

「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を巡って

その射程，構成と意義そして見直し論について

村 田 敏 一

1. 前 説
2. 「指針」の射程と構成
3. 「指針」の意義 会社法解釈上の論点を中心に
 - 株主平等原則との関係
 - 主要目的ルールとの関係
 - 財産権の保護との関係
 - 機関権限の分配秩序論との関係
 - 取締役等の善管注意義務・忠実義務との関係
 - 買収防衛策と株主総会の決議態様の問題
4. 「指針」と「企業価値報告書」，「指針」と判例
 - 「指針」と「企業価値報告書」
 - 「指針」と判例
5. 「指針」の見直し論について 「企業買収動向研究会」の「企業買収動向に関する調査研究」を中心として

1. 前 説

平成17年5月27日に「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（本稿において以下「指針」と略す）が経済産業省・法務省により策定・公表されてから2年余りが経過した。策定当時の状況を簡単に振り返ると，新会社法（平成17年7月26日法86）の国会審議が大詰めを迎える（同年6月29日成立）とともに，いわゆる三角合併・組織再編の対価柔軟化に関する部分の新会社法の施行がその本体部分

「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を巡って（村田）

の施行より1年繰り延べられ、またその理由は、主として日本企業が適切な敵対的買収防衛策を整備するための時間を確保することに求められていた。さらに当時は、世間の耳目を騒がせた「ニッポン放送新株予約権発行差止事件」に関する司法判断の余韻も未ださめやらぬ中、「ニレコ新株予約権発行差止事件」や「夢真 vs 日本技術開発事件」といった一連の敵対的買収にまつわる司法判断が下される最中にもあった。

それから、2年余りが経過し、その間、立法面では新会社法の施行や、金融商品取引法（旧証券取引法）の公開買付等に関する規律の一部見直し、そして直近では新会社法中の三角合併等に関する部分の施行（平成19年5月1日）がなされるとともに、幾つかの敵対的買収事案が生じた（注1 代表的なものとして、日本製紙 vs 北越製紙の事案や、サッポロホールディングスに関する事案。ただし、これらの事案では司法判断はなされていない。また、平成19年6月・7月・8月には、スティール・パートナーズ・ジャパンがブルドックソースの導入した買収防衛策の差し止めを求め、これに関する一連の司法判断が下された。）。また、「指針」により引きつけて、この間の動向を見ると、現在（平成19年3月末）200社以上の企業が当該「指針」に沿う形での新株予約権を用いたライツプランを導入しているものとされ、もとより法的拘束力はないものの、企業買収および企業社会の公正なルール形成を促すことを目的とした、その策定趣旨は相当程度、浸透してきているとの評価もなされ得るところであろう（注2 企業の法務担当者の間では、「指針」は一字・一句、揺るがせにせず、いわば実定法以上の扱いをうけているようである。ライツプランの導入企業数については、産業研究所「企業買収動向に関する調査研究」平成19年3月、を参照。なお、平成19年4月より平成19年5月までにライツプランの導入予定を公表した企業の数を加えると、その合計数は優に300社を上回っている模様である。この点につき、経済産業省第20回「企業価値研究会」資料を参照。）。しかし、一方で、敵対的買収防衛策におけるライツプランの優位性を主張する一部の論者からは、こうした200社強すなわち上場企業

の約5%の水準にあるライツプランの導入状況につき、これを過少な水準と消極的に評価する中で、ライツプランの導入を阻害している主な要因として「指針」が取締役会権限でのスキーム導入に比較的高いハードルを課していることや、復活傾向にある株式持ち合いや株式の第三者割当増資等の(当該一部論者によればライツプランよりも弊害の大きい)スキームに企業の敵対的買収防衛策がシフトしつつある現象の存在が指摘され、その解決策として、ライツプランを(取締役会権限で)より円滑に導入出来るような方向での「指針」の改定や、あるいはその反面としての第三者割当増資や株式持ち合いに関する規整の整備(すなわちこれらの導入のためのハードルを現状より高くすることにより反射的にライツプランの導入を促進する企図に出るもの)が主張されるに至った。こうした一部の主張をも背景とし、また「指針」自身が必要に応じた不断の改定作業を前提としていること(p.3)、そして形式的にも「指針」策定後になされた新会社法および同法施行規則の成立、施行や金融商品取引法の公開買付等に関する改正の内容を反映させる必要もあり、その(実質的内容の)見直しに関する(その要否そのものも含めた)議論がなされることとなった。すなわち平成19年の1月から3月にかけて、経済産業省から産業研究所への委託研究会の形で「企業買収動向研究会」が組成され、当該「指針」の見直し問題がその主たるテーマとして議論の俎上に上るとともに、この3月にはその報告書である「企業買収動向に関する調査研究」(本稿において以下「報告」と略す)が取りまとめられた(同年6月に公表)。そして研究会としては、少なくとも当面、「指針」の内容の実質の見直しの必要はないとの結論が得られた訳であるが、筆者が委員としてその議論に参加して痛感したことは、現行「指針」自体についての法的構成や射程範囲に関する正確な理解が、論者間で必ずしも十分には共有されていなかったことである。

そこで、本稿では、まず現行「指針」の構造を改めて確認し、その会社法(有権)解釈上の際立った意義を主要論点を中心に押さえるとともに、特に「指針」の射程範囲を他の広義敵対的買収防衛策との関係において検

「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を巡って（村田）

討することとする。そこでは「指針」は単に新株予約権や種類株式を用いた防衛策を射程範囲に収めているのみならず、論者によっては旧来型に分類されることもある第三者割当増資による防衛策をも（いわゆる平時導入型のものであれば）統一的に射程に収めていることや、「指針」が決してライツプランの導入を積極的に（他の旧来型防衛策との比較感の中で）推奨するものではなく、この点に関しては価値中立的であったことが再確認されるであろう。「指針」策定の最大の意義は、策定当時、会社法解釈上、相当の法的疑義の存在が指摘されていた、ライツプランと株主平等原則や主要目的ルールとの関係に明快な有権解釈が与えられ、法的安定性が高められることによってスキーム導入を躊躇させた最大の障害要因を除去したことに求められるのである。そしてこうした解釈は、新会社法の成立・施行により文理解釈として、より安定度を増すこととなった。また、「指針」の会社法解釈上の意義としては、株主の財産権保護の重視（すなわち株主の権利としての共益権に比べた自益権の取り分け、その中でも「株式そのもの」の財産権的価値の保障水準の高さ）が会社法上の重要理念として明確化された点も忘れてはならない。

「指針」が有権解釈を提供するものとは言え、個々の司法判断までを拘束しないことは言をまたないが、とは言え、しばしば「指針」と一連の司法判断との整合性が議論の俎上に上ることがある。また、「指針」と全く同一日（平成17年5月27日）に公表された企業価値研究会による「企業価値報告書」との内容の異同・齟齬の存在が云々されることもまま見られる。そこで本稿でも、この点についても簡単に検討してみることとしたい。

最後に本稿では、結果的に「指針」内容の実質の見直しは必要ないものとした「報告」につき、筆者はこの結論を支持するものであるが、見直しの必要はないとされたそのロジックの妥当性に関して検討するとともに、議論の過程で争点となった主要論点（「報告」の中では注において両論併記となっている箇所）につき筆者の見解を述べることにしたい。

2. 「指針」の射程と構成

「指針」については、まず、その射程範囲を確認することが重要である。「指針」は前文ならびに、定義、背景、原則、趣旨、具体例、解説の7章より成り、体系的に整序された構成を採る。その射程範囲を理解するには、

定義の箇所を手掛かりとすることが有益である。そこでは「指針」が直接的に対象とする買収防衛策につき「株式会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせず、新株又は新株予約権の発行を行うこと等により自己に対する買収の実現を困難にする方策のうち、経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前に導入されるものをいう。」との定義が与えられる。この定義規定からは射程範囲についての幾つかの重要な要素が抽出可能である。まず、資金調達などの事業目的を主要な目的とする「防衛策」はその射程外に置かれることが明確化されるが、その持つ意味は重要である。すなわち、濫用的な敵対的買収防衛策を排除し、逆に極端に濫用的な買収からは企業を防衛するために判例が、基本的には現に支配権につき争いがある場合すなわち有事における新株（および新株予約権）の不正発行の差止基準として編み出してきた「主要目的ルール」が、少なくともこの「指針」が射程範囲とする買収防衛策については妥当しない場合があることが明らかにされているからである。「指針」は敵対的買収防衛目的による新株や新株予約権の発行があり得ることを正面から肯定し、その前提の下で適法かつ公正・合理的とされる要件の探究を行っているものと言える。もっとも、主要目的ルールと敵対的買収防衛策との関係の理解については、なお微妙な論点が残されており、この点については本稿の3. 「指針」の意義の箇所でも検討する（注3 定義に関して述べれば、一般に主要目的ルールが支配権維持を唯一または主要な目的とする場合に不正発行を認定するルールとして捉えられているのに対し、「指針」の定義では事業目的を主要目的としない場合を射程内におくものとされており、

「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を巡って（村田）

有事・平時の区分論は、ひとまず捨象するとしても この点、完全な逆仕組とはなっていないため、「指針」の射程内の防衛策が完全に主要目的ルールの支配権外にあるとは、定義からだけでは判断できない。次に、買収防衛策の手段としては、新株と新株予約権が明確に「指針」の射程内に置かれるとともに、さらに射程がこの二者に限定されないことが「等」の表現から読み取れる。「指針」が各見出しにおいて、「新株予約権等」という表現を使用していることもあってか（確かに、「指針」の具体例における「等」は種類株式のみを指す）、第三者割当増資といった新株を使用した防衛策がその射程外にあるかのように誤認している論者がまま見られるが、その定義規定からは「指針」が明確に、新株予約権のみならず、新株を用いたスキームもその射程内に収めていることが理解される（原則および趣旨は新株を用いた防衛策にも適用される）。また実際に各章における防衛策の適法性等の判断基準に関しても、新株予約権と新株ではその判断枠組み・基準において（両者の法的性格に起因する差異を除き）特段の差別的取扱いはなされていないことが読み取れる（注4 もともと、具体例の章では、新株予約権と種類株式を利用したもののみが取り上げられており、新株を利用したものに関する言及はないが、これは当時この両者がホットな議論の対象になっていたからと推定される。）。一方で、「等」の具体的範囲についても確認しておく必要がある。この点に関しては、「指針」がその各章で種類株式を用いた防衛策に言及していることから、種類株式が射程内に置かれることは明らかである。逆に言えば、新株、新株予約権、種類株式以外についての記述は一切、見られないことから、「指針」の射程範囲はこの三者に限定され、他の株式の相互持ち合いや安定株主工作といった手法が仮に買収防衛策として当事者の主観において用いられたとしても、これは「指針」の射程外にあるものと言えよう。この点、会社法施行規則127条（会社法435条関連）が事業報告において開示を求めている「会社の財務および事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針」に関し、その射程が文字通りあらゆる防衛策に及ぶ

と一般に解されていることとの対比においては、「指針」のカバーする範囲は限定されているものと言えなくもなからうが、例えば、株式の相互持ち合いにつきこれを敵対的買収防衛目的であると言明するような会社はおそらくあり得ないであろうから、実際問題として両者の範囲は相当程度、合致しているものとも言えよう。「指針」の射程範囲に関する特徴の第3点は、それが、いわゆる平時導入型のものに限定されており、「ニッポン放送」の事案のような有事導入型の場合は射程外に置かれていることである。この点、「指針」はいわゆる平時・有事峻別論に依拠しているものとも理解されなくもなく、また暗黙の裡に平時導入に相対的に強い合理性を見出す価値観を表出しているものと捉えられなくもなからう。このような射程範囲の平時導入型への限定は、そもそも平時と有事の境目をどこで判断するのか（「指針」の表現に即せば、「買収が開始される前」の解釈問題となる）、といったやや技術上の問題を惹起するとともに、また、より本質論としては、本来、企業価値・株主共同の利益の確保・向上という観点からは、有事導入・平時導入で準則が異なるのはおかしいのではないかとの疑問も当然生じてくることとなるし、さらに現在、弱毒型の買収防衛策として主流となりつつある事前警告型が、いったい平時導入型なのか有事導入型なのかという点にまで議論は及んでいくこととなる（注5 事前警告に止まると言えども、防衛策の導入はあくまで買収の開始前なのだから、「指針」の文理解釈上は形式上、平時導入型ということとなろう。しかし、発動の株主意思にもとづく判断は有事におこなわれることとなる。）。こうした有事・平時の区分論の是非については、今回の「報告」の検討過程でも相当程度、議論されることとなった訳であるが、ここで一点、指摘しておくべきは、「指針」がその三大原則の一つとして採用する「事前開示・株主意思の原則」を前提とする限り、やはりその射程が平時導入型に限定されるべきことは、その思想性のレベルにおいて親和的であるという点である（注6 有事導入型では、株主に対し十分な検討時間を確保した開示は行い難い。この点につき、藤田友敬「ニッポン放送新株予約権発行差止

「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を巡って（村田）

事件の検討（下）」『商事法務』1746号，2005年11月5日，p. 8参照。）この論点の本質は，要は，有事といえども，株主の総体的意思が高いレベルで確保されているのであれば，その意思の前には，十分な時間を確保した事前開示の原則は後退するのかどうかという点に収斂していくのであろう。「指針」の定義に関しては　その射程論との直接的関連は乏しいもの
，「企業価値」の定義の在り方に触れておく必要がある。「企業価値」は，「指針」の三大原則の一つとして使われ，その中核概念を形成するに止まらず，「指針」の表題や研究会（企業価値研究会）の名称に使用され，さらには司法判断（ニッポン放送事件）でも言及されるなど，まさに濫用的買収（あるいは，濫用的防衛策）かどうかを判断する基軸概念としての位置を占めているものと言えよう。こうしたマジックワードとも言える企業価値概念ではあるが，「指針」が与えるその定義の具体的な内実は乏しい。極論するならば，トートロジカルな定義に終わっているものとも評価されよう。もっとも，では，何か法的に有意な定義が可能であったかと言えば，これまた疑問であろう。企業価値につき具体的な定義を与えることが困難であるからと言って，直ちに「指針」がこの概念を持ち込んだことが，無意味に帰することは含意されない。「指針」は株主の総体的意思の重視に最大の価値を置いている訳であるから，結局のところ攻撃・防御の双方とも企業価値というワードに絡めて何を株主に訴えるかがポイントとなり，このように株主意が最終的判断者として位置づけられる以上，企業価値を厳密に定義する必要性は乏しいのである（注7　仮に，相当程度，客観的に見て，企業価値を向上させる買収側の提案がなされたとしても，株主が総体的意思として防御側につけば，その判断が優先されるのである。また，その逆も生じ得る。）一方，現在の判例によれば（ただしこれは有事導入の場合であるが），司法判断の場面では，企業価値概念は，極端に濫用的（企業価値破壊的）な買収者（企業価値をいかに定義しようと誰が見ても企業価値を破壊することが明白な買収者）を撃退するという点において限界的な効果のみを期待される（ニッポン放送事件保全抗告審

決定 会社に回復しがたい損害をもたらす事情があることを会社が疎明、立証した場合) こととなる。このような判断枠組みを維持する限り、企業価値に踏み込んだ定義を与える必要性は乏しいものと言えよう。逆に言えば、仮に、取締役会権限での防衛策のより闊達な導入が認められることとなれば、司法が安定的な事後判断を下すことを担保する必要性から、より具体的な企業価値概念の定義づけが要請されることとなろうが、その場合においても、やはり法的に有意な定義形成は困難なものと言わざるを得ないであろう。

「指針」の射程範囲に関しては、さらにその目的が、新株や新株予約権(特に後者)の発行の差し止め(会社法210条2号,247条2号関連)を回避するための、スキームの適法性の確保に置かれていることが指摘されよう。もちろん、「指針」は他の法条に関する適法性確保策についても、一定の言及を行っている(例えば、有利発行規整につき p.7。善管注意義務違反につき p.5。)ものの、具体例における適法性確保策は、全て、差し止めの回避策に関するものであり、「指針」の主眼が防衛策導入時の差し止めの回避に置かれていることは否定し難いであろう。このことは、「指針」が、一見、一旦、適法に(差し止められずに)導入(発行)された防衛策については、その発動(行使)あるいは消却時点での適法性確保に意を用いていないようにも理解され得るが、そうではなからう。具体例の箇所では、「指針」は、株主総会決議により、新株予約権等を発行する場合については、そもそも発動(消却)に関する在り方に言及しない一方で、取締役会の決議により発行する場合には、消却条件の客観性や独立社外者の判断の重視といった合理性確保策につき詳細に言及する。もちろんこれらは、一義的には発行時点での適法性・合理性判断の枠組みの一環として述べられている訳であるが、その趣旨を敷衍するならば、一旦、適法に導入された防衛策については、その導入意思決定時の枠組みが遵守されている限りにおいて、具体的なその発動に関する判断場面では、経営判断原則による取締役の(損害賠償請求からの)免責が確保されるものとの含

「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を巡って（村田）

意を読み取ることも可能であろう。また、実務的にもスキーム導入（発行）時の差し止めが回避されれば、行使時の差し止め手段を採ることが一般的に困難であるとの前提認識が存在するもとでは、たとえ事後的に善管注意義務違反・忠実義務違反にもとづく取締役等への損害賠償請求訴訟が提訴されようとも（そのような訴訟の決着には一般に多くの時間が必要なこともあり）、とりえず当座の買収防衛の目的は達せられることとなるし、また、そもそも「指針」が、防衛策の設計にあたり憲法29条に淵源する株主の財産権の保護を重視し、（敵対的買収者も含めた）株主の財産権侵害を強く戒める中では、そうした観点から適切に設計された態様の防衛策である限り、事後的な損害賠償請求訴訟において、仮令、取締役等の任務懈怠が立証されたとしても、少なくとも当該買収者との関係では、株主への財産的損害の発生が認定されることは稀であろう。このように、「指針」が防衛策導入時の適法性等確保策に重心をおいた構成を採ることには一定の合理性が見出せるのである。

さて、次に、これまでに述べた射程論を前提に「指針」の構成につき簡単に確認する。「指針」は、まず、3つの原則（1. 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則、2. 事前開示・株主意思の原則、3. 必要性・相当性確保の原則）を打ち出し（原則）、その上で、その各々の趣旨を比較的詳細に敷衍する（趣旨）。第1原則の趣旨の中では、株主共同の利益に対する明白な侵害をもたらす買収態様が例示列举される。第2原則の趣旨の中では株主意思の原則に関連し、株主総会の決議に基づき防衛策を導入する場合と、取締役会の決議で導入する場合で、適法とされる態様・要件が異にされる点が明らかにされる（後者が一律禁じられる趣旨ではない）。そして第3原則の趣旨の中では、防衛策の適法性及び合理性の確保策に関連し、特に、株主平等の原則、財産権の保護、経営者の保身のための濫用防止への配慮の必要性が強調される。ここでは、株主平等原則や有利発行規整（財産権保護との関連）につき相当程度、踏み込んだ有権解釈がなされていることが、取分け、注目される（pp. 6, 7）。具体例は、

新株予約権又は種類株式を利用した防衛策に限定し、差し止めを回避する方策を中心に相当具体的な指針が示される。株主総会決議で導入する場合と、取締役会の決議で導入する場合がスキームとして峻別され、かつその各々について、発行差し止めを回避するための方策と、スキームの合理性を確保し、株主や投資家など関係者の理解と納得を得る方策に区分して分説がなされる。株主総会の決議による場合の記述量は相対的に著しく少ない。これは、株主総会決議にもとづけば、「指針」の三原則に合致することが推認され、あまり他の適法性・合理性の補完策（経営者の保身のための濫用を防止し、取締役会の裁量を制約する方策）に意を用いる必要性がないからである。ただし、株主総会の意思確認は定期的に更新されることが、防衛策の合理性を高める方策となる。買収防衛策が検討の俎上に上る公開・上場会社では、株主意思によるとは言え、相当程度の株主の入れ替わりが生ずるのが普通であるし、また経営の状況（経営者への株主の信認の度合）も変化するからである。一方で、取締役会の決議による導入態様については、厳しい取締役会の権限濫用排除策が求められる。「指針」はいわゆる客観的廃止要件設定型と独立社外チェック型との相関関係につき（すなわち、廃止要件の客観性と独立性とのバランスにつき）、両者の相補的關係を説く（廃止要件の客観性が高いほど社外者の独立性は低くてもよい 逆もまた妥当 こととなる）。ただし、独立性の判断基準については、外形的に明確な具体的基準は示されておらず、いわば司法による個々実態的判断に委ねられたものとして、独立社外チェック型の法的安定性は確保されているとは言い難い（注8 逆に言えば、取締役会が任命する以上、真に独立性があるとは余程のことがなければ認定し得ないものとも考えられる。また、それほど独立性のある者に実際問題として当該企業の企業価値についての専門的判断能力があるかも一般論としては疑問と言えよう。独立社外チェック型における「独立性」を巡る議論状況は、その属性的要件を何とか客観的に確定していこうという相貌を呈していると言ってもよく、こうしたアプローチは裁判所が実態的な判断をなす以上、

「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を巡って（村田）

単独での存立については隘路に陥らざるを得ない。裏返して言えば、属性的にはなく、手続き的に独立・社外性を担保していこうという議論は見受けられない。例えば、定款に第三者委員会に関する規定を設け、その権限や構成員の人選を直接的に株主総会の判断に係らしめるといった手法である。このように手続き的に独立社外性が担保されるならば、「指針」の採る株主意思の原則とも適合的であり、そうした独立社外者の判断は司法によっても最大限尊重されるであろう。もっとも、定款改正や株主総会決議による選任を行うのであれば、その決定レベルは、買収防衛策の導入や発動につき株主総会の意思を問うのと基本的には同等であり、何もわざわざ、独立社外者の選任、判断という迂回路を採る実益は見出せないこととなる。結局、独立社外者による判断に依拠するスキームは、それ単独では安定性を欠き、株主意思確認手法をメインとしつつ補完的に用いるべきという議論に回帰していくこととなる。独立社外者による判断スキームが補完的に用いられた場合、その買収防衛策の導入・発動の合理性を高めるうえで一定の効果については、異論はないところであろう。)

3. 「指針」の意義 会社法解釈上の論点を中心に

次に、「指針」が会社法（厳密には当時、会社法は未だ国会審議中であり、旧商法）解釈上、一定の有権解釈を示した各重要論点につき概観する。私見では、「指針」の意義はこの点に最も強く求められるからである（注9 もっとも、この評価は、「指針」の果たした政策的機能の過少評価につながるものではない。作成者は単に、我が国会社法の体系や法律が予定している権限分配に忠実に従い、いわば価値中立的に「指針」を策定しただけであったとしても、結果的に、株主意思の重視というその構成が、対内直接投資の促進による我が国経済の活性化という国としての高度な政策目標に適合的なものとして、当該政策の促進に寄与することもあり得るからである。)

株主平等原則との関係

「指針」は株主平等原則の射程範囲につき相当程度、明確な解釈を与えた(pp. 6, 7)。まず、新株予約権者が一定割合以上の株式を有しない株主(買収者以外の株主)であることを行使条件とする新株予約権の発行につき、新株予約権の行使権はそもそも株主としての権利の行使の内容ではないとして、株主平等原則との抵触は問題にならないものとされた。株主平等原則は既に株主であるものを持株数に応じて平等に扱うべき原則であり(その意味で株式平等原則が正確である)、未だ株式となっていない新株予約権の行使権につき株主平等原則を適用する余地はないものと判断された訳である。そもそも旧商法下では、株主平等原則は明文化されておらず、一般的な法原理として、論者により、その適用の射程・内容に極めて幅のあるものであった。新会社法は109条1項で初めて当該原則を明定し、他の条項(剰余金の配当に関する454条3項等)と相俟って、株主平等原則の射程・内容の明確化が図られた。ここに至って、法が株主平等原則を定め、新株予約権者平等原則を定めない以上、両者の反対解釈として、「指針」の採った解釈は法的に安定度を増したものと断言できよう。旧商法のもとでは、かかるスキームが株主平等原則違反と判断される余地も全く排除されるものではないと考えられるものの、会社法のもとでは、そのような判断の余地は消滅したものと言えよう(注10 新会社法の下でも、なお当該スキームの株主平等原則違反を主張するものとして、吉本健一「ポイズン・ピルと株主平等原則」阪大法学第55巻3・4号、2005年11月、pp. 717-731。末永敏和「株主平等の原則」『会社法における主要論点の評価』中央経済社、2006年12月、pp. 103-112。なお、龍田教授は、新株予約権につき株主平等原則があてはまらないことは是認しつつも、新株予約権はいわば株式の蛹であるとし、新株予約権の権利行使条件に差異をつけることには慎重さが必要とされる。龍田節『会社法大要』有斐閣、2007年5月、p. 310。「指針」はこうした「慎重さ」の要件を明らかにする試みと捉えることも出来よう。)。仮にかかるスキームを新会社法の下でただち

「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を巡って（村田）

に違法とするには立法論として新株予約権者平等原則を持ち込む必要があるものと言えよう。次に、買収者以外の株主に対する新株・新株予約権の発行は、公開会社にあつては新株・新株予約権の引受権が株主に認められていない中、株主平等原則に反しないものとされる。これは、割当て自由の原則を確認し、新株等の割当て対象となることの、株主の権利との無関係性を改めて明言したものである。第3点として、拒否権付株式等の種類株式の発行が、明文で株主平等原則の例外を定めたものである点が確認される。なお、新会社法の下では、種類株式に関する規定が一層整備され、そのより多様な設計が可能となるとともに、条文上も種類株式が株主平等原則の例外を画する点につき明確化が図られた（会社法109条1項、3項）。

主要目的のルールとの関係

本稿の2射程に関する議論に際し、「指針」が射程範囲に収める買収防衛策につき、その判断枠組みとして、主要目的のルールが完全に排除されているかどうかにつき、定義規定を手掛かりとした若干の問題提起を行った。この点に関しては、「指針」がその射程内に置く買収防衛策の適法性の判断枠組みとしては、主要目的のルールは既に払拭されているとの理解が正当と考えられる。まず、指針は一切、判断枠組みとしての主要目的のルールに触れておらず、仮に同ルールが（部分的とは言え）併存しているのなら、全くそれに言及しないことは不自然と考えられよう。さらに、解説の2補足説明の(3)(p.15)では、取締役が経営支配権の維持・確保を主要な目的とすることなく（すなわち、支配権の維持・確保の目的があつたとしても、それが他の例えば資金調達目的等との関係で主要な目的ではない場合も含め）第三者割当増資等を行う場合は、結果的に株主構成に変動が生じたとしても、「指針」の採る判断枠組み（株主の共同の利益の保護の原則）の射程外にある点が明言されている。仮に支配権の維持・確保が主要目的とされれば、「指針」の（主要目的のルールが排除された）判断枠組みに依拠し、一方、支配権の維持・確保が主要目的でないのなら、そうし

たケースでは主要目的ルールを適用しても不公正発行として差し止めの対象とならないはずであり、このように整理すると、(少なくとも、「指針」が直接の射程範囲に置く平時導入型の買収防衛策にあっては)新株・新株予約権共通のルールとして、最早、主要目的ルールが機能する場合は全く消滅してしまうようにも、一見は、思われる。はたして本当にそう言いきってよいであろうか。もちろん、形式論理的には、主要目的ルールが有事のケースについて形成されてきた判例法理であることを踏まえ、有事・平時峻別論に立脚しつつ、同ルールの機能する場を完全に「有事」に限局することも可能ではあるが、しかしながら、有事と平時の区別が実際問題として困難であること、またそもそも有事・平時でその基本的規律が異なることも不自然であることから、やはりこのような完全棲み分け論の採用には抵抗感が覚えられるところであろう。買収防衛が主要目的かどうかは、一次的には、会社法施行規則127条や金融商品取引法上の開示を通じて(防衛側によって)明らかにされる。形式的にはそこで、買収防衛が主要目的であると自ら宣言することにより、防衛側は「指針」に即したスキームの形成に腐心することとなるし、逆に言えば、防衛が主要目的かどうか微妙なケースでは、防衛側が防衛を主要目的とするとの開示を行わず(従って、「指針」のルールも遵守せず)新株予約権の発行を行うケースも生じよう。そのような、特に実際には買収防衛が主要目的であるにも拘わらず、資金調達等を主要目的であるかのように仮装した発行がなされる場合、(差し止めの仮処分が請求されたとして)裁判所はいかなる判断枠組みで差し止めの決定を行うのであろうか。もちろん、「指針」のルールに照らした差し止め判断をなすことも可能であるが、こうした微妙なケースについては、従来の判例法の流れを踏襲し、主要目的ルールの適用により事案の解決を行う可能性もあながち否定はされるべきではないとも思われる。要は、限界事例では、「指針」のルールが、実際には、自ら「指針」の射程内にあると考える者のみが遵守するルールである以上)二つの判断枠組みの併存(競合)を認めることも、一つの現実的な対処策のよう

にも考えられるのである（もちろん、「指針」がその射程内のスキームにつき完全に、主要目的ルールの考え方を排除していることは、言うまでもない）。主要目的ルールが機能し得る場を論じるに際しては、有事が平時か（現にその支配権につき争いがあるかどうか）という切り口や、差し止めの対象が、新株の発行（第三者割当増資）なのか新株予約権の発行なのかという切り口が、存在する。「指針」が前者については、平時導入のみを、また後者については新株・新株予約権の両者を射程内に収めている以上（ただし、「指針」の具体例の章では、新株予約権のみが採りあげられていることに留意する必要がある）、「指針」が判断枠組みとしての主要目的ルールを排斥している場合は、新株・新株予約権の発行に関する平時導入の場合と一応は言うことが可能であろう。ここで、まず、問題となり得るのは、平時導入の新株の第三者割当のケースである。新株予約権を用いた防衛策が適切に設計され、あくまで、買収を巡る攻防に際し株主が適切な判断を行うための時間確保策として用いられ、逆に言えば、適切な消却がなされるのであれば、既存株主の株式価値に希釈化が生ずることはない。新株の特定第三者向けの発行については、既存株主の株主価値の希釈化がその時点で現に生ずることとなる。「指針」は平時の買収防衛目的の新株発行についても、原則として新株予約権と同様の判断枠組みを採用し、その限りにおいて主要目的ルールを放擲しているものと形式的には理解される訳ではあるが、実際の司法判断において当該領域で同ルールが全く顧慮されることが無くなると断言するには、なお躊躇が覚えられるのである。けだし、平時において現に大幅な希釈化が生ずるような第三者割当増資が主として買収防衛目的で行われたとすれば、まさにこれは「指針」の採る必要性・相当性の確保の原則に照らして（特に「指針」が株主の財産権を重視することも併せ考慮すれば）、当該原則に抵触するものとも考えられる訳であり、結局のところ、必要性・相当性の確保という判断枠組みと主要目的ルールという判断枠組みは（こうした領域では）、相当程度、接近し、実は同質の判断枠組みの言い換えに過ぎないものとも考えられるから

である。もっとも、平時において防衛側が自ら、買収防衛も主要目的として(新株予約権ではなく)新株を大量発行することは通常、考え難いため、こうした議論にはあまり実益が伴わないとの見方も可能であろう。次に有事導入の場合と主要目的のルールとの関係が問題となる。そもそも有事導入の場合は「指針」の射程外にあるわけだから、従来の判例法理がそのまま妥当し、主要目的のルールは(新株・新株予約権共通に)維持されるというのが一つの考え方であろう。現に、有事導入のケースである「ニッポン放送新株予約権発行差止事件」に関する各決定(仮処分命令、保全異議、保全抗告)においても、支配権の維持を主たる目的とする新株予約権の発行は原則として許されないとして、主要目的のルールへの言及がなされているところである。しかし、各決定の要点はむしろ、その原則の例外、すなわち特段の事情の定式化に置かれているものとも理解される訳であり、そのように考えると、当該決定にあっても、主要目的のルールは既に変質しているものとも理解できるのである(注11 藤田友敬「ニッポン放送新株予約権発行差止事件の検討(上)」『商事法務』1745号、2005年10月25日、p.9では、当該各決定につき、主要目的のルールの運用の仕方を大きく変えていく契機となるとの指摘がなされている。)このように見てくると、今後、有事・平時峻別論の見直しが進められる中では、むしろ、有事・平時共通のルールとしての変質化した、いわば新主要目的のルールが妥当することになっていくとの展望もあり得るように思われる。そうした新主要目的のルールは、実は、「指針」が提示した三原則の枠外にあるものではなく、むしろ「指針」と整合的なものとして、その判断枠組みの一部を成すものとの理解の仕方も可能であろう。後は、主要目的のルールが維持されているか(あるいは維持されるべきかどうか)という問いは、ある種の言葉の問題のようにも考えられるのである。

財産権の保護との関係

「指針」は会社法の採る株式譲渡自由の原則、譲渡制限株式に係る先買

「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を巡って（村田）

権者の指定制度，株式買取請求権制度等を通じた株主の財産権の保護への十分な配慮を，憲法上の権利である，財産権の保障の一つの発現であるとの立場をとる（p. 7）。公開大会社における大多数の株主（投資家）の関心は，株式の財産的価値（キャピタルおよびインカム収益）に圧倒的重点が置かれている訳であり，こうした考え方は投資家利益の保護とも整合的である。なお，「指針」は言及しないものの，株主平等原則についても，正義・衡平といった一般原則よりも，財産権保障の要請からその本質を理解するのが自然であろう（注12 旧商法時代のものであるが，こうした考え方に依拠するものとして森本滋『会社法（第二版）』有信堂，1995年，pp. 118，119。また，森本滋「新株の発行と株主の地位」『法学論叢』第104巻第2号，昭和53年11月，pp. 8，9。ただし，森本教授は財産権保障の観点に立脚したとしても，株主平等原則の射程が自益権のみに限定されるものとは捉えておられない。）。関連する「指針」の記載で特に注目されるのは，「指針」が，買収者以外の株主であることを行使条件とする新株予約権の株主割当発行（取締役会決議）につき，当該新株予約権の内容が買収者に過度の財産上の損害を生じさせるおそれがあるような場合につき，旧商法280条ノ21第1項（会社法238条2項3項，有利発行規整）等の脱法行為と判断されるリスクを指摘する点である。ここでは，有利発行規整が，財産権保護の文脈で語られており，「濫用的」買収者といえども，正当な株主である以上（その議決権等共益権については「濫用的」である以上，格別），その財産権（自益権 あるいは，より正確に言えば，「株式そのもの」の財産的価値 ）の保障については十分な配慮がなされるべきとの考え方が明らかにされている（注13 高橋英治「株主の憲法上の財産権 会社法改正に憲法上の限界はあるのか 」『民商法雑誌』第130巻第2号，平成16年5月，pp. 210-249では，ドイツにおける連邦憲法裁判所の判例を主な素材として株主の権利と財産権との関係が論じられているが，ドイツでは株主の社員権の中でも共益権にも相当程度，光を中てた議論が展開されている点，我が国での議論とは様相が異なることが見て取れ

る。)

機関権限の分配秩序論との関係

「指針」は、取締役会決議で防衛策を導入する場合に関し、「株主総会で選任された取締役が、選任者である株主の構成を変動させるために買収防衛策を採ることは、法律が予定している権限分配と整合的ではないもの……」(p.6)とし、一見、いわゆる機関権限の分配秩序論に依拠しているようにも見える。しかし、指針は、一定の要件のもとに、取締役会権限による防衛策の導入も認容していることから明らかなように、硬直的な機関権限分配秩序論(そもそも、そのような機関権限分配秩序論が今日において、存在しているかどうか自体、疑問であるが)を採用している訳ではなく、経営者の保身目的による企業(株主)価値の毀損を抑止するためにはどのような手立てを講ずれば妥当かという観点での機能主義的な議論を展開していることが見てとれる。「指針」はむしろ、素直に現行の我が国会社法の諸規制の全体像を觀察し、そこから権限分配の在り方の基本的考え方(会社支配権の所在の決定権者は基本的に株主の多数意思による)を抽出しているに過ぎないのであり、それ以上でも、それ以下でもないものと理解される。この点に関し、取締役会の判断の優越性を強調する立場からは、例えば次のような疑問が呈されるであろう。すなわち、仮に機関権限分配秩序論的な立場に立脚するとしても、取締役を選任するのは、まさに株主総会の多数意思(普通決議)に依るのであるから、株主により信任された取締役の買収防衛に関する判断は尊重されるべきであり、もし株主に不満があるのであれば、株主総会の権限により、当該取締役を再選任しないか、あるいは解任すれば十分であるとの疑問である。こうした疑問に対しては、さらに次のような再反論が成り立つであろう。すなわち、会社の支配権争奪すなわち会社の経営を誰に委ねるかの判断は、現経営陣にとり最大の利益相反事項であり、会社法が、取締役の競業取引や利益相反取引(自己取引)につき取締役会の承認を求めていること(会社法356条)

「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を巡って（村田）

との権衡からも、より重い手続きである株主総会での承認やそれに準じる利益相反の排除策が必須であるとの考え方である。

取締役等の善管注意義務・忠実義務との関係

「指針」が、買収防衛時の経営者（取締役等）の善管注意義務・忠実義務につき明示的に、言及する箇所はわずかである。「指針」 pp. 4, 5 は、経営者が特定の買収者からの買収提案に賛成している場面で他の買収者が出現したとき、取締役は善良な管理者として競合提案も検討するべきとする。この記述で注目されるのは、一般にこうしたケースでの取締役の義務は会社への忠実義務の一態様として議論されることが多い中で、「指針」が善管注意義務の語を使用している点である。これだけの記述からは即断は出来ないが、「指針」は、善管注意義務と忠実義務の関係につき、同質説の立場に立っているようにも思われる（注14 新会社法の下で、異質説が成立する余地に関する議論はもとより別論である。会社法355条と356条の隣接性と、355条と330条の距離感を考慮すれば、条文構成上、新会社法が異質説を採るものと解する余地は十分にあらう。）。

買収防衛策と株主総会の決議態様の問題

「指針」は株主総会決議に基づく防衛策の導入に関連し、定款改正（特別決議）による防衛策の導入以外にも、法律上、特別決議が必要な事項よりも株主に与える影響が小さい事項であれば、株主総会の普通決議等により買収防衛策を採ることも株主による自治の一環として許容されるものとする（p. 6）。ここで、株主に与える影響が小さい事項の意味が問題となるが、その前段で、新株・新株予約権の有利発行に関する株主総会特別決議の必要性に関する記述があることから、おそらくは、株主の財産権保護の観点から問題性の少ない事項を指すものと考えられる。このように、「指針」は法令・定款に直接的根拠を有しない事項につき、株主総会の決議事項とすることを正面から容認している訳であるが、この点につき、公

開会社において（敵対的買収が生じ得るのは公開会社に限られる）は会社法および定款に定める事項に限って決議をすることができるものとする条文（会社法295条2項）との抵触問題が顕在化することとなった。いわゆる勧告的決議・宣言的決議の効力問題である。例えば、典型的な事例をもとに考察すると、有利発行には該当しない、敵対的買収防衛目的の新株予約権の発行を（その目的を明示して）株主総会の普通決議に基づいて行ったとした場合のその法的効力の問題である。最も厳格に、会社法295条2項を解釈、適用すれば、かかる決議は法律の強行規定に違反するものとして（その決議の内容が違法なものとして）、決議無効事由（会社法830条2項）に該当することとなってしまう、「指針」は決議無効の訴えの事由となる決議を容認しているという矛盾に陥ってしまう。この点をいかに理解すべきか。この点については、たとえ、法令・定款に根拠をもたない株主総会普通決議（例えば、有利発行に該当しない新株予約権の発行）を行ったとしても、当該法律行為（例えば、新株予約権の発行）は、会社法が本来予定する権限分配上の機関決定も当然うけてなされる訳であろうから（新株予約権の発行であれば、取締役会の決議）、仮に株主総会決議が無効とされても、その法律行為の効果（例えば、新株予約権の発行に関する取締役会決議の効力）には何ら影響を生じさせないとの解釈がまずは思いつこう（注14 このような考え方の下では、株主総会決議による授權に基づき取締役会決議がなされたとの法律構成は採らず、あくまで取締役会が固有の権限に基づき別途、発行の決議を行うものとする構成を採ることが妥当となる。一方、このように構成すれば、そもそもその内容が法令違反に形式的には当たるとしても、株主総会決議の無効を確認しても、例えば新株予約権の発行そのものは無効とならない訳であるから、無効確認訴訟の訴えの利益は無いものと言えよう。）。このように解すれば、株主総会における買収防衛策に関する普通決議の効果は（そもそも特別決議が可能な状態であれば、定款改正をすればよいとも言える）、仮に差し止めの請求がなされたときに、その司法判断形成に関し、当該防衛策が、株主の多数

意思にもとづく適法、合理的なものであるとの推認を与えることにより、差し止めを回避する機能を発揮することに求められることとなろう。しかしながら、かかる解釈を施すことにより、「指針」と会社法295条2項との抵触問題は、当面、回避され得るとしても、この議論は、より本質的な会社法上の機関権限分配の在り方に関する問題点の存在を示唆しているようにも思われる。会社法は公開会社につき、所有と経営の分離を図る観点から、株主総会万能主義を排し、法令・定款に基づく事項のみをその決議事項とする。その一方で、会社法は組織の基礎的変更や組織再編については、特別決議の形で株主の高いレベルでの意思確認を要請する。こうした観点からは、支配権の変動に関する防衛策の導入については、むしろ組織再編に準ずるものとして、株主総会の決議事項とする考え方も このような権限分配の基本的考え方からは 十分、成り立ち得るようにも考えられる。しかし、それであれば、堂々と定款改正（特別決議）を通じ、株主意思を問うことが妥当であるとの反論も当然になされよう。翻って、考えてみると、例えば新株予約権を活用した防衛策の決定権限の在り方として、会社法は、株主総会の特別決議（有利発行の場合、および定款改正に基づく場合）と、取締役会決議の二類型しか（正面からは）用意していないことに気づかされる（委員会設置会社にあつては、さらに新株、新株予約権の発行権限は執行役への委任が可能となる。もっとも、このような委員会設置会社における権限分配の在り方は、やや行き過ぎ感のあるものとして、立法論的には疑問が感じられるところである。）。その両者の中間形態である、株主総会の普通決議による意思決定形態は法定されていない。買収防衛に関する株主意思の確認といった場面（言わば、組織変更と重要な業務執行との中間的領域）において、株主総会の特別決議か、取締役会決議かといった二者択一主義は、その中間形態の無いものとして、いかにも使い勝手が悪いようにも思われるのである。このように、当該問題については、場合によっては、将来的には、立法論的な検討も視野に入れる必要があるものとも考えられるのである。なお、定款改正と特別決議による防衛

策の導入は、その株主意思確認のレベルは(株主総会の特別決議によるものとして)実質的に同レベルにあるものの、(定款に直接的根拠を有しない)防衛策導入に関する株主総会特別決議は会社法295条2項との抵触問題に限定すれば、実は、(定款に根拠を有しない)普通決議による導入と全く同一の次元の課題を有することは言うまでもない。また、近時、防衛策の導入の場面のみならず、発動の場面でも株主総会での意思確認を行うスキームが増加してきていることもあり(そのような発動時の株主意思の確認が、「指針」の株主意思の原則に照らして妥当性を有すること自体は言うまでもない。)、ここで採り上げた問題は一層、その適用範囲の拡がりを見せているのである。さらに言えば、株主総会における議題・議案の構成の一般的在り方(例えば、決議事項、報告事項以外の第三類型の議題・議案があり得るのか)にまで、当該問題の射程は拡大していく可能性があるものと言えよう。

4. 「指針」と「企業価値報告書」、「指針」と判例

続いて、「指針」と「企業価値報告書」ならびに判例との関係につき、簡単に見てみたい。

「指針」と「企業価値報告書」

「指針」は、「企業価値報告書」(平成17年版)とともに、学説、判例等を踏まえ、策定された旨、明言がなされている(p.2)。従って、その両者の内容が完全に合致しないことは、ある意味で当然と言える。細部の事項は捨象することとして、両者の内容の最も重要な差異は、次の点に求められる。すなわち、「企業価値報告書」が、(平時における防衛策の導入を前提としつつも)有事における防衛策の維持・発動の判断を取締役が行うに際し、その保身のための判断との疑いを回避するための方策として、(1) 独立社外チェック型、(2) 客観的解除要件設定型、(3) 株主総会授權型を、

「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を巡って（村田）

三者並列的に、その優劣を特につけることなくパラレルに列挙するのに対し（むしろ、その配列順序からは、明示的ではないものの、独立社外チェック型が先頭に置かれていることもあり、他の二類型よりも推奨されているかの印象も与える）、「指針」では、前述したように、株主総会決議により防衛策を導入する場合（「企業価値報告書」の(3)に相当）と、取締役会の決議により導入する場合（「企業価値報告書」の(1)(2)に相当）とで、必要かつ相当な方法によるとの推認の効果の有無において、明確な効果の相違が与えられている点である。なおかつ、「指針」においては、取締役会決議により導入する場合において、消却条件の客観性の度合と社外者あるいは独立社外者の関与の度合いにつき、両者が相補的關係に立つことが示されている。このように、「企業価値報告書」が3つの類型を単にパラレルに列挙したのに対し、「指針」は3つの類型間で法的効果につき明確な整序を行ったものと理解される（注15 もっとも、「企業価値報告書」が、直接的には防衛策発動時の取締役の恣意性排除策を類型化しているのに対し、「指針」は、防衛策導入時の適法・公正性確保策を類型化しているため、厳密には両者はその対象を異にしているかのように一見は理解され得るかも知れないが、本質的には二つの切り口は同一のものであることが、直ちに理解されよう。）。「企業価値報告書」では、その当該個所の記述に際し、必要以上に米国での判断枠組みを引用していることから窺えるように、相当程度、米国（デラウェア州等）の判例法理を我が国に直輸入しようとの意図が垣間見えるのに対し、「指針」においては、我が国の実定法秩序、会社法が採る機関権限分配に関する基本的考え方に忠実な整理がなされているものと理解されよう。

「指針」と判例

まず、「ニッポン放送新株予約権発行差止事件」との関係では、当該事案が有事の防衛策導入に関するものであることから、そもそも「指針」の射程外にあるものとして、直接的には、両者の関係は観念され得ない。し

かし、当該各決定では、傍論として、相当程度、平時導入のケースについても言及がなされており、当該「傍論」と「指針」との関係が一応、問題となる。この点に関しては、各決定が、会社支配権の所在の決定権は基本的に株主（総会）にあるという機関権限分配の基本論に立脚するとともに、企業価値を損なう明白な濫用的買収者からの防衛は取締役会権限でも可能であるとの（ただし、その場合の立証・疎明の責任は会社にある）判断枠組みを採用していることから、両者間での齟齬は、特段、見出し難い。次に「指針」公表直後に仮処分決定がなされ（東京地決平成17年6月9日）、かつ平時導入の防衛策に関する司法判断として、まさしく「指針」の射程内にある「ニレコ事件」が、検討の俎上に上る。本件では新株予約権の平時における特定基準日株主への無償交付が、買収とは無関係な株主に対しても財産的損害を与えることを主因に、著しく不公正な発行と認定され、差し止められた訳であるが、本件スキームは、まさしく「指針」が発行時に過度に株主に財産的損害を生じさせる例として例示・指摘するケースに、そのまま該当しており（「指針」p. 12。注10）、そもそも「指針」と本件司法判断の齟齬は全く観念できない（仮に、発行者が、事前に、こうした「指針」の内容を知っておれば、さすがに当該スキームの採用は取り止めたであろう）。最後に、「指針」と「日本技術開発事件」決定（東京地決平成17年7月29日）との関係を簡単に見ておこう。当該決定は、既に有事の事例であり、また取締役会決議無効確認請求権を本案とする仮処分申立てであるとともに、株式分割と、株式公開買付の買付条件変更や撤回の関係といった証券取引法（金融商品取引法）上の論点も絡んだ事案であることから、裁判所はおそらく「指針」の射程外にある事案との認識を有していたものと思われる。その意味で、そもそも両者の関係を論ずる実益は無いのかも知れないが、一点、気にかかることは、（有事・平時で基本的な部分では判断枠組みは異ならないとの前提に立った場合において）当該決定が、会社に回復し難い損害をもたらす濫用的買収であることにつき、会社側が立証・疎明した場合に、有事の取締役会権限による防衛策導

「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を巡って（村田）

入が可能であるというニッポン放送事件で採られた厳格な判断枠組みを、諸要素の総合的判断による相当性基準を採用することにより、一見、緩和しているようにも読める点である。この点で、当該決定は直接的には、「指針」というよりは、先行決定との齟齬が問題となり得る訳ではあるが、「指針」の採る権限分配の基本論ともその考え方において、若干の齟齬を来しているようにも、その読み方次第では、評価可能なものと言えよう。なお、直近では、平成19年6月・7月・8月にスティール・パートナーズ・ジャパンがブルドックソースによる買収防衛策導入の差し止めを求めた事案があるが、当該事案は、有事導入の事案であるため、形式論としては「指針」の射程外にある。しかしながら、その申立ての却下・棄却という結論の妥当性は是認されるとしても、東京地裁や最高裁の判断は格別、特に東京高裁の保全抗告決定において、株主利益最大化原則への疑念の表明や、会社側の高度の疎明を欠いた濫用的買収者の認定がなされたことは、我が国の会社法が採る総体的考え方や、「指針」の基底にある基本的思想と十分、整合的な判断であったとは必ずしも評価し得ないであろう。東京高裁としては、むしろ、株主総会の特別決議の形で、株主総体の意思が現経営陣に与ることが十分に推認される点や、スキームが買収者の財産権保護に配慮したものであったことのみを理由として同様の結論を導くべきであったと考えられる。

5. 「指針」の見直し論について 「企業買収動向研究会」の 「企業買収動向に関する調査研究」を中心として

企業買収動向研究会は、その「報告」（「企業買収動向に関する調査研究」）で、結論としては、「指針」につき現時点で見直す必要はないと考えられるものとした。その判断に至るロジックの幹は、「指針」が、策定前後の判例の採る考え方や、策定後の法改正との関係に照らしても、その基本的考え方において見直しの必要性はないとの前提検証の上で、要するに

我が国では、適正な買収防衛策の運用に関するインフラの整備（判例の蓄積や、社外取締役・独立取締役の活用）が米国のようには進んでおらず、そのような我が国の現状認識の下では、株主意思の原則を必要なものとして維持することも止むを得ないという点に求められるであろう。筆者は、当面「指針」の見直しの必要はないとする「報告」の結論には賛成するものであるが、そのロジックには、些かの違和感を覚えるものである。仮に、（現行の我が国の実定法体系が維持されているという前提の下で）インフラ（独立社外役員の普及や、取締役の忠実義務に関する司法判断の蓄積）の整備さえ進めば、「指針」は見直すべき、あるいは見直しが可能なのであろうか。既に、本稿で確認したように、「指針」が、現在の我が国の会社法が採る機関権限の分配に忠実（あるいは素直に）に構成されている以上、仮に「報告」の述べるインフラの整備が進んだとしても、会社法自体が（それも、その基本において）改正されるならば格別、そうでないならば、「指針」の採る株主意思による防衛策に優位性を見出すという基本構成を変更することは不可能なものと考えられるのである（注16 我が国の取締役会の権限の法的位置づけそのものの再検討が必要であるとするものとして、森田章「公開企業の取締役会権限の優越性 敵対的企業買収の防衛策を中心として」『商事法務』No. 1785, 2006年12月5日, pp. 20-31.）。もっとも、独立取締役の普及や、司法判断の蓄積といったインフラ整備は、おそらく我が国では将来的にも抜本的には期待し難いであろうから、「報告」の採用するロジックに依拠したところで、結果においては「指針」の見直しは必要ないという点で相違は生じないようにも考えられるのである。

「報告」に即しながら、もう少し個別的な論点につき、検討を加えていきたい。「報告」は、「指針」と法改正や判例との関係を踏まえた見直しの必要性につき検証する。まず、判例との関係では（本稿でも若干の検討を行ったように）両者間の内容に概ね矛盾はないものとの評価が与えられ、この観点からの見直し必要性はないものとの判断がなされている。また、

「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を巡って（村田）

法改正との関係では、会社法との関係では、新株予約権制度や種類株式制度に関する新会社法での制度整備・多様化を踏まえても、「指針」の内容に大きな影響はないものとされる（もちろん、「指針」の引用条文の形式的入れ替えの必要はある。）とともに、金融商品取引法（旧証券取引法）の公開買付規制等に関する改正実施（平成18年12月）についても「指針」へ大きな影響を与えるものとの評価はなされていない。この点につき筆者の若干のコメントを加えると、まず会社法関係では、三角合併の解禁はそもそも友好的買収に（少なくとも形式的には）分類されるため「指針」の射程外に置かれるとともに、新会社法が新たに用意した手法（取得条項付新株予約権発行等）は基本的に買収防衛側のメニューを増やすものであり、少なくともより闊達な防衛策の導入を可能とする方向での「指針」の見直しの必要性の根拠とはならないものと考えられる。一方の公開買付規制等の見直しであるが、改正の影響を評価する前提として、買収・買収防衛に関する枠組みに関する各国法制の大きな絵柄（類型）の確認をしておく必要がある。この点に関し、我が国・米国・EUの法制が描く構図を、極めてラフではあるが対比してみると、まず米国では濫用的買収の入り口での排除策としての全部買付義務（公開買付）は課されない中、取締役会の権限による防衛策の導入の幅広い容認と防衛策発動時の司法による統制（取締役の忠実義務違反の認定等による）によってバランスが図られている。EUでは濫用的買収排除は主に、入口での全部買付義務の強制（統一基準）により図られるとともに、防衛策の導入の難易度は各国毎に相当程度、区々な状況にある（注17 EUとアメリカの企業買収法制につき概観するものとして大杉謙一「株式の大量取得行為に対する法的規制のあり方」『江頭憲治郎先生還暦記念・企業法の理論（下巻）』有斐閣、2007年1月、pp. 10-15。また、EUの公開買付規制につき、北村雅史「EUにおける公開買付規制」『商事法務』No. 1732、2005年5月25日、pp. 4-12。）。そして我が国は、入口での全部買付義務は課さず、会社法上の防衛策（対抗措置）のツール（法的手段）は充実しているとともに、その導入判断につ

いては株主意思の尊重が強調される。入口で買収者に対し全部買付義務を課すことは、(敵対的買収か友好的買収かにより、法制を区別することが法技術的に困難であるとの前提のもと)友好的な、あるいは企業価値向上に結びつく買収活動までも一律に阻害してしまう可能性が強い。そして、買収防衛策の発動につき株主意思重視の原則を基本とする制度設計は、何よりも、内外の機関投資家の選好に適合的な考え方である(とともに、経営者は株主多数の意思を掴めば、相当確実に、買収防衛が可能となるため、経営サイドにとってもメリットは大きなものと言えよう)。このように、極めてラフな各国制度比較の中ではあるが、「日本型」の現行制度設計は、現在の我が国が置かれている状況や諸課題に照らし、最もバランスの採れた優れた制度設計と評価可能であろう。このように優れた現行制度設計の基本を見直す実益はない。こうした観点からは、平成18年の公開買付に関する全部買付義務の導入は、あくまで3分の2以上の買付に対しそれを強制するものであり、(3分の2押さえられれば、既に勝負は決している訳であるから)その点、欧州の全部買付義務とは、その次元を異にするものとして、我が国の制度設計の根幹を揺るがすものとは決して言えないのである。

「報告」では、買収防衛局面における取締役の行動を規律する概念として、その忠実義務を重視する意見と、株主意思を重視すべきとする意見があった旨、両者を対立的なものとして紹介されている。また、米国会社法における忠実義務(Duty of Loyalty)と、我が国会社法における善管注意義務との同質説を通説とする忠実義務との質的相違が指摘されている。しかし、ここで留意すべきは、仮に、我が国における忠実義務につき(善管注意義務との)異質説的理解に立ったとしても、それは両義務の働く場についての一定の棲み分けを意味するだけであり、一般論としては必ずしも取締役の行動を規律する法理としての忠実義務の強度の増加までは意味しないという点である。もし、我が国において取締役の忠実義務を株主意思に代替し得るまでの義務として高めるには、単に同質説・異質説の対立と

「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を巡って（村田）

いった次元を超え、（買収防衛局面に限定されない一般化された）忠実義務そのものの強度の飛躍的向上、あるいは場合によっては忠実義務の対象先の拡大（取締役等から直接的に株主への忠実義務を観念する）を図る必要があるのであろうが、果して、そのような解釈変更が可能なのかは疑わしいものと言えよう（注18 そのように、買収防衛局面に限定されず、一般化された忠実義務の強化を実務・産業界は許容出来ないであろう。なお、日米の忠実義務を比較し、近時のデラウェア州最高裁の新判断に、日本の基準への近似傾向を見てとるものとして、正木義久・野崎竜一「日米フィデューシャリー義務の変容と比較」『商事法務』1804号、2007年7月5日、pp. 30-41。）

「報告」では、防衛策としてのライツプランとの比較の観点から、第三者割当増資や、株式持ち合い等が検討の俎上に上っている。まず、第三者割当増資についてであるが、それがライツプランとの比較において著しくルール整備状況において劣後しているとの理解があるとすれば失当である。既に見たように、「指針」は新株発行による（すなわち、第三者割当増資を含めた）防衛策もその統一的射程に収めている訳であるし、当該分野こそ、（新株予約権を使ったスキームに比べ）判例法（主要目的ルール）の蓄積が進んでいる領域である。特に「報告」が、第三者割当増資につき、そのルール整備を望ましいとする点については、それが買収局面のみに止まらず一般化されていく可能性も高い以上、極めて慎重な検討を要するものと考えられる。なぜなら、第三者割当増資は、企業の資金調達機動性確保の観点から、公開会社の株主に株式引受権のない我が国においては、もちろん、公募増資による調達の比重は高まってはいるもの
なお、今後とも十分な需要が見込めるからである。しかしながら、一方で、「報告」が買収防衛の手段としての、適切に設計・運用されたライツプランの（第三者割当増資に対する）優位性を説くことも、また首肯し得るものである。なぜなら、買収防衛局面での第三者割当増資の実行は「確実に」既存株主一般の権利希釈化を齎す一方、ライツプランであれば、

少なくとも発行時点での希釈化は生じないし、またもしプランが(消却されず)発動されたとしても持株数比例で権利付与がなされている設計においては基本的に既存投資家につき希釈化は生じないこととなる(注19 仮に敵対的買収者のみ新株予約権の行使が出来ないとすれば、むしろ他の株主については持ち分の増加が生ずることとなる。しかし議決権以外のこうした買収者の権利を制約する設計の財産権保護の観点からの問題性については前述のとおり。)。そもそも、適切に設計されたライツプランと第三者割当増資を有事の局面で比較すること自体、ナンセンスなものと言えよう。

次に、株式持ち合いについてであるが、まず、その経済的な効果に関しては、「報告」においても指摘されるように、一定程度の持ち合いが、市場の需給を改善し株価にプラスの影響を与えることがある一方で、場合によっては過度の持ち合いが資本効率を歪めることも事実であろう。要するに、各企業・業種の置かれている環境により、また持ち合いの程度・態様とも相俟って、持ち合いが市場や投資効率に与える影響も区々であって、その功罪を一律的に論ずることには馴染まない。従って、仮に副次的に買収防衛の効果が生ずることが有るとしても、個々企業の持ち合い状況に関する評価はマーケットに委ねることで足り、一律的規制の導入・強化は不必要なものと考えられる。我が国の会社法制では、予てより、株式持ち合いに関しては、甲会社が乙会社の25パーセント超の議決権ある株式を保有する場合、乙会社はその保有する甲会社の株式につき議決権を行使できないものとする、いわゆる25パーセントルール(会社法308条1項、会社法施行規則67条1項)が定着しており、これを超えた更なる法的な規律を導入する必要性は見出せない。

「報告」は、平時導入の買収防衛策のみを射程内に置く、現行の「指針」につき、今後、有事・平時の区別の必要性について再検討することも考えられるとの指摘を行っている。実態的にも、有事と平時の区別は容易でないことがある。そもそもが、敵対的か友好的かという区別についてさえ、買収側と防衛側で、敵対的か友好的かの解釈が分かれたり、買収の途

「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を巡って（村田）

中段階から経営陣の一部が切り崩され買収側につくことにより、敵対的買収が友好的なものに変容したり、あるいはその逆のケースが生ずることも、往々にして見られるところである。「指針」が提示する三原則（1．企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則，2．事前開示・株主意思の原則，3．必要性・相当性確保の原則）が平時導入のスキームには妥当して、有事導入のスキームには妥当しないという理由は見出し難い。平時導入・有事導入に相違があるとすれば、現実問題として有事になってからでは、十分な内容と考慮時間を確保した株主への事前開示が困難であることや、株主総会の開催が現実的に困難なため、取締役会が緊急避難的に防衛策を採らざるを得ないケースが増加せざるを得ないという、いわば「指針」の適用・運用（当て嵌め）面での相違が生ずるに過ぎないようにも考えられる。もちろん、逆に、平時導入だからと言って、有事導入に比べ、スキーム導入のハードルが低くなるものでもなかろう。いずれにせよ、「指針」の射程範囲については、その原則の基本 特に株主意思の原則 については、平時・有事共通のものとして維持しつつ、有事導入のものをも対象に回収していくことが、その汎用性の向上の観点からは妥当なものと考えられる。