監視システムの必要性が適切であると考えるが，市場支配力を獲得したり，重大な危険性を有するようになったとしても，取締役会が市場支配力を持つ企業それぞれの意思決定を微細に管理できるとするいかなる理由も存在しないと示唆したのである。とはいえ，取締役会の関与がより伝統的である支配的な企業（他の企業と同様）にとっては，筋の通った懸念事項も存在するのである。[272] その場合に，取締役会の関与は，より伝統的な領域である。これらには，周辺的な領域や潜在的な競争相手，不正の類型，そして戦略的なレベルでの広範囲に及ぶ排他的な行動なども含めることができる。要するに，取締役の関与並びに究極的な責任の観点から，経営判断の原則が働く様々な領

（269） *Id.* at 176. なお，日本でのインテル日本法人に関しては，平成17年３月８日に公正取引委員会が排除勧告をしている（http://www.take-ip.com/JFTC/JFTC-intel-H17-1.pdf）。

（270） *In re* Intel *Corp.*, 621 F. Supp. 2d at 175-76.

（271） *Id.* at 174. 連邦取引委員会は，不公正な競争方法を禁じる連邦取引委員会法第５条な並びに2009年版合衆国法典第15編第45条ａ項１号にインテル社が違反しているとして提訴し，その後和解している。*available at* https://www.ftc.gov/news-events/news/press-releases/2009/12/ftc-challenges-intels-dominance-worldwide-microprocessor-markets（Last viewed, May 29, 2023）.

（272） Waller, *supra* note 1, at 883.

域が存在するのである。例えば，競争違反による取締役の資格剥奪に関するイギリスの法令とガイドラインは，競争当局が行為の適法性に関する真の不確実性を考慮すると述べられている(273)。研究者らは，このことが，支配的地位の濫用に対する場合の事例であり，その場合において，「評価」されるべき競争関係と違法な行為との間における境界線は，かなり不透明な場合があり得るとの注目すべき期待をもって説明したのである(274)。

六　小括

Waller は，最後に彼の持論を以下のように展開し，コーポレイト・ガバナンスと競争政策のあるべき姿を提案している。すなわち，コーポレイト・ガバナンスと競争法の関係をより深く理解すれば，重要な法律と政策の変更に導かれるはずである。両者の相違点をみるよりも，交差する領域に目をやることは，現に存在する両局面における変化への潜在的な道が開かれることになる。

取締役にとっては，事後の推測によって取締役が，潜在的な責任にさらさる可能性のある複雑で事実に特化した調査よりも，明確なルールの方が優れているのである。このことが，最初の段階における経営判断の原則の基礎となる。取締役が何らかの責任の可能性に関して，いかなる責任も選択しないことを明確にする一方で，同様に，「事後」ではなく「事前」に考えた場合には，「何もない」よりも「もしかしたら」の方が明確で優れているのである。競争している会社間における役員の兼任を禁止している既存の制定法が決して完璧でない場合，たとえ制定法の規定が時として，「正しいことを誤って判断すること」（false negative）と「間違っていることを正しいと判断すること」（false positive）の両方を何の疑いもなく生み出していたとしても，役員兼任は，たいていのビジネスにとって，これらは実施可能でどの会社も遵守することに困難さを

(273)　OFT Guidelines, *supra* note 189, §4.26, at 13.
(274)　Waller, *supra* note 1, at 884.

伴わない有効で明確なルールである。

時と場合によっては，事実に特化した審理（事実審理）は，避けて通れないときがある。取締役会が，カルテル行為を防止あるいは報告する為に，いつ行動しなければならないかについての明確な規則が存在する。

しかしながら，それらはほんの僅かであり，良好なガバナンスと良好な競争政策のいずれかの観点から，既に手遅れである状況に限定されるのである。あからさまな活動を阻止，検出，そして報告する合理的な可能性のあるコンプライアンス・プログラムを導入し，それによって監視するための合理的な手順が講じられていない場合，個々の取締役の責任を通じて，良好なガバナンスと効果的なコンプライアンスの両方に対して，より良いインセンティブが生み出される可能性が存在するのである。

経営判断の原則が教えるように，裁判所は合理的な判断に委ねるべきである。ただ，判断に対する取締役会の不履行は，価値のないものであり，不作為によって会社とその株主に損害を与えたのなら，個々の取締役の責任は，適切に処理される可能性がある。最適とは言えないガバナンスの意思決定は，取締役会のメンバーが，積極的に加担した場合，あるいは明らかに職務を怠った場合に，制定法上，司法上，あるいは規制当局による資格剥奪を有通じて阻止できるのである。たとえ，rule of reason で審理する不明瞭な領域であろうとも，良好なガバンスの構造は，衝突しあうインセンティブと反競争的結果の両方を最小限にするように設計されるのである。(275)

合併の領域において，会社財務に関する文献は，次のような説得力を持っている。すなわち，ほぼ同等の競争者間の株式交換ベースでの大型合併は，株主価値を破壊する傾向が非常に高いことを確信させるのである。その結果，反トラスト法とコーポレイト・ガバナンスの両方において，採るべき有益な措置が数多く存在する。

（275） Waller, *supra* note 1, at 885.

コーポレイト・ガバナンスの立場からみれば，価値破壊に等しい株式交換による大型合併を容認するにしても，そのような取引の評価・検討には，取締役会の義務を強化することが必用であるとされたのである。この傾向は，価値を破壊する取引並びに取引当事者が効率性の主張に依存しようとする状況について，株主および規制当局に対する証券開示の更なる促進の必要性を示唆するのである。規制当局と競争規制当局の両者は，現実の世界で実現するのは稀であるが，そのような容易な主張を吟味するに際して，より慎重になるべきである。最後に，裁判所は，経営判断の原則の現代の方針に代わって，中間審査基準を適用すべきであるが，このことは，取締役会の承認にほぼ盲目的に従うことになる。(276)

他方で，反トラスト法の立場からみれば，留意すべき事項には，価値を破壊している取引の種類がどのようなものか，また何故，そのような取引は成功しないかが必用とされるのである。さらに，予測された相乗効果と効率性が，何故，達成されないのかの理解についても必要である。より重要なこととして，この領域では，ある取引が，何故，価値を破壊する可能性があるかをより良く理解することが必用とされる。実質的な相乗効果と効率性で得られるものが存在しないのであれば，いつ，市場支配力が増加したかを適切に説明できるか否かである。(277)

明確にしておけば，合併は反トラスト法の下で違法ではない。というのは，合併が悪いというもの以外に，愚かであるが十分に意義を有するからである。合併は，それが実質的に競争に損害を加えるような場合にのみ，クレイトン法第７条に違反するのである。(278) しかし，現在の状況は，あらゆる可能なこの分野で最悪である。何故ならば，合併に関する特定の類型は，株主に対しても，あるいは競争にとっても何ないからである。そのような悪い状況であっても，そのような取引である合併を規制する

(276)　*Id.*
(277)　*Id.*
(278)　15 U.S.C. §18 (2006)

ことを意味するこの2つの体系は，総じて当該市場における株主や競争に資するには，不十分である。

たとえ，この方法を巧く表現できないとしても，コーポレイト・ガバナンスと反トラスト法において，ほとんどの合併と企業買収は効率的であり，主として市場原理によって規制されるべきであるとの柔軟な仮説が存在する。水平的合併ガイドラインは，「経済に対する基本的な合併の利点が，著しい効率を生み出す潜在性を有している[279]」と記述しており，この声明は，仮説に最も近いものである。行動経済学だけでなく，経済，金融，会計の世界からの経験則および理論的証拠が増えていることは，これが必然的ではないことを示唆しているのである[280]。

事前の重要な問題は，どのタイプの合併が，どの程度の確率とどの程度の規模で，そして，どのタイプの効率を生み出す可能性があるかということである。経済的，財務的，そしてコーポレイト・ガバナンスに関する文献には，十分に価値を破壊するカテゴリーの合併があり，事前の効率性に関する主張が強く疑わしいと説得力を持っている限り，当局と裁判所は特に疑念を抱くべきである。その結果，何らかの法的推論が，適用されるべきなのである。

これらの総体的な盲点は，それぞれの他の文献，言葉，そして専門家にとって増加した注意事項に目をやるコミュニティーガなければ救えないのである。反トラストのコミュニティー（法の解釈と政策）にとって，このことは，合併の分析に影響を与えるためにもたらされ，それが実質的な経済的専門知識を補完するものとしてビジネスの理論への多大なる貢献を意味するのである。また，コーポレイト・ガバナンスのコミュニティーにとって，このことは，会社の活動者に対する義務と責任を策定

（279） 2010 Horizental Merger, *supra* note 43. §10, at 29-31.

（280） F.M. Scherer, *Some Principles for Post-Chicago Antitrust Analysis*, 52 Case W. L. Rev. 5, 16-18 (2001). 経営統合の動機は，一種のギャンブルであると指摘し，スキルは重要であるが，偶然の要素もあると述べている。

する際，競争的結果と反競争的結果の役割に対する注目が高まったことを意味するのである。２つの分野を組み合わせた分野は，従来は別々だったロースクールの科目間，そしてロースクールとビジネススクールにおける教員間の共同研究と教育に関する可能性を示唆するのである。

反トラスト法を専門とする弁護士と政策立案者もまた，競争の支持者としてコーポレイト・ガバナンスにおける有意義な役割を果たすのである。

反トラスト法を専門にする弁護士や政策決定者もまた，競争の支持者としてコーポレイト・ガバナンスにおける重大な役割を果たすのである。競争当局，弁護士協会，反トラストの各委員，反トラスト協会の特別部門，すなわち，より一般的に言えば，競争支持者として積極的な役割を果たす大学・研究者に共通した日々の実践である(281)。可能性のある改善策としては，連邦，州，および外国の機関による反トラスト法のガイドラインの策定，および/または連邦，州，地方レベルの部門別規制当局による政策と規則の策定も含まれるのである。そのような競争の支持は，政府と民間団体が，コーポレイト・ガバナンスの中心に根差して衝突しあっているインセンティブと機関のコストをより良く（あるいはより悪く）しようと政策を策定しているとき，コーポレイト・ガバナンスの関連問題にも拡張されなければならないのである。深い意思の疎通の継続した学際的な研究の世界こそが，より消費者寄りで競争力のある経済で運営される株主重視の公開会社とその効率性から，株主と消費者の両方が利益を得ることができるものと考えられる。

（281）　*See generally* James C. Cooper et al., *Theory and Practice of Competition Advocacy at the FTC*, 72 Antitrust L.J. 1091（2005）; D. Daniel Sokol, *Limiting Anticompetitive Government Interventions That Benefit Special Interests*, 17 GEO. Mason L. Rev. 119, 135-64（2009）; Maurice E. Stucke, *Better Competition Advocacy*, 82 St. John's L. Rev. 951（2008）.

結語

本稿が基本的に依拠したWallerの文献は2011年発表のもので，十数年以上も前の論文である。しかし，主たる引用文献としてみた場合，いささかも色合いは落ちていない。というのも，現在ではコーポレイト・ガバナンス論がこの分野における研究の主流になっており，学際的研究としての価値を評価できるからである。筆者も含めて，縦割り行政ならぬ縦割り研究は，どうあるべきか。勿論，我が国の研究やガイドラインが眠っている訳ではなく，独占禁止法による他の法領域への進出（主に，優越的地位の濫用の観点からのアプローチ）は，ひとつ一つ成果を挙げている。(282)

コーポレイト・ガバナンス論は，コーポレイト・ガバナンスの概念が，余りにも広範囲に及ぶため，アプローチの仕方いかんでは，論点を外す場合もある。ただ，学際的研究の乏しいこの分野には，果敢な挑戦が最初の第一歩であろう。

（282） 例えば，コンビニの見切り販売妨害と優越的地位の濫用（東京高裁平成25年8月30日判決），芸能分野における移籍妨害（2019年8月27日公取委具体例の例示），労働分野に独禁法を適用する為の運用指針（2018年2月15日公取委検討会の報告書公表）など。