

福岡工業大学 機関リポジトリ

FITREPO

Title	敵対的企業買収と経営判断の原則
Author(s)	松本博
Citation	福岡工業大学研究論集 第38巻第2号 P183-P197
Issue Date	2006-2
URI	http://hdl.handle.net/11478/805
Right	
Type	Departmental Bulletin Paper
Textversion	publisher

Fukuoka Institute of Technology

敵対的企業買収と経営判断の原則

松 本 博 (社会環境学科)

The Hostile Takeovers and Business Judgment Rule

Hiroshi MATSUMOTO (Department of Social and Environmental Studies)

Abstract

Recently, the interest in the world centers on the hostile takeovers. Then, it charms the interest of the general people in addition to the financial circles, too. As for the hostile takeovers, the problem that to be legal in addition to the economic problem, too, is important exists. The foundation of the company law this time diversified a countermeasure to the hostile takeovers, too. When hostile takeovers are done to the company, most executive takes a company defense plan about this. It is by the business judgment rule that it attempts the standard of the countermeasure which the directors can adopt to the case. According to what legal standards when hostile takeovers are prepared, should the company executive officers with the situation which fights the defensive battle act? The purpose of this article is to make the act standard of the directors clear based on the case in U.S.A.

Keywords: *hostile takeovers, business judgment rule, company defense plan, directors*

はじめに

1. 敵対的企業買収に対する取締役の行為基準
2. 敵対的企業買収と取締役の経営判断
 - ・アメリカの敵対的企業買収
 - ・敵対的企業買収と判例基準 (Unocal 基準を中心として)
 - ・敵対的企業買収と ALI の基準

結び

はじめに

今日、「敵対的企業買収」という現象に世間の関心が集中している。とくにフジテレビとライブ・ドアのニッポン放送をめぐる経営権の争奪戦は経済界ばかりか一般大衆の耳目を引きつける社会現象となった⁽¹⁾。

また、アメリカ系投資ファンドであるスティール・パートナーズがユシロ化学工業とソーに対して敵対的な公開買付け (TOB)⁽²⁾を行なって現経営陣と熾烈な攻防戦を繰り広げたことも記憶に新しいところである⁽³⁾。

かつて日本がバブルに狂奔していた時期にも敵対的な株式買占めが頻発していたが⁽⁴⁾, 当時の主役はグリーンメイラーであった。グリーンメイラーとは、株式買占めによって相場操縦を行い高値で売り抜け、あるいは買い占めた株式を会社に買い取らせて利益を図る者である。会社資産の篡奪を防止するためにグリーンメイラーから株式を高値で引き取ったために、取締役が代表訴訟を提起された事例もある⁽⁴⁾。しかし、最近の敵対的買収は、経営権の獲得を目指したM&Aタイプやファンド系の株主による裁定取引タイプ⁽⁵⁾といった特徴的な形態が増加している。

また、従来の株式相互保有構造の崩壊による安定株

平成17年10月28日受付

主の減少、証券市場のグローバル化、投資ファンドの増加といった経営環境の変化に加えて、株式交換制度の実施、種類株式制度の多様化、会社法改正による合併等対価の柔軟化など、敵対的企業買収を取り巻く法的環境も大幅に様変わりしている。会社法改正によって、新株予約権や種類株式を利用したポイズン・ピルの導入⁶⁾など、敵対的企業買収への対抗策の選択肢も広がりつつある。

会社に対して敵対的企業買収が行われた場合、ほとんどの経営者はこれについての対抗策を採ることになり、企業防衛のためにはありとあらゆる手段を講じることになるだろう。

しかし、この場合の取締役の行為について「経営判断の原則」(business judgment rule)⁷⁾が適用されるのであろうか。経営判断の原則とは、「取締役が経営上の決定を下した場合、その決定に合理的根拠があり、かつ取締役が会社にとっての最良の利益であると誠実に信じた事柄以外には影響を受けずに、独自の裁量と判断の結果としてその決定を下したのであれば、裁判所は、取締役の経営上の判断に司法審査を行なわない」ともと定義されている。大規模化・複雑化した現代の企業経営においては、会社をめぐる経済的な環境を的確に予測すること甚だ困難であって、取締役が会社の経営方針を決定するにあたっては、相当なリスクを負うことになる。この場合、取締役が自らの経験や見識に基づいて行なった経営上の判断が、結果的に失敗に終わったとしても、これを直ちに取締役に任務懈怠の責任ありとすることは企業経営の実態に即応しない。企業の発展には取締役の大胆かつ積極的な判断が不可欠なのであって、結果責任主義に立てばかえって取締役を萎縮させ、企業経営のダイナミズムが欠如することにもなりかねない⁸⁾。アメリカで発展した経営判断の原則は、既にわが国の裁判例でも導入されているが、この法理論が適用されるのであれば、十分に注意を尽くした取締役の経営上の判断に結果責任が追及されることはない。したがって、敵対的企業買収への対抗策に経営判断の原則が適用されるか、否かは取締役にとっての死活問題となる。

敵対的企業買収が仕掛けられた場合には、防戦する立場の会社経営陣はどのような法的基準に従って行動すべきなのか、会社の将来や長期的利益という観点に立てば、取締役の行動にはどのような法的制約が課せられるのであろうか。

本稿の目的は、こうした会社における根本的論点で

ある敵対的企業買収への対抗策と取締役の行為基準としての経営判断の原則の関係について理論的検討を試みるものであり、敵対的企業買収およびその対抗策についての取締役のガイドラインを明らかにすることである。

1. 敵対的企業買収に対する取締役の行為基準

一口に株式の買占めといってもその実態は多様であり、すべてが企業買収に結びつくものではない。株式の買占めであっても、会社または会社関係者に高値で買戻させて利益を得るといった形態のものは、支配権の奪取というのは口実にすぎず明らかに不当なものであり、企業買収と呼ぶには相応しくないものである。

これは株主間の会社支配をめぐる争いではなく、会社の利益に反する不当な行為であって支配権の問題ではない。取締役がこうした不当な目的の株式買占めを排除するために相当の対抗措置をとることは当然のことであろう。むしろ、会社や株主の利益を保護するという観点からすれば対抗策を講じないことのほうが取締役としての善管注意義務違反であるともいえる。

株式買占めを行う者に経営権奪取の目的はなく、株式買占めによって株価を上昇させた上で売却して、売却利益を得ようと企図するグリーン・メール目的であっても、それが不当な行為とはいえない。この場合は、それだけの理由では会社の利益が不当に害されるとはいえないから対抗措置をとることはかなり難しい。

もっとも、このような過剰な投機行為により、一般株主が損害を被らないようにするために、合理的な範囲内で相当の措置を講ずることは当然に認められるだろう。しかし、このような投機行為に一般株主がかかわらないようにするために、会社はどのような措置を講ずるべきかの判断は極めて微妙な問題である。それは、元来、株主自身がその判断によって行うべきことだからである。

M&A⁹⁾が活発化している現在、経営者側に事前の同意を求めない企業買収＝敵対的企業買収は、会社の支配権の争奪を目的とする現経営者と外部資本との権力闘争であるにもかかわらず、それが、なぜ非難され、企業防衛の名の下に会社による対抗措置が正当化されるのかの理由はそれほど明らかでない。

敵対的企業買収に直面した場合、経営者はどのように対応すべきであるかは、困難であるとともにもっとも重要な課題である。そして、この場合に、採るべき

対抗措置については、取締役の行為基準としての問題となる。

取締役は株主から経営を委任された者であるから、自己の経営者としての地位を利用して、株主間の支配権争いに介入すべき立場にはない。敵対的企業買収により、経営者を交代させるか否かは、最終的には株主が判断すべきことであり、株主はこのことについて自由である。これに対し、取締役が支配権争奪に介入することは株主の自由裁量による選択の機会を奪うことになるかも知れない。

しかし、株主間の支配権争いに取締役の不介入が求められるのは、既存の株主が二派に分かれて支配権争いを演じている場合についてである。これと不当な敵対的企業買収に対して、会社および株主の利益を保護するための措置を問題にする場合とでは、自ずと取締役の行為規範は異なってくるはずである。

取締役の介入が考えられるのは、既存株主と新規参入した株主間の支配権争いであり、しかも、新規参入者の株式取得による支配権の奪取に不当性が認められる場合である。そこで、敵対的企業買収が不当であって、会社および株主の利益に反するものと客観的に認められる場合には、会社業務に対する不当な妨害を排除して、会社経営の健全化を図るために、対抗措置を講ずることが合理的であれば、相当の手段を用いて対抗措置を講ずることが認められるのである。このように、敵対的企業買収に対して経営者が防衛手段をとることが認められるのは、それが不当な場合に限られるのである。

これに対して、敵対的企業買収が行われた場合、経営者が自己の支配権を維持する目的で対抗措置を採ることは許されず、これを行えば忠実義務違反の問題が生ずる。この場合、敵対的企業買収によりその地位を追われる立場にある経営者は、その対抗策を講じるについて常に利害関係があるというべきであり、自己の利益のことを考えずに、会社および株主の利益のみを考えて対抗措置を講ずることを要求すること自体無理であろう。それだけに、より慎重な判断が求められるのである。

経営者が企業買収への対抗措置を講ずることに、自分自身の会社支配権の維持目的が内包されていたとしても、それが副次的なものに留まる限りは対抗措置を講ずることは可能だと解される⁹⁹。一般に、対抗措置には取締役自身の支配権の維持という動機が含まれることは否定できないものの、だからといって、直ちに

取締役と会社間の利害対立であるとして忠実義務違反とするのは適切ではない。企業買収への対抗措置を講ずることの主要目的および動機が何であるかによって判断すべき問題である。しかし、会社の利益を確保する目的と経営者の支配的利益は通常強く結び付いているため、当該措置が会社の利益のためになされたのか、経営者自身の利益のためになされたのか、いずれが主要目的であるのかを明白に区別できないことが問題を複雑にしている。

そこで、敵対的企業買収に会社に対する不当性が認められる場合でも、特段の事情がない限り、会社のために対抗措置を講じたことを明らかにするために、経営者が自己の経営上の支配権の維持目的で対抗措置をとったのではないということ、つまり対抗措置が合理的であることについての立証責任を経営者が負い、経営者は対抗措置が正当であることを客観的資料により明らかにしなければならない¹⁰⁰。

対抗措置を講ずるにしても、その理由はもとより、方法と程度においても妥当なものであることが要求される。対抗措置を講ずるためには、合理的な理由を必要とするが、問題は、対抗措置を講ずべき不当な敵対的企業買収であることの判断基準と対策の必要性をどのように捉えるかである。経営者の目からすれば、ほとんどの敵対的企業買収は不当なものと呼べるわけだから、その客観性の確保がもっとも重要あり、かつ困難である。この場合には、当該企業買収者のこれまでのやり方、株式取得資金の入手先、会社経営能力の有無等を総合的に勘案してその不当性を判断することになるだろう。

敵対的企業買収を目的とする株式買付者の意図が、会社経営権の奪取にあり、それ自体に不当性が認められない場合であっても、現経営者による永年の経営努力の積み重ねにより、業績の向上と財務体質の強化が図られた会社の経営権が、当該会社の経営についてのノウハウを熟知しない者により、突然に奪取されることは好ましいことではない。場合によっては、会社自身の利益に沿うとは考え難いことがあるかもしれない。しかし、この場合に、会社が対抗措置を講ずることができるかどうかとなると（敵対的企業買収の不当性をどのように解釈するかにもよるが）、株主と経営者の移動と交代を前提としている株式会社制度を前提にする限り、諸手を挙げて対抗策を肯定することは困難な話といわざるをえない。

この場合には買収の不当性は認め難いから、対抗措

置を講ずるためにはかなり説得力を持った説明が必要である。その際に、経営者が対抗手段を講ずるための合理的理由を確保するためには、株主総会の決議による承認が不可欠となるだろう。本来的には、対抗措置の問題は、株主総会の決議を経て行うか、少なくとも事後の承認を必要とする性質のものである。

もっとも、敵対的企業買収が不当な場合でなくても、経営者自身が個人として対抗措置を採ることはできるが、この場合は、自己資金を用いて対抗措置を講ずることを余儀なくされることになるから、現実的とはいえない。

敵対的企業買収に対して採られた対抗措置の不合理性を争う機会は、企業買収者側にも認めなければ公正とはいえない。それは、最終的には司法の判断を待つということになるだろう。そして、買収者が対抗措置の不当性を主張し、合理性を争った場合には、対抗措置をとった経営者側に敵対的企業買収が不当であり、対抗措置を講じたことの正当性と手段の相当性を立証する責任が生じることになる。

2. 敵対的企業買収と取締役の経営判断

敵対的企業買収に対し、現経営陣が採った対抗措置に経営判断の原則を適用することは妥当なのだろうか。

わが国における経営判断の原則は、取締役の過酷な経営責任を軽減するために、取締役の経営上の判断の過失認定に際して考慮されるべき判断基準であると解されているから¹⁰、これをもって、直ちに対抗措置を講ずるための積極的根拠として用いることはできないが、対抗措置が適正さを欠いた結果、会社に損害が生じた場合に、過失の認定においてこの原則を適用して、取締役の経営上の判断を尊重するべきかという観点から問題にされることはあるだろう。

この点からすれば、敵対的企業買収が会社にとって不利益であるため、それに対し必要な対抗措置を講ずるといった取締役の経営判断は尊重されるべきである。しかし、敵対的企業買収に対して対抗措置を講ずるといった経営判断については、通常取引の場合以上の注意義務が要求されるから、経営判断の原則の適用についてもかなり厳格な適用要件が必要と考えられる。

アメリカにおいては、経営判断の原則は、司法審査の排除と推定による挙証責任の転換として位置付けられているが¹¹、従来、敵対的企業買収に対する対抗的措置についても、通常取引行為の場合と同様の基準

で、この原則を適用してきた。

そこで、アメリカにおける敵対的企業買収と経営判断の原則に関する考え方について概観する。

・アメリカの敵対的企業買収

1980年代のアメリカは企業買収ブームに沸いたが、それに伴って多くの敵対的企業買収が行われた¹²。それは、バブル期を迎えたわが国において株式買占めが多発していたのとほぼ同時期であった。当時のアメリカで企業買収が頻発した背景には、基幹産業の成熟化による国際競争力の低下と経済の低迷化の現状を打開するため、徹底した効率性が追求されたことにあった。短期間に他の有望な事業に参入するための効率的な方法として、M&Aによる手法を経営戦略に取り入れる企業が増加したのである¹³。

敵対的企業買収者が隆盛を極めたことから、アメリカの上場会社では対抗策の検討を迫られていたが、対抗策として実務上生み出されたのがポイズン・ピルであり、大半の上場会社において敵対的企業買収に対する抑止力を目的としてポイズン・ピルが採用されている。しかし、実際の使用例は必ずしも多くない。

企業買収には莫大な資金を必要とすることから、企業買収資金の調達をどうするかが重要な問題となる。敵対的企業買収に要する膨大な資金を銀行から借り入れるとコストが高くつくから、発行済株式数が多い大規模会社の株式買い集めは実際上不可能であったが、1980年代に入ると自由・放任の経済政策を背景に、ジャンク・ボンド¹⁴と呼ばれる市場で評価されない社債を利用して行うLBO (leveraged buy out)¹⁵により、大規模会社を企業買収の対象にすることが可能となった。

従来、信用性に問題のあるジャンク・ボンドの買い手は少なかったが、企業買収ブームの1980年代には、機関投資家は少々危険性があっても利回りの高いジャンク・ボンドに投資するようになった。そこで、これを使っての資金づくりをする会社が増えた。そして、会社が必要とするより多くのジャンク・ボンドを発行して余分な資金を調達し、この余った資金を企業買収のための資金に向けたのである。このようにして集められた資金を使って企業買収がなされたのであるが、SEC¹⁶も自由放任の経済政策の立場から、こうした企業買収を黙認する状態であった。そのため、ジャンク・ボンドを利用した企業買収が横行した。

しかし、会社の財務が不健全で債務を弁済する信用

度が低いにもかかわらず、高い利回りをつけるジャンク・ボンドを発行して融資を受けることは、さらに会社の財務状況を危うくすることに繋がった。やがて1990年代に入ると、ジャンク・ボンド市場の崩壊によりジャンク・ボンドを発行した会社の多くが倒産し⁸⁸、これを利用して企業買収も終わりを告げるようになった。

アメリカでのジャンク・ボンドの利用は、わが国のバブル期と類似する点が多く見受けられる。当時、不動産を担保にして資金を調達し、その資金を用いる株式買占めが頻繁に行なわれていたが、バブル経済の崩壊とともに不動産価格の暴落により、株式買付けのための資金調達が難しくなり、株式買占めが終焉を迎えるに至った。

なお、わが国でも、ミネベアが三協精機に対しM&Aをかけた直後に、アメリカの投資会社トラファルガー・ホールディングスが、ミネベアに対し敵対的TOBを仕掛けた事例があるが、TOBに応じて株式を売却する株主に対し、株式購入資金の多くをジャンク・ボンドで支払うことが行われた⁸⁹。

・敵対的企業買収と判例基準（Unocal 基準を中心として）

アメリカでは、敵対的企業買収への対抗措置に関して、非常に多くの事例が存在するものの⁹⁰、敵対的企業買収に対して、経営者が株主総会の承認を得ることなく、自らの判断において、対抗措置をとることができるのか、その場合の根拠はなにか、また、その程度および内容についてもあまり深く議論はしてこなかった⁹¹。各州の裁判所も、必ずしも明快かつ一貫した基準を示すことなく、一般の取引行為の場合と同様に漠然と経営判断の原則を適用してきた⁹²。

その際には、取締役が対抗手段を講ずる動機と目的が、自己の会社支配権の維持を図るためであるならば、忠実義務違反であるとして経営判断の原則の適用を否定したが、そうでない場合については、敵対的企業買収に対する対抗措置についても、通常の業務執行の場合と同様の基準で経営判断の原則を適用するものであった。

しかし、1980年代に入って、敵対的企業買収が増大するとともに、それに対して多くの対抗策がとられ、ポイズン・ピルも行われるようになると変化が生じた。そこで、敵対的企業買収に対する取締役の行為基準、経営判断の原則の見直しを必要とする状況に至った。

そして、敵対的企業買収に対する取締役の行為基準につき、1985年のデラウエア州最高裁判所の Unocal 判決⁹³を転機に大きく変化した。デラウエアにおいては、Unocal 判決によって示された基準により、対抗措置については一般的に経営判断の原則が直接に適用されることはなくなり、以後、同州を中心として新たな法理論が形成・発展し、また、州会社法においても注目すべき立法がみられるほか、ALI（アメリカ法律協会）⁹⁴も示唆に富む見解を示している⁹⁵。

Unocal 事件は、敵対的企業買収におけるリーディング・ケースといえる。そこで、まず、Unocal 事件の概要について触れておく。本件は、Mesa 社が Unocal 社に対して公開買付けを開始したのに対し、Unocal 社の取締役会が、それが不当であるとして拒絶することとして、対抗的公開買付け（self tender）⁹⁶を決定し、その方法としては同社の社債と交換するというものであった。

その方法は Mesa 社が対象とする株式数の公開買付けに成功した場合に Mesa 社を対象から除外し、他の株主を対象に交換買付けを行うという条件が付けられていたことから、一種のポイズン・ピルとしての性質があった。そして、Unocal 社が交換買付けを開始したので Mesa 社が交換買付けの差止を請求した。

Mesa 社側は、Mesa 社を除外したこのような差別的な交換買付けを行うことは、Unocal 社の取締役は、取締役の信託義務に違反するだけでなく、自己の有する株式を買付けることにより、全株主が利用することのできない財務上の利益を得ようとするのであるから、忠実義務違反も生じ経営判断の原則は適用されないと主張した。

原審では、Mesa 社を対象から除外する差別的な交換買付けをするにあたっては、それに正当な目的があり、かつ、買付けから排除される者を含めてすべての株主にとって当該取引が公正なものであることを立証しなければならぬとして Mesa 社側の請求を認めた。

これに対し、デラウエア州の最高裁判所は、以下のような判断を下した。

すなわち、企業買収の状況下においても、経営判断の原則が適用され、取締役会は当該買付けが会社および株主の最善の利益に合致しているか否かにつき決定する責務を有している。そして、取締役が自己の地位の保全を唯一または主要な目的として行為した場合を除き、会社は株式の取得において株主を選択して取引をすることができる。しかし、敵対的企業買収のよう

に会社支配への脅威が存在する場面では、取締役が、会社および株主の利益よりも自己の利益を図るために行動する誘惑から客観的な決定が困難である。そこで、こうした利益衝突の場面に遭遇した取締役は、敵対的企業買収者の株式所有により、「会社の政策や効率に対し危険が存在すると信じるにあたり合理的な根拠を有していたこと」、および「対抗措置が生じた脅威との関係で合理的な手段であること」を立証しなければならない。そして、この立証がなされて初めて経営判断の原則が適用される。

このように、デラウェア州の最高裁判所は、基本的には、敵対的企業買収に対する対抗策としての取締役の行為についても経営判断の原則の適用を認めている。しかし、その一方で、この種の企業防衛にあつては取締役が自己の利益を図るために行動するという可能性があることから、問題の企業買収ないし株式の買い集めが、①「会社にとっての政策や効率性にとって脅威となるものであると取締役が合理的に信じたこと」、そして、②「選択された企業防衛策がその脅威との関係で合理的な対応策でなければならない」、という二つの要件を掲げ、通常の場合とは異なる厳格な適用を行っている。また、この場合、それが証明できれば、取締役は経営判断の原則により保護を受けることができるとして、敵対的企業買収に対する措置については、直ちに経営判断の原則が適用されるものではないと判示している。

その後、デラウェア州最高裁では、同年中にポイズン・ピルに対しても Unocal 基準による保護を与え、その適法性を認めるに至っている⁹⁸。アメリカでは企業の多くが法令上の籍を置くデラウェア州において Unocal 判決の影響は大きく、20年を経過した今日に至るまで、買収への対抗策の合法的基準を示した判例として確立している。現に1985年以降、デラウェア州の企業買収に関する判決の中で Unocal 判決が直接適用されたり、引用されたものが約140件にも上り、そのうち約40件は州最高裁判所によるものである⁹⁹。

Unocal 事件における判断基準は、通常の経営判断の原則よりも審査基準の厳格化を図り、また、後述の ALI の基準（§4.01(c)）による経営判断の原則の要件より厳しいものと認識されている⁹⁹。

Unocal 判決の翌年にデラウェア州最高裁によって下されたものとして Revlon 判決がある⁹⁹。本判決は、敵対的企業買収への対抗策とは異なり、既に会社の売却が決定した後の取締役の対応の問題であり、本稿の

目的からは外れるため、判決につき簡単に触れておくにとどめる。本件において、デラウェア州最高裁は、取締役は一旦会社の売却を決定した場合には、可能な限り高額な落札を目指し、買収予定者と誠実に交渉すべき義務があるとした。つまり、これ以降 Revlon 基準として確立する本判決は、①経営陣が、会社自体を売却するか、会社の分割を含む再構築を行なうことを決定した場合、②支配権の移動を伴う組織再編があり、再編後の会社に支配株主が生じる場合には、取締役はもはや防衛策を講じてはならず、売却価格の最大化を図らなければならないとした。また、本判決では、Revlon 基準が示されるとともに、クラウンジュエル・ロックアップ条項（Crown Jewel rock up option）⁹⁹などの防衛措置は無効であるとの判断もなされている。

Unocal 基準が、アメリカにおいてその後も対抗措置の問題を裁判所が審査する際の基本的な基準として機能していることは間違いない。しかし、1988年にデラウェア州の衡平法裁判所における Blasius 判決⁹⁹によって、Unocal 基準よりもさらに厳格な Blasius 基準が示されることになり、これ以降の裁判でも時折散見できるようになった。この基準については、特に株主の議決権が直接に会社支配に関わってくるような事例で主張されることが多い。

Blasius 判決では、買収者の委任状合戦（Proxy Fight）を著しく妨害し株主としての機会を奪う防衛策については、取締役がその合理性を立証できない限り、違法となると判示された。つまり、有事に際して取締役会の定数を増加して株主の議決行使を妨げようとする場合などには、経営者の保身を助長するものであって過剰な防衛策と判断されることになる⁹⁹。

以上、Unocal 判決を基本にしたアメリカの裁判所の考え方を整理すると、次のような特徴を挙げることができる。

第一点は、経営者が慎重に行動することによってはじめて経営上の判高についての司法による介入が抑制されるということである。

通常、アメリカでは、取締役の行為に対する司法審査に際しては、経営判断の原則により、その行為は会社のために適切になされたものと推定されるため、違法性を主張する原告はそれを立証する必要がある。

しかし、Unocal 基準では、敵対的企業買収の場合には、通常の経営判断の原則と異なり、経営者自身が保身のために防衛策を講じたとの疑いが存在することから、これについては経営者自身が防衛策の適法性を

立証する責任を負うことになる。つまり、経営者は、「会社の経営や効率性に対して買収による脅威があり」、「防衛策が脅威に対して相当である」ことを証明しなければならない、というのが、第二点である。

脅威に対する防衛策の相当性は、株主が経営陣の講じる対抗策に応じるよう強要したり、株主が買収者の提案を受け入れる余地を排除するようなことがなければ、認められることになる。Unocal 基準の後にこの相当性の部分について補足したのが、Revlon 基準であり、これにより、会社が既に売りに出されている状況では取締役が取りうる行動は、会社の売却価格の最大化を図るだけであって、防衛策の導入は違法ということになる。もう一つが、Blasius 基準であり、この基準の下では、委任状合戦を抑制するような対抗措置をとることは株主から権利行使の機会を奪う過剰な防衛策であり、違法となる可能性が極めて高くなる。

第三点は、経営者が買収者に対する防衛策を維持していくと決定する際の経営判断については、慎重かつ妥当であることが重視されるということである。会社内部の人間だけで、短期間に買収者排除を決定した場合には、その過程での慎重さや妥当性を欠く可能性が生じることになる。ある程度の時間をかけ、より多くの情報を収集して、第三者の意見にも耳を傾けた上での判断であって、初めて慎重さや妥当性が確保されたものと考えられることになるのである。

・敵対的企業買収と ALI の基準

企業買収は、取締役または役員と会社および株主との利害対立関係を生みやすい支配取引である。ALI は、支配取引 (translation in control) とは、合併、株式交換、重要な事業財産の売却、会社支配の変動を生ずる特定の者に対する大量の証券の発行などをいうとして、支配取引の意義を定め (§ 1.38)、会社が支配取引を含むような企業買収取引に直面した場合、取締役がとるべき行動基準を定めている (§ 6.01(a))。

会社に対して、支配取引をするように提案がなされた場合、それに対する取締役会の承認、拒絶または考慮しないとの判断は、経営判断としての保護を受ける (§ 6.01(a))。

そして、会社が当事者である支配取引をするためには、株主総会において議決権株式の過半数による承認を必要とするとしている (§ 6.01(b) § 1.02(a))。

ALI は、敵対的公開買付けに対する対抗措置につい

て、次のように規定している。

- (1) 取締役会は、敵対的公開買付けを防止する効果を持つと思われる行為をすることができる。しかし、それは、当該行為が公開買付けに対する合理的対応である場合に限られる (§ 6.02(a))。

この基準は、取締役の動機を問題にしない客観的基準である点において、最近のデラウェア州の判例に近い。取締役が自己の利益と株主の利益とのいずれを考慮したかという動機を区別することは困難であるし、取締役の行為規範としても、それは役立たないからである。取締役会の行為が、公開買付けを妨げる効果を持つことが予見する行為に該当すると判断されたならば、次に、裁判所は公開買付けに対する合理的対応であるか否かを検討するのであるが、デラウェア州の判例と異なり、ALI 基準は、危険が存在すると信じるにつき相当の理由があったか否かを問題にしない。

6.02条は、取締役会が株主総会の承認なしに行う行為に関するものである。もし、公開買付けに対する対抗措置が、株主総会の承認の下に行われるのであれば、その差止めは、対抗措置が会社財産の浪費にあたる場合でなければ認められない。そして、取締役会が、敵対的公開買付けを排除することが、株主の経済的利益が大になると考える場合はもちろん、そうでなくても、買付者に対する会社の交渉能力を高める目的で対抗措置をとることも合理的対応と認められる。また、敵対的公開買付けが開始されても、取締役会が経営判断の原則の下に、以前からあった事業計画を実行することは差し支えない。しかし、その計画の実行が敵対的公開買付けに対して妨害行為にあたる場合は、当該計画が近く実行される予定のものであったことの証明は取締役会側が負うことになる⁸⁹

6.02条が要求する合理的対応とは、たとえば、株式買受権計画 (shareholders rights plan) のように、敵対的公開買付けがなされる前からあらかじめとられる対抗措置についても適用される。それは、その措置がとられている場合に、実際に公開買付けが開始されれば、その措置を取締役会が破棄しないことが、6.02条により違法ではないかという形で問題にされる。この点、公開買付けが仕掛けられれば、当然に取締役会に株式買受権計画を破棄する義務が生ずるとした裁判例はない。しかし、取締役会は相当な時期に計画上生じた権利を破棄して、株主に公開買付けに応じるか否か

を選択させる義務が生ずるとした裁判例が存在する⁸⁸。この場合の問題の多くは、会社側がポイズン・ピルを設けている場合である。

- (2) 取締役会の行為が、当該公開買付けに対する合理的な対応であるか否かを判断するにあたり、取締役会は、会社および株主の最善の利益が関係するあらゆる要素を考慮することができるが、その要素には、他の事項とともに、適法性の問題および当該公開買付けが成功した場合は、会社の本質的経済的期待を危うくするか否かの問題が含まれている（§6.02(b)(1)）。
- (3) 6.02条 a 項の基準を満たさない行為は、差止または取消される。しかし差止または取消されても、当該行為を行う権限を有する取締役は、その行為が経営判断の原則の基準に合致している限り、経営判断の原則により損害賠償責任を負わない（§6.02(d)）。
- (4) 取締役会が、a 項所定の基準を満たさなかったとして、取締役会の行為の効力を争う者は、取締役会の行為が当該公開買付けに対する合理的な対応でなかったことを証明する責任を負う（§6.02(c)）。

ALI 基準は、デラウエア州の判例と異なって、取締役会の行為が当該公開買付けに対する合理的な対応でなかったことの証明責任について合理性を争う側に負わせている。そのため、取締役会の対抗措置を争う訴訟において、原告側に、株主の権利を制約する対応が合理的でなかったことについての証明責任がある。原告に証明責任を負わせるのは、敵対的公開買付けに対してなされた対抗措置は、利害関係のない取締役により構成される特別の委員会の決定に基づいてなされているからである。

そこで、対抗措置を講ずるとの判断が、利害関係のある取締役によってなされた場合には、同様に考えることができないから、デラウエア州の判例の立場と同様に、取締役会側が対抗措置の合理性について証明責任を負うべきであろう。

デラウエア州の最高裁判所は Unocal 事件において、敵対的企業買収に対する対抗策について経営判断の原則の適用を認めたが、会社支配への脅威が関係する敵

対的企業買収においては、取締役が、会社および株主の利益よりも、自己の利益を図るために行動する誘惑から客観的な決定が困難である。そこで、こうした利益衝突に直面した取締役は、敵対的企業買収者の株式所有により、「会社の政策や効率に対し危険が存在すると信じるにあたり合理的な根拠を有していたこと」、および「対抗措置が生じた脅威との関係で合理的な手段であること」を立証しなければならないとして、経営判断の原則が適用されるための基準を示した。

わが国においても、経営者が対抗措置を講じるにあたっては、会社および株主の利益を第一に考え、会社の最善の利益を図るために行動することは必須である。そして、敵対的企業買収に対して、対抗措置を講ずるための必要性和合理性の要件を満たした上で、対抗措置の方法と程度について相当性が要求されるのである。これらの要件が満たされた場合は、対抗措置を講じたことによって会社に生じた損害の責任について経営判断の原則が適用されることになる⁸⁹。これらの要件を満たす場合には、おそらく企業買収者に対する関係でも不法行為責任が生じることはない。

他方、経営者が合理性と相当性を欠く対抗措置をとった場合は、善管注意義務違反の責任が問題となり、自己の支配権を確保するために対抗措置を講じた場合は、忠実義務違反の問題が生ずる。

敵対的企業買収に対して、対抗措置を講ずる必要があるのか、また、どのような方法と内容によるのかは経営者の判断に任されるが、それは経営者の恣意的な判断によることが許されるものではない。敵対的企業買収が成功した場合とそれを阻止した場合とのいずれが会社および株主の長期的な利益となる最善の行為であるかを基準として、対抗措置についての判断をしなければならない。この場合の株主の長期的利益というのは、敵対的企業買収時の株主だけをいうのではなく、将来にわたってのすべての株主の利益という意味である⁹⁰。

敵対的企業買収に対する対抗措置の問題は、取締役の行為基準の問題であるが、経営者としての地位保全のため、あるいは自分自身の利益のために対抗措置を講ずることができないことはもちろんである。ところが、実際には、敵対的企業買収に対する措置は、会社の利益と経営者の利益が、複雑に交錯し不可分の関係にある場合が多い。

この場合に、取締役の行為が、会社の利益を犠牲に

して自己の利益を図ることが明白な場合には、取締役としての忠実義務違反の責任を免れない。たとえば、アメリカでゴールデン・パラシュート⁸⁹として問題にされている敵対的企業買収下にある会社の取締役や役員が、相手方に対して、会社の支配権を譲渡する見返りに、新たな役職、退職金、年金等の支払を約束させることは、自己の地位保全または個人的利益を求めるものであって、会社および株主に対する背信行為である。これは、到底、敵対的企業買収に対する対抗措置とは認められないから、忠実義務違反の責任を負わなければならない。ただし、これに敵対的買収者側の費用負担を増大させ、買収を困難にさせる意図があるとするれば、結論が異なってくることもあるかもしれない。

対抗措置をとることが適法かつ正当と認められる場合は、対抗措置を講ずるために必要な額の会社資金、相当な範囲内での会社資産の使用が許容されることになる。

具体的には、会社の預貯金の使用、会社資産の売却、保証、資金の借入と担保提供等である。借入資金額は、会社の規模と業績等に応じたものでなければならず、また担保の提供についても、会社の存亡にもかかわるような会社の主要財産または多くの財産を担保提供する場合は、善管注意義務違反の責任が生ずる可能性が高いだけでなく、会社の目的（権利能力）の範囲外の行為として無効となることも考えられる⁹⁰。

会社のために、敵対的企業買収に対する対抗措置として、自己株式の取得、公開買付けを選択した場合は、ほとんどの場合、会社に多額の損失が生ずるから、この方法を選択する際の取締役の経営判断については、とくに慎重であることが要求される。敵対的企業買収に対する防衛手段として、自己株式の取得、対抗的公開買付けを選択した場合は、敵対的企業買収に勝利し、相手方に企業買収を断念させたとしても、敵対的企業買収の終了により、多くの場合株価は急落することになる⁹¹。そのため、対抗措置として取得した自己株式を保有すれば含み損になり、処分するにしても多額の損失が発生することが避けられない。

敵対的企業買収への対抗策として安全で、かつ法律的にも問題のない方法を見出すことは甚だ困難であるといわねばならない。

敵対的企業買収に対しては、直ちに対抗措置が認められるものではない。対抗措置が認められるのは、その敵対的企業買収に不当性が存在し、会社および株主の利益侵害が看過できない場合＝対抗措置に合理性が

存在する場合に限られる。このように、敵対的企業買収への対抗措置が是認されるのは、それが違法または不当な場合に限られるから、そうでもないのに対抗措置を講じることは合理性を欠くばかりか、会社財産の浪費にも繋がる。

経営者が自己の地位を維持・保全するために、会社の資金または信用を利用して対抗手段を講じることは許されない。それにもかかわらず、これに違反して会社の資金をもって対抗措置を講じたり、取締役が個人として対抗措置を講じるための資金の借入について、会社に保証または物上保証等をさせることは、取締役の会社に対する背反的行為であり忠実義務違反の責任を免れないだけでなく、特別背任の責任（商法486条＝会社法960条）にも及びかねないのである⁹²。

友好的企業買収が、経営者との合意に基づく企業買収であるのに対し、敵対的企業買収は経営者の意思に反する企業買収であるとしても、そのことによって直ちに不当なものとして断定できるものではない。敵対的企業買収を不当なものとして断定できないばかりか、敵対的企業買収によって誕生した新経営者の会社経営が、より効率的で従来に比べても会社および株主の利益に適い、企業価値を高める場合も考えられるのである。敵対的企業買収は、会社支配権の奪取を目的とするものではあるものの、それが常に会社や株主の利益を侵害するものとはいえない⁹³。従来、敵対的企業買収は、会社側としての防衛論として法技術を中心に議論されてきたが、それはこれまでの敵対的企業買収の多くの事例が、不当な株式買占め等であったことからやむをえないところもあり、裁判所の判断にもそうした点を考慮した様子が窺える。しかし、今後は本格的な経営権の奪取を図った敵対的企業買収時代の到来が予想され、これまでの手法が通用するとも思われなから、対抗措置の再検討も余儀なくされるであろう。

敵対的企業買収にしても友好的企業買収にしても、いずれも議決権の多数支配である。それにもかかわらず、支配権の変動が生ずるほどの株式の売却が、友好的企業買収であれば許され、同様のことを市場買付けまたは公開買付けとして行なう敵対的企業買収が、それだけの理由で非難されるべきではない。友好的企業買収だから好ましく、敵対的企業買収だから不当であると断定できるものでもない。友好的企業買収であっても、会社や株主の利益に沿わない企業買収がありうるのに対し、敵対的企業買収であっても、その後の経営によって企業利益の拡大に繋がるものがあることは

否定できない。実際に、敵対的企業買収への防衛策が正当化されるのは、買収者側の目的が反社会的で企業価値を損なうときのみであろう。

現経営者側か、敵対的企業買収者側か、どちらを支持するかは最終的には株主の判断に任せるべき問題であるが、一般株主の関心はもっぱら株価に集中するため、株価の値上がりによって持株を売却し、あるいは公開買付けに応じることから、結果として、多くの株式が買収者側の手に渡ることになるだろう。

一般株主に目前の経済的利益を追求しないように求めるのは非現実的である。重要なのは、一般株主が持株を保持し続け、安定株主たりえるだけの状況を経営者が如何に作り出すかであり、そのことが敵対的企業買収対策の基本である。

経営者が、企業価値を高め、株価を上昇させるとともに、良好な利益配当を維持することを心がけることが、一般株主の信頼に結びつき、それが何よりの敵対的企業買収への防衛策ともなるだろう。

結 び

今後は株式相互保有（株式の持合い）の流動化⁶⁴や経済のグローバル化⁶⁵が進展することによってわが国でもますます先鋭化した敵対的企業買収の時代を迎えることが確実に予測されるが、独自の企業風土を持つわが国では、またアメリカとは異なった日本型の敵対的企業買収が生み出されるに違いない。

しかし、買収の形態が敵対的だからというだけで企業価値を大きく毀損させるわけでもないし、反対に、友好的な企業買収が企業価値を増加させるとも限らない。

場合によっては、敵対的企業買収によって飛躍的に企業が発展することも十分に考えられる。敵対的企業買収といっても阻止すべきは、グリーンメールや解体型企業買収⁶⁶あるいは二段階買収（two-tier merger）⁶⁷といわれる強圧的な買収だけのはずである。

2005年6月に成立した新会社法では、M&Aに関する制度が大きく自由化される。敵対的企業買収が容易になると同時に⁶⁸、敵対的企業買収への防衛策も容易になるのである⁶⁹。その点では、敵対的企業買収に対する立法面での対応が初めて形をなすことになったわけである。また、これによって、敵対的企業買収に関わるノウハウがますます重きをなすことになるだろう。

これまで見てきた通り、アメリカは敵対的企業買収の先進国であった。敵対的企業買収の事例が多いアメリカでは、対抗措置の法理論が既に確立している。その点では、わが国に示唆するものは極めて大きいといえる。もちろん、1980年代のアメリカと現在のわが国を比較した場合、異なった要因があるのも事実である。経営判断の原則にしたところが、アメリカとわが国とではさまざまな相違点が存在している。したがって、アメリカの敵対的企業買収に関する判例基準や法理論をそのまま無批判に受容することは慎むべきではあろう。実際、アメリカ型のポイズン・ピルによる防衛策の導入に対してその濫用を懸念する声もある⁶⁰。しかし、わが国における今日の状況や理論の構築を考えたときに、アメリカでの経緯が参考になることは疑いが無い。

これからの敵対的企業買収が新会社法の下で如何なる展開を見せることになるのか注目したい。

注

(1) 元々、ニッポン放送はフジテレビを創立し、フジテレビの筆頭株主であった。ところが、1997年には親会社であるニッポン放送が東証2部上場であるのに、子会社であるフジテレビが東証1部に上場するといういびつな状態が生じていた。そして、2005年2月、ニッポン放送をめぐって、フジテレビ対ライブドアの敵対的企業買収の攻防戦がスタートしたわけである。ニッポン放送の新株予約権をめぐる訴訟、フジテレビ側による焦土作戦等と事態は混迷を極めたが、ようやく2005年4月にフジテレビ、ニッポン放送、ライブドアの間で和解が成立した。この和解に伴い、フジテレビはニッポン放送を完全子会社化して、その結果、「いびつな資本構造」は解消された。

ニッポン放送による新株予約権の発行について、2005年3月11日、東京地裁は、「取締役が現に支配権を争う特定の株主の持分比率を低下させ、現経営陣の支配権を維持することを主要な目的として新株等の発行を行うことは、会社の執行機関にすぎない取締役が会社支配権の帰属を自ら決定するものであって原則として許されず、新株等の発行が許容されるのは、会社ひいては株主全体の利益の保護の観点からこれを正当化する特段の事情がある場合に限られるというべきである」とし、ニッポン放送による新株予約権の発行は、「フジサンケイグループに

属する経営陣による支配権の維持を目的とするものであり、なお、現経営陣の支配権を維持することを主たる目的とするものというべきで」あり、不公正発行に当たるとして発行差止の仮処分決定をした。

なお、地裁決定では、平時導入型の防衛策については、「敵対的買収に備えて、会社として事前にどのような措置を講ずることが許容されるのか、その内容、基準、社外取締役の関与、株主総会の承認など導入に際しての手順については、現在、有識者により様々な場において検討がなされているところであり、今後、議論が進化し、会社ひいては株主全体利益の保護の観点から公正で明確なルールが定められることが期待される」と指摘している。

これに対し、ニッポン放送は東京高裁に保全抗告したが、同年3月23日、東京高裁は、「(ニッポン放送による)新株予約権の発行は、(中略)会社の経営支配権に現に争いが生じている局面において、株式の敵対的買収を行って経営支配権を争う債権者(ライブドア)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フジテレビによる債務者(ニッポン放送)の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」とし、不公正発行に当たるとして、東京地裁の決定を支持し保全抗告を棄却した。なお、東京高裁の決定においても、平時導入型の防衛策について指摘があり、「事前の対抗策としての新株予約権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」としている。

東京地裁・高裁の決定では、敵対的企業買収者が出現してから講じる防衛策(有事導入・有事発動型の防衛策)については、原則違法であると判示したが、平時導入型の防衛策については、やり方によってはその違法性が肯定される途も示唆している。

フジテレビ対ライブドアの経済界への影響は大きく、今回の敵対的買収劇を契機に、有力企業が次々と買収防衛策を導入するに至った。

フジテレビ対ライブドアの法的な検討については、高島志郎「最近の事件の法的な見方」末永敏和・四宮章夫編「企業防衛法務と戦略」民事法研究会103頁(2005年)、企業価値研究会「企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」神田

秀樹監修「敵対的企業買収～企業社会における公正なルール形成を目指して～」経済産業調査会216頁(2005年)を参照。

(2) TOBとは、Take Over Bidの略で株式公開買付けを意味しており、テNDER・OFFER(Tender Offer)とも呼ばれている。主に、会社の経営支配権を一挙に獲得しようとする者が、買い付ける価格・数量・期間などを公告して、株式を証券取引所外で不特定多数の者から買い付けることをいう。証券取引法は、経営権の移動を伴う大量の株式の買い集めにおける透明性や公平性の確保を目的として、証券取引所外の取引(＝市場外取引)で株式の三分の一超を取得する場合にはTOBの手段を取るよう義務付けている(TOB規制)。TOBを行う者は、その内容について新聞紙上に公告し、公告日に金融庁長官にその届出をしなければならない。そして、TOBを行う者には、公開買付けをしようとする株券等の発行会社等への公開買付け届出書の写しを送付する、売付けを行おうとする者への公開買付け説明書を交付する、買付期間終了後、公開買付報告書を金融庁長官に提出する、虚偽や届出書の未提出などの場合に損害賠償をする、といった義務が課せられる。経営権の移動を伴う大量の株式の買い集めにおける透明性や公平性の確保を目的とした規定である。なお、TOBは自己株式についても認められている。

(3) 本事案は、2003年から2004年にかけて、アメリカの投資ファンド会社であるスティール・パートナーズがユシロ化学工業およびソトーに対して仕掛けた敵対的企業買収の攻防戦である。TOBへの対抗措置として、会社側が配当予想修正を行い、増配した結果、その増配に期待する株主が株式の保有を継続して(株価上昇という影響も生じて)、スティール・パートナーズの公開買付けに応じないということになり、買収に対する防衛が成功したといえる。熾烈なTOB合戦は、最終的には、増配という防衛戦略によって経営者側が経営権を維持したという形で決着を見ることになった。本件によって、わが国における敵対的企業買収が現実的なものとなるとともに、株主価値を重視する経営姿勢がTOBへの対抗措置としていかに重要であるかについて認識させることになった。なお、ユシロ化学工業やソトーが行なった大幅増配によって敵対的企業買収者から逃げ切るといふ防衛策は、余剰現金を豊富に保有す

る企業が少ないため、アメリカではあまり見られない。

本事案の解説につき、新谷 勝「敵対的企業買収原因と対策に関する法律問題のすべて」税務経理協会195頁（2005年）、高島志郎 前掲97頁

- (4) わが国の裁判例では、企業防衛のための自己株式取得であっても、これによって会社に生じた損害について取締役が賠償責任を負担すべきであるということが確定している。

これに関する裁判例としては、三井鉱山事件（東京地判昭和61・5・29 判時1194号33頁、東京高判平成元・7・3 金判826号3頁、最判5・9・9 判時1474号17頁）、片倉工業事件（東京地判平成3・4・18 判時1395号144頁、東京高判平成6・8・29 金法954号14頁）等がある。

- (5) 裁定取引（Arbitrage）とは、本来、同価格であるはずの同一の商品が、市場の違いによって価格が異なっている場合、その価格差を利用して安い商品を購入し、高い市場で売却することによって利益を得るという手法で、アメリカで発達したものである。わが国でも株式について、株価先物指数の採用に伴い普及した制度である。会社の時価純資産総額と株式の市場価格の総額との差額を利用して利益を得るというやり方であるが、この手法自体が特に違法さされるものではないが、裁定取引目的の公開買付けに対し、敵対的企業買収を成功させた後に会社資産の切り売りがなされる危険性が懸念される。その点で、裁定取引とは、換価可能な会社の清算価格と会社の株式時価総額との不均衡をつく手法である。前述のソトーとユシロ化学工業に対するスティール・パートナーズの TOB も裁定取引を狙ったものとみられている。新谷 前掲203頁
- (6) ポイズン・ピル（Poison Pill）とは、ライツプラン（Rights Plan）の俗称である。買収企業が対象となった企業を飲み込んでしまうと毒が回るという意味で、ポイズン・ピル（毒薬）という言い方をされる。敵対的買収の防衛策として、既存株主に対して「敵対的な株の買収によって買収者が一定割合（通常20%ほど）の株式を取得した時点で、市場価格より安い価格で株式を引き受けられる」という条件の新株予約権を発行する。買収者が株を買い進めたら、直ちに株式数を増やし、買収者の議決権割合と、持っている株の価値を下げる一方、買収にかかる総費用を上げるという仕組みである。これによって買

収者の意思を挫くことで時間的な余裕を得られ、交渉が一方的に買収者のペースで進むことを阻止したり、他の友好的な買い手と交渉を進めることができる。アメリカでは1980年代なかばから導入が進み、敵対的買収の抑止・防衛策として認められているが、日本では2002年4月の商法改正で、新株予約権を社債につけず単独で発行できるようになった。敵対的買収が行われることがわかった時点で発動されるので、「トリガー（Trigger=引き金）条項」とも呼ばれる。UFJ銀行が東京三菱銀行との合併問題で三井住友銀行の横槍を防ぐために、こうした内容の新株を発行して話題となった。

- (7) 経営判断の原則については、拙著「経営判断の原則に関する考察」宮崎産業経営大学法学論集第8巻第1・2号121頁（1996年）を参照。その他、経営判断の原則に関するものとして、吉原和志「取締役の注意義務と経営判断原則」会社判例百選（第六版）112頁、神崎克郎「経営判断の原則」森本 滋・前田雅弘・川浜 昇編『企業の健全性確保と経営機構』有斐閣193頁（1997年）、近藤光男『経営判断と取締役の責任—経営判断の法則適用の検討—』中央経済社（1994年）、吉原和志「取締役の経営判断と株主代表訴訟」近藤光男・小林秀之編「株主代表訴訟体系」弘文堂 51頁（1996年）、新谷 勝「経営判断と取締役の責任」『株主代表訴訟改正への課題』中央経済社1頁（2001年）、最近のわが国の経営判断原則に関する裁判例を整理したものとしては、澤口実「経営判断の類型」『新しい役員責任の実務—最近10年間の裁判例の分析—』商事法務41頁（2005年）
- (8) もっとも、実際には、取締役が単なる経営判断上の過誤によって責任を認められる場合は少なく、その多くは多大な法令違反が絡んでいる。
- (9) M&Aとは、Mergers & Acquisitionsの略語であり、直訳すれば、合併と買収ということになる。買収企業が対象企業への経営参加や経営権を取得するための取引のことをいう。M&Aの手法としての合併には、会社を統合する文字どおりの合併と、株式交換等による対象会社の子会社化がある。買収の手法としては、前述の TOB 等の株式の買占めが多用されている。現在、世界的にM&Aの市場は拡大しつつあり、敵対的企業買収も増加傾向にある。この傾向については、わが国においても同様のことがいえる。

- (10) 新谷 勝「敵対的企業買収原因と対策に関する法律問題のすべて」税務経理協会80頁（2005年）
- (11) 新谷 前掲80頁
- (12) 澤口 前掲44頁
- (13) 拙著 前掲123頁, 澤口 前掲43頁
- (14) アメリカにおける1980年代の敵対的企業買収の状況については、松井秀征「敵対的企業買収に対する対抗策の基礎」『企業買収防衛戦略』武井一浩・太田 洋・中山龍太郎編著 商事法務191頁（2005年）
- (15) 加納孝彦「わが国企業の企業買収の現状と動向」商事法務1145号30頁（1988年）
- 敵対的企業買収多発の一因としては、当時、有力であったマネタリズムを標榜するシカゴ学派の影響が考えられる。彼らの学説では、経営陣の経営不良によって、株式は実際の価格よりも低い価額で市場において評価されるのであり、その結果、敵対的企業買収者が登場してくるが、株式の買占めに対し、会社側が防戦買いをすれば株価が高くなり、株主は高い価格で株式を売却することができる。もし、株式の市場価額が会社の価値を正しく評価していれば、実際の価値よりも高い価格で株式を買収することは敵対的買収者にとって損になるためこれを行うことはない。敵対的企業買収者は、株主に代わって無能な経営者を制裁するのであり、無能な経営陣から有能な経営陣に代わることは株主にとって利益となる。敵対的企業買収者の企業取得によって、資源の効率的な再配分をすることができる。要するに、シカゴ学派は、敵対的企業買収者は、取得した企業の資産を売却して株主価値を実現し、売却された財産は新しい所有者がより有効に活用することができるとして、敵対的企業買収を擁護している。また、これに加えて、レーガン大統領と SEC が、敵対的企業買収を擁護するシカゴ学派の経済政策を採用し、自由・放任政策を採った影響が大きい。
- そして、現在、わが国にも登場しているアメリカ系の投資ファンドの戦略的基礎は、おそらくこのような考え方に基づくものであると思われる。盧 盛姦「アメリカにおける企業乗取り、ジャンク・ボンドとインサイダー取引」『現代会社法・証券取引法の展開』経済法令研究会386頁以下（1993年）
- (16) ジャンク・ボンド (Junk Bond) とは、新興企業や経営が不安定な企業、経営不振な企業など、リスクが高いために従来は社債発行が難しかった企業の発行する社債のことをいう。ジャンク・ボンドは大企業の社債に比べればきちんと償還されない危険が高い反面、利率もいい。ハイ・イールド・ボンド (High Yield Bond) という呼び方もされる。
- (17) LBO (Leveraged Buy Out) とは、買収先の資産と将来のキャッシュ・フローを担保として買収資金を調達する仕組みである。手元に資金が乏しくても、相手企業の資産を担保とするため、次々と企業買収を行なうことが可能である。アメリカでは1980年代のM&Aブームの中で頻繁に行われた。
- (18) SEC (Securities and Exchange Commission=証券取引委員会) とは、アメリカで1934年の証券取引所法によって設置された連邦政府機関である。公正な証券取引の維持、投資家の保護を任務とし、広範な権限を持っている。
- (19) 盧 前掲387~397頁
- (20) 中祖博司「ミネベアによる三協精機買収の顛末」商事法務1145号38頁参照（1988年）
- (21) 敵対的企業買収への防衛策の実例として、企業価値研究会「企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」神田秀樹監修「敵対的企業買収～企業社会における公正なルール形成を目指して～」経済産業調査会248頁（2005年）を参照。
- (22) 新谷 前掲37頁
- (23) 新谷 前掲37頁
- (24) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493A. 2d 946 (Del. 1985)
- (25) ALI (American Law Institute=アメリカ法律協会) は、国内法の簡素化、社会的要求に対する法の適用の促進、望ましい司法運営の確保、学問的な面での法律研究の奨励と実現を目指して、1923年に創立された団体である。現在も多くの裁判官、弁護士、法律学者を中心に活動を行なっている。その事業としては、リステートメントの編纂を中心として、その他、統一州法案の作成や各種の分析・勧告を行なっている。
- (26) 江頭憲治郎「支配取引及び公開買付けにおける取締役及び株主の役割」『コーポレート・ガバナンス』日本証券経済研究所208頁（1994年）、徳本 稜「敵対的企業買収の法理」九州大学出版会7頁、52頁（2000年）
- (27) 敵対的企業買収のターゲットとなった Unocal 社側が、自社株買いという形での公開買付けを行なうて対抗したものである。

- (28) *MO ran v. Household Intern.*, 500A. 2d1346 (Del. Supr. 1985) 本件では、取締役会によるポイズン・ピル導入の是非が争われた。判決は、取締役会が公開買付けへの対抗策としてポイズン・ピルを採用できるとして、ポイズン・ピルを利用して取締役会が敵対的企業買収者に対して「単に拒否する(“Just say no”)」権限を認めた。また、ポイズン・ピルに関わる司法審査については、Unocal 判決で認められた厳格な経営判断の原則が適用されるべきであるとした。本判決は、敵対的企業買収への対抗策としてポイズン・ピルの導入を認めた点で、実務上の影響が非常に大きい判決といえる。
- (29) 千明忠見「米国企業はどう備えているか～20年の経験～」神田秀樹監修「敵対的企業買収～企業社会における公正なルール形成を目指して～」経済産業調査会61頁
- (30) 江頭 前掲208頁, 吉原和志「自己株式取得規制の緩和に関する論点(二・完)民商法雑誌108巻3号356頁, 徳本 前掲56～59頁
- (31) *Revlon, Inc. v. Mac Andrews & Forbes Holdings, Inc.*, Del.Supr., 506A. 2d 173, 182 (1986)
 なお、Revlon 判決につき、徳本 前掲61～62頁
 具体的には、対象となる会社がホワイトナイト(White Nights=白馬の騎士 友好的な会社による合併や新株の引受による子会社化)との資本提携契約に同意した段階で、買収者が現れて対象会社に、買収者とホワイトナイトとの競合状態が生じることになっても、会社が売却の局面にあると判断される場合には、取締役は防衛策を講じることが禁じられ、買収者とホワイトナイトを競わせて、少しでも売却価格を上昇させなければならない状態が考えられる。
- (32) クラウンジュエル(Crown Jewel)とは、買収会社が目当てとする資産や魅力のある資金を第三者に売却することで、敵対的企業買収を阻止する行為をいう。ロックアップ・オプション(rock up option)は、元々、株式公開時の市場での需給バランスを調整するため、既存株主の株式売却を一定期間制限する契約内容をいうが、敵対的企業買収に際しては、買収者への売却を制限するために利用される。
- (33) *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*, Del. Ch., 564A. 2d651 (1988)
 Unocal 基準と Blasius 基準がいかなる関係に立つについては、徳本前掲75～79頁に詳しい。
- (34) ライツプラン=ポイズン・ピルが防衛策として用いられており、取締役が買収者の提案に対して反対している場合に、買収者がこれを克服するためには年一回の株主総会の場で株主に委任状合戦によって働きかけ、取締役を交代させる必要がある。その際に、ライツプランを導入した取締役でなければ、これを消却できないようにしてある場合などには、取締役を交代したとしてもライツプランを消却できず、株主の議決権の行使を妨害することになる。株主の議決権は、株主による取締役のコントロールを維持する基本的な権利であり、これを制限するような防衛策に対しては、裁判所によるさらに厳しい審査が必要とされており、取締役は防衛策の合理性を立証できない限り、違法ということになる。
- (35) 江頭 前掲209～210頁, 213頁
- (36) 江頭 前掲213～214頁
- (37) この点につき、経営判断の原則の機能・内容がアメリカとわが国においては相違が生じている。アメリカでの経営判断の原則が、一定の要件の下で司法判断を排除する効果を持つものに対して、わが国における経営判断の原則は、取締役の善管注意義務違反の判断基準に過ぎないものと解されている。吉原和志「取締役の注意義務と経営判断原則」会社判例百選(第五版)119頁, 近藤光男「経営判断と取締役の責任」中央経済社107頁(1994年)
 わが国の最高裁の判決でも、経営判断の原則について具体的に言及したものはないが、下級審判例で、取締役の経営上の判断に裁量の範囲を逸脱した注意義務違反の問題について、判断の前提になった事実認識に不注意な誤りがなかったか、また判断の内容が著しく不合理なものでなかったかを基準にしているものは数多く存在している。
- (38) 新谷 前掲83頁
- (39) 企業買収によって経営者が交代を余儀なくされた場合でも、年金・退職金等何らかの形で多額の支払いを保障するように定款に記載しておけば、買収者側にさらなる追加支出を強いることになるから、その分買収を困難にすることが考えられる。これをアメリカでは、ゴールデン・パラシュートと呼んでいる。
- (40) 新谷 前掲84頁
- (41) 新谷 前掲84頁
- (42) そもそも経営者が有能であれば、敵対的企業買収の対象となる可能性は低いといえる。敵対的企業買収のターゲットとなる理由としては、その企業の実

際の価値に比べてその株価が著しく低いこと、およびその企業が本来持っている能力が十分に発揮できていないため時価総額が低いこと、が挙げられる。この状況は、まさに経営者の能力が低いために生じているわけである。

- (43) わが国で、敵対的企業買収への警戒心が強いのは、これまでに行なわれた株式買占めが、到底、敵対的企業買収と呼ぶのに値しない不当なものであったという苦い経験にも起因している。しかし、敵対的企業買収が不当であるかの判定に際しては、過去の株式買占めと同次元で捉えるべきではない。
- (44) バブル崩壊後の1990年代の不況の中で株式相互保有の非効率性が明らかになったために、持株を手放す動きが顕在化してきた。
- (45) 最近の外国系ファンドの進出には目を見張るものがあるが、日本企業自身も企業再編のために外国系ファンドを活用する傾向がみられる。
- (46) 買収後の企業経営を目的とするのではなく、買収した企業の事業を解体し、その資産を売却して、利ザヤを得ることを目的としたものを解体型企業買収 (Bust up Merger) という。ただ、企業価値に弊害をもたらす場合と、経営不振に陥った企業を買収して経営の非効率性を改善するための再建を行うといった正当な経済行為との区別が困難な事態も考えられる。
- (47) 二段階買収 (Two-tier Merger) とは、TOB 等を通じて一定割合の株式を取得し (第一段階)、その後、株式交換等により対象企業を買収し、少数株主に対しては現金で強制的に株を買取り、締め出してしまう (第二段階) をいう。二段階買収が危惧されるのは、不適切な買収者によって、第二段階での少数株主に不測の損失を与える危険性が生じるためである。少数株主にとっては上場廃止等によって不利益が生じることがあるため、悪条件の買付け価格が提示されても呑まざるをえない状況に追い込まれることになる。二段階買収は、敵対的企業買収が流行した1980年代のアメリカでも頻繁に行なわれた。
- (48) 新会社法では、合併対価の柔軟化が盛り込まれている。たとえば、三角合併 (Triangular Merger 子会社による親会社株式取得の例外として、子会社が吸

収合併を行なう際に、親会社から取得した株式を交付すること) が認められた (会社法800条)。これにより、外国企業との企業結合が可能になった。あるいは、合併の際に、消滅会社に対して、株式 (持分) を与えずに金銭または債券だけを与える「交付金合併」 (Cash out Merger) の導入 (会社法749条1項2号, 同751条1項3号, 同758条4号, 同760条5号, 同768条1項2号, 同770条1項3号) で、スクイズ・アウト (Squeeze out 少数株主の強制的排除) が可能になった。ただし、敵対的企業買収が増加する懸念から、各株式会社が定時株主総会における定款変更等の防衛策導入を決める機会を確保するために、対価の柔軟化に関する規定の施行は、新会社法の施行 (2006年) よりも1年先送り (2007年) にされた (会社法附則4項)。これもフジテレビ対ライブ・ドアの影響といえよう。

- (49) たとえば、新会社法では、株主に対して、新たに払込みをさせずにその会社の新株予約権を割り当てることが可能になった (会社法277条)。これは、現行商法での新株引受権の制度を、新株予約権の制度に吸収整理したものとイえる。しかし、この新株予約権の無償割当てが敵対的企業買収者の株式の価値を低下させる手段として脚光を集めることになった。新株予約権を用いたポイズン・ビルである。敵対的企業買収が開始された場合に、買収者以外の既存株主だけが行使できる新株予約権を発行するわけである。従来、新株予約権を行使する際のオプションは株主側にあったが、新制度では、会社側が一方的に新株予約権を強制取得できるオプションを持ち、その対価としての金銭が用意できなくても自社株式を交付することができるようになった。その結果、敵対的企業買収者が一定割合以上の株式を買占めた場合、会社側がオプションを行使することで、敵対的企業買収者以外の既存株主の新株予約権が会社に取得・償却されることになり、代わりに会社の株式が交付されることによって、株価が低下し、敵対的企業買収ができなくなるわけである。

- (50) 森田 果「ファイナンスからみた企業買収」商事法務1728号22頁