

# 「会社企業の統治のあり方」考

——ライブドア事件から学ぶもの——

大 賀 祥 充

- I はじめに
- II 「ニッポン放送」の株式を巡る、「ライブドア」と「フジテレビ」との間の熾烈な争奪戦の経緯
- III 法的紛争とそれに関連する裁判所の判断
- IV 企業社会・政界・官界に及ぼした影響
- V これからの企業統治のあり方
- VI ま と め

## I は じ め に

[1] 平成17年4月19日付けの新聞各紙のトップ記事は、『フジ・ライブドアと和解』と報じた。複雑な社会情勢の中で、殊に悲惨な話題に事欠けることのない日常において、とりわけ話題を呼んでいた「ライブドア事件」の、当面は少なくとも「円満解決」と見える情報に、世間は、それぞれの立場で、複雑な思いながらも、そのニュースを多少の安堵ないし気抜けした気持ちで聞いたことと思われる。

今回の、「ニッポン放送」株式の取得をめぐる「ライブドア」と「フジテレビ」との間の熾烈な争いは、わが国の企業経営者の、大げさでなく全てに、少なからざる衝撃を与え、現に、経済界のみならず、政界・官界にも多大な影響を与えた。

開会中の162回通常国会に上程中の「会社法案」も、目玉の1つとされていた「企業再編（会社合併等）の際の対価の柔軟化（従来、存続会社または新設会社の株式しか認められていなかった仕組みを、それに限らず、金銭その他例えば親会社の株式等でも可能とすること）」をする改正部分の施行時期を、

その余の部分の施行よりも1年先送りされることになった。

その上、殊に上場企業は、各自「敵対的企業買収」に備える主旨で、各種の「企業買収防衛策」を講じ始めた。自社株の買入れ、友好的な取引先等企業との株式の相互保有、「ポイズン・ピル（毒薬条項）」と呼ばれる防衛策の導入等々である。

しかし、根本的に重要なことは、このライブドア・ショックを通して、わが国の企業関係者（直接的には、出資者・経営者・会社債権者）のみならず、企業の従業員・取引先・投資家・顧客（一般消費者）・地域社会等々の全てに対して、現代社会における「会社企業とは何なのか」「会社統治はどうあるべきか」の極めて基本的な問題を意識させたことである。

## II 「ニッポン放送」の株式を巡る、「ライブドア」と「フジテレビ」との間の熾烈な争奪戦の経緯

[2] 事の発端は、「フジテレビ」が、その産みの親である「ニッポン放送」との相互の株式所有関係のねじれを修正して、「ニッポン放送」を「フジテレビ」の子会社とするべく、同社の株式について「公開買付け」を発表した（平成17・1・18）ところ、「ライブドア」が、公開買付け期間中の同年2月8日に、「ToSTNeT（東京証券取引所・立会時間外証券取引）」による「ニッポン放送」株式の大量取得により、それまでの持分5.4%の地位から、「フジテレビ」の22.5%を抜いて、35%の持分を持つ筆頭株主となったことに始まる。

[3] 「寝耳に水」の「ニッポン放送」・「フジテレビ」側は、株式公開買付けの条件の変更（買付け株式数を「ニッポン放送」株式の50%超から25%超に変更、その他買付け期間の延長等）をして、「ニッポン放送」の持つ「フジテレビ」への議決権行使の消滅（商法241条3項参照）を画策し、更に窮余の一策として、「ニッポン放送」の取締役会決議をもって、「フジテレビ」に対して、4,720個の新株予約権の発行を決定した（平成17・2・23）。

その内容は、仮にその新株予約権が「フジテレビ」により行使された

場合、「ニッポン放送」の発行済み株式総数は一挙に1.44倍となり、その結果「ライブドア」の持株比率は、その時点での42%から一挙に17%以下に減少する程のものであった。

### Ⅲ 法的紛争とそれに関連する裁判所の判断

[4] 「ライブドア」は、即日、東京地裁に対し、「ニッポン放送」の取締役会決議による新株予約権の発行の差止めを求める仮処分の申立てをした。

東京地裁・平成17年3月11日決定（商事法務1726-47以下）は、「ライブドア」の求めた2点のうち、①『本件新株予約権の発行は特に有利な条件による発行であるのに株主総会の特別決議がないため、法令に違反している』という点については、まず、「特に有利な発行価額」とは、「公正な発行価額」よりも特に低い価額による発行をいうところ、「ニッポン放送」が証券会社等専門家による数値算定の基準を基に算出した発行価額は「特に有利な発行価額」とは言えないとして、その主張を退けたが、②『本件新株予約権の発行は、著しく不公正な方法による発行であるから、その差止めを求める』点については、結論的にそれを認容した。

[5] 東京地裁（民事8部）は、「著しく不公正な方法」による新株予約権の発行とは、「不当な目的を達成する手段として」それがなされる場合をいうと一般論を述べた上で、『支配権につき争いがあり、従来の株主の持ち株比率に重大な影響を及ぼすような数の新株予約権が発行され、それが第三者に割り当てられる場合に、その新株予約権発行が支配権を争う特定の株主の持ち株比率を低下させ、現経営陣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』、『会社ひいては株主全体の利益の保護という観点からその新株予約権発行を正当化する特段の事情がない限り』、それに当たると判断した。これは、新株発行差止め請求事件における従来の裁判所の判断と同一の路線を明らかにしたものと見てよい。

問題は、「特段の事情」とは何かであるが、同地裁は、『公開会社が、あらかじめ敵対的買収を想定して会社支配権の争奪の状況が発生する前に何らかの対応策を設けることを否定する趣旨ではない』としたが、ただ、『企業価値とは、会社ひいては株主全体の利益をいう』ものと解しながらも、『会社には、株主のほかにも、従業員・取引先・顧客・地域社会などの利害関係者が存在し、これら利害関係者の利益を高めることは、長期的には株主全体の利益にも沿うということが出来る』として、企業価値の検討に当たっては、これら利害関係者の利益をも考慮する必要があることを指摘した上で、現経営者および買収者のいずれの事業計画が合理的かの判断は、『株主によってなされるべきもの』としている。

[6] 「ニッポン放送」が即日行った「仮処分異議申立事件」に対して、東京地裁（民事8部）・平成17年3月16日決定（商事法務1726-59以下）は、「ライブドア」の『本件仮処分命令申立てには、被保全権利および保全の必要性が存するから、これを認容した原決定は正当である』として、3月11日の仮処分決定を認可した。

[7] 原審仮処分決定および原審異議決定の取消を求めた、本件新株予約権発行差止保全抗告事件において、東京高裁（16民事部）・平成17年3月23日決定（商事法務1728-41以下）は、本件抗告を棄却した。

注目すべきは、次の諸点である。

- (1) まず、「ライブドア」が本件仮処分申立ての争点のうち、①本件新株予約権の発行が「特に有利な条件による発行である」旨の主張を撤回している点。
- (2) 『会社の利益に沿うか否かの判断自体は、短期的判断のみならず、経済、社会、文化、技術の変化や発展を踏まえた中長期的展望の下に判断しなければならない場合も多く、結局、株主や株式市場の事業経営上の判断や評価にゆだねるべき筋合いのものである』として、株主の判断や株式市場の評価を中心に会社の利益を捉えている点。
- (3) 『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

対的買取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、現経営者また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、「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。』として、従来からの「主要目的ルール」を前提とした原則論を採っている点。

- (4) その上、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「特段の事情」については、以下のように相当に踏み込んだ判断を示している点。

すなわち、同高裁は、敵対的買取者が、『例えば』、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取を行っている場合（いわゆるグリーンメイラーである場合）、②会社経営を一時的に支配して当該会社の事業経営上必要な知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先や顧客等を当該買取者やそのグループ会社等に移譲させるなど、いわゆる焦土化経営を行う目的で株式の買取を行っている場合、③会社経営を支配した後に、当該会社の資産を当該買取者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で株式の買取を行っている場合、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、有価証券など高額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する目的で株式買取を行っている場合など、『当該会社を食い物にしようとしている場合には、濫用目的をもって株式を取得した当該敵対的買取者は株主として保護するに値しないし、当該敵対的買取者を放置すれば他の株主の利益が損なわれることが明らかであるから、取締役会は、対抗手段として必要性や相当性が認められる限り、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を行うことが正当なも

のとして許されると解すべきである』と、詳細な例示を挙げている点。  
(5) 株主全体の利益保護の観点から、『特段の事情があること、具体的には、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がたい損害をもたらす事情があること』は、『会社が疎明、立証』しなければならないと指摘している点である。

[8] 新株予約権の発行を巡る差止め請求事件の先例には、イチヤ事件(差止めを命じた高知地裁決定・平成16年6月1日(LEX/DB インターネット TKC 法律情報データベース・文献番号 28100358)、および、それを取り消した同地裁決定・平成16年7月8日(同・文献番号 28100359)があるが<sup>1)</sup>、高知地裁の決定は、会社には破綻を回避するために緊急の資金調達が必要であったこと、有利発行であることを前提に株主総会の特別決議に基づいて新規の新株予約権の発行を決定したこと、また、他の会社の完全子会社となることを旧新株予約権の消却事由と定めていたところ、そのことを株主総会特別決議で決定した場合には、不公正発行とは言えないことを挙げているから、本件「ニッポン放送」事案とは必ずしも共通しない点もある。

ただ、高知地裁は『確かに、新株予約権の発行は、従業員等への長期インセンティブ報酬、成長が期待できるベンチャー企業の資金調達の便宜、業務提携や企業結合・再編の場合での利用、長期的な安定株主の形成等様々な目的を持ち得るもので、新株発行に比して資金調達の側面が希薄であることは明らかであるが、多様な選択肢を提供し機動的な資金調達を促進するという点も立法趣旨に含まれていると解釈できる』として、資金調達の必要性を前提に、従来からの「主要目的ルール」を採っていると理解できる。

[9] これに対して、本件「ニッポン放送」を巡る一連の決定は、資金調

---

1) 本件保全命令取消決定につきなされた保全抗告に対して、高松高裁・平成16年8月23日決定は抗告を棄却した(同・文献番号 28100360)。抗告人は最高裁へ特別抗告をしていたが、同年9月21日これを取り下げた。

達の必要性が主な争点とされてはおらず、むしろ企業価値の毀損防止等の目的が主な争点とされているものであるため（徳本穰氏論稿「地裁・高裁の法的判断を検証する…ニッポン放送新株予約権仮処分決定…」ビジネス法務5巻6号（中央経済社）11頁）、本件高裁決定は、「資金調達のない場合でも」、「特段の事情」を認めうるものと解しているように見える。そして、現に太田洋氏論稿（「ニッポン放送新株予約権発行差止仮処分申立事件決定とその意義（上）」商事法務1729-28）は、東京高裁が上記の点を肯定した点で「わが国の敵対的買収に対する対抗策の適法性をめぐる裁判例の中で画期的な意義を有している」と評価されている。

[10] しかし、この点については、次の点をいかに理解するかの問題も残っているように私には見える。

というのは、本件原審仮処分決定は、『本件新株予約権は、オプションとしての形式を持つものの、その行使がなされることが確実であり、かつ、発行後極めて短期間に行使されることが予定されているということができ、そのような観点から、本件新株予約権の発行は、実質的には新株の発行と同一であるということが出来る』としているが、東京高裁決定は、原審の判断を援用した上で、企業価値の毀損の有無につき判断を付加しているからである。

そして、東京高裁は、他方で、前記の判示とは別に『本件新株予約権の発行およびその行使による新株の発行によってニッポン放送が調達する資金は、同社がフジテレビと共同で計画中のプロジェクトの整備資金の金額をはるかに上回るものであり』、新株予約権の発行の目的が整備資金の調達にあるというのは、『本件紛争になって言い出した口実である疑いが強く、にわか信用しがたい』と判示して、原審仮処分決定が新株予約権の発行を「実質的に」新株の発行と同一視した点を否定することなく、むしろこれを前提としていると考えられるからである。

[11] そうであるとすれば、今後、新株発行については従来通り「主要目的ルール」に従うことに異論はないにしても、少なくとも新株予約権の

発行については、その発行条件如何によっては、例えばストック・オプションのように対価なく発行される場合には、資金調達の一必要性を論ずるまでもないかも知れないが、一般的に、企業価値の毀損防止の観点からのみ論じてよいものとは考えにくいように思われる。

#### IV 企業社会・政界・官界に及ぼした影響

[12] ニッポン放送新株予約権発行差止仮処分決定事件を契機に、各界は大きく動いた。

- (A) 国会に上程されていた「会社法案」の一部の施行時期を予定よりも1年延期する動き（法案はそう一部修正され、平成17年6月29日成立した）。
- (B) 金融庁は、東京証券取引所のシステム（ToSTNeT）を使って通常の取引時間外に株式を売買する「立会外取引」についても、上場企業などの株式を3分の1を超えて取得する場合は、「株式公開買付け」の対象とするための証券取引法の改正法案を国会に提出（改正法は成立した）。
- (C) 総務省は、外資の日本法人を介した放送局への間接出資も20%未満の議決権に制限する方針を固めた（日経・平成17・4・19）。
- (D) ジャスダック市場上場のN社は、平成17年3月14日、敵対的買収に備える趣旨で、新株予約権を用いたポイズン・ピル（毒薬条項）の対抗策を国内初として導入したと伝えられた<sup>2)</sup>。

---

2) その内容は、(a)平成17年3月31日時点の株主全員に対し、各保有株数の2倍の新株予約権を無償交付する。(b)新株予約権の権利行使は、会社の発行済み株式の総数の20%を以上の株株式の取得者が現れたと同社の取締役会が認識した場合。(c)株主は権利行使する際、新株予約権1個につき1円の払込みをする。(d)権利行使期間は、平成17年6月16日から3年間。(e)4月以降株式を売却しても、新株予約権は旧株主の手元に残る。(f)新株予約権は第三者に譲渡はできない。(g)企業価値を高めるような買収者と認められれば、取締役会の判断で、新株予約権の消却ができる、というもので、ポイズン・ピル（毒薬条項）は国内初と説明された（日経・平成17・3・15）。

しかし、これでは、4月1日以降に株式を取得した者には極端に不利になるおそ



## 大賀：「会社企業の統治のあり方」考

- (E) パイロットコーポレーションは、定時株主総会で議決権行使のできる株主を確定する基準日を、取締役会の判断で変更できるようにする制度を導入（日経・平成17・3・30<sup>3)</sup>）。
- (F) イトーヨーカ堂は、子会社のセブン-イレブン・ジャパン、デニーズジャパンと三社で、持株会社を設立すると発表（日経・平成17・4・21<sup>4)</sup>）。
- (G) 一部には、それまでの、「経営環境の厳しさに備える」ことを大義名分に剰余金の社内留保に重点をおき、株主・投資家に目を向けなかった反省から、剰余金の配当額を大幅に増額する企業から増えてきた。株主・投資家からすれば、配当利回り・投資利益率（Return on Investment=ROI）は勿論、株価収益率（Price-earning Ratio=PER）は大きな関心事であり、一部ファンドからは株主総会への剰余金配当議案にク

れもあることから、同社は、敵対的買収者以外に等しく新株予約権を配分する趣旨で、特別目的会社（SPC）に新株予約権を預けておき、敵対的買収者が現れた際、SPCから信託銀行を通じて、敵対的買収者以外の株主に割り当てる方式を採る予定と報じられた（日経・平成17・4・22）。

これに対して、同社の株主から新株予約権発行の差止め請求がなされた。東京地裁決定・平成17・6・1（商事法務1734-37）、同保全異議申立事件に対する東京地裁決定・平成17・6・9（下級裁主要判決情報・平成17（モ）6329号）、同保全抗告に対する東京高裁決定、平成17・6・15（下級裁主要判決情報・平成17年（ラ）942号）は、N社の予定した毒薬条項は株主の議決権割当を希釈するもので、現取締役の支配権の維持を企図しており、既存の株主に不測の損害を与えるものであって、「著しく不公正」な新株予約権の発行に当たるとして、差止めが命じられた〔筆者注：この部分は校正時に追記した。〕。

なお、国税庁は、新株予約権を用いた買収防衛策として、SPC（特別目的会社）とか信託会社に対して発行する場合には、敵対的買収者が現れる可能性が小さくなることなどから、それに対しては非課税とする方針と伝えられている（日経・平成17・4・23）。

- 3) 決算期後定時株主総会までの間に新株を発行した場合、その後に基準日を設定できれば、敵対的買収に対する防衛策にもなりうる。
- 4) これは、株式時価総額で、子会社のセブンイレブンが親会社のイトーヨーカ堂を上回っており、ニッポン放送とフジテレビの場合と同様に、資本関係がいびつになっているのを改めること、システムの統合化の他、敵対的買収を防ぐ意味もあると伝えられている。

レームが出されるケースが次第に増えてきている。自己株式の買付けも、市場における需給の関係での株価の値上がりによる企業価値の向上が狙いとされる。

- (H) 一部企業では、提携先企業との間で、株式の持ち合いを強め、万一敵対的買取者が出現したときには、相互に友好的な株式の買い手（ホワイト・ナイト）としての役割に期待する動きもある。
- (I) また、一部の企業では、取締役の員数の見直し等が行われ始めた。これは、バブル崩壊後従業員のみならずリストラされ、その上「執行役」制の導入により大幅に減員された取締役の員数が、定款規定上は旧態のままでは、問題を残すとの危機感による。
- (J) 東京証券取引所は、投資家の権利を侵害する過剰な敵対的買取防衛策（特定株主に株主総会での拒否権を与える黄金株、防衛策導入時の株主だけを対象に新株予約権を与えるやり方、一株に過剰な議決権を付けるような複数議決権付き株式等、投資家の権利を侵害するような策）の自粛と、防衛策導入の目的や投資家への影響、ならびに防衛策発動の条件（誰がどう判断するのかを明記）等の情報開示の徹底を要請（日経・平成17・4・21）。
- (K) 経済産業省の企業価値研究会は、敵対的買取策に関する報告書を公表（日経・平成17・4・22）。法務省・金融庁などと調整の上、政府としての指針を作成する予定<sup>5)</sup>。
- (L) こうした状況の中、松下電器産業は、大企業としては初めて、本格的な企業買取防衛策の導入を発表した（日経・平成17・4・29）。その概要は、(a)TOB などにより20%を超える買取者が現れた場合には、①買取者の概要、②買取の目的と内容、③買取価格の算定根拠、④経営方針・事業計画等について、買取者からの情報提供を要請し、同時に60日ないし90日の検討期間を求める。次に、(b)買取者から情報提供等十

---

5) この点については、平成17年5月27日、経済産業省および法務省は、『企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買取防衛策に関する指針』を策定し、公表したので、本稿末尾にその要約を付記しておく〔筆者注：平成17年5月28日追記〕。

## 大賀：「会社企業の統治のあり方」考

分な対応が得られた場合には、その情報を他の一般株主にも開示する。そして、必要に応じて松下側の意見や、買取者側の計画に対する代替案などを提示する。株主は、双方からの情報提供により、TOBに応じるか否かの判断をする。(c)仮に買取者からの十分な情報提供ないし対応がないと松下の取締役会が判断した場合には、(A)既存の株主に新株予約権を付与するか、または(B)1株を最大5株にする範囲で株式分割をする等である。

このような方法は、株主・投資家にとっては、会社側と買取者側との双方の情報を比較検討できるものであって、米国においての多くの例もあり、合理的な方策であると評価できると思う。

## V これからの企業統治のあり方

[13] しかし、そもそも「敵対的買収」というのは、「誰」にとって「敵対的」なのか、それに対抗することを「企業防衛」と呼んで、一体何を防ぎ衛るといえるのかは大きな問題である。これは言い換えれば、「会社とは何か?」、「会社は誰のものか?」の問題でもあり、また、「会社企業統治のあり方」の問題でもある。

[14] この点を詮索するに当たっては、会社殊に株式会社を巡る利害関係者は、(a)出資者たる株主、(b)株主からの付託に応じて事業の経営に当たる業務執行者（取締役・執行役）、(c)それに会社と取引をする会社債権者の、三者間の利害調整が会社法の理念として理解されてきた伝統的な会社観からの脱皮がまず必要のように思われる。

伝統的な会社観からすれば、会社は実質的な所有者である「株主」のものであり、その意向を受けて、経営を付託された取締役（執行役）等の役員が業務を執行し、そのチェックは株主の意向を受けた監査役（または取締役会で選任された監査委員）および取締役会が担当するシステムであった。

また、わが国の場合、会社企業経営は、殊に公開会社にあつては、従

業員の長期雇用を前提として、従業員兼務ないし従業員出身の経営者が大半を占め、取締役会等の役員会でも、上司・部下ないし先輩・後輩の間柄の中で、上意下達の意味決定の行われがちな環境では、経営者の業務執行に対するチェックは殆ど機能しなかった。監査役ないし監査役会によるチェックも、役員構成が社内者上がりを中心としていたから、ほぼ同様のことが当てはまった<sup>6)</sup>。

第二次大戦により壊滅的な打撃を受けたわが国経済は、戦後目覚ましい復興を遂げたが、その導因は、金融機関からの借入れを中心とした「間接金融」であった。そのため、企業統治は、金融機関からの融資と役員派遣を通しての、いわば「銀行管理型」がこれまでの主流であった。

その上、企業は取引先等他企業との間で株式の相互保有を基礎に、「馴れ合い」ないし「もたれ合い」の経営をしている例は少なくなかった。

また、わが国の場合、少なくともこれまでのところ、従業員上がりの役員の発想の中には、「労使協調」・「従業員と連携した家族的経営」を重視する嫌いがある、その分「株主軽視」になりかねないものがあつた。「厳しい経営環境の下、社内留保に意を用い、安定配当を行う」ことに腐心し、結果的に、会社の「企業価値」を「最大化」すことに消極的でした。換言すれば、元従業員が殆どの経営者は、従業員と組んで、「従業員管理型」の企業統治システムを作ったことになる。

[15] そうであるとすれば、これまでの伝統的な会社観の見直しが求められてくる。すなわち、会社を巡る利害関係者は、株主、経営者、会社債権者のみならず、企業の取引先、会社従業員もその範囲に含めて考える必要が出てくるし、その上、昨今では、企業のコンプライアンス(Compliance/企業の法令・企業倫理の遵守)に違反する経営者は退陣を迫られ、消費者問題・地域社会・環境問題等、企業の社会的責任(Corporate

---

6) それだけに、企業統治(Corporate Governance)の観点からも、企業経営に対するチェック機能の充実が求められていて、役員構成における「社外性」・「独立性」に期待がかけられている。

Social Responsibility) が問われるようになってきているから、会社企業を巡るステークホルダー (stakeholders) は、これらを含めて理解する必要がでてくるものと考えられる。

[16] そして更に、少なくとも公開株式会社の場合には、証券市場への上場会社については特に、証券市場における投資家たちの評価を無視または軽視できない。市場従って投資家たち、殊に年金基金・保険会社・ファンドなどの機関投資家たちは、会社企業の理念、人的・物的資源の状況、経営の実績と将来の見通し等に対して、厳しい目を向けているからである。

そして、一般的に言って、投資家はやがて株主となり、従業員も持株会を通して多くが株主であり、更に、株主は大株主を中心として経営に直接または間接に係わりを持つようになるが、従業員の発明特許の評価が見直され、更には、ノウ・ハウ、のれんその他のソフト等知的財産等が出資の目的とされるようになってくると、企業の財産は、これまでの出資者・融資者（金融機関・社債権者）・社内留保の剰余金といった「金銭的ないし物的な財産」のみならず、経営者・従業員・取引先・消費者・地域社会等の「人的な財産」にも及ぶことになる<sup>7)</sup>。

[17] こうした金銭的および人的な要素を含む多様なステークホルダーが係わっている会社企業の価値は、代替性を持つ人的財産の労働市場価値を勘案しながらも、株式の証券市場における総合的な（物的・人的側面のみならず、将来の見込みを含めた）価値を中心として検討することが肝要と考えられる<sup>8)</sup>。そして、これこそが「企業価値」と呼ぶにふさわしいものではないかと考えられよう。

そうであるとすれば、会社企業殊に公開株式会社の理念は、この真の

---

7) 宍戸善一氏論稿・日経・平成17・3・24, 青木昌彦氏論稿・日経・平成17・4・18。

8) だからこそ、会社企業の株式の一株当たりの純資産価値と市場における株価とが不均衡ならば、現経営者に対しては剰余金の配当額のアップを求めたり、あるいは経営者の更迭を求めることも十分にありうる。

意味での「企業価値」を「最大化」することがであり、それ故、経営者の使命は企業が社会的責任を担っていることを深く認識し、コンプライアンスに意を用いながら、「企業価値の極大化」に努めることにあると言えるのではないか<sup>9)</sup>。この意味では、「企業価値」を毀損するおそれのある企業買収こそが「敵対的」なものであることになる。

[18] 他方、「企業買収」に対する過剰な「防衛策」は、企業の効率化を損ね、市場における株価は低迷するから、企業価値の向上に繋がらない。

ライブドア・ショックから、各企業は、急遽、買収防衛策の検討に入り、現に一部には実施した企業もある。

しかし、自社株の買入れや株式の相互保有にやっきとなっていることには問題が少なくない。持ち合いは資金効率の低下と株主による監視機能の低下、従って、もたれ合い経営の危険をはらむ。自己株式の大量買入れにも資本の空洞化・企業資金の凍結の危険と、株価操縦・内部者取引の危険を否定できない。

## VI ま と め

[19] 今回のライブドア事件ほど、現代の経済社会において圧倒的に重要

---

9) 問題となりうるのは、「企業価値の極大化」をどのスパンで考えるかである。例えば、環境問題とか資源エネルギー問題対策でのインフラ投資は、短期的には企業利潤の極大化にははならなくても、長期的には企業価値の向上に奉仕する筈だからである。米国において、短期的な株価押し上げを最重視する「株主至上主義」に対しては、短期利益偏重の弊害が指摘されていて、中長期的な利益に向け広範に利害関係者を重視する日本型企业経営を評価する見方が主張されている（榎原英資氏論稿・日経・17・4・19）。なお、コンプライアンスのもとで株主価値を追求することかが企業の社会的責任であり、経営者の社会的責任とされるのは、若杉敬明氏論稿・日経・平成17・3・22。これに対して、近藤光男氏論稿・日経・平成17・3・23は、株主利益最大化の原則は、2つの例外を認めるべきことを説かれる。1つは、社会的貢献であり、経営判断の範囲内で認めうるとされ、他の1つは、グリーンメーラーその他企業価値を毀損するような企業買収に対する防衛策も、驚異の存在とそれに対する防衛策の合理性・公平性を示す限りで、認められるとされている。

## 大賀：「会社企業の統治のあり方」考

な機能を果たしている会社企業のあり方に関連して、これ程大きく問題提起をした事件はこれまでに無かった。単に、政界・経済界・金融界・投資家のみならず、一般市民に与えたショックも殊の外大きかった。学界においても例外ではない。

わが国の法体系も、これまでの事前規制型から、事後救済型に変わり、新会社法も、機関設計の柔軟化等、定款自治を大幅に認めている。企業経営者の経営の裁量はそれだけ広まるが、逆にそれに対する説明責任が厳しく求められる。

「会社企業の統治のあり方」に関しては、新会社法のもとに、内部統制（最終的に正しい財務諸表を作成できるよう不正を未然に防ぐ業務手順や社内体制を整えること）のシステムの確立を初めとする「コンプライアンス」の徹底と、そして証券市場における公正な取引のための利害関係者に対する適時の「情報開示」をめざして、企業経営者も研究者も、それぞれの立場で、真摯に対応することが最優先されなければならない。

(平成17年4月30日稿)

### 付記

『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（要約）』

2005年5月27日

経済産業省・法務省

#### 1. 指針の目的と性格

- 適法性及び合理性が高い、平時導入型の買収防衛策を提示
- 指針は、判例・学説・企業価値研究会（座長、神田秀樹東大教授）の報告書を踏まえて策定
- 指針には法的な拘束力はないが、関係者によって尊重され、企業社会の行動規範となることを期待
- 指針の不断の見直しを実施

## 2. 買収防衛策の3原則

買収防衛策は、企業価値・株主共同利益を確保・向上するものとするのが基本。このために、以下の3原則に従わねばならない。

### (1) 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則

買収防衛策の目的は、企業価値（株主利益に資する会社の財産、収益力、安定性、成長力などを指す）ひいては株主共同の利益（株主全体に共通する利益）の維持・向上とする。

(例①) 株主共同の利益を明白に侵害するような買収に対する防衛策

- ・いわゆるグリーンメール（高値での株式の買戻しを目的とする買収）
- ・いわゆる焦土化目的の買収など

(例②) 強圧的二段階買収に対する防衛策

- ・二段階買収（一段階目の買付条件よりも二段階目の買付条件を不利に設定するなどして、株主に売り急がせる買収類型）

(例③) 株主の誤信を正すために情報を提供したり、会社が代替案を提示する機会を確保するための防衛策

### (2) 事前開示・株主意思の原則

- ① 買収防衛策は、事前にその内容などを開示し、株主等の予見可能性を高める。
- ② 株主の合理的意思に依拠したものとする。
  - ・株主総会の承認を得て導入する。
  - ・取締役会で導入する場合、株主の意思で廃止できる措置を採用する。

### (3) 必要性・相当性の原則

買収防衛策は、過剰なものとしなない。

- ・株主平等の原則や財産権保護の原則～商法上の手続きを経て確保。
- ・経営者の濫用防止を図る措置が必要。

## 3. 買収防衛策の具体例

### (1) 株主総会の承認を得て導入する防衛策

(例) 新株予約権を活用した防衛策（定款記載型や有利発行型）や拒否権付株式など

- 株主総会の承認を得ているので公正な発行とされる可能性は高い。
- 合理性を高め、市場の支持を得るために、以下のような工夫が必要となる。
  - ・株主共同の利益を向上する買収提案等があれば廃止できるよう措置する（いわゆるデッドハンド型の排除）。
  - ・最新の株主意思をより反映するよう、いわゆるサンセット条項（定期的に株主総会の承認を確保する条項）を採用することが望ましい。
  - ・消却のできない拒否権付株式や複数議決権株式は、特定の株主を優遇し、



## 大賀：「会社企業の統治のあり方」考

買収者以外の株も差別するので、既存の公開株式会社は、その採用に慎重であるべき。

### (2) 取締役会の決議で導入する防衛策

(例) 新株予約権を活用したライツプラン (条件付発行決議型など)

- 適法性を高めるために、以下のような工夫が必要となる。
  - ・株主の意思により消却できる条項を設ける。
  - ・買収者以外の株主を合理的理由なく差別しない。
  - ・取締役会の裁量権の濫用を排除するための措置を採用する。
- 合理性を高め、市場の支持を得るために、取締役会の裁量権の濫用を排除する効果のある以下のような措置が必要となる。
  - ・客観的買収防衛策廃止条項を設定する  
(内部取締役限りで発動の是非を判断する場合は不可欠)  
(例) 評価・交渉期間を設定し、期間経過後防衛策を解除
  - ・独立社外者の判断を重視する  
(客観的解除要件を設定しない場合は不可欠)  
(例) 防衛策の発動の是非は、独立社外取締役から成る特別委員会の判断を重視

以上

[筆者注：平成17年5月28日追記]

### (追記)

平成17年6月末(大部分は29日)に行われた3月決算会社の定時株主総会では、様々な企業買収防衛策が諮られたが、一部企業では新株発行の授権の枠を拡大するための定款変更議案が否決された事例もあった。企業経営者の見識と力量が問われ、その説明責任が問われる時代を痛感する。

なお、6月29日「会社法」(法律86号)および「会社法の施行に伴う関係法律の整備に関する法律」(法律87号)が制定され、7月26日公布された。

(平成17年6月30日)