

「企業買収防衛策」考

大 賀 祥 充

はじめに

- 1 企業買収とその防衛策の問題点
- 2 企業買収防衛策を巡る裁判例
 - (A) [ライブドア対ニッポン放送事件]
 - (B) [ニレコ事件]
 - (C) [スティーラー・パートナーズ対ブルドック・ソース事件]
 - (D) [楽天対 TBS 事件]
- 3 企業買収防衛策の導入に際しての留意点
 - ① 企業買収防衛策の態様
 - ② 企業買収防衛策導入例の変化
 - ③ 企業買収防衛策導入の決定機関
 - ④ 「独立委員会」の構想 員数と構成
 - ⑤ 企業買収防衛策導入・発動における株主総会の関与
 - ⑥ 導入した企業買収防衛策の有効期間

ま と め

は じ め に

「企業買収」というのは、対象企業の株式の一定割合以上を取得することによって、当該企業の経営権を獲得することを意味するが、種々の手法があるため、一般には、M&A (Mergers and Acquisitions)、すなわち「企業の（吸収）合併と買収」として捉える場合が多い。そして、対象企業の現経営者（正確に言えば、取締役ないし取締役会。委員会設置会社の場合には、これに、執行役をも含む。以下、単に経営者という。）の意思に反して、なされる企業買収を「敵対的企業買収」と呼んでいる¹⁾。平成17年の「ライブドア対ニッポ

1) 東京地裁・平成19年6月28日決定（後記の「スティーラーパートナーズ対ブルドック・ソース事件」（商事法務18-5号44頁）は、「敵対的買収」の語を「対象会

ン放送事件」(立ち会い外取引によってニッポン放送の筆頭株主になって業務提携を申し入れたライブドアは、結局後にフジテレビに株式を売却。詳細は後述)、同じく、「村上ファンド対阪神電気鉄道事件」(市場外で買付けた後に、市場内で買い増しをし、40%の大株主となったが、後に阪急ホールディングスの友好的 TOB に応じて、持株を売却)、平成18年の「ドンキホーテによるオリジン東秀に対する敵対的公開買付け」(市場内の株式の買い増しで46%の大株主になっが、後にイオンの友好的 TOB に応じて持株を売却)、米系投資ファンドの「スティー爾・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド(以下、SPJ という。)による明星食品に対する敵対的公開買付け」(後に、日新食品の友好的 TOB に応じて持株を売却)、今年の「SPJ 対ブルドック・ソース事件」(詳細は後述)等は、大きな話題を呼んだ。また、敵対的買収ではないが、最近報じられた「米国シティー・グループによる日興コーディアル・グループの(三角合併方式による)完全子会社化」(平成19年10月3日付け・日本経済新聞)は、会社法施行後一年間延期されていた「三角合併」(合併対価の柔軟化)が、今年5月に施行されてから初めての事例として注目されている²⁾。

ところで、わが国の金融商品取引所(従来の証券取引所は、平成19年9月30日施行の金融商品取引法により、改称された。)への上場会社(3,955社)の大半は、3月期決算会社であって、平成19年の場合、定時株主総会の開催日は、6月28日(木)が圧倒的に多かった³⁾。

今年度の株主総会の特徴は、次の3点に集約できる。

- ① 機関投資家を中心として、「モノ言う株主」からの発言が増加したと、
- ② 取締役選任案件や剰余金の配当案件における会社原案に反対し、ま

↘ 社の現経営者が反対している買収」の意味で用いている。

- 2) 野村証券金融経済研究所調査によれば、上場企業の1割、約400社が、企業買収防衛策を導入しているという(平成19年10月10日付け・日経・同日付け・中国新聞参照)。
- 3) 警察庁の調査によれば、上場・非上場会社計1,457社のうち、5割強が6月28日に開催されたようである(日経・平成19年6月29日付け)。

たは、その修正を求める動議が多く見られたこと⁴⁾、

- ③ 特に目立ったのが、会社提案の「企業買収防衛策の導入」に反対し、または導入のための株主総会決議要件加重の要求が多かったこと⁵⁾、である。

本稿は、敵対的であるか、否かに係わらず、ひろく「企業買収」を採り上げ、それに対する対応策に関して考察を試みるものである。

1 企業買収とその防衛策の問題点

わが国の金融商品取引所においては、外国人投資家が旺盛な「日本株買い」を続けている⁶⁾。この結果、国内有力企業の多くで外国人の持ち株比率が高まっている。東京証券取引所の調査によると、平成15年度の外国人投資家の株式購入額から売却額を引いた買い越し額（東京、大阪、名古屋の3市場合計）は11兆6416億円で過去最大を記録した。上場株全体（ジャスダックを除く）の外国人の持ち株比率は、昨年3月末時点で17.7%であるが、現在は20%を超えているとみられるという⁷⁾。

外国人投資家、殊に投資ファンドは、世界中の株式、債券、商品市場などに分散投資する一環で、日本株を売買しているものであるが、日本企業の技術水準の高さ、企業の総資産価値と市場価値とのギャップ等に着目するケースが多いようである。

投資ファンドは、その性質上、一般投資家から資金を預かり、これを効

4) 例えば、[東京鋼鉄が大阪製鉄]を株式交換により統合しようとした会社提案に、投資ファンド「いちごアセット・マネジメント」と個人株主が連携して、反対し、原案が否決された事例は、特に話題を呼んだ。

5) 因みに、今年の株主総会の傾向として、株主提案のなされている会社の約1割、210社は、「買収防衛策の導入」に消極的な株主提案ないし発言であった。結果的には、反対提案は全て否決され、会社提案の買収防衛策が導入された。

6) 平成19年7月9日付け・日経社説、10月10日付け・日経。

7) 平成19年6月23日付け・日経によれば、外国人投資家の地域別売買代金シェアは、東証の統計では、欧州が47.6%、北米が26.7%、アジアが25.4%、その他の地域が0.3%となっているという。

率的に運用し、それによる利潤を投資家に分配するのが使命であるから（平成19年8月5日付け・日経）、そのためには、企業買収をしかけることも十分にありうることである。

これに対して、日本企業の経営者としては、外資系ファンドによる敵対的企業買収に抵抗感を感じ、それに対抗すべく経営戦略を検討しているようである^{8).9)}。

そこで、企業買収防衛策を導入した企業は、平成17年以降昨年（平成18年）7月までは、154社であったが、その後今年（平成19年）2月までの件数が46件で、合計200件であったところ、今年6月の株主総会では、210件、今年になっての数は累計で381社が導入している¹⁰⁾。

その背景は、近年、ロシアや中東諸国では、公的資金による・株式や不動産など価格変動リスクの大きい資産への投資が拡大しており（平成19年6月27日付け・日経）、それに加えて、日本の会計基準が平成23年までに、国際会計基準の水準に整備されるから（平成19年7月4日付け・日経）、M&Aに関する会計基準も時価方式に一本化されて透明性が高められる結果、M&Aもよりやり易くなると言われていることが関連する。このように、世界的には、一部に金余り現象があるため、投資ファンドの投資活動は、これまで銀行等金融機関が不良債権処理を加速し、企業が株式持ち合い解消に動いて、企業の経営監視機能を失った今、上場有価証券市場においては大きな役割を演じているが、それと同時に、各企業にとっては、経営効率の向

8) 大和総研の企業意識調査によれば、62%の日本企業が、投資ファンドによる敵対的企業買収を好ましくないと感じ、46%が脅威を感じているという（平成19年7月17日付け・中国新聞）。

9) 日本能率協会の調査によれば、敵対的企業買収を受ける可能性については、「将来は受ける可能性がある」（64.4%）、「現時点で受ける可能性がある」（14.6%）、「すでに受けた」（0.5%）を合わせると、79.5%になるという（平成19年9月28日付け・日経）。

10) 藤本 周・茂木英樹・佐々木真吾・谷野耕司「敵対的買収防衛策の導入状況」別冊商事法務（商事法務、平成19年11月刊）1頁、平成19年6月27日付け・日経。

上や企業利潤の株主への還元を問われ、時に買収の対象とされる危険性を孕んでいることになる。

このような企業買収の増加傾向に対して、企業経営者側は、対抗策として企業買収防衛策を講じようとするから、企業買収側と企業経営者側との両者は、対立関係に立つことになる。

肝要なことは、会社企業を巡る利害関係者（ステイクホルダー）にとっていずれの主張・提案が受け容れ可能であるか、これを抽象的に言えば、ステイクホルダーにとって「企業価値の極大化」が図れるのは企業の現経営者側と買収側の一体どちらであるか、に尽きる（詳細は後述）。

その前提としては先ず、そもそも会社を巡る利害関係者とは、誰かが問題となるが、この課題を解く前に、法律上、「会社」とは何か？」について考える必要がある。会社法2条は、定義規定と言いながらも、会社については、その種別（株式会社、合名会社、合資会社および合同会社。会2条1号参照）を示すに止まっているから、「会社」の定義については、理論的に解決しなければならない。

結論的には、わが国の現行会社法上、「会社」とは、「営利を目的とする組織で、会社法の規定に従って設立されたもの」であると理解すべきである¹¹⁾。

次に、この「会社」を巡る利害関係者は、従来、株主、経営者、会社債権者を中心に捉えられてきた。しかし、現代社会では、単に、それらのみならず、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機関投資家等から厳しく非難され、退陣を迫られる例が少なくなく、また、消費者問題・地域社会・環境問題等、「企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility）」が問われるように

11) 拙著「新会社法のエッセンス（第3刷）」（法律文化社、平成18年6月刊）11頁。

そして、会社として認められた場合には、その会社は「法人」として取り扱われる（会3条）、「商人」として扱われる（会5条、商法4条）ことになる（前掲書12頁参照）。

なっているから、会社企業を巡るステークホルダーは、これらをも含めて理解する必要が出てくるものと考えられる¹²⁾。

そして更に、少なくとも大規模・公開的な株式会社の場合には、典型例としての、金融商品取引所への上場会社については特に、金融商品取引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ことは明白である。金融商品取引市場、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、極め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財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（株主）・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」に止まらず、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¹³⁾。

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関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

12) 後記のブルドック・ソース事件における東京高裁・平成19年7月9日決定は、『株式会社は、理念的には企業価値を可能な限り最大化してそれを株主に分配するための営利組織であるが、同時にそのような株式会社も、単独で営利追求活動ができるわけではなく、一個の社会的存在であり、対内的には従業員を抱え、対外的には取引先、消費者等との経済的な活動を通じて利益を獲得している存在であることは明らかであるから、従業員、取引先など多数多様な利害関係人（ステークホルダー）との不可分な関係を視野に入れた上で企業価値を高めていくべきものであり、企業価値について、もっぱら株主利益のみを考慮すれば足りるという考え方には限界があり採用することはできない。』という（商事法務1806-40以下）。

13) 宍戸善一氏論稿・平成17年3月24日付け・日経、青木昌彦氏論稿・平成17年4月18日付け・日経。

案しながらも、株式の取引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。そして、これこそが「企業価値」と呼ぶに相応しいものではないかと考えられる。

そうであるとすれば、会社企業殊に大会社で公開会社の理念は、この真の意味での「企業価値」を「最大化」することに他ならないから、それ故、企業買収をかけようとする投資ファンド側にしても、それに対応する企業の現経営者側にしても、それぞれが、当該企業の企業価値を高める方針を利害関係者に十分に説明することが必要になる。

2 企業買収防衛策を巡る裁判例

企業買収防衛策としては、「新株予約権」（会2条21号）を利用するケースが多いが、これに関しては、会社の計画した新株予約権の発行を巡って、その差し止めの仮処分申請をされる事件がいくつか出てきた。

一つは、『ライブドア対ニッポン放送』事件であり、他の一つは『ニレコ事件』であり、今年に入って、『SPJ 対ブルドック・ソース』事件、それに差し止め請求にまでは至らなかったが、買収防衛策の導入を巡って、独立委員会に諮問され、導入に歯止めがかけられた『楽天 vs. TBS（東京放送）』事件がある。

次に、それらのポイントを整理するとともに、それぞれを対比しながら、問題点を検討してみる。

(A) [ライブドア対ニッポン放送事件]

平成17年初頭、フジテレビがニッポン放送の株式の公開買付け（TOB=Take Over Bid）を実施したとき、ライブドアが ToSTNet（時間外市場取引）によって、ニッポン放送の株式を買い占め、同社の筆頭株主となった。これに対して、ニッポン放送の経営陣は、ライブドアの行動を「敵対的企業買収」と受け止め、急遽、フジテレビに対しニッポン放送の新株予約権

の発行を決めた。

ライブドアは、これに対し、ニッポン放送のフジテレビに対する新株予約権の発行の差し止めを求める仮処分の申立てを行った（民事保全法23条参照）。

「東京地裁・平成17年3月11日の決定」は、『当該新株予約権の発行は、フジサンケイグループの経営陣を含むニッポン放送の現経営陣の支配権の維持を目的とするものであり』と認定し、『企業価値が著しく毀損されるか否かは事業計画が合理的か否か等を勘案して株主が判断すべきもの』とし、ニッポン放送のフジテレビに対する本件新株予約権の発行は『著しく不公正な方法による』ものと認めて、仮差し押さえ命令を発した（商事法務1726-47）。

ニッポン放送は、即日、これに対する異議申立てをしたが、これに対して、「東京地裁は、平成17年3月16日」、原決定を認可する決定を行った（商事法務1726-59）。

これに対して、ニッポン放送は、東京高裁に保全抗告（民事保全法41条参照）を行ったが、「東京高裁は、平成17年3月23日」、本件抗告を棄却する旨の決定を行った（商事法務1728-41。なお、本件に関しては、拙稿「会社企業統治のあり方…ライブドア事件から学ぶもの…」修道法学28・1参照）。

東京高裁（平成17年3月23日商事法務1728-41）は、決定理由を詳細に述べている。その中で、『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いる場合には、原則として、著しく不公正な方法による』としながら、例外的に、次の場合には、著しく不公正な方法によるものとは言えないとして、『①グリーン・メーラー、②知的財産権等の取得目的、③会社資産の流用、④資産の売却利益の確保等、会社を食い物にしようとしている場合がそれに当たる』としている。

従来、新株の不公正発行については、いわゆる「主要目的ルール」（すなわち、資金調達という主要目的を逸脱した新株発行は、現経営者の支配権保持が目

的であるなどとされた。)を前提としていた。すなわち、株主総会の特別決議を経ていない新株の第三者割当有利発行は著しく不公正な発行として差し止めの対象とされていた。

ライブドア事件に関する東京高裁も、その原則論を採りながら、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場合があるとして、その「特段の事情」について詳細に論じている。

具体的には、『例えば』として、株式の多数取得者が、

- ① 真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ株価を上げ、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ーラーである場合）、
- 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収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原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をする目的で株式買収を行っている場合など』を挙げ、

このように『当該会社を食物にしようとしている場合には、乱用目的をもって株式を取得した当該敵対的買収者は株主として保護するに値しないし、当該敵対的買収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、取締役が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。』としている。

そして、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ことを指摘している。

結局、ライブドア事件における東京高裁の判断は、『当該会社を食い物にしようとしている場合には、乱用目的をもって株式を取得した当該敵対的買収者は株主として保護するに値しないし、当該敵対的買収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、取締役が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。』という点に集約できる。

(B) [ニレコ事件]

ジャスダック市場上場の「ニレコ社」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ようとした。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で交付する。
- (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%以上の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、というものであった（平成17年3月15日付け・日経）。

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、特定目的会社（Special Purpose Company）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であると報じられた（平成17年4月22日付け・日経）。

この計画に対しては、この「防衛策には欠陥があり、株主が著しい不利益を受ける」として、同社の株主から新株予約権発行の差止め仮処分の手立てが出された（平17年5月10日付け・日経）。

これに対して、「東京地裁・平成17年6月1日決定」（商事法務1734-37）、同保全異議申立事件に付する「東京地裁・平成17年6月9日」決定（下級裁主要判決情報・平17(モ)6329号）、同保全抗告に対する「東京高裁・平成17年6月15日決定」（下級裁主要判決情報・平成17(ラ)942号）は、ニレコの予定した毒薬条項は株主の議決権割合を希釈するもので、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判断して、新株予約権の発行の差止めを命じた。

その結果、ニレコは、買収防衛策の導入を見合わせた（平17年6月30日付け・日経）。

結局、ニレコ事件から導き出せるのは、買収防衛策の内容に問題点があったこと、それに、独立委員会の判断に委ねるとしながらも、その委員会の構成に、当初、社長が入っていて、非難された結果、社外役員と社外の弁護士・大学教授とをもって構成し直したものの、客観的な判断をすべき委員会のメンバーに、社外とはいえ、役員を加えていることは、独立性の面で疑問の余地があるということに尽きると思う。

(C) [SPJ 対ブルドック・ソース事件]

今年大変話題を呼んだ本件においては、SPJ がブルドック・ソースの買

収防衛策の内容である・差別的新株予約権の無償割当ての差し止めを求めたのに対し、これを却下した東京地裁決定、およびこれを認容した同高裁の決定に対して、SP側が最高裁に出していた抗告が8月7日、最高裁で棄却決定された。

そこで、本件に関する「東京地裁・平成19年6月28日決定」(商事法務1805-43)、「東京高裁・平成19年7月9日決定」(商事法務1806-40)、そして「最高裁・平成19年8月7日決定」(商事法務1809-16)の、それぞれの決定理由を対比しながら、検討してみることとする。

ブルドック・ソースの筆頭株主である、米投資ファンド、SPJ及びその支配下にある組織(SPV II, LSAMを含む。以下、これらを併せて、本件買収関係者という。)が、ブルドック・ソース株の公開買付(TOB)をかけてきたため、ブルドック・ソース社の採った買収防衛策は、具体的には、

- ① ブルドック・ソースの全株主に対し、持株1株について3個の新株予約権の無償割当を行う。
- ② 本件買収関係者がTOB(7月4日までのTOB期間内に撤回しない限り)、新株予約権の発行は、7月11日に行う。
- ③ ただし、本件買収関係者には、新株予約権を行使させない条項を設定する[そうすると、結果的に、本件買収関係者の持株比率は、(議決権ベースで)10.52%から2.86%へと低下することになる]。つまり、「新株予約権者のうち一定の者はその行使又は取得に当たり他の新株予約権者とは異なる取扱いを受ける旨の条件を付した新株予約権無償割当てに関する事項については」取締役会の決議の他、株主総会の特別決議をもって行うこととするものである。
- ④ その代わり、本件買収関係者の新株予約権については、TOB価額(買付価額、この時点では、一株当たり1,584円であった)の4分の1に当たる1株396円で、ブルドック・ソースが買い取る(対価の合計金額は、23億1,660万円)、というものであった。

これは、大量買収者が登場してから後に会社が採用した買収防衛策とい

う点でライブドア事件と共通するが、従来の事前警告型買収防衛策と異なっており、事後・有事の防衛策の導入であるという点で、ニレコ事件の場合とは異なること。それに、前記①、③、④の点で明らかなように、差別的取得条項付きの新株予約権の無償交付である点で、これまでにない新しい買収防衛策である点で、従来のライブドア事件・ニレコ事件等とは異なることに留意する必要がある。

ブルドック・ソースは、株主総会を、当初予定していた期日（6月28日）を早めて、6月24日に開催し（3時間所要。買収防衛策の議案審議に2時間）、買収防衛策を83.4%の同意を得て可決承認した（6月25日付け日経）。

これに対して、本件買収関係者は、ブルドック・ソースが手続を進めている新株予約権無償割当ての差し止め等を求める仮処分の申立てを東京地裁にした（6月13日）。その理由は、『一部株主をその余の株主とは著しく差別的に取り扱うのものであって、株主平等原則に反し、法令に違反する。また、一部株主の持株比率を大幅に希釈化させることのみを目的とするもので、著しく不公正な方法によるものである。また、本件株主総会決議は無効又は取り消しうべきものである』と主張した（6月14日付け日経）。

「東京地裁は、6月28日」、本件買収関係者からの申立てを却下する決定を出した（商事法務1805-43以下。ブルドック・ソースの株主総会決議禁止等仮処分命令申立事件）。つまり、結論的には、『買収防衛策を決議した株主総会の判断が明らかに合理性を欠くとは認められず、著しく不公正ではない』としている。

以下では、本件仮処分決定の理由の中身を整理しておく。

『(1) 今回の買収防衛策は、本件買収関係者の持株比率を大幅に希釈化されるという点で同関係者が不利益を受けるが、会社法は、既存株主の持株比率の維持の要請は、株式の経済的価値の平等の要請より劣後するものとして扱っているから（それは、募集株式又は募集新株予約権の募集の決定は、原則として取締役会決議によるものとしていることから）、株主の有する株式の数に応じて金銭その他の対価が交付され、経済的利益が確保される限り、

株主総会の特別決議によって少数株主の株主としての地位を強制的に失わせることを許容している（会社法783条1項, 309条2項12号）と言える。本件買収関係者に対して付与される買付金額（1株当たり396円）は、過去の株価の平均額にプレミアム分を付加した金額であり、新株予約権の割当数が1対3であって、実質的に4分割されるものである以上、TOBの買付価額1,584円の4分の1に当たるものであり、その対価は本件新株予約権の価値に見合ったものであると言えるから、本件買収関係者の株主としての経済的利益は平等に確保されていると認められる。それ故、本件新株予約権の無償割当ては、株主平等原則や会社法278条2項の規定に違反するものということはできない。』

『(2) 公開買付けに対する対抗手段としての企業買収防衛策が許容される基準については、現経営者と敵対的買収者（「対象会社の現経営者が反対している買収」の意味で用いる、とされている。）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。

現経営者が敵対的買収者の持株比率を低下させ、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て取締役会が新株予約権の発行をした場合には、取締役会がその権限を濫用したものとして、原則として不公正な発行として差し止め請求が認められるべきである。』

この意味では、ライブドア事件におけるニッポン放送の場合がそれに当たるとし、買収防衛策の導入を取締役会決議のみをもって行うことの問題点が再認識されてよいと考える。

『もっとも、株主全体の利益保護の観点から当該新株予約権の発行を正当化する特段の事情のある場合、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経営支配権の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、取締役会は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というべきである。』

ブルドック・ソースは、本件企業買収防衛策が、会社の『企業価値及び

株主共同の利益の確保・向上のため』『新株予約権者のうち一定の者はその行使又は取得に当たり他の新株予約権者とは異なる取扱いを受ける旨の条件を付した新株予約権無償割当てに関する事項については、取締役会の決議によるほか、株主総会の特別決議又は株主総会の特別決議による委任に基づく取締役会の決議により決定する。』ものとしている。

そして、『誰を経営者としてどのような事業構成の方針で会社を経営させるかは、株主総会における資本多数決によって決すべき事柄であるから』、本件新株予約権無償割当てについて、『その目的が本件買収関係者による経営支配権の取得を防止することにあることをもって、直ちに株主総会がその権限を濫用したものとする認められない。』本件買収関係者は、『ブルドック・ソースの発行済株式の全部の取得を目的とする本件公開買付けを通じて会社の経営支配権の取得を目指しているにもかかわらず、経営権取得後の経営方針については、これを具体的に明らかにせず、また、スティール・パートナーズ関係者は、投資ファンドという性質から最終的には投資資本を回収して投資家への利益還元をしなければならないにもかかわらず、投下資本の回収方針を明らかにしていないといわざるを得ず、このような態度は、投資家としては必ずしも不合理ではないとしても、事業会社であるブルドック・ソースの株主の多くに対して、スティール・パートナーズ関係者による会社の経営支配権の取得が会社の企業価値を損なうのではないかという疑念を抱かせるのも無理からぬものというほかない。』

『これらの事情に照らすと、本件買収関係者による本件公開買付けが会社の企業価値ひいては株主の共同の利益を損なうおそれがあり、本件公開買付けに対する対抗手段を採ることが必要であるとして株主総会の判断が、明らかに合理性を欠くものということとはできない。』

『(3) 買収防衛策の必要性判断は原則、株主総会に委ねられるべきである。』が、『特別決議を経ても、防衛策の相当性は、既存株主に与える不利益などから総合的に判断すべきである。』というものであった。

スティール・パートナーズ側は、これを不服として、東京高裁に即時抗

告をしたが、「東京高裁は、7月9日」、本件抗告を却下した（商事法務1806-40以下）。

その要旨は、次のとおりである。

- ① 『当裁判所は、上記のような買収防衛策の発動自体は、明文の根拠規定を有しないものであるが、証取法、会社法はこれを排斥するものとは解されず、合理的な事情がある場合には是認されるべきものであり、また、その手段としての新株予約権無償割当てが株主平等原則に違反する、あるいは新株予約権の不公正発行に当たるかどうか等の具体的判断は、買収者及び被買収者の属性も考慮の上、公開買付けの態様と対比し、買収防衛策としての相当性の存否について検討の上、相対的に判断すべきものとする。』

『そして、本件においては、抗告人関係者（以下、買収関係者という。）は、後記認定のとおり『いわゆる濫用的買収者であって』、買収関係者による本件公開買付けは、ブルドック・ソースの『企業価値ひいては株主共同の利益を毀損するものであり、このような株式公開買付けに際しては買収防衛策を導入すべき必要性が認められ、また、同防衛策の手段としての本件新株予約権無償割当ては相当性を有するものであるから、同無償割当てが株主平等原則に違反すると、あるいは著しく不公正な方法によるものともいえず、また、同無償割当てを承認した株主総会の特別決議が、無効又は取り消されるべきものとはいえないから、同無償割当てが上記特別決議を要する』会社『の定款に違反するとはいえないと判断する。』

- ② 『株式会社は、理念的には企業価値を可能な限り最大化してそれを株主に分配するための営利組織であるが、同時にそのような株式会社も、単独で営利追求活動ができるわけではなく、一個の社会的存在であり、対内的には従業員を抱え、対外的には取引先、消費者等との経済的な活動を通じて利益を獲得している存在であることは明らかであるから、従業員、取引先など多数多様な利害関係人（ステイクホルダー）との不可分な

関係を視野に入れた上で企業価値を高めていくべきものであり、企業価値について、もっぱら株主利益のみを考慮すれば足りるという考え方には限界があり採用することはできない。』

『真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、専ら当該会社の株価を上昇させて当該株式を高値で会社関係者等に引き取らせる目的で買収を行うなどのいわゆる濫用的買収者が、株式を買い占め、多数派株主として自己の利益のみを目的として濫用的な会社運営を行うないし支配することは、会社の健全な運営などという観点を欠くのであるから、結局はその株式会社の企業価値を損ない、ひいては株主共同の利益を害することにつながるものであり、このような濫用的買収者は株主として、差別的な取扱を受けることがあったとしてもやむを得ないものである。それゆえ、そのようなおそれがある場合において、株式会社が、特定の株主による支配権の取得について制限を加えるなどして、企業価値を確保又は向上させることを内容とする買収防衛策を導入することは、対抗手段として必要性、相当性が認められる限りにおいて株式会社の存立目的に照らして適法かつ合理的なものといえる。』

- ③ 次に、東京高裁は、本件買収者の属性を詳細に述べた上で、本件買収者を、『本件については濫用的買収者であると認めるのが相当というべきである。』と断定している。

そして、その上で、『日本国内で創業以来100年余の歴史を有し、堅調にソースの販売製造事業を行っている相手方（ブルドック・ソースのこと。大賀注）を本件公開買付けによって買収しようというものである。

相手方は、このような買収行為によって解体にまで追い込まれなければならない理由はないのであって、このような事態に直面した相手方が自らの企業価値ひいては株主共同の利益を守るために自己防衛手段を採ることは理由のあることである。そして、会社法及び証券取引法もこのような防衛手段を禁じてはいないと解されることからすると、相手方が採った買収防衛策、その手段としての本件新株予約権無償割当てについ

てはこれを導入すべき必要性（目的の正当性）が認められるというべきである。』としている。

- ④ もっとも、『濫用的買収者に対する防衛策といえども、防衛策である以上、当然に防衛の限度にとどまることが要請されるのであり、濫用的買収者に対する差別的取扱は無限定なものであってはならず、また、買収者以外の株主に不測の損害を与えてはならないから、買収防衛策として相当なものであることが必要である。』として、買収防衛策の限界を指摘している。

その上で、『この相当性を検討するに当たっては、買収防衛策を導入するに至った経緯及び手続、濫用的買収者あるいはその他の株主に与える不利益の程度、当該買収に及ぼす効果等に買収行為の不当性の程度等を総合的に考慮すべき』として、本件買収関係者による本件公開買付けは容認し難い不当なものと評価すべきであって、これに対抗する本件新株予約権無償割当てはやむを得ない手段であり、手続的な観点からも少なくとも株主総会の特別決議を経て導入されたものであること、本件新株予約権無償割当ては、本件買収関係者の持株比率を10.25%から2.82%まで低下させるものではあるが、本件買収関係者は、相手方による新株予約権の取得又は新株予約権の譲渡により、新株予約権一個につき396円の交付を受けることが予定されており、本件買収関係者の『不当性の程度との相関関係からすると過度の財産的損害を与えるものとはいえない』として、本件買収防衛策の相当性を認めている。

SPJ 側は、これを不服として、最高裁に、特別抗告（民訴336条参照。つまり、高裁決定に憲法の解釈の誤りがあることその他憲法の違反があることを理由として、最高裁に対してする抗告をいう。）及び許可抗告（民訴337条参照。つまり、高裁決定に最高裁の判例と相反する判断がある場合その他の法令の解釈に関する重要な事項を含むと認められる場合に、高裁の許可を得て、最高裁に対

してする抗告をいう。)を申し立てていたが¹⁴⁾、「最高裁第二小法廷は、8月7日」、これらを棄却する決定をした(平成19年8月8日付け・日経)。

最高裁の抗告棄却決定の骨子は、概略次のとおり。

[A] [株主平等の原則に反しない]

- (1) 『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ても、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。』

『利益が害されることになるか否は、最終的には、株主自身により判断されるべきもので、重大な瑕疵が存在しない限り、株主の判断が尊重されるべきである。』

- (2) 『本件総会で、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ものであるから、抗告人関係者(本件買収関係者)以外のほとんどの既存株主が、抗告人による経営支配権の取得が相手方(ブルドック・ソース)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といえることができる。』
- (3) 『総会の手続に適正を欠く点があったとはいえ、抗告人関係者が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判断であることがうかがわれるのであるから、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。』
- (4) 『本件新株予約権無償割り当ては、抗告人関係者以外のほとんどの既存株主が必要な措置として是認したものである。』

『さらに、抗告人関係者は、本件取得条項に基づき抗告人関係者の有す

14) SPJ が申し立てた理由は、特別抗告では、「憲法が保障する財産権の侵害」。許可抗告では、「会社法の解釈に重大な誤りがあり、株主平等の原則に反した不当な差別」を言っているという(平成19年7月19日付け・日経)。

る本件新株予約権の取得が実行されることにより、金員の交付を受けることができ、実行されない場合においても、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、金員の支払いを受けられる。』

『(その額は) 原告人関係者が自ら決定した本系公開買い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ものといえる。』

『なお、原告人関係者に多額の金員を交付すること自体、相手方の企業価値をき損し、株主の共同の利益を害するおそれのあるものということもできないわけではないが、原告人関係者以外のほとんどの既存株主は、やむを得ないと判断したものといえ、この判断も尊重されるべきである。』

- (5) 原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わらず、本件新株予約権無償割り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。』

[B] [著しく不公正な方法ではない]

- (6) 『原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、それが示めされていなかったからといって、本件新株予約権無償割り当て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。』

- (7) 『新株予約権の内容に差別のある新株予約権無償割り当てが、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り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、本件が、そのような場合に該当しないことも、明らかである。』¹⁵⁾

- (8) 『以上の通り、原審の判断は、結論において是認することができる。』
これがブルドック・ソース企業買収防衛発動に対する SPJ の差し止め請求

15) なお、参考までに、SPJ は、ブルドック・ソースの公開買付価額を1,700円から、4分の1の、425円に引き下げるとともに、買い付け期間も8月10日から23日まで延期すると発表した(平成19年8月9日付け・日経)。

事件に関する最高裁の判断であるが、東京地裁、東京高裁決定と比較しながら、若干のコメントをする。

- ① ブルドック・ソースの採用した企業買収防衛策は「株主平等の原則に反しない」とする点では、東京地裁決定・東京高裁決定と同様である。
- ② ブルドック・ソースの採用した企業買収防衛策は「著しく不公正な方法ではない」とする点でも、結論的に差異はないが、地裁が、株主総会の特別決議に基づいていることを理由にしているのに対して、高裁は、特別決議で8割を超える同意を得ていることを挙げ、最高裁は、買収関係者以外のほとんどの株主が、企業価値を損ねないために必要な措置として是認していることを挙げている。
- ③ 「濫用的買収者」であるかについては、地裁は、SPJが「持株を高値で引き取るよう求めた証明はなく、グリーンメーラーと認めるに足りない。」としたのに対し、高裁は、同グループの属性として、同グループが行ってきた過去の沢山の事例も踏まえて、「顧客利益を優先し、短中期的に株式転売を目指す濫用的買収者」と断定している。最高裁は、この点についての判断をしていない。

因みに、ブルドック・ソースは、平成19年8月30日、改めて、企業買収防衛策を導入したと発表した（平成19年8月31日付け・日経）。前回の防衛策は、SPJのTOB仕掛け後、緊急手段としてSPJ社のみを念頭においた有事対応型であったが、その発動が法的にも認容されたものの、新たな企業買収に備えて、「事前警告型の買収防衛策」を導入することとしたものである。ただし、今回の導入は取締役会決議のみによるため、来年の定時株主総会の議案とする予定とされる。総会での承認が得られないときは、廃止とするという。決議要件については未定とされている。独立委員会制度を採る模様。構成その他は不明である。

また、SPJが8月30日に関東財務局に提出した大量保有報告書によれば、ブルドック・ソースの買収防衛策の発動後締め切ったTOBでの取得分も含め、ブルドック株の保有割合は、共同所有を併せて、5.42%まで低下して

いる模様である（前記・日経）。

(D) [楽天対 TBS 事件]

本件は、企業買収防衛策発動の差し止め請求事件ではないが、買収防衛策の導入に関する「独立委員会」の答申が問題となった事例である。

本件では、6月28日に開催された TBS の株主総会で、会社提案の買収防衛策が77%の支持を得て可決され、株主提案（①取締役2名（三木谷浩史・楽天社長と、増田宗昭・カルチュア・コンビニエンス・クラブ社長）の選任、②乱用的買収防衛策の導入の株主総会決議要件を（TBS の原案は、普通決議（出席株主の議決権の過半数）の賛成で発動できるとするものであったのに対して）、特別決議とすべきことにあった）が否決された。

本件で話題となったのは、TBS が「企業価値評価特別委員会」と称する第三者委員会に、楽天の買収が乱用的なものか否かについての諮問をしていたが、TBS の「企業価値評価特別委員会」は、8月7日、現時点では TBS の買収防衛策を発動しないよう勧告した」（平成19年8月8日付け・日経）、その結果、TBS は、買収防衛策の導入を見合わせる事となったという点である。これは、初めてのケースであり、今後の企業買収防衛策の導入においても無視できない事例といえる。

事件の経緯は、楽天（TBS 株の20%近くを持つ筆頭株主）三木谷浩史社長が、かねてより、TBS に対し、業務提携の申し入れをしていた。

TBS は、インターネットと放送との連携については、動画配信などで、既にネット各社と提携済みであって、楽天の提案には新味はなく、他社との関係に悪影響を及ぼしかねないとして、その業務提携の申し入れを拒否した。

楽天は、TBS 株の買い増し（20%超）を仄めかし、①取締役2名（三木谷浩史氏と増田宗昭氏）の選任、②乱用的買収防衛策の導入の株主総会決議要件を特別決議とすべきことを株主提案として提出した。

TBS は、企業価値評価特別委員会（委員長・北村正任毎日新聞社社長・TBS

大賀：「企業買収防衛策」考

の社外取締役。その他の委員は、岡部敬一郎・コスモ石油会長・TBS 社外監査役。西川善文・日本郵政公社総裁・TBS 社外監査役。岩倉正和弁護士。竹原相光公認会計士。宍戸善一成蹊大法学院教授) に対し、楽天の TBS 株20%超の買い増し通告(4月19日。説明書提出)は、「乱用的買収者の疑いが残るとして、買収防衛策発動の是非を6月14日に諮問した。

特別委員会としては、会社側と楽天側との双方から意見を聴いて、原則として90日以内(9月12日)までに防衛策の導入の是非を決める予定と伝えられていた(なお、特別委員会におよび取締役会が評価・検討の結果、買収防衛策の発動が答申されれば、楽天以外の株主に対し、TBS の新株予約権が割り当てられることとなるから、結果的には、楽天の持株比率は激減することになるわけである)。

TBS の「企業価値評価特別委員会」は、8月7日、現時点では TBS の買収防衛策を発動しないよう勧告したと報じられた(平成19年8月8日付け・日経)。

委員会答申の骨子は、以下のとおり。

- (1) 楽天は、今後10年間は、TBS の株の保有比率を20%を若干超える程度に止めることとしている。
- (2) TBS が楽天の持分法適用会社となっても、即座に会社法上の支配関係が構築されるとは言えない。
- (3) 事業提携に先立って相手方企業の株式を取得する手法は、経済合理性の点において、排除されるべきとまでは言えない。
- (4) 楽天が TBS の放送内容や編集権に介入する積極的意思を有していると認定するには足りない。
- (5) 楽天の方針が変わるなど、新たな状況が生じた場合には、改めて検討する、というものであった。

3 企業買収防衛策の導入に際しての留意点

① 企業買収防衛策の態様

企業買収防衛策の態様については、これまで、次の二つの態様が一般的であった。

一つは、「信託型ライツプラン」と呼ばれるもので、会社が予め新株予約権を発行し、これを第三者（信託銀行または特別目的会社）に信託しておき、一定数量以上の株式大量取得者が出現したとき、買収者以外の株主に対し、新株予約権を付与し、株式の取得をさせることによって、買収者の持株割合を低下させるやり方をいう。

今一つは、「事前警告型買収防衛策」と呼ばれるもので、予め企業側で定めておいたルールを、一定数量以上の株式大量取得者が遵守しないときには、対抗措置を発動する旨を事前に公表しておいて、万一大量取得者が出現したときは、事前の警告に従って、買収者側からの情報提供を求め、一定期間内は買収を開始してはならないこと、仮に必要なかつ十分な情報提供のないとき、または、情報提供があっても、株主共同の利益を著しく侵害する場合には、買収防衛策の発動をするというものである。

そして、濫用的買収の具体的な事例としては、ライブドア事件に関する東京高裁決定の示す4つの類型、すなわち、(1)グリーンメーラーである場合、(2)焦土化経営を行う目的である場合、(3)経営支配後に、会社資産を買収者等の債務の担保等に流用する予定である場合、(4)経営を一時的に支配して事業に当面関係していない高額資産等を売却等処分させ、一時的な高配当をさせるかあるいは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、及び、強圧の二段階買収（最初の買付条件よりも二段階目の買付条件を不利に設定あるいは二段階目の買付条件を明確にしないで、公開買付け等の株式買付けを行うこと）等を列挙している例が多い。

② 企業買収防衛策導入例の変化

「企業買収防衛策」の導入例については、若干の変化が見られる。

これまでに企業買収防衛策を導入した企業の数には、前にも触れたが、それらの類型は、(あ)事前警告型ライツプランが約9割、(い)第三者委員会設置型が7割強、(う)株主総会への付議が7割強という状況であったが、昨年8月以降に導入を公表した46社については、(ア)全てが事前警告型ライツプランであり、(イ)第三者委員会設置型が9割以上、(ウ)株主総会への付議のうえ導入または、付議を予定しているものが9割以上となっている。

このうち、事前警告型ライツプランの場合、取締役会限りで導入も可能(松下電器産業など、12社。因みに、信託型ライツプランの場合には、株主総会の決議が必要)と考えられているようであるが、法的安定性を高める上では、株主総会付議ないし独立委員会設置が望ましいと考えられるようになってきていると言える。

殊に、ブルドック・ソース事件に関する最高裁の判断が出てからは、今後は株主総会付議型が増えるように思われる。それはともかくとして、今年の類型は、株主総会付議型が多く、そのなかの内訳は、210社のうち、株主総会の普通決議で導入が170社と全体の8割強。残りは、株主総会の特別決議で導入をしている¹⁶⁾。

③ 企業買収防衛策導入の決定機関

次に、買収防衛策導入の決定機関であるが、「信託型ライツ・プラン」の場合には、決定機関は取締役会であるケースが一般的である。これに対して、「事前警告型の買収防衛策」の導入については、以前は、取締役会決議

16) なお、平成19年10月10日付け・日経によれば、企業買収防衛策を導入した400社中、341社が導入段階で株主総会決議を経ており、防衛策発動時に株主総会を開くか文書の形で株主意思を確認することを要件としているものが56社であるという。

による導入が少なくなかったが、その後、取締役会限りでの導入に批判的な考え方が示された¹⁷⁾。

そこで、買収防衛策の導入に、「独立委員会」の答申を要件とすることが検討されることとなった。

④ 「独立委員会」の構想 — 員数と構成

これは、取締役会方式の場合、買収防衛策の導入・不発動の決定を現経営陣から成る「取締役会」限りの判断ではなく、独立的な第三者の答申に客観的な判断を期待し、それを尊重しようとするものであるが、このやり方は、株主総会付議方式による場合において、防衛策の発動についても、考えられるであろう（株式会社東京放送、富士フィルムホールディングス株式会社等）。以下、独立委員会に関する問題点を検討する。

まず、「独立委員会」の員数については、3名が最も多く、次いで、4名、そして5名（3名ないし5名を含む）がわずかである。

次に、「独立委員会」の構成は、

社外監査役及び社外者から成るもの	30社で、最多。
社外者のみ	12社で、これに次ぐ。
社外取締役、社外監査役、及び社外者から成るもの	7社
社外取締役及び社外監査役から成るもの	7社
社外取締役のみ	4社
社外監査役のみ	4社
社外取締役及び社外者から成るもの	3社

17) 企業年金連合会の2006年4月10日付け「企業買収防衛策に対する株主議決権行使基準」によれば、「株主総会における承認を得ることなく取締役会の判断で導入する買収防衛策については、長期的な株主価値を向上させることや経営者の恣意性を排除する仕組みであることについて十分な説明がない限り、原則として導入を決定した取締役の再任議案に反対する」ものとされている。

つまり、「独立委員会」の実態は、多くの事例において、社外役員を含み、その他を加えているが、肝要なのは、少なくとも、社内取締役を含まないこと（ニレコ事件の当初の案では社長が参加していた。）ではないかと考えられる。

のみならず、できることならば、社外監査役も含まない方が望ましいと私自身は考えている。言い換えれば、「独立委員会」の構成は、完全な外部委員のみをもって組織すべきであって、会社とは完全に独立した、第三者的な財務・法務等に関する職業的専門家であることが望ましい。会社の取引先とか、メインバンクとか、大株主とかといった、会社との間に、身分的・経済的その他何らかの関わりのある者が加わっている限り、その答申には客観性の面で疑念が生じるおそれがあるからである。この点は、今後問題は問題となる可能性があるように思われる。

考えてみれば、「独立委員会」の構想自体が、米国における取締役会（Board of Directors）制度及び委員会制度（各種 Committees）に由来するものであって、米国の場合、取締役会が、会社経営の基本方針を決定し、それに基づく日常的な業務執行は、取締役会で選任される「Officers」（業務執行役員）が担当し、取締役会及び委員会（監査委員会等）がそれを監視・監督するシステムを前提としている。従って、取締役会が経営判断をする際に、取締役会だけの判断ではなくて、経営陣・執行部との間に、財産的・身分的な関わりを持たない・独立の（Independent）、社外取締役（Outside Directors）が全員または大半を占める委員会の意見を尊重して、取締役会で決定することが求められている。

しかし、わが国では、明治時代以来、伝統的に、監査役制度を採り入れていたから、戦後、米国法にならって、「取締役会」制度と「授権資本制度」を導入したけれども、それは形のみに止まり、取締役会の構成は、長い間、そして（一部の例外を除いて）大半は今でも、社内役員が多数を占めているのが実態である。

昨年5月から施行された「会社法」では、大会社については、委員会設

置会社の場合、3つの委員会のそれぞれについて、3名以上の委員のうち過半数の「社外取締役」(会2条15号)を、監査役設置会社の場合、3名以上の監査役のうち半数以上の「社外監査役」(同条16号)を要求しているが、その独立性(Independence)については、米国証取法における規制ほど厳しい資格要件を求めている。

米国においては、“Inside Director”(社内取締役)に対する用語は、“Outside Director”(社外取締役)ないし“Independent Director”(独立取締役)と呼ばれているが、「社内取締役」が、会社の上級従業員または、会社経営に重大な影響力を持つ利害関係者が就任しており、例えば、メインバンクの役員、顧問先の弁護士、取引先の役員等は「社内取締役」と同視されている¹⁸⁾。

これに対して、「社外(独立)取締役」は、会社との間に雇用関係も、重要な経済関係も持たないものであって、上場会社の場合、近年、社外(独立)取締役の割合が増加している(Hamilton, Rt W. opt. P. 339)。

しかし、米国でも問題なのは、CEO がとかく、Outside Director として、自分の友人、大学時代のルームメート、兄弟等身内の人間等を容れ勝ちとなるが、そのような場合には、イエスマンとか、お友達の集まりになってしまう。

そこで、1970年代の Watergate-related Scandals 以来、SEC(証券取引委員会)は、上場会社に、Outside Directors から成る Audit Committees の設置を要求し、会社の財務諸表や外部の公認会計士との連携をレビューし、会社の違法な行為を制御することを命じた(Hamilton, Rt W. opt. P. 341)。

企業側も、その要請に応えるためには、Outside Directors の増員の必要を認めることとなり、NY 証券取引所、および the National Association of Securities Dealers and the American Stock Exchange は、規則を改正して、取締役会のメンバーのうち、Majority(過半数ないし絶対的多数)は Outside

18) Hamilton, Robert W. The Law of Corporations. West Publ. p. 339-340.

Directors でなければならないものとした。

そして、1980年までには、the Business Roundtable および the Business Law Section of the American Bar Association は、上場会社の取締役会の構成の大半が社外取締役でなければならないことのみならず、その候補者の指名は指名委員会の権限とすべきことを助言した (Hamilton, Rt W. opt. P. 341-342)。

従って、上場会社の場合、取締役会の構成の3分の1程度が社内取締役であり、その他は社外取締役であるが、特に、監査委員会とか指名委員会等、第三者的判断の求められる委員会においては、メンバーの全員または大半が「社外取締役 (Outside Director)」であること、しかも何らかの財産的・血縁的關係において、Director または Officer 等の執行部と関わりを持たないところの「独立的な (Independent) 社外者」であることが求められていると理解できる。

そして、NYEX (ニューヨーク証券取引所) 基準としては、メインバンクのみならず、大口取引先については、過去3年間で100万ドル以上、または連結総収入の2%以上に当たる財・サービスの取引をしている相手企業は、「社外」(Outside or Independent) ではないと判定されることになっている。これを、米議決権行使助言会社 ISS (Institutional Shareholders Services) 基準で言えば、年間20万ドル以上とされており、しかも取締役会メンバーの20%以上が「社外」であることが求められている¹⁹⁾。

こうした米国の独立・社外取締役からなる監査委員会等の意見 (答申) を尊重し、取締役会で企業買収防衛策の発動を判断し、それが経営判断とし

19) 因みに、独立委員会のメンバーに、「顧問弁護士」とか、「監査法人出身の社外取締役」が混じっていると、中立性を疑がわざるを得ない」という指摘もある (平成9年19月6月16日付け・日経)。更に、社外取締役がメインバンク出身である場合にも、「独立性に欠ける」との非難もある (同日付け・日経)。

現に、ドトールに対して、米ハービンジャーは、独立委員会の独立性に疑問ありとし、更に株主の権利を不当に制限するとして、買収防衛策に反対している (6月18日付け・日経)。

して司法上も容認されうる背景・前提には、「社外性」・「独立性」の要素が不可欠なのである。

これに対して、わが国の会社法は、大会社について、社外者を一部要求しながらも、「独立性」については、必ずしも要求が厳しくない。しかも、わが国の場合、株主総会に提出すべき取締役の候補者・監査役の候補者の決定は、終局的には、取締役会にその権限がある。委員会設置会社における指名委員会・監査委員会・報酬委員会における社外取締役の人事においてもそうである。

従って、このようなシステムにおいては、「取締役会」が実質的な人事権を持つ「社外役員」に「社内役員」からの独立性をどこまで期待しうるかは、大いに疑問であると言わねばならない。しかも、わが国の場合、社外役員の割合は、取締役会における小数派である（ただし、ソニーの場合、取締役員14人中、社内取締役は3人のみという例もある（平成19年6月14日付け・日経））。

法務省は、先頃、企業の不正会計を防止するための「会社法改正案」を国会に提出する方針を固めたと伝えられている（平成19年7月21日付け・日経）。それによれば、会計監査人（監査法人・公認会計士）の選任・報酬額の決定権限を取締役（会）などの経営陣から監査役（複数の場合には、その過半数）に移すことが構想の柱とされている。現行法では、会計監査人の選任等については、監査役（複数の場合には、その過半数）または監査役会の同意が要件とされている（会344条1項）し、また、監査役の選任が、監査役（複数の場合には、その過半数）または監査役会の同意が要件とされている（会343条1項）ものの、終局的には、取締役会に委ねられていることには、法制度的には、基本的に問題があるというべきである。

監査役は、取締役（会、代表取締役・業務執行取締役等）の職務執行を監査すべき立場にあるから、監査を受けるべき取締役等執行部の判断で、監査権限を有する監査役の候補者を選定するシステム自体に、事柄の性質上、機能的・制度的な限界がある。

私自身、既に、昭和56年（1981年）商法特例法の改正当時から、会計監査人のみならず監査役の候補者の決定権を取締役会から監査役（複数の場合には、その過半数）の、または監査役会の同意を要求するよりも、直裁的に、監査役ないし監査役会に監査役候補者の決定権限を移管すべきことを主張していた²⁰⁾。

「独立委員会」が、文字通り独立社外者による第三者的・客観的な判断の期待される組織であるべき以上、そのメンバーに相応しいのは、私見によれば、純粹に社外者であることが望ましい。つまり、社外取締役は、社外と言いながらも取締役であって、現経営者の一端を担っており、社外監査役も、社外と言いながらも監査役であって、経営に携わらない立場から執行部の経営を監視する者ではあるが、実質的な人事権が取締役会にある以上、純粹社外者とは言い切れないように思われる。

のみならず、これら社外取締役または社外監査役の意見を参考にし、尊重しながらも、最終的には、取締役会で防衛策の発動を決めるシステムは、少なくとも、社外取締役に関する限り、二度の意見表明・態度決定がなされることになろう。

繰り返すと、私見では、「独立委員会」のメンバーには、社外といえども、取締役または監査役を加えるべきではないということになる。

⑤ 買収防衛策の導入・発動における株主総会の関与

買収防衛策の導入に「株主総会の承認」を求める方式が近年増えている。今年の場合、むしろ株主総会承認型が主流となったとも言える。しかも、ブルドック・ソース事件に関する東京地裁・同高裁・最高裁決定が株主総会の承認を重視していることから、今後も、この傾向は続くと予想される。問題は、どの段階で、株主総会の関与を求めるか、買収防衛策導入の時点か、防衛策発動の時点か、その双方か、という点と、株主総会の決議要件

20) 拙稿「監査役職責の強化」高鳥正夫編著『改正会社法の基本問題』（成文堂刊、昭和57年7月）209頁参照。

である。

今年の事例の内訳は、導入段階での関与で、普通決議型が170社で、全体の約8割強。その余は、特別決議型となっている。

⑥ 企業買収防衛策の内容

この点については、一般的に言って、「新株予約権」を利用するケースが多い。

そのやり方の典型は、一つには、全ての株主に新株予約権を割り当てるが、買収者には新株予約権の行使を認めず、買収者以外の株主には、極めて安価な金額で、新株予約権の行使を認めるという、差別的取扱をするものであり、ライブドア事件の例がそれであった。

また今一つの典型は、買収者以外の株主には、割り当てた新株予約権の行使を認め新株を発行し、買収者に対しては、新株予約権の行使を認めず、その代わりに、金銭を交付するという差別的取得条項を定めるものであり、ブルドック・ソース事件の例がそれである。

「新株予約権」の発行は、「新株の発行」そのものとは異なって、会社の資金調達とは必ずしも結びつかない性格を持っている（無償割り当てを参照）。それだけに、取締役会限りでの判断に基づく防衛策の導入は、現経営者の保身のためと評価される可能性が高いため、これは避けるべきものと考えられる。

思うに、新株予約権の発行を利用して買収防衛策を導入する場合、その募集条件次第では、いわゆる有利発行となるから、それに必要な手続が要求される。すなわち、「募集新株予約権と引換に金銭の払込みを要しないこととする場合」（会238条1項2号）、そのことが「当該者に特に有利な条件であるとき」（同条3項1号）、又は、「募集新株予約権の払込金額が当該者に特に有利な金額であるとき」（同条項2号）には、取締役は、株主総会において、それぞれ「有利な条件又は有利な金額で募集新株予約権を引き受ける者の募集をすることを必要とする理由を説明しなければならない」（会238

条3項本文）と同時に、株主総会の特別決議をもって決定されなければならない（会238条2項、同309条2項6号）ものとされている。

それ故、このような新株予約権の有利発行の場合は勿論のこと、大量株式取得者以外の株主に対してのみ、新株予約権を交付するやり方（ニッポン放送、ニレコ等）にしろ²¹⁾、あるいは、ブルドック・ソースにおけるように、全株主に一応新株予約権を付与するものの、敵対的買収者に対しては、新株予約権の行使による新株の発行を認めず、その代わりに、金銭による対価の支払いをするやり方のように、差別的取扱いをする場合には、株主総会の特別決議をもって事柄を決定しておく必要があるように思う。

ブルドック・ソース事件における東京地裁の判断では、株主総会の特別決議を根拠に防衛策の導入が権利濫用ではないとしているし、東京高裁も特別決議で8割を超える同意を得ているから、著しく不公正ではないとしているし、最高裁は、買収者以外のほとんどの株主が、企業価値を損ねないために必要な措置として是認できるとしている。

その意味では、「取締役会方式」よりも、「株主総会の特別決議」方式による防衛策導入の方が望ましいと考えられるが、その際、殊に「取締役会設置会社」（金融商品取引市場上場会社はこれに該当する。）における株主総会の権限には限定があること（会295条2項は、会社法または定款所定の事項のみ決議の対象とされている。）との関わりで、予め、防衛策導入に関する事項を株主総会の決議事項とする趣旨の定款変更を済ませておく必要があることに留意すべきである。

また、買収防衛策導入後の防衛策の発動についても、「独立委員会」の答申を尊重した「取締役会」の判断に委ねる方法でもよいが、場合によっては、防衛策の発動段階でも株主総会の関与を求めるやり方も考えられる。

21) この場合、新株予約権の発行は、原則として取締役会限りで可能としても、大量株式取得者にはそれを交付しないやり方は、株主平等原則違反のおそれがあるため、株主総会の承認を得ておく必要があるし、そのためには、株主総会マターとするための定款変更（特別決議）が必要となる。

その際、防衛策の内容次第では、大量株式取得者に対して、「事前の情報提示」を求め、株主の意向を尋ねる方式の場合にも、予め定款マターとして登録しておく必要がある。

現行法上、取締役を選任するのは株主総会であるし、企業価値、従って株主共同の利益を高めるのが、現経営者か、それとも大量株式取得者かの判断も、株主総会に委ねられてしかるべきであり、その際、現経営者側も、また買収者側も共に、買収の目的、経営方針等を十分に株主ないし株主総会に説明しなければならないであろう（平成19年6月29日付け・日経、同日付け・中国新聞）。

なお、同様のことは、買収防衛策を意識しながら、企業間の「株式相互保有」²²⁾ ないし「自己株式の買い取り」²³⁾ を図る場合にも²⁴⁾、妥当するであろう。仮に、それらの行動が会社のために何らかの経済的効果をもたらすことを説明できなければ、それらの行動を正当化することはできないし、結果的に経営者自らの保身の術と見られてしまうからである。

従って、M&A（合併・企業買収）時代に大事なことは、企業間の株式の相互保有等は、技術なり、資金運用なり、共同購入なり、当事会社間の相互補完の姿勢を明確にすることであり、同時にそのことを利害関係者に対し

22) バブル経済崩壊で株価が長期低迷し、含み損を抱えた銀行が自己資本比率達成のため、持ち合い株の売却を進めて以来、一貫して低下していたが、昨年度は、企業買収防衛の観点からも見直され、増加している（平成19年9月2日付け・中国新聞）。

なお、平成19年9月27日付け以下・日経連載の「持ち合い復活の実像」(上)(中)(下) 参照。

23) 株式相場の下落で、積極的な自社株の購入が進められている（平成19年9月4日付け・日経）。新日鉄では、会社の持株比率が75%で筆頭株主。（8月29日付け・日経）

24) 例えば、米国の「サブプライムローン」（信用力の低い個人向け住宅融資）問題を発端とする株式相場の大幅調整に対応して、大量（発行済み株式総数の、1.8%ないし、1.2%、1.46%程度…130万株とか、860万株とか、250万株といった単位）の自社株の買い入れが相次いでいる。理由は、「株価が急落する中、株主価値を最大限に配慮した」とされている（平成19年8月21日付け・日経）。

て十分に説明することであると思われる。何故なら、短期的な視野での売り抜けなどは、企業価値を結局は弱めることになるし、単なる買収防衛策の導入は、現経営者の保身の術と評価されかねないからである。従って、この場合においても、経営者は自らの経営方針を株主・投資家に対し、十分な説明責任を負うべきことになる。

他方、会社提案の剰余金の配当議案において、大幅な増額提案も、事実上、敵対的買収防衛策としての効果を発揮した事例がある。ユシロ株式会社事件（一株当たり14円から200円へ）、ソトー株式会社（同13円から200円へ）がそれである。これらの場合にも、勿論、取締役としては株主共同の利益の極大化の説明を求められることになるだろう。

結局のところ、経営者としては、現に経営している企業の買収をされたくないのであれば、自らが説得力のある経営理念を持ち、自らが企業価値をより高めようと努力すると同時に、それをステークホルダーに十分説明する以外にないと言うべきである。

⑦ 導入した買収防衛策の有効期間

この点については、1年とされている事例が多い。株主構成は絶えず変わるから防衛策の継続が否かを判断してもらうべきというのが主な理由のようであるが、3年というケースもある。

なお、買収防衛策の導入を株主総会に図る場合の招集通知の発送は、法定の「2週間」よりも、より早く「3週間」が望ましいとされている。

ま と め

企業買収防衛策のあり方として、その導入時、発動時ともに、ステイクホルダーの中核をなす株主の意向（株主総会の関与）を聴くことの大事さと、「独立委員会」方式を採る場合には、構成員の完全独立性を期して、社外役員は除外すべきであることを説いてきた。

企業の指命は、各企業の事業活動を通して社会貢献することにあるから、

従って、企業統治の理念は、「企業価値の最大化」を目指すことに尽きる。それは、具体的には、「株主共同の利益の最大化」と言われている²⁵⁾。肝要なのは、広い視野で、短期に止まらず、中長期的視点を踏まえつつ、「企業価値」の「最大化」を考えること、および、その「毀損」を防止する方策を模索すべきであること、しかもその防衛策の導入・発動については、その内容を十分に情報開示しながら、行うことであろう。

その意味では、先の、経産省・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』(平成17年5月27日)²⁶⁾や東京証券取引所の要請等が参考になると思われる。

東京証券取引所によれば、投資家の権利を侵害する過剰な敵対的買収防衛策(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)の自粛を求めていると同時に、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している(平成17年4月21日付け・日経)。

会社の利害関係者にとっては、現経営者と買収者から、買収の目的・各

25) 会社を巡るステイクホルダーの理解の仕方については、様々な考え方があろう。例えば、ドイツとか、中国の立法例のように、従業員の経営参加を認めている国がある。また、わが国の場合、従業員持株会とか、従業員兼務ないし従業員出身の役員が多い上に、労使協調型の経営を心がけている経営者も多い。更に、従業員は、会社において懸命に勤労し、生活の糧を得て、仕事を通じて社会貢献のできることを誇りに思う者も多いと思われる。それ故、会社従業員が会社を巡るステイクホルダーのかかなり重要な部分を占めていることは疑いないが、法制度上は、会社企業への出資者たる株主を中核にしてステイクホルダーを捉えることは、ブルドック・ソース事件における東京高裁・最高裁等の判断を参照すれば、肯定できるであろう。

26) これらの点については、詳細は拙著『新会社法のエッセンス(第三刷)』参照。その内容を概論すれば、第一の柱は、企業価値、株主共同の利益の確保・向上の原則、第二の柱は、事前開示・株主意思の原則、株主総会決議、第三の柱は、必要性・相当性確保の原則である。なお、「企業価値報告書2006」は、インフォームド・ジャッジメントと株主との対話がキーワードとされる。

大賀：「企業買収防衛策」考

当事者のそれぞれの経営方針・資産運用の計画等に関する情報を十分に提供してもらい、株主・投資家としての自己の判断材料にすることこそが極めて重要であり、必要不可欠な事柄であると言えることができるように思う。

以上

(平成19年10月10日稿)

[追記]

○ 平成19年10月27日付け・日経によれば、経済産業省の企業価値研究会（座長・神田秀樹東大大学院教授）は、26日、敵対的買収者が現れた後に企業が買収防衛策を導入・発動する際のルールづくりに着手したという。その内容・方向は、ブルドック・ソース事件との関連で、買収者に手を引かせるため金銭を補償しなくて済むようにすること、事後の防衛策導入に特別決議は不要とすること等が検討される模様という。

○ なお、本稿に関連する文献としては、本稿脱稿後のものも含めて、以下を参照されたい。

- (1) (特集) **M&A** (敵対的買収) 日本弁護士連合会「自由と正義」平成19年7月号
武井一浩「**M&A**／組織再編の実務」12頁
大杉謙一「新会社法と **M&A** 組織再編行為」28頁
牛島 信「敵対的買収に対する防衛手法について」41頁
布施伸章「**M&A** の会計」55頁
- (2) (特集) ブルドック事件に学ぶ「買収防衛策の運用・見直し」ビジネス法務（中央経済社）平成19年10月号
渡辺 徹「実例・裁判例に見る買収防衛策見直しへの考察」11頁
近藤 浩・井田美穂子「特別委員会の運営実務」19頁
田中信隆「買収防衛実務におけるブルドック事件決定の論点」27頁
徳本 譲「米国「独立社外取締役」の役割」33頁
- (3) 弥永真生「ブルドックソース事件決定の意義と残された課題」ビジネス法務平成19年12月号 44頁
- (4) 特集「企業買収と株主総会」ジュリスト 1346号（平成19年12月号）
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」8頁
中東正文「ブルドックソース事件と株主総会の判断の尊重」17頁
- (5) 「ブルドックソース事件の法的検討 買収防衛策に関する裁判経過と意義」別冊商事法務編集部編 別冊商事法務311号（平成19年10月号）
- (6) 「買収防衛策の事例分析」別冊商事法務編集部編 別冊商事法務310号（平成19

年11月号)

- 平成19年12月19日付け・日経によれば、買収防衛策の発動に関しては、弁護士と企業とで意識に差があるという（1面。33面に関連特集）。

（平成19年12月19初校）