

企業買収における取締役の賠償責任（1）

村 上 康 司

- 第1章 はじめに
- 第2章 企業買収に関するルールづくりについての国内の取組
 - 第1節 行政による取組み
 - 第2節 「報告書」および「指針」以後
 - 第3節 小 括
- 第3章 わが国の買収防衛策および裁判例の議論状況
 - 第1節 序 論
 - 第2節 裁判例の状況
 - 第3節 学説の状況
 - 第4節 小 括 (以上本号)
- 第4章 アメリカにおける裁判例と議論の推移
- 第5章 EU およびドイツにおける裁判例と議論の推移
- 第6章 買収防衛策と対象会社取締役の責任
- 第7章 おわりに

第1章 はじめに

敵対的買収についての議論が脚光を浴びて久しいが、裁判例や諸種の関係機関の取組みにより一定のルール作りがなされてきたものの、今なお新たな問題が次から次へと発生している。敵対的買収防衛策の導入を検討する企業の数が増加傾向にある。実際、今年度の株主総会時点で、買収防衛策を導入した企業数は、500社以上にのぼる¹⁾。

一般的に、敵対的買収が増加したのは、わが国の企業構造が変化したこと起因する。バブル崩壊の過程において、とくに90年代後半の不良債権処理に伴う金融機関の保有株式売却などにより多くの企業において株式の持合構造が解消され、いわゆる安定株主比率が大幅に減少し、同時に海外

の機関投資家(外資)の株式保有比率が増加した²⁾。

企業買収というと、かつてはそのマイナスイメージから企業の経営者ならびにステークホルダーに対して不安感を与える部分もあった。しかし、企業買収や合併は、現在では次第に、経済社会に上手く順応するため、あるいは効率的な経営を行うための経営戦略として認識されつつある。実際、日本でも企業買収や合併を企業経営の中核に据え、内外に展開する企業が見られる。また、企業買収を仕掛けられるだけではなく、外国企業に対しても積極的に仕掛けていく企業が稀ではない。さらには、企業買収に関するアドバイザー業務をみても国内金融機関の活躍が目立っている。

こうした中、わが国の企業買収ルールに目を向けてみると、社会情勢の変化に必ずしも即したルールが十分に整備されているわけではない。わが国の会社法も、様々な点において現代化がなされ、そこでは敵対的買収に利用が考えられるスキームがいくつか示されているが、敵対的買収の問題について、直接的・明示的な企業買収ルールは何も提示されていない。

また、買収防衛策にあたっては、どの機関がどのような役割を担うべきなのかについても一つの固まった結論が必ずしも導かれているわけではない。企業買収の中には、当然企業価値ひいては株主共同の利益にとって、好ましくないものもありうるものであり、そのような買収提案は、適切に防衛策を講じることができる状況が望ましい。しかし、買収防衛策を採用するにあたっては、取締役に対し無制限にその権限を認めるわけにはいかないのも事実である。したがって、どのような範囲において取締役は買収防衛策を講じることができるのか、また、買収防衛策を採った取締役が責任を負うべきは、いかなる場合であるかについて検討する必要がある。好ましい買収は阻止せず、好ましくない買収は阻止するという命題を実現するためには、会社の関係者の中でも、とりわけ会社の経営者である取締役の担う役割は大きく、重要である。

買収防衛策が、裁判所との関係で主として問題となる局面は、買収防衛策の導入・発動の局面、および発動後の局面である。そこで、買収防衛策

について考えられる争点は、買収防衛策の導入・発動の局面においては、差止めの仮処分が、発動後の局面では、取締役に対する損害賠償請求が主となると思われる。差止めの仮処分についての議論は、いくつかの裁判例を通じて、これまでも盛んに行われてきた。一方で、買収防衛策が発動され、その後の損害賠償請求となった場合についてまでの議論は、積み上げられているとは言えない。もっとも、買収防衛策の発動権限をどのように理解するかによって結論が異なり得るし、また、買収防衛策が実際に発動されることが少なく、それによって損害賠償請求という事態が見られないという理由があるかもしれない。しかしながら、相当数の企業が買収防衛策を備えているという現状をかんがみると、今後、発動に至った場合に、取締役が損害賠償責任を追及される事例も予想される。取締役は、自己の利益を守るために不合理な買収防衛策を安易に採るような場合には、損害賠償責任が生じ得ることが明らかになれば、それだけ規律ある行動を期待することができることになる。したがって、買収防衛策発動後の状況についても、検討を試みることは、有益なものと考えられる。

具体的には、わが国の取組み(第2章および第3章)、わが国の企業買収ルール形成に大きな影響を与えていると思われるアメリカの制度(第4章)、および近時企業買収ルールを整備しつつあるEU(第5章)について検討し、わが国の到達点を確認するとともに取締役の責任という観点から企業買収制度のあり方を模索することにする(第6章および第7章)。

第2章 企業買収に関するルールづくりについての国内の取組み

第1節 行政による取組み

企業買収に関するルール作りの取組みの一環として、2005年5月27日に、「企業価値報告書³⁾」(以下、「報告書」という)が企業価値研究会(座長: 神田秀樹教授)から公表され、同時に「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⁴⁾(以下、「指針」という)が経済産業省および法務省から公表され、この後、大きく注目を集めることとなった。

「報告書」は、敵対的買収は、委任状勧誘合戦がほとんど行われていないわが国⁵⁾においては TOB (Takeover Bid) から始まることが多いとし、これがその条件次第では企業価値を損ねる買収の実現となりうることを指摘する。そして、買収防衛策が、買収提案の対象となった会社の経営陣に経営を委ねた場合よりも企業価値を損なうような買収提案を排除するために採られたものであれば合理的であるとする⁶⁾。すなわち、企業買収とは、買収者の提案と現経営陣の経営方針のどちらが企業価値を高めるかについての、株主による比較検討の局面であり、防衛策の合理性の判断基準としては、企業価値を毀損する買収提案を排除するものであれば認められるべきであるが、反対に企業価値を高める買収提案は排除してはならないという基準(いわゆる「企業価値基準」)を適当としている⁷⁾。

一方、「指針」は、基本的に株主の意思を重視して、適法で合理的な買収防衛策の在り方を提示し、買収に関する公正なルールの形成を促すことを目的としているものである⁸⁾が、法的拘束力があるわけではない。しかし、企業の買収防衛策の検討にあたっては「指針」に沿った形で行われることが多く、事実上法ルールとして捉えられている⁹⁾。「指針」によると、買収防衛策が認められるためには、以下の条件を満たす必要がある。すなわち、買収防衛策の導入、発動および廃止は、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、または向上させる目的をもって行われなければならない(企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則)、アカウントビリティ(説明責任)の強化により、買収防衛策の適法性および合理性を確保するために導入に際して目的、内容等が具体的に開示され、株主等の予見可能性を高めなければならない(事前開示の原則)、企業価値を維持するための(企業価値を損なう買収提案に対する)買収防衛策が、認められる場合にあっても、株主の合理的な意思に依拠しなければならない(株主意

思の原則)、買収防衛策による弊害を防止するため、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などに配慮し、必要かつ相当な方法によらなければならない(必要性・相当性の原則)。

「報告書」および「指針」の言及する「企業価値」という言葉の多様性も、基準としてはやや不明確であり、企業買収における議論の錯綜に拍車をかけた面があることは否定できず¹⁰⁾、企業価値研究会においても定義づけが検討されてきた。そもそも、「報告書」によると、「企業価値は、株主価値とステークホルダーに帰属する価値の合計であり株主価値と企業価値は同じではない」(企業価値報告書第二章第二節3)といい、また「企業価値とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう」(企業価値報告書第二章第二節3)とされ、他方で「指針」では、「企業価値、ひいては、株主共同の利益」(買収防衛策指針)と、株主レベルでの利益とならべて使用されることもある。その結果として、取締役、既存株主、買収者その他の各会社関係者が「企業価値」維持・向上という錦の御旗の下、相対立・抵触する自己の主張を繰り広げるということも少なくなく、実務において「企業価値」の概念が必ずしも有効な行為規範形成に寄与してはいなかったと指摘される¹¹⁾。確かに、その会社に存在するという「企業価値」は、論者によってどこに重点を置くかによって捉え方が様々であったといえる。

第2節 「報告書」および「指針」以後

企業価値研究会は、現在に至るまで活動を継続しており、「報告書」および「指針」公表以後も新たに明らかとなってきた問題点についても議論を重ねている。そして、2008年6月、同研究会は、「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」(以下、「新報告書」¹²⁾)とする。)についてレポートを公表した。「新報告書」は、基本的に「指針」において使用される用語の概念を踏襲している。

ここで、注意しておかなければならないのは、「指針」は、買収開始前

における買収防衛策の「導入」についての考え方を示したものであって、買収防衛策が「指針」に従って導入されたとしても無条件にその「発動」が許容されるとするものではなかったということである¹³⁾。また、「指針」では、買収開始後に導入される買収防衛策についてまでは、そもそも検討対象とはされていなかったことに留意しなければならない¹⁴⁾。

さらに、かねてより基準としてはやや不明確と考えられ、何らかの定義をおくべきではないかとの議論のあった「企業価値」という用語につき、企業価値研究会は、「新報告書」において、「企業価値」とは、概念的には「キャッシュフローの割引現在価値」を指すことを明らかにした¹⁵⁾。この概念を恣意的に拡大して、「指針」および「新報告書」を解釈することのないよう留意すべきとする¹⁶⁾。「新報告書」は、「企業価値、ひいては、株主共同の利益」について、「共同の利益」であるから、一人の株主の利益が改善されたとしても、他の多くの株主の利益を毀損する場合には、「株主共同の利益」が毀損されるという判断が成立することもあり得るとし、「ひいては」とは、上記で定義した「企業価値」が増えることの結果、「株主共同の利益」が増えるという場合を想定している。そのため、「企業価値」が増えようが減ろうが、そもそも「株主共同の利益」が減少する決定は、「新報告書」では支持できないとする¹⁷⁾。企業価値は減るが株主共同の利益は増えるという場合も想定され得るが、「指針」と同様、「新報告書」では、この場合は議論の対象外としており、その是非について判断を加えていない¹⁸⁾。

上記のような研究会の想定する買収防衛策の目的に反して、株主共同の利益を向上させる買収を阻害することにより、経営陣の保身を図ることを目的として買収防衛策が利用されることは、許されるものではない。

一方、実務の動きに目を向けると、「報告書」および「指針」の公表後、企業において、買収防衛策の導入が進展し、それと同時に買収防衛策をめぐる争いにつき司法判断がなされる事例も見られるようになってきた。研究会座長である神田教授の説明によれば、「新報告書」は、こうした実務

の現状を踏まえた上で、基本に立ち返り買収防衛策についてごく当たり前のことを述べたにすぎない、との立場を採っていることがわかる¹⁹⁾。「新報告書」の内容は、政策論と取締役の行動規範について、以下のように提言する。

買収局面において取締役がどのように行動すべきかは、買収提案の内容や買収者の性質等によって異なり得るものであり、個別性が強い。したがって、画一的なルールを示すことは困難であり、買収防衛策を運用する際の基本的な考え方が提示される。

取締役会は、株主共同の利益の確保・向上に適わない場合であるにもかかわらず、株主以外の利害関係者の利益に言及することで、買収防衛策によって保護しようとする利益を不明確としたり、自らの保身を目的として発動要件を幅広く解釈してはならない。

取締役会は、被買収者の資産を買収者の債務の担保とすることや、被買収者の遊休資産を処分し、その処分利益をもって高配当をさせることが予定されているなど、それのみでは当該買収が株主共同の利益を侵害するとまでは言い難い理由のみをもって、買収防衛策の発動が必要であるとの判断を行ってはならない。

取締役会は、合理的な範囲を超えて買収提案の検討期間をいたずらに引き延ばしたり、意図的に繰り返し延長することによって、株主が買収の是非を判断する機会を奪ってはならない。

取締役会は、当該買収提案が株主共同の利益を向上させるものか否かという観点から、買収条件、買収が株主共同の利益に与える影響等の買収提案の内容や、買収者の属性・資力等について、真摯な検討を行わなければならない。

取締役会は、買収条件の改善により当該買収提案が株主共同の利益に資するものとなる可能性がある場合には、買収条件の改善に向けて、買収者との交渉を真摯に行わなければならない。

取締役会は、株主共同の利益を向上させる買収提案であると判断し

た場合には、株主総会で株主の意思を問うまでもなく、直ちに買収防衛策の不発動を決議しなければならない。

取締役会は、株主が買収の是非を判断できるよう、買収提案に対する取締役会の評価等について、できるだけ事実に基づいて、株主に対する説明責任を果たさなければならない。

取締役会は、特別委員会を設置する場合は、現経営陣からの独立性を実質的に担保するとともに、その勧告内容に従うという判断に関する最終的な責任を負わなければならない。

第3節 小 括

後述するように、わが国では買収防衛策について最高裁判所が一定の判断を下したことから(ブルドックス事件)、買収防衛策の発動の最終判断は、株主総会の承認に基づくものとするほうがよいとの傾向がある。現に、少なくない企業が最終判断を株主総会に委ねる形態の買収防衛策へと変更を行っている²⁰⁾。しかし、安易な株主総会への依存は、結果として経営陣の規律を緩め、市場においても効率的な経営を行う動機づけを損ねてしまうおそれがある。この問題意識から、「新報告書」は、特に経営陣の行動規範について、検討を試みている。「新報告書」は、買収防衛策は、株主の合理的意思に依拠すべきであり、買収の是非に関する判断は、最終的には株主が行うべきであるとする²¹⁾が、株主総会の決議を重視しすぎるがあまり、安定株主工作を助長してしまうなどがあって株主の利益を害してしまう結果を招きかねない。また、強圧的な買収提案である場合など、株主の合理的意思に期待できないことも起こりうる。

これまでの取組みを、より突き詰めてみると、買収防衛策が、必要となった場合には、善管注意義務を負っている取締役の責任において発動することができ、その買収防衛策が相当なものであったかどうかは司法判断に服する、取締役に善管注意義務違反が認められる場合には、損害賠償責任を負うという構成が導かれると思われる。以下、このような観点

から、わが国の学説および裁判例の状況を考察することにする。

第3章 わが国の買収防衛策および裁判例の議論状況

第1節 序 論

平成13年商法改正以前、わが国で企業買収防衛策をめぐって展開された議論は、主として新株の不正発行に関するものであった。そこでは、「著しく不正な方法」による新株の発行(会社法210条)として差止めの仮処分が認められるか否かを判断するための基準として、いわゆる「主要目的ルール」と呼ばれる判断枠組みが裁判例によって形成されてきた²²⁾。「主要目的ルール」とは、新株・新株予約権発行を行う正当な目的(たとえば事業のための資金調達)と不当な目的(たとえば経営陣の支配権の維持)とを比較して、不当な目的が優越する場合には不正発行とする判断枠組みである²³⁾。現実には、会社に具体的な資金調達目的がある限り、支配権の維持が主要目的であると認められにくく、結果的に新株・新株予約権の発行はおおむね認められてきた。この判断枠組みは、会社法が制定された現在においても、平成17年改正以前の議論が依然として通用するものと思われる。

第2節 裁判例の状況

これまでのわが国における議論では、支配権に争いのある場合における取締役の新株・新株予約権の発行権限については、定説が固まっているとは言いきれず、また、その場合に取締役が善管注意義務違反を問われうるのかについても明らかではない部分がある。そのような中で、企業買収・再編が活発となり、わが国にも本格的に、敵対的買収と呼ばれる事例が現れるようになってきた。敵対的買収に対する買収防衛策について、次第に関心が強まってきた。買収防衛策について、議論は、買収防衛策の導入・発動についての差止めの仮処分の可否に集中している面がある。そこ

で、以下では、まず、買収防衛策に対する差止めの仮処分について、ニッポン放送事件以後の特徴的な裁判例を概観する。買収防衛策について、学問的にも社会的にも注目を浴びる契機となったのが、ニッポン放送事件である。

(1) ニッポン放送事件(東京高決平17年3月23日判時1899号56頁)

債務者Y(ニッポン放送)の株主である債権者X(ライブドア)が、新株予約権の発行に関して、株主総会の特別決議を経ずに「特二有利ナル条件」により発行することは、法令違反であること、および「著しく不公正ナル方法」による発行であることを理由に、本件新株予約権の発行について差止の仮処分を求めた。仮処分決定、異議審決定ともにXが勝訴し、Yが保全抗告を申し立てた。

〔東京高裁決定判旨〕

「商法上、取締役の選任・解任は株主総会の専決事項であり(平成17年改正前商法〔=筆者注〕254条1項,257条1項)、取締役は株主の資本多数決によって選任される執行機関といわざるを得ないから、被選任者たる取締役に、選任者たる株主構成の変更を主要な目的とする新株等の発行をすることを一般的に許容することは、商法が機関権限の分配を定めた法意に明らかに反するものである。この理は、現経営者が、自己あるいはこれを支持して事実上の影響力を及ぼしている特定の第三者の経営方針が敵対的買収者の経営方針より合理的であると信じた場合であっても同様に妥当するものであり、誰を経営者としてどのような事業構成の方針で会社を運営させるかは、株主総会における取締役選任を通じて株主が資本多数決によって決すべき問題というべきである。」

「会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において、株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者又はこれを支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株予約権の発行

がされた場合には、原則として、商法280条ノ39第4項が準用する280条ノ10にいう『著シク不公正ナル方法』による新株予約権の発行に該当するものと解するのが相当である。

もっとも、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権発行が許されないのは、取締役は会社の所有者たる株主の信認に基礎を置くものであるから、株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする発行も不公正発行に該当しないと解すべきである。」

〔検討〕

本決定は「取締役自身の地位の変動がかかわる支配権争奪の局面において、果たして取締役がどこまで公平な判断をすることができるのか疑問である」とし、支配権に争いのある場合において誰に会社の経営を委ねるかについては、「株主が資本多数決によって決すべきである」と述べ、いわゆる機関権限分配秩序論を展開している。会社に支配権争いがある場合、その帰趨は株主によって決せられるべきとの考え方は、のちに続く裁判例にも裁判所の基本的な立場として継承されていくこととなる。

一方で、ニッポン放送事件においては、従来の主要目的ルールを踏襲しつつも、支配権の維持・確保が主要な目的であると認定されるような場合においても、不公正発行に該当しないとされる「特段の事情」とはどのような場合をいうのかにつき、いくつかの言及がみられる²⁴⁾。

東京高裁は、「敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難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」、すなわち、具体的には買収者がグリーン・メイラーである場合、買収者が対象会社の知的財産や顧客等を収奪するための手段として買収を仕掛ける場合、敵対的LBO(Leveraged Buy Out)の場合、解体型買収の場合という取締役会に敵対的買収の防衛策の権限がある場合の4類型を挙げている。このよ

うな場合に、会社は企業価値を損ねないために、取締役会には防衛策を講ずる権限があるということを肯定した。しかし、この4類型については、個別具体的に類型を見ていくと、いくつかの批判がなされ得る。たとえば、藤田教授によると、 類型は、買収者が会社の支配権取得後に、法人格を別にしたままで（おそらくは少数派株主も残存させたままで）、会社財産を自己の債務の弁済に流用するような、実質は横領・背任に近い行為を指すと解すべき²⁵⁾とされる。

また、 類型に関していえば、遊休資産を処分し、処分代金を配当することは、フリー・キャッシュフローを株主に還元しているということであり、社会的に効率的な行為ではないのかという疑問が生じるとの田中准教授の指摘²⁶⁾は的確である。濫用的な買収者に該当とは、遊休資産を売却してフリー・キャッシュフローを分配するための買収を意味するのではなく、(i) 売却する資産は実際には事業に必要な（あるいは将来の投資の資金源として必要な）ものであり、(ii) これを処分することは一時的には高配当につながるが、将来的には企業の稼ぎ出すキャッシュフローを減少させて企業価値を下げる、(iii) しかし株式市場はそのことに気づかず、フリー・キャッシュフローの還元であると誤解して株価が一時的に高騰する、(iv) 株価が下落する前に買収者は売り抜けをする、(v) 以上(i)~(iv)のような行為を行う目的で、敵対的買収を行うといったごく限られた場合を意味する²⁷⁾と解するのがよさそうである。

結局、本決定が例示する4類型は、あくまでもこれらの場合にのみ買収防衛策が許されるという趣旨ではなく、4類型のいずれかに該当する場合であって、「会社を食いものにする」ようなケースを裁判所は想定しているとみられ、その他の場合にも買収防衛策が許される場合はあると理解できよう²⁸⁾。

(2) ニレコ事件（東京高決平成17年6月15日判時1900号156頁）

本件は、ジャスダックに上場する制御機器メーカー（債務者Y）の株式

約3%を保有する投資ファンドである債権者Xが、Yに対し、平時導入・有事発動型の敵対的買収防衛策としての新株予約権の発行に対して、商法が定める機関権限の分配秩序違反、取締役の善管注意義務・忠実義務違反等の法令に違反すること、「著しく不公正ナル方法」(平成17年改正前商法280条ノ39第4項, 280条ノ10)によるものであることを理由として、これを仮に差し止めることを求めた事案である。

原審(東京地決平成17年6月1日判タ1186号274頁)は、仮に差し止める決定を下したが、Yが仮処分異議の申立てを行った。異議審(東京地決平成17年6月1日判タ1186号265頁)は、原審仮処分決定を認可したため、Yが保全抗告の申立てを行った。

〔判旨〕

「取締役会は、株主割当ての方法で新株予約権を発行し(平成17年改正前〔=筆者注〕商法280条ノ20第2項12号)、また、新株予約権に譲渡制限を付する(同条同項8号)権限を有している。そして、新株予約権の権利内容(行使期間、権利行使の条件、消却の事由・条件)や利用方法について、商法上特段の制限は加えられていない。したがって、濫用的な敵対的買収に対する防衛策として、新株予約権を活用することも考えられないではない。… 中略 …

本件プランが、債務者の主張するように、本件新株予約権の付与制度によって、買収者をその買収実施前に一時停止させて、取締役会と買収条件等につき真摯に交渉することを動機づけ、買収者に交渉機会確保措置を講じさせる予防的機能を有することは一応認められる。

しかし、濫用的な買収から企業を防衛するために新株予約権を行使させ特定株主の持株比率を低下させることは、とりもなおさずその時点における経営者又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持・確保することになるものであり、その上、上記説示のような本件新株予約権行使の要件や効果からすると、債務者における既存の取締役会ないしその支持株主の経営権を維持確保することも重要な目的となっていること

は否定できないところである。

取締役は会社の所有者である株主と信認関係にあるから、上記権限の行使に当たっても、株主に対しいわれのない不利益を与えないようにすべき責務を負うものと解される。

ところが、本件新株予約権は、その発行価額を無償、権利行使価格を1円とし、しかも、大量に発行されるものであって、次のとおり買収と無関係な株主が不利益を受けるおそれがあるものである。… 中略 …

本件新株予約権は、前記認定のとおり、平成17年3月31日時点の株主に対して無償で1株につき2個を割り当て、新株予約権の行使の要件が充たされたときには、1個当たり1円というほとんど無償に近い価額で債務者の株式1株を取得することができる権利であり、株式分割と同様に会社資産に増加がないのに発行済株式総数だけが3倍に増加するという効果を生じさせるものである。したがって、将来、新株予約権が消却されることなく、現実にこれが行使されて新株が発行されたときには、債務者の株式の価額は、理論的にはその時点で時価の3分の1程度に下落する可能性が存在する(もっとも、現実の株価水準は、債務者の業績、将来性、将来の本件新株予約権消却の可能性、敵対的買収者出現の可能性等の様々な要因を織り込んで推移するものであるから、将来の一時点で株価が一気に3分の1に下落すると断定することはできないものの、相当程度大幅な下落の可能性を否定することはできない。)

したがって、新株予約権の権利落日(平成17年3月28日)以後に債務者の株式を取得した株主は、平成20年6月16日までの間に本件新株予約権が消却されずに、新株予約権が行使され新株が発行されたときには、当該株主が濫用的な買収者であるかどうかにかかわらず、債務者株式の持株比率が約3分の1程度に希釈されるという危険を負担し続けることになる。そして、本件プランによれば、新株予約権の行使の要件が将来充足される事態が発生するか否か、いかなる時点において充足されることになるのかは予測不能であるから、その確率がかなり低いものである

としても、いずれの日にか上記の新株予約権が行使されて債務者株式の持株比率が約3分の1にまで希釈され、株価が大きく値下がりするという危険性を軽視することはできない。また、そのような事情が、今後約3年間にわたって株式市場における債務者株式の株価の上昇に対し、上値を抑える強力な下げ圧力として作用することも否定できない。

そうすると、上記のような不安定要因を抱えた債務者株式(その上、本件新株予約権がその適切な対価を払い込むことなく無償交付されるため、その価値に相当する分だけ価値が低下している。)は投資対象としての魅力に欠ける、買い意欲をそそられない株式となり、購入を手控える傾向が高まるものと考えられ、その結果、当該株式の株価が長期にわたって低迷する可能性の高いことが想定されるところである。そして、そのことは、新株予約権を取得した既存株主にとっても、株価値下りの危険のほか、長期にわたってキャピタルゲインを獲得する機会を失うという危険を負担するものであり、このような不利益は、本件新株予約権の発行がなければ生じ得なかったであろう不測の損害というべきである。」

〔検討〕

本決定は、わが国において初めて、いわゆる平時に導入された敵対的買収に対する防衛策の適法性が争われた事例である。新株予約権の制度は、平成13年商法改正において創設されたが、立法当初より資金調達の外に買収に対する防衛策としての利用も想定されていた²⁹⁾。本件の直前に、会社の支配権争いが現実化した後(有事)に買収防衛策として新株予約権を友好的な株主に対して第三者割当の形で発行した事例が前出のニッポン放送事件である。以後の、買収防衛策をめぐる事件について大きく影響を与えることとなるニッポン放送事件と本件との関連が問題となるが、本件は会社の支配権争いが現実化する前の時点(平時)に、買収防衛策の目的で株主割当の形で発行していた点でニッポン放送事件とは異なる。

本件の原審決定は、機関権限分配秩序論を展開し、対象会社は原則とし

て買収防衛策を採ることは許されないものの、「株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする発行も不正発行に該当しない」とのニッポン放送事件の判断枠組みを踏襲するものであった。そして、例外的に新株予約権の発行が許容される場合として、「新株予約権が株主総会の判断により消却が可能となっているなど、事前の對抗策としての新株予約権の発行に株主総会の意思が反映される仕組みとなっていること、新株予約権の行使条件の成就が、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情がある場合に限定されるとともに、条件成就の公正な判断が確保されるなど、条件成就に関する取締役会の恣意的判断が防止される仕組みとなっていること、… 中略 … 新株予約権の発行が、買収とは無関係の株主に不測の損害を与えるものではないことなどの点から判断して、事前の對抗策として相当な方法によるものであることが必要である」ことを挙げる³⁰⁾。そして、「こうした事情を会社側が疎明、立証」することを求めていた。

しかしながら、高裁決定では、上記3要素のうち のみに焦点を絞り、既存株主の生じうる不利益という観点から、不正発行に該当するか否かの判断を行っている。すなわち、高裁決定は、ニッポン放送事件以後、裁判所が採ってきた機関権限分配秩序論に言及していない。この点を、どのように評価すればよいのであろうか。高裁決定が、仮に機関権限分配秩序論を採用しなかったと理解するとしても、「指針」が「株主意思の原則」について、「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の、意思決定機関としての株主総会は機動的な機関とは言い難いから、取締役会が株主共同の利益に資する買収防衛策を導入することを一律に否定することは妥当ではない」と言及することと照らしてみれば、「指針」とも相違するというわけではなさそうである³¹⁾。

(3) 日本技術開発事件(東京地決平成17年7月29日判時1909号87頁)

本事件は、取締役会の決議によって導入および発動された株式分割を用いた事前警告型買収防衛策につき、一定の要件のもとでその適法性が認められた事例である。

〔判旨〕

「株式分割について同法(平成17年改正前商法〔=筆者注〕)280条ノ10の規定を直接適用することはできないのは明らかである。… 中略 …本件株式分割については、株主の地位に実質的変動を及ぼすものとは認められず、同法280条ノ10の規定を類推適用することはできない。」

「企業の経営支配権の争いがある場合に、現経営陣と敵対的買収者(以下「会社の現経営者が反対している買収者」の意味で用いる。)のいずれに経営を委ねるべきかの判断は、株主によってされるべきであるところ、取締役会は、株主が適切にこの判断を行うことができるよう、必要な情報を提供し、かつ、相当な考慮期間を確保するためにその権限を行使することが許されるといえる。したがって、経営支配権を争う敵対的買収者が現れた場合において、取締役会において、当該敵対的買収者に対し事業計画の提案と検討期間の設定を求め、当該買収者と協議してその事業計画の検討を行い、取締役会としての意見を表明するとともに、株主に対し代替案を提示することは、提出を求める資料の内容と検討期間が合理的なものである限り、取締役会にとってその権限を濫用するものとはいえない。… 中略 …取締役会が採った対抗手段の相当性については、取締役会が当該対抗手段を採った意図、当該対抗手段をとるに至った経緯、当該対抗手段が既存株主に与える不利益の有無及び程度、当該対抗手段が当該買収に及ぼす阻害効果等を総合的に考慮して判断するべきである。」

〔検討〕

本件は、企業買収の防衛策としての株式分割の差し止めに関して裁判で争われた最初の事例である。最初の論点は、平成17年改正前商法(以下、

商法という) 280条ノ10(会社法210条)の規定を、株式分割の場合にも適用あるいは類推適用できるかについてである。本決定は、「商法280条ノ10は、同法第2編第4章の「株式会社」の章中の第3節ノ2の「新株ノ発行」の節中に置かれており、同条の「株式ヲ発行」することとは、同法280条ノ2の「株式ヲ発行スル」と同義であると解されるから、同法218条1項の「株式ノ分割」は、同法280条ノ10所定の「株式ヲ発行」することとは異なるので、株式分割について同法280条ノ10の規定を直接適用することはできないのは明らかである。」として、適用を排除した。また、類推適用についても、「株式分割は、株式を単に細分化して従来よりも多数の株式とするにすぎず、二以上の種類の株式を発行している場合を除けば、株主にとっては、持株数が増えても、分割に係る株式を合計すれば、議決権割合や株式の総体的価値に変更はないから、通常は、株主の議決権割合が低下するとか、株主が株価の減少に伴う損害を受けるとかいう不利益を受けるおそれを想定することができない」のであり、「株主の地位に実質的変動を生ずるものではない」として否定した。

次に、本件では買収防衛策としての株式分割の妥当性について判断がなされた。本決定は、「企業の経営支配権の争いがある場合に、現経営陣と敵対的買収者のいずれに経営を委ねるべきかの判断は、株主によってされるべき」との立場を明らかにしており、基本的にはニッポン放送事件で採られた機関権限分配秩序論の観点から判断を下している。さらに、本決定は、「取締役会は、株主が適切にこの判断を行うことができるよう、必要な情報を提供し、かつ、相当な考慮期間を確保するためにその権限を行使することが許される」とし、「合理的な要求に応じない買収者に対しては、証券取引法の趣旨や商法の定める機関権限の分配の法意に反しない限りにおいて、必要な情報提供と相当な検討期間を得られないことを理由に株主全体の利益保護の観点から相当な手段を採ることが許容される場合も存する」とする。この点を強調して、本決定を、従來說かれてきた機関権限分配秩序論と区別し、「新・機関権限分配秩序論」として評価するものもあ

る³²⁾。いずれにせよ、ニレコ事件高裁決定が機関権限分配秩序論には言及しなかったため、裁判所のスタンスが必ずしも確定的かどうか懸念がないわけではなかったが、本件決定は再びニッポン放送事件の判断枠組みを明らかにしたともいえる。

本件は、株式分割は株式公開買付けを遅らせることを目的としており、それにより株主の地位には特に不利益は生じないものであった。他の事件は、買収防衛策の発動により買収を阻止することを目的とした事例であったこととの違いを考慮に入れば、妥当な結論と考えられる。

(4) ブルドックスソース事件(最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁)

今後の買収防衛策をめぐる議論・実務に大きな影響を与えると思われる最高裁決定が下された。ブルドックスソース事件は、この種の事案につき、最高裁の判断が示された最初のものである。本件では、買収防衛策と株主平等原則の関係が正面から問題とされたことが注目される。なお、本件買収防衛策の特色として指摘しておかなければならないのは、事前の警告をすることなく、公開買付けが開始された後に株主総会の特別決議に基づき採用され、発動に至っていること、総会決議においては、約83.4%もの株主の賛成を得ていること、および買収者に対して経済的損失を回避するような仕組みがとられていたことである。

〔ブルドックスソース事件最高裁決定〕

債務者Xは、本件無償割当ては、(1)株主平等原則に反していること、(2)不公正な方法による新株予約権の発行であることから、会社法247条1号および2号に該当すると主張した。原々審(東京地決平成19年6月28日民集61巻5号2243頁)は申立却下。Xは抗告するも、原審(東京高決平成19年7月9日民集61巻5号2306頁)は抗告棄却。Xは、特別抗告を申立てた。

〔判旨〕

株主平等の原則に反するとの主張について

「法109条1項は、株式会社(以下「会社」という。)は株主をその有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱わなければならないとして、株主平等の原則を定めている。

新株予約権無償割当てが新株予約権者の差別的な取扱いを内容とするものであっても、これは株式の内容等に直接関係するものではないから、直ちに株主平等の原則に反するということはできない。しかし、株主は、株主としての資格に基づいて新株予約権の割当てを受けるところ、法278条2項は、株主に割り当てる新株予約権の内容及び数又はその算定方法についての定めは、株主の有する株式の数に応じて新株予約権を割り当てることを内容とするものでなければならないと規定するなど、株主に割り当てる新株予約権の内容が同一であることを前提としているものと解されるのであって、法109条1項に定める株主平等の原則の趣旨は、新株予約権無償割当ての場合についても及ぶというべきである。」

「株主平等の原則は、個々の株主の利益を保護するため、会社に対し、株主をその有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱うことを義務付けるものであるが、個々の株主の利益は、一般的には、会社の存立、発展なしには考えられないものであるから、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展が阻害されるおそれが生ずるなど、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるような場合には、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、これを直ちに同原則の趣旨に反するものということとはできない。そして、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在しなかったり、虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大

な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである。」

「本件総会において、本件議案は、議決権総数の約83.4%の賛成を得て可決されたのであるから、原告人関係者以外のほとんどの既存株主が、原告人による経営支配権の取得が相手方の企業価値をき損し、相手方の利益ひいては株主の共同の利益を害することになると判断したものである。そして、本件総会の手続に適正を欠く点があったとはいえず、また、上記判断は、原告人関係者において、発行済株式のすべてを取得することを目的としているにもかかわらず、相手方の経営を行う予定はないとして経営支配権取得後の経営方針を明示せず、投下資本の回収方針についても明らかにしなかったことなどによるものであることがうかがわれるのであるから、当該判断に、その正当性を失わせるような重大な瑕疵は認められない。」

「原告人関係者は、本件新株予約権に本件行使条件及び本件取得条項が付されていることにより、当該予約権を行使することも、取得の対価として株式の交付を受けることもできず、その持株比率が大幅に低下することにはなる。しかし、本件新株予約権無償割当ては、原告人関係者も意見を述べる機会があった本件総会における議論を経て、原告人関係者以外のほとんどの既存株主が、原告人による経営支配権の取得に伴う相手方の企業価値のき損を防ぐために必要な措置として是認したものである。さらに、原告人関係者は、本件取得条項に基づき原告人関係者の有する本件新株予約権の取得が実行されることにより、その対価として金員の交付を受けることができ、また、これが実行されない場合においても、相手方取締役会の本件支払決議によれば、原告人関係者は、その有する本件新株予約権の譲渡を相手方に申し入れることにより、対価として金員の支払を受けられることになる。上記対価は、原告人関係者が自ら決定した本件公開買付けの買付価格に基づき算定されたもので、本件新株予約権の価値に見合うものということができる。これらの事実にかんがみると、原告人関係者が受ける上記の影響を考慮しても、

本件新株予約権無償割当てが、衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められない。」

「したがって、抗告人関係者が原審のいう濫用的買収者に当たるといえるか否かにかかわらず、これまで説示した理由により、本件新株予約権無償割当ては、株主平等の原則の趣旨に反するものではなく、法令等に違反しないというべきである。」

著しく不公正な方法によるものとの主張について

「本件新株予約権無償割当てが、株主平等の原則から見て著しく不公正な方法によるものといえないことは、これまで説示したことから明らかである。また、相手方が、経営支配権を取得しようとする行為に対し、本件のような対応策を採用することをあらかじめ決めていなかった点や当該対応策を採用した目的の点から見ても、これを著しく不公正な方法によるものということとはできない。その理由は、次のとおりである。」

「確かに、会社の経営支配権の取得を目的とする買収が行われる場合に備えて、対応策を講ずるか否か、講ずるとしてどのような対応策を採用するかについては、そのような事態が生ずるより前の段階で、あらかじめ決めておくことが、株主、投資家、買収しようとする者等の関係者の予見可能性を高めることになり、現にそのような定めをする事例が増加していることがうかがわれる。しかし、事前の定めがされていないからといって、そのことだけで、経営支配権の取得を目的とする買収が開始された時点において対応策を講ずることが許容されないものではない。」

「株主に割り当てられる新株予約権の内容に差別のある新株予約権無償割当てが、会社の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するためではなく、専ら経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものである場合には、その新株予約権無償割当ては原則として著しく不公正な方法によるものと解すべきであるが、本件新株予約権無償割当てが、そのような場合に該当しないこ

とも、これまで説示したところにより明らかである。」

〔検討〕

買収防衛策をめぐることは、かねてより株主平等原則との関係も問題とされてきた。買収防衛策との関連で、株主平等原則をどのように理解すべきかについては、さまざまな議論がなされてきたが、平成17年改正前商法は株主平等原則にかかる一般的な定めは設けていなかった。会社法は、109条1項において「株式会社は、株主を、その有する株式の内容及び数に応じて、平等に取り扱わなければならない。」と株主平等原則について一般的な規定を設けた³³⁾。その中で、さっそく敵対的買収に関連して同条の解釈・適用についての司法判断が求められることになった。

新株予約権は、株式に関連する権利ではあるが、株式それ自体ではないので株主平等原則が直接適用されるわけではない³⁴⁾。「指針」も、新株予約権の割当ては、株主としての権利とは無関係であるあるから、買収者以外の株主に対してのみ、新株予約権の割当てを行ったとしても、株主平等原則に違反するものではないとする³⁵⁾。

学説においても、無償割当てのように株主としての資格に基づいて新株予約権が発行される場合にも、「指針」と同様に、新株予約権の行使条件として、買収者以外の株主であるという条件を付すことも、株主平等違反にはならないとするものがある³⁶⁾。しかしながら、新株予約権それ自体については、株主平等原則の適用はないが、新株予約権無償割当ては、株主としての資格に基づき、新株予約権の割当てを受けるものであるから、理論上、一般的な株主平等原則の適用を受けて、その持株比率に応じて割り当てられることになる(会社法278条2項)から、そのような新株予約権について差別的行使条件の定めがある場合には、株主平等原則に違反するとの見解も存する³⁷⁾。学説は、少なくとも、新株予約権が、本件のような無償割当てあるいは株主割当による発行の形で交付される限り、そこには株主平等の原則の趣旨が働くのであり、特定の株主だけは行使できないような新株予約権を交付することは、平等原則の観点から問題を生じざるを

得ないとするものが多い³⁸⁾。

森本教授は、買収防衛策の必要性・相当性の判断と、株主総会の特別決議・経済的利益の確保は、密接に関連し、株主平等原則違反の問題と不公正発行の問題を明確に区別することには無理があり、むしろ、両者を明確に区分しない最高裁の立場に合理性があるとされる³⁹⁾。また、最高裁は、株主平等原則違反の問題と不公正発行の問題を明確に区別することなく、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展が阻害されるおそれが生ずるなど、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるような場合には、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、これを直ちに株主平等原則の趣旨に反するものということとはできない。」と述べる。最高裁は、株主平等の原則は、個々の株主の利益保護を目的とするものであり、個々の株主の利益は、会社の存立、発展なしには考えられないことを前提に、買収防衛策について、画一的に形式的平等を貫く必要はなく、衡平の理念から実質的に合理的妥当なものであれば差別的取扱いも許されるという考え方であるといわれる⁴⁰⁾。この最高裁の見解の背景には、株主平等原則違反とならないのであれば、不公正な方法による発行にも該当しないとの理解があるものと推測される。

最高裁は、買収によりその会社の企業価値が毀損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになる場合には、その防止のために買収者を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、株主平等原則に違反するものではないと説く。防衛策の必要性・相当性については、「指針」においても言及されている。この最高裁の理論構成は、必要性和相当性を要件として、株主平等原則の例外としての防衛策を認める近時の学説の立場に近いものと考えられる⁴¹⁾。企業価値の毀損を防止するために、必要とされる策であることが、必要性の要件を判断する要素と考えられる⁴²⁾。他方、相当性の要件につい

ては、本件新株予約権無償割当てにより、買収者の持分比率は低下するものの、本件新株予約権の価値に見合うだけの対価が支払われることから、相当性を欠くものではないとする。最高裁は、経済的価値を損なわない手立てが講じられているかという点も考慮した上で、相当性の根拠を見出している。しかし、本決定は、本件新株予約権の対価の算定につき評価を行っていないため、対価の相当性だけを強調しすぎても、それだけで相当性の要件を満たすということにはつながらない。必要性和相当性は、相関的に判断されなければならない⁴³⁾。

(5) ま と め

これまで見てきたように、わが国の裁判例は、事例的な特色はあるものの、基本的にはニッポン放送事件高裁決定が示した判断枠組みを、それ以後も維持していると思われる。すなわち、敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営陣または特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株・新株予約権の発行がなされる場合には、当該発行は、原則として「著しく不公正な方法」に該当する、株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする発行も不公正発行に該当しない、というものである。ブルドックソース事件の最高裁決定の後にも、裁判所はこのような判断枠組みを引き継いでいるようである。

たとえば、クオンツ事件(東京地決平成20年6月23日金商1296号19頁)⁴⁴⁾では、「『著しく不公正な方法』による新株の発行とは、不当な目的を達成する手段として新株の発行が利用される場合をいうと解される」ところ、会社の支配につき争いがあり、既存の株主の持株比率に重大な影響を及ぼすような数の新株が発行され、それが第三者に割り当てられる場合に、その新株の発行が既存の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであるときは、不当な目的を達

成する手段として新株の発行が利用される場合に当たるといふべきである」としている。また、昭和ゴム事件(千葉地裁松戸支部決平成20年6月26日金商1298号64頁)⁴⁵⁾においても、昭和ゴムの本件新株発行には事業計画合理性があり、その実現のために資金調達を行う必要性を認め、「本件新株発行による資金調達の必要性が高いのに対して、株主構成を変更し、現経営陣による経営を維持する目的があったとは認められないのであるから、本件新株発行が現経営陣の支配権を維持することを主要な目的となされたものであるとは認められず、したがって、本件新株発行が『著しく不公正な方法』による発行であるとはいえない」とする。

買収防衛策の適法性については、裁判所は、ニッポン放送事件高裁決定が示した、取締役会限りで、買収防衛策を発動できる4類型等に該当するような場合を除いては、基本的に、支配権につき争いのある場合には、株主が最終的に判断することを求めているように思われる。日本技術開発事件では、取締役会限りでの対応が可能とされたが、その内容・目的は、現経営陣と敵対的買収者のいずれに経営を委ねるべきかを株主が判断するために、取締役が必要な情報提供と相当な検討期間を確保するための相当な手段の限りであった。あくまで、株主意思との関係において、合理的な要請に応じようとしぬい買収者に対しては、取締役会による発動が認められるというものであり、裁判所の理解から導かれる帰結の変更をもたらすものではないようである。株主によって決せられるべきとの裁判所の判断の根拠は、「企業価値ひいては株主共同の利益」と述べるように、企業価値と株主全体の利益とを相伴うものと考えている。しかし、企業価値と株主共同の利益とは必ずしも常に一致するわけではないのであるが、その点について各裁判例が明確に区別しているかどうかは定かではない。さらには、なぜ株主が最終的な判断を行うべきであるかについて、正面から明らかにしてはいない。

ニッポン放送事件以前から、裁判所が踏襲してきた主要目的ルールは、このように会社支配権に争いのある場合においても、「著しく不公正な方

法」による新株・新株予約権発行に該当するかどうかの判断枠組みとして依然通用する。このこと自体は、同じく会社支配権に争いがある場合の判断枠組みとして、裁判所が依拠している機関権限分配秩序論と矛盾しない。なぜならば、機関権限分配秩序論は、取締役の新株・新株予約権発行権限の限界についての考え方であり、発行された新株・新株予約権が「著しく不公正な方法」に当たるか否かの判断枠組みである主要目的のルールとは適用場面が異なると考えられるからである。したがって、会社支配権に争いがある場合における新株・新株予約権の発行が「著しく不公正な方法」による発行に該当するか否かについては、判例・学説ともに主要目的のルールによることが主流であろう。

しかしながら、取締役の新株・新株予約権発行権限の限界については、さまざまな見解があるところであり、さらにその場合に「著しく不公正な方法」に該当するのであれば、当該発行の差止めという問題のほか、取締役の善管注意義務違反としての責任問題が生じるはずであるが、その点についてはいずれの説によっても十分に説明されていない。取締役会が、裁判で違法と判断される可能性が高いことを認識しつつも、あえて発行するような場合には、取締役の善管注意義務違反としての責任が生じる。しかし、それは、「著しく不公正な方法」には該当しないが、取締役の善管注意義務に違反する場合も考えられなくはない。好ましくない買収を阻止するために行った行為であるにもかかわらず、善管注意義務違反による損害賠償責任を追及されるのであれば、取締役にとっては、酷な結果となる。取締役は義務違反がないようにすることだけにとらわれ、好ましくない買収を許してしまい、ついには会社に対して、ひいては株主にも不利益な結果となることもあろう。このような事態を回避するためには、支配権に争いのある場合の取締役の責任に焦点を当てることにより、取締役の行為基準について検討することが必要である。

第3節 学説の状況

学説においては、買収防衛策については、支配権に争いがある場合の取締役の新株発行権限というかたちで、敵対的買収における新株発行の第三者割当てに関して論じられてきた。これらは、会社支配権に争いのある局面における新株予約権の発行に関しても基本的には妥当と思われる。学説としては、具体的には、主要目的理論に従うものが通説的な見解となっているが、その他に 割当自由の原則説、経営判断原則説、機関権限分配秩序説の各説が唱えられている。

これらの議論は、会社支配権に争いのある場合に、取締役には、株主構成を変更することになる新株・新株予約権の発行権限がどこまであるのかという問題意識からなされる。

(1) 主要目的理論を支持する説

これは、会社支配権に争いのある局面であっても、主要目的が資金需要・調達にあれば新株の第三者割当により既存株主の持株比率を低下させることになったとしても不公正発行にはあたらないとする判例の流れと与する見解である⁴⁶⁾。しかし、新株発行差止理由の主張、立証責任が買収者側に課され、この疎明は非常に困難なため、立証責任の転換を図ったり、主要目的の判断基準を客観化しようとするバリエーションが見られる。

たとえば、株主間に支配関係上の争いがあるときに、あえて特定の第三者に支配権の変動を及ぼすような大量の株式を割り当てる場合には、単なる資金調達目的に加えて当該第三者に新株を割り当てる経営上合理的な理由がなければならず、株主が支配関係上の争いの存在を主張・立証すれば、取締役の支配目的が事実上推定され、会社側はその推定を覆すためには、資金調達目的と第三者割当の必要性ないし合理性を説明しなければならない。その際、当該第三者割当の計画策定から実行までの新株発行過程の合理性を重視して詳細に審査すべきであると論ずるものがある⁴⁷⁾。

(2) 割当自由の原則説

これは、会社支配権に争いのある局面であっても、会社に資金調達の実必要性が存在すれば、取締役会が新株の第三者割当によって会社支配権の帰趨に影響を与える結果となっても、割当自由の原則における取締役の裁量の範囲内であるから、不公正発行にはならないとする見解である⁴⁸⁾。

この見解によると、会社支配権争奪にあたり取締役が自己や自派の者にのみ新株を割り当てる場合や、何ら資金需要がないにもかかわらず新株発行を行って株主の持株比率を低下させるような場合でなければ、当該新株発行は不公正発行にあたらぬことになる⁴⁹⁾。

(3) 経営判断原則説

これは、会社支配権に争いのある局面、特に敵対的な企業買収においては、支配権維持が会社の利益となることもあるのであるから、取締役会は経営判断に基づいて会社支配権を維持することを主要な目的とする新株発行をなす権限を有するとする見解である⁵⁰⁾。この見解は、後述するアメリカ判例の影響を強く受けたものである。

この見解は、「現経営者は、自己の経営責任が問われているという疎明のないかぎり、会社の存続等も含めた会社の長期および短期の利益について経営判断をなしうる」ことを指摘し、さらに「発行差止仮処分の裁判所の決定は支配権争奪についてほとんど決定的な役割を果たすが、株主からの信認を受けて経営を任されている取締役がまず経営判断をすべきであって、裁判所は経営判断が許されないような事例においてのみ関与すれば足りるのではないか。そうでないと裁判所も負担が大きくなりすぎる」と論じている⁵¹⁾。したがって、会社・株主の長期的利益について合理的な考慮にもとづいて判断をなした取締役は、経営判断原則による保護を受け、「損害賠償の責めを負うことはない」と主張する⁵²⁾。

(4) 機関権限分配秩序論

これは、会社の支配は会社の実質的所有者である株主の意思決定に基づいて決せられるべき問題であり、取締役が会社支配権争奪に介入する目的で新株の第三者割当をすることは不公正発行であり、機関権限の分配秩序に反するとの見解である⁵³⁾。1960年代初めの Mestmacker の説に基礎をおく。

たとえ会社経営上合理的理由があったとしても、その新株発行が何らかの形で支配権争奪に影響を与えるものであれば、取締役としての権限を逸脱するものであるから不公正発行となるというものであり、ひるがえせば会社支配に対する株主間の争いについては、取締役には中立義務があるとの立場である⁵⁴⁾。この理解の前提は、株主が会社の実質的所有者であることを理論の基礎とする。取締役は、株主が構成する株主総会の資本多数決によって選任されるという関係にあり、取締役は株主総会の授権に基づいて新株発行権限を有するという秩序が存在する。そのため、取締役は、株主および株主総会の授権によって新株発行権限を持った以上、株主間に会社支配をめぐる争いが発生したとしても、取締役がその支配権をめぐる争いに介入することはできない。そのような場合に、被選任者である取締役が選任者である株主の構成を変更することを主要な目的として新株発行の第三者割当を行うことは、不公正発行になると主張する⁵⁵⁾。

ただし、機関権限分配秩序論も、会社の支配権に争いのある場合であっても、当該新株発行の正当性、すなわち会社の正当な事業のために必要であることを立証することができる場合には、新株発行を認める見解も存する⁵⁶⁾。

この見解に対しては、機関権限分配秩序論のように解することは、取締役の経営判断に対する不当な介入であり、かえって経営を委縮させてしまうことにもなりかねず、また、主観的な目的があっても資金需要があって第三者割当を行うことに合理性がある限り、不公正発行には該当しないとするのは、本音と建前を使い分ける建前論にすぎないと批判がなされて

いる⁵⁷⁾。他方、支配権に争いが存する場合には、取締役は第三者割当増資を行うことはできないと取締役の行動を厳格に解する見解も見られる⁵⁸⁾。

(5) 検 討

このように、わが国の学説は、第三者割当増資をめぐる議論を経て展開されてきた。その中でも、(3) 経営判断原則説と、(4) 機関権限分配秩序論との対立が見られる。(3)説は、わが国の議論が大きく影響を受けているアメリカの議論を参考にするものであり、(4)説は、ドイツをはじめとした議論を参考にするものである。これらを受けて、わが国の議論は、今なお見解の一致は見られていない。このように、学説が分かれる背景は、結局のところ、取締役の権限がどこまで認められるのかという問題に由来する。ただ、(4)機関権限分配秩序論のうち厳格な立場を採る見解を除けば、いずれの見解によっても、取締役が何らかの条件のもとに、支配権に影響を与えるような新株および新株予約権の発行をすることが認められていると考えられる。また特に、近時、買収防衛策として利用される新株予約権について、会社法は取締役会に新株予約権発行の権限を付与している。また新株予約権は、制度設計の段階から、買収防衛策の手段としての利用が考えられていたことを考慮すると⁵⁹⁾、立法者側の理解からも、買収防衛策として新株予約権を発行することは可能であろう。しかし、その際に、取締役がいかなる責任を負うべきかについては明らかではない。経営判断原則による保護を受けることになれば、取締役には善管注意義務違反による責任追及はなしえない。しかしながら、どの段階でどのような義務を負っているのかについても明らかではない。

第4節 小 括

本章では、まず、企業買収防衛策についての近時の特徴的な裁判例および学説を概観し、支配権に争いのある場合における取締役の新株・新株予約権の発行権限については、事例的な特色が影響したと考えられる事案も

あり、なお定説が固まったとは言い切れないことが明らかとなった。また、買収防衛策の内容によっては、取締役が善管注意義務違反による損害賠償責任が生じ得るかという問題も言及されておらず、残されたままとなっている。しかし、一連の裁判例の検討から、次の2点が確認された。すなわち、わが国においては、支配権に争いのある場合に、買収防衛策が導入・発動し得るかについて相当の議論があるものの、裁判所は、原則として株主が最終的な判断を行うべきであるとしているが、この根拠について、必ずしも明らかではないこと、買収防衛策が適法なものとして許容される場合もあり、それは、一定の必要性・相当性の認められる場合であるとの立場が強くなったことである。学説の検討においても、支配権に争いのある場合の取締役の新株・新株予約権の発行権限については議論があるものの、買収防衛策に必要性・相当性が認められる場合には、それは適法なものとして許容され得ることがあると考えられていることが確認された。

そこで、この買収防衛策の許容性、あるいは必要性・相当性が問題となるが、これらについてはアメリカにおける議論の影響を強く受けていると考えられる。そのため、次章では、主に の点に関連して、わが国の企業買収に関する議論においても直接的にあるいは間接的に言及されることの多いアメリカの裁判例について確認することにする。 の点については、第6章において、あらためて扱うこととする。

(続く)

- 1) 日本経済新聞2008年6月4日朝刊。
- 2) もっとも、敵対的買収に対する防衛策・予防策の一環として、株式の持合構造が企業間において再び強まりつつあるともいわれる。藤縄憲一「検証・日本の企業買収ルール ライツプラン型防衛策の導入は正しかったか」商事法務1818号17頁(2007年)。この点についての問題点は後述。
- 3) 経済産業省・企業価値研究会「企業価値報告書」(2005年5月27日)(<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/3-houkokusho-honntai-set.pdf>)
- 4) 経済産業省=法務省「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」(2005年5月27日)(<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/3-shishinn-honntai-set.pdf>)

企業買収における取締役の賠償責任(1)(村上)

- 5) もっとも、現在においては、「報告書」公表時点と比べると委任状合戦が利用されるようになってきている。この背景としては、委任状勧誘合戦についての法的ルールについて議論が深まったこと、インターネットなどの IT 手段を利用したやり取りが可能となったこと、および、もの言う株主・ファンド（いわゆるアクティビスト・ファンド）の増加により株主総会において株主と会社の経営陣との間に争いを生じるケースが見られることなどが考えられる。「報告書」も、防衛策の普及に伴い委任状勧誘合戦が今後活用される可能性が高いことに言及していた（「報告書」29頁）。
- 6) 「報告書」37頁。
- 7) 「報告書」83頁。
- 8) 「指針」は、株主共同の利益を確保し、向上させる買収防衛策として、具体的には、株主が買収の是非を適切に判断するための時間・情報および買収者・被買収者間の交渉機会を確保することを目的とする買収防衛策や、株主共同の利益を毀損することが明白である買収を止めることを目的とする買収防衛策が想定されている（経済産業省「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」1頁（2008年））。
- 9) 「指針」の射程及び意義については、村田敏一『『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』をめぐって その射程、構成と意義そして見直し論について』立命館法学313号182頁以下（2007年）に詳しい。
- 10) 三苫裕「企業買収におけるおコーポレート・ガバナンスについての一考察 力学的視点からの考察に基づく多元主義的な考え方」江頭憲治郎選暦『企業法の理論・下巻』100頁（商事法務、2007年）。
- 11) 三苫・前掲注(10)101頁。
- 12) 経済産業省・企業価値研究会「企業価値研究会報告書 近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」(2008年6月30日)(<http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g80630a01j.pdf>)。
- 13) 「新報告書」4頁。
- 14) 「新報告書」4頁。
- 15) 「新報告書」1頁注2。
- 16) 「新報告書」1頁注2。
- 17) 新原浩朗「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方 企業価値研究会報告書の背景と意味」商事法務1842号16-17頁（2008年）。
- 18) 新原・前掲注(17)22頁（注八）。
- 19) 日本経済新聞2008年7月30日朝刊「企業防衛策 企業価値研報告書をめぐって・下 基本的考え方を規範提示」（神田秀樹）。
- 20) 藤本周ほか「敵対的買収防衛策の導入状況〔上〕 2008年6月総会を踏まえて」商事法務1843号49頁（2008年）の調査によれば、有事における買収防衛策の発動時に、株主意思の確認を行う仕組みを持つ買収防衛策を持つ会社は、買収防衛策を導入している会社570社のうち160社、直近一年間（2007年8月～2008年7月）に、買収防衛策を導入した会社206社では、約半数の94社にのぼるという。
- 21) 「新報告書」5頁。

- 22) 新株(会社法210条)と新株予約権(会社法247条)とは、制度上は全く異なるものであるが、敵対的企業買収の局面における新株発行の第三者割当てに関する議論は、同様の局面における新株予約権の発行に関しても基本的には妥当するため、以下では並列的に記すことにする。なお、新株の不正発行に関する裁判例は、大阪地決昭和48年1月31日金商355号10頁、大阪地裁堺支部判昭和48・11・29判時731号85頁、大阪地決昭和62・11・18判時1290号144頁(コスモポリタン・タクマ事件)、東京地決昭和63・12・2判時1302号146頁(第一次宮入バルブ事件)、東京地決平成元・7・25判時1317号28頁(忠実屋・いなげや事件)、東京地決平成元・9・5判時1323号48頁(第二次宮入バルブ事件)、東京地決平成6・3・28判時1496号123頁、大阪高判平成11・6・17判時1717号144頁、東京地決平成16年7月30日判時1874号143頁(ベルシステム24事件原決定)、東京高決平成16年8月4日金法1733号92頁(ベルシステム24事件抗告審決定)、大阪地決平成16年9月27日金商1204号6頁(ダイソー事件)など。新株予約権の不正発行に関しては、高知地決平成16年6月1日資料版商事法務251号216頁(イチヤ事件第一審決定)、高松高決平成16年8月23日資料版商事法務251号226頁(イチヤ事件抗告審決定)などがある。
- 23) 江頭憲治郎『株式会社法〔第2版〕』691頁注(4)(有斐閣,2008年)。
- 24) 「特段の事情」について検討するものとして、青竹正一「新株予約権の有利発行と不正発行(下) ニッポン放送事件決定の検討」判例評論561号14頁(2005年)。高橋英治「第三者割当てによる新株予約権発行の差止め」会社法判例百選79頁(2006年)。
- 25) 藤田友敬「ニッポン放送事件新株予約権発行差止事件の検討(下)」商事法務1746号5頁。
- 26) 田中亘「買収防衛策の限界を巡って ニッポン放送事件の法的検討」金融研究第26巻法律特集号18頁(日本銀行金融研究所,2007年)。
- 27) 田中・前掲注(26)19頁。
- 28) 田中亘「買収防衛策と判例の展開 ニッポン放送事件からの流れ」ジュリスト1346号9頁(2007年)は、「本決定の真の意義は、支配権維持・確保目的の新株等の発行が適法となる余地を認めたことそれ自体よりは、その余地が極めて小さいものであること『敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権獲得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを会社が疎明、立証した場合に』に限られること を明らかにした点にあるように思われる。」とする。
- 29) 原田晃治「平成13年改正商法(11月改正)の解説〔 〕 株式制度の改善・会社関係書類の電子化等」商事法務1636号22頁(2002年)、原田晃治『平成13年改正商法Q&A 株式制度の改善 会社運営の電子化』65頁(商事法務,2002年)。
- 30) 学説では、これら3要素を、いずれか1つでも不当と評価されるようなものであれば、不正発行に該当するとする見解(川村正幸「批判」金判1227号67頁(2005年))と、3要素は相当性を判断するにあたって総合的に考慮されるものであり、個別に不正発行の判断材料にはならないとする見解(大杉謙一「ニレコ事件・東京地裁決定について」家田ほか『M&A 攻防の最前線』349頁(金融財政事情研究所,2005年))とが見られる。
- 31) もっとも、徳本穰「敵対的買収防衛策の原理・原則 第2回 経済産業省・法務省の指針について ニレコ事件の決定内容との比較」ビジネス法務5巻9号82頁(2005年)は、

企業買収における取締役の賠償責任(1)(村上)

本件高裁決定は、従来のニッポン放送事件以後の裁判所の判断枠組みを変更するものとも考えることができるとする。なお、平成17年6月15日開催の臨時取締役会において、本件新株予約権発行を中止する決議を行っている。

- 32) 太田洋「日本技術開発の株式分割差止仮処分命令申立事件」商事法務1742号48頁(2005年)。
- 33) 会社法308条1項、454条3項、504条3項等も参照。なお、ドイツ株式法53条のaには、「株主は、同一条件の下においては、同一に取り扱わなければならない」旨の規定がある。
- 34) 森本滋「株主平等と買収防衛策 ブルドックソース事件を素材として」法曹時報第60巻第1号37頁(2008年)。
- 35) 「指針」6頁注(4)。
- 36) 村田敏一「会社法における株主平等原則(109条1項)の意義と解釈」立命館法学316号436頁(2007年)。
- 37) 吉本健一「ポイズン・ビルと株主平等原則」阪大法学55巻3・4号80頁(2005年)、末永敏和「株主平等の原則」森淳二朗＝上村達男編『会社法における主要論点の評価』110頁(中央経済社、2006年)。
- 38) 田中亘「ブルドックソース事件の法的検討〔上〕」商事法務1809号12頁(注11)(2007年)。
- 39) 森本・前掲注(34)42頁。
- 40) 森本・前掲注(34)42-43頁。
- 41) 北村雅史「批評」私法判例リマックス37(2008年 下)94頁。
- 42) 北村・前掲注(41)94頁。
- 43) 北村・前掲注(41)95頁。なお、北村教授は、買収者がグリーンメーラーである場合のように、対抗する必要性が強い場合には、対価が新株予約権の価値に見合っていないと、あるいは対価を支払わずとも、相当性要件が満たされることもありえんとする。
- 44) クオンツは、本決定を受け、決定翌日開催の取締役会において本件新株発行を中止することを決議している。
- 45) 昭和ゴムは、本決定を受け、決定翌日に本件新株発行を実施し、平成20年6月29日開催の定時株主総会に係る議決権を割当先に付与する取締役会決議を行っている。
- 46) 吉本健一「新株の発行と株主の支配的利益」判タ658号31頁(1988年)。
- 47) 洲崎博史「不公正な新株発行とその規制(二・完)」民商法雑誌94巻6号727頁(1986年)。
- 48) 鈴木竹雄「新株発行の差止と無効」『商法研究』227頁(有斐閣、1971年)、河本一郎「現代会社法(新訂第八版)」262頁(商事法務研究会、1999年)など参照。
- 49) 河本・前掲注(48)263頁は、資金調達が必要が明確に存在する場合には自派の者のみに割り当てたとしても、不公正発行にはあたらないとする。
- 50) 森田章「第三者割当増資と経営判断」商事法務1198号6頁(1989年)、河合伸一「第三者割当増資を巡る諸問題」民商法雑誌100巻1号22頁(1989年)など参照。
- 51) 森田・前掲注(50)6頁。
- 52) 吉田直「敵対的企業買収の法理 対象会社の取締役の役割・行為基準を中心に」久保欣哉編著『企業結合と買収の法理』(中央経済社、1992年)129-130頁。吉田直「ライ

ブドア対ニッポン放送新株予約権発行差止保全抗告高裁決定」青山法学論集47巻1号65頁(2005年)。

- 53) 森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢104巻2号17頁(1978年),川濱昇「株式会社の支配権争奪と取締役の行動の規制(三・完)」民商法雑誌95巻4号491頁(1978年),洲崎・前掲注(47)722頁,志村治美「支配権争奪と新株発行」本間輝雄・山口幸五郎先生還暦記念『企業法判例の展開』253頁(法律文化社,1988年)など参照。
- 54) 森本・前掲注(53)16頁。
- 55) 森本・前掲注(53)17頁。
- 56) 川濱・前掲注(53)496頁。
- 57) 森田・前掲注(50)5頁。
- 58) 荒谷裕子「企業防衛手段の法理論的検討 第三者割当増資をめぐる学説の動向」法学論叢(福岡大学)36巻1・2・3号268頁(1991年)。
- 59) 原田・前掲注(29)「平成13年改正商法(11月改正)の解説」22頁,『平成13年改正商法Q&A』65頁。

[付記]

本稿執筆に際して,立命館大学法学部とミュンヘン大学法学部の協定に基づくDAAD(ドイツ学術交流会)のプログラムにより,約半年間のミュンヘン留学の機会を得た。本稿はその研究成果の一部である。留学に関し,ミュンヘン大学 Dagmar Coester-Waltjen 教授および本学の渡邊惺之教授には大変お世話になった。この場を借りて,御礼申し上げる。