

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

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

たなかわたる  
田中 亘

Discussion Paper No. 2007-J-27

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい

**備考：** 日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

## 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

たなか わたる  
田中 亘\*

### 要 旨

ライブドアによるニッポン放送の敵対的買収の試みに端を発する、ニッポン放送による新株予約権発行の差止請求事件(東京高決平成17年3月23日判例時報1899号56頁。以下「本決定」という。)については、これまで多くの論攷や評釈が書かれてきた。しかし、本決定の解釈に関しては、なお理解が統一されていない感があるし、また、本決定をどう評価するかについても、論じ切れていない面がいくつかあるように思われる。本稿は、本決定の意義と解釈について論じた後、主として買収手法の強圧性と本決定の評価について、および、取締役会は支配権維持・確保目的の新株等の発行をどこまで広く認められるべきかという問題について、私見を展開する。付論では、米国デラウェア州法およびその判例法理における買収防衛策のいくつかの審査基準について紹介し、そして、ニッポン放送事件に仮に同州法の法理が適用された場合にいかなる解決がなされるかについて検討し、最後に簡単な評価を述べる。

キーワード：敵対的買収、買収防衛策、主要目的ルール、権限分配秩序論、コーポレート・ガバナンス、第三者割当増資、ライツ・プラン

JEL classification: G3、K22

\* 東京大学社会科学研究所准教授 (E-mail: twataru@iss.u-tokyo.ac.jp)

本稿は、日本銀行金融研究所からの委託研究論文である。本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。

## 目 次

はじめに .....	1
. ニッポン放送事件の概要と決定要旨 .....	1
1 . 事件の概要 .....	1
2 . 本決定の要旨 .....	3
. 本決定の背景と意義 .....	6
1 . はじめに .....	6
2 . 従来 of 裁判例 (主要目的ルール) とその評価 .....	7
3 . 本決定の立場の要約 .....	8
4 . 「支配権維持・確保目的」の意味について .....	9
5 . 「特段の事情」について .....	11
6 . 裁判所が事業経営上の評価をする場合 .....	21
. 買収手法の強圧性と本件の防衛策の適法性 .....	23
1 . はじめに .....	23
2 . 「株主」の判断は「株式市場」に表れるか    買収手法の強圧性に関して .....	24
3 . 買収手法の強圧性に対する対処の仕方 .....	28
4 . 買収手法の強圧性は本件の防衛策を正当化しないこと .....	32
. 支配権維持・確保の目的での新株等の発行の可否 .....	34
1 . はじめに .....	34
2 . 機関権限の分配秩序論とその検討 .....	36
3 . 支配権争いの帰趨を株主に決めさせることのメリット .....	40
4 . 支配権維持・確保目的での新株等の発行を認めるメリット    株主の利益に関して .	43
5 . 支配権維持・確保目的での新株等の発行を認めるメリット    企業価値に関して ...	47
おわりに .....	54
付論 . 本件にデラウェア州法が適用された場合の解決について .....	56
1 . はじめに .....	56
2 . 防衛策の限界を画す法理    Revlon 義務 .....	57
3 . 防衛策の限界を画す法理    「強圧的」または「排除的」な防衛策の禁止 .....	59
4 . 防衛策の限界を画す法理    Blasius 基準 .....	62
5 . おわりに    デラウェアの判例法理へのコメント .....	65
参考文献 .....	72

はじめに

ライブドアによるニッポン放送の敵対的買収の試みに端を発する、ニッポン放送による新株予約権発行の差止請求事件（東京高決平成 17 年 3 月 23 日判例時報 1899 号 56 頁。以下「本決定」という。）については、これまで多くの論攷や評釈が書かれてきた<sup>1</sup>。しかし、本決定の解釈に関しては、なお理解が統一されていない感があるし、また、本決定をどう評価するかについても、論じ切れていない面がいくつかあるように思われる。本稿は、買収防衛策に関する先例として極めて興味深い内容を持つ本決定について、筆者なりの解釈を示した後、その評価を試みたい。本稿が力点を置くところは、買収手法の強圧性と呼ばれる問題と、支配権維持・確保目的の新株等の発行に関し、取締役会の権限はどこまで広く認められるべきなのかという問題である。これらの論点は、敵対的買収とその防衛策についての筆者の問題意識を強く反映しており、偏りがあると感じられるところもあろう。とはいえ、本決定のような重要な決定については、多様な読み方・解釈の仕方があっておかしくない。本稿が、本決定および買収防衛策に関する問題について、何らかの新しい視点を提供できれば幸いである。

本稿の分析は次のように進める。まず Ⅱ で、本件の事案と本決定要旨を紹介した後、Ⅲ で、本決定の意義と解釈を述べたい。続いて Ⅳ では、買収手法の強圧性と呼ばれる問題と、その問題から来る本決定の評価について論じる。最後に Ⅴ では、支配権維持・確保目的の新株等の発行に関し、取締役会の権限はどこまで広く認められるべきなのかという問題について論じる。

また付論では、米国デラウェア州法およびその判例法理における買収防衛策の審査基準について紹介し、仮に、本件に同州法の法理を適用した場合にいかなる解決がなされるかについて検討し、最後に簡単な評価を述べる。

## Ⅱ．ニッポン放送事件の概要と決定要旨

### 1．事件の概要

ニッポン放送事件の概要は、以下のとおりである。

Y（株式会社ニッポン放送、原審債務者、抗告人）は、放送法に基づく一般放

---

<sup>1</sup> 先行研究については、飯屋（2007）と、そこに引用の諸文献参照。

送事業（AM ラジオ放送）、BS デジタル音声放送の企画・制作・運営、その他関連物の企画・制作・運営等を主たる事業内容とする、東京証券取引所第二部上場会社であり、AM ラジオ業界における売上高 1 位のラジオ局である。Y は、A（株式会社フジテレビジョン、訴外）とともに、いわゆるフジサンケイグループの一員であり、Y は平成 17（2005）年 1 月時点で、A の発行済株式総数のうち 22.5%を保有している。X（株式会社ライブドア、原審債権者、被抗告人）は、コンピュータネットワークに関するコンサルティング、コンピュータネットワークの管理、コンピュータプログラムの開発・販売、ネットワークコンテンツの編集・デザイン等を主たる事業内容とする株式会社である。

A は、同年 1 月 17 日、Y の経営権を獲得することを目的とし、A のすべての発行済株式の取得を目指して、証券取引法（以下「証取法」という。）に定める公開買付けを開始することを決定した（以下「本件公開買付け」という。）。本件公開買付けにおいては、買付予定株式数を、A の既保有分を含めて Y の発行済株式総数の 50%となる 1,233 万 5,341 株（ただし、応募株券の総数が買付予定株式数を超えたときは、応募株券の全部を買い付ける。）、買付価格を 1 株 5,950 円、買付期間を同年 1 月 18 日から 2 月 21 日までとしていた。Y は、同年 1 月 17 日開催の取締役会において本件公開買付けに賛同することを決議し、同日付けの「公開買付けの賛同に関するお知らせ」と題する書面を公表した。

X は、A の発行済株式総数の約 5.4%（175 万 6,750 株）を保有していたが、本件公開買付け期間中である同年 2 月 8 日に、東京証券取引所の ToSTNeT-1 を利用した取引によって、子会社（X'）を通じて、Y の発行済株式総数の約 29.6%に相当する株式 972 万 270 株を買い付け、その結果、X は X' 保有分を併せ、Y の発行済株式総数の約 35.0%の普通株式を保有する株主となった。X の代表取締役は、同日、記者会見を行い、Y 株式の取得の意図について、放送局が保有する Web サイトをポータル化し、シナジー効果を得ることを目的とするものであり、また、フジサンケイグループとの業務提携をも見据えたものであることを明らかにした。

これに対し、A は、同年 2 月 9 日ころ、本件公開買付けについて、取組方針を鋭意検討するとのコメントを発表し、また、A の代表取締役会長（以下「A 代表者」という。）は、記者に対し、X が求めている業務提携に否定的な考えを示した。A は同年 2 月 10 日に、本件公開買付けの条件を変更し、買付予定株式数の下限を 25%、買付期間満了日を同年 3 月 2 日まで延長した（さらに同年 2 月 24 日には、満了日を同年 3 月 7 日に延長している。）。A 代表者はまた、同年 2 月 17 日に、Y の代表取締役に対し、X が Y の株式の過半数を取得し、子会社化した場合は、A およびフジサンケイグループは、Y およびその子会社との従前の取引を中止せざるを得ないと口頭で伝えた。

XとX'は、同年2月21日までに同社株式1,152万9,930株を取得し、Yの総議決権に対する割合が37.85%となった。

Yは、同年2月23日の取締役会において、新株予約権をAに発行することを決議した。新株予約権の発行総額は、158億7,209万320円であり、これがすべて行使された場合に発行される株式数4,700万株は、従来の発行済み株式総数の約1.44倍に当たり、その場合、XのY株式保有割合は約17%に減少し、一方、Aの保有割合は、新株予約権の行使により取得する株式数だけで約59%になる。Yは同日付で「第三者割当による新株予約権発行のお知らせ」と題する書面を公表した。この書面には、本件新株予約権の発行は、Yの企業価値の維持と、Yがマスコミとして担う高い公共性の確保のために行うものであり、XがYの支配株主となることはYがマスコミとして担う高い公共性と両立しないと判断し、Xによる大量のY株式取得という公開買付けの開始後に発生した事情に影響を受けることなく、Yが賛同を表明したAによるYの子会社化という目的を達成する手段として、Aへの本件新株予約権の付与を決定した旨が記載されていた。また、本件新株予約権の発行により取得する払込金（新株予約権の発行価額の総額）は、（仮）臨海副都心スタジオプロジェクトへの整備資金に充当する予定であるとされていた。

Xは、本件新株予約権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を欠いていること（商法[平成17年改正前のもの。以下同じ]280条の21第1項。会社法238条3項、240条1項に相当）、および著しく不公正な方法による発行（商法280条の39第4項、280条の10。会社法247条2号に相当）であるとして、本件新株予約権発行を仮に差し止めることを求めた。以下では、もっぱら<sup>2</sup>の論点について裁判所の判断を紹介する<sup>2</sup>。

原審裁判所は、仮処分命令申立てを認容した（東京地決平成17年3月11日商事法務1726号47頁。以下「原審仮処分決定」という。）ため、Yが保全異議の申立てをしたが、保全異議審も、本件新株予約権発行が不公正な方法により行われたものと認め、原審仮処分決定を認可した（東京地決平成17年3月16日商事法務1726号59頁。以下「原審異議決定」という。）。

これに対しYは、原審異議決定が、株主構成の変更を目的として新株等を発行することを原則違法としていることや、企業価値の毀損が明らかであることの立証責任を会社側に課していることは誤りであるなどと主張し、保全抗告を申し立てた。

## 2. 本決定の要旨

---

<sup>2</sup> の論点については、太田（2005）361-365頁参照。

保全抗告審は、以下のように述べて、ニッポン放送の保全抗告を棄却した（東京高決平成 17 年 3 月 23 日判例時報 1899 号 56 頁）。なお、[i][ii] 等の番号は、次章以下での引用の便宜のために、筆者が付したものである。

[i] 「商法上、取締役の選任・解任は株主総会の専決事項であり（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。したがって、現経営者が自己の信じる事業構成の方針を維持するために、株主構成を変更すること自体を主要な目的として新株等を発行することは原則として許されないというべきである。」

[ii] 「一般論としても、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し、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。」

[iii] 「Y は、会社の機関等の権限分配を根拠とするのであれば事前の対抗策も全部否定されることになって明らかに不当である・・・と主張する。しかし、・・・機関権限の分配も、株主全体の利益保護の観点からの対抗策をすべて否定するものではないから、新たな立法がない場合であっても、事前の対抗策としての新株予約権発行が決定されたときの具体的状況・新株予約権の内容（株主割当か否か、消却条項が付いているか否か）・発行手続（株主総会による承認決議があるか否か）等といった個別事情によって、適法性が肯定される余地もある。このように、機関権限の分配を根拠としたからといって、事前の対抗策が論理必然的に否定されることになるわけではないから、Y の上記主張は失当である。」

[iv] 「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。」

[v] 「例えば、株式の敵対的買収者が、真に会社経営に参加する意思がないに

もかわらず、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)、

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、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、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、当該会社を食い物にしようとしている場合に、濫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。」

[vi] 「したがって、現に経営支配権争いが生じている場面において、経営支配権の維持・確保を目的とした新株予約権の発行がされた場合には、原則として、不公正な発行として差止請求が認められるべきであるが、株主全体の利益保護の観点から当該新株予約権発行を正当化する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、立証した場合には、会社の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような新株予約権の発行を差止めることはできない。」

[vii] 「本件新株予約権の発行は、Y の取締役が自己又は第三者の個人的利益を図るために行ったものでないとはいえるものの、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、株式の敵対的買収を行って経営支配権を争う X 等の持株比率を低下させ、現経営者を支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主である A による Y の経営支配権を確保することを主要な目的として行われたものであるから、…これを正当化する特段の事情がない限り、原則として著しく不公正な方法によるもので、株主一般の利益を害するものというべきである。」

[viii] 「Y は、X が Y の親会社となり経営支配権を取得した場合、Y 及びその子会社に回復し難い損害が生ずるのは極めて明らかであり、Y がフジサンケイグループにとどまり、A の子会社となって経営されることがより企業価値を高め

ることから、そのための企業防衛目的の新株予約権の発行であると主張する。

しかしながら、Y が X の経営支配下あるいはその企業グループとして経営された場合の企業価値と A の子会社としてフジサンケイグループの企業として経営された場合の企業価値との比較検討は、事業経営の当否の問題であり、経営支配の変化した直後の短期的事情による判断評価のみでこと足りず、経済事情、社会的・文化的な国民意識の変化、事業内容にかかわる技術革新の状況の発展などを見据えた中長期的展望の下に判断しなければならない場合が多く、結局、株主や株式取引市場の事業経営上の判断や評価にゆだねざるを得ない事柄である。そうすると、それらの判断要素は、事業経営の判断に関するものであるから、経営判断の法理にかんがみ司法手続の中で裁判所が判断するのに適しないものであり、上記のような事業経営判断にかかわる要素を、本件新株予約権の発行の適否の判断において取り込むことは相当でない。

したがって、Y の上記主張は主張自体失当といわざるを得ない。」

## ・ 本決定の背景と意義

### 1 . はじめに

本件は、会社の経営支配権に争いがあるときに、現経営陣の支持する第三者に対して行った新株予約権の発行の適否が争われた事例である。本件のように、新株予約権の発行が不公正発行に当たるか否かが問題になった事例は、過去にはほとんどみられない。しかし、会社の経営支配権に争いがあるときに、会社が持株比率に重大な影響を及ぼすような新株発行を、第三者割当の方法で行ったときに、それが不公正な方法によるものであるとして、差止めの仮処分が求められた事例は相当数に上る<sup>3</sup>。本件は、新株予約権の発行という形をとっているものの、割当てを受けた A において新株予約権が直ちに行使可能となっており、その利益状況は、直接に第三者割当で新株発行をした場合とほぼ同じといえる。したがって本決定は、支配権争いに際して行われる新株発行（会社法の下では、募集株式の発行等）についても、先例としての意義を持つことになると思われる<sup>4</sup>。

---

<sup>3</sup> 後掲注 5 の諸判例参照。

<sup>4</sup> このことに鑑み、本稿においても、本件の具体的事案との関係でそれが必要になる場合を除き、分析の対象を新株予約権の発行に限定することなく、新株発行（会社法の下では、募集株式の発行等）をも含めることにする。本稿では、両方を併せた概念として、「新株

## 2. 従来の裁判例（主要目的ルール）とその評価

会社の支配権争いがある中で、従前の株主の持株比率に重大な影響を及ぼすような新株発行が行われた場合、過去の裁判例は、その新株発行が、特定の株主の持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、その新株発行を不公正とする、いわゆる主要目的ルールを採用していた。もっともこのようなルールの下で、現実には裁判所は、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は容易に認めず、結果として新株発行を容認する傾向があった<sup>5</sup>。

このような裁判例に対しては、相異なる 2 つの立場の双方から、批判が加えられてきた。すなわち一方には、会社の支配権争いの帰趨を決するのは株主であるべきであり、取締役は株主の決定に干渉すべきでないとする立場がある<sup>6</sup>。この立場は、裁判所が資金調達目的の存否のみを問題とし、その時期や調達手法の合理性を問わずに新株発行を容認することにより、結局は、取締役に支配権の維持・確保の手段を与えてきたと批判する<sup>7</sup>。これに対し、他方の極には、取締役が支配権の維持を主要目的として新株発行をすることがなぜ許されないのかを問う立場が存在する<sup>8</sup>。この立場によれば、むしろ取締役は、それが会社の利益になる限り、現経営陣またはそれが支持する第三者の支配権を維持・確保するために新株発行権限を用いることも許される、ということになる。

---

等の発行」( [i] で使われている ) という用語を用いることにする。

<sup>5</sup> 主要目的ルールの下での数少ない差止めの仮処分認容事例である、東京地決平成元年 7 月 25 日判例時報 1317 号 28 頁 ( 秀和对忠実屋・いなげや事件 )、東京地決平成 10 年 6 月 11 日資料版商事法務 173 号 193 頁 ( ラムダ・ホールディングズ・インク対ネミック・ラムダ事件 ) は、いずれも、発行会社が具体的な資金調達目的を示せなかった事例である。他方、資金調達目的を肯定し、差止めの仮処分を認めなかった事例として、大阪地決昭和 62 年 11 月 18 日判例時報 1290 号 144 頁 ( コスモポリタン対タクマ事件 )、東京地決昭和 63 年 12 月 2 日判例時報 1302 号 146 頁 ( 高橋産業対宮入パルプ製作所第 1 事件 )、東京地決平成 1 年 9 月 5 日判例時報 1323 号 48 頁 ( 高橋産業対宮入パルプ製作所第 2 事件 )、大阪地決平成 2 年 7 月 12 日判例時報 1364 号 104 頁 ( カロリナ対ゼネラル第 2 事件 )、東京地決平成 16 年 7 月 30 日判例時報 1874 号 143 頁・東京高決平成 16 年 8 月 4 日金融法務事情 1733 号 92 頁 ( CSK 対ベルシステム 24 事件 )、大阪地決平成 16 年 9 月 27 日金融・商事判例 1204 号 6 頁 ( ワイエムシィ対ダイソー事件 ) などがある。

<sup>6</sup> いわゆる機関権限の分配秩序論である。森本 ( 1978 ) 16-17 頁、洲崎 ( 1986b ) 727 頁、川浜 ( 1987 ) 491-498 頁。

<sup>7</sup> 前掲注 6 の文献参照。また、機関権限の分配秩序論を正面に出さなくても、裁判例が発行会社の取締役会の広い裁量を認めてきたことを批判する見解は少なくない。例えば、吉本 ( 1999 ) 参照。

<sup>8</sup> 森田 ( 1989 ) 5 頁、松井 ( 1997 ) 713-716 頁、松井 ( 2004 ) 206-207 頁参照。

これに対し、第三の立場として、従来の株式買占め事例のほとんどは、買占め者は真に会社の支配権の取得を目指すものではなく、市場での売り抜けや会社関係者による高値肩代わりを狙ったものであるとの認識の下に、裁判所が、資金調達目的をいわば方便として、買占めに対抗する新株発行を容認してきたのは結論的に正当であったとして、裁判例を支持する立場も存したところである<sup>9</sup>。

### 3. 本決定の立場の要約

従来の諸判例と比較した場合、本件の特徴は、本件新株予約権の発行は、その調達予定資金の巨額さからも、また Y 自身が、同社が賛同を表明した A による Y の子会社化という目的を達成する手段として、A への本件新株予約権の付与を決定した旨を公表したという認定事実からも、資金調達が主要目的だとは到底いいえない事例だったことである。そこで Y は、具体的な資金調達目的の存在に頼るのではなく（一応、それも主張してはいるが）、いわば「正々堂々」と、Y（ニッポン放送）は X（ライブドア）に支配されるよりもフジサンケイグループにとどまることでその企業価値は高まるのであり、そのため Y 取締役会は、「株主構成を変更すること自体を主要な目的として」、すなわち、X でなく A に支配権を取得させるために、新株予約権を発行することができると主張したのであった<sup>10</sup>。このため裁判所としても、取締役がそのような目的で新株等の発行権限を行使することが許されるかを、正面から判断することを迫られたわけである。

そのような背景の下で出された本決定の立場は、以下の 3 点に要約できると思われる。

第 1 点。現に支配権争いが生じている場面において、経営支配権の維持・確保を目的とした新株等の発行がされた場合には、原則として、不公正な発行として差止請求が認められる（[vi]）。

第 2 点。新株等の発行が、取締役自身や第三者の個人的利益を図るためのものでなくても、敵対的買収者の持株比率を低下させ、現経営者を支持し事実上の影響力を及ぼしている第三者の経営支配権を確保するために行ったものである限り、「経営支配権の維持・確保を目的とした」と評価される（[vii]）。

第 3 点。以上の一般原則に対する例外として、株主全体の利益保護の観点から新株等の発行を正当化する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

<sup>9</sup> 江頭（1995）225 頁注 3、江頭（2005d）624 頁注 4。

<sup>10</sup> 保全抗告審における Y の主張（判例時報 1899 号 80-83 頁）参照。

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を会社が立証した場合には、会社の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような新株等の発行を差し止めることはできない（[vi]）。

第1点は、従来の裁判例の一般論と基本的に同一なので、以下では第2点と第3点について、その意義に関しコメントする。

#### 4. 「支配権維持・確保目的」の意味について

本決定は、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、取締役が、敵対的買収者の持株比率を低下させ、現経営陣を支持する特定株主による経営支配権の確保を目的として新株等の発行を行うことは、たとえそれが自己または第三者の個人的利益を図るために行ったものではなく（[vii]）、むしろ当該の特定株主の事業計画の方が敵対的買収者のそれよりも合理的であると信じた場合であったとしても（[i]）、なお「支配権維持・確保目的」があるといえる旨を判示している。

本決定のこの判示部分にどれだけの意義が認められるかは、意見が分かれるところだろう。1つの見方としては、「支配権維持・確保目的」というためには、現経営陣に個人的利益を得る目的があることは要求されないのは当然であり、それは従来の裁判例・学説とも前提にしていたことだ、という評価があろう<sup>11</sup>。確かに従来の学説において（2. 参照）、取締役は支配権の維持・確保の目的で新株等を発行することができるか否かが議論されたとき、そこで問題にされていたのは、あくまで取締役が「会社の利益」のために、特定の第三者に支配権をとらせるとか、とらせないとかいった経営判断ができるかどうかというものだったと思われる。そうした判断ができると主張した論者も、取締役の私利私欲のためにそれができると考えていたわけではなかろう。その意味では、本決定のこの部分はしごく当然のことを述べたに過ぎない、という評価も可能である。

けれども、主要目的ルールの「母法」と目される米国法、特にデラウェア州法において、1985年のUnocal事件<sup>12</sup>以前に採用されていた主要目的ルールとは、まさに取締役が自己の職位を維持すること（つまり保身）を「主要な目的」としていたかどうかを問うテストであった<sup>13</sup>。しかもその際には、取締役会が敵対

---

<sup>11</sup> 藤田（2005a）11頁。

<sup>12</sup> Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>13</sup> Cheff v. Mathes, 199 A.2d 548 (Del. 1964). この事件は、会社が敵対的買収者から株式を高値買い取りしたことについて、取締役の責任が問われた事例であるが、判旨は、「もしも取締役会の行為が、現経営陣に反対する株主から株式を買い取ることが、適切な事業

的買収者との間で会社の政策を巡る対立があることを立証すると、防衛策は私益からではなく事業上の考慮から出たものと推定され、経営判断原則の保護を受けるとされており、支配権争いに影響を与えるような取締役会の行為に対し、極めて穏やかな制約しか課さないものであった<sup>14</sup>。もっともそのような法理の下では、濫用的な買収防衛策に対して有効な規制をかけることができないことが次第に認識されていき、1985年のUnocal事件を契機にして、買収防衛策の審査基準についての膨大な判例法理が形成されていくことは、本稿の「付論」で述べるとおりである<sup>15</sup>。

本決定は、「支配権維持・確保目的」とは、取締役自身の職位を確保する目的のことであるという、ありうべき1つの解釈、もっといえば、米国で過去にとられたことがあり、それ故に日本でそれがとられても決しておかしくはなかった解釈<sup>16</sup>を明確に否定した。そして、「支配権争いの帰趨は株主が決めるべきである」という機関権限の分配秩序論を根拠として ([i])、現経営陣の支持する特定の第三者の支配権を確保する目的での新株等の発行は、たとえそれが

---

慣行と取締役会が信じるところのものを維持するために必要であるとの誠実な信念に基づいて行われたものであるときは、たとえ後知恵で見るとその決定が賢明な判断でなかったと見られる場合でも、取締役会はその判断について責任を負わない。…これに対して、もしも取締役会が、自分たちの職位を永続させようとの願望を唯一または主要な理由として行動した (the board has acted solely or primarily because of the desire to perpetuate themselves in office) ときは、会社の資産をその目的のために使うことは不適切である」 (id. at 554) とし、結論的には、前者の場合であるとして責任を否定した。本件のような状況での株式の買い取りは、「特定の株主が会社の支配権を取得することを防ぐ」という以外の目的は想定しがたいが、当時のデラウェア州法は、そのような目的からする行為であっても、取締役の私益 (職位の維持) から出たものでない限り、経営判断原則の保護を受けられたのである。

<sup>14</sup> Id. at 555. 「Unocal 以前」のデラウェア州判例法理については、Gilson (1981) pp.827-829; Gilson and Kraakman (1989) p.249; 松井 (2004) 189-191 頁を参照。なお、米国法における経営判断原則 (business judgment rule) とは、取締役の業務執行上の判断が、利害関係のない取締役により、判断の前に相当な情報を得て、かつ誠実に (in good faith) 行われた場合には、結果として生じた損害について取締役は責任を負わないという原則であるとされる (Allen and Kraakman (2003), p.251 参照)。経営判断原則の正確な意味については、米国においても必ずしも意見の一致があるわけではなく、特に、経営判断の内容面については、誠実な判断である限り裁判所は一切審理しないのか (上記の定義はそのようになっている)、それとも最低限の審査はするのかについては、見解が分かれている。上記と異なる定義として、American Law Institute (1994), §4.01(c) 参照 (判断内容が「非理性的 (irrational)」である場合は取締役は責任を負うとする)。

<sup>15</sup> 他国の法制度は日本法の議論にとって決定的でないことを当然の前提とした上でいうと、Yによる本件新株予約権の発行は、現在のデラウェア州法の下では、ほぼ確実に違法である。付論参照。

<sup>16</sup> 実際に本件においても、「支配権維持・確保目的」とは取締役個人の保身目的を意味するのかという点が、X・Y間で争いになっていたようである。保全抗告審におけるX主張およびY主張を対比。

会社の利益になると信じたものであっても原則として許されない旨を明示した<sup>17</sup>。このことの意義は、決して小さくないと考える。

## 5. 「特段の事情」について

### (1) 「特段の事情」の立証を認めたことの意義

本決定は、支配権維持・確保の目的による新株等の発行を原則として違法としつつ、株主共同の利益の観点からその新株等の発行を正当化すべき「特段の事情」がある場合には例外とした([vi])。このように、支配権維持・確保目的の新株等の発行であっても不公正発行にはならない場合があるという立場を明示的に採用したのは、本決定が初めてと見られる<sup>18</sup>。

もっとも、過去の裁判例に鑑みると、裁判所がこうした例外を認めることは、想定の内だったともいえる。例えば、著名な忠実屋・いなげや事件において、東京地裁は、「[買収者]が[対象会社]の経営に参加することが[対象会社]の業務に直ちに重大な不利益をもたらすことの疎明もないこと」を指摘した上で、「本件のような多量の新株発行を正当化させるだけの合理的な理由があったとは認められない」とし、その新株発行の仮差止めを命じている<sup>19</sup>。この事件は、買収の標的となった2つの会社が互いに新株を発行しあうため、両会社の自由にできる資金は増えないことから、およそ資金調達目的を新株発行の目的として主張しえないという、特異な事例であった。しかし判旨は、そのような場合であっても、買収者による経営参加が対象会社の業務に「直ちに重大な不利益をもたらすこと」の立証があれば、新株発行が適法とされる余地を認めているのである。

また、取締役の対第三者責任との関係で、京都地判平成4年8月5日判例時報1440号129頁は、「乗っ取りを企てる者が、会社を害する意図を有し、乗っ取りによって会社が壊滅させられることが明らかな場合等、特段の事情がない限り、支配目的の新株発行は・・・取締役の違法な任務懈怠行為に当る」と判示し

---

<sup>17</sup> 主要目的ルールを支持する者が、支配権維持・確保を主要な目的とする新株等の発行が何故に許されないかと問われれば、「支配権争いの帰趨は株主が決めるべきだからだ」と答えることになるはずである。そうだとすれば、主要目的ルールは、機関権限の分配秩序論を当然の前提にしていると考えられる。ただ、従来議論は、主要目的ルールの理論的基礎を突き詰めて考えることが必ずしもなかったため、同ルールと権限分配秩序論の関係についても、必ずしも一致した理解があったわけではないように思われる(藤田(2005b)10-11頁注24参照)。本決定(およびその元になった原審異議決定)は、主要目的ルールの基礎が権限分配秩序論にあることを明確にした点に意義がある。

<sup>18</sup> 藤田(2005b)4頁。

<sup>19</sup> 東京地決平成元年7月25日判例時報1317号28頁。

ており、少なくとも「会社の壊滅」を立証すれば、支配目的の新株発行を容認している（結論的には、そうした事情がないとして責任を肯定）<sup>20</sup>。

こうした過去の裁判例、および取締役は支配権維持・確保の目的で新株等の発行をなしうるとする学説が近時は有力だったこと<sup>21</sup>に照らして考えると、筆者には本決定の意義は、支配権維持・確保目的の新株等の発行が例外的に適法とされる余地を認めたことそれ自体よりは、むしろその「例外」の範囲が極めて狭いものであるという立場を示したことの方が、重要であるように思われる。

---

<sup>20</sup> 以上の決定以外に、一定の場合に取締役会は敵対的買収に対して対抗策をとりうると述べたと解しうる裁判例としては、太田（2005）369頁注15参照。

なお、この点に関連して、従来の裁判例の理解として、これまで敵対的買収といわれてきたものの多くが、経営能力のないグリーンメーラー的な買収者のケースであり、裁判所としては防衛を認めるべきだという結論が先にあって、それを正当化するために資金調達目的を穏やかに認めてきたのだ、という理解がある（前掲注9引用の文献の他、松井（1997）714-715頁。以下、これを「仮説」という。）この仮説は、会社法学者の間で非常に広く共有されているように思われるのだが、筆者はその妥当性に多少の疑問を抱いている。まず第1に、忠実屋・いなげや事件の判示（前掲注19と対応する本文参照）にも見られるように、従来の裁判例も、買収者が会社を害する意図を有する場合に対象会社が対抗措置として新株等の発行をする余地を認めていたと解される。したがって裁判所は、防衛策を正当化するために、あえて資金調達目的を方便として用いる必要はなかった。第2に、この仮説をとる論者自身が認めているように（江頭（2005c）314頁注8）資金調達目的を理由に新株等の発行を裁判所が許容し、かつ、後に買収者がグリーンメーラーであったことが判明した事例は、公判判例ではコスモポリタン対タクマ事件（大阪地決昭和62年11月18日・前掲注5。大阪地判平成2年5月2日金融・商事判例849号9頁も参照）を数えるのみであり、その他の事例がこの仮説に合致するのか、筆者には判断できない。そして第3に、主要目的ルールは会社の内紛型の事例などにも適用されており、グリーンメーラーのようなケースだけを念頭に運用されてきたわけではない（藤田（2005a）12頁注10）。そして、非グリーンメーラー型ケースであっても、裁判所は、資金調達の計画があるときには支配権維持・確保目的を容易に認めない立場を変えていない。とりわけ、最近のCSK対ベルシステム24事件（東京地決平成16年7月30日、東京高決平成16年8月4日・前掲注5）では、申立人株主は全くグリーンメーラーとはいえない者（著名な東証一部上場企業）であるにも関わらず、裁判所は、従来の主要目的ルールの枠組みの下に判断し、そして問題の第三者割当増資が、意図的に調達資金額を膨らませたのではないかと疑わしめる事情（99億円出資したばかりの休眠会社の株式を500億円で購入したり、リース業者でもない発行会社が子会社を通じ数百億円の資産を購入してリースしている等）があるにも関わらず、業務提携の事業計画上、相当の利益が上がるが見込まれていること、アナリストに当該業務提携を評価するものがあること（もっとも、評価しないものも同程度ある）を理由にして、合理的な事業計画に基づく資金調達目的であるとして、差止めの仮処分を認めなかった。

もともと上記の仮説は、裁判所は我々の知らない事情を根拠に事件を解決し、かつ、その事情を決定文に残さなかったと考えているので、実証も反証も不可能である。ただ、以上に述べた3つの点から判断すると、「裁判所は、認定事実に現れた（つまり我々の知っている）以上の事実は知らないし、決定文に示された理由以外の理由で事件を解決してもいない」という反対仮説も、相応のもっともらしさを持っているように思われる。

<sup>21</sup> 前掲注8とそれに対応する本文参照。

すなわち本決定は、「特段の事情」が認められるのは、「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」であるとする（[vi]）。この点、原審異議決定が、「（a）買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではないこと、あるいは、（b）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ことが明らかであること」の疎明を要求し（（a）、（b）および傍点は引用者が付した）<sup>22</sup>、（a）ないし（b）のいずれかの疎明があれば、新株等の発行を適法と認めているのと比較しても、さらに例外の範囲を絞っているように見える<sup>23</sup>。実際の事案の解決としても、原審が、Xの支配権取得により起こる弊害としてYが主張する数多くの事情 Xの支配権取得によりYがフジサンケイグループとの取引関係を失うこと、従業員の離反を招くこと、フジサンケイグループの一員としてのブランド価値を失うこと、Xの事業計画に合理性がないこと、等々 について、「会社に回復し難い損害をもたらすことが明らかであるか」という観点から、ともかくも審査を行ったのに対し<sup>24</sup>、本決定は、それらは皆、「事業経営の当否の問題であり…株主や株式取引市場の事業経営上の判断や評価にゆだねざるを得ないもので…司法手続の中で裁判所が判断するのに適しない」とし、Yの主張は「主張自体失当」として、切り捨てているのである（[viii]）。もっとも本決定は、そのように述べつつも、すぐ後に続けて（ . 2 . では引用していない部分で）Yの主張事実の多くについてその当否を検討しているのであるが、それはあくまで、「原審以来事実上争点とされ、原審仮処分決定も原審異議決定もこれに言及しているので、当裁判所も念のため」それらについて判断するというものであり、傍論と評価すべきものである<sup>25</sup>。「Xの支配下でのYの企業価値と、Aの支配下でのYの企業価値との比較検討はしない」という裁判所のスタンスは、極めて明確であるといわざるを得ない。

---

<sup>22</sup> 原審異議決定（商事法務 1726号 61頁）。

<sup>23</sup> 藤田（2005b）5頁。

<sup>24</sup> 原審仮処分決定（商事法務 1726号 55-57頁）。原審異議決定は、仮処分決定のこの部分を追認（引用）していると解される（商事法務 1726号 59頁）。

<sup>25</sup> 本決定・判例時報 1899号 64頁。しかも、「念のため」にする判断においても、例えばYの従業員の多くが買収に反対していることについては、「経営者が代わった段階での労使間の処理問題」とであると（同 64頁）また、Xの買収後の事業計画が不合理であるとの主張についても、「XがYの経営支配権を確立していない段階でYの上記主張のような事柄を明らかにすることは無理」（同 66頁）であるとして、司法審査を拒否しており、これらの主張についても司法判断を行っている原審仮処分決定（商事法務 1726号 56-57頁）とは、審査の範囲ないし程度において明白な差異がある。

## (2) 何が「特段の事情」に当たるのか

ここで問題になるのは、本決定の下で、Y 主張の諸事情が「特段の事情」として斟酌されないとすれば、一体、どのような事情があれば「特段の事情」となりうるかということである。本決定の立場を推測する手がかりを与えるのは、[v]で例示されている諸事情 いわゆる「4 類型」である。

この 4 類型については、内容が必ずしも明確とはいえず、読み方によっては、決して不当とはいえないような買収に対して防衛策を認めることになりかねないということ、かなり強い批判が加えられているところである<sup>26</sup>。ただそうかといって、裁判所はこれらの類型について一切言及しなければよかったかといえ、そうとも言いきれないと思われる。というのは、もしも裁判所が、株主全体の利益保護の観点から新株等の発行を正当化する「特段の事情」の立証を認めつつ、本件で Y が主張する事情は全部「主張自体失当」だと述べるだけで裁判を終えたとすれば、当事者のみならず、買収攻防戦に携わる実務家や研究者は皆、一体「特段の事情」として裁判所は何をイメージしているのかと、途方に暮れたと思うからである。確かに本決定には細部で問題が残るものの（後述）、本件のような新株等の発行がどういう場合に認められるかについて、概ね首尾一貫したポリシーの上に結論を導いており、しかもその内容を決定文の読者に伝える努力を惜しんでいない。私見では、「4 類型」の提示は、裁判所のそうした努力の現れであり、本決定の採用する（と筆者が考える）ポリシーを理解する上で重要な手がかりを提供していると考えられる。

本決定の採用するポリシーについて私見の解釈を述べると、次のようになる。本件では、A が Y の株式全部について 5,950 円で公開買付けをかけており、その中であって X は、終始この公開買付価格を上回る価格で Y の株式を買い集めている<sup>27</sup>。これに対し Y は、X が Y を支配すると、A が Y を支配したときよりも Y の企業価値は下がると主張している。ここで次のような疑問が生じる。すなわち、もしも Y の主張が正しいとすれば、X による買収実現後に Y の株価は 5,950 円以下に下がり、5,950 円を上回る株価で株式を買い集めた X は、損をすることになりそうである。ではなぜ X は、あえてこのような買収をしようとしているのだろうか。

この疑問に対する回答としては、大まかにいって次の 2 種類のものが考えられる。1 つは、X は支配権の取得後に、例えば Y との間で、X に著しく有利な条件で取引をするなど、Y または Y の少数派株主から X へと富を移転しようとしているのではないかと、ということである（以下「所得移転ケース」という。）。もう 1 つ考えられるシナリオは、単純に X は過誤を犯しているというものであ

<sup>26</sup> 藤田（2005b）5-6、9-10 頁参照。

<sup>27</sup> 田中（2005a）434 頁参照。

る。つまり、X自身はYを支配し経営することで、1株5,950円を上回る価値を上げられると信じているが、その事業経営上の判断には誤りがあって、真実は、Xが支配するとYの株価は下がる、という場合である（以下「経営判断の過誤ケース」という。）。

そして、本決定についての筆者の解釈は、裁判所は、「敵対的買収が所得移転ケースに当たるかどうかは審査するけれども、経営判断の過誤ケースに当たるかどうかは基本的に<sup>28</sup>審査しない」という立場に立っているのではないかと、いうものである。4類型は、所得移転ケースの典型に当たると裁判所が考えるものを例示した、という意味があるように思われる（詳しくは(3)で論じる）。

このような解釈は、「特段の事情」の意義に関して、本決定が原審異議決定と異なる一般論をとっていることから裏づけられると考える。つまり既述のように、原審異議決定は、「(a)買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではないこと、あるいは、(b)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ことが明らかであること」を「特段の事情」とする。この基準では、所得移転ケースと経営判断の過誤ケースを特に区別する理由はない。経営判断の過誤ケースであっても、過誤が特に甚だしく、「会社に回復し難い損害をもたらすことが明らか」であるという場合がありうる以上、裁判所は、本件でYが主張する様々な事業経営上の問題について審理しなくてはならない。しかしそれは、「事業経営の当否の問題」は、「株主や株式取引市場の…判断や評価にゆだねざるを得ないもので」、「裁判所が判断するのに適しない」([viii])という、本決定の採用する立場とはそぐわないものになる。

これに対して本決定は、「(a)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、(b')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<sup>29</sup>」を「特段の事情」として要求する((a)、(b')は引用者が付した)。これは、文言上完全に明らかとまではいえないが、原審異議決定の文言をあえて変更したことに鑑みても、(a)と(b')をともに要求していると解するのが自然であろう。これは、支配権争いの場面で裁判所が判断を行う範囲を狭める効果がある。というのは、「買収者は真摯に合理的な経営を目指しているけれど、客観的には買収が会社に損害を与える」ということはいくらでもありうることだが（経営判断には失敗がつきものである）、初め

<sup>28</sup> 「基本的に」という留保を付した理由は、6.で述べる。

<sup>29</sup> 興味深いことに、本決定は、原審異議決定の(b)の要件から「明らか」という文言を取り除いており、この部分に限ってみると、「特段の事情」に関する発行会社の立証負担を軽減している。これは、(a)と(b)のいずれかの要件を疎明すれば十分である原審異議決定と異なり、必ず(a)の要件を疎明しなくてはならない本決定の立場では、重ねて会社に回復しがたい損害をもたらすことが「明らか」であることまでも要求する必要がない、という判断に基づくものと思われる。

から買収者が真摯に合理的な経営を目指していないという事態は、よほど例外的だと考えられる<sup>30</sup>。なぜなら、従前の市場価格を上回る価格で会社を買収しながらその後に真摯に合理的な経営をしなければ、当然株価は下落して買収者は損をすることになり、初めから損をすることを目的に行動する人間はあまりいないと考えられるからである。こうして、Y が主張した数多くの事実（それは皆、経営判断の過誤ケースに位置づけられるものである）は、主張自体失当として、斥けられることになる。

これに対し、買収者が所得移転を目的に買収を行う場合は、話が違ってくる。その場合は、買収者に真摯に合理的な経営を目指す意思などなくても、対象会社やその少数派株主の犠牲の下に買収者が利益を得ることができるから、敵対的買収を行う動機があることになる。したがって本決定の立場からは、このケースは「特段の事情」の審査に乗せられるということになるわけである。

### （3）4 類型の具体的な解釈

（2）で述べた本稿の解釈からは、4 類型は、所得移転ケースの典型的な場合を例示したと解することになる。以下では、そのような解釈が可能かどうかを検討する。

まず、第 1 類型にいう、株式の高値肩代わりをさせる目的での買収者（いわゆるグリーンメーラー）、第 2 類型にいう、会社の価値ある資産を買収者に移転する目的での買収者は、所得移転のケースに該当するといっておよそである<sup>31</sup>。

<sup>30</sup> ここでは、「真摯に合理的な経営を目指す」とはあくまで主観的なものであり（買収者自身が合理的な経営をしようと思っていればよい）買収者の経営計画が客観的に合理的なものであることを要しない、という解釈を前提にしている。このことは、この文言だけでは必然的な解釈とはいえないが、本決定がこの要件の審査に関し、X の事業計画の合理性について司法審査を拒否していること（前掲注 25 参照）と併せ読めば、この解釈が妥当であると考えられる。

<sup>31</sup> もっとも、第 1 類型にも全く問題がないわけではない。というのは、敵対的買収者は、首尾よく買収に成功すれば自分で経営を行うが、もし競合する買収者（例えば、ホワイト・ナイト）が現れ、その者との買収合戦に敗れたときは、その者に株式を売却して投下資本を回収することを考えているはずである（本件の X も、結果的にはそのような形で買収から手を引いた。井上・加藤（2006）28-29 頁）。買収者がそのような意図を持っていたからといって、それだけで買収が濫用目的に分類されるとすれば、冒険的な経営者以外は無謀に敵対的買収を起こすことはほとんどできなくなる。したがって第 1 類型は、初めから会社を支配・経営する意図などなく、もっぱら買い占めた株式を高値肩代わりさせることを目的として、買収を行う者を意味すべきことになる。

ところで、グリーンメーラーであることを理由に対抗策を採ることに対しては、そもそも会社および株主は、高値肩代わりの要求に応じなければよいのであって（ことに会社は、そうした要求に応じてはならない。最判平成 18 年 4 月 10 日判例タイムズ 1214 号

問題は、第3類型と第4類型である。まず第3類型「会社経営を支配した後、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」であるが、これは従来、敵対的レバレッジド・バイアウト（LBO）を指すという解釈が一般に説かれてきた<sup>32</sup>。しかしながら、この類型は、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である<sup>33</sup>。典型的には、蛇の目ミシン工業事件（最判平成18年4月10日判例タイムズ1214号82頁）に現れたようなケースが該当するだろう。LBOにおいては、買収会社は対象会社の株式を全部取得し、対象会社と合併して、その資産・負債は同一法人に帰属することになるため、法律上は自己の債務を自己の資産で弁済することになるのであり、「流用」があるとは評価できないと解される<sup>34</sup>。

このような表現上の問題に加えて、第3類型をLBOと解することができない最大の理由は、この類型（他の類型も同様）に該当すると、本決定によれば、「濫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」（[v]）と評価されることになっていることである<sup>35</sup>。第3類型が、仮に敵対的LBOを意味しているとすれば、それに対してこのような評価を

---

82頁参照）要求があったからといって、大量の新株等の発行によりグリーンメーラーのみならず他の株主にも希釈化による損失のリスクを負わせる対抗措置がなぜ正当化できるのか、という疑問が生じる。この疑問に対する1つの回答は、高値肩代わりの要求自体は、応じない限りは会社・株主の損失にはならないが、もし応じないでいると、グリーンメーラーがさらに株式を買い集めて会社を実効支配し、第2類型あるいは（本文で後述する意味での）第3類型のような、明白に会社を害する行為にでる危険があるので、これに対処する必要があるのだ、ということである。ただ、もしそうだとすれば、グリーンメーラー的要求の存在は、対抗策を正当化する独立の要件というよりは、むしろ、買収者が会社を支配すれば会社を害する行為を行う可能性が高いことの徴表としての意味があるに過ぎないのかもしれない。以上の問題を筆者に気づかせてくれた、笠原武朗准教授に感謝する。

<sup>32</sup> 太田（2005）378頁、判例時報1899号57頁解説参照。LBOとは、買収者が買収のため特別目的会社（SPC）を設立し、SPCが対象会社の事業用資産やキャッシュフローを引当とした借入れによって買収資金の相当部分を調達して行う買収手法である。SPCは、対象会社の株式を全株主から取得した上で合併を行うことにより、対象事業のキャッシュフローからの弁済が可能になる。浅田（2006）99頁。

<sup>33</sup> 藤田友敬教授がこの解釈を最初に提唱した。藤田（2005b）5頁。

<sup>34</sup> 藤田（2005b）11頁注29。

<sup>35</sup> 第3類型に該当すれば本文のように評価される場合がある、と本決定が述べているわけではないことに留意。本決定の[v]の部分からは、4類型のいずれかに該当する場合には、当然に本文のように評価されると裁判所が述べているようにしか解釈できない。

直ちに与えることは到底できないことである。この点、80年代の米国で盛んに行われた敵対的LBOをどう評価するかについては、見解が分かっているけれども、それらが非効率に多角化した企業を部門ごとに分割し、それぞれの部門を、当該の部門に特化した別企業へと売却することにより、効率性を改善したという評価が、特にファイナンスの研究者の間では有力である<sup>36</sup>。

確かに、ことにM&Aブームが加熱した80年代後半に行われたLBO(敵対的なものに限らない)には、失敗例も多かったと評価されることはある。しかし、そう評価される理由は、買収者が、買収後に得られる将来キャッシュフローを過度に楽観的に予想し、過大な買収価額(overpricing)で買収を行った結果として、買収後の対象会社が負債過多となり、デフォルトに陥ったことによるものである<sup>37</sup>。LBOの対象会社の多くがその後にデフォルトに陥ったことが、LBOの社会的な失敗(社会的に非効率をもたらしたという結果)を意味するかどうかについては大いに議論がある<sup>38</sup>。ただ確実なことは、LBOの対象会社が後でデフォルトしたとしても、それによって対象会社の「他の[買収者以外の]株主の利益が損なわれることが明らか」([v])だとは全然いえないということである。倒産に終わったLBOで不利益を被るのは、対象会社の債権者・従業員、および買収者自身(より正確には買収者に投資・融資した者)であり、LBOによって株式の全部を買い上げられた株主ではない<sup>39</sup>。それどころか、LBOの失敗の原因がoverpricingであるならば、これらの株主は、客観的に相当な価格以上の高い価格で自己の持株を買い上げられたのであり、当然、得をしたということになる。

以上のように、LBOを行う買収者が、当然に「濫用的な目的で株式を取得する」とはいえないし、ましていわんや、「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」などということは絶対に不可能

---

<sup>36</sup> 80年代の米国の敵対的買収の評価については、田中(2006)285頁注90参照。

<sup>37</sup> Gilson and Black (1995 & Supp.2003) pp.433-53.

<sup>38</sup> そもそも、LBOの主要な利点として強調されていたのは、負債比率を高めて経営行動の規律を高める、ということであり(Jensen (1986) pp.323-329)。この観点からは、デフォルトの可能性が現実的に存在することは、LBOに利点を認めるためにはむしろ不可欠の要素である。問題は、債務のデフォルトに際して生じる様々なコスト(財務リストラに要する費用や、流動性不足の故に投資・取引機会を失うことの損失)が、LBO支持者の強調するエージェンシー・コストの削減の効果を相殺するほど大きいものだったのか、という点にある。対立する意見の紹介・検討として、Gilson and Black (1995 & Supp.2003) pp.433-53 参照。

<sup>39</sup> LBOでは、買収対象会社の株式を、公開買付けやそれに続く交付金株式交換によって全部取得した上で、SPCと対象会社を合併することで、SPCの借入を対象会社の資産やキャッシュフローにより弁済する仕組みをとる(前掲注32参照)。もしも対象会社の少数株主を残存させたまま、SPCの借入金を対象会社が弁済すれば、それこそ「横領」になってしまう、通常のLBOでそのようなことが行われることはない。

である。もしも裁判所が、LBO を意味するものとして第 3 類型を挙げたとすれば、それは裁判所が LBO について誤解しているためと評価せざるをえない。

これに対して、第 3 類型が、ただ単に、買収者が横領・背任的に、対象会社の資産を自己の債務の弁済に流用する場合を意味するとすれば、本決定におかしいところは何もなくなる。そのような目的での買収が、「濫用的な目的」であることは疑いないし、「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」という評価も正しい。決定文に 2 つの可能な解釈があり、一方の解釈では裁判所が明白に誤ったと評価せざるをえなくなり、他方の解釈では裁判所は完全に正しいことを述べていると評価できるなら、合理的な解釈としては、当然、後者をとるべきであろう。こうして、第 3 類型は LBO ではなく、横領・背任的な資産の流用を意味すると解すべきことになる。そして、そのように理解された第 3 類型が、本稿にいう「所得移転ケース」の典型に当たることは、異論がないであろう。

本決定の挙げる類型の中で、唯一、解釈に多少の困難を生じるのは、第 4 類型「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価売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合」である。この類型の問題点は、これが一見してよいことをしているように見えることである。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<sup>40</sup>。実際、わが国の会社が自己株式の取得（株主へのキャッシュの分配という点では配当と同一の機能を持つ）を決議すると株価が有意に上がる（それも一時的ではなく持続的である）という実証研究があるが、これは、フリー・キャッシュフローの還元策を市場が評価したためであると解釈されているのである<sup>41</sup>。

第 3 類型を LBO でなく横領・背任的な資産の流用と解した藤田友敬教授は、第 4 類型については、「会社経営を一時的に支配して」という文言に着目し、

---

<sup>40</sup> 多額のフリー・キャッシュフローを抱えると経営者は非効率な投資に走りがちとなることから、これを株主に還元することが、エージェンシー・コストの削減に役立つという見方は、Jensen (1986) により提唱された (Jensen (1986) pp.323-329)。

<sup>41</sup> 柳川 (2006) 211-238 頁 (第 7 章)、特に 216 頁。また、同 214 頁は、売上高成長率が低い企業ほど、自己株式取得の決定に対して強い株価上昇効果が見られるという実証研究 (牧田修治「自社株買いの株価反応」日本ファイナンス学会第 10 会大会報告論文 (2002) (原論文未見)) を紹介している。売上高成長率が低い事業は成熟産業であり投資機会が少ないと解釈できるとすれば、そうした会社による分配はフリー・キャッシュフローの還元と解釈され、株式市場はそれを評価していると見ることができる。

「やはりかなり特殊なケースを想定していると思われる」と指摘する<sup>42</sup>。しかし、フリー・キャッシュフローの還元が望ましいことであれば、「会社経営を一時的に支配して」それを行ったからといって、直ちに「濫用目的」と評価することはできないように思われる。

以上のように、他の類型と違って、第4類型は理解がやや難しいが、しかし筆者は、この類型についても、合理的な解釈は可能であると考えている。ここで注目すべきは、「当面」「一時的」「売り抜け」といった文言である。まず、「(会社の事業に)当面(関係していない)」という言い方は、当該資産は今では事業に無関係のように見えるが、将来は事業の役に立つ(有価証券のような非事業用資産の場合は、会社の将来の事業上の投資のための資金源として有益である)、というニュアンスが感じられる。次に「一時的(高配当)」であるが、これは言うまでもなく、高配当はその場限りのもので、以後、配当は減少する、もしかすると高配当の前よりも減少する、というニュアンスがある。最後に「売り抜け」であるが、筆者はこの言葉は、単に高株価で売ることだけでなく、高株価は一時的であり将来は下がる運命にあるところ、そのことに他の投資家・株主が気づかないでいる(あるいは、気づいているのだがあえて買い、下がる前に売るつもりでいる)うちに売り逃げてしまう、というニュアンスを持っているように思われる。

以上の解釈が正しいとすると、第4類型は、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、次のような、ごく限られた場合を意味することになる。すなわち、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、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、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、株価が下落する前に買収者は売り抜けをする、以上～のような行為を行う目的で、敵対的買収を行う。

第4類型を以上のように解すれば、これもまた、所得移転ケース、つまり対象会社またはその少数派株主の犠牲の下に、買収者が利益を得る目的で買収を行うケースに当てはまる。逆に、もしも第4類型がそのような行為でなく、遊休資産を処分し配当を増加させるという行為一般を指すものだとすれば、それを「濫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」と評価することは到底できないことである。これもまた、決定文

---

<sup>42</sup> 藤田(2005b)5頁。

には 2 つの可能な解釈があって、一方を採用すれば裁判所が明らかに誤っていると評価せざるをえず、他方を採用すれば正しいことを述べていると評価できる、という場合である。決定文の合理的な解釈としては、当然、裁判所が正しいことを述べていると評価できる方をとるべきだと考える。

第 4 類型についての筆者の解釈は以上のとおりであるが、将来起こりうる紛争のことを考えると、さらに立証責任の点についても述べておいた方がよいかもしれない。つまり、今後、敵対的買収に際して、支配権の維持・確保目的での新株等の発行がなされる場合、この第 4 類型を援用して、「発行会社は、敵対的買収者が資産を処分し高配当を狙っていることを疎明・立証すれば、『特段の事情』の存在が一応推定され、これに対して買収者の側が、自己の計画がフリー・キャッシュフローの還元策として合理性を持つことを疎明・立証すべきことになる」といった主張がなされる可能性がある。しかしそれは、本決定の合理的な解釈ではない。まず第 1 に、既述のように、第 4 類型を合理的に解釈するには、そこにいう「当面」「一時的」「売り抜け」という言葉には特殊な意味合いが込められていると解さなくてはならず、ただ資産を売却し配当するという買収者の目的を示しただけでは、第 4 類型に当たることの立証に成功したことにはならない。第 2 に、より重要なことは、4 類型(第 4 類型に限らない)は本決定のポリシーを知る上で意義があるけれども、所詮は例示に過ぎず、本決定が「特段の事情」として会社に疎明・立証を要求する事実、あくまで「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」があることである。フリー・キャッシュフローの還元策が社会的に効率的で、株価にもプラスの影響をもたらすとする考え方が、既述のように理論面および実証面で一定の支持を得ていることに照らすと<sup>43</sup>、買収者に資産を売却し配当を増やす計画があることが疎明されただけでは、上記の意味での「特段の事情」の立証に成功したとはいえないし、それが一応推定されるということもできない。したがって、本稿の解釈による第 4 類型の内容、すなわち、買収者の行為が前記の ~ に該当することを疎明・立証する責任は、支配権維持・確保目的の新株等の発行を行おうとする、会社の側にあると解すべきであろう。

## 6．裁判所が事業経営上の評価をする場合

本章では、本決定の背景にある法律問題と、本決定自体の内容と意義について検討した。そこでは、敵対的買収とそれに対する防衛策についての筆者自身

---

<sup>43</sup> 前掲注 40、41 とそれに対応する本文参照。

の見解は可能な限り排して、客観的な視点から判旨を読み直し、その合理的な解釈を試みたつもりである。とりわけ本章では、本決定が「支配権維持・確保目的」の新株等の発行を許容する余地（「特段の事情」）を認めておきながら、本件で Y が主張した事情をすべて「主張自体失当」として斥けていることに注目し、これがいかなるポリシーに立っているかを重点的に検討した。そして、本件において仮に、X の買収が Y の企業価値を毀損するとの Y の主張が正しいとすると、それにもかかわらず X が買収を行っている理由としては、所得移転ケースと経営判断の過誤ケースが考えられるところ、裁判所は基本的に、事態が所得移転ケースに当たるかどうかは判断するが、経営判断の過誤ケースに当たるかどうかは判断しない、というのが、本決定の基本的な立場ではないか、という理解を示した。4 類型は、これを合理的に解すれば、みな所得移転ケースの例示であると評価できるというのが、本稿の主張である。

このように解された本決定の立場は、「事業経営上の評価は株主や株式市場の判断に委ねるべきであり、取締役が株主の判断を妨げることは認めるべきではないが、ただ、買収者が対象会社またはその株主の犠牲の下に利益を得るような濫用的な買収については、対抗策（支配権維持・確保目的での新株等の発行）を許容する」という考え方に基づくものと思われる。これは、賛否は分かれるにしろ（次章以下で検討する）、筋が通った 1 つの立場と評価できそうである。

もっとも本決定が、裁判所は事業経営上の判断を全くしない、という立場をとっているかといえ、そうとは言い切れないと思われる。本決定の考え方に完全に賛成するとしても、少なくとも以下に述べる限度では、裁判所はなお事業経営上の判断をする必要があると考えられるからである。

その 1 つは、第 4 類型への該当性が争われる場合である。第 4 類型は、現実には企業価値を低めるような資産の処分と分配を行いながら、それがフリー・キャッシュフローの還元であるという株式市場の誤認につけ込み高値で売り抜ける、という行為を意味するものと解される。これは客観的には、所得移転ケース（会社や他の株主の犠牲の下に買収者が利益を得るケース）に当たるように見える。しかし、事態がこのようなものであると判断するためには、裁判所は、買収者のキャッシュフロー還元策が合理性を欠くものかどうか（しかも、株式市場が合理性について誤信しているかどうか）という、事業経営上の判断（それもかなり高度と思われるそれ）をしなくてはならないと思われる。

さらに、より一般的にいて、裁判所は事業経営上の判断を行う場面があると考えられる。すなわち、本決定の立場では、買収者が所得移転の目的で買収を行ったときは、支配権維持・確保目的での新株等の発行も許容されうることになる。しかし当然ながら、そうした濫用的な目的を公にしつつ買収を企てる

者はいないのであって、対象会社としては、諸般の事情を挙げて、買収者が濫用目的で買収をしようとしていることを疎明しようとするだろう。その際、「諸般の事情」としては、例えば買収者の過去の行状などを疎明することが考えられるが、それとともに、「買収者が買収後にどういう経営をしようとしているか、全く明らかにしないこと」、さらには、「買収者の事業計画に全く合理性がなく、まともに経営をしようとしているとは考えられないこと」も、諸般の事情として主張する可能性は高いと思われる。

そのとき、裁判所はどういう判断をするだろうか。本決定は、「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」があるとき、「特段の事情」の存在を認めている。既に論じたとおり、この要件は、買収者に主観的に真摯に合理的な経営を目指す意図があれば、その経営判断の合理性は問わないという形で、裁判所による事業経営上の判断を回避する（その判断は株主に委ねる）ように働くものと解される<sup>44</sup>。しかし、買収者の事業計画があまりにずさんであるため、買収者が真摯に合理的な経営を目指す意思があるかどうかも疑われるという状況が起きる可能性は否定できない。したがって、少なくともその限度では、裁判所は事業経営上の判断を行う余地があるものと解される。

とはいえ、本決定に関して上記の可能性をあまり強調することは、本決定の読み方としてバランスを欠くだろう。裁判所が事業経営上の判断をするといっても、それはあくまで、買収者の真摯に合理的な経営を目指すという意図までも疑わせるようなものに限って評価する、ということに過ぎない。そして何より、本件においては、Yが主張するXの事業計画の問題とか、あるいはXの買収により生じるその他数々の弊害は、裁判所にとっては、Xの「真摯に合理的な経営を目指す」意図を疑わせるには全く十分ではなかったのである<sup>45</sup>。事業経営上の当否を問題にして、取締役が「支配権維持・確保の目的」での新株等の発行をすることは、仮に許容されるとしてもそれはごく例外的な場合であるというのが、本決定のメッセージであると思われる。

## ．買収手法の強圧性と本件の防衛策の適法性

### 1．はじめに

---

<sup>44</sup> 前掲注 30 とそれに対応する本文参照。

<sup>45</sup> 本決定が、それらの事情をすべて主張自体失当とした上、念のために行った判断の中でもXの事業計画の合理性は審査していないことにつき、前掲注 25 と対応する本文参照。

前章では、本決定をできるだけ客観的な視点から理解することを試み、そして本決定が、「支配権維持・確保目的」を、 . 4 . で述べたような意味に解した上で、その目的による新株等の発行は、極めて例外的な場合 基本的には、買収が「所得移転ケース」に当たる場合 を除いて認められないとした点に、その主要な意義があると理解した。本章と次章では、本決定のこのような理解を前提にして、その評価を試みることにする。

本章の基本的な筋立ては次の通りである。まず、本決定が採用している、「支配権争いの局面において誰に会社を支配させるかは、株主や株式市場の評価や判断に任せるべきである」という立場は、本件で X がとった買収手法 それ は、本稿で以下に定義するところの「強圧性」を持っていた に鑑みると、必ずしも問題なしとはいえないと思われる( 2. )。しかし、買収手法の強圧性は、公開買付規制を整備するか、そうでなくても、特に強圧性の問題に対処することに目的・方法を限定した防衛策によって、対処可能である。本件で Y が行ったように、支配権維持・確保目的での新株等の発行を取締役に認める必要はない( 3. )。したがって、本決定が買収手法の強圧性に関して必ずしも十分に考慮していないのではないかという問題は、本決定の結論の当否には影響を及ぼさない( 4. )。本章では、以上の主張を敷衍して説明する。本決定の結論の当否にとってより肝心な問題、すなわち、取締役は、支配権維持・確保目的での新株等の発行を、本決定が認める以上に広く許容されるべきであろうかという論点については、 . で検討する。

## 2. 「株主」の判断は「株式市場」に表れるか 買収手法の強圧性に関して

### (1) 本決定の立場

本決定は、支配権争いが生じている場面で、取締役が支配権の維持・確保の目的で新株等の発行を行うことは、「特段の事情」がない限りは許されないという立場を示した。本決定がこうした解釈をとる実質的な理由は、[ii]に示されているといえよう。つまり、支配権争いの局面において、誰に会社を運営させることが会社の利益に沿うかという判断は、「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」、それは裁判所によくなしうるところではない。また、「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」。そこでそうした判断は、「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」だということである。

## (2) 買収手法の強圧性の問題

で詳しく論じるとおり、筆者は、「支配権争いの帰趨は株主が決すべきである」という立場に、基本的に賛成している。ただ、本章で筆者が論じたいのは、どういう場合に「株主が支配権争いの帰趨を決した」といえるかは、本決定が(おそらくは)考えているほど単純な問題ではないということである。本決定は、[ii]において「株主や株式市場の…判断や評価」と述べて、「株主」と「株式市場」を並置している。この並置は、誰に会社の支配を委ねるべきかについての「株主」の判断は「株式市場」に表れる、という裁判所の認識を示しているように思われる。つまり本件に即していえば、Xが市場における株式の買占めによってYの多数派株式を掌握すれば、それは、XがYを支配すべきであるというYの株主(の多数派)の「判断」が下されたと評価してよい、というのが、裁判所の考え方だと解される。

しかし、ことはそう簡単には運ばないと思われる。一般に、株主が買収に際して、株式を「売る」ことを選択することは、買収者が会社を支配した方が株主価値<sup>46</sup>が高まるという株主の判断とは、必ずしも一致しないからである<sup>47</sup>。

これは具体的な事例に即してみると明らかになる。本件では、Aによる5,950円での公開買付けのかかった株式を、Xが5,950円を上回る価格で買占めを行っている。なお、Aは公開買付けの成功後には、同額で交付金株式交換を行う旨表明している。Yの取締役会は、XがYを支配すると、Aが支配するよりも株主価値は下がると主張している。株主価値が下がる理由としては、5.で論じたとおり、所得移転ケースと経営判断の過誤ケースが考えられるが、本章の問題との関係では、そのいずれであってもよい。

さて今、Yの株主の中に、Yの取締役会の主張を信頼し、Xによる買収によってYの株主価値は5,950円よりもはるかに下がると考えている者がいるとする。この株主は、どのような行動をとるであろうか。

筆者は、このような株主は、公開買付けには応じず、自分の持株を市場でXに「売る」という行動にでる可能性が高いと思う。というのは、当該株主が株式を手放す場合、市場でXに株式を売れば、5,950円を上回る株価で売れるのに、Aの公開買付けに応募しても5,950円にしかならない。また、株式を所持し続ける場合、仮にAが支配権取得に成功すれば(Aは買収成功後には同額で交付金株式交換を行う旨を表明しているため)1株5,950円が得られるが、Xが支配権

<sup>46</sup> 本稿では、企業価値のうち株主に帰属する部分を株主価値という。一般に、企業価値と株主価値は必ずしも一致しないが、本章の議論を進める上では、企業価値と株主価値をおおざっぱに同視しても差し支えない。なお、企業価値と株主価値のより詳しい定義や、双方が一致しないケースは後述 5. で扱う。

<sup>47</sup> 本件においてこの問題を指摘したものとして、江頭(2005a)464頁、江頭(2005c)314頁。

取得に成功すれば、Y 取締役会の主張が正しいとすると、保有株式の価値は 1 株 5,950 円よりも下がってしまう。以上のことから、この株主にとっては、市場で株式を X に売るのが 1 番合理的である。しかしこのことは、Y の取締役会の主張を信じる株主が多ければ多いほど、市場で株式が売られ、X の買収にとって有利に働くということの意味している<sup>48</sup>。

以上の状況と似た問題は、以前から、買収の「強圧性 (coerciveness)」の問題として、相当数の紹介がある<sup>49</sup>。筆者が強調したいのは、この種の強圧性は、例えば二段階公開買付け (第一段階で公開買付けを実現した後、買付価格よりも低い価格で交付金組織再編をすること) のような特殊な買収手法の下でのみ、存在するものではないということである。買収の試みに対して、株主が株式を買収者に「売る」か「売らない」かするという選択肢以外に、買収への賛否を表明する手段がなく、そして「売らない」という選択をした場合に、「売る」という選択をした場合よりも不利に取り扱われる可能性がある限り、強圧性は存在するのである<sup>50</sup>。

もっとも、以上の問題はあくまでも理論上の可能性にすぎない。本件において、Y の株主は、X の買収により Y の株主価値が下落すると信じていたが、買収手法の強圧性によって不本意にも株式を売らされたのかどうかは、全くもって明らかではない。実際のところ、事実はその反対のようにも見える。X による買収の試みから本件を経て、和解が成立するまでの期間における Y の株価を調べると、概ね、X による買収が成功しそうになると上昇し、逆に Y の防衛策

---

<sup>48</sup> 本文で述べたような市場買付けの強圧性は、実際には大した問題ではないという指摘が米国にはある。それによると、こうした市場買付けに際しては、一般株主から株式を買い集め、後で買収者に売って利鞘を稼ごうとする鞘取り業者 (arbitrator) が現れるため、一般株主は鞘取り業者に売ることによって、強圧性のある中で買収に応じるか否かの判断を迫られるといった問題から解放されるという (この議論の紹介として、飯田 (2006) 1006 頁)。しかしこうした議論に対しては、日本にも米国と同様の鞘取り業者の存在を前提にしているかという疑問 (飯田・同上) に加え、もしも買収に強圧性があるとすれば、市場で株式を取得する鞘取り業者も同様の強圧性の問題に直面するはずであり、鞘取り業者の存在によって強圧性が解消されるわけではないのではないか、という疑問がある。

<sup>49</sup> 代表的な文献として、Bebchuk (1985)。邦語文献による紹介・検討としては、川浜 (1986b) 383-395 頁、飯田 (2006) 945-950、1003-1013 頁、田中 (2006) 251-255 頁参照。もっとも、それらの文献で論じられている状況は、本件とは少し異なっている。つまり、そこでは、A に当たる人物は登場せず、Y の株主の多数派が、X による買収に応じれば買収は成功し、応じなければ Y は独立を維持する。そして、独立を維持した方が、買収されるよりも総体的な株主価値は高まるとする。この場合に、個々の株主は、仮に自分が買収に応じないうちに、他の株主が応じて買収が成功し、買収成功後に少数派株主として自己の株式の価値が下落することを恐れ、買収に応じるように動機づけられることになる。これが、強圧性の最もシンプルなシナリオである。

<sup>50</sup> 田中 (2006) 252-253 頁。

が奏功しそうになると下落した模様である<sup>51</sup>。このことは、Xの買収手法のいかに関わらず、「株主や株式市場」は、Xの買収によって実際にYの株主価値は上がると信じていたことを窺わせる<sup>52</sup>。

また、Yの取締役会は、本件ではYはAに支配される方がXに支配されるよりも企業価値が高まると主張して、本件新株予約権の発行を決議したのであって、別にXの買収手法が強圧的でYの株主が適切な判断を下せないことを理由に防衛策を行使したわけではない<sup>53</sup>。それゆえ筆者は、裁判所が以上の問題について論じなかったことについて、本決定を批判するつもりはない。

ただ本決定が、何らの留保も付すことなく、支配権争いにおいて誰に会社を経営させるのが会社の利益にかなうかは「株主や株式市場」の評価や判断に任せざるを得ないと判示したことに対しては、買収手法によっては、その是非を決する「株式市場」の機能が十全に発揮できない場合があるということについて指摘しておくことは、やはり有益であると思われる。それは、本件の結論に

---

<sup>51</sup> 井上・加藤（2006）29-32頁。

<sup>52</sup> 強圧性とは、買収手法によっては株主の判断に「売る」方向へのバイアスがかかるという問題を指しており、それ以上でもそれ以下でもない。買収手法が強圧的であっても、企業価値を高める買収は当然考えられるし、逆に買収手法が強圧的でなくても、企業価値を下げる買収は考えられる。わが国で普通に行われている公開買付けも、「売らない」という選択をした株主が「売る」という選択をした株主より不利になる可能性がある限り、その買収手法は強圧的になる（田中（2006）252-253頁参照）。つまり、強圧的な買収は、いうなれば至るところにある。「強圧的」という日本語は、何か非常に悪いものを指しているように思われ、滅多に起きることではないとか、逆にもしそれが起きるなら、いかなる手段を尽くしてでもこれを禁圧しなくてはならないものだといった印象を持たれる可能性があるが、別にそのようなことはない。「強圧的」とは、英語の *coercive* を訳したにすぎないが、もしそういう印象を持たれているとすれば、この訳語は適切ではないのかもしれない。飯田（2006）で用いられている、「売却圧力」という用語の方が、より穏当かもしれない。

<sup>53</sup> 確かに、YはXのToSTNeT-1取引による株式取得の違法性を主張しているが、それは、違法な方法で株式取得を行うXは、Yの企業価値を毀損させる危険が大きいという文脈で主張されているのであり、買収手法がYの株主に適切な判断をする機会を与えない、という文脈で主張したのではない。一般には、株主が買収の可否を適切に判断できない可能性があるという点において、立会取引はToSTNeT-1取引と比べて特に優るわけではない（いずれも、理論上「強圧性」を免れない）。ToSTNeT-1取引に固有の問題があるとすれば、それは一部の株主に対し、他の株主は与えないプレミアムの支払いが可能となりうるという点であるが、一部株主に対するプレミアムの支払いを禁じるべきかどうかは、効率性と公平性の双方の見地からも見解が分かれ、にわかに結論がでる問題ではない（この問題に関しては、Bebchuk（1994））。また、そもそも本件では、ToSTNeT-1取引で株式を売った株主は、その後に市場で株式を売った株主と比べ、特に高いプレミアムを得ていたわけではなかった（田中（2005a）434頁。黒沼（2005）417頁も参照）。本件におけるXの買収手法に問題がありうることは、本文で述べたとおりであるが、ToSTNeT-1取引が含まれていたことによって格別の問題が生じたかどうかは、筆者には判断できない。

は直接の影響を及ぼさないとしても、今後の立法や判例による法形成に一定の示唆を与える可能性があると考えからである。

### 3. 買収手法の強圧性に対する対処の仕方

#### (1) はじめに

前節で述べたことはしかし、本決定の結論（新株予約権の発行差止め）の妥当性には影響を及ぼさないと考える。X（ライブドア）による買収手法に仮に問題があったとしても、そのことは、本件で Y（ニッポン放送）がとったような対応策、すなわち、支配権争いに際して誰が会社を支配すべきかを判断する機会を株主から奪い、現経営陣が望ましいと信じる第三者に支配権を取得させることを正当化することはない。むしろ、株主が自己の株式を売る方向への圧力がかからないように、その判断が適切に行えるような方策を考えるべきなのである。

#### (2) 公開買付法制の整備

2. で詳述したように、株主が買収に際して売却を選択するように圧力がかかるのは、株主が、買収自体の賛否の判断と、買収に際して自己の株式を売るかどうかの判断を、独立に行えないことに起因している。この結果として、株主は、買収が株式の価値を低めると考えるために、たとえ買収自体には反対であっても、自分が株式を売らないでいるうちに買収が成功すると損をするため、売却をするように動機づけられるのである。このような結果を避けるためには、支配権取得に関する法規制（公開買付規制）を整備すればよい。この選択肢はいくつかありえるが、ここでは、理論上もっとも簡明な、Bebchuk（1985）が提案するルールを紹介しておく<sup>54</sup>。

第1に、支配権を取得するに足るだけの株式の取得は、公開買付けによらなければならないものとする。市場外の買付けはもちろん、市場での買付けも、前述したような強圧性を持ちうるため、支配権取得の手法としては禁止することにする。もっとも公開買付けも、応募しない株主が応募した株主に比べ、公開買付け成功時に不利な立場に立つ可能性がある限り、強圧性は存在しうることになる<sup>55</sup>。そこで第2に、支配権を取得するに足る株式の公開買付けにおいて

<sup>54</sup> Bebchuk (1985) pp.1747-1750. 日本法にこの提案をとりいれることを提唱するものとして、飯田（2006）1009-1013 頁参照。

<sup>55</sup> 直感的には、個々の株主が「早い者勝ち」で株式を売却することになる市場買付けよりも、買付期間内に応募すれば他の応募株主と平等な条件で買い取られる公開買付けの方が、株主は売却圧力に晒されにくく、対象会社の株主が集団で共同歩調をとって買収者

は、株主は応募に際して、公開買付け自体に対する賛否を表明できるようにする。つまり例えば、「応募はするが公開買付けには反対」「応募はするし、公開買付けにも賛成」という意思表示をできるようにするということである。そして、公開買付けに対する賛成が、総議決権の過半数を超えないときは、たとえ公開買付けの応募数が買付予定株式数を上回るときでも、その公開買付けは失敗し、買付者は応募株式を買い付けることができないものとする。

このようなルールにすることで、対象会社の株主は、強圧性の問題に直面することなく、公開買付けに応じるべきか否かを判断できる。つまり具体的にいえば、買収が成功すれば株主価値は下がると信じているが、他の株主の応募によって買収が成功してしまうかもしれないと懸念する株主は、「公開買付け自体には反対」の意思表示をしつつ、応募を行えばよい。

既に何人かの論者が指摘しているのと同様<sup>56</sup>、筆者も、強圧性に対する対処は、上記のように公開買付規制を整備することによって行うのが本来であり<sup>57</sup>、「強圧性に対処するために防衛策の行使を認めるべきだ」という議論（次項で検討する）は、もともと筋のよい主張とはいえないと思う。というのも、買収手法が強圧的になる可能性は、何も敵対的な買収に限られないからである<sup>58</sup>。現経営陣の賛成する買収（友好的買収）、さらには現経営陣自身が買収者となる買収（MBO）においても、強圧的な買収は起こりうるし、現に強圧性を有しているのではないかと評価された買収は過去にも起きているのである<sup>59</sup>。現経営陣が支持した（あるいは現経営陣自身が行う）買収については強圧的なものを自由に認めつつ、逆に現経営陣が支持しない買収については、それが強圧的であることを理由にして防衛策の行使を容認する、というのでは、公正かつ効率的な買

---

に「売らない」という選択することもより容易にできそうである。ただ、公開買付けに際して、株主がうまく協調して、株主価値を下げるような買収を阻止することができるかどうかは、なお疑問の余地がある。この点につき、飯田（2006）947-949 頁参照。

<sup>56</sup> 川浜（1986b）384 頁、藤縄（2006）36 頁注 7、飯田（2006）1012 頁。

<sup>57</sup> また、とりわけ買収後の所得移転の恐れが強圧性の原因になっている場合については、支配株主の義務と責任・少数派株主保護のルールを整備が検討課題である（大杉（2007）7-8 頁）

<sup>58</sup> この点で、飯田（2006）が、強圧性の問題を「防衛策を正当化する事由」として捉える拙稿の分析（田中（2006）251-260 頁）を批判しているのは、正当である（飯田（2006）1012 頁）。ただ、いささか弁明するなら、当該分析における筆者の主たる目的は、防衛策を積極的に擁護することにはなく、むしろ、強圧性を根拠に正当化できる防衛策の内容は限定されていること（端的にいうと、第三者割当増資は正当化できないこと）を示そうとする点にあった（田中（2006）258-260 頁）。

<sup>59</sup> 最近の事例に限っても、阪神電鉄に対する阪急ホールディングスの買収、カネボウの上場廃止後に支配株主が主導した公開買付け、レックスの MBO 目的での公開買付けは、強圧性の疑いが残るものであった。

収法制とはいえないと思われる<sup>60</sup>。

### (3) 代替的手法としての防衛策とその内容

とはいえ、現在の公開買付法制が、強圧的な買収手法に対して必ずしも十分な対処を行っていない以上、各社の判断により、株主による適切な（強圧性を被らない）判断を確保するために防衛策を採用することを認めることも、あながち否定すべきものではない、という意見もありえよう。しかし重要なことは、仮にそうした意見を支持するとしても、本件新株予約権の発行が正当化されるわけではないということである。というのは、買収手法の強圧性を除去し、Yの株主が買収の是非について適切に判断することを可能にするという目的であれば、Yがとったのとは別の防衛策をとるべきだからである。

例えば、米国で開発され、わが国でも相当数の会社が採用するに至っている、いわゆるライツ・プランは、しかるべき形で運用される限り、株主が適切な（とりわけ強圧性のかからない）状況下で、買収の是非を判断することを可能にする機能を持っている<sup>61</sup>。すなわち、ライツ・プランは、買収者が予め定められた閾値以上の株式（総議決権の15%あるいは20%）を取得すると「発動」し、それにより買収者以外の株主が、無償または市場価格をはるかに下回る価格の支払いにより、新株を取得することができるとするものである。そして買収者は、持株比率の低下、場合によっては経済的損失をも被ることになり<sup>62</sup>、買収は困難

<sup>60</sup> なお、公開買付規制が強行法規であり、会社の実情や株主の意思に関係なく一律に適用される点にデメリットを見出す見解もあるかもしれない。しかし、仮にそれが問題だとすれば、本文のような公開買付けに対する追加的な規制は、会社が定款でその適用を選択した場合のみ適用されるとするか（オプト・イン方式）または定款で適用を排除することを選択できる（オプト・アウト方式）ようにすればよい。公開買付規制は、会社の支配権取得のあり方に関するルールであり、他の会社法の諸ルールと全く同様に、定款自治の可否およびその程度を問題にできる。確かに定款自治は、いくつかの理由から有効に機能しない可能性も考えられるけれども（田中（2006）300-304頁参照）強圧性への対処を専ら取締役会による防衛策に任せて、敵対者の買収は強圧性を理由に抑制するが取締役自身が行う買収では強圧性をかけ放題、といった法制を採用するよりは、明らかにましであろう。

<sup>61</sup> 米国発祥のライツ・プランは、日本の会社法制に適合するように変容を受け、現在はいくつかのヴァリエーション（信託型ライツ・プラン、事前警告型ライツ・プランおよび停止条件付決議による新株予約権の無償割当て）を有するに至っている。詳細については、岩倉・中島（2006）253-255頁参照。

<sup>62</sup> 日本のライツ・プランでは、買収者は自己に割り当てられた新株予約権を行使することはできないが、取締役会の承認を得て譲渡することは可能である（これは1つには、課税上の取扱いに配慮した結果である。関根（2005）23-25頁参照）。もしも取締役会の承認を得て、時価で新株予約権の譲渡ができれば、買収者の持株比率は低下するものの、経済的損失を被ることはない。ただ、買収者が、現職取締役会を支持する者以外の者に新株予約権を譲渡しようとする場合、取締役会は承認しない可能性が高く、もし譲渡が

になるわけである。ただし、ライツ・プランは対象会社の取締役会の判断で、「消却」することが可能である<sup>63</sup>。このことは、対象会社の取締役会が、ライツ・プランの存在を武器として、買収手法を巡って買収者と交渉できることを意味する。

例えば、買収者が強圧性を持つような買収手法をとる場合、ライツ・プランによってこれをいったん止めさせ、より強圧性を持たないような別の買収手法をとるように買収者と交渉することができる。もっとも簡明なのは、いわゆる100パーセント買収の方法、すなわち、買収者が全株式を対象にして公開買付けをかけ、それにより支配権の取得に成功したら（支配権の取得に必要なだけの応募がないときは1株も買い付けない）、公開買付けと同額の対価で組織再編を行い、対象会社を合併あるいは完全子会社化する方法である。この方法では、対象会社株主は、公開買付けに応じずに少数派株主になると不利に扱われるのではないかといったことは心配することなく、買収の是非を判断することが可能である。

もっとも本件では、XはYの過半数株式の取得を目指しており、全株式の取得を目的としているわけではない。しかし、このような部分買収についても、次に述べるような方法によれば、強圧性のかからない買収にすることが可能である<sup>64</sup>。

買収手法としては、市場における買占めでなく、公開買付けを選択する。

買付予定株券等の数を、対象会社の発行済株式総数の51%とする。それ以上の応募があっても、買付予定数を超えて買い付けることはないものとする。またその逆に、買付期間中になされた応募数が買付予定数に満たないときは、応募株券等の全部を買い付けないこととする（証取法27条の13第4項1号）。

買付期間中に買付予定数以上の応募があったときは、公開買付期間を一定期間（例えば10日）延長する（公開買付開始公告において、事前にこのようなことをすることを予告しておく<sup>65</sup>）。そして、当初の買付期間と延長期間の

---

承認されない間に新株予約権の行使期限が到来すれば、買収者は自己の持分の経済的価値の低下による損失を被ることになる。

<sup>63</sup> 日本法の場合、「消却」の法律上の性格は、ライツ・プランのヴァリエーションにより異なる。信託型ライツ・プランの場合には、新株予約権は既に発行されているので、「消却」の内容は、発行会社が取得条項に基づいて新株予約権を取得することである。事前警告型ライツ・プランの場合は、新株予約権はまだ発行されていないので、「消却」の意味は、単に取締役会が防衛策を発動しない旨を決めることである。停止条件付新株予約権の無償割当ての場合は、取締役会が、無償割当て決議を撤回することである。本稿では、法律上の性格を問わず、これらの行為をすべて「消却」という。

<sup>64</sup> この方法については、飯田（2006）1008-1009頁、M&A法制度研究会（2006）45-46頁で検討されている。

<sup>65</sup> このような予告をしない限り、強圧性は解消できない。M&A法制度研究会（2006）45

応募分について、平等の条件で（案分比例の方法で）買い付けることにより（証取法 27 条の 13 第 4 項 2 号）、対象会社の発行済株式総数の 51%を取得する。

この方法では、株主が当初設定された買付期間中に応募をしなかった場合でも、延長期間に応募をすることによって、当初の買付期間中に応募をした者と同等の条件（案分比例）で株式を買い取られるため、自分が公開買付けに応募しないている間に公開買付けが成立し、少数派株主として不利な立場に立たされるのではないかという気遣いをする必要はない。そのため、株主は買収会社による支配権取得に賛成する場合のみ、当初設定された買付期間中に応募をすることとなろう。

もっとも本件の時点では、ライツ・プランがいかなる法的構成をとれば実現可能かが明らかでなく、Y にプランを採用する現実的な選択肢があったかは疑わしい。しかし、本件で Y がとった防衛策（A に対する新株予約権の発行）も、工夫によってライツ・プランと同等の機能を果たすように設計する道はあった。例えば、Y は新株予約権の発行を決議するけれども、それが効力を発するため条件として、X がさらに市場で株式の買い増しを続けること（その結果、X の持株比率が、例えば現在の 35% から、36% まで上昇すること）を停止条件にするという方法がありうる<sup>66</sup>。これにより、Y は新株予約権の発行を「脅し」として、X との間でより強圧的でない（既述のような）買収手法に改めるように交渉することもできたはずである。

#### 4．買収手法の強圧性は本件の防衛策を正当化しないこと

本件で Y の取締役会がとった防衛策（A に対する大量の新株予約権の発行）は、3．（3）で説明した防衛策とは本質的に異なる。それは、会社の経営支配権に争いのある場面において、Y の株主が、誰に会社の経営を委ねるべきかの判断を適切に（とりわけ、強圧性の問題に直面しない形で）行えるようにするためのものではなかった。本件新株予約権の発行の決定過程において、Y が X との間で、買収条件とりわけ買収手法の選択を巡って交渉した形跡はない。むしろ Y の取締役会は、A が Y を支配した方が、X が支配するよりも企業価値が高まるという取締役会自身の信念の下に、Y に支配権を取得させるほど大量の新株予約権の発行を行った。つまり Y の防衛策は、Y の株主に適切な判断を行

---

頁注 43。

<sup>66</sup> Coffee (2005) p.404 [邦訳・コフィー (2005) 395 頁] は、本件新株予約権発行はデラウェア州法の下では違法となるとしつつ、本文のような新株予約権発行決議であれば適法とされる可能性を示唆している。詳細は、本稿の付論を参照。

わせるためのものではなく、むしろ株主に代わって取締役会自身が支配権争いの帰趨を決しようとするものであった。このような防衛策が、買収手法の強圧性とその是正という観点から正当化できないのは、明確と思われる。

もっとも以上の議論に対しては、次のような異論が提起されるかもしれない。すなわち、本件の当時は、ライツ・プランのような事前の防衛策は一般に知られておらず、例えば20%なり15%といった閾値を定め、それ以上の株式取得をストップさせた上でXと交渉する、という道が必ずしも存在していなかった。このためXによる、強圧性をもちうる市場取引（強圧性をもちうる点では、立会取引もToSTNeT-1取引も同じ）により、Yの3分の1超の株式を速やかに取得するという行為を許してしまった。このように、事前の予防策が存在しない法律状況の下では、強圧性を有する買収に対しては、一種の「事後的な制裁」を許容することも認めてよいのではないか。それによって、YのAに対する新株予約権の発行も正当化する余地があるのではないか、という論拠である。

これに対する筆者の回答は、買収手法の強圧性という問題は、予告なしの事後的な制裁を正当化するには到底十分ではない、ということである。強圧性の理論は、株主が買収自体には反対であるにも関わらず売却の選択を迫られる可能性を示すに過ぎない。本件で株主が現実、そうした問題に直面したかは全然明らかでない。大株主どうしの協調行動や、他の買収者との競争の存在により、強圧性によって現実に企業価値を低める買収が実現する可能性は、実際にはそれほど高くないのではないかという見方もある<sup>67</sup>。また、強圧性を解消することによって別の問題が発生しないかという点も議論に値する。どれだけ説得的か疑問だとはいえ、株主が完全に強圧性から免れた状態で判断を行えるとすると、逆に株主のホールドアップ（なかなか買収に応じない）<sup>68</sup>を通じて買収プレミアムがつり上がり、買収者が買収先を探索する誘因を阻害して効率的な買収が行われなくなる恐れがあるという議論も存在する<sup>69</sup>。

<sup>67</sup> Gilson and Kraakman (1989) p.254 n.29. また、前掲注48の鞘取り業者の議論も参照。

<sup>68</sup> ホールドアップについての古典的な分析として、Grossman and Hart (1980) 参照。

<sup>69</sup> この種の議論を極限まで推し進め、株主は従前の市場価格を得られれば足りると解することにより、強圧的な二段階買収をも許容するものとして、Easterbrook and Fischel (1983) pp.723-731 参照。筆者が、こうした議論を必ずしも説得的でないと思うのは、買収者は、買収計画の公表により市場価格がつり上がる前に、市場で対象会社の株式を一定程度取得することで、利益を得ることが可能であること（ただし、大量保有報告制度の規制が厳格化すればするほど、この手法を使いづらくなることに留意）および、米国ではライツ・プランや連邦・州の買収規制によって、強圧的な買収手法は90年代以降、ほぼ消滅しているが（Subramanian (2003) p.632. そもそも米国では、強圧的な二段階買収が話題になった80年代初期でさえ、非強圧的な100パーセント買収が主流であった。前掲注178-182とそれに対応する本文参照）買収は友好的・敵対的を問わず盛んに行われていることが、主な理由である。

したがって、強圧性に関して何らかの法的手段をとるのであれば、上記のような反対意見をも考慮しつつ、十分な議論の上で立法を行うべきである<sup>70</sup>。また、そうした規制が実現する以前に、仮に各社の判断による防衛策の行使を認めるとしても、その防衛策は、事前に公表し、対象会社の株主と（潜在的な）買収者の双方にその内容を十分に了知させた上で、行うべきなのである<sup>71</sup>。そうした警告を行わないで、買収が起こるや強圧性を問題にして支配権取得の試みを挫折させるような防衛策を許容することは、犯罪の処罰に事後法をもってするのと同様に、不当な法政策だといえよう<sup>72</sup>。

## ・ 支配権維持・確保の目的での新株等の発行の可否

### 1. はじめに

前章では、Xの買収手法が強圧性を持ちうるという問題を指摘しつつ、しかしそれは、Yのとった防衛策を正当化するものではないから、本決定の結論には影響を及ぼさないことを論じた。しかしこれだけでは、直ちに本決定の立場に賛成、という結論は導けない。より肝心な問題として、取締役会は支配権維持・確保目的であっても新株等の発行を許容されるべきではないか、より正確にいうと、本決定のいう「特段の事情」のある場合に限らず、許容されるべきではないか、という立場が存在し<sup>73</sup>、その当否を検討する必要があるからである。その一方、支配権維持・確保目的の新株等の発行は、たとえ本決定にいう「特段の事情」がある場合でも認められない、という立場も存在する<sup>74</sup>。本章

<sup>70</sup> その際、前掲注 60 で述べたような選択制の導入が、考慮に値すると考える。

<sup>71</sup> さらに、対象会社の株主は、強圧性への対処によって買収の機会そのものが減少することから、そうした対処を好まない可能性があることを考えると、強圧性への対処目的に限定された防衛策であっても、株主総会による事前の承認（定款による防衛策の導入）を要求することが本来は望ましいと思う（田中（2006）296-298 頁）。ただ、この点をどう解ずるとしても、本件における Y の新株予約権発行は違法であるという結論は動かないので、これ以上論じることはしない。

<sup>72</sup> それは、やってよいこととよくないことを明確に区別して人々に予見可能性を提供するという、強圧性の防止などよりもはるかに重要な法の機能を損なうことになる。田中（2005a）433 頁参照。

<sup>73</sup> 前掲注 8 参照。本件で裁判所に提出された意見書においても、取締役会の新株等の発行権限をより広く認めるべきであるとの見解が出されていた。例えば、江頭（2005c）315-314 頁、神田（2005）312-309 頁参照。

<sup>74</sup> 川浜（1986b）377-386 頁。特に 386 頁は、敵対的買収者が少数派株主の抑圧や会社資産

では、この立場に対しても一定のコメントをしたい。

検討に際して、議論の前提を明確にしておきたい。第 1 に、本章の分析は、もっぱら上場会社またはそれに準ずるほど株式が一般に流通している会社であって、しかも従前は支配株主が存在しない株式会社（いわゆる「所有と経営の分離」があるといわれる会社）を前提とする。本件の Y がそのような会社であるというだけでなく、取締役会に支配権維持・確保目的での新株等の発行を認めるべきかについての議論も、もっぱらこのような会社を念頭に置いていたと思われるからである<sup>75</sup>。

第 2 に、本章でその適否を論じるのは、本件で問題になったような、支配権争いがある場面で取締役会が「支配権維持・確保目的」で新株等の発行である。で論じたような、買収手法を非強圧的なものにするために行う防衛策の行使は、本章の検討の対象外である。「支配権維持・確保目的」での新株等の発行が原則的に認められない理由が、支配権争いの帰趨は株主の判断に任せるべきだということにあるのだとすれば、株主がその判断を適切に行えるようにするために、取締役会が一定の対抗措置をとることを容認することは、本決定の立場からも導くことは可能である<sup>76</sup>。これと同様に、本件以後に出された、東京地決平成 17 年 7 月 29 日判例時報 1909 号 87 頁（日本技術開発事件）が認めたような、「株主に対して適切な情報提供を行い、その適切な判断を可能とするという目的」で行われる防衛策 敵対的買収者に事業計画の提出と相当な検討期間の設定を要求し、要求が容れられないときに「相当な手段」をとるといふもの についても、本章の検討の対象外である。日本技術開発事件決定は、「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である」として、本決定の立場を踏襲しつつ、株主がその判断を適切に行うようにするために一定の手段を認めたのであって、本決定と日本技術開発事件決定とは矛盾せず、両立しうるものである。

それゆえ、本章の検討対象は、あくまでも「支配権維持・確保目的」の新株等の発行、すなわち、支配権争いの帰趨を株主が適切に判断するためではなく、むしろ「現経営者が自己の信じる事業構成の方針を維持するために、株主構成を変更すること自体を主要な目的として新株等を発行すること」（[i]）が、ど

---

の略奪を目的としていることを理由に取締役会が対抗措置をとることも許されないとしている。これは、本決定の認める例外をも否定する立場であると解される。

<sup>75</sup> 所有と経営の分離した上場会社においては、支配権維持・確保目的での新株等の発行をかなり広く許容するとしても、所有と経営の分離しない非上場会社では別に考えるという立場はありえよう。後者の会社に関しては、宍戸（2007）399-401 頁、および後掲注 87 参照。

<sup>76</sup> 前掲注 66 と対応する本文参照。

ここまで許容されるのかという問題である。

検討に先立ち、筆者の立場を述べておく。結論的には、筆者は、支配権維持・確保目的での新株等の発行を、本決定のように限定的にのみ、許容したことは妥当だったと考えている。それは、判旨の拠って立つ基本的なポリシー、すなわち、「支配権争いの帰趨は株主が決めるべきである」という原則（いわゆる機関権限の分配秩序論）が、種々問題は残るものの、たやすく捨て去ることはできないメリットを有すると考えているからである。以下、2.では、機関権限の分配秩序論について考察し、これが、理論上は何ら必然的ではない原則であるとはいえ、なお筋の通った、説得力のあるポリシーであるという私見を述べたいと思う。3.では、この原則のメリットとデメリットを挙げて論点を整理しつつ、結論的に筆者がこの原則を支持する理由を改めて述べたい。

## 2. 機関権限の分配秩序論とその検討

### (1) 問題は会社法の形式的な解釈で決着がつくものではないこと

本章の問題を考える上で、まず強調しておきたいのは、支配権維持・確保目的で行う新株等の発行が認められるかどうかは、ポリシーの選択の問題であって、会社法<sup>77</sup>の条文の形式的な解釈によって決着がつけられる問題ではないということである<sup>78</sup>。

この点、本決定は、「商法[会社法も同様 以下同じ]上、取締役の選任・解任は株主総会の専決事項であり…、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。」( [i] )として、いわゆる機関権限の分配秩序論（以下「権限分配秩序論」という。）から、支配権維持・確保目的の新株等の発行が原則として許されないという帰結を導いている。

筆者は(2)に述べる理由から、権限分配秩序論を支持できるものと考えているが、本決定のこの部分が、その立場を商法（会社法）の規定からの当然の帰結のように捉えていることは、疑問を禁じえない。というのは、制度上、ある局面では甲（株主）が乙（取締役）を選ぶことになっているからといって、

---

<sup>77</sup> 本件は、平成17年改正前商法の下で起きた事件であるが、本章の分析の中で論じる事項に関する限り、会社法と改正前商法では、基本的に変更はないし、いちいち会社法と改正前商法の条文を併記するのも煩雑なので、以下ではもっぱら、現行の会社法の条文を引用することにする。

<sup>78</sup> 同旨、大杉（2007）24頁。

別の局面では乙が甲を選ぶことになっていたとしても、論理的におかしいことは何もないからである。新株等の発行により、取締役によって支配株主に「選ばれた」者が、次の株主総会では取締役を「選ぶ」ことになるだけで、それで会社制度としては粛々と動いていくことであろう<sup>79</sup>。

しかもそれは、論理的可能性にとどまるものではない。会社法は実際に、会社を支配すべき株主を取締役（会）が「選ぶ」ことを認めているように思われる。すなわち会社法の下では、公開会社は定款の発行可能株式総数の範囲内であれば、取締役会の決議によって新株等の発行が可能である（会社法 113、201、240 条）。取締役会決議で定めない限り（同法 202 条参照）、株主は割当てを受ける権利を持つものではなく、誰に割り当てるかは取締役が決めることができる（割当自由の原則<sup>80</sup>）。その結果、取締役会の判断で、特定の者に支配株式を取得させるような新株等の発行を行うことが一般的に可能であり、現にそうした事例もある<sup>81</sup>。もちろん、そのような場合、本件とは違って資金調達目的も存在するであろうが、資金調達の目的だけで、特定人に支配権を取得させるという経営判断を取締役会が行うとは到底考えられない。もし仮に、「運転資金の調達のために第三者割当増資を繰り返していたらいつの間にか特定人に支配権を取得させることになっていました」などという取締役がいたら、その取締役は会社に対する善管注意義務違反・忠実義務違反に問われる可能性があるだろう。特定人に支配株式を取得させるような新株等の発行を決める場合、取締役は当然、その者に会社を支配させることが会社の利益になるかどうかという経営判断をしているはずである。しかも現行法の下では、定款の定めがない限り、取締役会設置会社の株主総会は新株等の発行を決議する権限自体がないのであるから（同法 295 条 2 項参照。有利発行の場合は例外、同法 201 条 1 項、199 条 2 項）、上記のような経営判断ができるのは取締役会だけである。要するに、会社法の規定を見る限り、取締役会は、特定人に会社を支配させることが現実に行えるし、それが会社の最善の利益になるとすれば、自らの判断でそれをすべきだとしているように読めるわけである。

## （２）「支配権争い」があるときの特別ルール

（１）で述べた議論に対しては、もとより権限分配秩序論の支持者は反論を用意している。それは、「支配権争いがあるときは別だ」というものである<sup>82</sup>。

<sup>79</sup> 田中（2005b）53 頁、田中（2007a）3-4 頁。

<sup>80</sup> 神田（2006）127 頁。

<sup>81</sup> 例えば、東京地判昭和 47 年 4 月 27 日判例時報 679 号 70 頁の事例（アイワによるソニーに対する新株発行）参照。

<sup>82</sup> 本決定を含め、権限分配秩序論の支持者は、自己の立論の範囲を、支配関係上の争い（支

すなわち、「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」（[ii]）<sup>83</sup>。本決定のこの判示部分は、単に取締役が保身の目的で買収に抵抗する恐れがあるといったように狭く捉えるべきではない（そもそも本決定は、支配権維持・確保目的というためには保身目的を要求していないのだから）。取締役会が支持しない者が会社の経営支配権を握ることは、取締役会が従来とってきた経営政策の否定であり、自尊心のある取締役・経営者であれば、それを容易に受け入れられないのはむしろ当然のことであろう。だがこのことが、取締役会の判断の中立性・客観性を損ねることになる。支配権争いの場面での利益相反には、狭い意味での保身だけでなく、このような、取締役が主観的には会社の利益のために行動するつもりであっても、その判断が自尊心の故に歪められる危険を含めて考えるべきである。こうした（広い意味での）利益相反を考えれば、支配権争いが起きていないとき（以下「平時」という。）には支配権にかかわる決定もできる取締役会が、支配権争いの場面ではその決定権が制約されると解することは、何ら不合理ではない。

「支配権争いがあるときは別」という権限分配秩序論の考え方は、次のようなロジックによっても説明できる。すなわち、確かに現行法の下では、取締役会は平時には会社の支配権に関する決定を行うことができる。その決定は、善管注意義務違反がないかどうかという形で司法審査にかかるが、誰に会社の支配を委ねるかは高度な経営判断であり、裁判所がこれに立ち入って審査し、取締役に個人責任のリスクを負わせることには問題があるから、どうしても取締役の経営上の裁量を広く認めざるをえない。しかし、取締役会が一般の経営判断に加え、会社支配の問題までも広い裁量の下で決せられるということになれば、（先に述べた自尊心等の問題もあり）取締役の判断は独善に陥り、株主の利益に反する判断がなされる恐れは否定できない。そのような場合に備え、会社法は、株主（これから株主になろうとする者も含む）が自ら株式を買い集め、現取締役会に挑戦するという手段を与えている。そしてこのような挑戦に対しては、本決定によれば、取締役会は原則として対抗することができないのである。以上の説明は、支配権争奪時における取締役会の決定権限にかかる制約を、株主のためのセーフティー・バルブ（安全弁）と理解するものである<sup>84</sup>。平時に

---

配権争奪）がある場合に注意深く限定してきた（森本（1978）16頁、洲崎（1986b）723頁、川浜（1986a）170頁）。

<sup>83</sup> 権限分配秩序論者は、こうした利益相反の問題を重視する。洲崎（1986b）723頁、川浜（1986a）170-171頁。

<sup>84</sup> 権限分配秩序論をセーフティー・バルブと理解する本文の見解は、特に先行するどの文献に依拠したというわけでもないが、あえていえば、Gilson（1981）の「構造的アプローチ」に示唆を得ている。

おける取締役会の広い裁量は、取締役会がその裁量を独善的に行使するときに、株主が支配権争奪という形でこれに挑戦できるというセーフティー・バルブがあってこそ、認められるものだというわけである<sup>85</sup>。

### (3) 評価

(2) で挙げた議論は、かなり説得力を持つように思われる。しかし決定的とまではいえない。まず利益相反についていえば、その恐れは確かにあるが(これを否定することは誰もできないと思う)、それが取締役会の判断権限を否定するほど強いものかは自明ではない。利益相反があるときでも取締役会に判断させ、その判断を裁判所が厳格に審査する、という行き方もありうるからである。もちろん、司法審査は、裁判所が事業経営上の判断をする能力に限界があるという問題に直面する。ただそれに対しては、裁判所は取締役会の判断の手続面(十分な情報を得た上で判断しているか、判断に際して経営者から独立した社外取締役が関わっているか、など)に着目して、審査をすることも可能である<sup>86</sup>。果たしてその程度の審査で、支配権維持・確保目的の新株等の発行を認めることが適切か、という疑問は提起されるだろうが(筆者は、適切でないと思う)、とにかくそれも論理的には可能な立場であることは間違いない。

セーフティー・バルブ論についても同じことがいえる。何らかのセーフ

---

<sup>85</sup> 以上のように、権限分配秩序論は、平時においては支配にかかわる決定を取締役に認めている現行の会社法制を前提にしても、十分に成立可能である。とはいえ、権限分配秩序論の基礎にある、「誰に会社を経営させるかを判断するのは株主であるべきである」という考え方は、平時においても、会社支配の形成・交替につながるような新株等の発行は取締役会のみでの判断ではできないとする法制と、より整合的であることは否定できない。この点に関しては、期限も割当先も限定しない定款の授權により、一挙に株式数を最大4倍まで増やして圧倒的な支配株主を作り出す権限まで取締役会に与える日本の会社法制が、比較法的に見ればかなり特異であることは指摘するに値する。法律だけでなく取引所規則まで含めて考えれば、英・米・独・仏各国は、こうした新株等の発行には概ね株主総会の承認が必要になる(洲崎(1986b)731頁)。また、株式交換の場合には、既発行株式の20%を超える株式を発行すれば(略式株式交換に当たらないので)株主総会の特別決議を要するのに対し、既発行株式の2倍を超える募集株式の発行は(発行可能株式総数の範囲内である限り)取締役会決議で行えるというように、わが国の会社法は、支配権取引に関して株主の承認を要する場面について、整合的なポリシーを採用しているとはいえない。こうした不整合は、立法によるか取引所規則によるか(洲崎(1986b)733頁)はともかくとして、何らかの対応が必要なように思われる。ただいえることは、現行法を前提にしたとしても、「取締役会は平時には支配権にかかわる新株等の発行ができる。だから有事にもそれができる」という形で、どんどんと日本法のあり方を比較法的に特異な方向へと持っていく必然性はないということである。「有事における取締役会の決定権限の制約が、平時における取締役会の広い裁量に対する安全弁になっている」というロジックにより、論理的な首尾一貫性を損なうことなく、日本法の解釈を特異的でない方へと近づけることは可能である。

<sup>86</sup> 大杉(2007)41頁参照。

ティー・バルブが必要であることについては異論はないと思うが、それが支配権争いの場面において、取締役会から（平時にはできる）誰が会社を支配すべきかを決する権限を奪う必要まであるのかは、自明とはいえないだろう。支配権争奪時にも、こうした権限を取締役会が有することを認めつつ、その権限を適切に行使したかを裁判所が審査するというだけで、セーフティー・バルブはできているという議論も、少なくとも理論上は成り立ちうる。

したがって、権限分配秩序論は筋の通った考え方であるとは思いますが、それだけではまだ異論が出てきそうな気がする。そこで、本章の以下数節においては、本節で述べたのとは別の観点から、「支配権争いの帰趨は株主が決すべきである」という、本決定の基本的な立場に筆者が賛成する理由を述べたいと思う。

筆者の立論は、上記の基本的立場のメリット・デメリットを挙げてこれを比較するという、ごく平凡なものである。本節 3 . ではメリットを挙げ、4 . と 5 . ではデメリットを挙げた上で、現在のところは、メリットを相殺して上回るほどのデメリットがあるとは思えない、という私見を示すことにする。こうした立論をしても、本決定に対する批判者を説得できるかは疑問だが、それでも、いくつかの論点の整理には役立つと考えている。

### 3 . 支配権争いの帰趨を株主に決めさせることのメリット<sup>87</sup>

#### ( 1 ) 効率的な買収の実現

支配権争いを株主に決めさせることのメリットの第 1 は、それがオークションのメカニズムを通じてより効率的な買収の実現につながるということである<sup>88</sup>。具体的にいえば、現在の株価が 6,000 円である会社に対し、2 人の買収者が、それぞれ 6,500 円と 7,000 円で買収を仕掛けてきたとする。支配権争いの帰趨を株主に任せれば、株主はより高額な 7,000 円の買収に応じ、第 2 の買収者が会社の支配権を握ることになろう。さてこの場合、第 1 の買収者は、会社を支配すれば 6,500 円以上の株価を実現すると信じるからこそ、6,500 円という値段を付けたのであろうし、同様に、第 2 の買収者は 7,000 円以上の株価を実現できると信じていると考えられる。この場合に、特に第 2 の買収者が、第 1 の買収者よ

---

<sup>87</sup> 1 . で断ったように、本章は、もっぱら所有と経営が分離した上場会社を念頭においているので、ここにいう「支配権争いの帰趨を株主に決めさせるメリット」とは、敵対的買収のメリットとほとんど同義である。これに対し、所有と経営が分離していない会社においては、このメリットはむしろ、既存の支配株主の支配権を property rule 的に保護すること（同意なくして奪われないということ）が、当該株主の会社に対する投資（財産的投資だけでなく、人的な投資も含む）を促して効率性に資する点に求めることになりそうである。宍戸（2007）398-401 頁参照。

<sup>88</sup> 柳川（2006）62-64 頁。

りも不合理であると信じる理由がない限り、第 2 の買収者の方が、第 1 の買収者よりも高い企業価値を実現できる可能性が高いと推認すべきであろう。

もちろん、この推論はかなり単純であり、実際には種々の理由からむしろ第 1 の買収者により買収された方が効率的である場合は存在する。第 1 に、次章以下で述べるように、株式の現在の市場価格（株価）は、真の株主価値を反映していないかもしれず、また株主価値は企業価値とは必ずしも一致しない<sup>89</sup>。しかし、株価の高い企業は実際に高い株主価値を実現している可能性が高く、高い株主価値を実現している会社は高い企業価値を実現している可能性が高いというように、この 3 者には正の相関があるという主張は、十分にもっともらしいと思われる。株価が長期的に低落傾向にある会社がすこぶるうまくやっていると考えられる株主はいないであろうし、従業員としても、株価が上昇傾向にある会社と低落傾向にある会社のいずれかを選べといわれれば、仕事内容など、条件が一定である限り、上昇傾向にある会社を望むと思われる。また（利潤の現在価値という意味での）企業価値を増加させるような買収も、例えば独占力を増すために行われるとすれば、社会的には効率的とならない可能性があるが、これは競争法によって解決すべき問題であるといえよう<sup>90</sup>。

第 2 に、7,000 円の買収価格をつけた第 2 の買収者は、実は予測を誤っており、本当は 6,500 円未満（ひょっとしたら 6,000 円未満）の株価を実現できない可能性もある。そのとき、第 1 の買収者の予測が正しいとすれば、第 1 の買収者に買収させた方が効率的だということになる。しかし、より高い買収価格をつけた買収者の方が、低い価格をつけた買収者よりもシステムティックに判断を誤りやすいと考えるアプリアリな理由は存在しないと思われる。また、買収者は通常、自分の信念 1 つで買収を仕掛けられるものではなく、多額の買収資金を資本市場を通じて調達しなくてはならないであろう。買収が失敗に終わる可能性が高いとすれば、その資金を調達することは容易にはできないであろうから、買収者の計画は、ともかく資本市場を納得させるだけの裏づけを持っていることができるだろう<sup>91</sup>。

<sup>89</sup> 本章では、企業価値を、会社が生産活動により生み出す利潤の現在価値と定義し、株主価値は、企業価値のうち株主に帰属する部分と定義する。詳しくは 5 . 参照。

<sup>90</sup> 敵対的買収の対象会社に、独占禁止法違反を理由とした買収の差止めの私訴権を与えるべきかは問題である。ただこの点は、わが国ではまだほとんど争われていないことに鑑み、将来の課題としておく。問題点の整理として、川浜（1986b）387 頁。

<sup>91</sup> ただし、買収会社の経営者が、例えば既存株主の犠牲の下に、引受人に非常に有利な条件でエクイティを発行するといったことができる場合、資金を調達できたのだからその買収は資本市場を納得させるだけの裏づけがあるということは、必ずしもいえなくなるだろう。本件において、X が行った転換価格修正条項付きの転換社債型新株予約権付社債（MSCB）による資金調達がそのようなものであった可能性は否定できない（この点につき、井上・加藤（2006）30 頁参照）。しかしこの問題は、既存株主の利益を害する資金の

以上のことから、少なくとも一応の推認というレベルでは、高い買収価格をつけた方が会社の支配権を取得できるというルールが社会的に効率的となる可能性が高いといえる。支配権争いの帰趨を株主が決することができるというルールは、このような帰結を実現するメカニズムとして有効である。

ところで、最終的にエイトコンサルタントに買収されることで終わった、夢真ホールディングスによる日本技術開発の買収の試み<sup>92</sup>や、最終的に日清食品に買収されることで終わった、スティール・パートナーズ・ジャパンによる明星食品の買収の試み<sup>93</sup>といった事例を見ると、敵対的買収がより高い買収価格による友好的買収を後押ししたように見える。買収は、たとえそれが効率的であっても、対象会社の経営者にとっては、独立企業のトップたる地位を失うイベントであることから、敵対的買収により後押しされない限り、望ましい友好的買収も行われないう可能性があると推測は、それなりに合理的だと思われる。もしそうだとすれば、敵対的買収は仮に成功しなくても、上記のようなオークション・メカニズムを通じて、より効率的な買収を実現するというメリットがあると解されよう<sup>94</sup>。

## (2) 経営行動の規律

支配権争いの帰趨を株主が決すべきとするのもう 1 つの効用は、経営行動の規律効果である。会社の経営が非効率である場合には株価が低落し、それが敵対的買収を促すことから、会社の経営者は普段から効率的な経営を行い、株価を高めることを動機づけられることになる<sup>95</sup>。

## (3) まとめ

支配権争いの帰趨を株主が決することの効用（上場会社の場合、それは敵対的買収の効用といいかえてよい）である、効率的な企業買収の実現と、経営行動の規律効果は、現在はかなり一般的に（防衛策を支持する論者も含めて）認められていると思われるので、これ以上詳しく論じる必要はないだろう。問題は、このようなメリットを相殺するようなデメリットが存在するかである。逆

---

調達に対する法的救済制度を整備することにより、対処すべきものと考えられる。

<sup>92</sup> 日経流通新聞 2006 年 3 月 15 日 4 面参照。

<sup>93</sup> 日本経済新聞 2006 年 12 月 15 日夕刊 1 面参照。

<sup>94</sup> ただし、敵対的買収にこの機能を求めるためには、敵対的買収者がオークションに敗れたときに、オークション前に買っておいた持株を売ることにより、投下資本を回収する道が認められていなくてはならない。このような行為が、直ちにグリーンメーラーとしての非難を受けるようだと、敵対的買収を仕掛ける者はいなくなり、それに後押しされた友好的買収も起きなくなる恐れがある。前掲注 31 参照。

<sup>95</sup> 柳川（2006）62 頁。

にいえば、支配権の維持・確保目的での新株等の発行を一定程度許容することにより、「支配権争いの帰趨を株主が決める」という原則を修正することのメリットがデメリットを上回るかが問題になる。この点を、次節以下で論じることにはしたい。

#### 4．支配権維持・確保目的での新株等の発行を認めるメリット 株主の利益に関して

##### (1) 何を防衛策によって保護すべき利益と見るのか

支配権争いがあるときにその判断を株主のみに任せず、取締役会が支配権維持・確保目的の新株等の発行を行ってこれに介入するメリットがあるかどうかを論じる場合、「メリット」としてどこまで広いものを想定するかが、まず問題となる。すなわち、対象会社の株主の利益（正確にいうと、買収実施時における買収者以外の対象会社の株主の利益）のみを考えるのか<sup>96</sup>、あるいはより広く、株主以外のステークホルダーの利益を含めて考えるのか（もっというと、株主利益とステークホルダーの利益との合計としての「企業価値」を、防衛策の保護すべき利益と考えるのか）。会社法の目的を株主の利益の最大化と考える伝統に則り、前者を支持する見解が有力であるが<sup>97</sup>、企業価値と株主の利益が乖離する可能性が認識されるにつれ、後者を支持する見解も現れている<sup>98</sup>。本節では、株主の利益のみに焦点を当てる。より広い、企業価値それ自身を保護すべき利益と見る見解については、次節で検討することにする。

##### (2) 株主の利益の観点から、支配権の維持・確保目的の新株等の発行を正当化する見解 株主の誤信の恐れ

それでは、支配権争いにおいて、取締役会が支配権の維持・確保目的で新株等の発行を行うことが、株主の利益の観点から正当化されるのはどういう場合か。ここで留意すべきは、支配権の維持・確保目的での新株等の発行を原則として禁ずる、本決定の立場からも、買収手法を非強圧的なものとする目的、あるいは、株主が買収に応じるかどうかの判断を適切に行うようにするために必要な情報の提供および検討期間の確保の目的で行う対抗措置は、禁じられてい

---

<sup>96</sup> 本節でいう「株主の利益」とは、買収時点における対象会社の株主の利益をいうものとする。買収以前に遡った株主の利益をも含めて用いることも考えられるが、そのように考えるのなら、端的に、企業価値それ自体を、防衛策によって保護しようとする利益であると考えた方が簡明である（この問題については、田中（2006）290-291頁参照）。

<sup>97</sup> 例えば、落合（2005）7-8頁。

<sup>98</sup> 例えば、松井（1997）714-716頁、大杉（2007）4-6頁。

ないと解されることである<sup>99</sup>。本節で論じるべきことは、対象会社の株主の利益のためには、そのような措置だけでは足りず、さらに支配権維持・確保のための新株等の発行まで許容すべき場合があるのか、あるとしてそれはなぜか、ということである。

そうした措置を許容する理由があるとすれば、それは対象会社の株主の誤信の恐れであろう<sup>100</sup>。対象会社の株主は、たとえ買収手法が非強圧的なものとなり、また（ライツ・プランによって）一定の情報が提供されたとしても、なお買収が株主自身の利益になるかどうかについて、判断を誤る可能性がある、ということである。例えば、現在の株価 5,000 円の会社に対し、買収者が、 . 3 . ( 3 ) で説明したような非強圧的な方法により、買付価格 6,000 円で、51%の取得を目指す公開買付けを仕掛けたとする( 51%以上の応募がなければ全部を買い付けず、逆に 51%以上の応募があったときは、買付期間を延長した上で、按分比例の方式で 51%を買い付けるものとする)。しかしこの買収は、 . 2 . ( 2 ) で述べたような、所得移転ケースあるいは経営判断の過誤ケースに該当しており、それ故、もしこの買収が成功すると、残存少数派株式（49%）の価値は、1株 2,000 円に下がるとする。この場合、トータルで見ると株主価値は買収前後で下落するから、もし株主がこの事実を知っているなら、買収に応じないであろう<sup>101</sup>。しかし、もし株主が、買収成功後は株主価値が下がることを認識していないとすれば、株主は買付けに応じて買収は成功し、その結果、残存少数派株主が不利益を受けることになる。

あるいは、次のような場合も考えられる。現在の株価 5,000 円の会社に対して、買付価格 6,000 円の 100 パーセント現金買収（総議決権の 3 分の 2 が公開買付けに応じることを条件とし、かつ買付けが成功したときは、1株 6,000 円の交付金株式交換を行い、対象会社を完全子会社化することを予告して行う買収）がかかったとする。しかし実は、現在の株価は過小評価されており、真実は、第三者に 1株 7,000 円で買収される計画が進行しているか、あるいは、対象会社の経営陣の下で事業再構築を行う予定があり、それにより 7,000 円の価値が見込まれているとする。この場合も、買収が失敗した場合の価値について株主が誤信していると、結果として株主に不利な買収が実現してしまうことになる<sup>102</sup>。

<sup>99</sup> 前掲注 66、76 と、それに対応する本文参照。

<sup>100</sup> 株主の誤信については、田中（2006）261-271 頁。

<sup>101</sup> トータルで見れば株主価値は下がるが、買収価格は現在の株価よりも高いのだから、株主は買収に応じると考えることはできない。なぜなら、もしこの買収が成功すると、延長期間に他の株主も皆、応募をする結果、按分比例により個々の株主は自己の持株の 100 分の 51 しか買い取られない。その結果、残存少数派株式の価値下落分を考えると、すべての株主は損失を被ることになる。

<sup>102</sup> 田中（2006）261-271 頁は、このような事例を念頭に分析している。このケースを .

以上のような場合に、取締役会が支配権維持・確保目的のための新株等の発行、つまり、現経営陣を支持する第三者に新株等を発行してその持株比率を高め、買収を困難にすることが、対象会社の株主の利益になると考えられる。

### (3) 検討

しかしながら、(2)で述べたような理由によって支配権維持・確保目的の新株等の発行を認めることは、基本的に(例外は(4)で後述)支持することができない。というのは、上記のような株主の誤認の問題に対しては、対象会社は、株主に対し、買収に応じない方が有利となることを助言することができる<sup>103</sup>。対象会社の経営陣や取締役会が株主によって信頼されていれば、株主は助言を受け入れて買収には応じないであろう。これに対し、株主(その過半数)が経営陣や取締役会を信頼していなければ、株主は買収に応じ、買収は成功することになる。

注意すべきは、ここでの問題は、企業価値の評価について株主と現経営陣の能力のいずれが優るかとか、あるいは、取締役会に現経営陣の利害から独立した判断がどこまで期待できるか、といった問題ではないということである。株主が見て、現経営陣の能力が高く、また取締役会が現経営陣から独立して判断ができるとすれば、株主は助言に応じて株式を売らないはずである。逆に、現経営陣・取締役会の能力や独立性に信頼が置けなければ、株式を売ることになる。その場合に、支配権維持・確保目的の新株等の発行を認めることは、裁判所が、株主の多数派は取締役会の判断は信頼できないとしているが、その不信は誤りであるとして、パターンリスティックに株主の自己決定を抑圧することに他ならない。つまりこの本質は、株主と現経営陣・取締役会との間の能力の比較にあるのではなく、現経営陣・取締役会がどれだけ信頼が置けるかについて判断することについての、株主(の多数派)と裁判所との間の優劣の比較なのである<sup>104</sup>。筆者には、上場会社の株主の多数派　それが有する金銭的持分は数十億円から数千億円にもなる　のなした判断に対し、経営上の判断はおろかその評価の専門家でもなく、また正しい経営上の判断を行う金銭的動機も持たない裁判所がそれを覆すことの利点を全く思いつかない<sup>105</sup>。

---

で触れなかったのは、本件(ニッポン放送事件)では、Aが5,950円で公開買付けをかけたため、敵対的買収者(X)による買収が失敗したときにAの株主が受け取る価値は、5,950円より上がりようがないからである。しかし、株主の誤信一般について考えるときは、本文のようなケースも想定する必要がある。

<sup>103</sup> 田中(2006)262-264頁参照。

<sup>104</sup> M&A法制度研究会(2006)21頁。田中(2006)266-270頁参照。

<sup>105</sup> 川浜(1986b)381-382頁も、この場合は買収に反対する経営陣が根拠を示して株主や市場を説得すべきで、防衛策を採ることは支持できないとする。

もちろん、問題は究極的には、実証的に解決すべき事柄である。裁判所によるパターナリズムが、上場会社の株主の多数決による自己決定よりも優ることが、あるいはあるかもしれない。この点、ライツ・プラン導入初期の米国において、防衛策が株主の利益となることを実証するものとして、敵対的買収に対して独立を守った会社においては、その後、買収価格以上の株価を実現しているとの実証研究が報告されたことがあった<sup>106</sup>。しかしこの研究については、買収価格が現時点で得られるものであるのに対して、その後を実現する株価は将来のものであるにも関わらず、それに即したディスカウントを行っていないことや、市場収益率との調整をしていない等の方法論上の問題点が指摘されている<sup>107</sup>。より最近の研究（1996～2002年に試みられた敵対的買収112件を調べたもの）では、敵対的買収に対して独立を保った会社の、その後9ヶ月ないし30ヶ月の株式収益率が、買収が実現したと仮定した場合に株主が得る買収プレミアムと比較して、少ない利益しか生んでいないことが確認されている<sup>108</sup>。

もちろん、日本は米国と比較し、株主の機関投資家化が進んでいないなど、米国の実証研究の帰結をそのまま日本に持ち込むことができないことは確かである。とはいえそれを差し引いても、数名の裁判官の判断が、上場会社の株主の多数派の下した評価をオーバーライドする法政策を支持することはやはりできかねる。また、そうしたルールを採用することが、今後のわが国の株式市場の発展に対してどのような影響を与えるかも考えなくてはならない。国内外の投資家は、株主を「子供扱い」するような法制を採用する国の株式市場に投資しようとは思わないのではなかろうか。

#### （４）例外的に裁判所に判断させるべき場合

（３）に述べたことについては、しかし例外が認められるかもしれない。それは、本決定が「特段の事情」と認めたとようなケース、つまり買収者には真摯に合理的な経営をする意思はなく、むしろ対象会社や少数派株主を搾取する意図で、買収を行うケースである。この場合、買収者の意図は当然ながら隠されているから、株主や株式市場は、買収者がそうした者であるかを判断しかねることが多いであろう。他方、裁判所は、証人尋問等を初めとした強制的な証拠調べ手続により、買収者の隠れた意図を暴くことにかけては、株主や株式市場

---

<sup>106</sup> Martin Lipton による実証研究であり、デラウェア州の最高裁判例でも引用された（Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946, 956 n.11 (Del.1985)）。これについては、川浜（1986b）382頁、Subramanian (2003) p.634 参照。

<sup>107</sup> 川浜（1986b）382頁、Subramanian (2003) p.634.

<sup>108</sup> Bebchuk et al. (2002) p.635（買収が実現すれば株主が得ていたであろう対価は、年6%のリスク・フリー・レートで再投資に回されると仮定して、株主のリターンを比較している）；Subramanian (2003), pp.634-635 も参照。

にも優るかもしれない。もしそのように解することができるなら、裁判所は、敵対的買収者に買収された場合と、現経営陣の支持する買収者に買収された場合とで、企業価値の比較は行わないとしつつ、ただ、買収者に真摯に合理的な経営をする意思がなく、対象会社や少数株主を搾取する意図で行われる濫用的な買収についてのみは、対抗措置として支配権維持・確保目的での新株等の発行を認めた本決定のポリシーを支持することができる<sup>109</sup>。

しかし、それ以外の場合において、取締役会が支配権の維持・確保目的の新株等の発行を行うことは、対象会社の株主の利益のみを理由にする限り、支持しがたいと考える。

## 5. 支配権維持・確保目的での新株等の発行を認めるメリット 企業価値に関して

<sup>109</sup> もっとも、裁判所は過去になされた違法行為を暴くことについてはプロフェッショナルであっても、買収者が買収後に違法行為を行うことを予測することについては、必ずしもプロとはいえないかもしれない。川浜（1986b）386頁は、買収者が少数派の抑圧や会社資産の略奪を目的にしていることを取締役が事前に判定できるくらいなら、事後の救済には何の困難もないはずであるとして、このような理由に基づく防衛策の行使も認めない。これは傾聴に値する見解とは思いますが、買収者が略奪行為を行った後、倒産する（さらには監獄に入る）などし、違法行為が事後に証明されても会社・株主が損害を回復できない場合もあることを考えると、こうした目的での買収を水際で止める実益は、やはり無視できないのではないかと。

他方、これとは反対に、大杉（2007）41-42頁は、本決定が例示している4類型は立証不可能であり、もし立証活動に成功したとしても裁判官が裁判書に記すことが躊躇されるものであると批判し、資産流用の目的はそれ自体が要証事実なのではなく、対象会社の取締役会がそのように判断したことの適切さ・誠実さを審査すべきだとする。しかし、本決定が「特段の事情」とする要証事実は、「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」であり、4類型のどれかに該当する行為を特定して買収者がそれをするということまで疎明することが要求されているわけではない。そして、真摯に合理的な経営を目指すものでないという事情は、諸般の状況（ . 6 . で述べたとおり、事業計画があまりにずさんなため真摯に合理的な経営をする意図が疑われる場合も含む）から推認することも可能であるし、仮処分手続である以上、立証の程度は疎明（証拠の優越）で足りるのであるから、立証が不可能であるとははいえないのではないかと。逆に、証拠の優越すらないときまで、買収そのものを困難にする新株等の発行を認めてよいかについては疑問が残る。大杉謙一教授は、資産流用の目的などを裁判所が裁判書に記すのが躊躇されたからこそ、裁判例で緩やかな主要目的ルールが形成されたと理解されているが（大杉・前掲）前掲注20で述べたとおり、筆者はその理解には疑問を抱いている。裁判所には、買収者の名誉を過度に守ろうとする動機はないように思われる。また、大杉教授は、「真実は濫用的な買収」を水際で阻止できないという弊害は、「真実は濫用的でない買収」が防衛策により阻止される弊害よりもとりわけ大きいと考えているようであるが、これはアプリオリに前提にしてよいような命題なのだろうか。所詮、違法行為は敵対的買収の標的になっていない会社においても起きることがあり、それに対しては、株主は事後的救済で満足するしかないのである。

### (1) 株主の利益となる買収が企業価値を損なう場合

前節では、支配権維持・確保目的で行う新株等の発行について、対象会社の株主の利益の観点から、本決定が認める以上にこれを許容する理由があるかについて論じ、その理由はないと解するに至った。

これは、問題を株主の利益のみから論じる限り、むしろ自然なことのように思われる。支配権争いにおいて、誰が会社を経営するかを株主が判断することを抑制することが株主自身の利益になるというのは、一種のパターナリズムであり、上場会社の株主に対してこのようなパターナリズムが妥当するというのは、直感的にも疑問があるからである。

しかし、敵対的買収は株主の利益だけでなく、対象会社の従業員その他のステークホルダーの利益にも影響を与える。そして近時の経済理論は、企業価値が株主の利益と一致する必然性がないことを明らかにしている。

まず「企業価値」とは、企業（本稿では株式会社しか考えていないので、会社といってもよい）が生産活動により生み出す利潤の現在価値と定義できる<sup>110</sup>。利潤とは、経済学的意味のそれであって、企業の収入から、各生産要素供給主体に生じる費用を差し引いたものである。費用も経済学的な意味のそれであり、機会費用（当該の生産要素を代替的な機会に回したときに得られるはずであった収入）を意味するものとする。もし仮に、株主以外の生産要素の供給主体（従業員、貸付債権者、原材料供給者など。以下「ステークホルダー」という。）が、機会費用と同額の支払いしか会社から受け取れず、利潤がすべて株主に帰属するのであれば、企業価値と株主価値は一致することになる<sup>111</sup>。しかしこれは、全バーゲニング・パワーが常に株主にあると想定することであり、現実的な想定とはいえない。そもそも、企業が利潤を生み出すのは、他企業にはない競争上の強みが存在しているからであるが、従業員の身につけた知識や技能が、そのような競争力の源泉になっていることは大いにありうる。その場合、従業員も株主（および、その他のステークホルダー）に対して一定のバーゲニング・パワーを有し、利潤の分配に与えられると考えられる。

以上のことから、企業価値と株主価値は一般には一致しない。もっとも、仮に株主以外のステークホルダーの将来の取り分が、すべて予め、明示の契約で決まっているとすれば、それらの契約をすべて遵守しつつ、株主価値を最大に

<sup>110</sup> この定義は、柳川（2006）73頁による。ただし、同書では「利潤」に代えて「付加価値」という言葉を使っているが、同書の付加価値の定義の仕方（収入から費用を引いたもの）からは、これを利潤といいかえてもよいと考えられ、本稿では、よりなじみのある（少なくとも筆者には）利潤という言葉を用いた。

<sup>111</sup> 注89で述べたように、本稿では、企業価値のうちで株主に帰属する部分を、株主価値という。

するように会社を経営すれば、それは企業価値を最大にするようになる（企業価値とは株主価値と他のステークホルダーに帰属する利潤の合計であり、後者が既に契約で決まっている以上、企業価値を増やすには前者を増やす以外にない）。つまり、企業価値と株主価値は一致しなくても、「株主価値を最大にする経営が、すなわち企業価値を最大にする経営である」という限度で、両者の一致が起きる。しかし、これも必ずしも現実的な想定ではない。会社と諸ステークホルダーが関係に入るときに、将来起こりうる事態をすべて予想し、それに応じて当事者がとるべき行動や得られる報酬を全部契約で決めておくことは不可能に近い。そのため、従業員は長期に渡って働くことを予定して企業に入社している（企業もそれを予定している）が、同人が将来受け取るべき給与のすべてが予め決まっているわけではない、ということが起きる（契約の不完備）<sup>112</sup>。その場合、各ステークホルダーの取り分は将来の再交渉に委ねられるため、株主価値を最大にする経営は、企業価値を最大にする経営と一致するとは必ずしもいえなくなってくる。企業価値をより高めるように会社を経営するが、再交渉において利潤を従業員に気前よく分配する経営者よりも、企業価値を高める能力は前者に劣るが、再交渉においてはその利潤をなるべく株主に分配する経営者の方が、株主価値を高めることができる、という事態が起こりうるわけである。

## （２）株主が賛成する買収に対して防衛策を行使することが望ましい場合

さて、（１）のように、企業価値と株主価値が異なること、企業価値を最大にする経営と株主価値を最大にする経営が異なることを認めると、対象会社の株主すべてが賛成する（しかも合理的に、前節で述べた「誤信」もなしに）にも関わらず、取締役会の判断でその買収を止めさせる方が企業価値が増大するケースを想定することが、理論上は極めて容易に可能となる。

第１は、著名な「信頼の裏切り」のケースである<sup>113</sup>。従業員が当該企業に特殊的な人的投資を行っているが、その見返りとなる給与の増加は、明示の契約では定められておらず、それは会社と従業員との間の暗黙の契約に委ねられている。現経営陣は、他の従業員と助け合いながら出世していく過程で、暗黙の契約の信頼できる擁護者になっている。ところがここに、敵対的買収者が現れ、暗黙の契約を破って、従業員の取り分を減らして株主への取り分を増やす。このような目的での買収は、それ自体は企業価値の増加につながらないし、しかも事前的に見ると、こうした買収の可能性は、従業員の人的投資の誘因を阻害して企業価値を低める。ところがこうしたことにより株主の取り分は増大する

<sup>112</sup> 柳川（2006）25-26頁。

<sup>113</sup> 田中（2006）272-278頁、田中（2007a）6-7頁、柳川（2006）72-79参照。

から、敵対的買収者は、現在の株価よりも高い買収価格を呈示でき、そして株主は、従業員との間の暗黙の契約を守る動機がないからこの買収に賛成する(どんなに非強圧的な買収でも、またどんなに正確な情報を得ていても、賛成する)。かくてこの場合には、取締役会は、たとえ全株主が合理的に買収に賛成していても、買収そのものを困難にするような防衛策 典型的には、支配権維持・確保目的での新株等の発行 を採ることが、企業価値増加の観点からは支持される。

第 2 のシナリオは、単純に買収者が過誤を犯しているケースである<sup>114</sup>。例えば、現在の時価が 5,000 円の会社に対し、買収会社が 1 株 6,000 円で 100 パーセント買収をかけたとする。ところが買収会社(の経営者)は、支配権取得後の事業の見通しについて過度に楽観的であり、真実は、買収会社が対象会社を支配すると企業価値は下落し、株価もそれに応じ、1 株 4,000 円に下落するとする。そしてこのことを、対象会社の取締役会は気づいているとする。

この場合、株主は 1 株 6,000 円で買い取られるのであるから、たとえ真実を知っていたとしても買収に応じてしまうであろう。さてその場合、もしも株主以外のステークホルダーとの契約が完備であれば、ステークホルダーの利益は契約によって保護されるから、非効率な買収によって損害を受けるのは買収会社(の株主その他のステークホルダー)だけである。このときは、対象会社の取締役会に防衛策を行使する権限を与えたとしても、それを適切な場面で行使すると考える根拠は乏しい。なぜなら、対象会社の経営陣や取締役会は、買収会社の株主やステークホルダーの利益を擁護する動機を持つとは考えづらいからである。しかしこれに対し、対象会社の従業員等との間の契約が不完備であるなら、非効率な買収によってそれら従業員等も被害を受ける。そしてもし、前述のように、対象会社の経営陣が出世の過程で従業員の利益を自己の利益のごとく擁護する動機を持っているとすれば、ここでもまた、株主の賛成する買収をも阻止するような新株等の発行を認めることが、企業価値の毀損を阻止し、望ましいこととなる。

### ( 3 ) 支配権維持・確保目的での新株等の発行を認めることへの疑問

( 2 ) の立論は、一見すると、支配権争いの帰趨は「株主や株主市場」の判断に任せるべきであるという、本決定の立場に対する決定的な反論を提供しているように見える。株主の利益は企業価値と一致せず、株主の判断に任せても、買収が企業価値の増加につながることは何ら保障されないのである。そうだとすれば、取締役会が、もとより裁判所の審査の下ではあるが、株主による判断

<sup>114</sup> このケースについては、柳川(2006)70-72頁、田中(2007a)7-8頁参照。

に積極的に干渉することを認めてよいのではないか。すなわち、買収者による買収が企業価値を下げることを理由として、支配権維持・確保目的の新株等の発行を、一般的に許容してよいのではないかという見解が、当然出てきうることとなる。

しかし、そのように簡単に考えてよいものであろうか。上記のルールを適用することには、明らかに多くの弊害がある。少なくとも、以下の諸点は考慮しなくてはならない。

第 1 に、この理由によって支配権維持・確保目的の新株等の発行を認めた場合、ほとんどあらゆる買収に対し、それを直接に困難にするような（しかもそれだけが目的の）防衛策を行使できることになる。買収条件が、いかに株主に有利であり（例えば株価の 100% のプレミアムがついている）、買収手法に強圧性がなく、しかも判断のための情報も検討期間も株主に十分に与えていたとしても、対象会社は、買収者の事業計画が合理的でないとの理由でこれを困難にする新株等の発行ができることになる。取締役会にこのような広範な防衛権限を与えることは、明らかに濫用の危険を生じさせる。

第 2 に、株主の利益とは離れた企業価値の擁護を認めることで、取締役会は、各種のステークホルダーの誰かの不利益を理由に、買収そのものを困難にするような防衛策を正当化しうる。このようにして株主の発言権を制約することは、他のステークホルダーの発言権の増大を伴わない限り、いたずらに経営者独裁を招くだけの結果に終わる危険がある<sup>115</sup>。よくいわれる、「すべての者に対する受認者は、誰に対する受認者でもない」という状態である。

第 3 に、以上の危険を防止するためには、支配権維持・確保目的の新株等の発行に際しては、現経営陣から独立した第三者の判断を経なくてはならないものとすべきであるが<sup>116</sup>、しかしこの「第三者」を選ぶことは容易でない。米国と異なり、内部出身者が多数を占めることが多いわが国の取締役会にその役割を期待することには無理がある。また、仮に社外取締役が多数を占めていたとしても、その取締役会に、買収条件を改善するための交渉の権限にとどまらず、買収そのものを困難にするような防衛策を認める権限まで付与していいかは疑問がある。結局のところ、社外取締役といえども取締役会の一員であり、敵対的買収の成功が、自己がこれまで支持してきた経営政策の否定であるという事実には変わらない。つまり社外取締役といえども、自尊心からその経営上の判断が歪められるという、支配権争いにつきものの利益相反から完全に逃れることはできないのである。

第 4 に、取締役会にも必ずしも信頼を置けないとすれば、その判断を審査す

---

<sup>115</sup> 川浜（1986b）388 頁。

<sup>116</sup> 柳川（2006）71 頁。

る裁判所に期待が寄せられることとなるが、その判断にも、果たしてどれだけの期待がかけられるものであろうか。敵対的買収に関する米国の裁判例を見る限り、裁判所の審査といっても、現実には取締役の属性（現経営陣と経済上、独立しているかどうか）と、外部の機関（投資銀行など）の意見を経たかといった、外形的な事実しか審査していない。付論でも述べるように、デラウェア州の判例は、結局は防衛策に対するチェック機能として、株主総会（委任状合戦による防衛策の除去可能性）に頼らざるをえなくなっている（司法審査も、実際には委任状合戦による除去可能性があるかどうかの点に集中している）というのが、現実のように思われる。

第 5 に、株主の利益となる買収が企業価値を低めるという現象は、（ 2 ）で述べたように確かに理論上は考えられるけれども、現実にどの程度存在するかについてはなお疑問が残る。日本における「人気」とは裏腹に、信頼の裏切り理論は、米国では実証的裏づけに乏しいとして、買収防衛策に関する議論においてはほとんど省みられてない<sup>117</sup>。他方、買収者の過誤によって企業価値が下がる買収が実現するという可能性を否定することはできない（経営判断には失敗がつきものである）。しかしこれとて、過誤は買収されない会社においても存在する以上、その可能性を理由に敵対的買収を水際で阻止するような防衛策を認める必要があるのか明らかでない。3 .（ 1 ）で述べたとおり、オークションのメカニズムの下で勝った買収者が、平均的に見ればもっとも効率的に当該企業を運営する可能性が高いという見地の方が、なお説得力を持っているように思われる。

第 6 に、支配権維持・確保目的での新株等の発行を認めることにより、敵対的買収の経営の規律効果（ 3 .（ 2 ）参照）を弱める効果も、無視できない。他国の状況は、わが国の法制を考える上では参考にしかないとはいえ、米国では近時、取締役の改選期をずらす期差取締役会（ライツ・プランと組み合わせることにより強力な防衛策になることが知られている）を置いている企業の市場評価（Tobin's Q で測った）が、そうでない企業と比べて有意に低いことを明らかにする実証研究が発表された<sup>118</sup>。本節で問題にしているような、買収そのものを困難にする防衛策（支配権維持・確保目的の新株等の発行もそれに含まれる）は、理屈の上では、従業員の人的資産形成を促すといった形で、事前には株主の利益ともなる可能性がある。しかし現実には、どうもその効果よりは、経営陣の保身（entrenchment）につながることのマイナス面の方が強く現れているように見える。

---

<sup>117</sup> この点に関し、田中（2006）281-286 頁。

<sup>118</sup> Bebchuk and Cohen (2005) pp.419-430.

#### (4) まとめとルールの変更の可否

(3) に述べた種々の問題点からすれば、デフォルト・ルールとして、支配権維持・確保目的での新株等の発行を本決定が許容するよりも広く認めることは、そのデメリットを上回るメリットが得られるとは、なお認めがたいと考える。

もっとも、以上に述べたことは、株主の事前の承認を得ることにより、本決定の認めるルールよりも広く取締役会の新株発行権限を認める可能性を否定するものではない<sup>119</sup>。実際、本決定のように、多くの議論を呼び異論も決して少なくないルールによって、日本中の上場会社が否応なく拘束されるとか、あるいは、もし将来の判例でこのルールが変更されれば(それも十分考えられる)、今度は新しいルールに日本中の上場会社が否応なく拘束されるとかというのは、逆に不自然な事態のように思われる。ただ、株主の合理的無関心や、なお残る(近年はむしろ増加傾向にある)株式持合いにより、一般株主にとっては不利な株主総会決議が承認されてしまう懸念はなお払拭できず、どのような形の決議であれば、株主の承認ありということが出来るか、なお検討の必要を感じている。

とはいえ、こうした事前のコミットメントを認めるには、最低限、これを定款の明示の規定として定めることとし、かつその決議の際に、株主が、反対することによって不利益とならないような状況下において賛成した状況が認められなくてはならないと考える。

今日、買収防衛策の多くが、定款の規定に基づかない株主総会の普通決議(いわゆる勧告決議)によって株主の「承認」を得たという体裁がとられているけれども<sup>120</sup>、そもそも取締役会設置会社の株主総会は、法令または定款の定めのない事項については決議する権限がないので、会社法上、こうした勧告決議にいかなる法的意味を認めうるのか、疑問である。また、取締役の候補者が防衛策を支持する旨を明示している中で取締役の選任決議を行ったことにより、防衛策自体についても株主の承認を得たこととしている会社もあるが、このような「承認」のとり方は、株主に対し、防衛策を承認するか、そうでなければ取締役の選任議案自体に反対するか(後者の場合、選任決議が否決され次期の取締役が決まらないという異常事態が発生する可能性がある)という二者択一を迫るものであり、株主に対して、反対しても不利益を被らないという状況で防衛策の賛否を求めたことにはならないというべきである。これらの方法によって株主の「承認」を得た防衛策に、「取締役会はステークホルダーの利益のた

<sup>119</sup> このようなコミットメントを事前に行うことにより、従業員等の人的投資のインセンティブを引き出すことができる可能性がある。田中(2007a)11頁。

<sup>120</sup> 買収防衛策の株主総会への付議状況については、藤本ほか(2007)37頁参照。

めに防衛策を行使できる」といった条項がたとえ含まれていたとしても、それについて株主の承認を得たということとはできないであろう。

おわりに

本稿では、多くの議論を呼んだニッポン放送事件について検討を試み、その判旨について、可能な限り合理的な解釈を試みるとともに、買収の強圧性と、支配権維持・確保目的での新株等の発行をどこまで認めるべきかという見地から、できるだけ詳細な検討を試みた。

本決定後も、残された問題は数多くある。1番の問題は、支配権維持・確保目的による新株等の発行を厳しく制約した本決定の立場が、具体的な資金調達目的を認定できる事例に対し、どのように適用されていくのかである。本決定の半年前に出されたベルシステム24事件決定では、既存の多数派株主（子会社保有分と併せて議決権の4割超を保有）の持株比率を半分にし、一挙に支配株主を作り出す新株発行が、具体的な業務提携に係る事業計画のための資金調達を目的にしており、かつ事業計画にも「一応の合理性」が認められるとして、差止めの仮処分を認めていない。しかし、業務提携に合理性があるという理由で支配権の交替に直結する新株等の発行が行えるということは、本決定が禁じているはずの、支配権争いにおいて誰が会社を運営すべきかを取締役会が決めることとほとんど同義のように思われる。もしニッポン放送事件決定以後も、ベルシステム24事件決定が維持されるのだとすれば、現在の判例法理は、資金調達目的の有無に伴い、支配権に関する決定を行う取締役会の権限が本質的に変わるという、いわば「二重の基準」を採用しているといわざるを得なくなる<sup>121</sup>。

しかし、権限分配秩序論の提唱者<sup>122</sup>とその批判者<sup>123</sup>の双方が主張するように、資金調達目的の有無による区別はいかにも形式的である。筆者は、両事件決定の間には、明らかなポリシーの対立があると思われ、その対立は、今後の判例により解消されなくてはならないと考えている。その際には、「支配権争いの帰趨は株主が決すべきである」という本決定の基本的なポリシーをどう評価するかが、ポイントになってくるだろう。

敵対的買収と防衛策の問題は極めて複雑かつ難解である。本稿は、多言を弄した割に、十分に説得的な立論を展開できなかったのではないかと、忸怩たる

---

<sup>121</sup> 太田（2005）383頁。

<sup>122</sup> 例えば、洲崎（1986b）726-727頁。

<sup>123</sup> 例えば、江頭（2005c）315-314頁。

思いがあるけれども、今後も、法制と実務の双方の展開に目を配りながら、より望ましい買収法制に関する考察を深めていきたい。

[後記] 脱稿後に、スティール・パートナーズ・ジャパン対ブルドックソース事件に接した(東京地決平成19年6月28日商事法務1805号43頁、東京高決平成19年7月9日商事法務1806号40頁、最決平成19年8月7日商事法務1809号16頁)。同事件では、本稿で論じた点にも直接かかわる問題が提起されており、本稿で言及することも考えられたが、既に長大となっている本稿の分析をさらに煩雑にする恐れもあり、結局、断念した。校正に当たっては、基本的に脱稿時の記述を維持し、詳細な分析は他日に期すこととした。ブルドックソース事件についての筆者の評価は、田中(2007b)(2007c)を参照されたい。

ただ、本稿を同事件の後に書いていたとすれば、本稿の記述も変わっていただろうと思われる点(とくに .6. 関する点)がいくつかあるので、ここではそれについて簡単に触れておきたい。すなわち、本決定(ニッポン放送事件抗告審決定)は、買収者が「真摯に合理的な経営を目指すものでない」ということを、支配権維持・確保目的の新株等の発行が例外的に許容されるための事情として認めている。ブルドックソース事件が出た今になってみると、この表現は、およそ支配株式を取得しようとする株主であれば会社を「経営」(日常的なマネジメントの意味で)する意思を持っていないことを前提にしているように解されかねない点で、問題があったように思われ、本稿でも本来、その点を指摘すべきであった。日常的な経営は現経営陣に任せつつ、会社が余剰資金を非効率にためこんでいるときにこれを株主に分配させるとか、あるいは負債比率を上昇させ、節税を図ると同時に経営陣・従業員の危機意識を高めるといった資本・財務政策を行うことによっても、株主価値は上昇する可能性があるからである。またそれに加えて、そもそも買収後の計画(経営・事業計画であれ資本・財務政策であれ)を明らかにすることは、現経営陣にその計画を先取りされて買収自体が困難になる可能性も考えれば、たやすく買収者に要求できることではないように思われる(田中(2007b)11頁)。そのことを考えれば、買収者が買収後の計画を明らかにしないことをもって、買収者が「濫用的」であると推認するとか、あるいは取締役会の判断で支配権維持・確保目的での新株等の発行その他の防衛策を行使することも、たやすく許容してはならないように思われる。

## 付論．本件にデラウェア州法が適用された場合の解決について

### 1．はじめに

本付論では、仮に本件（ニッポン放送事件）について、米国のデラウェア州法が適用された場合、いかなる解決がなされるかについて検討する。もとより、他国の法理がわが国の法律論において決定的となるはずもなく、筆者としても、デラウェア州法によれば本件の新株予約権発行は違法となるからといって（実際にそうなるというのが本付論の結論であるが）、直ちに本件も同様に解決すべきだと主張するつもりはない。とはいえ、敵対的買収と防衛策に関する判例を多く積み重ねてきた同州の法理は、わが国でも頻繁に引用されており、また本件においても、デラウェア州法を適用すればいかなる解決がなされるかは（少なくとも法律学者の意見書においては）一定の争点となっていたようである<sup>124</sup>。今後わが国において、例えばイギリスのシティ・コードのように、支配権取得について相当程度に厳格なルールを制定した上で、取締役会の判断による防衛策を禁止するといった抜本的な法改正がなされない限り、敵対的買収と防衛策の可否については、裁判例によるケース・バイ・ケースの判断の積み重ねという形で法形成がなされる可能性が高い。そうだとすれば、同様の方法で法形成を行ってきたデラウェア州法が、わが国の法律論において引き続き大きな影響力を持つ可能性は高いと思われる。このことから、本件がどのように解決されるかという具体的な問題意識の下に、同州法における買収防衛策の審査基準について検討することは、わが国の法制を考える上でも一定の意義があると考えられる。

周知のように、デラウェア州最高裁判所は、1985年のUnocal事件において、会社の政策または機能に対する危険が生じたと信じる合理的な理由（「脅威」の要件）があり、かつ防衛策がそうした脅威との関係で相当なものであること（「相当性」の要件）を要件として、敵対的買収に際して取締役会が防衛策をとることを認めた（Unocal基準）<sup>125</sup>。Unocal事件は、ライツ・プラン（ポイズ

---

<sup>124</sup> 本件で、差止請求を認めないという結論を支持する方向へデラウェア州法を援用する意見として、江頭（2005a）（第1意見書）464頁、江頭（2005b）（第2意見書）438-437頁、河本（2005）（第1意見書）458頁、森田（2005）333頁参照。逆に、請求を認める議論に同州法を援用するものとして、大杉（2005）446頁、Coffee（2005）pp.409-399 [邦訳・コフィー（2005）398-391頁]、中東（2005）330頁参照。

<sup>125</sup> Unocal Corp. v. Mesa Petroleum, 493 A.2d 946, 954-56 (Del. 1985). Unocal事件以前にどのような法理がとられていたかについては、前掲注13、14とそれに対応する本文参照。

ン・ピル)の設定を許容した、同じく 1985 年の Moran 事件<sup>126</sup>とあわせて、米国では取締役会が防衛策をとる権限を相当広く認めるものとして、わが国の議論に援用されることが多い<sup>127</sup>。しかしデラウェア州法の正確な理解のためには、こうしたいわば入口段階の一般論だけでなく、その一般論の下で、防衛策がどこまでの範囲で認められているのか、その限界を探求する必要がある。以下では、デラウェア州法における、防衛策の限界を画す諸法理 Revlon 義務、「排除的」または「強圧的」な防衛策の禁止、および Blasius 基準<sup>128</sup> について紹介、そしてこれらの法理に即すと、仮に本件にデラウェア州法が適用されたとすれば、ほぼ確実に、違法・差止めという結論が下されたであろうことを論じたい(2.ないし4.)。その上で、デラウェア州法の簡単な評価を述べて、結びとする(5.)。

## 2. 防衛策の限界を画す法理 Revlon 義務

防衛策の限度を画す法理の第1は、いわゆる Revlon 義務である。1986年の著名な Revlon 事件<sup>128</sup>において、デラウェア州最高裁は、取締役会が会社を売却に出すことを認めた後は、取締役の役割は、Unocal 基準の下で会社を守るというものから、「会社を売却して株主のために最善の価格を得ることを義務づけられた競売人」の役割に変化する旨、判示した<sup>129</sup>。この Revlon 義務がどのような場合に発動するか、および発動後の取締役の義務の内容は、1994年の QVC 事件<sup>130</sup>で敷衍し明確化された。それによれば、「会社が(a)会社支配権の変更(change in corporate control)または(b)会社の解体(bust-up)<sup>131</sup>をもたらすような取引に着手(undertake)したときは、取締役の義務は、株主が合理的に獲得しうる最善の価値を追求することになる。」(Revlon 基準)<sup>132</sup>。Revlon 義務は、主として、競合する買収者の一方を優遇するような取引(いわゆるロックアップ<sup>133</sup>)

<sup>126</sup> Moran v. Household Int'l, Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

<sup>127</sup> 例えば、松井(2004)198-208頁、森田(1989)4-5頁参照。

<sup>128</sup> Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

<sup>129</sup> *Id.* at 182.

<sup>130</sup> Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34 (Del. 1994).

<sup>131</sup> 「解体」とは、会社事業を分割して売ること(selling off pieces of the acquired company)である(Revlon, 508 A.2d at 181 n.12)。なお、80年代に興隆したレバレッジド・バイアウト(LBO)は、ときに解体型買収といわれて批判を招いたが、解体といっても、別に企業が跡形もなく消滅したわけではなく、多くは、複数の事業部門ごとにそれぞれの事業に特化した別企業へと売却されたことに留意すべきである。田中(2006)285頁注90。

<sup>132</sup> QVC, 637 A.2d at 48.

<sup>133</sup> 例えば、競合買収者の一方に対し、対象会社の資産を安価に譲り受けるオプション(資産ロックアップ)や、相当数の株式を安価に発行する株式ロックアップ、相当数の株式

を違法・無効とするという形で、機能してきた<sup>134</sup>。

Revlon 義務は、「会社」が上記の (a) または (b) の行為に「着手」しない限りは、発動しない。したがって、たとえ敵対的な買収者が全株式を対象にして公開買付けを仕掛けたとしても、会社の取締役会がこれを拒否して独立を保とうとする限り、防衛策は Revlon 基準ではなく、Unocal 基準の下で審査される<sup>135</sup>。しかし、「取締役会が経営陣に対し、第三者に買収されるための交渉をする権限を与えたとき」は、「会社を売却に出すことを認めた」ことになり、Revlon 義務が発動する<sup>136</sup>。

本件（ニッポン放送事件）では、A による Y の全株式の現金買収を目指す公開買付けについて、Y が賛同の意思表示を行っており、これによって Y 取締役会は、支配権移動をもたらす取引に「着手」と評価される<sup>137</sup>。したがって、仮に本件にデラウェア州法が適用されるとすれば、本件新株予約権発行は、Revlon 義務の下での審査に服したはずである。

もっとも Revlon 義務は、X の買付価格が A のそれよりも高いという一事をもって<sup>138</sup>、Y の取締役会が X による買収を支持することを義務づけるものではない。A による買収が全株式を対象としたものであるのに対し、X によるそれは部分買収であり、買収後に Y の少数派株式の価値が下落する可能性を含めて考えれば、トータルで見て、X の買収条件が A のそれより優るとはいいきれないからである<sup>139</sup>。しかし Revlon 義務は、取締役が「競売人」として、株主のた

---

を安価に発行する（株式ロックアップ）、取引不成立の場合に違約金を払う条項（ブレイクアップ・フィー）などがある。ロックアップ一般については、Coates and Subramanian (2000) 参照。

<sup>134</sup> 資産ロックアップを無効とした Revlon 事件 (*Revlon*, 506 A.2d at 183) のほか、資産ロックアップを無効とした *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261 (Del. 1989)、株式ロックアップを無効とした *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34, 48 (Del. 1993)、) 参照。これらの事例については、Coates and Subramanian (2000) pp.326-330 に分析がある。もっとも Unocal 基準の下でも、過度なロックアップは無効とされる可能性がある。3 . で後述する *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914 (Del. 2003) 参照。

<sup>135</sup> See, e.g., *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140, 1151 (Del. 1990).

<sup>136</sup> *Revlon*, 508 A.2d at 182.

<sup>137</sup> Coffee (2005) p.403 [邦訳・コフィー (2005) 394 頁].

<sup>138</sup> X (ライブドア) は、ToSTNeT-1 取引によって Y (ニッポン放送) の株式の 3 分の 1 以上を取得した後、さらに市場での買占めを続けたが、それらの買付価格は常に 6,000 円を超えており、A (フジテレビ) の公開買付価格 (5,950 円) を上回っていた。田中 (2005a) 434 頁。

<sup>139</sup> 江頭 (2005a) 464 頁。江頭憲治郎教授は、このことを理由にして、本件はそもそも Revlon 基準が適用されるような事件ではないと主張する (江頭 (2005a) 464 頁、江頭 (2005b) 438 頁)。しかし、デラウェア州法のより正確な理解は、本件でも Y は Revlon 義務に服しており、ただその義務の内容は、単純に買付価格が高い X の買収を支持するというも

めに合理的に期待できる最善の買収価格を得るべく行動するように要求する<sup>140</sup>。本件に即していえば、Yの取締役会は、XとAの双方の買収条件を比較・検討し、それらを自社の株主のためにさらに有利なものにできないかを検討する必要があった<sup>141</sup>。具体的には、本件ではXのとっている買収手法が強圧性を持つ恐れがあるため、Yの取締役会としては、Xと交渉し、2.(3)で説明したような、より強圧性の少ない公開買付けの方法をとるように求め、それによってXとAとの間でオークションを展開することが考えられた。その交渉の際に、新株予約権の発行を「脅し」として用いるXが買収条件の変更に応じないときは、Aやその他の第三者に新株予約権を発行すると警告することも、Revlon義務の下で許容される可能性はあったろう<sup>142</sup>。

ところが実際には、Y(ニッポン放送)はそのような交渉を一切せず、いきなりA(フジテレビ)に対して支配権を確保するに足るだけの新株予約権を発行し、直ちにオークションを終了させる行為に出ている。このような行為は、Revlon義務を尽くさないままオークションを終了させるようなロックアップを付与する行為を違法・無効とした、デラウェア州の諸事例と同様に<sup>143</sup>、Revlon基準の下で違法とされることは明らかだと思われる<sup>144</sup>。

### 3. 防衛策の限界を画す法理 「強圧的」または「排除的」な防衛策の禁止

前節では、本件でY(ニッポン放送)がとった防衛策が、Revlon義務の下で違法とされる可能性が高いことを論じた。本節では分析をさらに進めて、仮に本件の行為がUnocal基準の下で審査されるとしても、現在のデラウェア州法における同基準の内容に照らすと、なお違法とされる可能性が高いことを論じた。

1. で述べたように、Unocal基準は、「脅威」の要件と、「相当性」の

---

のではなく、本文で後述するような「競売人」としての役割を果たすことにある、というものだと思われる。

<sup>140</sup> *Revlon*, 508 A.2d at 182; *QVC*, 637 A.2d at 48.

<sup>141</sup> *QVC*, 637 A.2d at 48-49. 同事件では、このような検討を十分に行うことなく、競合する買収者の一方のために株式ロックアップ(前掲注133参照)およびノーショップ条項を締結したParamount社の取締役会の判断が信認義務に違反するとされ、その履行が差し止められた。

<sup>142</sup> Coffee教授は、本件でこのような手段をYがとれる可能性を示唆する。Coffee (2005) pp.404, 400 [邦訳・コフィー(2005)395、392頁].

<sup>143</sup> 前掲注134の諸判例参照。

<sup>144</sup> See Coffee(2005) p.400 [邦訳・コフィー(2005)392頁].

要件からなっているが、このうち、の相当性要件は、後の最高裁判例、特に Unitrin 事件<sup>145</sup>および Omnicare 事件<sup>146</sup>により、より具体的にされた。それによれば、防衛策が相当であるためには、当該防衛策が「強圧的 (coercive)」でも「排除的 (preclusive)」でもなく、かつ「相当性の範囲 (range of reasonableness)」に収まるものでなくてはならない<sup>147</sup>。注意すべきなのは、一般的には、防衛策の相当性は脅威との相関によって判断されるため<sup>148</sup>、強い脅威があればそれだけ強い防衛策が許容されることになるのであるが、「強圧的」<sup>149</sup>と「排除的」の要件は、そのようにして許容される防衛策の限界を画すものだという事である。敵対的買収が「脅威」であるという取締役会の判断がいかに合理的であっても、防衛策が「強圧的」または「排除的」であっては駄目なのである。

そして、「敵対的買付けに対する経営陣の支持する代替案を株主に対して強制することを目指した防衛策」は「強圧的」であり、「株主から一切の公開買付けを受ける権利を奪い、または委任状合戦を根本的に制約するかもしれないその他の方法により、買付者が支配権を追求することを排除する場合」、防衛策は「排除的」であるとされる<sup>150</sup>。筆者の見るところでは、結局この 2 つの基準の意味するところは、「買収者が対象会社の株主総会で勝つことによって<sup>151</sup>、防衛策を克服することができるかどうか」ということに尽きる。通常のライツ・プラン (ポイズン・ピル) は、買収者が委任状合戦によって対象会社の取締役を交替させ、新取締役会の決議でライツを消却させて買収を実現する手段が残されて

---

<sup>145</sup> Unitrin, Inc. v. Am. Gen. Corp., 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

<sup>146</sup> Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914, 935 (Del. 2003).

<sup>147</sup> Unitrin, 651 A.2d at 1387-88; Omnicare, 818 A.2d at 935.

<sup>148</sup> “[I]t [=a defensive measure] must be reasonable in relation to the threat posed.” Unocal, 493 A.2d at 955.

<sup>149</sup> 以下に説明するとおり、ここにいう「強圧的」とは、防衛策によって株主が現経営陣の提案を受け入れることを強制されることをいうのであり、これは本稿でこれまで述べてきた、買収手法の「強圧性」(株主が買収自体には反対であるにも関わらず、買収者に株式を売るような圧力を受けること)とは、使われる文脈も用語の意味も全く異なるものである。本稿ではこれを明らかにするために、Unocal 基準の下での防衛策の限度を画す意味で用いられる「強圧的」という用語は、常にかぎかっこ付きで表記することにする。それとの均衡上、「排除的」の用語もかぎかっこ付きで表記する。

<sup>150</sup> Unitrin, 651 A.2d at 1387; Omnicare, 818 A.2d at 935.

<sup>151</sup> デラウェア州法では、設立定款に別段の定めがない限り、株主の書面による同意によって、株主総会の決議に代えることができる。その際、仮に株主総会を開いていれば確実に決議を成立させるに足るだけの同意が得られればよい (8 Del. C. §228)。そこで、敵対的買収者としては、株主総会で委任状合戦を仕掛けるのに代えて、本規定に基づき株主の同意を得ること(「同意の勧誘 (consent solicitation)」と呼ばれる)により、対象会社の取締役の交替を図ることも少なくない。例えば、Bebchuk et al. (2002) p.911 で紹介されている、IBM 社による Lotus 社の買収事例参照。本稿では、買収者が同意の勧誘に成功することも、「株主総会で勝つ」ことに含めることにする。

いるから<sup>152</sup>、「強圧的」でも「排除的」でもない。これに対し、委任状合戦によって交替した取締役会には消却ができないと定められたライツ・プラン（デッドハンド・ピル）の場合、買収者は株主総会で勝っても買収を進められないから、「強圧的」で「排除的」だということになる<sup>153</sup>。

2003年のOmnicare事件では、2つの会社（Omnicare社とGenesis社）による買収合戦の対象となったNCS社の取締役会が、買収者の一方（Genesis社）との間で合併契約を結び<sup>154</sup>、その中で、NCS社の取締役会は無条件で合併契約を株主総会に提出する義務を負う（他の買収者からよりよい買収オファーが来てもその義務を免れない）旨を合意したが（取引保護条項）Genesis社は同時に、NCS社の支配株主兼取締役から、合併契約が株主総会に提出されたら必ず賛成する旨の同意（議決権拘束契約）をとりつけていた。これに対し、Omnicare社がNCS社に対して公開買付けをするとともに、NCS社とGenesis社間の合併の差止めを請求した。衡平裁判所は請求を棄却したが、最高裁は破棄自判した。本件の取引保護条項は、議決権拘束契約と相俟って、NCS社の株主をしてGenesis社との合併を受け入れることを余儀なくさせるものであり、それゆえ「強圧的」で「排除的」であって、違法・無効とされたのである<sup>155</sup>。

もっともデラウェア州最高裁は、防衛策を「強圧的」または「排除的」と認めるのにかなり慎重、見ようによっては消極的である。特に、1995年のUnitrin事件は、対象会社が自社株公開買付けによって、対象会社の取締役の保有株式比率を高めることにより（自己株式取得によって発行済株式総数が減少すると、

<sup>152</sup> そのような事例として、前掲注151で紹介した、IBMによるLotusの買収事例を参照。

<sup>153</sup> *Carmody v. Toll Brothers, Inc.*, 723 A.2d 1180, 1194-95 (Del. Ch. 1998). 委任状合戦により交替した取締役会は6ヶ月の間ライツを消却できないものとする、いわゆるスローハンド・ピルも、同様に違法・無効とされた（*Mentor Graphics, Corp. v. Quickturn Design Systems, Inc.*, 728 A.2d 25 (Del. Ch. 1998)）。もっとも、同事件の上級審であるデラウェア州最高裁は、Unocal基準違反は問題とすることなく、もっぱら、スローハンド・ピルが取締役会の「会社を経営する権限」(8 Del. C. §141(a))の侵害になることを理由に、無効とした（*Quickturn Design Systems, Inc. v. Mentor Graphics, Corp.*, 721 A.2d 1281 (Del. 1999)）。この判示は、ポイズン・ピルを設定し消却する権限は、設立定款（articles of incorporation; charter）に別段の定めがない限りは取締役会固有のものであり、株主総会が付属定款（by-law）により、ピルの設定を禁じたりその消却を命じたりすることはできないものと解される余地があり、活発な論争を呼んでいる。ただ、これは日本法とは異なる法的背景（デラウェア州法では、取締役会の提案なしには設立定款を変更できない）の下での論争であり、これ以上は立ち入らない。

<sup>154</sup> この合併は、Genesis社の株式を対価にするものであり、合併実現後も、統合会社が特定株主により支配されることがないため、いわゆる市場に支配が残る株式対価合併であって、この場合、Revlon義務は発動せず、防衛策はUnocal基準の下で審査される（*Time*, 571 A.2d at 1150-51; *QVC*, 637 A.2d at 46-48）。Coffee (2005) pp.403-402 [邦訳・コフィー (2005) 394-393頁]も参照。

<sup>155</sup> *Omnicare*, 818 A.2d at 935-36.

取締役の持株比率は23%から28%に上昇する) 敵対的買収に対抗しようとした、という事案であるが、デラウェア州最高裁は、このプランが実現しても、なお買収者が委任状合戦で勝利することが「数理的に不可能または現実的に達成不能 (mathematically impossible or realistically unattainable)」にならないことを理由に、防衛策を「排除的」であるとは認めなかった(自社株取得プランを差し止めた原判決を破棄差戻し)<sup>156</sup>。

とはいえ、本件(ニッポン放送事件)における防衛策については、デラウェア州最高裁といえども違法とすることを躊躇わないと思われる。本件新株予約権の発行が実現すると、AはそれだけでYの議決権の過半数を取得することになるから、X(とそれを支持する株主)がYの株主総会で勝つことは「数理的に不可能」になる。また、本件新株予約権発行は事前に何らの警告もなく行われ、しかも発行後すぐに行使できることになっているから<sup>157</sup>、Xは、委任状合戦によってYの取締役を交替させることにより、本件新株予約権発行を阻止するとか、発行後であればこれを消却するとかいった手段は全く与えられていない。したがって、本件新株予約権発行は、「敵対的買収に対して現経営陣の支持する買収案を株主に対して強制する」という意味で「強圧的」であり、「買付者が支配権を追求することを排除する」という意味で「排除的」である<sup>158</sup>。

よって、本件が仮にUnocal基準の下で審査されたとしても 現実にはRevlon基準が適用される可能性が高いことは、2.で述べたとおりであるが本件新株予約権の発行が差し止められる可能性は極めて高いといえる。

#### 4. 防衛策の限界を画す法理 Blasius 基準

デラウェア州法の下で、防衛策を行使する取締役会の裁量権限に限界を画す法理としては、もう1つ、Blasius基準を挙げなくてはならない。Blasius基準は、元来1988年のBlasius事件<sup>159</sup>において、下級審裁判所(衡平裁判所)が採用した基準であるが、後の判例、とりわけ2002年のMM Companies事件<sup>160</sup>において、

<sup>156</sup> *Unitrin*, 651 A.2d at 1388-89.

<sup>157</sup> 行使請求期間の初日は3月25日である。商事法務1726号53頁参照。

<sup>158</sup> See Coffee (2005) pp. 406-405 [邦訳・コーヒー(2005)396-95頁].

<sup>159</sup> *Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).

<sup>160</sup> *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.*, 813 A.2d 1118 (Del. 2003). MM Companies事件以前に、Blasius基準を適用し防衛策を違法とした事例として、付属定款で株主の臨時総会招集権等を制限するとともに、その付属定款の変更について、株主総会での特別多数決[出席議決権の60%以上の賛成]を要する旨を取締役会決議で定めたことについて、特別多数決条項を無効とする *Chesapeake Corp. v. Shore*, 771 A.2d 293 (Del. Ch. 2000)、第三者に対する新株発行の差止めを命じる *Commonwealth Associates v. Providence Health Care, Inc.*, C.A.

デラウェア州最高裁もこの基準を採用することを明確にしている。防衛策について Blasius 基準の適用が認められる場合、同基準に違反すれば、それはすなわち、当該防衛策は Unocal 基準にも違反するということになる<sup>161</sup>。

MM Companies 事件判決が述べた形で Blasius 基準を定式化すると、以下のとおりである。すなわち、「取締役会の行為が株主の議決権 (franchise) の行使に干渉またはこれを妨げることを主要な目的 (primary purpose) とするものであり、かつ株主が実効的に議決権を行使する十全かつ公正な機会が与えられない場合」には、Blasius 基準が適用される<sup>162</sup>。たとえ取締役会が、支配権の取得を目指す者が提示している事業計画が会社を害すると誠実に (in good faith) 信じ、これを防ぐために議決権の行使に干渉する手段をとったのだとしても、本基準の適用は免れない<sup>163</sup>。

そして Blasius 基準の下では、取締役会は自己の行為について、「やむにやまれぬ正当化事由 (compelling justification)」を立証しない限り、その行為は違法となる<sup>164</sup>。「やむにやまれぬ正当化事由」は、人種差別を合憲とするのに要求される事由に近く、極めて厳格であるため、事実上は Blasius 基準が適用されれば (違法であるとの) 結論が出たも同然であるとの評価がなされている<sup>165</sup>。

Blasius 事件を適用した具体例として、MM Companies 事件を紹介しておく。Liquid Audio (LA) 社は、MM Companies (MM) 社による買収の標的となっていたが、LA 社の取締役会の多数派はこれを拒否し、第三者 (Alliance Entertainment 社。以下 Alliance) との合併を追求していた。LA 社は、期差取締役会 (staggered board) を採用しており、来る株主総会では 5 名中 2 名の改選が行われることになっており、MM 社は候補者の提案を行っていた<sup>166</sup>。このような状況下で、LA 社の取締役会は付属定款 (by-law) を改正して、取締役の定員を 7 名とし、直ち

---

No. 13135, 1993 Del. Ch. Lexis 231 (Del. Ch. Oct. 22, 1993)、期差取締役会を有する子会社に事業をスピン・オフする行為の差止めを命じる Hilton Hotels Corp. v. ITT Corp., 978 F. Supp 1342 (D. Nev. 1997)も参照。

<sup>161</sup> *Id.* at 1130.

<sup>162</sup> *Ibid.*

<sup>163</sup> *Blasius*, 564 A.2d at 663 (原告株主の提案しているリストラクチャリング計画は健全な提案ではないように裁判所には思われるとし、被告会社の取締役会も誠実にそのように信じたと認めつつ、株主の多数派は、取締役会とは異なる考えを持つかもしれない以上、取締役会による株主の議決権行使への干渉を認めることはできないとしている); *MM Companies*, 813 A.2d at 1128-29.

<sup>164</sup> *Ibid.*

<sup>165</sup> *Chesapeake*, 771 A.2d at 319-20.

<sup>166</sup> 本件の防衛策 (内容は本文で後述) 採用後、実際に MM 社の提案する候補者が取締役に選任された。 *MM Companies*, 813 A.2d at 1125.

に 2 名を補充した<sup>167</sup>。原審の認定によれば、この行為の主要な目的は、仮に株主総会で MM 社が提案する候補者が選任された場合に、当該取締役の影響力を減少させることにあった<sup>168</sup>。原審は、このような行為について Blasius 基準の適用を否定し、Unocal 基準の下で適法な防衛策であると認めた。しかし、デラウェア州最高裁は、本件の防衛策は、取締役を選任する株主の権利の実効性 (effectiveness) に干渉しかつ妨害することを主要な目的とするものに他ならず、Blasius 基準を適用すべきであるとし、「やむにやまれぬ正当化事由」の立証がなされていないため、本件の付属定款変更およびそれに基づく取締役の増員を無効とすべきものとした<sup>169</sup>。

もっともデラウェア州最高裁は、株主総会の帰趨に対して現経営陣に有利な (敵対的買収者側に不利な) 方向に影響を与えるような防衛策の行使を、すべて「株主の議決権の行使に干渉またはこれを妨げることを主要な目的とするもの」と認めているわけではないようである。すなわち、MM Companies 事件判決は、先に紹介した Unitrin 事件についてコメントしており、この事件では、仮に自己株式取得プランが実現し、現職取締役の持株比率が 28% まで上がったとしても、なお「株主が委任状合戦で新取締役を選任して現取締役会に挑戦するのに十分な議決権を保持している」ことを理由に、Blasius 基準は適用されないとしている<sup>170</sup>。本基準が、日本の主要目的のルールと同様、取締役会の行為の

---

<sup>167</sup> デラウェア州会社法では、取締役に欠員が生じた (定員を増員したことにより欠員が生じた場合も含む) ときは、現職の取締役の多数決によって欠員を補充できる (8 Del. C. §223(a)(1))。

<sup>168</sup> *MM Companies*, 813 A.2d at 1126. この事件では、LA 社の取締役が、「MM 社の提案する取締役が選任されると、取締役会が敵対的な状況となって他の取締役の辞任を招き、それによって Alliance 社との合併が実現しなくなるリスクがあり、これを防ぐことが取締役増員の主要な目的である」旨を証言していた。 *Id.* at 1225-26.

<sup>169</sup> *Id.* at 1131-32. この判決から窺えることは、Blasius 基準は、単純に、株主が取締役の選任に関して議決権を行使できるかどうかを問題にしているのではなく、より実質的に、「誰に会社を経営させるか」を株主が決することができるかを問題にしているということである。取締役会が、定数を増やして欠員を現職の支持者で固めたとしても、ともかく株主は、総会で既定の員数 (2 名) の取締役を選任できる以上、形式的には株主の議決権への干渉・妨害はないということもできる (原審の判断はそうしたもののように思われる)。しかしより実質的に見ると、こうした行為は、株主総会の支持を得て選任される取締役の影響力を減少させ、ひいては、誰に会社を経営させるべきかについての株主の判断に対して干渉・妨害をしていることになるから、違法とされるわけである。これは、機関権限の分配秩序論の発想といえる。Mestmäcker がドイツに伝え (川浜 (1986a) 173 頁、川浜 (1987) 485 頁) 日本の有力学説 (森本 (1978)、洲崎 (1986b)、川浜 (1987)) に受け継がれた権限分配秩序論は、米国においては、Time 事件 (後掲注 184) による Interco 事件 (後掲注 183) の否定によっていったんは消滅したかに見えたが、その命脈はかろうじて Blasius 基準の中に引き継がれている、ということになるうか。

<sup>170</sup> *Id.* at 1130.

「主要な目的」という主観的な事情を要件としていることとも相俟って、本基準の適用範囲にはなお不明確な点が多いといえる<sup>171</sup>。

とはいえ、本件（ニッポン放送事件）は Blasius 基準が適用されることは疑いのないケースのように思われる。本件の新株予約権発行は、A に対し、その行使によって Y を支配するだけの議決権を得させるものであり、これが実現すれば、もはや X および他の（A 以外の）株主が「委任状合戦で新取締役を選任して現取締役会に挑戦するのに十分な議決権を保持」<sup>172</sup>することは全く不可能となる。しかも本件新株予約権発行は、「X 等の持株比率を低下させ、現経営者を支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主である A による Y の経営支配権を確保すること」を「主要な目的」として行ったものであると認定されている以上（[vii]）、その主たる目的は「株主の議決権の行使に干渉すること」にあると評価せざるを得ない。本件の新株予約権発行が、取締役の個人的利益を図るものではなく（[vii]）、むしろ「現経営陣・・・の支持す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」（[i]）ためであったということは、Blasius 基準の適用を否定するものではない<sup>173</sup>。そして本件のような新株等の発行が、Blasius 基準の適用を受け違法・無効となりうることは、1993 年の Province Health Care 事件で認められているところである<sup>174</sup>。

以上により、本件が仮にデラウェア州で起きたとすれば、Blasius 基準が適用され、「やむにやまれぬ正当化事由」 実際にはほとんど証明不能といわれる事由<sup>175</sup> がない限り、本件新株予約権の発行は差し止められることになるものと解される。

## 5 . おわりに デラウェアの判例法理へのコメント

---

<sup>171</sup> このような、目的（あるいは意図）に着眼するルールはやめて防衛策の効果（effect）に着目すべきであるとする見解として、Black and Kraakman (2002) p.565 参照。

<sup>172</sup> *MM Companies*, 813 A.2d at 1130.

<sup>173</sup> 前掲注 163 とそれに対応する本文参照。

<sup>174</sup> *Commonwealth Associates v. Providence Health Care, Inc.*, C.A. No. 13135, 1993 Del. Ch. Lexis 231, \*25-\*27 (Del. Ch. Oct. 22, 1993). この事件は、被告会社は従前から、現金出資により第三者から株式の発行を受けるための交渉を続けていたところ、原告株主により、被告会社の取締役を交替させるための同意の勧誘（前掲注 151 参照）が試みられたのを受け、急遽、取引条件を変更し、被告会社と当該第三者との間で新株を発行しあい、その結果、当該第三者は被告会社の 20% の議決権を所持することになり、しかも被告会社との間で、現取締役会の立場に反するような権利行使をしないという議決権拘束契約をした、というものである。裁判所は、以上の行為は Blasius 基準により違法とされる可能性が高いとし、被告会社が当該第三者に発行した株式について議決権にカウントすることの暫定的な差止めを命じた。

<sup>175</sup> 前掲注 165 と対応する本文参照。

筆者は別に、デラウェア州法が、買収防衛策に関してとりたてて合理的な基準を提供しているとは思っていないし、ましてそれをそのまま日本法に持ち込むことが望ましいと考えるものでもない。筆者から見て、同州の法理の 1 番の問題は、防衛策がどういう理由により、どの程度まで正当化されるのかについて、首尾一貫した論理を提供していないことである。

そもそも米国において、80 年代に敵対的買収と防衛策の当否が盛んに論じられたとき、まずもって問題にされたのは、Unocal 事件で試みられたような二段階買収（公開買付け成功後に、買付価格よりも低額の交付金組織再編を行う旨を予告して行う買収）であった<sup>176</sup>。Moran 事件でライツ・プランが適法とされたときも、それが強圧的な二段階買収という「脅威」に対する相当な対応であるということが理由として挙げられていたのである<sup>177</sup>。

しかしながら、米国の買収は、二段階買収が話題になった 80 年代でさえ、いわゆる 100 パーセント買収、すなわち、全株式を対象にし、かつ支配権を取得するに足るだけの応募がないときは撤回する旨の条件を付した公開買付けを行い、それが成功すれば、直ちに公開買付価格と同額で交付金組織再編を行う、というタイプの買収が主流であった<sup>178</sup>。90 年代に入ると、おそらくは証取法の規制<sup>179</sup>や、締出合併における支配株主の信認義務に関する判例法の蓄積<sup>180</sup>もあって、強圧的な二段階買収は全く影を潜め<sup>181</sup>、防衛策に関する裁判例に表れる敵対的買収の手法も、そのほとんどが 100 パーセント買収によるものとなる<sup>182</sup>。

---

<sup>176</sup> Unocal 事件では、現金による公開買付け後に、ジャンク・ボンドを対価とする合併が予告されていた。Unocal, 493 A.2d at 951.

<sup>177</sup> Moran, 500 A.2d at 1357.

<sup>178</sup> Gilson and Kraakman (1989) p.254 n.29 で紹介されている SEC の調査研究によれば、二段階買収は 1981 年から 1983 年にかけて行われた。

<sup>179</sup> William 法による、公開買付けに対する連邦証券法の規制（Williams Act, Publ. L. No. 89-439, 82 Stat. 454 (1968)(codified as amended at 15 U.S.C. §§78m(d)-(e), 78n(d)-(f)(2000))）自体が、買収者間の競争を通じてこの種の二段階買収の抑止に働く（Gilson and Kraakman (1989) p.254 n.29; Subramanian (2003) p.631）。また、連邦証券規則 13e-3（17 C.F.R. §240.13e (2006)）のゴーイング・プライベート取引に対する開示規制（二段階買収の 2 段階目の組織再編価格を 1 段階目の公開買付価格と同額にしない限り、取引の公正さに関する厳格な開示義務に服す）も、強圧的な二段階買収の抑止機能を持つ。

<sup>180</sup> See, e.g., Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983); Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc., 638 A.2d 1210 (Del. 1994). 支配権取引における支配株主の信認義務に関しては、Gilson and Gordon (2003) pp.787-804 を参照。また、デラウェア州以外の多くの州では、制定法による公正価格条項や支配権取得条項によって、強圧的な二段階買収は事実上、封じられていることにつき、Subramanian (2003) p.631 参照。

<sup>181</sup> Subramanian (2003) p.632 n.58.

<sup>182</sup> 本稿で引用している 90 年代以後のデラウェア州判例について見ると、Paramount 社によ

100パーセント買収の場合、公開買付けに応じなかった株主がそれによって不利な取扱いを受けることはないため、公開買付けに応じるような圧力（強圧性）を株主が受けることはない。もっとも、100パーセント買収であっても、対象会社の取締役会が、買収者との間で条件交渉を試みたり、あるいは敵対的買収に対する代替案を株主に呈示したりするために必要な時間だけ、ライツを維持することは、株主による適切な判断を可能にするという理由から、なお正当化できるかもしれない。しかしそれだけの時間が経過した後は、対象会社の株主に買収の是非を判断させるため、ライツは消却すべきなのではないか。1988年のInterco事件を初め、ライツの消却を命じた80年代後半のデラウェア州衡平裁判所の諸判例は、まさにこのような論理によっていたのであった<sup>183</sup>。

しかるにデラウェア州最高裁は、1990年のTime事件<sup>184</sup>において、上記の下級審裁判例を明示的に否定し<sup>185</sup>、「[対象会社である]Time社の株主が、[Time社の経営陣が賛同している]Warner社との事業結合がもたらす戦略上の便益についての無知ないし誤った信念に基づいて、[敵対的買収者である]Paramount社の現金対価の買付けに応じてしまうかもしれない」ということを理由に、防衛策

---

るTime社に対する公開買付け(Paramount Communications, Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140, 1147 (Del. 1990)) American General社によるUnitrin社の交付金合併の提案( Unitrin, 651 A.2d at 1368 ) Mentor Graphics社によるQuickturn Design Systems社に対する公開買付け( Quickturn, 721 A.2d at 1286 ) Chesapeake社によるShorewood社に対する公開買付け( Chesapeake, 771 A.2d at 312 ) Omnicare社によるNCS社に対する公開買付け( Omnicare, 818 A.2d at 927 )は、いずれも100パーセント現金買収を提案した事例である。ただし、Paramount Communications, Inc. v. QVC Network Inc., 637 A.2d 34 (Del. 1994)における、QVC社によるParamount社に対する買収オファーは、現金による51%の買付けと、それに続くQVC社の株式を対価とする合併を内容としており( id. at 40 ) 2段階目の合併の対価である株式の評価額いかんによっては、強圧性をもちうるものであった。See Subramanian (2003) pp.632-633.

<sup>183</sup> 「取締役会が代替案を探索もしくは設計したり、または株主のために[買収者と]交渉を試みたりするための合理的な機会を与えられた後まで、近時の発明である『ポイズン・ピル』を用いて、株主が強圧性のない買収オファーを受けようかどうかを実効的に選択する能力を奪うことを取締役会に認めることは、適切なコーポレート・ガバナンスについての広く享有された観念にあまりにも反するため、われわれの持つ会社法の正当性と権威を損なう恐れがあるように、私には思われる。」( City Capital Associates v. Interco, Inc., 551 A.2d 787, 799-800 (Del. Ch. 1988) (Allen, J.) ) Grand Metro. Pub. Ltd. v. Pillsbury Co., 558 A.2d 1049 (Del. Ch. 1988)も参照。

<sup>184</sup> Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1990).

<sup>185</sup> Id. at 1153. もっとも、否定の理由は、Interco事件(前掲注183参照)を初めとしたそれら下級審裁判例が「何が『よりよい』取引であるかについて、裁判所の判断を取締役会の判断に代替させている」( *ibid.* )という、全般的な外れのものである。Interco事件判決は、何がよりよい取引であるかの判断は、最終的には株主に委ねるべきだと強調しているのである。Interco, 551 A.2d at 799-800.

の行使を認めた<sup>186</sup>。このように、対象会社の株主による「無知ないし誤信」の可能性を防衛策の根拠として認めた結果、対象会社の取締役会は、非強圧的な買収オファーに対しても、特に期間の制限なく、ライツ・プランを用いてオファーを拒絶すること 　いわゆる“Just Say No” defense　が認められることになったと評されている<sup>187</sup>。

もっとも既に述べたように、敵対的買収者は株主総会（委任状合戦）によって対象会社の取締役を交替させることにより、ライツを消却して買収を進める道はある。この道をも塞ぐような防衛策、例えばデッドハンド・ピルは、「強圧的」で「排他的」であり、かつ Blasius 基準に反するものとして、無効とされる<sup>188</sup>。ライツの濫用を防ぐこのような安全装置もあって、米国では 90 年代以後も、敵対的買収はコンスタントに試みられているし、少数派ではあるが実現例も存在する<sup>189</sup>。とはいえ問題は、支配権争いの帰趨を決する舞台を、公開買付け（market）から株主総会（voting）へと移すのはなぜかについて、デラウェア州最高裁が何ら理由らしきものを示していないことである<sup>190</sup>。確かに、二段階買収のような強圧的な買収においては、株主の「売る」という判断は、買収に対する賛成を必ずしも意味しないから、ライツ・プランによりこれを止めることには一定の理由がある。その場合、取締役を交替させるために委任状合戦が行われたときは、株主は、株主総会で反対したからといって賛成者よりも不利に扱われるといったことを心配することなく、買収の是非を判断することが可能になる<sup>191</sup>。ところが、100 パーセント買収のような非強圧的な公開買付けにおいては、株主はもともと「売る」方向への圧力を受けたりしないから、株主の判断の中立性を確保するために判断の舞台を株主総会に移す理由はない。むしろ、株主総会の開催や委任状勧誘という追加的なコストを社会および買収者に負担させるだけデメリットでもあるといえる<sup>192</sup>。

---

<sup>186</sup> *Time*, 571 A.2d at 1153.

<sup>187</sup> See Allen and Kraakman (2003) p.530; Subramanian (2003) p.626.

<sup>188</sup> *Carmody v. Toll Brothers, Inc.*, 723 A.2d 1180, 1194-95 (Del. Ch. 1998).

<sup>189</sup> Bebchuk et al. (2002) p.930 の実証研究では、1996～2000 年の間に、定款で期差取締役会を設置している会社に対して行われた敵対的買収 45 件のうち、7 件が当該買収者により買収され、11 件は第三者により買収される結果となっている（残り 27 件は独立を維持）。また、同期間に期差取締役会のない会社に対して行われた 47 件の敵対的買収のうち、15 件は当該買収者により買収、16 件は第三者により買収される結果となっている（残り 16 件は独立維持）。

<sup>190</sup> この点は、Gilson (2001) が強く主張していることである。

<sup>191</sup> この点は、Bebchuk が委任状合戦を制約しない中でのライツ・プランの利点として挙げているところである（Bebchuk (2002) pp.981-986）。

<sup>192</sup> 支配権争いの決着の場として株主総会（委任状合戦）を嗜好するデラウェア州最高裁の立場を、総会の開催までの間に対象会社の取締役会が買収者と交渉を試みたり代替案を

しかも問題はそれだけではない。現在のデラウェア州最高裁は、支配権争いの帰趨を株主総会で決めるように強い一方で、その帰趨について取締役会がかなりの程度操作する（manipulate）余地を認めている。そのことは、買収者を排除した自社株買いによって現職取締役の持株比率を 28%まで高める防衛策を適法と認めた Unitrin 事件によく表れている<sup>193</sup>。この判決は、現職取締役の持株比率がそこまで高まったとしても、なお敵対的買収者は株主総会で勝てる見込みがあるから、防衛策は「排除的」でも「強圧的」でもない、というのである。しかし、買収者の勝つ見込みを奪うのはいけないが、多少は現職取締役に有利なようにハンディキャップをつけることはよいとするのはなぜかという理由は、説明されていない。

もっと奇妙なのは<sup>194</sup>、買収者が委任状合戦で勝利する見込みがあるという判断の理由として、判決が、「Unitrin 社の株式の 42%を機関投資家が所持し、しかも 20 の機関のみで 33%を所持している」ことを強調していることである<sup>195</sup>。このように機関投資家の持株比率が高いこと、そしてそれ以上に、「比較的集中した持株保有構造の故に、買収者が自己の立場の利点を[株主に]伝えることが容易になる」ため<sup>196</sup>、委任状合戦が十分起きうる状況にあるというのである<sup>197</sup>。

しかし、そもそも Unitrin 事件においては、買収者がプレミアム付きの 100 パーセント現金買収（つまり、何ら強圧性がかからないオファー）をかけているにも関わらず、最高裁は、Unitrin 社の株主が、無知ないし誤解の故に不十分な買収価格を受け入れてしまう恐れがあるという理由（1990 年の Time 事件のとき

---

提示するための「時間稼ぎ」を認めるものとして正当化することもできない。なぜなら、ライツの消却を命じた Interco 事件も、このような時間稼ぎ目的の限度でのライツの利用は認めているのであり（前掲注 183）、デラウェア州最高裁は、その判決を明示的に否定した上で、期限無限定のライツの利用を認めているからである。

また、他のステークホルダー（従業員など）が企業特殊的な投資を行うためのコミットメントの手段として防衛策を正当化することも、デラウェア州法においては困難である。なぜならデラウェア州法は、結局のところ、株主の利益（それも、買収時点の前には遡らない）に資する限度でしか、防衛策の行使を認めていないからである（Black and Kraakamn (2002) pp.527-528）。現在の敵対的買収のほとんどがそうであるように、オファーが 100 パーセント現金買収の場合、防衛策をとる理由は、買収価格が会社の内在的価値（intrinsic value; hidden value）に比べるとなお不十分であるという一点に絞られる。買収後の、敵対的買収者の事業計画の合理性は、デラウェア州では争点にはならない。

<sup>193</sup> 前掲注 156 と対応する本文参照。

<sup>194</sup> 以下、この段落と次に続く 2 段落の議論については、Chesapeake 事件における Strine 判事の意見（Chesapeake, 771 A.2d at 324-27）に多くを負っている。

<sup>195</sup> Unitrin, 651 A.2d at 1383.

<sup>196</sup> Ibid. n.33.

<sup>197</sup> Id. at 1383.

と同じ理由)で、防衛策の行使を認めているのである<sup>198</sup>。もしも Unitrin 社の株式が、比較的少数の機関投資家に保有されているために、「買収者が自己の立場の利点を株主に伝えることが容易」だというのであれば、Unitrin 社の取締役会が、自己の立場 現経営陣の下での株式の価値が市場で過少評価されており、それゆえ買収者のオファーを受け入れることは、現在の株価と比較すると有利に見えても、長期的には株主の不利になること を株主に伝えることはもっと容易ではないのか。そうであれば、取締役会がライツ・プランをもって、強圧性のない 100 パーセント買収をあえてストップさせ、その上さらに、買収者が委任状合戦でライツを克服することをも困難にするような防衛策(自社株買いプラン)をとることを認める理由がどこにあるのか<sup>199</sup>。買収者と取締役会がともに自己の立場を株主に伝え、その上で株主に選んでもらえば済むことではないか。

デラウェア州衡平裁判所の Strine 判事は、2000 年の Chesapeake 事件の判決の中で、Unitrin 判決に代表される判例法理が、株主の能力に関して「いささか調和させることが難しい (a bid hard to reconcile) 見方をとるに至っている」と評している<sup>200</sup>。思うにこのコメントは、立場上からする遠慮があるのだろう。筆者には、Unitrin 判決は「支離滅裂」と評価するのが適当なように思われる。つまり一方において、株主の無知や誤認を理由に、非強圧的な公開買付けに対する防衛策の行使を認め、他方において、株主が少数の洗練された投資家であることを理由に、防衛策は委任状合戦で克服可能だから相当性の範囲を超えないという。株主の能力に関する前提を、同一判決の中でこうも簡単に変える判旨の論理は、支離滅裂というべきであると思われる。

とはいえ、デラウェア州の最高裁が、下級審の裁判官からさえ(婉曲的であるが)支離滅裂と評される立場を維持しているのはなぜかということは、一考に値すると思われる。Time 事件後のデラウェア州最高裁は、もしも自己の立場を首尾一貫しようとするなら、簡単にそうする方法があった。つまり、もしも株主が、非強圧的な買収に際しても「無知ないし誤信」の故に誤った判断を下すおそれがあるというのであれば、株主総会(委任状合戦)においても誤っ

---

<sup>198</sup> *Id.* at 1385.

<sup>199</sup> さらに指摘しておかなくてはならないことは、Unitrin 事件において、敵対的買収者の買収手法が強圧性を持っていないのに対し、Unitrin 側の自己株式取得プランは強圧性を持っているということである。なぜなら、もし Unitrin 社のオファーが高すぎると株主が感じた場合、そのオファーが実現し、かつ買収も失敗すれば、自己株式取得によって会社の資産が過剰に流出し、Unitrin 社の残存株式の価値が下がる可能性が高いので、株主は持株を Unitrin 社に売るように動機づけられるからである。

<sup>200</sup> *Chesapeake*, 771 A.2d at 325. 他の箇所では、同じことを「分析上の緊張状態 (analytical tension)」と表現している (*id.* at 324)。

た判断を下す恐れがあるということになる。もしも前者に関して買収をストップさせる (just say no) ことができるなら、後者についても、取締役会は株主総会の帰趨そのものに干渉するような (それこそ、その帰趨そのものを決するような) 防衛策を行使できる、という見解もあり得たわけである。しかしデラウェア州の判例は、あえてそうせずに、究極的には買収の是非を株主が判断する道を残すという「一線」は維持しているように見える。

このようなデラウェア州の判例法理から、直ちに日本法の解釈について具体的な帰結を引き出すことはできないが、ともかくも示唆的であるということはいえる。筆者には、本件 (ニッポン放送事件) の裁判所は、買収防衛策に関する日本の法理の形成過程の第一段階で、デラウェア州法が紆余曲折の末に引いた一線を、いきなり超えた事件に出くわしたように見える。そして裁判所は、結論的にはデラウェア州法と同様に、当該の一線は超えてはならない旨を判示した。この一線の内側において、日本の法理がどのように形成されるかは、まだまだ未知数である。

## 参考文献

- 飯田秀総「公開買付規制における対象会社株主の保護」法学協会雑誌 123 巻 5 号 912-1023 頁 (2006) 井上光太郎・加藤英明『M&A と株価』(東洋経済新報社、2006)
- 岩倉正和・中島和穂「買収防衛策」川村正幸・布井千博『新しい会社法制の理論と実務(別冊金融・商事判例)』252-277 頁(経済法令研究会、2006)
- 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』(有斐閣、1995)
- 「東京地方裁判所民事第 8 部宛意見書」別冊商事法務編集部編『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送鑑定意見(別冊商事法務 289 号)』465-463 頁(商事法務、2005a)
- 「東京地方裁判所民事第 8 部宛意見書(その 2)」別冊商事法務編集部編『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見(別冊商事法務 289 号)』438-437 頁(商事法務、2005b)
- 「東京高等裁判所第 16 民事部宛意見書」別冊商事法務編集部編『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見(別冊商事法務 289 号)』316-314 頁(商事法務、2005c)
- 『株式会社・有限会社法(第 4 版)』(有斐閣、2005d)
- 『株式会社法』(有斐閣、2006)
- 大杉謙一「東京地方裁判所民事第 8 部宛意見書」別冊商事法務編集部編『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見(別冊商事法務 289 号)』450-439 頁(商事法務、2005a)
- 「今後のわが国における敵対的買収の可能性 解釈論」家田崇・五十嵐恵美子・梅田彰・大杉謙一・近藤浩・佐山展生・関口智弘・永沢徹・中東正文『M&A 攻防の最前線：敵対的買収防衛指針』95-136 頁(金融財政事情研究会、2005b)
- 「株式の大量取得行為に対する法的規制のあり方 買収防衛策と主要目的の将来」『江頭憲治郎先生還暦記念・企業法の理論(下)』1-48 頁(商事法務、2007)
- 太田洋「ニッポン放送新株予約権発行差止仮処分申立事件について」太田洋・中山龍太郎『敵対的 M&A 対応の最先端 その理論と実務』355-388 頁(商事法務、2005)
- 落合誠一「敵対的買収における若干の基本問題」企業会計 57 巻 10 号 4-12 頁(2005)
- 飯屋広郷「ライブドア vs ニッポン放送事件(東京高決平成 17・3・23 金判 1214 号 6 頁)」野村修也・中東正文編『M&A 判例の分析と展開』78-82 頁(経

済法令研究会、2007)

川浜昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動の規制(1~3・完)」民商法雑誌 95 卷 2 号 169-208 頁(1986a)、3 号 360-397 頁(1986b)、4 号 483-500 頁(1987)

河本一郎「東京地方裁判所民事第 8 部宛意見書」別冊商事法務編集部編『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見(別冊商事法務 289 号)』459-456 頁(商事法務、2005)

神田秀樹「東京高等裁判所第 16 民事部宛意見書」別冊商事法務編集部編『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見(別冊商事法務 289 号)』313-309 頁(商事法務、2005)

『会社法(第 8 版)』(弘文堂、2006)

企業価値研究会「企業価値報告書」別冊商事法務編集部編『企業価値報告書・買収防衛策に関する指針(別冊商事法務 287 号)』17-119 頁(商事法務、2005)

黒沼悦郎「東京地方裁判所民事第 8 部宛意見書」別冊商事法務編集部編『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見(別冊商事法務 289 号)』418-415 頁(商事法務、2005)

穴戸善一「会社支配権と私的財産権 第三者割当増資再論」黒沼悦郎・藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念・企業法の理論(上)』377-413 頁(商事法務、2007)

コフィー、ジョン、C、ジュニア「東京地方裁判所民事第 8 部宛意見書」別冊商事法務編集部編『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見(別冊商事法務 289 号)』398-391 頁(商事法務、2005)

洲崎博史「不公正な新株発行とその規制(1~2・完)」民商法雑誌 94 卷 5 号 561-597 頁(1986a)、6 号 721-746 頁(1986b)

関根武「ライツプランの類型化における検討過程と課税上の取扱い」商事法務 1746 号 15-25 頁(2005)

田中亘「東京地方裁判所民事第 8 部宛意見書」別冊商事法務編集部編『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見(別冊商事法務 289 号)』436-433 頁(商事法務、2005a)

「ステークホルダーとガバナンス 会社法の課題」企業会計 57 卷 7 号 52-58 頁(2005b)

「敵対的買収に対する防衛策についての覚書」武井一浩・中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』245-310 頁(商事法務、2006)[初出・民商法雑誌 131 卷 4・5 号 622-650 頁、6 号 800-840 頁(2005)]

「ステークホルダーとコーポレート・ガバナンス 会社法の課題」神田秀樹・財務省総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』1-25 頁(金融財政事情研究会、2007a)

- 「ブルドックソース事件の法的検討(上・下)」商事法務 1809号 4-15頁(2007b) 1810号 15-28頁(2007c)
- 中東正文「東京高等裁判所第16民事部宛意見書」別冊商事法務編集部編『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見(別冊商事法務 289号)』330-327頁(商事法務、2005)
- 藤田友敬「ニッポン放送新株予約権発行差止事件の検討(上・下)」商事法務 1745号 4-12頁(2005a) 1746号 4-14頁(2005b)
- 藤縄憲一「再検証・日本法下の買収防衛策論 取締役会導入型防衛策の可能性と限界」商事法務 1755号 30-36頁(2006)
- 藤本周・茂木美樹・佐々木真吾・谷野耕司「敵対的買収防衛策の導入状況 2007年6月総会を踏まえて」商事法務 1809号 31-46頁(2007)
- 松井秀征「取締役の新株発行権限(2・完)」法学協会雑誌 114巻6号 671-724頁(1997)
- 「敵対的買収に対する対抗策の基礎」武井一浩・太田洋・中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』181-208頁(商事法務、2004)
- 森田章「第三者割当増資と経営判断」商事法務 1198号 1-7頁(1989)
- 「東京高等裁判所宛意見書」別冊商事法務編集部編『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見(別冊商事法務 289号)』333-331頁(商事法務、2005)
- 森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢 104巻2号 1-27頁(1978)
- 吉本健一「会社支配権争奪と新株発行」家近正直編『現代裁判法大系(17)』395-406頁(新日本法規出版、1999)
- 柳川範之『法と企業行動の経済分析』(日本経済新聞社、2006)
- M&A 法制度研究会『M&A フォーラム「M&A 法制度研究会」報告書』(商事法務研究会、2006)
- Allen, William T., and Reinier Kraakman, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, Aspen (2003)
- American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, West Pub. Co. (1994)
- Bebchuk, Lucian Arye, “Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers,” *Harvard Law Review*, Vol.98, No.8, pp.1693-1808 (1985)
- , “Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.109, No.4, pp.957-993 (1994)
- , “The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers,” *University of Chicago Law Review*, Vol.69, No.3, pp.973-1035 (2002)
- , John C. Coates IV, and Guhan Subramanian, “The Powerful Antitakeover

- Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy,” *Stanford Law Review*, Vol.54, No.5, pp.887-951(2002)
- , and Alma Cohen, “The Costs of Entrenched Boards,” *Journal of Financial Economics*, Vol.78, No.2, pp.409-433 (2005)
- Black, Bernard, and Reinier Kraakman, “Delaware’s Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value,” *Northwestern University Law Review*, Vol.96, No.2, pp.521-566 (2002)
- Coates, John C. IV, and Guhan Subramanian, “A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory and Evidence,” *Stanford Law Review*, Vol.53, No.2, pp.307-396 (2000)
- Coffee, John C. Jr., “Opinion to Tokyo District Court,” 別冊商事法務編集部編 『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見（別冊商事法務 289号）』 409-399頁（商事法務、2005）
- Easterbrook, Frank H., and Daniel R. Fischel, “Corporate Control Transactions,” *Yale Law Journal*, Vol.91, No.4, pp.698-737 (1983)
- Gilson, Ronald J., “A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers,” *Stanford Law Review*, Vol.33, No.5, pp.819-891 (1981)
- , “Unocal Fifteen Year Later (and What We Can Do About It),” *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol.26, No.2, pp.491-513 (2001)
- , and Bernard S. Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions* Chaps.18, 19, 23 & 24, Foundation Press (2nd ed. 1995 & Supp. 2003)
- , and Jeffery N. Gordon, “Controlling Controlling Shareholders,” *University of Pennsylvania Law Review*, Vol.152, No.2, pp.785-843 (2003)
- , and Reinier Kraakman, “Delaware’s Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to the Proportionality Review?” *Business Lawyer*, Vol.44, No.2, pp.247-274 (1989)
- Grossman, Sanford, and Oliver Hart, “Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of Corporation,” *Bell Journal of Economics*, Vol.11, No.1, pp.42-64 (1980)
- Jensen, Michael C., “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review*, Vol.76, No.2, pp.323-329 (1986)
- Subramanian, Guhan, “Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses,” *Yale Law Journal*, Vol.113, No.3, pp.621-686 (2003)