

学位論文審査要旨

村上 康 司

企業買収における取締役の賠償責任

審査委員	主査	竹 濱	修
	副査	品 谷	篤 哉
	副査	樋 爪	誠

〔論文内容の要旨〕

1 本論文の概要

本論文は、企業買収の局面における取締役の行為規準を研究しようとするものである。企業買収の局面において買収防衛策が必要であるとの取締役の判断によって株主が損害を被ることがあるとすれば、事後的にその損害賠償を取締役に対して追及できるか否かを検討することを通じて、取締役がどの範囲の利益を考慮し、行動すべきであるのかを明らかにすることを課題としている。このため、まず、企業買収の場面で取締役は買収防衛措置を取れるのか否か、可能であるとして、その内容、条件のいかんについて、日本の裁判例・学説ならびに実務の取組みの動向を分析し、現状と到達点、そしてその問題点を検証している。次に、不合理な買収防衛策が講じられたことによる株主の損害に対する救済がどのように図られるべきか、取締役の賠償責任の観点から、アメリカ法の比較法的検討が行われている。アメリカ法の状況は、近時の日本の議論状況に強い影響力をもっていると見られるからである。さらに、EU法、とくにドイツ法における株主の救済方法について比較法的検討が行われている。欧州大陸法系に属する日本法の企業買収法制を考察するうえで、ドイツ法の採った道が一つの参考になるからである。これらの検討を経て、日本法における企業買収局面において取締役が買収防衛措置を採った際に生じた株主の損害について、取締役の賠償責任を基礎づける法的根拠、理論構成が会社法429条を中心に展開されている。結論としては、取締役側が買収防衛措置の合理性について举证責任を負うと解し、その立証に成功したときは、違法性が阻却され、株主の損害

については、賠償請求できないと論じている。

2 本論文の構成

本論文は、以下の7章と補論からなる。

- 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3章 わが国の買収防衛策および裁判例の議論状況
- 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 結 語
- 補 論 判 例 研 究
- あ と が き

(本論文の主要部分は、「企業買収における取締役の賠償責任(1)~(3・完)」として、第1章から第3章は立命館法学320号(2009年1月)、第4章は同誌323号(2009年6月)、第5章から第7章は同誌326号(2010年1月)に掲載され、公表されている。)

3 本論文の内容

「第1章 はじめに」において、近年の敵対的買収に対する防衛策の現状認識とともに、日本の企業買収ルールがなお十分に整備されているわけではないこと、現代化された会社法が敵対的買収とその防衛策についていくつかの手段を提供しているが、なお直接的・明示的な企業買収ルールを提示してはいないこと、そして買収防衛策に関して、会社のどの機関がどのような役割を担うべきかについても確定的な考え方があるわけではないことが指摘されている。企業価値を向上させ、株主共同の利益になる企業買収は、促進し、そうでない買収には株主が反対することができるルールが望ましいが、買収防衛策をとるか否かの判断において、取締役の役割は大変重要である。従来は、買収防衛策の導入・発動の局面で株主によるその差止め仮処分の可否をめぐる議論に集中していたが、防衛策の発動後の株主損害について取締役の責任を検討することは、取締役が安易に買収防衛策をとることを防止し、規律ある行動を導くことになるのではないかと問題提起している。

第2章では、企業買収ルール策定に向けた国内の取組みが論じられている。まず、行政による取組みとして、2005年5月27日に経済産業省・法務省の共同で作成公表された企業価値研究会（神田秀樹東大教授座長）の「企業価値報告書」（以下、「報告書」という）および「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」（以下、「指針」という）が取り上げられる。「報告書」は、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かどうかによらず、企業価値を高める買収提案を排除してはならないという基準を適当とするものであるという。「指針」は、株主意思を重視し、適法で合理的な買収防衛策のあり方を提示し、企業買収に関する公正なルールの形成を促すことを目的とするが、法的拘束力があるものではない。しかし、法的ルールが明確でない中では、「指針」が示す 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則、 事前開示の原則、株主意思の原則、 必要性・相当性の原則が事実上、法的ルールとして扱われる面があると指摘される。ところが、「報告書」「指針」がいう「企業価値」の用語の多義性、「企業価値」と「株主共同の利益」の関係について理解に幅があり、問題を残していた。その後、2008年6月に企業価値研究会は、「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」という）を公表し、「企業価値」とは「キャッシュフローの割引現在価値」であり、企業価値の向上は、株主共同の利益に資することが必要であり、一人の株主の利益が改善されても他の多くの株主の利益が毀損される場合には、株主共同の利益を毀損することになるとした。「新報告書」は、さらに買収局面における政策論と取締役の行動規範についても提示した。これらを通じて、本論文は、結局、 買収防衛策が必要となったときは、善管注意義務を負っている取締役の責任においてそれを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、善管注意義務違反が認められる場合には、取締役は損害賠償責任を負うという考え方が導かれるという。

第3章では、わが国の買収防衛策をめぐる裁判例とそれに対する学説の対応状況が検討されている。新株発行の主要目的が何かを基準とし、不当な目的が優越しているときには、その発行差止めを認める判断枠組みである「主要目的ルール」が裁判例の基礎にあるとして、2005年の会社法が適用される前のニッポン放送事件、ニレコ事件、日本技術開発事件、そして会社法下で争われたブルドックソース事件を中心に検討が加えられている。裁判例においては、基本的にはニッポン放送事件の東京高裁決定の判断枠組みが維持されているという。 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、その発行は原則として「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正発行に該当しない。この判断枠組みが、ブルドックソース最高裁決定後もなお維持されているという。そして、会社支配権に争いがある場合に、「著しく不公正な方法」による新株・新株予約権の発行に該当するか否かの判断枠組みとして「主要目的ルール」は依然として通用するが、そのことと機関権限分配論は矛盾しないと指摘する。機関権限分配論は、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、新株・新株予約権の発行が「著しく不公正な方法」によるものかどうかの判断枠組みとは異なるからであるという。しかし、「著しく不公正な方法」による新株・新株予約権の発行に当たるときには、差止めの問題のほかに、取締役の善管注意義務違反による責任問題も生じうるが、この点はなお十分な説明がないのが現状である。さらに、「著しく不公正な方法」による新株・新株予約権の発行には該当しないが、取締役の善管注意義務違反になる場合も考えられないではない。そのような状況では、取締役は遅疑して必要な判断をためらう結果になりかねない。これを避けるためには、支配権争奪の場面における取締役の責任の観点からも行為基準の検討が必要であるという。結局、わが国の判例では、支配権をめぐる争いがある場合、買収防衛策の導入・発動について株主が最終的な判断を行なうべきであるとしているが、その根拠は必ずしも明らかでないこと、買収防衛策の導入・発動が許容される場合があるが、それは必要性・相当性の認められる場合であることが確認できる。学説においても、およそ同種の結論が認められるという。買収防衛策の許容性、そして必要性・相当性の範囲については、アメリカにおける議論に大いに影響を受けているとして、次章のアメリカ法の検討に移る。

第4章では、アメリカ合衆国デラウェア州の判例を中心にして、企業買収局面での取締役の行為基準に関する判例・学説の紹介・検討が行われている。デラウェア州の判例がアメリカの企業買収ルール形成に主導的役割を果たし、近時の日本の議論にも大きな影響を与えてきたと考えられるからである。従来のアメリカ判例法の考え方の転機となったシェフ判決(Cheff v. Mathes 事件)は、買収防衛措置を決定する際に取締役に相当の調査と誠実さを要求する一種の経営判断原則を用いた。これによれば、会社支配権の争いに関わる局面では、会社の利益と取締役の地位の保全との利益衝突が生じ、取締役が自己の行為の正当であること、会社の利益のためであることについて立証責任を負うこととされ、取締役は、会社の政策・効率性

に対する危険があると信じる合理的根拠ならびに誠実かつ合理的調査を行って判断したことを証明する責任を負うとされる。その後の重要な判例群も、基本的にはこの線に沿って展開している。企業買収局面における取締役の行為について経営判断原則の適用の有無を検討した *Smith v. Van Gorkom* 事件、これに続く著名な *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum* 事件（ユノカル基準という）が取り上げられ、取締役に上述の高度の注意義務とその立証責任が課されるとともに、当該脅威に対する防衛手段の相当性も加わる。これに対し、*Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* 事件（レブロン基準という）は、会社が売却されあるいは解体されることが不可避となったときは、取締役は、会社の政策や効率性、株主利益に対する脅威には直面しておらず、最高価格で売却する競売人として株主の利益を最大にすることが忠実義務の内容になるという。これらの判決相互間の関係はなお必ずしも明らかではないが、判例法理は、取締役のレブロン基準による義務が生じない場面では、株主利益に限定しない範囲の会社に関わる利害関係人の利益も考慮する含みをもたせている。

アメリカの学説については、客観的な紹介であり、経営陣に受身であることを説く見解、経営陣に状況に応じた対応を説く見解、経営陣に積極的な対応を説く見解に分けて検討されている。

株主の損害論として、*Tri-Star* 事件と *Gentile v. Rossette* 事件を中心に、判例法理の検討が行われている。とくにアメリカの直接訴訟方式での問題が重要視される。これは、少数派株主が取締役・役員等の経営陣のほか支配株主をも受託者としてその責任を追及できるものである。ここで取り上げられたアメリカの裁判例では、少数派株主が支配株主のこの責任を追及する形で訴えが提起されている。この点で、わが国とは異なるが、支配株主は取締役の選任を通じて会社支配をしている関係から、支配株主への責任追及の在り方は、日本法に引き直せば、少数派株主による取締役の責任追及の局面となりうる。そこで、アメリカ判例における企業買収局面での少数派株主の損害論は、少数派株主から支配株主への利益移転があることを主たる要件とする。支配株主が、不満を持つ少数派株主の議決権を希釈化させる新株発行を不適切な形で行う場合に直接訴訟ができるとされる。この点で、企業買収局面で取締役のとった不合理な行動により株主が固有の損害を受けたときに、その賠償責任を追及できることが考えられ、日本法において参考になる面があるが、少数派株主の損害の範囲や評価については、アメリカ法でもなお明確でないという。アメリカ法においても、問題関心の中心は買収防衛策をとることができるか否かの事前段階の議論にあることが指摘されている。

第5章は、EU およびドイツの状況が紹介検討されている。まず、ドイツにおける企業買収をめぐる主として1980年代以降、今日に至るまでの経緯が素描され、企業買収に関する法律の規定がなく、敵対的買収に対する対抗措置を検討するに当たっては、それが企業の利益として正当化されるか否かが主要問題となっていたという。企業の利益という概念自体も学説により相当の違いがあるが、判例・学説により経営陣の行動基準および法的責任の基礎付けに用いられている。EU 買収指令3条1項(c)も一般原則として買収対象会社の取締役会は、会社全体の利益のために行動しなくてはならない旨を規定していると指摘し、ドイツ株式法においても、取締役は、株主の利益のみならず、会社の利益のために行動することが求められており、会社の利害関係者全ての利益の調整をなすことが期待されているという。このような状況の下で、2002年に株式公開買付を規律する初めての法律として「有価証券の取得及び企業買収に関する法律」(以下、企業買収法という)が成立する。同法は、敵対的買収に際し、経営陣の中立義務を定めるが、2つの例外を設ける。1つは、経営陣が事前に株主から対抗措置をとることができる旨の決議を得ておく場合であり、2つは、経営陣が、買収提案後に、監査役会から対抗措置をとるための許可を得る場合である。

一方、EU は、2004年「公開買付に関する欧州議会および欧州理事会指令」を採択し、2006年5月20日までにこの指令の国内法化を義務付けた。本指令は、対等な買収市場(level playing field)の創設に当たって、公開買付に対する「株主決定の原則」と「リスク負担と支配の比例の原則」に基づいている。本指令は、企業買収市場をオープンにし、自由な資本主義の方向を示し、公開買付開始後の防衛措置の導入の禁じる制度(9条)や複数議決権株式等を利用した事前の防衛措置に対するブレイク・スルー制度(11条)を導入しつつも、これらの規定を加盟国の選択に委ねることとしている(12条)。そして、買収がおよそ成功した後のスクイズ・アウトやセル・アウトのルール整備、株主が適切に判断できるようにする時間の確保、そして労働者の保護も考慮されている。

この指令を受けて、ドイツの企業買収法が改正されたが、指令のいう中立義務およびブレイク・スルーのルールは採用されなかった。ドイツ法が認める企業防衛措置が維持され、EU 指令の認める防衛策の利用は、会社の定款における選択に委ねている。

以上の企業買収法制の下で、取締役の防衛措置によって損害を受けた株主がその損害の賠償を請求するには、ドイツ法では不法行為のルールに従うとされる。株式会社価値の減少を認識しつつ行われた新株発行は、故意の良俗違反として不法行為によ

る損害賠償請求権が認められる。これは、日本法に引き直せば、取締役の第三者に対する責任のルールに類似するという。

第6章は、日本法において新株・新株予約権の発行による買収防衛策をとった取締役に対して株主が損害賠償請求が可能かどうかについて、裁判例および学説の状況を踏まえて、具体的に検討している。問題になるのは、株主の損害の確定方法であるが、基本的には、株主の直接損害として株式譲渡の場合の損害額を算定し、なお株式を保有するときは、新株発行前の株式の価値と下落後の株価との差額を損害とする。その算定に当たっては、日経平均や業種平均の増減率などの要素を考慮して確定するという。

第7章は、結語として、本論文全体の考察結果をまとめている。日本の企業買収ルールは、アメリカ法の影響を受けているが、アメリカの経営陣に与えられる裁量の幅は大きく、アメリカ法の経営判断原則がそのままの形で日本でも用いられるわけではない。アメリカの規制は、取締役の責任追及において経営判断原則による保護の有無が重要となり、裁判所は、取締役の意思決定内容を審査するのではなく、意思決定過程の合理性と選択された行為の相当性を問う。取締役が買収防衛を隠れ蓑にして自己保身に走る危険、取締役の利益相反の危険の緩和策として、取締役会との利害関係がない独立の第三者、独立委員会によるチェックをかけるという要件も課されている。日本でも同様の考え方がみられるが、適切な独立社外者を見出すことの困難性が指摘される。

ドイツ法では、原則として企業買収を妨げる措置は禁止されているが、買収防衛策が許容される場合を会社が選択できる。対象会社の取締役が監査役会の同意を得て防衛措置を採ることができ、他方、取締役の中立義務やブレイク・スルー等のルールは定款の変更により可能とされている。前者は、株主の意向を問わず、取締役と監査役会により買収防衛策を採ることができ、後者は、株主の意向によって買収がし易くできるという形で、バランスがとられている。また、取締役・監査役会は、会社の利益のために行動することが求められ、一時的に株主価値を減ずる結果になるとしても、企業価値を損なう買収提案に対して防衛策を採ることが認められる。このような事情の下では、株主が自己の保有する株式価値減少の損害を被ったときは、直接的に取締役の不法行為による損害賠償請求のみならず、その加害による会社収益力の毀損などの企業損害事案も含むとされる。

企業価値の判断については、経営を担う取締役が最もよく知る立場にあり、株主は必ずしも十分な情報や知識を有せず、自己の利害のみで行動することがあることを考慮すると、企業価値の向上または毀損の判断は経営事項として取締役がその判

断の妥当性を裏付ける手順を踏んで行なうことが適切であるという。

最後に、株主価値と同義とはならない企業価値を毀損しないように、取締役が注意義務を尽くして合理的に行動するときは、それによって株主に損害が生じているといえる場合でも、その損害賠償の義務を負わない。会社法429条1項の責任は、悪意・重過失による任務懈怠責任であり、不法行為責任についても負わないと解すべきであるという。ただし、取締役が義務違反のないことを主張立証すべきであり、株主総会の決議を得ていたとしても、買収防衛策の必要性について司法審査は排除されるべきではないという。今後の課題としては、その際の株主の損害の確定方法はなお検討を要するという。

補論として、募集株式の発行が著しく不公正な方法によるものであり、株主が不利益を受けるおそれがあるとして、その発行差止めの仮処分決定が容認された東京地決平成20年6月23日金判1296号10頁の判例研究が行われている。

〔論文審査の結果の要旨〕

本論文は、企業買収局面における取締役の行為規準を研究することを目的とする。企業買収に際して取締役がどのような場合に買収防衛策をとれるかについては、わが国でも著名なライブドア対ニッポン放送事件やブルドック・ソース事件などの実際の争訟が次々と現れ、それらを契機として近時相当に研究が進められてきた。それは、たとえば、新株・新株予約権の発行差止の仮処分を求める形で争われ、取締役の行為の事前差止が問題となる。本論文は、この事前差止の問題の重要性を認識しつつも、もし防衛措置がとられたとして、それによって株主が損害を被る事態になれば、取締役が責任を負うことがありうるのか、あるとすればどのような損害を賠償することになるのかという点について検討をしようとするものである。本論文がかかる問題設定をしているのは、この面にまで及ぶ研究は、わが国でもまだ議論が少なく、本論文のような形で扱うものは見出しにくいからである。その意味で、本論文は、企業買収局面における取締役の行為規準を考える場合、防衛措置がとられた事後的な問題も含めた検討が必要ではないかという新たな問題提起をしていることができ、その問いかけに学問的意義がある。

本論文は、もちろん、企業買収ルール全体をみながら、事後的問題の解決を検討しようすることから、買収防衛策をとれる場合とそうでない場合に関する議論についてアメリカ、ドイツ、そして日本の検討状況を比較し、それを通じて事後的な問題への展望を得ようと努めている。アメリカ法の紹介部分は、わが国の企業買収ルールがその影響を受けていることから分かるように、すでに先行研究も多く、

珍しいわけではないが、ドイツ法、EU法の現状を紹介検討している部分については、本論文の視角からするまとまった形の検討は十分にはない状況である。その点での功績は大いに評価できよう。さらに、事後的な問題の処理に当たって、株主の損害を確定・算定する方法のこれまでの議論状況について、アメリカ、ドイツとわが国の比較法的検討をしたという点でも、珍しいものであり、一つの貢献であるといえよう。

しかし、本論文は、なお今後深めなければならない諸課題を含んでいる。まず、企業価値と株主価値(株主共同の利益を含む)とが必ずしも一致するものではないといわれるが、それは具体的にどのような相違があるのか、それを明らかにすることが大きな課題である。次に、防衛措置をとることの事前差止の仮処分請求が棄却されたときに、取締役が防衛措置をとった場合、それによって株主に損害が発生したとしても、取締役は違法行為をしたとはいえず、また任務懈怠ともいいにくく、損害賠償請求権を根拠付けることができるのかという疑問にも答えなければならない。さらには、株主がその株式を保有し続けているときに、どのようにその損害を確定・算定するのかという問題についてなお十分な解答が得られているわけではない。比較法研究としても、EU法の企業買収ルールの実況については、本論文では、なお部分的な素描となっている面があり、全体像の解明をさらに深める必要も指摘できよう。

本論文には、このようないくつかの研究すべき課題がなお指摘できる。しかし、これは、換言すれば、本論文が扱うテーマの広がり大きさを示すものであり、本論文が本学位請求者の今後の研究の基礎となりうることを証明している。本論文は、上述のように、本分野の研究の段階を高めるものであり、その基礎を築く意味を有するものとして、審査委員会は全員一致をもって博士の学位に相当するものと判断する。

〔試験または学力確認の結果の要旨〕

本学位請求者の研究内容は、2010年2月6日に開催された公聴会において報告された。本学教員、他大学教員等の出席のもと、活発な質疑応答が行なわれた。

取締役の防衛措置を行うことと経営判断原則との関係、取締役の任務懈怠と差止事由との関係、防衛措置の差止を請求する機会があったのに株主が差止請求をしなかった場合の効果、株主に損害が発生しうるのかどうか、損害がありうるとしてその損害の確定および損害額算定の方法、不公正な価額で株式が発行されたとして会社の損害については会社法212条による株式引受人の責任があり、これと株主の損

害との関係など、多数の論点について質疑があり、これらの質問や意見に対し、学位請求者は、適切な受け答えを行なった。また、その中で、本論文の到達点を踏まえた今後の課題も的確に提示された。

学位請求者は、本学学位規程第18条第1項該当者であって、本博士論文は、その内容の大半がすでに公表済みであり、この水準、公聴会における質疑に基づき、博士学位に相応しい学力と十分な学識を有することが確認された。

以上の次第で、審査委員会は全員一致で、本学位請求者に対し、博士（法学 立命館大学）の学位を授与することを適当であると判断した。