

敵対的企業買収に関する一考察

——会社法二四七条一号「法令」の解釈について

伊勢田 道仁

第一 いま敵対的買収をテーマとするのはなぜか

(一) 敵対的企業買収の潜在的脅威

敵対的企業買収ブームは日本を突然に襲った。二〇〇六年から〇七年にかけて、投資ファンドなどによる敵対的な買収を警戒した企業による買収防衛策の導入が相次いだ。その内容としては、買収者に情報提供を求め、社外の第三者からなる独立委員会が敵対的と判断した場合、新株予約権を発行できるといふものが多かった。ところが、二〇〇八年のリーマン・ショック以降、世界的に投資ファンドの活動が低調となり、日本国内でも、欧米ファンドによる敵対的企業買収の事案はほとんど聞かれなくなった。最近では敵対的な買収に対する防衛策を廃止する企業が増えている。二〇一〇年に入り二一社が廃止を公表、〇九年の合計(二〇社)⁽¹⁾を上回った。株式を大量取得しようとする際に目的の開示などを義務付けるルール整備が進んだことが背景にあるとされ、海外投資

敵対的企業買収に関する一考察

七五

ファンドの活動が低迷していることから買収の脅威が薄れたと判断する企業も出ている。⁽²⁾ もっとも、二〇一〇年五月末時点で防衛策を導入している全国上場企業は約五五〇社と全体の約一五％にのぼる。二〇一一年度に期限の来た防衛策を継続すると開示した企業も二〇三社あった。

当面は、敵対的企業買収ブームが再来する可能性は少ないようである。しかしながら、敵対的企業買収の退潮の原因がアメリカやヨーロッパにおける経済活動の後退にあるとすれば、それは一時的な現象に過ぎず、経済状況が回復したときには再び投資ファンドの活動が活発になることも十分に考えられる。また、アジア諸国には潜在的な敵対的買収者が現時点においても多数存在している。たとえば、中国政府出資による投資ファンドは高い技術力をもった日本企業を投資の対象としており、今後は敵対的企業買収を用いる可能性もあると指摘されている。⁽³⁾ 敵対的企業買収ブームが去った後も防衛策を廃止しない日本企業が少なくないのは、そのような潜在的脅威が存在することの証左であろう。

(二) 理論的疑問は解決されていない

敵対的企業買収に対する防衛策の是非をめぐることは、各界からの議論が活発に行われ、おびただしい数の文献が公表された。現在は、この問題に関する最高裁決定が出されたこと、また、敵対的企業買収の動きがなくなっただことにより、買収防衛策に関する議論も一段落した感がある。それにもかかわらず、いまだ多くの理論的疑問は残されたままであると言わざるを得ない。

そもそも敵対的企業買収とは、経営者と買収者との間に合意がなく、いずれが将来的に企業価値を高められる

のかを巡って深刻な株式会社での支配権争いが生じるケースである。そこでは、誰が、どのような基準により、防衛策発動の是非を決定すべきか、という論点がある。

①誰が防衛策発動の是非を決定するのか

敵対的企業買収の先進国アメリカでは、社外取締役からなる取締役会が防衛策発動の是非について決定権をもっている。アメリカとは異なり、日本の取締役会は従業員出身者が多いことから、取締役会による判断には公正を期待できないという批判があった。このような批判を回避するために、第三者委員会を設置して、防衛策発動の是非を諮問させる仕組みがとる企業が少なくなかった。しかし、第三者委員会のメンバーの人选が不透明であること、外部の人物が会社の将来を決定することへの疑問、さらに会社側から提供される資料のみに基づく判断の妥当性、等について強い疑問があった。

その後、二〇〇五年のニッポン放送事件の抗告審では「企業の支配権の帰趨は最終的に株主が決するべき」という立場が明確にされ、また、二〇〇七年のブルドッグ・ソース事件で最高裁は株主総会の圧倒的賛成を有事の防衛策が認められるべき根拠にあげたことから、実務的には、株主総会の意思確認を発動の要件とする防衛策が主流となった。しかしながら、株式の持合を使えば、株主による実質的決定権は骨抜きにされ、経営者に容易にコントロールされるのではないかと懸念がある。⁽⁴⁾ 実際には、株式持合比率は敵対的買収への備えから、二〇〇八年度末まで三年連続で上昇した。ただし最近では、敵対的企業買収の脅威が低下したことや、二〇一一年三月から包括利益の開示が義務付けられたことにより、株式持合の比率は低下に転じている。⁽⁵⁾

以上のような買収防衛策規制に対する批判から、イギリスにおけるシテイ・コードを参考にして、日本でも企

業買収の可否を判断する「日本版テイクオーバー・パネル」の構築を模索する動きがある⁽⁶⁾。これは、濫用的買収に対して各企業の防衛策により対応するのではなく、濫用的買収者を事前に淘汰しようとする発想に基づくものであり、注目に値する。しかし、このようなテイクオーバー・パネルを可能としているイギリスの規制文化は相対的に独自のものであり、同構想の影響力は未知数である。

このように、日本において誰が防衛策発動の是非の決定をするべきかという議論は未解決のまま残されている。⁽²⁾ どのような基準により判断するのか。

アメリカ会社法においては、取締役の義務は株主の利益最大化であることは明確であり、このような前提に立ち、敵対的企業買収は企業の潜在的所有者である株主自身に企業の将来を決定させる装置として機能しているといえる。

ところが、従来の日本では、株主よりも、従業員やその他会社に利害をもつ者の利益を優先すべきであるとするステークホルダー論が強かった。敵対的企業買収は、日本人従業員が長年にわたりコツコツと貯めた企業価値を外国人株主がごっそり奪っていくストーリーとして描き出され、日本の現況を前提とする限り、そのような批判は一定の説得力を持っていたといえる。会社法・金商法上もこのような会社関係者の利益を考慮できるような仕組みを作るべきであるという主張もみられた⁽⁷⁾。

また、民主党政権は、「株主主権の行き過ぎ」を是正するという独自の認識に基づき、従業員を企業経営に制度的に参加する仕組みをいれた公開会社法案を主張している。

しかしながら、近年になって日本特有の慣行ともいえるべき終身雇用システムは大きく変容している。すなわち、

大手企業は新規採用を抑制し、雇用のアウト・ソーシングを進めた結果、従業員総数に占める非正社員の割合が三分の一を超えるようになった。⁽⁸⁾このような雇用情勢の変化を前提とすると、正社員のみが手厚い法的保護を受け、さらに企業経営に参画する権利までも与えられる法制度を主張する「会社は従業員のもの」論は、果たして現在においても説得力をもちうるのかという疑問を生じさせる。

このように、会社経営は株主の利益最大化のために行われるべきか、それとも従業員をはじめとするステークホルダーの総合的利益のために行われるべきか、という論点に関して、日本国内の議論は拮抗したまま停滞しているように思われる。

(三) 本稿の目的

敵対的企業買収は企業経営者の外部市場を生み出し日本の経営者に対して市場的規律をあたえることにより健全な企業経営に寄与するものであるから、適切な法的ルールを整備した上でこれを積極的に推進すべきであると筆者は考えている。上述のように敵対的企業買収の退潮が一時的な現象にすぎず、また、数多くの論点が未解決のまま残されているとすれば、ここでもう一度問題点を整理し直した上で、変化しつつある日本の企業システムに適合した企業買収ルールを検討し、時間をかけて新たな敵対的企業買収ブームの到来に備えることは一定の意義を有すると思われる。

もとより、敵対的企業買収は、経済的・社会的・法律的その他各種の角度からの分析が必要な大テーマであり、敵対的企業買収に関する適切な法的ルールとは何かという論点について数頁の小論の中ですべてを検討すること

は困難である。そこで本稿では、敵対的企業買収の法的諸問題の解決に向けて一定の方向性を見出すための端緒として、筆者がかねてより疑問を感じていた新株予約権発行の差止請求権（会社法二四七条）の解釈枠組みにかかわる判例・学説の動向に焦点を定め、検討をしたい。

第二 問題の所在

(一) 敵対的企業買収に関する日本法の到達点

① 第三者割当増資の時代

一九八〇年代中頃、敵対的な株式取得を発端として、特定の株主の排除や現経営陣の支配権維持のために、第三者割当新株発行が用いられるケースが生じた。これに対して、下級審裁判所は、ある新株発行が不正発行に当たるか否かについて、当該新株発行が「正当な目的」によるものであるかどうかを基準として判断する立場を示した。いわゆる「主要目的ルール」が確立した時期である。⁽⁹⁾

初期の判例が示した主要目的ルールでは、資金需要の必要性、資金調達を新株発行によることの必要性、および第三者割当によることの必要性について、いずれも会社側の主張をそのまま容れている。当時、資金需要の有無、調達方法選択の合理性についてはなんとでも説明がつく、という厳しい指摘があった。⁽¹⁰⁾

ところが、忠実屋いなげや事件においては、資金調達の必要性が認められない支配権争奪局面では、支配権維持目的が主要な目的とはいえなくても、会社側が新株発行を正当化させる理由を示さなければ不正発行になるとされた。⁽¹¹⁾しかし、これについては異なる立場の裁判例もあり、判例の立場は動揺していた。

②ニッポン放送事件⁽¹²⁾

二〇〇一年の商法改正により新株予約権の制度が新設され、会社は新株予約権を単独で発行することができるようになった。そして、支配権の維持のために、援助先に資金の払込を求めざるを得ない新株発行ではなく、新株予約権の発行が用いられるケースが生じた。ニッポン放送事件で、東京高等裁判所は、不公正発行かどうかの判断に当たり主要目的ルールを用いているが、従来とは異なり、取締役は原則として支配権争いの帰趨を決めるような新株予約権の発行をしてはならず、それを決めるのは株主であるという立場を明確に示した。但し、「経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の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」として、防衛策の発動が許されるケースもあるとしている。⁽¹³⁾

③ニレコ事件⁽¹⁴⁾

制御機器メーカーのニレコが、いまだ具体的な支配権争いが生じていないにもかかわらず、敵対的買収の防衛策として、新株予約権を活用したライツ・プランを導入しようとしたことに対し、株主の外資系投資ファンドが発行差止の仮処分を求めた事案である。

当該ライツ・プランの内容は、以下のようなものであった。株主名簿に記載された株主に対し、その所有株式一株につき二個の新株予約権を無償で割り当てる。新株予約権の譲渡は、ニレコの取締役会の承認が必要である。新株予約権を行使する際の行使価額は一円である。新株予約権は、ニレコの発行済株式総数の二〇%以上を保有

する者が現れたことを、ニレコの取締役会が認識し、公表した場合に行使用することができる。取締役会の判断にあたっては、特別委員会（当初は社長を含む三名。その後変更し社外有識者のみ。）が判断し、取締役会へ勧告する。

この事件の原決定において東京地裁は、原則として、現経営陣の経営支配権を維持・確保することを主要な目的とした新株予約権の発行は許されないが、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すのではなく、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は、取締役会是一種の緊急避難的行為として相当な対抗手段を講ずることが許容されるべきであると述べた。⁽¹⁵⁾そして、本件のライツ・プランはそのような例外的な場合にあたらないとして、新株予約権発行の差止を命じる仮処分決定を下し、この判断は上級審においても維持された。

④ブルドッグ・ソース事件⁽¹⁶⁾

この事件では、敵対的な公開買付が仕掛けられた後に、定款変更を経て株主総会の特別決議に基づいて行われた新株予約権の無償割当が問題となった。本件では、買収者以外のおよそ半分の株主（議決権総数の八三・四％）が当該総会決議に賛成していたという事情があり、また、発行された新株予約権の内容として買収者側の新株予約権を公開買付価格と同額で会社側が買い取るというスキームが含まれていた。

最高裁は、このような差別的な内容をもつスキームが株主平等原則に違反するかどうかについて、「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共同の利益が害されることと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」とした。

不公正発行の要件に関しては、まず、会社が防衛策の採用をあらかじめ定めていなかった点について「本件新株予約権無償割当ては、突然本件公開買付けが実行され、抗告人による相手方の経営支配権の取得の可能性が現に生じたため、株主総会において相手方の企業価値のき損を防ぎ、相手方の利益ひいては株主の共同の利益の侵害を防ぐためには多額の支出をしてもこれを採用する必要があると判断されて行われたものであり、緊急の事態に対処するための措置であること、前記のとおり、抗告人関係者に割り当てられた本件新株予約権に対してはその価値に見合う対価が支払われることも考慮すれば、対応策が事前に定められ、それが示されていなかったからといって、本件新株予約権無償割当てを著しく不公正な方法によるものということはできない。」とし、また、当該防衛策を採用した目的についても、「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はそのような場合に該当しないと判示した。¹⁷⁾

⑤金融商品取引法における公開買付規制

二〇〇六年六月に施行された金融商品取引法は、敵対的企業買収における公開買付を行う者と対象会社とのバ

ランスをとるために、以下のような公開買付規制を含んでいる。

- ・ 一定の範囲の買付に公開買付が強制される（金商法二七条の二第一柱書）
- ・ 対象会社の意見表明が義務付けられている（金商法二七条の一〇第一項）
- ・ 対象会社による公開買付期間の延長権（金商法二七条の一〇第二項、第三項、第四項）
- ・ 対象会社による質問権（金商法二七条の一〇第二項）
- ・ 対象会社が株式分割その他政令で定める行為を行った場合、買付者に例外的に買付価格の引き下げを認める（金商法二七条の六第一項一号かつこ書）

⑥まとめ

敵対的企業買収にかかわる初期の裁判例は、主要目的ルールの下で、明らかな法令違反が認められない限り、裁判所は会社の支配権争いに介入しないという立場をとっていたといえる。ところが、ニッポン放送事件以降は、会社支配権に関する争いが生じている局面では原則として取締役は株主構成を変更するような新株予約権の発行をしてはならないという立場が明確にされ、例外的に企業防衛が認められる場合については会社側が主張・立証責任を負わされることになった。

本稿の関心から注目すべき点は、日本の裁判例は、防衛策発動の是非の審査に当たり、アメリカカ会社法のように「取締役の信認義務に反するかどうか」という枠組みを用いていないことである。すなわち裁判所は、会社法二四七条一号の「法令」に取締役の善管注意義務などの一般的義務は含まないという通説の立場を堅持している。¹⁸⁾一方で、最近では、同条二号の不公正発行要件において新株予約権発行の正当目的および防衛策の相当性等を審

査するようになっており、事実上、アメリカのユニカル事件判決に類似した基準を採用していると評価できる。

これは、二〇〇五年の「企業価値報告書」および「買収防衛策指針」の立場と軌を一にするものである。²⁰⁾

しかし異なっている点もある。すなわち、ユニカル事件判決を精緻化したと言われるユニトリン事件判決²¹⁾において濫用的敵対買収による脅威は以下のように三分類されている。

- ・ 機会損失（対象会社株主が現経営者からより好条件の提案を受ける機会を奪うこと）
- ・ 構造的強圧性（対象会社株主に対する異なる取扱いが株主の判断をゆがめること）
- ・ 実質的強圧性（経営者の意見を得ることなく株主が不十分な提案価格に応じてしまうこと）

日本の裁判例における二四七条二号要件では「濫用的買収者であるかどうか」といった敵対的買収者の属性に注目する傾向があり、ユニトリン判決で示されたような株主利益保護の視点を十分に読み取ることができない。しかし、上述のように、金融商品取引法の中に単なる開示規制の枠組みを超えた内容をもつ公開買付規制が導入されるに至っており、これが会社法を補完する機能を果たしながら現在の日本の企業買収ルールを形成しているのである。

（二）現在の企業買収ルールの問題点

以上のような日本の企業買収ルールの現状については、すでに述べたように株式の持合を前提にすると株主による実質的決定権は骨抜きにされてしまうのではないかと懸念に加えて、いくつかの問題点がある。

まず、最近の一連の裁判例では、会社による新株予約権の発行が「不正発行」あるいは「株主平等原則等

の「具体的法令違反」に該当するか否かが問題となっている。しかし、会社法二四七条は、会社に対して広範な新株予約権の発行を許容したことから、既存株主の利益が害される場合を想定して差止請求権を与えたものであり、「買収者の支配権取得が将来的に企業価値を毀損するかどうか」という問題を判断することは、現在の通説的法解釈を前提とする限り、同規定本来の射程を超えていないかという疑問を生じる。このような会社法による規制の限界が自覚されているからこそ、金融商品取引法の中に敵対的企業買収に関するルールが設けられているとも考えられる。²²⁾しかし、金商法は市場における効率的な価格形成の確保を目的とし、情報開示規制をその主要な手段としていることに鑑みると、過渡的な措置であればともかく、このような実体規制の方向を将来も進めていくことに対しては違和感をもたざるを得ない。また、法律に逐一規定するやり方では、具体的状況に十分対応できないことも懸念される。株主利益保護については、やはり会社法による実体面規制の可能性を追求すべきではないだろうか。

また仮に巧みに株主利益保護を十分考慮しうる公開買付規制が構築できるとしても、規制緩和と政策の影響の下で立法化された会社法による企業の選択肢の拡大により、今後は、定款変更、取引保護条項、株式分割その他の新株予約権の発行によらない防衛策が利用される可能性がある。これらの企業防衛策に対して株主がその不当性を主張するケースでは、取締役の善管注意義務違反が問われるべき場面が増えるのではないかと考えられる。たとえ形式的には法令違反にならない会社行為であっても、具体的な状況において善管注意義務・忠実義務の違反は問題となりうるからである。ところが日本の会社法には、取締役の善管注意義務違反により株主が直接の損害を被るおそれがある場合に差止を認める規定が存在しない。損失を被ったと主張する株主については会社法四二二

九条第一項により事後的な賠償請求が可能であるが、実際に訴訟が提起される可能性は極めて低いと思われる。解釈上の工夫により、現行法における差止規定の利用拡大を考える必要性があるのではないか。

以上のような点を考慮すると、支配権争奪局面における新株予約権の発行については、従来の「具体的法令違反」または「不正発行」という判断枠組みではなく、ストレートに取締役の善管注意義務・忠実義務違反の有無を問う解釈をとることが、株主の利益保護のためにはより適切ではないか、という発想が生まれる。⁽²³⁾これは、通説の見解には反することになるけれども、会社法二四七条一号の「法令」に取締役の善管注意義務・忠実義務を含むという解釈をとることを意味する。そこで項を改めて、現行法の枠組みにおいてこのような解釈が可能かどうか、詳しく検討する。

第三 株主の差止請求権に関する解釈問題

(一) 現行法の差止規定と通説的解釈

会社法二四七条は、株主による新株予約権発行の差止請求権を定めている。同条一号には差止を請求しうる場合として「当該新株予約権の発行が法令又は定款に違反する場合」とあるが、このとき「法令」とは具体的法令を意味しており、善管注意義務・忠実義務といった取締役の一般的義務規定を含まない、とするのが通説である。⁽²⁴⁾その理由は、必ずしも明確ではないが、①差止請求の名宛人が「株式会社」とされていること、および、②取締役の善管注意義務・忠実義務は会社に対する義務であり株主に対しては直接これらの法的義務を負わないと考えられていること、であると思われる。

敵対的企業買収に関する一考察

一方、会社法三六〇条は、株主が会社を代表して取締役の行為の差止を請求する権利を定めている。この場合、差止請求の名宛人は「取締役」であり、同条一項にいう「法令」には、当然に取締役の一般的義務規定が含まれるとされている。⁽²⁵⁾ところが、公開会社でかつ監査役設置会社の株主である場合（買収対象会社の大部分はこのケースであると思われる）、同条による差止請求権が認められるためには、六ヶ月の株式保有期間に加えて、「会社に回復したい損害が生じるおそれ」があることが要件となっている。そして、新株予約権の発行により一部の株主において発生しうる損失は、通常、会社の回復したい損害とはいうことはできないから、事実上、新株予約権発行の差止請求の局面で会社法三六〇条が利用できる余地はほとんどないものと考えられるのである。⁽²⁶⁾

そうだとすれば、通説的見解を前提とする限り、会社支配権争奪の局面における新株予約権の発行が、会社法二四七条の要件（具体的法令違反とか著しく不公正な発行）には該当しないが、取締役の善管注意義務・忠実義務違反には当たるといえる場合に、それを理由として経済的損害を受ける株主が発行の差し止めを求める手段は現行会社法の下では存在していないことになる。⁽²⁷⁾しかしながら、このような結果には疑問を感じざるを得ない。なぜなら、アメリカの会社法では、取締役の信認義務違反が認められる場合には、機関訴訟のケースのみならず、株主が直接損害を受けるおそれがあるケースにも差止請求を求めることができる。そして、一般に、日本の会社法二四七条は後者のアメリカの会社法における株主の訴権を導入したものだと言われているからである。⁽²⁸⁾

(二) 取締役は誰に対して善管注意義務・忠実義務を負うのか

会社法においては、「株式会社と役員及び会計監査人との関係は、委任に関する規定に従う」（会社法三三〇条）

また「取締役は、法令及び定款並びに株主総会の決議を遵守し、株式会社のため忠実にその職務を行わなければならない」（同法三五五条）と定められていることから、取締役は株式会社に対して善管注意義務・忠実義務を負う。伝統的な見解に従えば、法人としての株式会社と取締役の間には「契約関係」があるからこそ、取締役の善管注意義務・忠実義務が根拠付けられるのであり、契約当事者以外の第三者（株主や債権者など）に対する義務は特別の法規定がなければ生じない。取締役の善管注意義務・忠実義務はあくまで会社に対するものであり、株主の利益は会社の利益を通じて間接的に図られるにすぎないとされている。

しかしながら、そもそも株式会社と取締役との関係を「契約関係」であると断言することに疑問がないわけではない。取締役の選任は株主総会の決議によって決定されるのであり取締役自身の同意は効力要件とされていない。いえ、実務上は、取締役就任後に必ずしも委任契約書を作成しているわけではないようである。アメリカの会社法においては、一般に、会社と取締役の関係は信認関係であると考えられており、「契約関係」とはされていない。ただし、日本における契約概念はアメリカにおける契約概念とは異なっているため、株式会社と取締役との関係を日本法の下で「契約関係」としてとらえることも不可能ではない、という見解はありえよう。⁽²⁹⁾ なお検討の余地はあるが、本稿では、株式会社と取締役との関係は「契約関係」であるという前提で議論をすすめたい。

株式会社と取締役との関係が「契約関係」であるとしても、契約当事者の範囲の解釈として取締役が善管注意義務・忠実義務を負っている対象を法人としての株式会社に限る必要があるのかは問題となる。この点に関して、伝統的な見解とは異なり、取締役はグループとしての株主あるいは個別の株主に対しても直接に善管注意義務・忠実義務を負うとする見解が最近有力に唱えられるようになった。

まず、会社関係者の利害調整に関する基本ルールとして株主利益最大化原則が妥当し、取締役は、その善管注意義務・忠実義務の具体的内容として、株主利益を他の会社関係者の利益に優先させてその最大化を目指した経営決定を行うべき法的義務を負っているとする見解がみられる。³⁰⁾ 株主利益最大化原則説の論者は、会社法三三〇条および三五五条にいう「株式会社」とは「グループとしての株主」を意味することから、法人としての会社の枠を超えて、取締役と総株主の間に信認関係が存在することを認めるものだと考えられる。

さらに、取締役は、会社に対する善管注意義務・忠実義務とは別に、個々の株主に対しても直接信認義務を負う場合がある、とする見解も主張されている。³¹⁾

会社関係者（ステークホルダー）の利益衝突が生じた際の経営者の行為規範について恣意性の排除を目指すならば、優先順位を定めた明確な法ルールが必要である。かかる法ルールとしては、株主利益最大化原則説の指摘するとおり、原則的に剰余権者である株主の長期的な利益を最優先させることが株式会社の法体系と整合的であろう。そうだとすれば、会社法三三〇条および三五五条にいう「株式会社」とはグループとしての株主を意味すると解釈すべきであり、法人としての会社の枠を超えて、取締役と総株主の間に信認関係が存在することを認めることができる。また、理論的にみて、取締役が善管注意義務・忠実義務を負う対象が株式会社に限られる必要がないものとするれば、株主の訴権を認める規定が存在するかぎり、取締役が直接契約関係のない一部株主に対しても上記のような意味での善管注意義務・忠実義務を負うと考えることも十分に可能ではないかと思われる。

以上のことからすれば、会社法二四七条にいう「法令」に取締役の善管注意義務・忠実義務を定めた一般規定が含まれるという解釈をとることは、さほどハードルが高いとは言えないのではないだろうか。

(三) 善管注意義務・忠実義務が含まれると解釈することのメリット

以上のように、会社法二四七条の「法令」の中に善管注意義務・忠実義務を含める解釈をとり、取締役と株主との間に信認関係があることを認めるとしても、その義務の内容は、敵対的企業買収の局面において取締役に対して常に株主利益最大化を要求することには直結しないと考えられる。⁽³²⁾では、このような解釈をとる具体的メリットは何かといえ、それは、敵対的企業買収に直面した対象会社の取締役に対して、株主全体および少数株主の利益に配慮する法的義務を明確に根拠付けることができる点にある。その結果、「具体的法令違反」「不公正発行」に金融商品取引法の公開買付規制を加えた現在の企業買収ルールのもつ硬直性を低減でき、会社法による柔軟な規制が可能となると思われる。

敵対的企業買収に直面した取締役が株主保護のために考慮すべきこと具体例としては、時間の許す限り慎重な検討を行う義務、専門家から公正意見を得る義務、対抗的買収を探索する義務、株主総会に対して正確な情報を伝える義務などがありうる。この点に関してアメリカの事案であるが、一九八六年のハンソン・トラスト事件判決が注目できる。⁽³³⁾この事件では、敵対的企業買収に直面した対象会社が、買収者の持株割合が一定数を超えたとき友好的第三者に対象会社の重要資産を買取る権利を与えるという内容のロックアップ・オプションを導入しようとしたので、対象会社の二五%株式を取得していた買収者がこのロックアップ・オプション導入の差止を求めて提訴した。連邦第二巡回控訴裁判所は、ニューヨーク州の経営判断原則を適用して、時間的余裕があったにもかかわらず、対象会社の取締役らはTOB価格の公正さについて調査を十分に行わないまま、ロックアップ・オプションの導入を承認したと述べて、差止請求を認めている。このハンソン・トラスト事件判決にみられるよ

うに、敵対的企業買収に直面した対象会社の取締役が専門家から公正意見を得る義務やTOB価格の公正さについて調査をする義務は、善管注意義務・忠実義務の内容に関わるものであり、日本における現在の企業買収ルールからは直ちに導くことはできないと思われる。株主利益を保護するためには、対象会社の取締役に對して、状況に応じて適切な行動を要求するような一般的義務をもたせることが望ましいと考えられる。

一方、会社法二四七条の「法令」の中に善管注意義務・忠実義務を含める解釈をとった場合のデメリットとしては、株主による濫用的な差止請求が多数生じるのではないか、という懸念があげられる。これに對しては、株主側に十分な疎明を求めるなど手続運用上の工夫が考えられるほか、損害賠償請求訴訟において用いられている経営判断原則（ビジネス・ジャッジメント・ルール）を差止請求の場合にも積極的に用いることを検討すべきである。経営判断原則は、本来、取締役の善管注意義務・忠実義務違反の有無を審査するための判断枠組であり、損害賠償請求訴訟に独特の問題ではないからである。すなわち、企業防衛策の発動決定は経営判断の一種と考えることができるので、取締役に對しては一定の裁量権が与えられる。しかし、その前提になった事実認識に不注意な誤りがあり、又は意思決定の過程が著しく不合理であったと認められる場合には、その経営判断は許容される裁量の範囲を逸脱したものとなり、善管注意義務・忠実義務に違反するものとなる、とするのである。このように、差止請求訴訟において経営判断原則を活用することにより、濫用的な差止請求に對して効果的に対応しうると思われる。

第四 結語

近い将来、再び日本で敵対的企業買収が生じるようになったとき、企業が株主総会意思確認型の防衛策を継続することは、株式相互持合を前提とする限り、買収成功の可能性を著しく低め、買収者の意欲を大きく減退させることにもなりかねない。日本企業の経営効率化のために敵対的企業買収を推進すべきという観点からは、このような企業買収ルールは修正される必要があると考えられる。また、今後の立法の方向性としては、株式持合に関する規制強化、社外取締役の導入強制などが必要である。

筆者は、敵対的企業買収の局面においても、現経営者と買収者の間の対話を促し、経営のプロトコトによる交渉を通じて、株主共同の利益にかなう結果が実現できるような柔軟な企業買収ルールを構築することが望ましいと考えている。今後も、取締役の行為規制を中心とした包括的な企業買収ルールの確立に向けて研究を進めていきたい。その試みの第一歩として、本稿では、会社法二四七条一号の「法令」に取締役の善管注意義務・忠実義務違反を含めるという解釈論を主張した。諸賢からご批判を頂くことができれば幸いである。

- (1) 二〇〇六年六月に成立した金融商品取引法は、所有割合が三分の一を超える株式取得の際は公開買付（TOB）を実施することや、買収側は対象企業からの質問に答えることを義務付けた。これにより、株主が買収側か会社側のどちらの提案が望ましいかを判断するための情報や時間の確保がある程度は保証されるようになったと多くの企業は判断しているようである。

- (2) たとえば、モス・フードサービスは二〇〇六年六月に導入した防衛策の廃止を決めた理由を「株の大量取得行為敵対的企業買収に関する一考察

の脅威が、導入した当時より相対的に低下した」としている。

- (3) 梶田Ⅱ菊池Ⅱ田「中国企業の日本企業 M & A」(二〇〇一)二〇一―二二三頁。
- (4) 経産省企業価値研究会二〇〇九年報告書
- (5) 野村証券の調査によると、上場会社間の株式持ち合い比率(時価ベース、保険会社除く)は二〇一〇年度末時点で一・一%と、前の年度末から〇・四ポイント下がった。二年連続の低下で、調査を始めた一九九〇年度以来、過去最低となった。一一年三月初から包括利益の開示が義務付けられ、保有株の含み損に対する投資家の目が一層厳しくなったことが背景にあると指摘されている。
- (6) 上村達男「日本版テイクオーバー・パネルの構想」企業法制の現状と課題(早稲田大学二二世紀 COE 叢書―企業社会の変容と法創造)所収。
- (7) 神戸大学企業立法研究会「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討」(二〇〇九)商事法務一八六六号四頁、一八六七号三一頁、一八六八号三二頁、一八六九号四一頁、一八七〇号三九頁、一八七一号五二頁。
- (8) 厚生労働省 H P 「就業形態の多様化に関する総合実態調査」結果の概要一(三)によれば、二〇一〇年一〇月時点での正社員以外の労働者の割合は三八・七%となっている。 <http://www.mhlw.go.jp/toukei/list/5-22b.html#b> [二〇一一年一月八日閲覧]
- (9) 「主要目的ルール」成立の背景およびその後の変遷については、松中学「主要目的ルールとは何か(一)(二)」阪大法学五七巻六号一〇一一頁、五八巻一号八七頁(二〇〇八)に詳しく分析されている。
- (10) 龍田節「企業の資金調達」現代企業法講座三(二九八五)二二頁。
- (11) 東京地決平成元年七月二五日判時一三一七号二八頁。
- (12) 東京高決平成一七年三月二三日判タ一七三三号一二五頁。
- (13) 裁判所は、株主の敵対的買収者が当該会社を食い物にしようとしている場合の例示として以下の四つをあげている。①真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ株価をつり上げて高値で株式を会社関係者に引き取

らせる目的で株式の買収を行っている場合（いわゆるグリーンメイラーである場合）、②会社経営を一次的に支配して当該会社の事業経営上必要な知的財産、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先や顧客等を当該買収者やそのグループ会社等に委譲させるなど、いわゆる焦土化経営を行う目的で株式の買収を行っている場合、③会社経営を支配した後に、当該会社の資産を当該買収者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済減資として流用する予定で株式の買収を行っている場合、④会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券など高価資産等を売却等処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるかあるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って株式の高値売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合。

(14) 東京地決平成一七年六月一日金商一二一八号八頁（原審決定）、東京地決平成一七年六月九日金商一二一九号二六頁（異議審決定）、東京高決平成一七年六月一五日金商一二一九号八頁（抗告審決定）。

(15) 取締役会決議による事前の防衛策導入が許容される要件として裁判所が示したものは、次の三点である。①新株予約権が株主総会の判断により消却が可能なものとなっているなど、事前の対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、②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、③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。

(16) 最決平成一九年八月七日金法一八二〇号四七頁。

(17) 同右。

(18) 新版注釈会社法第七卷（一九八七）二八九頁「近藤弘二執筆」。

(19) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (1985). 同判決の詳しい紹介は、近藤光男「差別的自己株式の買付とその防衛策」近藤 志谷編・新・アメリカ商事判例研究（二〇〇七）二九四—二九八頁参照。

(20) 企業価値研究会「企業価値報告書」（二〇〇五）、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

敵対的企業買収に関する一考察

九五

上のための買取防衛策に関する指針」(二〇〇五)。

(21) *Unitrin, Inc. v. American General Corporation*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995). 本件は、敵対的公開買付の提案価格が不十分であるという理由で、対象会社がポインズン・ビルや株式再取得プランなどの防衛策を發動しようとしたのに対して、買取者から予備的差止めが求められた事案である。デラウェア州最高裁は、会社の売却が決定的でない限り取締役は会社及び株主の利益を防衛する義務を負うと述べて、差止め請求を認めなかった。

(22) 志谷匡史「企業買取規制のあり方」商事法務一九〇七号(二〇一〇)五—一四頁、シンポジウム「金融商品取引法性の課題」私法第七三号(二〇一一)一—一四頁〔志谷発言〕参照。

(23) 筆者と基本的方向性を同じくする見解として、神谷高保「企業買取防衛策の適法性判定基準の理論的構造」江頭還暦・企業法の理論(下)(二〇〇七)所収四九頁は、信託義務の理論の中には企業防衛策の適法性判定基準を導く基本的な概念が用意されているとし、日本でも今後は信託義務の諸原則に基づいた基準に本格的に移行したほうが良いと主張する(同七六頁)。

(24) たとえば、逐条解説会社法第三卷(二〇〇九)三〇五頁〔松井秀征執筆〕は、「取締役等の注意義務違反があるという場合については、これは会社を名宛人とするものではなく、発行手続、もしくは募集新株予約権それ自体の内容に違法があるものでもないから、本号の問題ではない(著しく不正な方法による募集新株予約権の発行に該当するかどうかの判断にあたって、考慮すべき事由とはなりうる)」とする。

(25) 逐条解説会社法第四卷(二〇〇八)四五〇—四五二頁〔高橋英治執筆〕。

(26) 立法論としては、同条の「損害」要件を再構成することにより、直接損失をこうむる株主による差止めが認められる結果を導くことができると思われる。

(27) 前掲注(24)のように、取締役の善管注意義務・忠実義務違反は不正発行の要件において考慮要素になるという見解もある。しかし、不正発行の判断枠組は善管注意義務・忠実義務のそれとは異なり、必ずしも株主利益を重視する方向性をもたないと思われる。

- (28) 新版注釈会社法七卷(一九八七)二八七頁「近藤弘二執筆」。
- (29) アメリカ法においても、少数ではあるが信託を「契約関係」と考える学説が存在する。樋口範男「フィデュシヤリー」「信託」の時代―信託と契約―(一九九九)第四章参照。
- (30) 落合誠一・会社法要説(二〇一〇)四七―六二頁。
- (31) 玉井利幸・会社法の規制緩和における司法の役割(二〇〇九)三〇八頁。
- (32) 筆者としては、取締役の善管注意義務・忠実義務の内容として、あらゆる状況において株主利益が優先されるべきだとは考えていない。株主利益のみが問題となり得るような特殊状況に会社が陥っているのでない限り、取締役は、その経営判断に当たり他のステークホルダーの利益をも考慮しうるし、また適切に考慮すべきであると思われる。
- (33) Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition, Inc., 781 F.2d 264 (2d Cir. 1986). 本件の詳しい紹介は、神崎克郎「企業買収と経営判断の原則」岸田＝近藤＝黒沼編・アメリカ商事判例研究(二〇〇一)一六〇―一六五頁参照。

A comment on hostile take-over-bid
in the context of Japanese law :
New interpretation of Art. 247 of the Corporation Act.

論

Michihito ISEDA

説

Many legal problems about a hostile TOB in Japanese corporate industry still remain unsolved. Two fundamental problems are: who decide the exercise of the TOB defense and what legal standard should be adapted to it?

It can be described as a provisional practice that the target company's shareholders decide whether the TOB defense should be exercised or not instead of its board of directors which are mainly consists of the fellow management. At the same time some commentators insist that a maximization of shareholders' interest is not the absolute standard in exercising the TOB defense under the Japanese corporation law and that board of directors should consider interests of corporate stakeholders including creditors and employees. The courts' decisions and the some statutes seem to support those positions.

I doubt that, however, this proposition may preclude a potential bidder from making a hostile TOB that can promote efficiency of target companies' management because the proposition is too inflexible to evaluate nature of the hostile TOB.

I discussed in this article that the existing interpretation of Art. 247 of the Corporation Act which mainly regulates the TOB defense should be changed to make it include director's fiduciary duty to all shareholders. The idea can lead a variety of conduct standards to be followed by the target company's director in order to protect common interest of all shareholders.

九
八