

東京機械製作所事件が提起した問題と新「J-Pril」の提案

カーティス・ミルハウプトスタンフォード大学教授
六戸善一 武蔵野大学教授・一橋大学名誉教授

一 はじめに

本稿は、日米の会社法研究者である筆者ら二人が、昨年末に公表された東京機械製作所事件東京高裁決定・最高裁決定に接して強い違和感を共有したことを発端として、敵対的企業買収および買収防衛策に関する日米英の法制度を比較法的観点から検討し、議論を重ねた末の論考である。

東京機械製作所事件は、これまでの日本における買収防衛策とその規制の歴史の産物であるとともに、買収者に対する公開買付規制と対象会社の経営陣に対する買収防衛策規制の問題点を浮き彫りにしたものである。

かつて真摯な買収提案が少なかった時代には、裁判所も現経営陣の判断で敵対的買収を阻

止することを是認してきたが、二〇〇五年のニッポン放送事件以降、買収防衛策の導入・発動には株主の承認を得ることが求められるようになった。その結果、事前警告型買収防衛策の平時導入が広まり、持合い強化のインセンティブにもつながった。二〇一三年の「コーポレートガバナンス改革」以降は、持合い・買収防衛策に対する機関投資家の反対が強まって、持合いの解消が進み、買収防衛策を廃止する企業も増加し、ほぼ同時期に、株主アクティビズムの動きが活発となった。そのような日本のコーポレートガバナンスの大きな変化を背景に、二〇二一年には有事導入型買収防衛策の有効性が争われた三件の下級審裁判例が相次いで公表され、買収防衛策が有効と認められるためには、いずれかの段階で株主の承認を得る必要があるという方向性が強く打ち出された。

以上のような歴史的背景の中で、二〇二一年の後半に発生したのが東京機械製作所事件（東京高裁令和三年一月九日・最終令和三年一月一八日資料版／商事法務四五三九七頁）（以下「本件」という）である。本件は、買収者が、日本の公開買付規制および大量保有報告制度を遵守しながら、株式市場を通じて短期間のうちに四〇％近い株式を買付けたのに対し、対象会社の取締役会が、利害関係のない出席株主の議決権の過半数（いわゆるMOM（注一））による承認を事後的に得ることを条件として有事導入型買収防衛策を導入・発動したことを、東京高裁および最高裁が適法と認めたケースである。

本件大量買付けは、日本の法制度が許容する範囲内で行われたものではあったが、一般株主に対する強圧性を有するものであり、対象会社の取締役会が買収防衛策を導入・発動する決定をしたことは是認できる。ニッポン放送事件に始まり、二〇二一年の三件の下級審裁判例に至る判例の流れの中で取締役会が株主の承認を得る必要があると考えたと、また、本件においてはすべての株主の議決権の過半数の賛成を得ることがきわめて困難であったことを勘案すると、対象会社の取締役会が、MOMによる事後的な承認を条件とする買収防衛策を導入・発動したことはやむを得ない措置であり、筆者らも、本件差別的行使条件付新株予約権無償割当てに対する差止めを認めなかった東京高裁決

定・最高裁決定（以下「本決定」という）の結論には賛成する。

しかし、筆者らは、本決定は、MOMによる承認を条件とした買収防衛策を一般的に有効とした判例ではなく、本件のような特殊な事例において緊急避難的な措置としてMOMを認めたと例外的な司法判断であると解すべきであり、今後の日本の買収防衛策実務は、MOMを用いず敵対的企業買収に関する諸問題を解決する方向を追求すべきであると考ええる。

MOMを支配権争いの局面で用いることは、現経営陣の保身のために濫用される危険が大きく、資本多数決というコーポレートガバナンスの基本原則に反する不適切なものである。買収防衛策の導入・発動を有効とするためにMOMが用いられるようになれば、経済合理的な支配権市場の形成が阻害されることになりう。

筆者らは、買収防衛策の導入・発動が認められ得る強圧性には、本件のような、買収の手法が一般株主に売り急ぎを強いるような「構造的強圧性」と、ブルドックソース事件で問題となったような、買収提案が企業価値を毀損する「実質的強圧性」の二つの類型があると考え（注二）。両者を区別することによって、濫用のリスクが高いMOMを用いず「構造的強圧性」から一般株主を保護し、「実質的強圧性」があるか否かの判断についてすべての株主の意思を問うことで、長期的な企業価値の増大につ

目次

- 一 はじめに
- 二 日本における買収防衛策とその規制の歴史
 - 1 主要目的のルール
 - 2 ニッポン放送事件と企業価値防衛指針
 - 3 事前警告型買収防衛策
 - 4 ブルドックソース事件
 - 5 コーポレートガバナンス改革の進展
 - 6 有事導入型買収防衛策をめぐる二〇二一年の下級審裁判例
- 三 東京機械製作所事件
 - 1 事案の概要
 - 2 抗告審の判旨
- 四 東京機械製作所事件抗告審決定の批判的検討
 - 1 本件大量買付行為の強圧性
 - 2 MOM要件の是非
 - 3 強圧性の二つの類型——「構造的強圧性（structural coercion）」と「実質的強圧性（substantive coercion）」
 - 4 強圧性の有無の判断を誰に委ねるか
 - 5 本決定の射程
 - 6 MOM濫用の危険
 - 7 株主が判断すべきこと、裁判所が判断すべきこと
- 五 新「J-Pril」の提案
 - 1 一〇％～一五％のトリガー
 - 2 構造的強圧性
 - 3 実質的強圧性／企業価値
 - 4 構造的強圧性と実質的強圧性の判別と買収防衛策の選択
- 六 おわりに

ながるボイズン・ビル（以後、「新「J-Pril」という）の提案を行う。

新「J-Pril」は、「構造的強圧性」の脅威に対しては、MOMによる承認を必要とせず取締役会決議による買収防衛策の導入・発動を認め、「実質的強圧性」の脅威に対しては、買付者を含むすべての株主の議決権行使による買収防衛策の発動の承認を求めるものである。このようなボイズン・ビルが用いられるようになれば、一般株主の保護と資本多数決原則の両立が可能になるとともに、MOMが濫用されるリスクを避けることができる。

以下二において、本件に至るまでの日本の買収防衛策と、それに対する規制の歴史を、その背景にあるコーポレートガバナンスの変遷とともに概観する。三において、本件の事案の概要と抗告審決定の判旨を紹介する。四では、本件抗告審決定の批判的検討を通じて、強圧性を有する買付方法から一般株主をいかに保護すべきかという問題、買収防衛策の導入・発動を適法とするためにMOMを用いることの問題点を、比較法的に考察する。次に、強圧性には二つの類型があり、類型ごとに強圧性の有無の判断を誰に委ねるべきかが変わり得るとする視点を提示する。その上で、あらためて、買収防衛策に関してMOMが濫用的に用いられる危険に対する注意を喚起し、本件抗告審決定の射程を限定する必要があること、日本の買収防衛策に関す

る判例原則である株主の意思を問うことの意味を問い直す必要があると主張する。以上の考察に基づき、五では、日本の判例に適合し、一般株主の保護と経済効率的な支配権市場の発展の両立が可能な、二つの類型の強圧性に応じた買収防衛策の設計を提案する。六は結論である。

二 日本における買収防衛策とその規制の歴史

1 主要目的のルール

新株予約権が一般的に利用できるようになったのは平成一三(二〇〇二)年商法改正によるものである。それ以前の日本の買収防衛策は、平時からの予防策としての株式相互持合いと有事の防衛策としての第三者割当増資であった。日本の経営者は、近時に至るまで、経営権の安定化装置としては何の制約もなく株式相互持合いを用いることが可能であったし、支配権争いが顕在化した後に取締役会決議のみでホワイトナイト等に対して第三者割当増資を行うことが比較的自由にできた。

後者については、現経営陣の経営支配権の維持を主要な目的として第三者割当増資が行われる場合には不正発行となり、その発行等の差止めが認められるとする「主要目的のルール」と呼ばれる判例理論が定着しているが、実際の運用

用においては、現経営陣が資金調達目的を主張する場合には不当目的達成動機が優越していたとは認定しない傾向が強く(注三)、日本の裁判所は支配権争いが生じた場合において現経営陣に好意的な対応をとっていた。

2 ニッポン放送事件と企業価値防衛指針

このような判例の傾向を大きく変え、いわば日本における買収防衛策の現代史の幕を開けたのが二〇〇五年のニッポン放送事件(東京高決平成一七年三月三日判例時報一八九号五六頁)である。東京高裁は、主要目的のルールに基づきながら、当該新株予約権発行は支配権の維持を主要な目的とするものであると認定し、その発行を差し止めた。東京高裁は、ライブドアによる買収は企業価値を損なうというニッポン放送の経営陣の主張は「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」と明示し、企業価値の判断をするのは、原則として株主であって裁判所ではないという、その後の判例に引き継がれる基本的な考え方を示した(注四)。

ニッポン放送事件の直後に、経済産業省と法務省が共同で「企業価値防衛指針」を公表し、買収防衛策は企業価値の確保・向上のために許容されるが、当該買収が企業価値を向上させるか毀損させるかは株主が判断すべきものである

り、買収防衛策の導入・発動は株主の意思を踏まえたものでなくてはならないというガイドラインを提示した(注五)。

3 事前警告型買収防衛策

ニッポン放送事件東京高裁決定および企業価値防衛指針を機に、日本においてさまざまな平時導入型買収防衛策が導入され始めた。防衛策の導入時に新株予約権を全株主に実際に無償割当てする、アメリカ型のライツ・プランに近いものも試みられたが、日本では、新株予約権が株式に随伴して移転する仕組みは作れないと解されているため、有事の際の株主と新株予約権者は異なったものとなり、買収者以外の株主も損害をこうむるという理由で新株予約権の発行が差し止められた(ニレコ事件(注六))。その後、日本における買収防衛策は、事前警告型買収防衛策と呼ばれる大規模な株式取得を行うとする買収者に、一定の情報提供と一定の考慮期間を確保することを要求し、買収者がその手続に従わない場合には、差別的行使条件付新株予約権無償割当て等の対抗策を発動することをあらかじめ公表する仕組みが主流となった。

4 ブルドックソース事件

二〇〇七年のブルドックソース事件(最決平成一九年八月七日民集六一巻五号二二二五頁)では、アメリカの投資ファンドが全株式を対象とする本決定のプロローグとなった三つのケースに関する下級審決定を簡単に紹介する。
日邦産業事件(注九)では、事業会社による、取得予定株式数が二七・五七%と低い公開買付けに対して、定時株主総会決議によって導入されていた事前警告型買収防衛策を取締役会が発動したことが適法であると認められたが、実質的には有事導入型買収防衛策に当たったものであった。発動の具体的な手続を特定した事前警告型買収防衛策を株主総会が承認していた場合であれば、新株予約権の発行を取締役会の判断で行っても株主の意思に沿った買収防衛とみなすという判断が行われたものと評価されている(注一〇)。

日本アジアグループ事件(注一一)は、投資ファンドが、全株式に対する二段階目の価格保証をした公開買付けを行うと発表したことを受けて、取締役会決議のみによる防衛策の導入と差別的行使条件付新株予約権の発行が行われたケースで、差止めの仮処分が認められたものである。対象会社側が株主の意思を確認するための防衛策であると主張しているにもかかわらず、具体的な総会招集も予定されておらず、日程も決まっていなかったことが、防衛策の適法

する現金対価の株式公開買付けを開始したことに対抗して行われた株主総会の特別決議に基づく差別的な内容の新株予約権無償割当てを、最高裁判所が適法と認めた。これは、企業価値の毀損を理由とした有事の買収防衛策の導入・発動を認めたものであるが、最高裁は、特定の株主による経営支配権の取得が企業価値を毀損するかどうかの判断は、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきであるという、その後の判例によって繰り返し引用される原則を確立した。

5 コーポレートガバナンス改革の進展

ブルドックソース事件最高裁決定後は、経営支配権の攻防をめぐる目立った動きはみられず、開きかけた日本の支配権市場の幕が閉じたかと思われたが、水面下で大きな変化が起こっていた。リーマン・ショックによってさらに体力を失った金融機関による持合株売却の動きが加速し、その受け皿として海外機関投資家が保有比率を伸ばし、二〇一〇年には全上場企業株式の三〇%以上を保有するに至った。二〇一三年に始まった安倍政権による「コーポレートガバナンス改革」の影響は大きく、二〇一四年のスタンダードシッフ・コードと二〇一五年のコーポレートガバナンス・コードは、「政策保有株式」の解消の方向に圧力をかけるとともに買収防衛策にも批判的な姿勢をとり、海外のみ

ならず国内の機関投資家も持合い解消を求め、買収防衛策の導入・更新に反対票を投じるようになった。その結果、多くの上場企業が平時導入型買収防衛策を維持することが困難になり、二〇二〇年末時点で買収防衛策を導入している企業の数は二八一社と、ブルドックソース事件後の二〇〇八年末に比べ半減している(注七)。すなわち、持合比率および安定株主比率は減少の一途をたどり、平時導入型買収防衛策も維持できないとなると、いわば「丸腰」に近い状態といえ、以前に比べて、日本の上場企業の多くが敵対的買収の試みに対して脆弱になっている。さらに、日本の上場企業は、東証一部上場企業といえども、アメリカの上場企業と比べて時価総額が低い企業が多く、アクティビスト株主にとって、格好の標的が多数存在する状況といえる。二〇二一年に有事導入型買収防衛策に関する重要な司法判断が相次いだのは決して偶然ではない(注八)。

6 有事導入型買収防衛策をめぐる二〇二一年の下級審裁判例

二〇二一年は、二〇〇五年と並んで、日本の買収防衛策の歴史的な転換点と評価されることとなる。平時に事前警告型買収防衛策を導入していない時価総額の低い上場企業を標的としたアクティビスト株主による敵対的買収の動きが相次ぎ、標的とされた企業が有事導入型買収

性が認められなかった決定的な理由ではないかと評価されている(注二一)。

富士興産事件(注二三)は、投資ファンドが、MBOの提案をしていたが、なかなか進展しなかったので公開買付けを開始したのに対して、取締役会が、独立委員会の勧告に基づいて、約二週間後に開催予定の定時株主総会における承認を新株予約権の効力発生条件として差別的行使条件付新株予約権を発行する防衛策の適法性が認められたケースである。公開買付けの手法は日本アジアグループ事件におけるものと近似していたにもかかわらず、裁判所がその強圧性を否定できないとした点については批判もある(注二四)。

三 東京機械製作所事件

二〇二二年に立て続けに出された、以上のような有事導入型買収防衛策に対する司法判断の後には本決定が出されたが、株主による承認を事後のMOM決議で足りるとした点で、従来の判例の流れを大きく転換するものであり、今後の買収防衛策の実務に与える影響はきわめて大きいものと思われる。

1 事案の概要

アジア開発キャピタル(X)および同社の子会社であるアジアインベストメントファンド

(X) (以下「X」という)は、東証一部上場企業である東京機械製作所(Y)の株式を市場内取引によって短期間に大量に取得した。これに対して、Yは有事導入型買収防衛策の導入およびそれに基づく差別的取得条項付新株予約権無償割当てを取締役会決議のみで決定したが、株主意識確認総会における非利害関係出席株主の議決権の過半数(いわゆるMOM要件)による本件措置の発動に関する承認決議がなされない場合には本件新株予約権無償割当てを中止することとしていた。

本件株主意識確認総会において、Xらおよびその関係者とYの取締役およびその関係者を除く出席株主の議決権総数の約七九%の賛成で本件承認決議がなされ、Yは本件新株予約権無償割当てを開始した。Xらは、本件新株予約権無償割当てが株主平等原則に違反し、著しく不公正な方法によるものであるとして、その差止めを求めて仮処分の申立てを行った。

原審は、Xらおよびその関係者も意見を述べた機会があった本件株主意識確認総会において、XらによるY株式の買付行為によって相応に強圧性を受けるXら以外の株主のほとんどが、本件買付行為について適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保できないことにより会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されると判断したものであり、当該判断にその正当性を失わせるような重大な瑕疵は認められず

株主平等原則に反しないとし、また、本件新株予約権無償割当ては経営支配権の維持を主要目的にするものとは推認できず著しく不公正な方法によるものとはいえないとして、Xらの請求を却下した。Xらはこれを不服として抗告した。

2 抗告審の判旨

抗告棄却

(1) 「著しく不公正な方法」によるものか否か
 抗告審では、本件新株予約権無償割当てが「著しく不公正な方法」により行われたか否かに関して、MOM要件による決議の適法性が争われたが、抗告審は、Xらのいずれの主張も否定し、本件新株予約権無償割当ては著しく不公正な方法によるものではないとした。

「本件株主意識確認総会において、Xらの持株比率は約四〇%であって、半数を超えておらず、本件議案は、本件非利害関係出席株主の議決権総数の約七九%……の賛成を得て可決されたものであるから、XらによるY株式の上記買付行為によって強圧性を受けるXら以外の株主の大多数において、当該株主がXらによるY株式の上記買付行為について適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保することができないことが、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害することになり、それを防止するために本件対抗措置を発動することが必要と判断したものである」ということができる。

A MOM要件は一株一議決権原則に反するか
 「本件株主意識確認総会は、Xら及びその関係者並びにYの取締役及びその関係者以外の、株式の売却の判断において強圧性が問題とされる株主において、適切な判断を下すための十分な情報と時間が確保できないことがYの会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることになるか否か、また、本件対抗措置の発動の要否について、その意向を確認するためのものであり、そのような株主総会の性質及び目的に照らすと、Xら及びその関係者に議決権を行使させることは適切とはいえず、また、その当時のXらの持株比率が過半数に達していなかったことも踏まえると、MOM要件によって本件株主意識確認総会における株主意識の確認の手続が、一株一議決権の原則を定める会社法三〇八条一項に反し許されないということではない。」

イ MOM要件はブルドックス事件最高裁決定に反するか
 「平成一九年最決の事案は、取締役会設置会社社が、TOBによる株式買付けに対し、本来、取締役会決議で決定すべき新株予約権無償割当てについて、定款変更によって株主総会の特別決議事項とした上で、株主総会の決議に基づき新株予約権無償割当てが実施された事案であるところ、本件は、Y取締役会において決議された有事導入型買収防衛策である本件対応方針に

基づく本件対抗措置を発動するにあたり、企業の内部統制として、本件対応方針に基づき、独立委員会の勧告及び株式売却の判断において強圧性が問題とされる株主の意思確認の手続として株主総会の決議(勧告的決議)を経ることが求められているものであり、本件新株予約権無償割当てについては、あくまでも取締役会の決議に基づき実施されたものである。そうすると、本件は、新株予約権無償割当てが株主総会の決議に基づき実施された平成一九年最決と株主総会の位置付けが異なるから、本件の株主意識の確認の手続が、平成一九年最決の考え方に反しているとはいえないというべきである。」

ウ 「相応の強圧性」はMOM要件の根拠たり得るか
 原審が用いた「相応の強圧性」という曖昧な概念によってMOM要件による株主総会決議が許される根拠とすることはできないとのXらの主張に対して、抗告審は「相応の強圧性」を「強圧性」に変えて、その存在を認定した。

「TOBによらない市場を通じての短期間の大量の株式買付けは、一般株主(投資家)に売却への圧力(インセンティブ・動機付け)を加えるものであって、Y取締役会は、そのことを踏まえて、一般株主に対し、十分な情報と時間を与え、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることを防止するため、本件対応方針に基づき本件対抗措置を発動したものと

認められる。」

(2) 株主平等原則に違反するか否か

「個々の株主の利益は、一般的には、会社の存立、発展なしには考えられないものであるから、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展が阻害されるおそれが生ずるなど、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることになるような場合は、それを防止するために当該特定の株主を差別的に取り扱ったとしても、その差別的取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、株主平等の原則に反するものとはいえない。」

そして、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在せず、又は虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである(平成一九年最決参照)。

抗告審は、以上の一般論の本件への当てはめとして、「Xらの経営支配権の取得によって、Yの会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されるおそれがあり、Yはそれ

を防止する措置をとる必要(目的)があったものと認められる」とし、さらに、本件対抗措置は、「Xらが一定の条件を満たした誓約書をYに提出し、これを遵守すれば、その実行を留保するものとされ、Xらが自らの判断で本件対抗措置の不利を回避し得るものとされている」ことに言及し、「Xらにおいて、投資を回収しその経済的損失を回避することが可能な仕組みとされている」として、Xらの株主平等原則違反との主張を退けた。

抗告審は、結論として、本件新株予約権無償割当ては著しく不公正な方法によるものでもなく、株主平等原則にも違反しないとして、Xらの抗告を棄却した。Xらはこれを不服として、最高裁に特別抗告・許可抗告を行ったが、上告審は、特に理由づけを行わず、「所論の点に関する原審の判断は、正当として認認することができる」として、Xらの特別抗告・許可抗告を棄却する決定を行ったので、抗告審決定理由が判例として位置づけられることになるとと思われる。それゆえ、以下の検討は、主として抗告審決定を対象として行う。

四 東京機械製作所事件抗告審決定の批判的検討

本件は、株式公開買付けによらない、市場を通じての短期間の大量株式買付けが一般株主に

対する強圧性を有すると認定し、事後的なMOMによる承認を条件とする有事導入型買取防衛策の取締役会による導入・発動を適法と認めた決定である。

本件において緊急避難的措置としてMOMの利用を認めた判旨の結論には賛成するが、今後、MOMによる承認を条件とする買取防衛策が一般的に認められることになれば、日本のコーポレートガバナンスに対する悪影響は避けられず、本決定の射程を限定する必要がある。

1 本件大量買付けの強圧性

具体的妥当性の判断として、本件大量買付けは強圧性のある買付けであり、一般株主の保護のために停止させる必要があったことは認めざるを得ない。本件買付けは、金商法の公開買付けにも大量保有報告制度にも違反しない買付けでもあるものの、きわめて短期間の急速な大量買付けであった。Xらは、純投資目的でYの八・〇八%の株式を保有していると公表された二〇二二年七月二〇日に、実際には二六・五%を保有しており、支配権取得を目的とすることを公表した七月二一日時点における保有割合は一五・〇一%と公表されたが、実際には三二・七二%を保有していた(注一五)。これは、現経営陣に対してのみならず、一般株主に対しても不意打ちであり、早期に株式を売却しなくてはならないと思わせる強圧性を感じさせるも

のであったといえよう。

近時の判例・学説の状況として、金商法上違法ではないとしても、部分的公開買付けや市場内取引を通じた大量株式買付けの一般株主に対する強圧性が問題とされ、そのような強圧性に対処するための買取防衛策を裁判上許容する論調が有力になっている(注一六)。

本件のような市場内取引を通じた大量買付けは、テラウエア州の判例においても取り上げられている。いくつかのアクティビスト・ヘッジファンドが対象企業の株式の買集めを始めていたThird Point事件(注一七)において、テラウエア州衡平法裁判所は、支配権プレミアムを支払うことなく買取株主の意思を会社経営に反映する「忍び寄る支配(creeching control)」の脅威はユニカル基準(注一八)においてポインズ・ビルの使用が正当化される法的に認識され得る脅威であり、持分割合に比して買取株主が過剰な拒否権を取得する「裏からの支配(backstage control)」もユニカル基準における法的に認識され得る脅威であると判示した。

イギリスの公開買付け(The UK Takeover Code)は部分的公開買付けを規制しているが(注一九)、日米両国においては、部分的公開買付けや市場内取引を通じた大量株式買付けは適法な行為であるにもかかわらず、一般株主に支配権プレミアムを支払わずに実質的支配権を取得しようとする行為に対して、判例は買取防衛策を許容する形で実質的な制限を加える方向を示している(注二〇)。

2 MOM要件の是非

他方、本件に先駆け、有事導入型買取防衛策の適法性が裁判上争われた三件のケースで、下級審裁判例は、ニッポン放送事件東京高裁決定およびブルドックス事件最高裁決定が示した原則に則り、いずれかの段階で株主の意思を確認することが買取防衛策の適法要件であると示す方向性を示していた(注二一)。しかるに、本件におけるXらの株式買付けは、前述のとおり、きわめて短期間の急速な大量買付けであったので、Yが買取防衛策を講じた時には、Xらはすでに四〇%近い株式を保有しており、Yが買取防衛策の発動にすべての株主の議決権の過半数の賛同を得ることは困難な状況であった。

株主意の承認を要求する日本の買取防衛策に関する裁判例を前提とし、従来型の、すべての株主の議決権の過半数の承認を得ることが現実的ではなくなった状況において、一般株主に對して強圧性を有する買付けを停止させるために、Yの取締役会がMOMを条件とする有事導入型買取防衛策(注二二)を導入・発動したことは緊急避難的措置として是認できる。

MOMは、一定の状況において、テラウエア州判例のみならず、イギリス公開買付けでも用いられているが(注二三)、対象会社の現経

営陣による買取防衛策を有効とするためにMOMが用いられたことはない。イギリス公開買付けの下では、公開買付け者が部分買付けを行うには公開買付け審査委員会(Takeover Panel)の事前の同意を得なくてはならず、三〇%〜五〇%の間の買付けを行うには、さらにMOMによる承認が必要である(注二四)。このように、イギリス公開買付けの下でMOMが用いられる状況はきわめて限定されており、かつ、独立した公的機関の承認があることが前提である。

テラウエア州判例の下でMOMが用いられるのは、支配株主と少数株主の間の利益相反の度合いを弱めるためにのみ限定されている。支配株主による少数株主の締め出し(controlling shareholder freeze-outs)のケースにおけるMOMの使用は、Pure Resources事件(注二五)やCor Communications事件(注二六)を経て、有名なMFW事件(注二七)に至る、一連のテラウエア州の司法判断によって支持されてきた。

未だかつて、テラウエア州判例法において、ポインズ・ビルのような買取防衛策の行使を承認するために、MOMにせよ、資本多数決にせよ、株主による議決権行使が求められたことはない。ポインズ・ビルを事前に導入する決定、および、現経営陣が望まない買取提案に直面してポインズ・ビルを導入しない維持することの決定は、独立委員会の審議を経て、取締役会のみによって行われる。しかし、取締役会がポイ

日本の買取防衛策規制にMOMを用いることに対する筆者らの異議は、日本の買取防衛策に対する法規制をイギリス公開買付けやテラウエア州判例法に準拠したものにするべきであるという主張に基づくものではない。日本が、独自の法制度、文化、および経済環境に応じた買取防衛策を発展させるべきことはいまでもなく、むしろ筆者らは、買取防衛策に株主の承認を必要とする日本の判例法理は、すべての買取防衛策を取締役会の承認のみで認めるテラウエア州の判例法理よりも優れていると考えている(注二八)。筆者らの異議は、MOMが買取防衛策を承認する仕組みとして用いられた場合には、対象企業の現経営陣によって濫用的に利用される可能性を否定できないという事実認識に基づくものである(後記6参照)。

3 強圧性の二つの類型——「構造的強圧性(structural coercion)」と「実質的強圧性(substantive coercion)」

日本の学説および判例は「強圧性」を単一の現象として取り扱ってきた。しかし、買取防衛策を検討する上で、二つの種類の強圧性——構造的強圧性(structural coercion)と実質的強圧性

(substantive coercion) ——を区別することが重要である。この両者の区別を理解するために、今日も重要な影響を有するテラウエア州判例法理であるユノカル基準を以下に簡単に要約する。

テラウエア州におけるポインズ・ピルの有効性分析の出発点はユノカル事件判決(注二九)で示されたいわゆるユノカル基準である。ユノカル基準では、取締役会によって導入された買収防衛策が有効とされるためには二つの要件を満たさなくてはならない。第一の要件は、「脅威(Threat)」の評価であり、買収提案が対象会社の株主の利益を損なう明らかな危険をもたらすか否かが問われる。脅威の存在は、外部の法律専門家および金融専門家のアドバイスに基づき、誠実義務(good faith)(注三〇)を負う独立取締役で構成される委員会認定されることにより強く推認されることになる。第二の要件は、「相当性(proportionality)」のテストであり、採択された防衛策は買収提案によってもたらされた脅威との関係において合理的なものか否かが問われる。すなわち、「当該脅威の具体的な性質が許容される防衛戦略の幅を定めることになる(注三一)」。

テラウエア州裁判所は、ユノカル基準で要求される「脅威」に該当する強圧性には、構造的強圧性と実質的強圧性の二つの主たる形態があることを認めている(注三二)。

である構造的強圧性とは、株主に買収提案を受け容れることを強いる過度な圧力をかける条件であることを指す。典型的な構造的強圧性の型は、株主を囚人のジレンマの状況に陥れる「二段階先行有利型(two-tiered, front-and-load)」公開買付けである。また、前述したとおり、本件と深く関係する「忍び寄る支配」や「裏からの支配」と呼ばれるそれ以外の構造的強圧性もあり得る。

ユノカル基準で認められる脅威の第二の類型は、実質的強圧性と呼ばれるものであり、「会社にとって実現可能なそのほかの選択肢の価値に比して買収提案の価値を誤認するか誤って高く評価してしまうことにより、株主が買収提案に応じてしまう(注三三)」おそれを指す。換言すれば、対象会社の経営者と株主の間に「対象会社の株主は……仮に経営者が、会社について、企業買収市場について、または経営者自身について、何を知っているかを知っているとしたり、買収提案の条件を受け容れることはないだろう(注三四)」といった情報の非対称性が存在する(注三五)。より端的にいえば、企業価値を過小評価した買収提案はユノカル基準にかなう脅威を構成する。

実質的強圧性(過小評価買収提案)の概念がユノカル基準に照らして有効な脅威であるか否かについては議論があり得る。なぜなら、この概念は、株主は構造的には不正とはいえない

題になったケースであり、*Third Point*事件に類似した事案であったといえるが、その判断を資本多数決に委ねたのに対して、*Third Point*事件では実質的強圧性の有無の判断を、株主ではなく、専門家の助言に基づいた独立取締役の判断に委ねた。

本件は、構造的強圧性の有無の判断が問題となったケースであり、*Third Point*事件に類似したケースであったといえるが、その判断を強圧性を受ける非利害関係株主に委ねたのに対して、*Third Point*事件では、構造的強圧性の有無の判断を、株主ではなく、専門家の助言に基づいた独立取締役の判断に委ねた。

有事導入型買収防衛策に関する日米の判例は、構造的強圧性に対して、実質的強圧性に対しても、一定の手続が履行されることを条件に防衛策の行使を認める点において共通であるが、強圧性の有無の判断を誰に委ねるかという点において異なっている。

4 強圧性の有無の判断を誰に委ねるか

強圧性の有無の判断を株主に委ねるか、独立取締役委ねるかの違いは、株主優越主義(shareholder primacy)の日本の会社法の考え方と、取締役優越主義(director primacy)のテラウエア州会社法の考え方の違いが根底にあり、かつ、独立取締役制度が実務において定着し、独立性のレビューが専門の裁判所によって厳格に

行われているテラウエア州と、独立取締役制度が未整備で、裁判所による独立性のレビューも形式的なものにとどまっている日本の実務(注三七)との差が背景にあるものと考えられる。このような法制度の考え方の違いおよび実務の現状の違いを前提にすれば、強圧性の有無の判断を株主に委ねる日本の判例の方針は理解できる(注三八)。

当該買付行為に構造的強圧性があるか否かの判断を「(当該)買付行為によって強圧性を受ける」大規模買付者以外の株主に委ねるという本件抗告審決定のロジックは一応納得がいくものであるが、実質的強圧性の有無の判断、すなわち、企業価値に関する判断をMOMに委ねることは論理矛盾があり、株式会社法の根幹をなす資本多数決の原則に反するものである。もしそれが認められるとすれば、現経営陣の保身を容易にし、平時より安定株主工作を行うインセンティブを与えることになろう。結果的に、経営に対する資本市場の規律は働かなくなり、日本経済の効率性を損なうことにつながる。

5 本決定の射程

本決定の射程は、構造的強圧性に対処するための有事導入型買収防衛策の導入・発動を、事後的なMOM要件による株主の同意にかからせることを条件に、取締役会決議で行うことを認めた点に限られ、実質的強圧性が問題になつて

買収提案の価値に関する判断ができない可能性がある」と仮定しているからである。典型的な例は、全株主に対する現金による公開買付けであり、そこでは、株主にとっての唯一の問題は提案された価格が持株を売却するに足る魅力的なものか否かである。このような議論があるにもかかわらず、テラウエア州最高裁判所は、*Third Point*事件において、全株主に対する現金公開買付けを食い止めるポインズ・ピルの行使を有効と認め、テラウエア州最高裁判所に従えば、過小評価買収提案はユノカル基準にかなった脅威であると判示した(注三六)。しかし、このような結論に達するに当たり、テラウエア州衡平法裁判所は、独立委員会が、*Angus*取締役会の長期的価値創出戦略の観点からすると、*Angus* *Podsus*の提案価格は低すぎるとの結論を支持する三件もの異なった金融専門家の意見を得ていたこと、および、委任状合戦によって *Angus* の取締役となっていた *Angus* の三人の取締役が *Angus* の提案価格は低すぎると証言していたことを強調している。すなわち、「実質的強圧性」はテラウエア州判例法上有効な脅威ではあるが、対象企業の取締役会は買収者の提案が企業価値を損なうという主張を支持する説得力のある証拠を提示することを求めらる。

テラウエア州の判例理論に即していれば、ブルドックス事件は実質的強圧性の有無が問われる。テラウエア州には及ばないことを確認する必要がある(注三九)。さらに、本決定は、MOMを用いた本件の買収防衛策のスキームを適法と認めたことと、一般的に、構造的強圧性に対処するための有事導入型買収防衛策を導入・発動する際に、MOM要件による株主の同意が必要であるとしたものではないと解すべきである。

抗告審が、MOM要件は一株一議決権原則に反するとのXらの主張に対して、「本件株主意思確認総会は、Xら及びその関係者並びにYの取締役及びその関係者以外の、株式の売却の判断において強圧性が問題とされる株主において、適切な判断を下すための十分な情報と時間が確保できないことがYの会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることになり、その意向を確認するためのものであり、……」と述べていることからすると、本決定の射程は構造的強圧性が問題となる局面に限られ、実質的強圧性が問題になる場合には及ばないと考えていると解釈することが可能である。

ただし、抗告審が行ったブルドックス事件最高裁決定との形式的対比にみられるように、抗告審は、構造的強圧性と実質的強圧性の区別を明確にしておらず、誤解を生む可能性を有する曖昧な表現もみられる。たとえば、「X

らによるY株式の上記買付行為によって強圧性を受けるXら以外の株主の大多数において、当該株主がXらによるY株式の上記買付行為について適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保することができないことが、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害することになり、それを防止するために本件対抗措置を発動することが必要と判断したものとすることができる」との箇所は、「当該株主がXらによるY株式の上記買付行為について適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保することができないことが」という部分をどの程度重視するかによって、実質的強圧性の判断を含む解釈がなされる余地がある。

現に、太田洋弁護士は、「(右の修飾語句に)特段の意味はないと解すべきように思われる(注四〇)」として、「裁判所は、基本的には大規模買付者による大規模買付行為等の結果として「会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害することとなるか否か」を自ら判断することは差し控え、……その判断については「買付行為によって強圧性を受ける」大規模買付者以外の株主の判断を尊重するとの立場を採用している(注四一)」との解釈を示している。また、田中亘教授も、「裁判所は、端的に、(Y)の「利益侵害を受けるおそれのある株主が、本件株主意思確認総会において、(X)らが(Y)の経営支配権を取得することが、会社

の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることとなり、それを防止するために本件対抗措置を発動する必要があると判断した」と認めるべきであった。そして、そのような株主の判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が認められないことから、株主の判断が尊重されるべきであるとして、本件対抗措置発動の必要性を肯定すべきであったと考える」との見解を示している(注四二)。

6 M O M 濫用の危険

仮に、本決定の射程が構造的強圧性の場合に限定されることが判例解釈として確立したとしても、構造的強圧性と実質的強圧性の区別が明瞭でない場合もあり得るため、実質的強圧性が問題になっていくケースで取締役会が構造的強圧性を理由にM O Mによる買収防衛策を行使する可能性が危惧される。

たとえば、抗告審は、本件新株予約権無償割当てが必ずしも株主平等原則に違反しないという一般論の本件への当てはめにおいて、「Xらは、大量保有報告書等に保有目的として」「支配権の取得。ただし、現時点で、発行者に取締役候補者を派遣することを予定していない」と記載しつつ……Yからの質問に対しても、具体的な経営方針を明らかにせず、「現経営陣の皆様と議論を重ねながら株主総会における議決権を適切に行使することを通じてYの企業価値・株

式価値を向上することができ」等の抽象的な受け答えを繰り返しながら、Y株式の取得を市場内で急速に進めていったことに照らすと、Xらの経営支配権の取得によって、Yの会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されるおそれがあり」としているが、この議論には構造的強圧性の問題と実質的強圧性の問題が混交しているようにも思われる。

さらに、田中亘教授が指摘するように、Yの利害関係のない出席株主は、本件対抗措置の発動に対する賛否を決めるに当たって、おそらく、買付方法の強圧性だけを問題にしていたのではなく、Xらの内部管理体制、事業や財務の内容、あるいはYのステークホルダーがXの買付けに反対していたこと等をも考慮して、Xらによる経営支配権の取得の是非について判断したであろうと思われる(注四三)。

このように、M O Mによる判断の対象を構造的強圧性の問題に限定しようとしても、実質的強圧性の問題がその判断に影響することを排除するのは、実際には困難である(注四四)。

この混同は、M O Mがあらゆるタイプの買収防衛策に対する安易な承認となり得ることを意味する。そして、買取提案の経済的条件に対する株主の評価、すなわち実質的強圧性の有無(注四五)が問題になっている場合にM O Mによって買収防衛策発動の是非を判断することは、資本多数決の原則に反する。

すでに明らかにしたように、買収防衛策を有効にするためにM O Mを用いることは国際基準とは異なる。イギリス公開買付法は、買収者が三〇%〜五〇%の間の部分買付けを行うとする場合のみ、公開買付審査委員会の事前の承認を得て、買収者がM O Mによる承認を得ることを求めている。対象会社の現取締役会は部分買付けの局面において何ら役割を果たすものではなく、かつ、いかなる局面においても、自らのイニシアティブにおいてM O Mを用いる裁量権は与えられていない。アラウエア州判例法においては、いかなる局面においても買収防衛策を有効とするためにM O Mが用いられることはなく、敵対的買収者ではなく、支配株主による強圧性から少数株主を守るために用いられる。

イギリス公開買付法およびアラウエア州判例法が対象会社の現取締役会が買収防衛策に關してM O Mを用いることを認めないことには十分な理由がある。買収防衛策の文脈において、M O Mが用いられるとすれば、取締役会が株主を差別する裁量の余地を過度に認めてしまうことになるからである。特に日本の裁判所は取締役会の独立性や買収防衛策を支持する証拠を注意深く精査しないので、なおさらにその危険が大きい。アクティビストと現取締役会の間に企業価値(実質的強圧性)に関する意見の対立がある場合には、経営支配権を争う株主も他の株主とともに議決権の行使を認められるべき

である(注四六)。

7 株主が判断すべきこと、裁判所が判断すべきこと

ここで、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものである」としたブルドックス事件最高裁決定が、何に対して自ら判断することを差し控えて、株主にその判断を委ねたのかを、もう一度確認したい。

ブルドックス事件最高裁決定が株主の判断に委ねるべきであったとしたのは、企業価値に關する実質的強圧性の有無であり、最高裁は構造的強圧性の有無の判断を誰がすべきかについては言及していないと解すべきである。

たしかに、実質的強圧性の有無は、その性質上、裁判所が判断すべき事柄ではないといえるが、構造的強圧性の有無は、その性質上、裁判所が判断することが可能であり、実際、本件抗告審では裁判所が自ら強圧性の存在を認定している。裁判所に判断を委ねられるのであれば、構造的強圧性の有無の判断を、濫用のおそれがあるM O Mにあえて委ねる必要はない。取締役会が構造的強圧性を理由とする場合には、取締役会限りでの買収防衛策の導入・発動を認

め、裁判所は、その手続の正当性と構造的強圧性の有無の事後的レビューを行うとする解釈は、先行判例にも反しない。

五 新「七三」の提案

ここで、日本において用いられることが望まれる買収防衛策(新「七三」)の構築に向けた提案を行いたい。

筆者らの提案は、株主保護の必要性和、会社資産の経済効率的な移転が行われるための市場原理に基づいたアプローチの、最適なバランスを追求するものである。この提案は、買収防衛策に対する株主の承認の重要性を強調する日本の判例の精神を尊重しながら、対象会社の取締役会に対して、株主に構造的強圧性の明白な危険を課す公開買付けや、その他の株式取得から株主を保護する独立した権限(裁判所による事後的な審査には服する)を与えるものである。それと同時に、この提案は、企業価値が争点となっている場合には、買収防衛策の承認にすべての株主の議決権行使を求めることによって、経営者の自己保身から株主を守り、資本多数決という基本的なコーポレートガバナンスの原則を機能させるものである。

1 一〇%〜一五%のトリガー

ポイズン・ピルによる買収防衛策は、会社の

発行済株式の一〇%〜一五%以上の株式を有する株主、または、会社の発行済株式の一〇%〜一五%以上を所有することになる株式公開買付けを仕掛ける株主(「買付者」)に対して発動され得るものである(注四七)。

2 構造的強圧性

独立取締役で構成される委員会が、独立の法律専門家および金融専門家の助言を受け、善管注意義務を果たした調査を行った結果、買付者の株式所有が、株式購入のタイミングや数量または公開買付けの構造によって、他の株主に対して構造的強圧性に基づく損害を与える明白な危険があるとの結論に達した場合に、取締役会は買収防衛策を発動することができる。

この決定は裁判所によって審査され得る。裁判所は、買付者の株式所有が他の株主に対して構造的強圧性をもたらす明白な危険があるか否かのみを審査し、買付者が企業価値に及ぼす影響(実質的強圧性)に関する取締役会の決定については審査しない。

取締役会による決定を裁判所の審査に服させることは以下の二つの観点から正当化される。第一に、構造的強圧性が存在するか否かに関して審査を行う裁判所が答えるべき問いは、株主が心理的に売却を迫られる可能性があるか否かというものであり、買収提案が企業価値に与える影響に関する難しい評価を必要としない。第

二に、裁判所による事後審査の可能性は、取締役会が非強圧的買収提案から自らを守るために構造的強圧性を主張することを困難にする。構造的強圧性の問題が生じない株式公開買付けとは、いかなる株主も、その取引に関して他の株主と異なった扱いを受けることがなく、将来の取扱いに関する不確実性に直面することのない買付提案であり、主な具体例として以下のものがある。

- ・ すべての株式に対する現金による公開買付け (cash tender offer) で、残存株式を同一価格で現金により買い取ることを約束するもの。
- ・ 第一段階でも、第二段階でも、同一価格、同一条件で株式を取得することを約束して行う二段階公開買付け(注四八)。

3 実質的強圧性/企業価値

独立取締役で構成される委員会が、独立の法律専門家および金融専門家の助言を得て、善管注意義務を果たした調査の結果、買付者が企業価値を毀損するであろうとの結論に達した場合には、すべての株主(買付者を含む)の議決権行使により、買付者に対して買収防衛策を発動するか否かを決することとする(注四九)。裁判所による審査は、議決権行使のために必要とするすべての正確な情報が株主に与えられたか否かの点に限定される。

株主総会における議決権行使によって、株式公開買付けに際して株主が直面する集合行為問題 (collective action problem) を緩和することができる。株主総会は、買収提案が株主にとっていかに魅力的であるかに関する情報、買収提案を検討するためのさらなる時間、および、買収提案への対応を整理する機会を提供する(注五〇)。

4 構造的強圧性と実質的強圧性の判別と買収防衛策の選択

構造的強圧性と実質的強圧性の判別は、独立取締役で構成される委員会が専門家の意見に基づいて行い、その答申に基づき取締役会が買収防衛策の形態と発動の可否を決定する。構造的強圧性があるとの答申があれば、取締役会決議のみで買収防衛策を発動でき、構造的強圧性はないが実質的強圧性があるとの答申があれば、買付者を含む株主の議決権の過半数による承認を条件とする買収防衛策を発動できる(注五一)。

六 おわりに

筆者らは本稿において、日本が買収防衛策に関するアラウエア州法をコピーすべきであると主張しているのではない。しかしながら、アラウエア州法が日本の学説に大きな影響を与えてお

り、かつ、アラウエア州の判例法理が買収防衛策に関する日本の判例法理に少なからざる影響を与えていることに鑑みると、ホイズン・ビルがアラウエア州法の下でどのように用いられているのかを正確に理解することが極めて重要であると思われる。筆者らは、MOMのような、買収防衛策とは関係のないアラウエア州法の一部を切り取って場当たり的に移植することが、経済効率性と取締役会の適切な行動を促進しながら株主の利益を適切に保護する方向に向けた日本の法制度の発展を阻害することにつながることを強く懸念するものである。

筆者らは、本件においてMOMが買収防衛策を有効とするために用いられたことに危惧を感じており、MOMによる承認が日本における買収防衛策の基本原則となるべきではないと考えられているMOMは買収防衛策の導入を正当化するために設計されたものではなく、MOMが買収防衛策を導入する文脈で用いられると、現経営陣によって自らの地位を守るために濫用される危険が大きい。また、買収防衛策を有効とするためのMOMは現経営陣に安定株主を再構築ないし強化するインセンティブを与える可能性がある。

そこで、筆者らは、MOMを用いることなく、一般株主に心理的に売却を迫るような買付行為から迅速・的確に一般株主を守る権限を取

取締役会に認め、取締役会が企業価値を毀損するものとして構造的強圧性の問題がない株式公開買付けに対して買収防衛策を行使しようとする場合には資本多数決による承認を求める新「マ」を提案した。

筆者らが提案する新「マ」によって、MOMが濫用されるリスクを回避しながら、構造的強圧性と認められる脅威から株主を守ることができる。また、新「マ」は、すべての株式に対する現金による株式公開買付けを奨励するものである。すべての株式に対する現金による株式公開買付けがなされれば、現経営陣は企業価値を向上させるより良い事業計画を有していることの証拠を提出しなければならなくなり、全株主が、長期的な企業価値の向上のための最善の選択は何かを決めることができるようになる。それゆえ、新「マ」は、買収防衛策を株主の承認にからせざることを支持する日本の判例理論と整合的であるとともに、日本の買収防衛策に関する法制度がより経済効率性につながるものになることを促すものである。

* 本稿の執筆に当たっては、大崎貞和、ロナルド・ギルソン (Randall Gilson)、後藤元、得津晶の各氏より有益な示唆を得た。

なお、校正の段階で、買収手法の強圧性の問題と買収が企業価値に及ぼす影響の問題を区別して考えるべきことを指摘する、松中学「敵対的買収防衛策に関する懸念と提案」(近時の事例を踏まえて)本誌二二九五号(二〇二二)

四頁に接した。

- (注一) これまでMOMといえば、MBOや親子会社間の合併等において、買収者を除く一般株主が保有する株式の過半数の支持と理解されてきた(経済産業省「公正なM&Aの在り方に関する指針」(二〇一九)三・五(一)参照)のとは異なる、本件で用いられたMOMは、買収者側と経営者側の双方を除外した非利害関係株主のうち総会出席株主の議決権の過半数の支持であり、経営者側の株主からいわゆる安定株主は除かれていない。藤田友敬「事前警告型買収防衛策の許容性——近時の裁判例の提起する問題」金融商品取引法研究会研究記録七九号(二〇二二)一頁、一九頁参照。
- (注二) 構造的強圧性と実質的強圧性に関して、詳しくは、四三参照。
- (注三) 江頭憲治郎「株式会社法(第八版)」(有斐閣、二〇二二)八〇二頁、田中亘「会社法(第三版)」(東京大学出版会、二〇二二)五二〇頁参照。
- (注四) 田中・前掲(注三)七一九頁、藤田・前掲(注一)四頁参照。
- (注五) 経済産業省「法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(二〇二〇)五年(二七)頁。藤田・前掲(注一)一頁〜五頁、四頁参照。
- (注六) 東京高決平成一七年六月一五日判例時報一九〇〇号一五六頁。
- (注七) 大崎貞和「買収防衛策をめぐる最近の展開」金融資本市場展望(二〇二二年二月一七日)二頁〜三頁参照。
- (注八) 大崎・前掲(注七)二頁〜三頁参照。
- (注九) 名古屋高決令和三年四月二二日資料版／

- (注一〇) 藤田・前掲(注一)八頁参照。
- (注一一) 東京高決令和三年四月二三日資料版〈商事法務四四六号一五四頁〉。
- (注一二) 藤田・前掲(注一)二頁参照。
- (注一三) 東京高決令和三年八月一〇日資料版〈商事法務四五〇号一四三頁〉。
- (注一四) 田中亘「防衛策と買収法制の将来」(東京機械製作所事件の法的検討)本誌二二七六号(二〇二二)四頁、一四頁―一五頁注三七参照。
- (注一五) 大崎貞和「株式の急速な買い集めと大抵保有報告制度―内外資本市場動向メモ三六二二号(二〇二二年二月二日)三頁参照。
- (注一六) 田中亘「企業買収と防衛策」(商事法務二〇二二)四一〇頁、飯田秀隆「買収防衛策の有事導入の理論的検討―公開買付けの強圧性への対処」本誌二二四四号(二〇二〇)四頁参照。
- (注一七) Third Point LLC v. Ruprecht, 2014 Del. Ch. LEXIS 64 (Del. Ch. May 2, 2014).
- (注一八) ユノカル基準に関しては、後掲(注一九)。(注一九) およびその本文参照。
- (注二〇) アメリカの判例に関しては、後掲(注二一)。(注二一) およびその本文参照。
- (注二二) 日邦産業事件(前掲(注九))、日本アマチュア事件(前掲(注一))、富士興産事件(前掲(注一三))参照。

- 事件(前掲(注一三))参照。
- (注二二) 以前から、学説によって、本件のような状況におけるMOMの承認にかからせる有事導入型買収防衛策の使用が提案されていた。田中・前掲(注一六)四一六頁、飯田・前掲(注一六)一〇頁参照。
- (注二三) 本件で用いられたMOMは、非利害関係係出座株主の議決権を分母としているが、テラウエア州判例法およびイギリス公開買付け法で用いられているMOMは、全非利害関係株主の議決権を分母としている。藤田・前掲(注一)一九頁参照。なお、議決権の過半数ではなく、行使された議決権の過半数を要件とするべきであるとの主張に関しては、田中・前掲(注一六)四一七頁参照。
- (注二四) UK Takeover Code Rule 36.1, Rule 36.5.
- (注二五) In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litig., 808 A.2d 421 (Del. Ch. 2002).
- (注二六) In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litig., 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005).
- (注二七) Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014). M&F判決は、「テラウエア州最高裁が、支配株主による少数株主の権利に対して、従来、完全な公正基準に基づく輸出を課していたテラウエア州判例法を変更し、独立取締役が構成される特別委員会と少数株主の過半数による二重の承認を求めることにより、経営判断原則を適用した。M&F判決の根拠としては、第一に、二重の承認構造は、経営判断原則の適用が認められるテラウエア州会社法上の合併に必要な二つの承認による独立当事者間手続(取締役会の承認と、それに続く株主の承認)と近似したものである。」(注二七)参照。

- に、より緩やかな司法審査の基準が適用される可能性は、支配株主に事前に頑健な少数株主保護の手続を構築するインセンティブを与える」と、が挙げられている。
- (注二八) 後掲(注三八)参照。
- (注二九) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum, Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).
- (注三〇) 会社のため最善を尽くす義務。日本の会社法の善管注意義務にはそのような義務も含まれている。
- (注三一) Air Products & Chemicals, Inc. v. Argas, Inc., 16 A.3d 48, 122 (Del. Ch. 2011).
- (注三二) Unocal事件は、構造的強圧性のある二段階先行有利型公開買付けのケースであった。これに対して、Paramount v. Time事件は、パラウエアのタイムに対する公開買付けはすべての株式に対する現金対価によるもので、構造的強圧性のないものであったが、テラウエア州最高裁判所は、「タイムの株主が現取締役会に よって遂行されている経営の選択肢の戦略的な価値を「隠蔽している」か、誤認して」パラウエアの提案に応じようかを選択してしまいう可能性―「実質的強圧性」として知られている脅威―があることを理由にタイムの取締役会がポインソン・ビルを維持することを認めた(Paramount Communications, Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140, 1153 (Del. 1989)).
- 構造的強圧性と実質的強圧性の区別を最初に明らしたものは、ギルソン教授とクラクマン教授の論文である。See Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is there Substance to Proportionality Review?*, 44 Bus. Law. 247 (1989).

- ユノカル基準にかような有効な脅威としての実質的強圧性の概念は、Unocal事件において拡張された(Unocal, Inc. v. American General Corp., 551 A.2d 1361 (Del. 1995)). 同事件において、テラウエア州最高裁判所は、取締役会が新規の提案も、評価が難しい提案も行っていき、対象会社が現状維持モードにある場合について、市場価格にプレミアムを付したすべての株式に対する現金による公開買付けに実質的強圧性があると認定した。換言すれば、単に買付者が株主に対して過小評価された価格を提案する脅威をもって実質的強圧性であるとした。
- ギルソン教授とクラクマン教授は、ユノカル基準における脅威の第三のタイプとして「機会損失(oppportunity loss)」を挙げている。機会損失とは、「敵対的買収提案が、対象会社の株主から現経営陣が提案するより価値のある選択肢を逸失機会を奪ってしまいかもしれないシナリオ」を指している(Gilson & Kraakman, at 267). 機会損失は、現経営陣が敵対的買収提案よりも優れた選択肢を考案する十分な時間がないうち、時間軸に関する概念であり、ユノカル基準に関するテラウエア州判例法において重要な地位を占めているとはいえない。それは、Argas事件においても簡単に触れられている(Air Products v. Argas, supra note 31, at 107-108).
- (注三三) In re Dell Technologies Inc. Class V Stockholders Litigation (Memorandum Opinion, Del. Ch. 2020) at 48 (quoting Paramount Communications, Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140, 1154 (Del. 1989)).
- (注三四) Gilson & Kraakman, supra note 32, at 259.
- (注三五) この「テラウエア州判例法にお

- ける実質的強圧性の概念には、買収提案が企業価値を過小評価しているという要素のほかに、株主が十分な情報ないし判断能力を有しているという要素が含まれている。これは、テラウエア州判例法が、買収提案を受け容れるか否かの判断を株主にはさせず、その判断を取締役に委ねていることから、株主は企業価値に関する判断能力を十分に有していないことを前提に、取締役会に買収防衛策を行わせるか否かの判断を求めていることによるものと思われる。この考え方は、企業価値に関する最終的判断は株主自身がすべきものであるという日本の判例法と前提を異にするものである。後掲(注四五)参照。
- (注三六) Air Products v. Argas, supra note 31, at 103-113. チャンドラー衡平法裁判所長官は、個人的には、全株式に対する現金公開買付けはユノカル基準における有効な脅威と認められるべきではないと考えているが、実質的脅威に対するポインソン・ビルを肯定するテラウエア州最高裁判例(Paramount v. Time, supra note 32)に従わざるを得なかったことを明らかにしている。Air Products v. Argas, supra note 31, at 112, note 430.
- (注三七) 独立委員会の独立性およびその手続の公正性に関して、本件抗告審も原審もほとんど触れていない。わずかに、原審の事案認定に、独立委員会は二名の社外取締役と二名の社外監査役で構成され、そのうち一名の取締役は担保ジャンパンの出身者であり、監査役は必ず銀行の出身者であるとの記述があり、別紙所掲の「独立委員会規程の概要」に、「独立委員会は、当社の費用で、必要に応じて独立した第三者である外部専門家(ファイナンシャル・アドバイザー

- ザ、公認会計士、弁護士、コンサルタントその他の専門家等の助言を得ることができるとする」とあるが、本件において、具体的に、どのような外部専門家が、いつ、どのような助言を行ったかの認定はない。
- (注三八) 実質的強圧性に対するものも含むすべてのポインソン・ビルを維持する権限を取締役会に与えるテラウエア州判例法に対しては、アメリカにおいても、構造的な強圧性のない公開買付けを受け容れるか否かは株主自身に決めさせるべきであるとする批判がある。前掲(注三六)のチャンドラー衡平法裁判所長官の Argas 事件における意見参照。筆者らも、強圧性の有無の判断を誰に委ねるべきかに関して、テラウエア州の判例法よりも、日本の判例法の原則を支持している。前掲(注二八)の本文参照。
- (注三九) 飯田秀隆教授は、かねてより、部分買付けに対してはMOM決議による差別的な新株予約権無償割当てによって対抗することを許容すべきであるとの見解を示していたが、全部買付けの場合に対する対抗措置の発動には、買付者を含む株主の議決権の過半数の賛成を必要とすべきであるとしている。飯田・前掲(注一六)一〇頁参照。
- (注四〇) 太田洋「東京機械製作所事件をめぐる一連の司法判断の概要と射程」本誌二二八四号(二〇二二)一五頁、二〇頁。
- (注四一) 太田・前掲(注四〇)一八頁。
- (注四二) 田中亘「防衛策と買収法制の将来」(東京機械製作所事件の法的検討)本誌二二八七号(二〇二二)三三頁、三六頁参照。
- (注四三) 田中・前掲(注四二)三六頁参照。
- (注四四) 構造的強圧性が存在しているのであれ

ば、非利害関係株主が実質的強圧性をも考慮して買収防衛策の導入・発動の是非を判断しても問題は少ないという見解もあり得よう。しかし、筆者らは、仮に買収防衛策に対するMOMによる承認を認めるとしても、資本多数決という株式会社の基本的なコーポレートガバナンスの原則を前提とすれば、非利害関係株主が判断する権限が認められるのは、当該買付行為によって心理的に株式の売却を迫られることにより利益が侵害されるか否かに限られ、買収者と現経営陣のどちらが企業価値をより高めることができるかについて、少数株主たる非利害関係株主が判断することを認めるのは論理矛盾であると考ええる。それゆえ、筆者らは、後述するように、構造の強圧性の脅威に対しては、取締役会限りの買収防衛策導入・発動を認めることにより、買収防衛策に関するMOMが介入することを回避し、かつ、買付者をして構造の強圧性のある買付行為を行わない方向に誘導することを提案する(五参照)。

(注四五) 日本の判例法は、企業価値の評価は株主自身が行うべきものであるという原則を確立しており、アラウエア州判例法のように、株主は企業価値の評価に関する情報ないし判断能力において独立取締役が劣るという前提に立っていない。それゆえ、日本に実質的強圧性の概念を導入する場合には、アラウエア州判例法におけるような、情報の非対称性ないし判断能力の不足から、株主が企業価値に関する必要がなく、買収提案が企業価値を過小評価しているか否かに焦点を当てて考えるべきである。前掲(注三五)参照。以下、新「三」の提案も、実質的強

圧性すなわち過小評価買収提案との前提に立っている。

(注四六) アラウエア州判例法はこの議論を支持している。See *Mandel v. Carroll*, 651 A.2d 297 (1994) (支配株主は、自らの経済的利益のために、取締役会が支持する他の事業計画に反対する議決権行使を認められるべきである)。

(注四七) 筆者らは、対象会社に関して重要な経済的利益を取得し、かつ取締役会に対する相応の影響力を獲得したいと望む買付者の利益と、買付者が、支配権プレミアムを支払わずに「及び寄る支配」を取得すること、または、「裏からの支配」を行使することを防ぎたいと望む対象会社の取締役会および非利害関係株主の利益のバランスをとるボイسن・ビル発動の閾値として10%〜15%が最適であると考ええる。特に、上場会社の時価総額が一般的に低い日本において、20%の閾値は高すぎると思われる。アラウエア州においても、Third Point事件(前掲(注一七))で20%のトリガーが認められ、Araos事件(前掲(注三二))では15%のトリガーが認められた。ただし、5%をトリガーとする「反アクティビスト」ボイسن・ビル(それ以外にもアクティビスト投資家に対して不利益な条件があった)はWilliams事件で無効とされた。Williams Cos. *Sholder Litig.*, No. 2020-07-07-KSIM, 2021 Del. Ch. LEXIS 34 (Feb. 26, 2021) (affirmed, *The Williams Companies, Inc.*, et al. v. *Wolosky*, et al., No. 139 Del. Nov. 3, 2021)。

(注四八) 筆者らは、すべの部分買付けが構造的強圧性を持つと考えられるのではなく、たとえば飯田准教授の第三類型(飯田・前掲(注一六)(一二頁))のように部分買付けでも構造的強

圧性の問題が生じないと考えられるものもあり得ると考える。ここに提示した二類型は、対象会社が取締役会決議のみでは買収防衛策の発動ができないことが明らかでない公開買付けの類型である。

(注四九) 買収防衛策が株主総会の決議によって平時に導入されたとしても、実質的強圧性を理由として買収防衛策を発動する場合には、すべての株主の議決権行使による承認を必要とすべきである。

(注五〇) 新「三」が適切に機能するための制度的枠組みを充実させるため、少なくとも時価総額の低い会社に関しては、いったん保有比率が5%を超えた場合の追加買付けのタイミングを規制する法改正が有効であろう。大崎・前掲(注一五)四頁―五頁参照。

(注五一) 独立委員会が構造の強圧性も実質的強圧性もあると答申を行った場合、取締役会は、取締役会決議のみで防衛策の発動を行うことが可能であるが、買付者を含む株主の議決権の過半数による承認を条件とする買収防衛策を発動することもできる。

(Milhaup, Curtis)
「J」J」・「J」J」

守りのガバナンスと社外取締役

遠藤元一 弁護士

一 はじめに——「守り」と一体となつて機能する「攻め」のガバナンス

昨年六月のコーポレートガバナンス・コード再改訂版(以下「CGコード」という)、「投資家と企業の対話ガイドライン」改訂版では、監督と執行の分離を進め、モニタリング・ボード型と取締役会を中心としたガバナンス改革の流れが一層顕著となり、独立社外取締役(以下「社外取締役」という)が重要な役割を果たすことが期待されている。

CGコードは、社外取締役の役割として、①助言、②経営の監督、③利益相反の監督、④ステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させる(原則四・七)等、多様な役割を示し、経済産業省「社外取締役の在り方に関する実務指針(社外取締役ガイドライン)」(二〇二〇年七

月三一日)は、経営の監督が最重要であると、経営の監督を、経営トップを中心とする経営陣に対する業績評価とそれに基づく指名・再任、必要な場合は交代を主導することと定義し、「会社の持続的な成長を実現するための「攻め」(適切なリスクテイクに対する後押し)の意味での監督も含まれる」としている。プライム市場上場会社では、社外取締役が三分の一以上を占める会社の割合が増加し(注一)、経済産業省のCGS研究会(第三期)における「今後の検討課題(案)」にも社外取締役を取締役会の過半数とすることが掲げられる等(注二)、社外取締役を中核として取締役会の監督機能を発揮させることに向けた動きが急速に進んでいる。このような流れを受けて、三菱UFJ信託銀行が実施したガバナンスリサーチ二〇二一年度調査では、社外取締役に求める最重要な役割を「助言」とする会社の割合は、依然

として多いものの、二〇二〇年度調査よりも低下し、その反面、「経営監督」を最重要視する会社の割合が増加がみられ、会社、社外取締役双方の意識にも変化がみられる(注三)。

目次

- 一 はじめに——「守り」と一体となつて機能する「攻め」のガバナンス
- 二 内部統制システムの実効性が保たれているかの監視監督
- 三 監査役(会)・監査委員会等を通じた情報収集・意見交換等
- 四 内部監査部門を通じた情報収集
- 五 監査役と内部監査部門との連携を高める環境整備への支援
- 六 情報のハブ組織としての取締役会事務局の活用
- 七 おわりに

監督と執行を分離し迅速な判断を促すことは、決定を委ねるマネジメントの権限を強化し、その分、不正リスクの可能性も確実に高まる。ガバナンスとマネジメントは合わせ鏡の関係と比喩されることがあり(注四)、強力なマネジメントを規律できるガバナンスの強化も必要となる。「攻め」のガバナンス(迅速・果敢なリスクテイク)の実践には「守り」のガバナンス(周到・堅固で、レジリエントでもあるリスク管理)が不可欠であり、取締役会が「経営監督」