

# 企業買収の際の企業価値基準による 取締役の義務と責任

—募集株式・新株予約権の不公正発行を中心として—

畠 田 公 明\*

- 1 はじめに
- 2 主要目的ルールから企業価値基準へ
- 3 敵対的企業買収防衛策に関する判断の主体について
- 4 企業買収における取締役の義務と責任
- 5 結び

## 1 はじめに

わが国の株式会社をめぐる企業買収の場面において、従来、企業買収への対抗策として買収対象会社にとって友好的な第三者に募集株式や新株予約権を発行することが多い。これに対し、買収者がその発行の差し止めを求め、多数の裁判例が蓄積されている。

そして、近年の動向として、企業買収に関して、「企業価値報告書」<sup>(1)</sup>、経済産業省・法務省の「指針」<sup>(2)</sup>、「MBO 指針」<sup>(3)</sup>や「買収防衛策の在り方」<sup>(4)</sup>などのような、会社実務に重要な影響を与えている一連の報告書が公表され

---

\*福岡大学法学部教授

ている。さらに、企業買収に関して、ブルドックソース事件の最高裁判決<sup>(5)</sup>などのような重要な裁判例も出ている。

そこで、本稿は、まず、従来の企業買収に関する主要な裁判例のとなつていた主要目的ルールの内容を概観し、主要目的ルールから企業価値基準への変遷を検討する。その後で、敵対的企業買収防衛策に関する判断の主体は株主総会または取締役会のどちらであるのかを検討し、最後に、第三者割当の場合や、取締役・株主間の構造上の利益相反関係が顕著となるマネジメント・バイアウト（MBO）を中心として、企業買収における取締役の義務と責任を検討する。

- (1) 企業価値研究会「企業価値報告書」（2005年）（[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/pdf/3-houkokusho-honntai-set.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/3-houkokusho-honntai-set.pdf)）、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頁（2005年）、企業価値研究会「企業価値報告書2006～企業社会における公正なルールの定着に向けて～」（2006年）（[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/pdf/houkoku06.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/houkoku06.pdf)）
- (2) 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」（2005年）（[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/pdf/3-shishinn-honntai-set.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/3-shishinn-honntai-set.pdf)）、資料・商事法務1733号28頁（2005年）、別冊商事法務編集部編・前掲注(1)121頁。以下、「指針」と略称する。
- (3) 企業価値研究会「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する報告書」（<http://www.meti.go.jp/report/data/press/20070802008/mbo.pdf>）。以下「MBO 報告書」と略称する。また、経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（2007年）（[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/pdf/MBOshishin2.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/MBOshishin2.pdf)）。以下、「MBO 指針」と略称する。
- (4) 企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」4頁－5頁（[http://www.rieti.go.jp/jp/events/bbl/08072301\\_2.pdf](http://www.rieti.go.jp/jp/events/bbl/08072301_2.pdf)）、資料・商事法務1838号53頁（2008年）。以下、「在り方」と略称する。
- (5) 最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁。



## 2 主要目的ルールから企業価値基準へ

### （1）新株発行の裁判例における判断枠組みとしての主要目的ルールの生成・展開

（イ）主要目的ルールの生成 昭和40年代後半から、新株発行の公正・不公正を判断する枠組みとして、主要目的ルール（もしくは主要目的理論と呼ばれる）、すなわち取締役が自らの支配権を維持・獲得することを主たる目的とする新株発行を行った場合に、当該新株発行が不公正であるとする立場を採用する裁判例が現れ始めた<sup>（6）</sup>。新株発行差止仮処分事件の裁判例において、「会社には具体的に資金需要が存し、その調達の方法として新株発行によったこと、その発行を第三者割当としたことについてそれなりに合理的な理由があったものというべきである」<sup>（7）</sup>とか、「不当な目的を達成するため新株を発行する場合と言うためには、少なくとも、取締役会が新株発行を行なうに至った種々の動機のうち、不当な目的を達成するという動機が、他の動機よりも優越し、それが主要な主観的要素であると認められる場合をいう」<sup>（8）</sup>と判示された。その後、新株発行の「主たる目的」により判断する枠組みを採用するものとして、本件新株発行が「会社に対する経営参画を排除し・・・・・・会社支配を確立することを唯一のあるいは主たる目的としてなされた」と推認することは困難<sup>（9）</sup>であり、「会社において新株発行による資金調達の必要」が特になくとも認められないと判示するものがある<sup>（9）</sup>。

（ロ）主要目的ルールの展開 昭和60年頃から、仕手筋による株式の買い占めや、外国人投資家などによる敵対的な株式の買い占めなどが増加した。新株発行差止仮処分事件の裁判例において、会社には「具体的に資金需要が存し」、本件新株発行について「それなりに合理的な理由があった」というべきであり、「持株比率の低下」をさせる「意図が多少なりとも存していたとしても、本件新株発行につき合理的理由の存する以上それが本件新株発行

を決定づける理由としては稀薄である」<sup>(10)</sup>と判示するものがあるが、これは必ずしも明確とはいえない点があるとはいえ、主要目的ルールに基づくものと理解することができる<sup>(11)</sup>。その後、主要目的ルールの内容を明確にして、「本件新株発行の主要な目的が申請人らの持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することにあるとまでは断定できず、むしろ、本件新株発行の主要目的は前記認定のとおり資金調達のためのものといわざるを得ないし、また、第三者割当の方法についてもそれが著しく合理性を欠くとはできないというべきである」<sup>(12)</sup>と判示するものがある。

さらに、株式会社においてその支配権につき争いがある場合に「新株発行が特定の株主の持株比率を低下させ現経営者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、その新株発行は不公正発行にあたるというべきであり、また、新株発行の主要な目的が右のところにあるとはいえない場合であっても、その新株発行により特定の株主の持株比率が著しく低下されることを認識しつつ新株発行がされた場合は、その新株発行を正当化させるだけの合理的な理由がない限り、その新株発行もまた不公正発行にあたるというべきである」と<sup>(13)</sup>と判示するものがある。本件事案は、資金調達の必要性がないことが明白であるため、主要目的ルールをとる従来の裁判例からも、当然に、不公正発行と認められるものである<sup>(14)</sup>。もっとも、本決定は、従来の主要目的ルールによりながら、支配権争奪局面においては、新株発行する会社側が新株発行の正当性・合理性を疎明しなければ不公正発行となることを示す点で、それまでの裁判例とは異なるものであると評価されている<sup>(15)</sup>。

その後、敵対的企業買収の局面ではなくて、既存の支配株主と経営陣との間で対立している事案で、「本件新株発行は、何ら資金調達が現実的に必要ではないのに、債権者らの支配権を剥奪する目的で行うもので、著しく不正な方法によるものといえることができる」<sup>(16)</sup>と判示するものがある。また、

同様に、会社の筆頭株主と経営陣との間に対立がある事案で、「『著シク不公正ナル方法』による新株発行とは、不当な目的を達成する手段として新株発行が利用される場合をいうと解されるところ、株式会社においてその支配権につき争いがあり、従来の株主の持株比率に重大な影響を及ぼすような数の新株が発行され、それが第三者に割り当てられる場合に、その新株発行が特定の株主の持株比率を低下させ現経営者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、不当な目的を達成する手段として新株発行が利用される場合にあたるといふべきである」<sup>(17)</sup>と判示するものがある。これは、主要目的ルールの内容を一層明確にし、「不公正発行か否か」について、支配権維持のような不当な目的が主要な目的であるかどうかという判断枠組みをとっており、単純に資金調達目的と支配権維持目的を比較して、「資金調達が主要な目的である」という理由で新株発行を差し止めなかったのではないと解されている<sup>(18)</sup>。

なお、商法旧266条ノ3、民法709条による損害賠償を請求する事案で、「会社の株主の間で支配権争奪がある場合に、取締役は厳に中立を守り、これに介入すべきではない」とし、「支配権の争奪への介入を主要な目的とする新株発行は、不公正な方法によって新株を発行するものである」<sup>(19)</sup>と判示するものがある。

以上のように、昭和60年以降から平成17年ニッポン放送事件以前の裁判例において、「著シク不公正ナル方法」による新株発行とは、不当な目的を達成する手段として新株発行が利用される場合をいうのであり、会社の支配権につき争いがあり従来の株主の持株比率に重大な影響を及ぼすような数の新株が第三者割当てとして発行される場合に、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者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、不当な目的を達成する手段として新株発行が利用される場合にあたるといふべきである、という主要目的ルールが展開してきたと

いうことができる。

(ハ) ニッポン放送事件以後 新株予約権に関する平成17年ニッポン放送事件の高裁決定以後の新株発行差止仮処分事件の裁判例において、『著しく不公正な方法』による新株の発行とは、不当な目的を達成する手段として新株の発行が利用される場合をいうと解されるところ、会社の支配につき争いがあり、既存の株主の持株比率に重大な影響を及ぼすような数の新株が発行され、それが第三者に割り当てられる場合に、その新株の発行が既存の株主の持株比率を低下させ現経営者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、不当な目的を達成する手段として新株の発行が利用される場合に当たるといふべきである」<sup>(20)</sup>と判示するものがある。「著しく不公正な方法」の意味について近時の裁判例は上記の判示内容と同趣旨を述べており<sup>(21)</sup>、新株の不公正発行については、主要目的ルールの基準が確立しているといつてよからう。

## (2) 新株予約権の裁判例における判断枠組みとしての主要目的ルールの生成・展開

(イ) ニッポン放送事件 東京高決平成17年3月23日判例時報1899号56頁は、株式を買い集められた会社が、取締役会において、その企業グループの他の会社に対して大量の新株予約権を発行することを決議した事案で、「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、株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者又はこれを支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株予約権の発行がされた場合には、原則として……『著しく不公正ナル方法』による新株予約権の発行に該当するものと解するのが相当である」とはいえ、「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

者たる株主の信託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」とし、例えば、株式の敵対的買収者が、①グリーンメイラーである場合、②焦土化経営を行う目的である場合、③会社経営を支配した後に当該会社の資産を当該買収者等の債務の担保や弁済原資として流用する予定である場合、④会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない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あるいは一時的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ある場合など、「当該会社を喰い物にしようとしている場合には、濫用目的をもって株式を取得した当該敵対的買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」と判示した。

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」とし、また、「債務者は企業価値の維持・向上が目的であると主張しているものの、その実体をみる限り、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債権者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・・・・による債務者の経営支配権確保を主要な目的とするものであることは明白である」こと、本件新株予約権の発行の目的は臨海副都心スタジオプロジェクトへの整備資金を調達することにあるとの主張について「本件新株予約権の発行の主要な目的が上記プロジェクトへの整備資金にあるというのは、本件紛争になって言い出した口実である疑いが強く、にわかに信用し難い。かえって、債権者等による株式の敵対的買収対抗策として・・・・債務者の経営支配権の確保を主要な目的としていることが認められる」こと、「債権者が債務者の支配株主となった場合に、債務者に回復し難い損害が生ずることを認めるに足る資料はなく、また、債権者が真摯に合理的経営を目指すものでないとまでいうことはできない」として、新株予約権発行差止仮処分を認容した原審仮処分決定（東京地決平成17年3月11日判例タイムズ1173号143頁）・原審異議決定（東京地決平成17年3月16日判例タイムズ1173号140頁）を正当であると判断して、本件抗告を棄却した。

本決定は、支配権の争いが生じている場合における新株予約権発行に、新株の第三者割当てと同様に「主要目的ルール」が適用されることを明らかにし<sup>(22)</sup>、そして、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする発行は、原則として、不公正発行に該当するけれども、例外的に、会社を食い物にしようとしている場合には、株主全体の利益保護の観点から、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行うことが正当なものとして許されると判示する。

（ロ）ニッポン放送事件後の裁判例　東京高決平成17年3月23日判例時報1900号156頁（ニレコ事件）は、取締役会において、平時導入の企業防衛策として、株主名簿上の株主に対して1株につき無償で2個の割合で新株予約権を与えることを内容とする「セキュリティ・プラン」（以下「本件プラ

ン」という）が決議された事案で、もっぱら既存株主に不足の損害を与える可能性があるか否かの観点から、不公正発行の判断をしている<sup>(23)</sup>。支配権争いが顕在化した後（有事）に新株予約権発行が問題とされたニッポン放送事件では、従来の裁判例のとり主要目的ルールの延長で不公正発行か否かを論じることが可能であった。これに対し、支配権争いが顕在化する前（平時）に、株主割当てによる新株予約権が発行された本件では、従来の主要目的ルートを直接そのまま適用して解決されたものであるとはいえない<sup>(24)</sup>。本件新株予約権の発行は、既存株主に受忍させるべきでない損害（株式の価値の低下という経済的不利益）が生じるおそれがあることを理由として、不公正発行と認める点に特徴があるといえる。

東京地決平成17年7月29日判例時報1909号87頁（日本技研開発事件）では、敵対的買収者による業務提携の申し入れに対し、対象会社が大规模買付ルールを定め、このルールを遵守しないとして、対象会社の取締役会が株式分割を行う旨の決議をしたことから、その会社分割の差止め、取締役会決議の無効確認などが求められた事案である。本決定は、本件株式分割が法的に本件公開買付けの目的の達成を妨げるものということとはできず、既存株主としての地位に実質的変動が生ずるものとはいえないことから、差止請求権に関する会社法210条の規定の類推適用することはできないと判示した。また、「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（以下「会社の現経営者が反対している買収者」の意味で用いる。）のいずれに経営を委ねるべきかの判断は、株主によってされるべきであるところ、取締役会は、株主が適切にこの判断を行うことができるよう、必要な情報を提供し、かつ、相当な考慮期間を確保するためにその権限を行使することが許されるといえる」と判示した上で、具体的な法令違反を理由とする取締役会決議の無効が認められなかった。

（ハ）ブルドックソース事件 最決平成19年8月7日民集61巻5号2215



頁は、投資ファンドの関係会社による公開買付けに対する対抗策として、対象会社が行った株主への新株予約権の無償割当てに対して、投資ファンドが、買収者の差別的取扱い（新株予約権行使の不可、その対価としての金銭支払い）について株主平等の原則に反し、また著しく不公正な方法によるものであるから、会社法247条1号・2号に該当するとして、これを仮に差し止めることを求める事案の許可抗告審である。最高裁は、次のように述べて、本件新株予約権無償割当てを株主平等の原則の趣旨に反して法令等に違反するものということとはできず、また、著しく不公正な方法によるものということもできないとする。まず、株主平等の原則について、「個々の株主の利益を保護するため、会社に対し、株主をその有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱うことを義務付けるものであるが、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、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるような場合には、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該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、これを直ちに同原則の趣旨に反するものということとはできない。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、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、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」と判示する。

また、著しく不公正な方法によるものであるかについて、「本件新株予約権無償割当ては、突然本件公開買付けが実行され、抗告人による相手方の経営支配権の取得の可能性が現に生じたため、株主総会において相手方の企業価値のき損を防ぎ、相手方の利益ひいては株主の共同の利益の侵害を防ぐためには多額の支出をしてもこれを採用する必要があると判断されて行われた



ものであり、緊急の事態に対処するための措置であること、前記のとおり、抗告人関係者に割り当てられた本件新株予約権に対してはその価値に見合う対価が支払われることも考慮すれば、対応策が事前に定められ、それが示されていなかったからといって、本件新株予約権無償割当てを著しく不公正な方法によるものということとはできない」し、差別的な新株予約権無償割当てが、「会社の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するためではなく、専ら経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものである場合には、その新株予約権無償割当ては原則として著しく不公正な方法によるものと解すべきであるが、本件新株予約権無償割当てが、そのような場合に該当しない」と判示した。

従来の裁判例において、訴訟当事者の主張のなかで「企業価値」という用語が用いられることが多かったが、本判決は、新株予約権が対抗策として無償割当てされた敵対的企業買収事案において最高裁判所として初めて「企業価値」の判断基準を取り上げたものとして評価される。これに対し、新株発行に関する従来の裁判例は、主要目的ルールの判断基準として「資金調達目的」をとりあげるが、企業金融的には、株式発行により資金調達がなされると、資産が増加することになり、その時点では企業価値が増大しているものと考えられる。その意味で、会社の営利目的は、企業価値の最大化を目指すものとする立場からすれば、敵対的企業買収の場合において募集新株の発行がなされるときも、企業価値の最大化という観点から、資金調達の目的と支配権維持目的のどちらが主要目的であるということではなく、どちらのほうが企業価値の維持・向上を図ることができるかという判断をするほうが妥当であろう。このように解することにより、企業買収の局面における募集株式の発行および新株予約権の発行が不公正発行になるかについて、同一の企業価値基準による合理的な判断が可能となる。

### (3) 企業買収の場面における企業価値の意味

(イ) 企業価値の多義性 前記ブルドックソース事件の最高裁決定のいう「企業価値」とはどのような意味であるのかについて、明確には定義されていない。企業価値の意味については、経済学・経営学・会計学などにおいて論じられているが、論者によって、また論じられる場面によっても、必ずしも同じ意味で使用されているとは限らず、統一的な定義が確立されていない<sup>(25)</sup>。ここでは、会社法の下で、企業買収の場面における企業価値の意味をどのように考えるかについて検討する。

会社法では、従来、会社の営利目的の意味について議論があるところであり、いわゆる利益分配説と事業利益説とに大別される<sup>(26)</sup>。このような会社の営利目的の意味と、企業価値は何かということとは、理論的に密接な関連を有するものと考えられる。企業買収の場面における企業価値の意味については、基本的な考え方として、①企業価値はイコール株主利益であるとする考え方と、②株主の利益だけでなく他のステークホルダーの利益をも考慮したその総体としての利益とする考え方、という2つの考え方が対立している<sup>(27)</sup>。これらの考え方について、本稿では便宜的に、上記①は株主利益説、上記②はステークホルダー利益説と呼ぶことにする<sup>(28)</sup>。

#### (ロ) 株主利益説とステークホルダー利益説

株主利益説は、株主の利益を重視する観点から、企業価値は株主利益であるとする考え方である。会社の営利目的の意味について利益分配説をとる立場（従来の通説的見解）からすれば、当然、企業価値について株主利益説をとることになるのが一般的であろう<sup>(29)</sup>。株主利益説は、次のような理由で妥当性があると主張される。すなわち、①すべてのステークホルダーの利益を満足させられない場合に、あるいはステークホルダー間で利害の対立があるときには、その総体としての利益を全体的・調和的に考慮することは実際上不可能である。また、②株式会社の存在意義は剰余利益の可能な限りでの増

加・分配にあり、この剰余利益の最大化は企業価値の最大化であり、株主利益を企業価値と同視することは株式会社の存在意義ともっとも整合的な法的ルールといえる、と主張される<sup>(30)</sup>。

これに対し、ステークホルダー利益説は、株主以外の従業員・債権者その他のステークホルダーの利益も重視する観点から、企業価値は株主も含まれるステークホルダーの利益総体であるとする考え方である。会社の営利目的の意味について事業利益説をとる立場からは、会社の目的は株主利益の最大化ではなくて会社の利潤の最大化であり、会社の利潤の最大化は企業価値の最大化と考えられることから<sup>(31)</sup>、ステークホルダー利益説の考え方は会社の営利目的に関する事業利益説と整合的である。

ステークホルダー利益説に対しては、株主利益説の立場から、次のような問題点が指摘される。①ステークホルダー間の利益が対立する場合（例えば、敵対的買収により工場閉鎖が予想される場合、株主利益と従業員利益が対立する）、ステークホルダーの利益総体を考慮して敵対的買収の是非を決することは、實際上、不可能である。また、②仮に、すべての利益を考慮した結果、企業価値は増加するとの判断を経営者が主張する場合に、合理的・客観的に、経営者が第三者にその判断過程を説明することあるいは第三者がその判断過程を検証することは、不可能と考えられ、かえって経営者の恣意的な判断を正当化する隠れ蓑となる。したがって、③敵対的企業買収の容認か拒否かを決定する基準（実践的行為規範）としては、ステークホルダー利益説の考え方は十分機能せず、不可能を強いるものである、と主張される<sup>(32)</sup>。

上記のようなステークホルダー利益説に対する問題点の指摘は、株主の利益と株主以外の他のステークホルダーの利益とが衝突するものであるとか、一方の利益を考慮することは他方の利益を犠牲にするものである、というような株主と他のステークホルダーの利益を対立的に捉える考え方を前提としたものであると考えられる。しかし、最近、とくに企業の社会的責任論にお

いて、企業の「持続可能性」の観点の下で、「経済、環境、社会」（いわゆるトリプル・ボトムライン）という3つの面からバランスのとれた企業運営を求める考え方が広がってきている<sup>(33)</sup>。このような「持続可能性」の観点からすれば、株主利益説よりも、ステークホルダー利益説の考え方のほうが妥当であると考えられる。

また、企業価値は、「事業価値」（事業から創出される価値）に加えて、事業以外の「非事業資産」の価値を含めた企業全体の価値を、「企業価値」と定義する立場から<sup>(34)</sup>、このような企業価値の増減の判断については客観的かつ明確な評価が可能であると考えられ、したがって経営者の恣意的な判断を助長する危険性も少ないと考えられる。仮に経営者が不当に恣意的な判断をしていたとしても、株主には会社法で剰余金・残余財産分配の権利が保護され（会社105条1項1号2号・2項）、また、株主は、株主総会における議決権を有し、株主に対する剰余金の配当は原則として株主総会の決議事項であり（会社453条・454条1項）、さらに、株主総会による取締役の選任・解任、株主代表訴訟権などを有していることから、経営者が不当に恣意的な判断をしていれば、最終的手段の規範として、そのような株主主権といえるような規範が意味を持つことになると考えられる<sup>(35)</sup>。

（ロ）企業価値報告書および経済産業省・法務省「指針」の定義 経済産業省の依頼により発足された企業価値研究会が2005年（平成17年）5月27日公表した「企業価値報告書」は、「企業価値とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう。換言すると、会社が生み出す将来の収益の合計のことであり、株主に帰属する株主価値とステークホルダーなどに帰属する価値に分配される。」と定義し、「企業価値は、株主価値とステークホルダーに帰属する価値の合計であり、株主価値と企業価値は同じではない。」とする<sup>(36)</sup>。上記の「企業価値報告書」は、前記のステークホルダー利益説の考え方をとるものと考えら

れる<sup>(37)</sup>。

また、上記の報告書を受けて、経済産業省・法務省が同年5月27日策定公表した「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」（以下、「指針」と略称する）も、「企業価値報告書」と同様に、「企業価値：会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう」と定義する<sup>(38)</sup>。さらに、「指針」は、「買収防衛策は、企業価値、ひいては、株主共同の利益を確保し、又は向上させるものとなるよう」、①「企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則」、②「事前開示・株主意思の原則」、および③「必要性・相当性確保の原則」に従うものとしなければならないと述べた上で、①の原則について「買収防衛策の導入、発動及び廃止は、企業価値、ひいては、株主共同の利益を確保し、又は向上させる目的……をもって行うべきである。」とし、また、株主共同の利益は「株主全体に共通する利益の総体をいう。」と定義し、さらに、「企業価値、ひいては、株主共同の利益」を、以下、単に「株主共同の利益」というとする<sup>(39)</sup>。

これらの「企業価値報告書」および「指針」で用いられる「企業価値」の言葉について、定義の中の「株主の利益に資する会社の属性又はその程度」は金銭評価に適しない抽象的な概念であり、金銭評価可能な「会社が生み出す将来の収益の合計」とは異質なものではないか、「企業価値」の確保・向上と「株主共同の利益」の確保・向上とは必ずしも一致しないのではないか、「企業価値報告書」と「指針」の間に、株主の利益保護を重視するのか、それとも会社の企業体としての経済的価値の維持・向上を重視するのかという点で立場の違いがあるのでないか、というような疑問が呈されている<sup>(40)</sup>。また、実際には企業価値の概念・定義が幅広く解釈され、企業の間では企業価値の言葉が経済的な概念ではなくて、抽象的な概念として幅広くとらえられてしまった結果、投資家の立場からみると、どんなときにも防衛策が発動

でてしまうのではないかとこの危惧がある<sup>(41)</sup>。さらに、取締役・既存株主・買収者その他の各会社関係者が「企業価値」維持・向上という錦の御旗の下、相対立・抵触する自己の主張を繰り広げるといっても少なくなく、実務において「企業価値」の概念が必ずしも有効な行為規範形成に寄与していないとの指摘もなされている<sup>(42)</sup>。確かに、企業価値という概念はあいまいだとか、当事者が自分勝手に使うという危険があるとか、実際には数値では計算できないのではないかなどといった批判があることは理解できる。しかしながら、企業価値は、決して客観的に数値化できないということではないであろうし、企業買収の分野で買収が良いか悪いかでその防衛策を検討する際に、その基準となる概念である考えられるべきであろう<sup>(43)</sup>。

その後、経済産業省に設置されている「企業価値研究会」は、2008年（平成20年）6月30日「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（以下「在り方」と略称する）と題する報告書を公表した<sup>(44)</sup>。前記「指針」の3頁以下では、「企業価値、ひいては、株主共同の利益」を単に「株主共同の利益」と呼んでいたが、「在り方」は、「本報告書においても、この用語を踏襲する。これに関連して、『指針』及び本報告書における『企業価値』とは、概念的には、『企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値』を想定するものであり、この概念を恣意的に拡大して、『指針』及び本報告書を解釈することのないよう留意すべきである。」と述べる<sup>(45)</sup>。

企業価値の概念に関する曖昧さなどといった、これまでの批判に対処するために、「在り方」は、「企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値」を想定するものであると定義するとともに、拡大解釈の懸念に対処している<sup>(46)</sup>。「在り方」は、企業価値を、実際に計測できるかどうかは別として、少なくとも考え方としては（従って、「概念的には」）、「企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値」と観念する<sup>(47)</sup>。株主以外の利害関係者の利益との関係については、会社にとって大切な従業員や取引先によって企業価値が

増やさなければ、リスクのある投資をした株主への還元はできないわけであり、また、従業員への報酬の支出が大切なのは、この人たちを会社にとどめることによって将来のキャッシュフローの流列が高まるからといった議論は、数量的に示すのが難しいかもしれない。しかし、経営者側としては、そうした考え方の枠組みの中で、株主・投資家サイドとコミュニケーションをとり、M&Aの帰趨を議論する必要があると考えられる<sup>(48)</sup>。

なお、通常は、企業価値が高まれば、ひいては株主共同の利益も高まる傾向にあるわけであるから、株主以外のステークホルダーの利益を含めた企業価値を実際に計測することが難しいと考えられる場合には、企業買収が企業価値の維持・向上を図るものか損なうものであるかについて、会社の継続を前提として株主共同の利益すなわち長期的な株主価値が向上するならば、相関的に企業価値も向上する可能性が高い。したがって、ステークホルダーの利益を含めた企業価値を実際に計測することが困難であると考えられる場合には、便宜的に長期的な株主価値を基準として、企業価値が維持・向上されるかどうかの推断をする枠組みを考えてよいのではないか。

- (6) 松井秀征「取締役の新株発行権限(1)」法学協会雑誌114巻4号416頁以下（1997年）および松中学「主要目的ルールの検討（一）－主要目的ルールとは何か、そしてなぜ裁判所は採用したのか」阪大法学57巻6号1019頁以下（2008年）は、昭和25年商法改正以後の裁判例における判断枠組みについて、詳細に検討する。さらに、主要目的ルールに関して論ずる最近のものとして、徳本稔「主要目的理論の適用とその限界－敵対的企業買収に対する対抗措置の局面に焦点を合わせて－」尾崎安史＝川島いづみ編『比較企業法の現在－その理論と課題』133頁（成文堂、2011年）、田邊裕康「不公正発行該当性判断における新株発行の目的と主要目的ルール」永井和之ほか編『会社法学の省察』169頁（中央経済社、2012年）、矢崎淳司「買収防衛策の適法性判断基準－新株予約権が利用された事例を素材にして」永井和之ほか編『会社法学の省察』186頁（中央経済社、2012年）がある。
- (7) 大阪地決昭和48年1月31日金融・商事判例355号10頁（第一紡績事件。新株発行禁止仮処分申請を却下）。
- (8) 大阪地堺支部判昭和48年11月29日判例時報731号85頁（恵美寿織物事件。新株発行差止仮処分決定の取消し）。田邊・前掲注(6)170頁・185頁は、新株発行の目的を主観的概念として



捉える本判決を、原初的主要目的ルールの代表的なものとして紹介する。

- (9) 東京地決昭和52年8月30日金融・商事判例533号22頁（弥栄工業事件。新株発行差止仮処分申請を却下）。
- (10) 大阪地決昭和62年11月18日判例時報1290号144頁（タクマ事件。新株発行差止仮処分申請を却下）、東京地決昭和63年12月2日判例時報1302号146頁（第一次宮入バルブ事件。新株発行差止仮処分申請を却下）、大阪地決平成2年7月12日判例時報1364号104頁（ゼネラル事件。新株発行禁止仮処分申請を却下）。
- (11) 松中・前掲注(6)1032頁・1033頁。
- (12) 東京地決平成元年9月5日判例時報1323号48頁（第二次宮入バルブ事件。新株発行禁止仮処分申請を却下）。
- (13) 東京地決平成1年7月25日判例時報1317号28頁（忠実屋・いなげや事件。新株発行差止仮処分を認容）。
- (14) 松中・前掲注(6)1036頁。
- (15) 洲崎博史「判批」判例評論374号42頁・43頁〔判例時報1337号〕（1990年）、久保大作「判批」野村修也＝中東正文編『M&A判例の分析と展開（別冊金融・商事判例）』27頁（2007年）、松中・前掲注(1)1036頁。
- (16) 東京地決平成10年6月11日資料版商事法務173号193頁（ネミック・ラムダ事件。新株発行差止仮処分命令申立を認容）。
- (17) 東京地決平成16年7月30日判例時報1874号143頁（ベルシステム24事件第1審決定。新株発行差止仮処分申立を却下）。大阪地決平成16年9月27日金融・商事判例1204号6頁（ダイソー事件。新株発行差止仮処分申立を却下）も前記ベルシステム24事件第1審決定と同様に、支配権維持のような不当な目的が主要な目的であるかどうかという判断枠組を取り入れている。松中・前掲注(6)1049頁。
- (18) 大杉謙一「判批」野村修也＝中東正文編『M&A判例の分析と展開（別冊金融・商事判例）』54頁（2007年）、松中・前掲注(6)1047頁。大杉・前掲注(18)54頁は、「目的」は新株発行を決定した経営者・取締役の内心の動機を指すのではなく、新株発行を生じさせる客観的效果と、新株発行を決定する手続の適切さを総合考慮して判断されるものであるとの観点から、規範的要件に当たる「不公正発行か否か」の判断について、支配権維持目的を推認させる各種の事実（評価根拠事実）と資金調達その他の正当な目的を推認させる各種の事実（評価障害事実）の総合判断であると考え、資金調達目的以外にも不公正発行であることを否定する評価障害事実がありうるとする。松中・前掲注(6)1047頁も、資金調達その他の正当な目的の存在は不当な目的が「主要な目的」でないことを示すものと位置づけられるとする。前記ベルシステム24事件第1審決定の抗告審である東京高決平成16年8月4日金融・商事判例1201号4頁（ベルシステム24事件抗告審決定）も、基本的には第1審決定と同様に、本件新株発行が著しく不公正なる方法による株式発行に当たるものということとはできないと判示した。抗告審決定は、第1審決定と同様の判断枠組みをとっているものと理解される。大杉・前掲注(5)55頁、松中・前掲注(1)1048頁。



- (19) 京都地判平成4年8月5日判例時報1440号129頁（明星自動車事件。損害賠償請求を認容）。
- (20) 東京地決定平成20年6月23日金融・商事判例1296号10頁（クオッツ事件。新株発行差止仮処分命令申立を認容）。
- (21) 同じ立場をとるものとして、大阪地決平成18年12月13日判例時報1967号139頁（名村造船所事件。募集株式の発行差止仮処分申立を却下）、仙台地決平成19年6月1日金融・商事判例1270号63頁（テーデーエフ事件、新株発行差止仮処分命令申立を却下）、横浜地決平成19年6月4日金融・商事判例1270号67頁（自動車部品工業事件。新株発行差止仮処分命令申立を却下）、さいたま地決平成19年6月22日判例タイムズ1253号107頁（日本精密事件。新株発行差止仮処分申立を認容）、千葉地松戸支決平成20年6月26日金融・商事判例1298号64頁（昭和ゴム事件。新株発行差止仮処分命令の申立てを却下）、札幌地決平成20年11月11日金融・商事判例1307号44頁（オープンループ事件。新株発行差止等仮処分命令の申立を却下）、東京地決平成21年3月27日金融・商事判例1338号57頁（NowLoading事件第1審決定。新株発行差止仮処分命令の申立を却下）、東京高決平成21年3月30日（NowLoading事件抗告審決定）金融・商事判例1338号50頁（本件抗告を棄却）、東京高決平成21年12月1日金融・商事判例1338号40頁（日本ハウズイング事件抗告審決定。募集株式発行差止仮処分の申立てを却下した原決定に対する本件抗告を棄却）、東京地決平成24年7月9日金融・商事判例1400号45頁（ダイヤ通商事件。新株発行差止仮処分命令の申立てを却下）。なお、田邊・前掲注(6) 170頁・185頁は、このような最近の裁判例の立場を、最新型主要目的ルールと呼び、新株発行における正当な要素と不当な要素をきめ細かくすくい上げるために、主観的要素を考慮する原初型主要目的ルールを持続させるべきだと主張する。
- (22) 高橋英治「判批」江頭憲治郎ほか編『会社法判例百選 [第2版]』201頁（有斐閣、2011年）。
- (23) 山田剛志「判批」野村修也＝中東正文編『M&A 判例の分析と展開（別冊金融・商事判例）』94頁（2007年）。
- (24) 大杉謙一「判批」ジュリスト1313号113頁（2006年）、矢崎・前掲注(6) 191頁。
- (25) 三苫裕「企業買収におけるコーポレート・ガバナンスについての一試論」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（下巻）』100頁（商事法務、2007年）三苫裕＝玉井裕子「六月総会会社における企業買収防衛策の導入とそのあり方」商事法務1737号40頁以下（2005年）。
- (26) 会社の営利性の議論について、拙稿「会社の目的と社会的責任の法理論に関する総論的検討」福岡大学法学論叢58巻1号158頁以下参照（2013年）。
- (27) 落合誠一「敵対的買収における若干の基本的問題」企業会計57巻10号6頁（2005年）。なお、三枝一雄「敵対的買収と企業価値」明治大学法科大学院論集6号33頁以下（2009年）は、敵対的買収に対する防衛策の是非の基準として、「株主の長期的利益」に求める考え方を、長期的株主利益説と呼び、この説は株主利益説の亜流であり、それに包摂されると解する。また、森本滋「支配株式の取得と取締役会・株主総会」商事法務1882号10頁（2009年）

は、会社が目指すべきは単純な現在の株主にとっての「利益最大化」ではなく、「株式価値の最大化」（企業価値の向上）であるとし、従業員の雇用や企業文化等を守ることにより企業価値は向上し、長期的な「株主共同の利益」に資することにもなると主張する。この見解も、基本的に株主利益説に立つものと考えられる。

- (28) 三枝・前掲注(27)27頁以下。
- (29) 落合・前掲注(27)6頁は、わが国では近時、株主利益説がより多数であると思われるとする。
- (30) 落合・前掲注(27)7頁・8頁。
- (31) 拙稿・前掲注(26)178頁。
- (32) 落合・前掲注(27)6頁・7頁。
- (33) 拙稿「社会的利益を追求する営利会社－アメリカの社会的営利会社（Benefit Corporation）を中心として－」福岡大学法学論叢57巻4号534頁（2013年）。
- (34) 岡俊子＝富山和彦「M&Aと企業価値」落合誠一編『わが国M&Aの課題と展望』181頁（商事法務、2006年）、日本公認会計士協会編『企業価値評価ガイドライン（増補版）』6頁（日本公認会計士協会出版局、2010年）、鈴木一功編『企業価値評価【実践編】』31頁（ダイヤモンド社、2004年）など参照。
- (35) 穴戸善一『動機付けの仕組みとしての企業：インセンティブ・システムの法制度論』26頁（有斐閣、2006年）、拙稿・前掲(26)24頁。
- (36) 企業価値研究会・前掲注(1)34頁・35頁、別冊商事法務編集部編・前掲注(1)43頁・44頁。
- (37) 三枝・前掲注(27)31頁。
- (38) 経済産業省・法務省・前掲注(2)2頁、資料・前掲注(2)26頁、別冊商事法務編集部編・前掲注(2)122頁。
- (39) 経済産業省・法務省・前掲注(2)2頁・3頁、資料・前掲注(2)26頁・27頁、別冊商事法務編集部編・前掲注(2)122頁・123頁。
- (40) 三苫裕「『買収防衛策指針』と『企業価値報告書』の解説」ビジネス法務5巻8号16頁（2005年）。
- (41) 座談会「企業価値研究会報告書と今後の買収防衛策のあり方〔上〕」商事法務1842号7頁（2008年）（木村祐基発言）。
- (42) 三苫・前掲注(25)101頁。
- (43) 座談会・前掲注(41)8頁（神田秀樹発言）。
- (44) 企業価値研究会・前掲注(4)、資料・前掲注(4)53頁。
- (45) 企業価値研究会・前掲注(4)1頁注(2)、資料・前掲注(4)57頁注(2)。
- (46) 三枝・前掲注(27)32頁。
- (47) 座談会・前掲注(41)8頁（新原浩朗発言）。
- (48) 座談会・前掲注(41)8頁（新原浩朗発言）。

### 3 敵対的企業買収防衛策に関する判断の主体について

#### (1) 機関権限の分配秩序

会社の所有と経営の分離した公開会社において、株主総会は定款に別段の定めがない限り法定の重要な事項を決議することができるにすぎず(会社295条2項)、会社の経営事項は取締役会の決議事項とされている(会社362条・416条)。そして、募集株式・募集新株予約権の発行なども、原則として、取締役会の決議事項である(会社201条1項・240条1項)。もっとも、会社の支配権維持目的で行われる募集株式・募集新株予約権の第三者割当ての場合には、前述のように、不公正発行(会社210条・247条)であるとして、差止めを認める裁判例が多い(本稿2参照)。

しながら、敵対的企業買収の対象となった会社の経営支配権の争いが生じているとき、当該会社の取締役会が、現経営陣による会社経営を維持するほうが企業価値、ひいては、株主共同の利益を確保し向上させると判断して、第三者割当てによる防衛策をとった場合に、そのような第三者割当ては支配権維持目的であるとして差し止められるのであろうか。取締役会はそのような判断をすることは認められず、その判断主体は株主(総会)であるべきであると考えられるのか。この点について、従来の議論を整理すると、株主判断説と取締役会判断説の2つの考え方に大別することができる。

(2) **株主判断説** この説をとる立場によれば、新株発行での資金調達について機動的な取締役会の決定によることを認める授權資本制度は、取締役に対していわゆる株主の支配権争いに介入する権限を与えるものではなく、その介入目的で特定の第三者に新株発行するときは、たとえその発行が企業経営上合理的であるとしても、その争いに影響を与える限り、機関の権限分配秩序に違反し不公正発行となると解される<sup>(49)</sup>。

会社支配権の変動が生じるような事態は会社の構造に变革を生じさせる異常事態であって、取締役会の経営判断に属するような事項ではなく、このような場合に敵対的買収防衛策の策定・実施等企業価値に関わる判断は、会社法が合併・会社分割・株式交換・株式移転等の組織再編行為などについて明文規定で株主総会の特別決議事項としているのと同様に、株主の判断に委ねられると解するほかない<sup>(50)</sup>。取締役は、買収者を自分たちの属する社会的グループとは異なる「よそ者」とみなして敵対的に反応する可能性や、買収後の大量解雇や著名な買収者の有罪判決といった報道から、買収者はおしなべて悪い奴だと考える可能性がある<sup>(51)</sup>。また、会社の支配権争奪時に自己の地位を維持する目的でその権限を行使するにつき、会社・株主の利益と衝突するというような利益衝突または利益相反の問題があり、取締役がまったく中立的な立場で敵対的買収の防衛策について公正に判断することができるとは一般に考えられない<sup>(52)</sup>。

支配権争いがある場合には、取締役は中立でなければならない<sup>(53)</sup>。誰が会社を経営するのかを決するのは株主であり、その株主の意思とは無関係に、取締役が自己の利益（支配維持）のために権限を行使して（利益衝突の問題）、会社支配権の移転を阻止することは許されないとされる<sup>(54)</sup>。ただし、この説をとっても、株主間に支配関係上の争いがあるとき、積極的に第三者に割り当てることを必要とする企業経営上の特段の事由があれば、不公正発行とはならないものと解される<sup>(55)</sup>。

(3) 取締役会判断説    取締役会判断説の立場によれば、現経営者の支配権を維持することが会社の利益となる場合があるから、株主からの信任を受けて経営を任されている取締役がまず、支配権維持による会社の存続等を含めた会社の長期および短期の利益に関して経営判断をすることを認めるべきであると解される<sup>(56)</sup>。また、株主に対する経済的利益（配当ないし株価上昇）

だけでなく、従業員への賃金・雇用保険、地域社会への貢献などを、取締役の経営判断の裁量範囲内において総合的に勘案して、買収対象会社の政策の実現による利益のほうが買収者の政策の実現による利益より大きいとき、取締役が対抗策を講じることも認められるものと考えられる<sup>(57)</sup>。ただし、この場合に、取締役の主観的・利己的判断が入りやすいため、社外取締役の存在する取締役会での判断や、外部専門家の分析・助言を得ることなど手続要件が求められると解される<sup>(58)</sup>。

さらに、公開株式会社における株主と経営者との役割分担に関するわが国の会社法の基本的な法的構造および敵対的買収への対応は高度の経営判断を要することなどから、会社法は敵対的買収の防衛策の採否を原則的に取締役会に委ねていると解されるが、防衛策の採否の決定は株主の利益と現経営者との利益相反の問題が生じることから、経営判断の原則の適用はなく、裁判所による審査が必要とされるとの見解も主張されている<sup>(59)</sup>。

また、折衷的な見解として、①買収を仕掛ける側のやり方や真の目的に問題があり、株主の利益が害される可能性が大きいと考えられるときには、標的会社の取締役会は合理的な防衛措置を取ることが認められ場合と、②株主から終局的な選択権を奪うような防衛措置（デッドハンド・ポイズンピルなど）は、株主総会の承認なしには行えない場合とに分類した上で、上記の①と②のいずれにも該当しない中間的な類型について、③標的会社の取締役会（ないしはその委託を受けた委員会）は、経営者からの独立性を持ち、かつ適切な情報収集を行って、現経営者と買収者とを比較し、仮に現経営者のほうが優れていると考えるのであれば、防衛措置を取ることができるが、そのような取締役会・委員会の判断の手続的側面について裁判所による審査が及ぶと考える見解も主張されている<sup>(60)</sup>。

#### (4) 「企業価値報告書」・「指針」および「在り方」の防衛策

前記「企業価値報告書」は、「防衛策の合理性の判断基準としては、企業価値を損なう買収提案を排除するものであれば認められるべきであるが、反対に企業価値を高める買収提案は排除しないという基準（＝「企業価値基準」）が適当」であるとした上で、「この企業価値を損なうかどうか、防衛策を解除するか否かは、原則的に株主が判断すべきであるが、有事においては、株主総会を迅速に開催できないという時間的・制度的な制約があるので、株主総会において株主の信任を得て経営を付託された経営者の判断に一次的に委ねざるを得ない。一方で、防衛策に関する経営者の判断には、常に経営者が保身目的で行う可能性がつきまとう」と述べる<sup>(61)</sup>。そして、有事における判断が「保身目的」にならないよう最大限の保身排除につながる客観的な工夫として、次のような類型を提示する。第一類型は、「特に取締役会決議によって導入された防衛策については、有事における防衛策の維持・解除に関する判断について、独立性の高い社外取締役や社外監査役の判断を重視して、取締役会が防衛策の維持・解除を決定する仕組み」であり、「独立社外チェック型」と呼ぶ。第二類型は、「有事における防衛策の扱いに関して防衛策の解除要件（交渉期間や判断権者など）を予め極力客観的に設定し、買収提案に応じるか否かの判断を最終的には TOB によって株主に委ねたり、企業価値を高める可能性が高い買収への抵抗力を弱める仕組み」であり、「客観的解除要件設定型」と呼ぶ。第三類型は、「平時において防衛策を導入するに当たり、株主総会の承認を受け、有事における取締役会の判断プロセスを株主総会から授権する方法」であり、「株主総会授権型」と呼ぶ（機関投資家が推奨する類型）<sup>(62)</sup>。

また、前記「指針」は、「買収防衛策は、適法性及び合理性を確保するために、導入に際して目的、内容等が具体的に開示され、株主等の予見可能性を高めるとともに（事前開示の原則）、株主の合理的な意思に依拠すべきで

ある（株主意思の原則）」と述べる<sup>(63)</sup>。「株主総会は、株式会社の実質的所有者である株主によって構成される最高意思決定機関として、株主共同の利益の保護のために、定款変更その他の方法により買収防衛策を導入することができる」が、「意思決定機関としての株主総会は機動的な機関とは言い難いから、取締役会が株主共同の利益に資する買収防衛策を導入することを一律に否定することは妥当ではない」として、「取締役会の決議により買収防衛策が導入された場合であっても、株主の総体的意思によってこれを廃止できる手段（消極的な承認を得る手段）を設けている場合には、株主意思の原則に反するものではない」と述べる<sup>(64)</sup>。

さらに、前記「在り方」は、前記「指針」では「買収防衛策は、株主の合理的意思に依拠すべきである」（株主意思の原則）としており、「買収の是非に関する判断は、最終的には株主が行うべきである」が、「実際の買収局面において、善管注意義務を負っている被買収者の取締役が、買収提案が株主共同の利益に適うか否かに関する第一次的判断を自らは回避し、形式的に株主総会に買収の是非に関する判断を丸ごと委ねて、自己を正当化することは、責任逃れとさえいうことができる」ので、「買収局面における被買収者の取締役には責任と規律ある行動が求められる」とする<sup>(65)</sup>。すなわち、「取締役は株主共同の利益を最大化する責務を負っているのであるから、自らは判断を回避し、形式的に株主総会に判断を委ねるのではなく、自ら責任をもって買収防衛策の導入及び発動の要否について判断し、その上で株主に対する説明責任を果たすことが求められる」と述べる<sup>(66)</sup>。

##### （5）防衛策の判断主体に関する従来の論議の検討

前記ブルドック・ソース事件の最高裁決定は、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、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」と判示した<sup>(67)</sup>。本決定は、判断主体は株主自身だという考えを示している。また、前記の「企業価値報告書」・「指針」および「在り方」は、基本的には、買収防衛策は株主の判断または株主の合理的な意思に依拠すべきであり、実際の局面では取締役が株主共同の利益に適うか否かについて第一時的判断をすべき責務を負うと考えている。

この点について、まず、敵対的買収が問題となるのは、所有と経営とが明確に分離した公開株式会社の場合であり、そのような公開株式会社においては、株主が自ら経営するのは不可能であり、また経営の情報・技量さらに意欲もないのであるから、このような株主が経営に大きな役割を果たすべきものとするのは合理的でない<sup>(68)</sup>。支配権移転の選別の問題は、素朴な機関権限分配秩序といった原理論から、一義的、演繹的に導かれるものではない<sup>(69)</sup>。

また、株主総会が取締役を選任することと、その選任された取締役にいかなる範囲の権限が付与されるかは、当然の連関はなく区別しなければならず、取締役が株主の関与を必要とせず決定できる事項（敵対的買収に対する防衛策の問題も含む）は、公開株式会社の取締役会の決定事項を定める具体的な個々の会社法の規定により定まるのであり、取締役の選任・解任機関を定める規定から直ちに導き出すべきものではない<sup>(70)</sup>。

さらに、投資ファンド関係者により開始された公開買付けに応募するか否かは現に株主である者による判断であるのに対して、株主総会は基準日の時点では株主であったが今は株主であるかどうかともわからない者が判断することになる。そうすると、所詮は過去の（基準日時点の）株主の判断にすぎない株主総会決議をもって、現に株式を持つ者による判断である公開買付けによる支配権取得に干渉することに果たして合理性があるかは疑問であると指摘される<sup>(71)</sup>。

また、個々の株主は会社や他の株主に対して善管注意義務・忠実義務を負



うわけではないし、株主の中には投資者から取引先まで利害関係を異にするさまざまな者が混在する。そして、株主総会の判断を経ることによって、株主が決めたという錦の御旗の下に、会社や株主全体の利益との関係において無責任な判断が安易になされる危険性もある。さらに、株主総会での支持さえ得れば買収防衛策が可能であるというのであれば、経営者は企業としての経営効率の追求を犠牲にして安定株主工作により自社の株主構成を相当程度コントロールできることになる。したがって、防衛策の発動を株主に判断させることには大いに疑問であるといわれる<sup>(72)</sup>。

わが国の「株式持合い」の慣行において、持合株主が、敵対的買収から現経営陣を守るように協調行動をとる恐れは十分に現実的である。そして、持合いがそのように機能した場合、一般株主がとり得る有効な是正手段もなく、このような持合株式その他の安定保有株式の存在によって敵対的買収が困難になることは、純粋に株式投資のリターンを求める一般株主の利益が害される恐れがある<sup>(73)</sup>。それ故、たとえ防衛策の判断主体を株主（総会）と考える株主判断説をとったとしても、安定保有株式の保有者により支持される現経営陣の潜在的な利益相反関係を払拭することはできない。そのような安定保有株式の株主が、他の一般株主の利益につながる会社の企業価値の向上を目指さなくて、経営陣を守るために企業価値を毀損するような防衛策をとる判断をする危険性がある。

防衛策の判断主体については、取締役はステークホルダーの利益総体を意味する企業価値を最大化する義務を負うという観点からは、株主・従業員・債権者などのステークホルダーの間において中立的な立場において、取締役会が原則として判断すべきであると解される。もっとも、第三者割当てによる募集株式の発行等の引受人が当該割当て後の総株主の議決権の3分の1以上に相当する募集株式の発行等を引き受けた場合で、かつ、当該引受人が当該第三者割当てに対象会社の支配権を実質的に取得することとなる場合には、

株主総会の判断（特別決議）によることが要求されるものと考えられるべきである。また、取締役が防衛策の導入・発動の可否について判断する場合に、取締役の保身などにより株主との利益相反関係もあることから、取締役会における社外取締役の存在や社外監査役の一定の関与、独立性のある第三者委員会や外部専門家の分析・助言などのような手続きが要求されるべきであるし、取締役会の採用する防衛策の必要性和相当性について、場合によっては裁判所による一定の審査も求められるべきであると解する。

取締役会のとる買収防衛策の相当性について裁判所による何らかの審査を要求することについては、裁判所は経営およびその評価の専門家ではなく、株主と比べて正しい評価を行う誘因も十分でないから（株主は少なくとも正しい判断をする金銭的な動機があるが、裁判官にはそれがない）、裁判所は、株主と同じだけの情報に基づいて、被買収会社の企業価値を判断することについて株主の多数派よりも劣っている可能性が高いという指摘もある<sup>(74)</sup>。しかし、裁判所は、前記の取締役会の構成や外部専門家の関与などのような手続、すなわち判断プロセスを主として審査するものであるし、また、企業価値の判断についても多数派株主よりも劣っているとはいえず、むしろ客観的かつ公正に判断することが可能であると考ええる。

#### (6) 「会社法制の見直しに関する要綱」における支配株主の異動に関する規律

平成24年9月7日、法制審議会が「会社法制の見直しに関する要綱」（以下「要綱」と略称する）<sup>(75)</sup>を決定し法務大臣に答申した。「要綱」第1部第3「資金調達の場合における企業統治の在り方」の中で、「支配株主の異動を伴う募集株式の発行等」について規定がなされている（要綱第1部第3の1）。

「要綱」では、公開会社における募集株式の割当て等の特則として、公開

会社は、募集株式の引受人が引き受けた募集株式の株主となった場合に有することとなる議決権の数（当該引受人の子会社等有する議決権の数との合計数）が、当該募集株式の引受人の全員がその引き受けた募集株式の株主となった場合における総株主の議決権の数の2分の1を超える場合には、払込・給付の期日（会社199条1項4号〔期間を定めた場合にはその初日〕）の2週間前までに、株主に対し、当該引受人（「特定引受人」という）の氏名・住所・当該特定引受人の議決権の数等を通知または公告をしなければならないとされている（要綱第1部第3の1（1）①-③）。その上で、総株主の議決権の10分の1以上の議決権を有する株主が上記通知・公告の日から2週間以内に特定引受人による募集株式の引受けに反対する旨を公開会社に対し通知したときは、当該公開会社は上記期日の前日までに、株主総会の決議（普通決議）によって、当該特定引受人に対する募集株式の割当て等について承認を受けなければならないものとされている（同（1）④・⑤）。また、公開会社における募集新株予約権の割当て等の特則についても、募集株式の割当てと同様のものを規定している（要綱第1部第3の1（2））。

株主総会の承認を要求する「要綱」の上記規定は、支配権の移転を伴う株式の発行は株主が決すべきであるとする立場をとる見解からは、支持されることになる<sup>(76)</sup>。この「要綱」に対し、防衛策の判断主体について取締役会が原則として判断すべきであるとする立場を支持する筆者としては、第三者割当てによる募集株式の発行等の引受人が当該割当て後の総株主の議決権の3分の1以上に相当する募集株式の発行等を引き受けた場合で、かつ、当該引受人が当該第三者割当てに対象会社の支配権を実質的に取得することとなる場合にのみ、株主総会の判断（特別決議）によることが要求されるべきであると考えらる。

もっとも、「要綱」は、支配株主の異動を伴う第三者割当てによる募集株式の発行等について、原則として株主総会の普通決議を要するものとしたわ

けではなく、総株主の議決権の10分の1以上（定款でより低い要件を定め得る）の議決権を有する株主が反対の通知を行った場合に限り、株主総会の決議（普通決議）が必要になるものとされるにすぎない。「要綱」は、支配株主の異動に関する情報開示の充実を図るため、株主に対する通知を義務付け、反対する一定割合の株主に株主総会において議論する機会を与える点で、考慮に値するものと考えられる。もっとも、総株主の議決権の10分の1以上という要件は、株式所有の分散した大会社等においてはかなり重いものであり、関係会社や機関投資家等の有力な株主の間に強い反対があるような場合でないと、この要件を満たすことは容易ではないと思われることから、その意味では、本当に濫用的な第三者割当増資等をチェックする機能を持つことになるとの指摘がなされている<sup>(77)</sup>。

しかし、株主総会の承認を要求する立場をとったとしても、会社が資金調達しなければ会社の存立を危うくする程度の高度な緊急性・必要性がある場合に、株主総会を開催する時間的余裕がないときは、総会決議を経ずに募集株式の発行等ができるという例外規定に設けるべきであることが提案されていた<sup>(78)</sup>。そのような指摘に答えるような形で、「要綱」は、株主総会承認の要件について、「当該公開会社の財産の状況が著しく悪化している場合において、当該公開会社の存立を維持するため緊急の必要があるときは、この限りでないものとする」と規定している。この規定については、必要性・緊急性のある場合という実質的な考慮から株主総会の必要性の例外を認め、必要性・緊急性が客観的に認められる以上は、取締役会の責任で募集株式の発行を行うことができ、その客観的要件が満たされていたか否かは、株主等による差止訴訟（仮処分）の中で裁判所が判断することとされるということである<sup>(79)</sup>。

「要綱」が株主総会の特別決議でなくて普通決議としている理由として、支配株主の異動を伴う募集株式の発行等に関する決議は、会社の経営を支配

する者を決定するという点で、取締役の選任決議と類似する面があることから、当該決議に係る普通決議要件（会社309条1項）を参考にしたものであることが挙げられている<sup>(80)</sup>。また、会社の資金調達が少数派株主の反対によって制約されることはそもそも望ましくないという理由もあるのではないかとこの指摘もなされている<sup>(81)</sup>。もっとも、特定引受人が議決権の3分の2以上を取得するような募集株式の発行であれば、当該特定引受人は定款変更や組織再編等を自らの議決権だけで決定できることになり、まさに会社の基礎的変更をもたらし得るものであるだけに決議要件を特別決議とすべき考えもあり得たところであろうと指摘される<sup>(82)</sup>。株主総会の普通決議を要求する「要綱」の規定は、普通決議を成立させることができる数の安定株主を含む多数派株主によって支持された取締役会が支配株主の異動を伴う募集株式の発行等を行うことを排除しておきながら、その支持した株主と本質的に同じ多数派株主の決議により当該募集株式の発行等を行う可能性があることを認める結果となるのは、妥当ではなかろう。すなわち、その多数派を形成する中核となる有力な大株主や関係会社の意に沿わない、あるいはその影響力を排除するための第三者割当増資を効果的にチェックする機能を認めることになるのではないか。企業価値の維持・向上を図る意欲のない経営陣を支持する株主総会の多数派は、そのような多数派・経営陣にとって都合のよい決議をする可能性が高いであろう。むしろ、企業価値の維持・向上を図ろうと努める経営陣が、支配権の変動をもたらすような第三者割当増資について株主総会の判断を要求する場合に、可能な限り少数派の意見も反映できるような総会決議要件として、少なくとも特別決議が要求されるべきであろう。

また、「要綱」は、常に株主総会の決議を要するものとはせず、株主総会の決議を要する場合を限定して、会社の財産の状況が著しく悪化している場合に、当該会社の存立を維持するため緊急の必要があるときは総会決議を要しないと規定している。このような場合は、取締役会かぎりでは募集株式の

発行等に関する決議を認めたとしても、当該会社の企業価値を毀損することなく、企業価値の維持・向上を図る可能性が極めて高いであろう。この点では、このような「要綱」の立場には異論がない。しかし、会社の目的ないし経営者の義務は企業価値の維持・向上を図ることであるという観点からは、「要綱」の定める総会決議を要しない例外的事由は狭すぎるのではないであろうか。新株予約権の発行に関するニッポン放送事件の高裁決定が判示するように、敵対的買収の場合にいわゆる「会社を食い物」にされるような場合には、取締役会決議で対抗策をとることが認められるべきであろう。「要綱」は、敵対的買収の場面におけるこのような例外的な場合は、適用対象外として、前記高裁の判示内容を認めることを前提としているのであろうか。

敵対的企業買収が仕掛けられていない平時の場合でも、会社の存立を維持・強化するために緊急の必要がありうるであろうし、また、とくに敵対的企業買収の対象となったとき、緊急の資金調達の実現性がなくても、当該対象会社の取締役会が、一定の場合に、企業価値の維持・向上を図るために高度の経営判断をもって迅速に防衛策を講ずることができるようにすることを認めるべきである。株主総会の決議による判断が、必ずしも会社の企業価値を維持・向上させるわけではないであろう。

なお、「要綱」の規定の適用対象は、募集株式の引受人が引き受けた募集株式の株主の議決権の数が総株主の議決権の数の2分の1を超える場合のみであるから、2分の1を超えない場合には、資金調達の必要性の有無とは関係なく、「要綱」は適用されないことになる。したがって、要綱は、総株主の議決権の数の2分の1を超えない場合には、取締役会のみで、募集株式の発行等を行うことを認める趣旨であろう。企業買収の防衛策の判断主体が株主であるとする見解はどのように考えるのか明らかでないが、原則として判断主体を取締役会と考える見解からは、当然の結論となるものと解する。しかし、株主総会の決議が必要でないことが法認められたからといって、これ

まで募集株式・募集新株予約権の不正発行に関して裁判例で争われたものが、すべて公正な発行となるわけではなく、依然として、取締役会決議による第三者割当増資等が不公正発行に当たらないかが問題とされるものと考えられる。

- (49) 森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢104巻2号16頁-17頁（1978年）、川濱昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動の規制（三・完）」民商雑誌95巻4号491頁-492頁（1987年）。
- (50) 三枝・前掲注(27)79頁-80頁。
- (51) 田中亘「敵対的買収に対する防衛策についての覚書」同『企業買収と防衛策』60頁（商事法務、2012年）。
- (52) 洲崎博史「不公正な新株発行とその規制（二・完）」民商雑誌95巻6号722頁（1986年）、川濱昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動の規制（一）」民商雑誌95巻2号170頁-171頁（1986年）、三枝・前掲注(27)80頁-81頁。
- (53) 洲崎・前掲注(52)722頁以下、森本・前掲注(49)17頁。
- (54) 洲崎・前掲注(52)722頁、川濱・前掲注(52)95巻2号170頁-171頁・95巻3号388頁。
- (55) 森本滋「第三者割当と支配権の変更」商事法務1191号17頁（1989年）、同「第三者割当をめぐる諸問題（3・完）」金融法務事情1243号17頁（1990年）。さらに、森本・前掲注(27)11頁は、構造的な利益相反関係のある取締役会が独立の第三者委員会の意見に配慮し、企業価値を毀損するおそれがあるとして買収防衛策を講ずることが否定されるわけではないが、しかし、その場合に採用し得る対応策は株主総会の特別決議による承認がある場合よりも制約的とならざるをえないとする。
- (56) 森田章『会社法の規制緩和とコーポレート・ガバナンス』196頁・208頁-209頁（中央経済社、2000年）。
- (57) 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715頁-716頁（1997年）、同「敵対的企業買収に対する対抗策の基礎」立教法学63号125頁（2003年）。
- (58) 松井・前掲注(54)法学協会雑誌716頁、同・前掲注(54)立教法学125頁。
- (59) 落合・前掲注(27)10頁。
- (60) 大杉謙一「敵対的買収と防衛措置の法的効力に関する一試論」小塚莊一郎＝高橋美加編『落合誠一先生還暦記念 商事法への提言』502頁-506頁・520頁（商事法務、2004年）。近藤光男「ブルドックス最高裁判決に見る企業防衛のあり方」金融法務事情1833号20頁・25頁（2008年）も、折衷の見解をとり、取締役会の判断と株主総会の判断を択一的に考える必然性がないが、むしろ取締役会の判断を選択して、経営者の責任を論じる余地を残しておくほうがよいと考える。
- (61) 企業価値研究会・前掲注(1)83頁、別冊商事法務編集部編・前掲注(1)83頁。



- (62) 企業価値研究会・前掲注(1)91頁-98頁（いずれの工夫も、内部の経営者の独断を排除する方策であるが、それぞれは互いに排除しあうものではない。3つの類型を組み合わせるにより合理性の高い防衛策を設計することも可能とする）、別冊商事法務編集部編・前掲注(1)89頁-95頁。
- (63) 経済産業省・法務省・前掲注(2)5頁、資料・前掲注(2)28頁、別冊商事法務編集部編・前掲注(1)124頁。
- (64) 経済産業省・法務省・前掲注(2)6頁、資料・前掲注(2)商事法務28頁、別冊商事法務編集部編・前掲注(1)124頁-125頁。
- (65) 企業価値研究会・前掲注(4)4頁-5頁、資料・前掲注(4)53頁-54。
- (66) 企業価値研究会・前掲注(4)5頁、資料・前掲注(4)54頁。
- (67) 最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁。
- (68) 落合・前掲注(27)9頁。
- (69) 藤田友敬「ニッポン放送新株予約権発行差止事件の検討〔下〕」商事法務1746号4頁（2005年）、大杉謙一「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ルールの将来－」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（下巻）』24頁（商事法務、2007年）大杉・前掲注(60)521頁。また、中山龍太郎「買収防衛策の意義に関する覚書」武井一浩＝中山龍太郎編『企業買収防衛戦略Ⅱ』159頁（商事法務、2006年）は、「権限分配秩序」という一種のドグマから、いかなる場合にどのような形で「株主意思」を問うべきかは明らかとはならないとする。
- (70) 落合・前掲注(27)9頁-10頁（わが国の会社法規定には、敵対的買収の防衛策を取締役会限りで決定できるか否かについて明文の規定はないから、この問題は解釈問題となるとする）。中東正文「ブルドックソース事件と株主総会の判断の尊重」ジュリスト1346号24頁・25頁（2007年）は、そもそも株主総会は取締役を選ぶ権限を有するが、他の株主が誰であるのかを選ぶ権限を当然に有しているわけではなく、株主総会の判断が合理的であると限らないとすれば、中立的な審査機関の精査を経て、取締役会の決議のみで買収防衛策の発動を許容する法制も考えられてよいとする。
- (71) 田中亘「ブルドックソース事件の法的検討」同『企業買収と防衛策』247頁・251頁（商事法務、2012年）。
- (72) 藤縄憲一「検証・日本の企業買収ルール－ライツプラン型防衛策の導入は正しかったか－」商事法務1818号20頁（2007年）。株主総会で決議されれば、どのような内容であれ許容され、また、当然に不正発行になりえないわけではない。近藤・前掲注(60)18頁、中東・前掲注(70)21頁。また、新株予約権を用いた買収防衛策の導入・発動が株主総会の決議に基づいたとしても、必ずしも取締役の責任の免罪符とはならず、取締役の善管注義務・忠実義務違反による責任を生じさせる可能性がある。越知保見「日本型ライツプランの再検討－交渉の道具としてのライツプランを裁判でどのように機能させるべきか」判例時報2059号9頁以下（2010年）参照。
- (73) 田中・前掲注(71)254頁-255頁。



- (74) 田中・前掲注(51)63頁。
- (75) 法制審議会「会社法制の見直しに関する要綱」(<http://www.moj.go.jp/content/000102013.pdf>)、平成24年8月1日法制審議会会社法制部会決定「会社法制の見直しに関する要綱案」商事法務1973号13頁（2012年）。
- (76) 田中亘「買収防衛策から公開買付規制へ」同『企業買収と防衛策』429頁以下（商事法務、2012年）。なお、平成23年12月7日法制審議会会社法制部会「会社法制の見直しに関する中間試案」(<http://www.moj.go.jp/content/000082647.pdf>、商事法務1952号7頁以下（2011年）。以下「中間試案と略称する」）第一部第三（資金調達の場合における企業統治の在り方）に関して、坂本三郎ほか『「会社法制の見直しに関する中間試案」に対する各界意見の分析〔中〕』商事法務1964号16頁以下（2012年）は、「要綱」と同趣旨の規定をする「中間試案」について、支配株主の異動を伴う第三者割当てについて株主総会の普通決議を要する趣旨の何らかの規律の見直しを要するとの意見が多数であり、また、引受人が総株主の議決権の3分の1を超える数の議決権を有することとなるような第三者割当てによる募集株式の発行等にまで規律の対象を広げるべきであるとの意見が多数であったとされる。
- (77) 岩原紳作『「会社法制の見直しに関する要綱案」の解説〔Ⅱ〕』商事法務1976号7頁（2012年）。田中・前掲注(76)433頁は、総株主の議決権の10分の1以上の反対の場合にのみ株主総会の開催を要求する点について、不必要に株主総会を開催する時間・費用を避けるという意味から、評価する。
- (78) 田中・前掲注(76)431頁-432頁。また、法務省民事局参事官室「会社法制の見直しに関する中間試案の補足説明」18頁(<http://www.moj.go.jp/content/000082648.pdf>、商事法務1952号31頁（2011年））参照。
- (79) 岩原・前掲注(77)7頁。
- (80) 法務省民事局参事官室・前掲注(78)18頁、資料・前掲注(78)31頁、田中・前掲注(76)429頁。また、特別決議を要求することは、誰に会社を支配させるかの問題について少数派の意見を多数派の意思に優先させる帰結をもたらすことになり、それは適当ではないからであると指摘される。田中亘「資金調達と企業統治」ジュリスト1439号34頁、同・前掲注(76)429頁。
- (81) 田中・前掲注(80)34頁、岩原・前掲注(77)8頁。
- (82) 岩原・前掲注(77)8頁。

## 4 企業買収における取締役の義務と責任

### (1) 取締役の義務と責任に関する一般規定

企業買収、すなわち、会社の合併・事業譲受け・株式取得等により他の会社の支配権を取得したり、会社の事業の拡大が行われる場合に、買収対象会

社の取締役が買収後の会社の役職の確保や何らかの報酬の確保をすることなどによって、会社の株主と取締役との間に利益相反の問題が生じる。合併・会社分割・株式交換・株式移転・事業譲受け・第三者買割当増資などのような、買収対象会社の経営陣との交渉による合意に基づく友好的買収の場合と比べて、主として市場での株式の買集め・株式公開買付けなどの方法により、買収対象会社の経営陣との交渉による合意に基づかない敵対的買収に対して買収防衛策がとられる場合には、株主と取締役との間に利益相反関係が特に顕著なものとなる<sup>(83)</sup>。

このような企業買収の場面における取締役の義務については、会社法は、取締役の会社に対する善管注意義務（会社330条、民644条）および忠実義務（会社355条）に関する一般的規定をし、また、取締役が会社との関係で利益相反取引をする場合について規律しているにすぎない（会社356条1項2号3号）。しかし、取締役が株主に対して義務を負うとする明文の一般規定はない。もっとも、近時、取締役が株主に対して義務を負うと考える見解もみられるが<sup>(84)</sup>、このような義務はこれに違反すると株主に直接の責任を伴う義務というものを観念すべきものではないと考えるべきである。なお、支配株主は会社および他の株主に対し誠実義務を負うとする見解があるが<sup>(85)</sup>、その性格が一般条項的なもので要件が不明確である等の理由で、わが国ではこれまで判例等の承認が得られていない<sup>(86)</sup>。

取締役の義務違反による責任については、会社法は、取締役の会社に対する責任（会社423条）を規定し、買収対象会社の損害について、その会社の株主が事後の取締役の損害賠償責任を株主代表訴訟により追及する方法が規定される（会社847条）。また、取締役の第三者に対する責任（会社429条）により、買収対象会社の株主が取締役の行為により被った損害について取締役に対して直接に責任を追及することが認められる。さらに、不法行為の一般規定（民709条）によっても、取締役や支配株主が株主等に対して不法行

為責任を負わされうる。

以下では、敵対的買収の場面における買収防衛策としての第三者割当の方法による募集株式の発行等（自己株式の処分を含む。以下、募集株式の発行とする）の場合、マネジメント・バイアウト（以下、MBO と称する）の場面や支配株主による企業買収（以下、M&A と称する）の場合における買収対象会社の取締役の義務と責任について検討する。

## （2）第三者割当の方法による募集株式の発行

払込金額が募集株式を引き受ける者に「特に有利な金額」である場合（以下、有利発行とする）には、募集事項の決定は株主総会の決議によらなければならない（会社199条2項3項・201条1項・309条2項5号）。このような手続を経ずに、違法な有利発行が行われて何らかの損害が発生した場合、取締役は会社に対して損害賠償責任を負うのか、あるいは対第三者責任規定（会社429条1項）により株主に対して直接に責任を負うのかが、学説・裁判例において問題となる<sup>(87)</sup>。

（イ）学説 従来の学説は、間接損害説と直接損害説とに大別される。

①間接損害説は、違法な有利発行によって、会社は公正な払込金額と実際の払込金額と差額分の損害を被り、その反射的效果として株主に損害（いわゆる間接損害）が生じると解する<sup>(88)</sup>。この見解は、従来の伝統的な多数説である。これに対し、②直接損害説は、会社は一定額の資金調達が必要な場合に、有利発行であっても、その予定額が調達できれば会社に損害が生じたということはなく、他方、公正な払込金額の場合には、予定額を調達するために、より少ない株式数でよかったのであるから、有利発行によって既存株主に希薄化による損害を与えたことになり、株主が直接損害を被ると解する<sup>(89)</sup>。

間接損害説によれば、一般論として、間接損害については株主代表訴訟により取締役の会社に対する責任が追及されることになり、取締役は対第三者

責任規定（会社429条1項）により株主に対して直接責任を負わないと解される<sup>(90)</sup>。もっとも、間接損害説に立ちながらも、取締役と支配株主とが一体である閉鎖型の会社の場合、実効的な救済を可能にするために間接損害につき株主による対第三者責任の追及の余地を認める見解<sup>(91)</sup>や、違法な有利発行であると同時に、会社の支配権維持のためなど不公正な方法による発行（会社210条1号）でもあるときは、会社への損害と同時に株主へも直接の損害を与えていると考え、直接請求を認める見解<sup>(92)</sup>などがある。

他方、直接損害説によれば、株主代表訴訟による取締役の会社に対する責任の追及は否定され、株主は対第三者責任規定（会社429条1項）により取締役に対して直接の損害賠償請求をすることが認められると解される<sup>(93)</sup>。しかし、直接損害の賠償請求を可能と考える見解の中には、資金調達目的ではなくて、支配権維持の目的のため募集株式の有利発行をした場合には、調達資金の額ではなく発行株式数が重要なのであるから、「（公正な払込金額－現実の払込金額）×現実の発行株式数」だけ会社に損害が生じたと考え、株主代表訴訟により取締役の会社に対する責任を追及することが認められるとする見解がある<sup>(94)</sup>。

さらに、違法な有利発行の場合、会社に損害が生じたかどうかを明確に特定できないことが実際には少なくないのではないかという問題提起から、株主は直接請求をすることも、また代表訴訟により対会社責任を追及することも認められるべきではないか、という解釈論を呈示する見解もある<sup>(95)</sup>。違法な有利発行における取締役の「なすべき行為」が、実際に発行した株式と同数の株式を公正な払込金額で発行することなのか（従来の間接損害説の想定）、実際に調達した資金と同額の資金を実際よりも少ない株式の発行（一株の払込金額を公正とした株式の発行）により調達することであるのか（直接損害説の想定）が一義的に特定しないため、株主の損害が間接損害なのか、直接損害なのかも確たることはいえないことを理由とする<sup>(96)</sup>。

（ロ）裁判例 裁判例として、違法な有利発行の場合に、会社が公正な発行価額と実際の発行価額との差額の損害を被ったとして、株主の代表訴訟による取締役に対する損害賠償請求を認容したものがあるが<sup>(97)</sup>、他方、違法な有利発行の場合において株主の取締役に対する損害賠償請求を認容したもの<sup>(98)</sup>もある。しかし、裁判例がそれぞれの請求を認める理論的根拠は、必ずしも明確ではないとの指摘もある<sup>(99)</sup>。

以上のように、違法な有利発行の場合における取締役の責任について、従来の学説および裁判例を概観したが、一般原則として、株主代表訴訟（会社847条）、取締役の第三者に対する責任規定（会社429条）および不法行為規定（民709条）などの法規整の相互間の整合性の観点から間接損害説の立場が妥当であると考ええる。ただし、取締役と支配株主とが一体である閉鎖的会社において少数株主の被る損害や、会社の支配権維持のためなどのような不正発行の場合において株主の被る損害について、当該株主への加害が株主代表訴訟によって救済されることは實際上困難であるとき、取締役の任務懈怠行為と株主の損害との間に相当因果関係がある限り、会社法429条の対第三者責任の規定を適用することが認められるものと解すべきである。

### （3）MBO等の場面における買収対象会社の取締役の義務と責任

（イ）MBO等の場面における取締役・株主間の構造上の利益相反関係

MBO（マネージメント・バイアウト）とは、一般に、「現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入すること」をいうと定義される<sup>(100)</sup>。実際には、M&Aは、現在の経営者以外の出資者（投資ファンド等）が個々の案件に応じて様々な形で行われることなどにより、MBOの形態も一様ではない<sup>(101)</sup>。わが国におけるMBOは、出資者が取締役のみである場合は少なく、多くの場合において、取締役と投資ファンド等が共同してMBOが行われているとされる<sup>(102)</sup>。

このような MBO の場面において、対象会社の経営者自身が買収者と同一視できるときには、通常の企業買収と比べて、経営者は株主との間で潜在的に利益相反となる可能性が高くなり、また、対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有している取締役（株式の買付者側）と株主（株式の売却者側）との間には大きな情報の非対称性が存在し、低く設定される買付価格の妥当性などについて株主・投資家が適切に判断を下すことが難しいという問題がある<sup>(103)</sup>。

さらに、親会社が、上場子会社の完全子会社化を目指して株式の買付けを実施するなどのように、支配会社と従属会社の会社関係にある会社間で組織再編が行われる場合にも、上記の MBO の場合と同様の問題が生じ、すでに親会社の支配下にある子会社の取締役会が、少数株主利益の最大化よりも親会社の意向を優先し、買付価格を低く設定する危険が存在し、この場合にも子会社の取締役と株主との間に利益相反が存在する<sup>(104)</sup>。

ところで、「会社法制の見直しに関する要綱」（第2部第2-1(2)②）が株式等売渡請求について対象会社の承認を受けなければならないとされていることについて<sup>(105)</sup>、「会社法制の見直しに関する中間試案の補足説明」は、対象会社の取締役（取締役会）は「株式売渡請求をすることについて承認をする際には、売渡株主の利益に配慮し、キャッシュ・アウトの条件が適正なものといえるかどうかを検討すべきであると考えられる」とする<sup>(106)</sup>。このような定めは、キャッシュ・アウトの場面において取締役が少数株主の利益を守る義務内容を示すことになるといわれている<sup>(107)</sup>。

（ロ）MBO における取締役の株主に対する義務およびその根拠 会社法の条文上、取締役は会社に対して善管注意義務・忠実義務を負う旨の一般規定を設け（会社330条・355条、民644条）、また、個別に会社と取締役と間の利益相反取引の規定（会社356条）を定めているにすぎない。したがって、取締役と株主との間に利益相反的關係が存在する可能性が高くなる MBO の

場面において、取締役が株主に対して直接一定の義務を負うことは、会社法の規定上認めることは困難である。学説においても、取締役は株主に対して直接義務を負うと解することができないとする見解がある<sup>(108)</sup>。

これに対して、会社の営利性の意味について利益分配説の立場で株主の利益最大化を図ることが取締役の会社に対する善管注意義務・忠実義務の内容であるとする見解<sup>(109)</sup>に基づいて、MBOを行う取締役は会社に対する善管注意義務・忠実義務の内容として、株主の共同の利益に配慮する義務があるとする見解が主張されている<sup>(110)</sup>。この見解は、会社法の規定の文言との整合性を図り、その枠組みに収まるようにする方法で、株主への義務を導こうとするものである<sup>(111)</sup>。また、会社の経営者は株主全体の利益を保護するように努める義務を負うとする見解や<sup>(112)</sup>、取締役が株主全体の利益を最大化する義務を負っていることから、会社に支配株主がいる場合、少数株主を保護し、少数株主から支配株主への単なる富の移転を防止する義務を負っているとする見解なども主張されている<sup>(113)</sup>。

裁判例として、大阪高決平成21年9月1日金融・商事判例1326号20頁は、上場会社にかかるMBOの第一段階として株式公開買付けを行い、その第二段階としてその会社が行った全部取得条項付種類株式の発行による少数株主の締め出しの際に、上記公開買付けにおける買付価格を当該全部取得条項付株式の取得価格と定めたのに対して、反対株主が取得価格の決定を申し立てた事案において、会社法172条1項にいう「取得の価格」（公正な価格）について、株式の客観的価値は同株式の取得日における株式市場価格（株価）によるものとし、これに相当のプレミアムを加えた価格とするのを相当であると判示した。その際に、「MBOを計画する経営者は、株主に対してはその利益を図るべき善管注意義務がありながら、MBOが実施された際・・・自己の利益を最大化するため、対抗的公開買付けを仕掛けられない範囲で、自社の株価をできる限り安値に誘導するよう作為を行うことは見やすい



道理である」と判示する。本判決は、MBO の場面において取締役が株主に対してはその利益を図るべき善管注意義務があるとするが、しかし、株主に対して義務を負うことの根拠については、必ずしも明確な理論構成をしていないわけではない。

その後、東京地判平成23年2月18日金融・商事判例1363号48頁は、上場会社のMBOを実施するために設立された受皿会社が株式公開買付けを行い、株式公開買付け後にその対象会社において全部取得条項付種類株式の取得が行われ、その後に対象会社は受皿会社に吸収合併されたが、対象会社の株主が本件MBO実施によりその所有する株式を低廉な価格で手放すことを余儀なくされ、適正な価格との差額を被ったと主張して、対象会社の取締役らに対し会社法429条または民法709条に基づき損害賠償金等の支払を求めて、訴えを提起した事案である。東京地裁は、取締役らに義務違反があったとは認められないとして、株主の請求を棄却した際に、取締役の義務について、「取締役は、会社に対し、善良な管理者としての注意をもって職務を執行する義務を負うとともに（会社法330条、民法644条）、法令・定款及び株主総会の決議を遵守し、会社のために忠実に職務を行う義務を負っている（会社法355条）が、営利企業である株式会社にあつては、企業価値の向上を通じて、株主の共同利益を図ることが一般的な目的となるから、株式会社の取締役は、上記義務の一環として、株主の共同利益に配慮する義務を負っているものというべきである」と判示し、取締役が当該配慮義務に違反した場合には、善管注意義務・忠実義務違反を理由として責任を負う場合があることを明らかにしている。本判決は、会社法の枠組みと整合的な方法で株主への義務を導こうとする前記の見解と同様に、営利会社は企業価値の向上を通じて株主の共同利益を図ることが一般的な目的となることを根拠に、取締役は会社に対する善管注意義務・忠実義務の一環として、株主の共同利益に配慮する義務を負うことを導いている。

東京高判平成25年4月17日金融・商事判例1420号20頁は、上記東京地判平成23年2月18日判決の控訴審判決であり、原審判決と同じく、株主の損害賠償請求を棄却した。本判決は、MBOの経済的意義や社会的評価に照らせば、取締役がMBOの経営上の効用に着目し会社の企業価値を向上させて会社の利益を図るためにMBOを行うことは、法令違反・著しく不合理な経営判断がない限り許容されるものであり、取締役などの善管注意義務が直ちに問題とはならないと判示する。また、本判決は、原審判決と同様に、取締役などの会社に対する善管注意義務は会社ひいては株主の共同の利益を図ることを目的とするものと解されるとし、また、MBOに際して実現される価値のうち旧株主に帰属すべき価値がプレミアムであると考えられるとして、「MBOにおいて、株主は、取締役（及びこれを支援するファンド）が企業価値を適正に反映した公正な買収価格で会社を買収し、MBOに際して実現される価値を含めて適正な企業価値の分配を受けることについて、共同の利益を有するものと解されるから、取締役が企業価値を適正に反映しない安価な買収価格でMBOを行い、旧株主に帰属すべき企業価値を取得することは、善管注意義務に反するというべきである」と判示する。

（ロ）株主共同の利益を図るための具体的な義務内容

①株主共同の利益の配慮義務 前掲東京地判平成23年2月18日判決は、MBOにおいては企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役が自ら株主から対象会社の株式を取得することから、必然的に取締役についての利益相反的構造が生じること、また、対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有している取締役（株式の買付者側）と売却者側である株主との間には大きな情報の非対称性が存在していることから、対象会社の取締役が自己の利益のみを図り、株主の共同利益を損なうようなMBOを実施した場合には、上記の株主の共同利益に配慮する義務に反し、ひいては善管注意義務又は忠実義務に違反することになるものと考えられると判示する。その上で、本判

決は、取締役の株主共同の利益に配慮する義務の具体的な内容について、①当該 MBO が企業価値の向上を目的とするものであったこと、②その当時の法令等に違反するものではないこと、③当該 MBO の交渉における当該取締役の果たした役割の程度、利益相反関係の有無またはその程度、その利益相反関係を回避あるいは解消するためにどのような措置がとられているかなどを総合して判断するのが相当であると判示し、株主共同の利益に配慮する義務に違反するか否かについて、具体的な基準を提示した。

上記の具体的基準の中で、実務上、株主共同の利益に配慮する義務に違反する否かの判断をする際に、③の MBO における利益相反関係の有無・その程度、利益相反関係の回避あるいは解消措置がとられていたかということが大きな争点になることが多いといわれる<sup>(114)</sup>。義務違反の有無について、取締役の自己取引の追及という主観的な意図の有無や、MBO による株主の利益状況の変化を裁判所が直接判断するのは困難であるので、上記③のような取引の構造やプロセスを審査するといった代替的・間接的な方法により判断せざるをえない<sup>(115)</sup>。

利益相反回避措置について、MBO 報告書（企業価値研究会）および MBO 指針（経済産業省）は、利益相反の問題が構造上存在する MBO について意思決定過程における恣意性の排除などの実務上の対応や工夫を示している<sup>(116)</sup>。前掲東京地判平成23年2月18日判決は、取締役の「利益相反の程度は相当強いものであったことは否定できない」が、対象会社の取締役会においては外部からの「『株主価値評価算定書』及び『意見書』、法律事務所の意見等を徴した上、出席した取締役全員が本件公開買付けに賛成し、社外監査役を含む監査役全員は取締役会が本件公開買付けに賛同を表明することに賛成の意見を述べ」、特別利害関係取締役は「決議には加わらず、かつ、これらの事実は、本件賛同意見表明において公表していたのであるから、上記の利益相反を解消するための措置も一応はとられていたものといえる」と判

示する。その上で、同判決は、MBO 報告書や MBO 指針が提案する実務上の対応策や工夫と比べると必ずしも十分なものであったとは言い難いが、上記のような利益相反を解消するための措置が一応されていたことにも照らすと、本件 MBO 当時において、取締役がその株主の共同利益に配慮する義務に違反して本件 MBO を強行したものとまではいえないというべきであると判示する。

本判決について、MBO 指針等は実務上の対応策や工夫を提案するものであって新たに規制を課すものではなく、直ちに取締役の善管注意義務ないし忠実義務の具体的内容となるものではないと考える本判決の立場に賛成する見解は、MBO 指針等はベスト・プラクティスを形成するためのものにすぎないから、取締役の善管注意義務の内容として遵守義務を負う「法令」と明確に区別して、その法令に含まれない解すべきであるとする<sup>(117)</sup>。

これに対し、本判決の立場に反対する見解は、MBO をめぐる紛争の中核的な問題は MBO による企業価値の増加分を既存株主にどれだけ分配するかということであるという観点から、本判決の立場では既存株主を害さずに従前の利益状況を維持していれば義務違反はなく、積極的に既存株主の利益の向上を図る必要はないことになりそうであり、既存株主の利益を害さなければよいのであれば、要求される利益相反回避措置のレベルが低くなるであろうし、また、取締役の義務を通じた規律づけは弱いものとなると主張する<sup>(118)</sup>。

しかし、実務上、株式買取請求・価格決定の申立ての場合に、当初想定された買付価格よりも、裁判所が事後的に高い価格を公正とすることをできるだけ避けるために、取締役は、株式買取請求・価格決定の申立てにおいて示された基準を参照にしながら、そこで要求される水準の利益相反回避措置を講じており、株式買取請求・価格決定が少数株主を保護するために取締役の規律として十分に機能しているとの指摘がなされている<sup>(119)</sup>。また、取締役の善管注意義務の内容として MBO 指針等の提案するような利益相反回避措

置を講ずることを強制することは適切ではなく、さらに、利益相反性の程度も各案件によって異なり、一律の基準を設けることも困難を伴うことに鑑みれば、取引の構造上の利益相反性の程度により、合理的な範囲における利益相反性の回避または軽減措置が講じられていれば、取締役の善管注意義務違反が成立しないと考えるほうが妥当であろう<sup>(120)</sup>。

②公正価値移転義務　前記東京高判平成25年4月17日判決は、「取締役及び監査役は、善管注意義務の一環として、MBOに際し、公正な企業価値の移転を図らなければならない義務（以下、便宜上「公正価値移転義務」という。）を負うと解するのが相当であり、MBOを行うこと自体が合理的な経営判断に基づいている場合……でも、企業価値を適正に反映しない買収価格により株主間の公正な企業価値の移転が損なわれたときは、取締役及び監査役に善管注意義務違反が認められる余地があるものと解される」と判示する。この公正価値移転義務は、原審判決の共同利益への配慮義務の具体的内容の一つと考えられる。本判決は、本件公開買付価格が本件MBO当時の対象会社の客観的な企業価値に比して低廉なものであったと認めるに足りる証拠はないから、本件MBOが株主間に不公正な企業価値の移転をもたらしたとは認められないとした。なお、別訴高裁決定<sup>(121)</sup>は、訴訟手続における立証責任の分配に従って、公正価値移転義務違反の有無について判断したものではなく、会社法172条1項に基づく取得価格決定の制度の趣旨を踏まえた裁判所の合理的な裁量により判断したものであるから、別訴高裁決定の内容が直ちに公正価値移転義務違反の判断に結びつくものではないと判示する。上記のような東京高裁の判断は、妥当なものと解される。

③価格交渉義務　取締役は株主全体の利益を最大化する義務を負うとする立場を前提とするならば、MBOにおいて取締役は合理的に得られる最高の価格になるように公開買付先と価格交渉をする義務があるとの考え方が導かれうる。この点について、前掲東京地判平成23年2月18日判決は、傍論に

において、「公開買付けにおける買付価格は、対象会社の企業価値の評価はもとより、買付側の資金調達の方法等の諸事情を踏まえて決定されるものであるから、対象会社の取締役に・・・・価格交渉義務があるといえるのかどうかは疑問がある」と述べた上で、本件公開買付価格について、本件 MBO と類似する株式非公開化取引における TOB 価格の普通株式の市場価格に対して観測されたプレミアムの分析に鑑みると、積極的に妥当であると判断するまでの水準には至らないものの、財務的見地から妥当であると判断されているのであるから、取締役としての株主の共同利益に配慮する義務に違反したものとはいえないと判示する。前記東京高判平成25年4月17日判決も、価格最大化義務に関する主張について、「株主が共同所有により把握している企業価値を超えて利益を得ることまでが、会社法上、取締役及び監査役の善管注意義務によって保護されるとする根拠は見当たらない」として、否定する。

前掲東京地判平成23年2月18日判決が取締役に価格交渉義務を負わないことを示唆していると思われる点に対して、MBO による企業価値の増加分を既存株主にどれだけ分配するか、すなわち既存株主の従前の状態にどれだけ上乘せすべきかというのが中心的な問題であり、本判決はこのような分配への関心が薄いとの批判がなされる<sup>(122)</sup>。積極的に既存株主の利益向上を図るようにする義務の具体的な内容として、MBO 対象会社の株主が保有する株式の価値がより高く評価される機会を求める義務を負うとする見解<sup>(123)</sup>、よりよい価格を提示するように買取側と交渉する義務を負うとする見解<sup>(124)</sup>、株式の市場価格を上回る価格であればよいのではなく、合理的に入手可能な最善の取引（公正な取引）を行う義務を負っているとする見解<sup>(125)</sup>などが主張されている。これに対し、本判決に賛成する立場として、上記のような義務の具体的な内容はわが国では現実的ではなく必ずしも株主の利益につながらないこと、MBO に参加しない取締役が買付者と交渉することは容易ではな

いこと、反対株主による価格決定申立事件において独立当事者性の評価に厳しい姿勢を有する裁判所が念頭に置いているような独立当事者取引と評価できる状況下における価格を実現する義務を取締役に負わせるべきではなく、取締役に広い裁量を認めて、合理的な範囲における利益相反性の回避措置により株主共同の利益に配慮する義務にとどまるべきである見解が主張されている<sup>(126)</sup>。

価格決定の申立事件において、公正な価格が買付価格ではなく、より高い価格とされる問題と、取締役が善管注意義務違反による損害賠償責任を問われる問題は、次元が異なる問題であり<sup>(127)</sup>、MBOにおける取締役の善管注意義務としては、価格交渉義務まで負わないと解すべきである。

④適正情報開示義務 前記東京高判平成25年4月17日判決は、「本件MBO当時においても、取締役は、善管注意義務の一環として、株式公開買付けにつき会社として意見表明をするときは、当該意見表明において、株主が株式公開買付けに応じるか否かの意思決定を行う上で適切な情報を開示すべき義務を負っていたと解するのが相当であり、例えば、賛同意見表明において、株主の判断のために重要な事項について虚偽の事実を公表したり、又は公表すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の公表をしなかった場合には、善管注意義務違反の問題が生じうるものというべきである」と判示する。MBO実施に関して一般論として適正情報開示義務を認めた裁判例<sup>(128)</sup>はあるが、本判決は、その具体的適用において適正情報開示義務違反を認めた。しかし、情報開示義務違反と相当因果関係のある損害の発生は認められなかった。取締役の善管注意義務の一環として、適正情報開示義務を認める本判決は妥当なものと解される。

(ハ) 損害と因果関係 取締役が会社法429条に基づき株主に対する損害賠償責任を負わされるためには、取締役による悪意・重過失のある任務懈怠に加えて、株主の損害発生および取締役の任務懈怠と損害との間の相当因果



関係が認められる必要がある。前掲東京地判平成23年2月18日判決は、取締役の善管注意義務を否定したため、損害および因果関係について何らの判断も行っていなかった。

これに対し、前記東京高判平成25年4月17日判決では、適正情報開示義務違反が認められた関係から、本件開示義務違反による損害の有無について判断がなされた。本件判決では、控訴人（株主）は、旧株を喪失したことにより本件公開買付価格23万円と、別件高裁決定が決定した旧株1株当たりの株価33万6966円との差額に相当する損害を被った主張した。

本判決は、「本件適正情報開示義務違反と相当因果関係のある損害は、情報開示が適正に行われていたとすれば生じたであろう控訴人らの財産状態と、不適正な情報開示が行われたために生じた控訴人らの現実の財産状態との差額に相当するものと解される」と判示する。そして、本件MBO当時、本件情報およびこれによる株価操作の疑いを払拭する情報が開示されたとすれば、旧株1株について23万円を超える対価を取得できたと認めることはできず、控訴人の損害の発生は認められず、会社法172条1項に基づき取得価格決定の申し立てがなされたとしても同様であり、また、「本件公開買付けが成立せず、控訴人らが旧株を喪失しなかった場合には、控訴人らは、その後、市場価格の変動する旧株を、適宜処分するか、現在も保有していることになる。現在も保有しているとする、損害の有無、金額が確定していないことになるので、これまでに処分したものとして損害を検討すると、本件公開買付けが成立しなかった場合、その後、旧株の市場株価が本件公開買付価格を上回ったであろうと認められるのであれば、控訴人らの損害の発生が認められる可能性があるが、これを認めるに足る証拠はない。かえって……本件公開買付けが成立しなかった場合、旧株の株価は、本件公開買付価格23万円を下回るものとなったことがうかがわれるから、控訴人らの損害の発生を認めることはできない」と判示する。

本件判決は、上記のように損害について、情報開示が適正に行われていたとすれば生じたであろう控訴人らの財産状態と、不適正な情報開示が行われたために生じた控訴人らの現実の財産状態との差額に相当するものと解する立場をとっている。損害賠償請求事件における損害額については、買取請求における買取価格決定事件における公正な価格とは異なるものと解すべきであるという観点から、本判決のような見解が妥当なものであると考えられる<sup>(129)</sup>。

(二) 支配株主による M&A の場合      支配株主による M&A の場合において、買収対象会社の取締役の株主に対する義務と責任が直接問題とされた裁判例は今までのところ存在しないが、取締役と少数株主が構造上の利益相反関係にある点では、前記の MBO における取締役の義務と責任の場合と同様である。したがって、MBO における取締役の義務と責任について判断を示した最初の裁判例である前記レックス・ホールディングス事件の東京地判平成23年2月18日判決およびその控訴審である東京高判平成25年4月17日判決の判断基準は、支配株主による M&A の場合に有益な示唆を与えるものと考えられる。

支配株主による M&A においても、構造上の利益相反問題が存することから、上記判決と同様に、一定の利益相反回避措置をとる必要があり、そのレベルは交渉に取締役の果たした役割の程度、利益相反関係の有無またはその程度との関係で判断されるものと解される<sup>(130)</sup>。

ところで、東京証券取引所有価証券上場規程441条の2において、支配株主との重要な取引等に係る遵守事項として、支配株主を有する上場会社は、当該上場会社またはその子会社等の業務執行を決定する機関が適時開示の必要がある合併等の組織再編などの重要な事項（支配株主その他施行規則で定める者が関連するものに限る）の決定が当該上場会社の少数株主にとって不利益なものでないことに関し、当該支配株主との間に利害関係を有しない者

による意見の入手を行うものとする、と規定されている<sup>(131)</sup>。このような企業行動規範を遵守しない場合は、取締役の義務違反が認められる可能性が相当程度大きくなるものと考えられるであろう<sup>(132)</sup>。

- (83) 友好的買収の場面における株主と取締役との間の潜在的な利益相反問題について、詳細に検討するものとして、白井正和「友好的買収の場面における取締役に対する規律(1)～(8・完)」法学協会雑誌127巻12号1935頁(2010年)・128巻4号1002頁(2011年)・128巻5号1259頁(2011年)・128巻6号1533頁(2011年)・128巻7号1830頁(2011年)・128巻11号2677頁(2011年)・129巻2号258頁(2012年)・129巻4号681頁(2012年)がある。
- (84) 石原学「MBOに関する指針の意義と実務対応」商事法務1813号6頁(2007年)(取締役の善管注意義務には、①会社の利益のほか、②株主共同の利益を配慮する義務が含まれると解する)、玉井利幸「少数株主に対する取締役と支配株主の義務と責任—少数株主の締出を中心に」布井千博ほか編『川村正幸先生退職記念論文集 会社法・金融法の新展開』302頁以下(中央経済社、2009年)など。
- (85) 別府三郎『大株主権力の抑制措置の研究』10頁以下(嵯峨野書院、1992年)、出口正義「株主の誠実義務」同『株主権法理の展開』3頁(文眞堂、1991年)、潘阿憲『会社持分支配権濫用の法理』319頁以下(信山社、2000年)。
- (86) 江頭憲治郎『株式会社法第4版』126頁(有斐閣、2011年)。この点について、森本・前掲注(27)13頁は、日本では会社法上の支配株主の責任ないし「誠実義務」に関する理論ないし新たな支配者が企業価値を現実に毀損するときの損害賠償等にかかる事後規制が不十分であると指摘する。
- (87) このような場合における取締役の責任に関する従来の学説や裁判例の整理および詳細な検討について、田中亘「募集株式の有利発行と取締役の責任—会社の損害か株主の損害か—」新堂幸司＝山下友信編『会社法と商事法務』153頁以下(商事法務、2008年)、白井・前掲注(83)128巻4号1024頁以下など参照。
- (88) 河本一郎「商法二六六条ノ三第一項の『第三者』と株主」加藤勝郎ほか編『商法学における論争と省察』261頁(商事法務研究会、1990年)、大隅健一郎＝今井宏『会社法論中巻〔第三版〕』269頁以下(有斐閣、1992年)など。なお、間接損害説をとる多数の見解の詳細について、田中・前掲注(87)160頁(25)、白井・前掲注(83)128巻4号1074頁(374)参照。
- (89) 吉本健一「新株の有利発行と取締役の責任」判例時報1534号153頁・155頁(判評439号2頁)(2010年)など。
- (90) 大隅＝今井・前掲注(88)270頁、河本・前掲注(88)261頁、龍田節『会社法大要』96頁(有斐閣、2007年)等(多数説)。
- (91) 江頭・前掲注(86)471頁。
- (92) 龍田節「批判」商事法務1425号38頁(1996年)、福島洋尚「新株の有利発行と取締役の

- 責任－会社支配権争奪の局面を中心に－」南山法学22巻1号35頁-36頁（1998年）。
- (93) 吉本・前掲注(89)152頁以下など。直接損害説を支持する多数の文献の紹介について、田中・前掲注(87)161頁(38)参照。
- (94) 藤田友近「自己株式取得と会社法（上）」商事法務1615号15頁注45（2001年）。
- (95) 田中・前掲注(87)173頁-174頁・217頁。
- (96) 田中・前掲注(87)173頁以下。
- (97) 東京地判平成12年7月27日判例タイムズ1056号246頁、東京地判平成24年3月15日判例時報2150号127頁。
- (98) 東京地判昭和56年6月12日判例時報1023号116頁、京都地判平成4年8月5日判例時報1440号129頁、東京地判平成4年9月1日判例時報1463号154頁、大阪高判平成11年6月17日判例時報1717号144頁、東京地判平成24年2月7日（平成22年（ワ）第9044号、LEX/DB 25491791）。
- (99) 田中・前掲注(87)172頁、山下徹哉「判批」ジュリスト1453号109頁（2013年）。
- (100) 企業価値研究会・前掲注(1)企業価値報告書（2006）45頁注79。
- (101) 経済産業省・前掲注(3)5頁、北川徹「マネジメント・バイアウト（MBO）における経営者・取締役の行為規整（一）」成蹊法学67号162頁-166頁（2008年）。
- (102) 経済産業省・前掲注(3)5頁注7。
- (103) 企業価値研究会・前掲注(1)企業価値報告書（2006）45頁。
- (104) 経済産業省・前掲注(3)5頁、井上光太郎＝中山隆太郎＝増井陽子「レックス・ホールディングス事件は何をもたらしたか」商事法務1918号9頁（2010年）、戸嶋浩二＝林宏和「支配株主によるM&Aにおける取締役の義務と責任」ジュリスト1452号33頁（2013年）。
- (105) 法制審議会「会社法制の見直しに関する要綱」（平成24年9月）16頁（<http://www.moj.go.jp/content/000102013.pdf>）
- (106) 法務省民事局参事官室「会社法制の見直しに関する中間試案の補足説明」43頁（平成23年12月）（<http://www.moj.go.jp/content/000082648.pdf>）。
- (107) 岩原紳作「『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説（Ⅳ）」商事法務1978号43頁（2012年）。
- (108) 前田雅弘ほか「『会社法制の見直しに関する要綱』の考え方と今後の実務対応」商事法務1978号34頁（2012年）（前田発言）、十市崇「レックス損害賠償請求事件東京地裁判決の検討」商事法務1937号8頁（2010年）、岩倉正和＝石川智也「補論 取締役の責任・行為準則」岩倉正和＝太田洋編著『M&A 法務の最先端』29頁-33頁（商事法務、2010年）参照。
- (109) 江頭・前掲注(86)20頁、落合誠一「企業法の目的」岩村正彦ほか編『岩波講座現代の法7 企業と法』23頁（岩波書店、1998年）。
- (110) 石綿・前掲注(84)6頁、十市崇「MBO（マネジメント・バイアウト）における利益相反性の回避又は軽減措置」判例タイムズ1259号111頁（2012年）、清原健＝田中亘「MBO・非公開化取引の法律問題〔後〕」ビジネス法務7巻7号67頁以下（2007年）（田中発言）など。
- (111) 玉井利幸「判批」ジュリスト1440号97頁（2012年）。

- (112) 神保高保「企業買収防衛策の違法性の判定基準の理論的構造」黒沼悦郎＝藤田友近編『(江頭憲治郎先生還暦記念) 企業法の理論 (下巻)』69頁以下 (商事法務、2007年)。
- (113) 玉利・前掲注(84)302頁以下。
- (114) 十市・前掲注(108)8頁 (具体的基準の①の企業価値の向上を目的としないMBOや、②の法令に違反するMBOはきわめてまれであるとする)。
- (115) 玉井・前掲注(111)97頁。
- (116) 企業価値研究会・前掲注(3)10頁以下、経済産業省・前掲注(3)10頁以下。
- (117) 十市・前掲注(108)8頁。
- (118) 玉井・前掲注(111)97頁。
- (119) 戸嶋＝林・前掲注(104)40頁。もっとも、白井・前掲注(75)128巻4号1034頁は、MBOの場面における株式買取請求権の行使を通じた買収対象会社の取締役に対する規律づけは少なくとも現時点では十分に機能しているとまでは評価できないと指摘する。
- (120) 十市・前掲注(108)8頁・9頁。
- (121) 東京高決平成20年9月12日金融・商事判例1301号28頁。
- (122) 玉井・前掲注(111)97頁。
- (123) 高橋達広「経営陣主導での上場会社の非公開化における取締役の行動規範」商事法務1805号14頁 (2007年)。
- (124) 神谷光弘＝熊本明「利益相反および忠実義務の再検証」商事法務1944号53頁 (2011年)。
- (125) 飯田秀聡「判批」ジュリスト1437号99頁 (2012年)。
- (126) 十市・前掲注(108)9頁・11頁。
- (127) 江頭憲治郎ほか「〈座談会〉MBO取引・完全子会社化時の取締役の行動規範を考える(上)」ビジネス法務11巻6号29頁 (2011年) (江頭発言)、十市・前掲注(108)11頁以下参照。
- (128) 東京地判平成23年7月7日金融・商事判例1373号56頁。弥永真生「MBOと株主・投資家に対する取締役の責任」ジュリスト1431号57頁 (2011年) 参照。
- (129) 十市・前掲注(108)12頁。江頭憲治郎ほか「座談会・MBO取引・完全子会社時の取締役の行動規範を考える(上)」ビジネス法務11巻6号29頁 (2011年) (江頭発言)。また、「加害行為がなかったならばあるべき利益状態と、加害行為がなされた現在の利益状態の差」を意味する損害については、反対株主が自己の意思に反した時期に売却されることによるその補償としてのプレミアムをつけるという発想による価格である、買取請求における買取価格とは異なるものであるといわれる。江藤ほか・前掲注(129)38頁 (江頭発言)。
- (130) 戸嶋＝林・前掲注(104)38頁。
- (131) 東京証券取引所有価証券上場規程 (<http://tse-gr.info/rule/JPH19TE8301061101001.html>)。
- (132) 戸嶋＝林・前掲注(104)38頁。

## 5 結び

企業買収への対抗策として買収対象会社に友好的な第三者に募集株式や新株予約権を発行する場合に、買収者がその発行の差し止めを求めた事案で、従来の裁判例は主要目的ルールをとっている。しかし、最近の裁判例は、企業買収事案において企業価値の判断基準を取り上げるようになり、主要目的ルールから企業価値基準による判断へ移ってきていると考えることができる。企業買収の局面における募集株式・新株予約権の発行が不公正発行となるかについて、企業価値の維持・向上を図ることができるかという、統一的な同一の企業価値基準により合理的な判断をすることが求められるべきである。

また、敵対的企業買収防衛策の判断主体については、取締役はステークホルダーの利益総体を意味する企業価値を最大化する義務を負うという観点から、株主・従業員・債権者などのステークホルダーの間において中立的な立場において、取締役会が原則として判断すべきであると解される。もっとも、第三者割当てによる募集株式の発行等の引受人が当該割当て後の総株主の議決権の3分の1以上に相当する募集株式の発行等を引き受けた場合で、かつ、当該引受人が当該第三者割当てに対象会社の支配権を実質的に取得することとなる場合には、株主総会の判断（特別決議）によることが要求されるものと考えられるべきである。このような意味では、支配株主の異動を伴う募集株式の発行等の場合に株主総会決議を求める「要綱」の方向性は評価することができるものとする。

取締役が防衛策の導入・発動の要否について判断する場合には、取締役の保身などにより株主との利益相反関係もあることから、取締役会における社外取締役の存在や社外監査役の一定の関与、独立性のある第三者委員会や外部専門家の分析・助言などのような手続きが要求されるべきであるし、取締役会の採用する防衛策の必要性和相当性について、場合によっては裁判所による一定の審査も求められるべきであると解する。

企業買収における取締役の義務と責任については、違法な有利発行の場合における取締役の責任の場合、一般原則として、株主代表訴訟（会社847条）、取締役の第三者に対する責任規定（会社429条）および不法行為規定（民709条）などの法規整の相互間の整合性の観点から間接損害説の立場が妥当であると考ええる。ただし、取締役と支配株主とが一体である閉鎖的会社において少数株主の被る損害や、会社の支配権維持のためなどのような不公正発行の場合において株主の被る損害については、取締役の任務懈怠行為と株主の損害との間に相当因果関係がある限り、会社法429条の対第三者責任の規定を適用することが認められるものと解すべきである。

取締役・株主間の構造上の利益相反関係がある MBO 等の場面における買収対象会社の取締役の義務と責任について、MBO を行う取締役は株主に対して直接義務を負うと解することができないとする見解や、取締役は会社に対する善管注意義務・忠実義務の内容として、株主の共同の利益に配慮する義務があるとするとする見解などが主張されている。しかし、会社法の条文上、取締役は会社に対して善管注意義務・忠実義務を負う旨の一般規定を設け（会社330条・355条、民644条）、また、個別に会社と取締役と間の利益相反取引の規定（会社356条）を定めているにすぎないことから、取締役が株主に対して直接一定の義務を負うことは、会社法の規定上認めることは困難である。

もっとも、近時の裁判例の中には、取締役などの会社に対する善管注意義務は会社ひいては株主の共同の利益を図ることを目的とするものと解し、株主共同の利益を図るための具体的な義務内容として、株主共同の利益の配慮義務、公正価値移転義務、適正情報開示義務などを認め、これらの義務に違反した場合には、取締役の株主に対する会社法429条による損害賠償責任を追及する可能性を認めるものがある。取締役の善管注意義務の内容として MBO 指針の提案する厳格な利益相反回避措置を講ずることを一律に強制す



ることは適切ではなく、取引の構造上の利益相反性の程度により、合理的な範囲における利益相反性の回避または軽減措置が講じられていれば、取締役の善管注意義務違反が成立しないと考えるほうが妥当であろう。さらに、適正情報開示義務違反による損害賠償請求における損害額については、買取請求における買取価格決定事件における公正な価格とは異なるものとするべきである。