

「指針」以後 —現実主義者の買収防衛策論—

—有事導入・発動型防衛策の再評価を中心に—

立命館大学法務研究科教授（ニッセイ基礎研究所客員研究員） 村田敏一

[要旨]

我が国における敵対的買収防衛策の適切な設計の在り方や、防衛策導入の是非に関する議論状況、そして各企業の導入状況は、現在、一つの踊り場を迎えている。近時の敵対的買収防衛策を巡る法的論議と実務は、平成17年5月に策定された経済産業省・法務省の「指針」と平成17年の「ニッポン放送事件」および平成19年の「ブルドックソース事件」に関する司法判断とそれに対する批判を軸に展開してきた。また、事前警告型を主流とするライツ・プランの「導入」状況は、現状、取引所上場企業の約1割に達している。

「指針」策定の一つの背景には、平時導入型に対し相対的に高い価値観を見出す所論があったが、一連の司法判断は必ずしも平時・有事で決定的に異なった判断準則を使用しているようには評価されない。一方で、ライツ・プランの導入と当該導入企業の株価動向の相関関係については一般論としては、市場（機関投資家等）はその導入にネガティブな反応を示すものとの理解がなされており、その点が、導入率が一割程度に止まっている一因とも指摘される。

防衛策の導入に関する判断は、各企業の置かれている業績状況や株主構成等に照らし、個別的になされる必要があるが、一般論としては、導入スキームの法的安定性（差し止めや損害賠償責任の回避性）、機関投資家等マーケットの反応（すなわち株価動向）、コスト、濫用的買収者の撃退可能性という各要因の比較衡量の中で決定される性質のものである。現在、防衛策の主流をなしている事前警告型について見ると、それが平時導入型なのか有事導入型なのかすら必ずしも明確ではなく、上記の各要因から消去法的に紡ぎだされた「中間型」のスキームとも評価される。

本稿では、「指針」や東京地裁民事8部の司法判断が採用する到達点につき確認するとともに、またそれに対してなされている多面的な批判（機関権限分配秩序論や財産権保障論への批判、公開買付に関する規律の重視論等）への再批判的検討を通じ、法律論としては現在の「指針」や司法判断が採る立場が基本的に合理性を有することを再確認するとともに、「中間型」スキームである事前警告型の延長線上に位置づけられる「有事導入・有事発動・株主総会判断型」の相対的総合優位性の可能性を確認する視点から試論を展開することとしたい。

目次

1—「平時」と「有事」－株主の法的救済策の観点を中心に……………	129
1 問題の所在 ……………	129
2 有事と平時　－その区別のメルクマール ……………	131
3 株主の救済方法と平時・有事の概念 ……………	134
2—買収防衛策に関する法的議論の到達点と批判・再批判……………	138
1 経済産業省・法務省の「指針」 ……………	138
2 司法判断の到達点　－二つの有事事例での判断 ……………	139
3 批判の諸相とその検証 ……………	140
i 機関権限分配秩序論を巡って　－株主意思の重視というドグマの正当性と合理性 ……………	140
ii 財産権保障の考え方について ……………	142
iii 交渉のツールとしての（発動されないものとしての）ライツ・プランという考え方……………	143
3—展望 ……………	144
1 現状のルールは果たして妥協の産物なのか ……………	144
2 有事導入・有事発動・株主総会判断型の可能性 ……………	145
3 買収防衛策の最適ミックス　－平時の漢方薬的処方箋との組み合わせ ……………	146

1 | 問題の所在

我が国における敵対的買収防衛策をめぐる法理論や実務の動向は、現在、一つの踊り場状況あるいは膠着状況を迎えているようにも思われる。ある意味では極端とも言えるスキームを採用したニッポン放送の事案が有事導入型の防衛策として裁判所により差し止められた直後の、いわば「平時」信仰の蔓延とも言える状況の下で検討された経済産業省・法務省の「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、本稿において「指針」と略す）が策定されてから約3年が経過し、その間、我が国の一部上場企業の約一割が「指針」に準拠しつつ一般に「事前警告型」と呼称される「平時導入型」の買収防衛策を採用するに至っている。また、この間、幾つかの重要な司法判断が現れ、確かに「ニレコ事件」のように平時導入型の買収防衛策に関する司法判断も出現したものの、最高裁が一定の判断を示したという意味で最も重要な意義を有する「ブルドックソース事件」のケースは有事導入型の事案であったし、その意味で平時導入型スキームの大部分を占める「事前警告型」については未だ司法判断という洗礼を浴びることなく—これは、言い換えればスキームの法的有効性・防衛効果が未だ未検証ということも同時に含意する—推移している。一方で、「指針」の採る基本的考え方や現行の司法判断の枠組み（株主の財産権保障の重視や株主総会による意思決定の尊重）に対する一部法律家からの批判にはまことに喧しいものがあるし、さらに折からの外国人投資家の日本株離れを主因とする株価の下落・低迷という状況も受け、買収防衛策導入の株価形成へのマイナス面を指弾する論調も一層、目につくようになってきている。

それにしても、この上場企業の一割という平時導入型＝事前警告型スキームの導入水準はそれを評価するに当たり、いかにも微妙な水準にあるものと言えよう。すなわち一割もの企業が導入していると見るのか、あるいは、一割の企業しか導入していないと見るのかという視点の差異が、まずは当該スキームに対する総合的な評価とも相俟って生ずるところであろうし、また、それとも関連するが、今後さらに当該スキームが普及していくと予想されるのか、あるいは基本的には導入企業数は頭打ちとなるのかと言った点に関しても、法律家や市場の見方は大きく分かれるところであろう。もちろん、この一割という導入水準は、「新型」と呼称されることもある新株予約権や種類株式を利用した防衛策を導入した企業のみをカウントした数字であり、その意味では「旧来型」と呼ばれることもある安定株主工作や株式持ち合いの促進あるいは定款改正による株式発行授権枠の拡大といった類型までを含む数字ではないし、さらにその株式被所有状況からしておよそ買収防衛策を導入する実益の無い企業が上場会社中にも相当数あることも併せ評価するならば、この一割という水準は実質的には更に上方に修正される余地もあるものと推測される。加えて本稿での検討課題との関連で言えば、仮に、事前警告措置も行うこともなく、純粹に有事導入・有事発動型の採用を内部的に予定している企業があ

るとすれば、そのような企業では何ら法的に有意な（すなわち、取締役会決定以上のレベルでの）意思決定はなされてはおらず、その結果として株主等への買収防衛策の開示もなされていない訳であるから、こうした企業がどの程度あるのか当然のことながら明らかではないものの、仮にそのような企業が相当数あるとすれば、その意味でも一割という水準への見方は修正せざるを得ないものと言えよう。

そもそも、一体、各上場企業は、どのような観点から買収防衛策の導入そのものの採否や、あるいはいかなる態様の防衛策を採用するかに関する判断をおこなっているのであろうか。もちろん、そのような判断に際しては、純粹に合理的な意思決定がなされるとは限らず、法律事務所からの強いアプローチ（セールス）に動かされたり、あるいは、何も対策を打たないでいることによる漠然とした不安に突き動かされて相当程度他律的に導入の意思決定に至った企業も少なからず存在するものと推測される。しかし、一応、合理的な意思決定がなされているとの仮定を置くとする、基本的な考量要因は、次のとおりに整理されよう。考量要因の第一は、導入予定の買収防衛策が法的に安定的であるという点である。いざという時に裁判所によって差し止められたり、無効と司法判断されたりしたのでは防衛の目的は一般的には達せられない¹。第二は、多数株主やあるいは市場の妥当との評価が得られるかである。いくら法的に安定的なスキームであったとしても、市場からネガティブな評価がなされれば、株価の下落による実質的な制裁を経営陣が被るのみでなく、株価下落を通じてかえって敵対的買収を容易にするという本末転倒の結果を招来してしまうこともあり得よう。もっともマーケットからの評価は、スキームの態様により一律的に決まるものでは、もとよりない。仮にカリスマ的な経営者がマーケットから高い信用を受けている企業であれば、買収を顧慮することなく経営に専念出来るという意味で一般的にはマーケットから忌避される態様のスキームでも例外的に、好意的評価を受けることも当然に存在することとなる（米国におけるグーグルのケースを想起せよ）。第三考量要因はスキームの導入・維持に会社が払うコストの多寡である。もちろん当該考量要因は第二の要因である市場の評価と一般的には連動する。以上の3つの考量要因につき、その全てを最大化しながら（コストについてはミニマイズしながら）それらの同時達成を図ることは、一般論として容易ではない。法的安定性を増すということは、逆に言えば、必ずしも濫用的でない敵対的買収までも撃退してしまうことに通じかねない面もあり、その点、マーケットの評価は勢い厳しいものとならざるを得ないであろう。この点に闡説すれば、現在の我が国における司法判断や「指針」が採る姿勢、すなわち支配権争奪局面における株主意思の重視、株主総会で表出された多数意思の尊重という判断枠組みは、実は、もとより完璧とは言えないものの、3つの考量要因の同時達成という観点からは、あり得るべきギリギリかつ唯一の解であるとの見方も成り立とう。なぜなら、まず、株主の多数意思に誰が経営を差配すべきかという権限の所在を見出す考え方は、現行実定会社法が定める機関権限分配から直ちに（自明的に）導かれる訳ではないものの、少なくとも思想的には整合的なものと評価される余地があり、その意味でそのような株主多数意思に依拠する買収防衛策は相当程度、法的に安定的と評価され

¹ 差し止められることが、買収防衛に常にマイナスに作用する訳ではない。公開買付で防衛サイドが勝利し、差別的行使条件付き新株予約権を会社が買収者から買取るケースを想起せよ。

る（自明ではないにせよ）余地があるし（現に、司法は、そのように評価している）、次に、機関投資家にとっては、少なくとも敵対的買収局面において何らかの法的な意思表示を行う機会は確保されているという点で、取締役会権限での防衛策の導入・発動を可能とするスキームに比べれば相対的には好感が期待されるであろうし、さらにスキームの工夫次第では相当程度、コスト圧縮を実現することが可能だからである。

現行の我が国が「採用」する敵対的買収防衛策に関するルールにつき、「さまざまなプレーヤー（経営者・機関投資家・実務家）の願望の均衡点として、世界的に見てかなり特異とってよい企業買収のルールと慣行がわが国で成立したことになる。」²という研究者からの評価が見られるが、幾つかの留保条件を付すならば、こうした見方は正鵠を得ている面があるものと言えよう。もちろん、こうした我が国のルールの現状については、改善の余地が全くないものとは即断することは差し控えなければならないものの、そのルールの改善が実は、微妙な均衡の破壊という意味で裏目に出て、むしろ改悪に繋がるおそれについても、常に意を払い、慎重な制度設計に関する検討を行う必要があるものと言えよう。そのような意味では、現在、経済産業省の企業価値研究会において継続されている敵対的買収防衛策の在り方を巡る議論についても－それが法務省との共同指針の改定という形には繋がらないとしても－市場に誤ったメッセージが伝えられることの無いよう、細心の注意が払われるべきものと言えよう。

本稿では、法的議論についての現状の到達点（いわば、議論の大前提）を確認する中で、このような微妙な均衡を維持したままで、なおかつ前記の3つの考量要因をより巧みに均衡させる方策としての有事導入・有事発動型防衛策の積極評価の可能性につき、検討を行うこととしたい。そのためには、まずは、有事・平時や導入・発動といったワーディングの法的意味を正確に確定していく作業が必要となる。

2 | 有事と平時——その区別のメルクマール

敵対的買収を防ぐために企業の現経営陣がとる防衛行動は、一般的に、「有事の防衛策」と「平時の防衛策」（あるいは「事前の防衛策」）に分類され、主として、（敵対的買収者を含む）株主の予見可能性等の観点から、相対的に、後者（「平時の防衛策」）に強い合理性が見出されてきたものと言える。こうした「有事」 v s 「平時」という2分法に関しては、平時・有事の境界ラインが、「経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前」（「指針」）か後かに設定されている中で、実際には、どこがその具体的境界かの判定が一義的に決まらないという点に関心が集中してきたように思われる。一方で、こうした「有事」「平時」と組み合わせられて用いられる概念である「導入」「発動」の概念の理解には一層の困難性が付き纏っている。まずは、「指針」が使用する定義を見てみると、「導入」は「買収防衛策としての新株又は新株予約権の発行決議を行う等買収防衛策の具体的内容を決定

2 大杉謙一「買収防衛策の過去・現在・未来—ブルドックス事件を契機に」法律時報80巻3号、通巻993号、2008年3月、43頁。もっとも、大杉教授は、「世界的に見て特異」という点に力点を置いておられるのに対し、筆者は、「均衡点」という点にむしろ積極的価値を見出したい。世界的に見て特異であっても、優れたルールである可能性は否定されない。

するものをいう。」と、また「発動」は「買収防衛策の内容を実行することにより、買収の実現を困難にすることをいう。」と各々定義される。

こうした一見はクリアな定義についても、具体的に考えてみると、種々の疑問が生じてくることとなる。現在、敵対的買収防衛策の主流を形成しており、一般には「平時」導入の防衛策とされる「事前警告型」防衛策につき、こうした諸概念を当て嵌めてみよう。「事前警告型」については、改めて紹介するまでもないものと思われるが、相当のヴァリエーションを含みつつも、一般的には公開買付等により一定比率以上の当該会社株式（議決権のあるもの）を取得しようとする者に対し大量取得の目的や取得後の「経営」方針の提供を求め、それに応じない場合等につき差別的行使（取得）条件の付された新株予約権を株主に無償割当てする旨を機関（株主総会あるいは取締役会）決定することにより、濫用的敵対的買収者に警告を発することを目的とする買収防衛策と言えよう。例えば、この事前警告の決議が「平時」の株主総会でなされた（宣言的決議）として、その後、敵対的買収者が出現したと仮定した場合、警告に応じなかった買収者の買収行為を阻むために新株予約権が（有利発行であれば必ず）株主総会特別決議に基づき発行されたものとしよう。その上で、さらに今度はその差別的行使（取得）条件の判定（裏を返せば、濫用的買収者かどうかの具体的判定）が取締役会決議に委ねられたというケースにつき、考えてみよう。このケースの場合、まず、最初の平時における事前警告型スキームの導入行為（宣言的決議）が「平時」における防衛策の「導入」に該当することには、一応は疑いがない（一応はという意味は、そもそも「導入」には該当しないという考え方も頭からは、否定出来ないように思われるからである）。次に、買収者出現後（すなわち「有事」）の株主総会決議に基づく新株予約権の有利発行は果たして、「指針」の「発動」に該当するのか、あるいは「導入」に該当するのかについては、見方が分かれる可能性がある。一度、既に「導入」済みのスキームなのだから「発動」に該当するとの見方もあろうし、一方で、今回の株主総会決議こそが法的に有意なものとして「導入」に当たるとする捉え方も当然に成り立つものと言えよう。後者の考え方を採った場合、事前警告に関する宣言的決議を「導入」と見るか否かにより、さらに「導入」が2回あると見るか、1回のみ止まるかという見方の分岐が生じることとなる。最後に、新株予約権の差別的な行使（取得）の時点が問題となる。通常の新株予約権の行使は、新株予約権者が相場動向等を踏まえて自らの判断により予約権を行使し、その結果、特段の条件なく当然に株主となる訳であるから、そこにいかなる意味でも「導入」という会社の行為は観念出来ない。しかし、敵対的買収防衛に関する当該スキームに関しては、その判断権者（株主総会、取締役会、独立委員会等）は一まず置くとして、何らかの会社「機関」（法的な意味での「機関」概念より広い）の意思決定行為が介在することとなる。従って、当該意思決定をもって「発動」に当たると解する余地は十分にあることとなる。そうすると、結局のところ事前警告型のスキームでは、3つのポイントにつき、

- A：平時導入（決議）→有事発動（発行）→有事発動（行使）
- B：（事前警告）→有事導入（発行）→有事発動（行使）
- C：平時導入（決議）→有事導入（発行）→有事発動（行使）
- D：平時導入（決議）→有事発動（発行）→（新株予約権の行使）

といった「解釈」の相違が生じ得ることとなりそうである。なお、例えば、新株予約権の発行段階で、その差別的行使の条件を「客観的」に定めていたものと仮にすると、一応は、上述の第2ポイントに第3ポイントでの判断が吸収・包摂されているものと考えられよう。いずれにせよ、こうした3つのポイントの分化現象は、新株発行や単純な新株予約権の発行に関しては生じる余地はなく、差別的行使条件の付いた新株予約権を用いたスキームに固有の問題と言える。

さて、こうした一見は煩瑣に見える議論を通じ、我々が汲み取るべき示唆は次の2点であろう。まず1点目は、今日最も普及している防衛スキームである「事前警告型」につき、このように「有事」「平時」という概念が「導入」「発動」の概念との関連で、一義的には定まらないという状況は、そもそも「有事」「平時」を峻別し、そこから防衛策の一定の効果の相違（「平時」導入の優位性）を導くという態度に反省を迫っているのではないかという点である。2点目は、それとも関連するが、どうも「導入」とか「発動」という概念への該当性を判断するには、二つの視点、すなわち、「機関」の意思決定行為という会社のガバナンス面に着目した視点と、新株予約権の発行・行使（発行に際しての払込金額の払込と、行使時の行使価額の払込）という新株予約権者側の行為に着目した視点が存在し、それが相互に交錯していることが問題を複雑化しているという点である。「平時」「有事」の区別に、仮に実益があるとすれば、当然、それは、特にスキームの導入や行使が差し止められないという意味での法的安定性面での差異に求められることとなる。平時導入型の防衛策に強いプライオリティを見出す議論の、少なくとも初期の段階では、導入（予定）企業側に、たとえそれが漠然としたものではあれ、「平時」に導入しておけば差し止めといった法的リスクが相当程度回避し得るといった期待・願望が共有されていたことは、おそらくは疑いないであろう。もし、「平時」・「有事」×「導入」・「発動」というマトリックスの中で、「差し止め」リスクがフラット化してしまえば、企業にとり平時導入を行うメリットは基本的に消滅・滅殺され、逆に平時導入によるマーケットリスクという負の側面のみが顕在化してしまう可能性もあるものと考えられる。そして、近時の差し止めや仮処分¹の在り方に関する法的議論の動向は、間違いなく、そうしたフラット化の流れにあるものと評価される。

3 | 株主の救済方法と平時・有事の概念

平時に買収防衛策を適法に（差し止められずに）「導入」しても、それが必ずしも有事の発動場面で、全く司法判断を受けずにフリーパスすることを意味しないとの意識は、平成18年夏・秋頃から、法律家の間で、共有化されてきたものとされる³。もっとも、その当時は、平成19年8月の最高裁決定により、差別的行使（取得）条件付きの新株予約権の無償割当てにつき、会社法247条の類推適用が明確に認められる前であったため、未だ、新株予約権の発行（無償割当て）段階での差し止め（仮処分）に関する問題と、その行使段階での差し止め（仮処分）に関する問題が、十分に切り分けられずに、議論が行われていたものと言える。そうした意味では、ブルドックスソース事件に関する司法判断により、発行（無償割当て）段階での議論が決着した現在、議論は一応、新たなステージに突入したものとも言える。要するに、仮に、平時の事前警告型スキームの導入を前提としても、有事に差別的行使（取得）条件付き新株予約権を発行する場合、それが差し止め訴訟の対象となることは明らかになったとして（そもそも、事前警告型は弱毒型の防衛策であり、それ自体の導入に関しては、株主総会の宣言的決議を経ていても、一般論としては差し止めの対象となりようがない）、さらに！平時に差別的行使（取得）条件付き新株予約権の発行が（適法に、差し止められずに）行われたとして、有事の発動（＝行使）の際に差し止めがなされ得るか、あるいは、“平時の事前警告を踏まえ、（準）有事に、一応適法に（差し止められずに）発行（無償割当て）された差別的行使（取得）条件付き新株予約権につき、有事の行使の際に差し止めがなされ得るのか”という問題が一応は残されたこととなる。もっとも、こうした2類型に関しては、前者については、信託型ライツ・プランにおいて典型的に現れる問題であるところ、当該プランについては、主としてその導入企業ひいては株主にとってのコスト要因（新株予約権の発行手数料および信託銀行向けの管理手数料）から、現在新規の導入は行われておらず、また今後ともその普及は期待されないであろうことから、また、後者については、（準）有事の発行（割当て）場面で法廷闘争がなされてしまうことが多いであろうことから、いずれについても議論の実益には乏しいものとも言えよう。そうした意味では、この点に関する検証は優れて理論的な問題と捉えることも可能であろう。

もっとも、基本的には理論的問題に止まるとは言え、この点に関する検証を通じて、平時導入型（正確には平時発行型と言い換えた方が妥当である）の防衛側にとっての最大のメリットとされる差し止めリスクの解消・低減効果が雲散霧消してしまうと、仮にすれば、やはり実務心理への影響も大なるものと考えられよう。

平成18年2月に公表された松本弁護士の論考は、スキーム（ライツ・プラン）の有事発動時における司法的救済方法につき、網羅的に列挙・考察するものである⁴。すなわち、司法的救済方法としては、①新株予約権差止請求、②新株予約権発行無効確認の訴え、③新株発行差止請求、④新株発行無効確認の訴え、⑤善管注意義務・忠実義務違反に基づく損害賠償請求の5手段が考えられるものとされる。

3 大杉謙一「前掲」(注2)、42頁。

4 松本真輔「敵対的買収をめぐるルールに関する実務上の課題」商事法務1756号、2006年2月、48～49頁。

その上で、①については新株予約権の発行後の差止請求はできないため、その活用は困難であるとされ、②については新株予約権が不公正発効に該当したとしても、一般にはそれのみで無効とは認められないものとされ、④については新株予約権の行使に基づく新株発行につき一律的に新株発行無効確認の訴えの提訴を否定すべきでないとの有力学説も踏まえつつ、新株発行の無効事由には単なる手続きの法令違反（例えば、差別的行使条件に関する違法な取締役会の決定）は含まれないものとする有力見解に従い、やはり無効確認の訴えについても認容されない可能性が高いものとされ、そして⑤についても新株発行（差別的な割り当て）自体は有効となるため株主の救済方法としては限界があるものとされる⁵。結局のところ、残った実効的救済策は、③のみとなり、これに関しては、新株予約権の行使に基づく新株発行については、行使条件成就後は会社に発行義務があるものとして発行差止請求はできないものとする見解が紹介されつつも、ニレコ事件の東京地裁原審決定（傍論）等⁶を参考に会社法210条の類推適用の余地があるものともされる。以上の松本弁護士による整理は実務感覚的にも妥当なものと評価されよう。また、この点に関連し、新谷教授は、新株予約権の発行が不公正であれば、その発行の時点で差し止められなくても、新株予約権の発行はそもそも新株の発行を目的とするものであるから一体的に評価して、行使時点での新株発行が差し止められるべきであるとの理論構成を採り、株主等の被る不利益を被保全権利として会社に対し新株発行の差止めの仮処分の申請が可能なものとされる⁷。

さらに、荒井、田中両弁護士は、取得条項付新株予約権の株主への無償割当てについての差止めに関する理論構成につき、包括的な検討を加える中で⁸、①募集新株予約権の発行差止請求権（会社法247条）の類推適用を素直かつ優れた理論構成であると評価するとともに（この理論構成に関しては、その後、ブルドックスソース事件に関する最高裁決定で、固まったところである）、さらに②募集株式の発行等の差止請求権（会社法210条）の類推適用につき、取得条項における一定の事由が生じたときに新株予約権の対価として交付される株式に着目し、それが募集株式の発行等の場合と類似する点に類推の根拠を見出した上で、若干、迂遠な法律構成であるとの印象点を留保しつつも、採り得る法律構成であるものと評価される。なお、③取締役・執行役の違法行為差止請求権（会社法360条、同422条）については、会社に対する「回復することができない損害」の認定等、株主の救済策としていくつかの難点（ハードルの高さ）があるものと指摘される。筆者も当該整理に同感するところが大きいですが、②の構成については、スキームの有事導入（新株予約権の割当て、発行）と有事発動（濫用的買収者の会社機関の行為による認定）が分離しており、かつ「導入」時点での差止めがなされなかったとしても、さらに発動時点での株主救済策の用意が可能となる点で、実効性も強い理論構成と評価されよう。

一方で、江頭教授は、ニレコ事件における東京地裁原審決定での傍論（新株予約権の行使の条件として、会社の機関の行為が必要とされる場合に、新株発行により不利益をうけるおそれの株主は、そ

5 そもそも、差し止められないという意味で、適法に発行・行使された新株予約権につき、株主への損害が認定される可能性は低いものと考えられる。
6 ニレコ事件に関し、東京地裁民事8部（原審）は、新株予約権行使に基づく新株の発行過程で会社の機関の行為が必要とされている場合は、新株発行の差止めが許されると解する余地があるものとする。この点に関しては、差別的行使（取得）条件付きの新株予約権の無償割当てについても同様に解されよう。
7 新谷勝『会社訴訟・仮処分の理論と実務』民事法研究会、平成19年10月、439頁。
8 荒井紀充、田中信隆「買収防衛策と「訴訟リスク」」企業会計58巻10号、2006年10月、48～55頁。

の会社の機関を捉えて新株発行の差止めを請求できるものとする)を念頭に置きつつ、当該傍論における理論構成につき、検討組上にある問題は、会社の機関の行為自体の差止めにあるものではないとし、当該法律構成を「あまり優れた法律論とはいえないように思われる。」ものと評価される。その上で、取締役会が行ったライツ・プラン発動の決定につき、その発動の要件が客観的に満たされていないために無効であることの確認訴権を被保全権利として、会社による新株予約権行使者に対する株券交付等を禁止する仮の地位を定める仮処分を求めべきとする法律構成、あるいは、新株予約権の行使が無効な場合にも形成の訴えとしての新株予約権の無効の訴えが必要と解する場合につき、当該訴権を被保全権利として会社による新株予約権行使者に対する株券交付等を禁止する仮の地位を定める仮処分を求めべきとする法律構成を提案された⁹。これらにつき検討すると、ライツ・プランの発動要件が客観的に満たされていないという一事をもって直ちに当該取締役会決議等の無効原因とすることは、そもそも客観的に満たされているかどうかの判断自体(株主総会の定款規定に基づく決議に抛れば格別)極めて微妙なものであり、少なくともそのような無効に関する確認訴権を本案としての被保全権利とすることは通常は、馴染まないように考えられる。

また、新株予約権の行使の無効という概念についても、新株予約権の発行の無効との概念整理が困難であるのみでなく、仮にそうした無効類型を認めたとしても、やはり取締役会決議の瑕疵をその無効原因とすることは馴染まないものと考えられる。加えて、以上の2つの法律構成に共通して、仮処分の対象となる仮の地位として仮処分債権者以外の新株予約権者への株券交付等の禁止を挙げられる点にも違和感が生ぜざるを得ないものと言えよう。ただしも、仮処分債権者への株券交付を保全すべき仮の地位として求める方が素直な構成と考えられる(その場合、本案は新株予約権を正当に行使し得たとした場合の株主としての地位確認となる)。従って、2つの理論構成は、いずれについても、乗り越えるべきハードルが極めて高いように思われる。

一方で、機関の行為自体の差止めの問題があるのではないとの指摘に関しては、新株発行の差止訴訟(会社法210条)についても募集株式の発行に関する会社の行為(取締役会決議等)がその前提となり会社を被告としてなす訴訟であるから、通常の新株予約権の行使の場合は格別、行使にあたり、何らかの形で会社の機関の行為(決議等)が必要となる敵対的買収防衛策のケース(ライツ・プラン)については、そのスキームの全体構造から「行使」段階でも、これを新株の「発行」と同一視し得るものと考えられ、会社法210条類推による構成は(会社法247条類推に比べても)、素直かつ実効的な法律構成(株主救済策)と評価されよう(その場合、原告は株主から新株予約権者に読み替えられる)。なお、当然、新株予約権が行使(取得)されてしまうと、差止めではなく無効確認訴訟の問題に移行することとなるが、この点、かかる差別的行使条件の行使条件を決定する機関決定は、差止めを本案とする仮処分の機会を提供する観点からも、直ちに公表・開示される必要があるものと考えられ、そうした開示・差止め機会が剥奪された場合は、今度は新株発行無効の訴え(会社法828条)が類推さ

9 江頭憲治郎「事前の買収防衛策—発動時の問題—」法の支配145号、2007年、23~24頁。

れ無効原因となるものと解すべきである（提訴期間につき、新株予約権の行使による新株の効力発生日から起算する）。

以上、「平時」導入型ライセンス・プランの「有事」行使時における法的救済策につき、一見は煩瑣とも思われる議論を行ったのは、要は、「平時」導入型の防衛策が防衛側企業にとり、「有事」導入型に対する優位性を有するものとされる「本音」での理由が、導入時点での差止めを回避出来れば、発動時点での差止めは基本的に問題にされないとの期待にあるものとすれば、それが最早、ある種のイリュージョンとして儚く消滅したことを、少しく丁寧に論証するためである（「建前」の理由は、平時導入型が有する関係者への事前開示機能の発揮を通じた法的安定性の向上に求められる）。信託型スキームについては、そのコスト要因を凌駕する程の、確実な防衛効果が—平時に導入されても有事発動の際に差し止められ得る以上—検証されないことから、早くに淘汰されてしまったものと言える。一方の事前警告型については、依然として、弱毒型の防衛策としての優位性を保っている現状にある。しかし、そのスキームの構造上、信託型ほど、直接的には顕われてこないものの、事前警告型についても、その「発動」時点を有事における新株予約権発行の時点と捉えようが、その機関決定による行使時点と捉えようが、あるいは、両者が一体化していようとも、いずれにせよ防衛側にとり決定的に法的なリスクを回避することは、不可能ということが、現状略、明らかになったものと考えられよう。もちろん、少なくとも、事前警告型スキームの法的設計者は、そのようなリスクは最初から百も承知だったはずであり、その意味でまさしく、当該スキームは、弱毒型の名に相応しいものとも言えようが、とは言え、いかに弱毒型のスキームとは言え、その平時における導入時点で、株価への影響が全くないかと言えば、最近の実証研究により、平時導入による業績パフォーマンスへのマイナス効果が統計的に検証されてしまっている¹⁰。なお、松下電器産業が事前警告型のライセンス・プラン（新株・新株予約権の発行登録まで行った比較的、強度の強いスキーム）を導入した折の株価動向につき、特段の負の影響が見られなかったことが指摘はされるが、個別事例としての当該事例は一般化はされ得ず、当該会社の経営方針や経営動向への投資家の支持という「特殊」事情があったものと、マーケットからは評価されている。まさしく、機関投資家は「松下タイプ」の買収防衛策に賛成したのではなく、「松下が導入する買収防衛策」に賛成したものと指摘される訳である¹¹。このように事前警告型についても、ある種当然のこととは言え、有事発動時の法的リスク回避効果が検証されず、加えて一般論としては株価・業績へのマイナス効果が検証されたことを前提とするならば、事前警告型の弱毒性をさらに一歩推し進め、平時には何ら対応を採らず、有事になり初めて、防衛策を導入（＝発動）する方策の総合的優位性＝再評価が、当然、視野に入らざるを得ない。

米国では、会社の支配権に関する争いが生じた前後で防衛策の導入の可否（司法判断）が決定的に変わってくるわけではなく、買収開始後であっても防衛策を平時と同じ条件で導入できるものと指摘され¹²、また、近時は米国大企業のライセンス・プラン（平時導入）の更新率が急速に低下し、その背景

10 広瀬純夫・藤田友敬・柳川範之「買収防衛策導入の業績情報効果—二〇〇五年導入事例の分析—」商事法務1826号、2008年3月、4～19頁。

11 香田温子「「買収防衛策」再考—来年に向けて検討すべきポイント」企業会計58巻10号、2006年10月、45頁。

12 広瀬・藤田・柳川「前掲」（注10）、5頁。

には、有事になってから取締役の忠実義務の範囲内でのライツ・プランの導入が可能であり、平時導入する必要がないことが再認識されたことが在るものとも指摘される¹³。我が国にあっても、差止め等の法的リスクの回避性面での決定的な優位性の喪失と、株価等業績へのマイナス効果の両者を考量した場合、有事導入・有事発動型の平時導入・有事発動型に対する総合的優位性は、相当程度、明確なものと考えられる。そして、一連の司法判断は、たとえ有事導入型であろうと、一定の要件さえ満たせば、ライツ・プランによる買収者の撃退自体は可能なことを教えている。「平時導入信仰」の夢は見尽くされたのであろうか。

2—— 買収防衛策に関する法的議論の到達点と批判・再批判

1 | 経済産業省・法務省の「指針」

ここからは、駆け足で、現在の法的議論の到達点をフォローしていくこととする。まずは、平成17年5月27日に公表された「指針」についてである。そもそも「指針」は、その射程内に置く買収防衛策につき、「経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前に導入されるものをいう。」と定義しており、「有事」導入型と「平時」導入型についての優劣比較や、適法とされる要件の比較を行ってはいない（「発動」されるのは、いずれにせよ「有事」である。「平時」導入「平時」発動という組み合わせの類型はあり得ない）。「指針」が、このように「平時」にその射程を限局した主な理由は、策定前夜にニッポン放送事件が生起し、当該「有事」導入事案につき、防衛側企業にとっては相当厳しいとも見える司法の判断枠組みが示されたことの影響が大きい。平成17年の春当時、「平時」導入型であれば、防衛側にとり、相対的に緩やかな準則が示され得るのではないかと防衛側企業の希望的観測が働いていたことは事実と思われる。では、そうした希望を支えた理論的基礎はどこに求められるのか。「指針」は、買収防衛策が準拠すべき3大原則として、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、3必要性・相当性の原則を高らかに掲げる。この中で、「平時」導入型に優位性を見出す根拠があるとするれば、当然のことながら、それは事前開示の原則に求められる。当該原則にあつては、買収防衛策の具体的な内容、効果などに関する具体的な事前開示が必要な理由は、「株主や投資家、買収者などの予見可能性を高め、株主の適正な選択の機会を確保するため」とされる。換言すれば、事前開示は、「株主意思の原則」を実質的に担保するために必須の手段であるとも言える。その理自体に異議を差し挟むべきではないが、ここで一寸、注意すべきは、「有事」導入型であるからといって、株主意思形成の前提となる事前開示原則を貫くことが、不可能ということはないという点である。なるほど、平時導入型の方が、ゆっくりと時間をかけて株主が判断可能とは、表面的には見えるかも知れない。しかし、現実の機関投資家の判断枠組みは、スキームの一般的構造のみを単独で判断するというよりは、むしろ具体的な買収者属性やその固有名詞と

13 松古樹美「資本市場の声に日本企業はいかに対峙すべきか？～買収防衛策議案にみる企業と投資家の認識ギャップ～」金融・商事判例1281号、2008年1月、7頁。

スキームの構造の相関の中で、総合的判断を行うというものであろう。であるとすれば、何も、「平時」導入型でなくとも、「有事」導入型であっても、株主意思原則が貫徹されている限りは、必要な（有事になってからの）スキームの開示により、十分、合理的な判断は担保されるものと言える。投資家の合理的判断のための時間確保につき、多々益々弁ずるものとする論調が見られるが、これは機関投資家の実感からは遠いものと考えられる。洗練された機関投資家は、むしろ、間延びしない必要・十分な時間内で合理的判断を行うものである（どうも、情報の非対称性の存在から説き起こし、その非対称性は提供される情報の質・量と判断時間確保によってのみ解消され得るというドグマ的思考が強く見られるように思われる。）。「指針」が掲げる他の原則については、「有事」導入型、「平時」導入型間で、特段の適用・運用上の差異は検出され得ない。例えば、必要性・相当性の原則の重要な構成要因をなす、株主の「財産権の保護」への配慮の要請に関し、「平時」導入か「有事」導入かで、その保護の強度が異なることはあり得ない（株主総会決議による場合と取締役会決議による場合の保護の強度の差異については、一応、論点となり得る。ただし、筆者はこれを否定的に解する。）ものと言えよう。このように、唯一、「平時」導入型優位の根拠足り得るかに思われた、事前開示の原則についても、必ずしも当該優位性を基礎づける事由とは評価されない訳である。

2 | 司法判断の到達点 一二つの有事事例での判断

ニッポン放送事件に関する東京高裁決定（東京高決平成17年3月23日）の“Decidendi（判決理由）”は、次のとおり要約される。「株式譲渡制限を設けることなく公開会社として株式市場から資本を調達しておきながら多額の資本投下をした株主が現れるやいなや（すなわち支配権に現に争いが生じている場面において）取締役会が事後的に、支配権の維持・確保のために買収者の持株比率を一方的に低下させることは、投資家の予測可能性の観点からも、原則として（特段の事情がない限り）、許されない。例外は、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを防衛側会社が疎明、立証した場合に限られる。」なお、いわゆる東京高裁4類型と呼称される「グリーンメイラー」等、例外的な買収者の撃退が許容される場合につき、これが事前の対抗策（平時導入型とも理解され得る）の場合に限局される（すなわち、その場合、判旨のこの部分は、“Dictum（傍論）”となる）のか、あるいは有事導入の場合にもその射程が及ぶ（その場合は“Decidendi（判決理由）”となる）のかは、必ずしも判示内容から明確ではない。この点が、その後、平時導入型優位論が興隆する一因となったようにも思われるが、理論的には、特段の事情の疎明・立証の在り方につき、平時導入・有事導入でその判断基準等を異にする合理的理由は見出しがたく、有事導入のケースについても、判示内容の射程は直接及んでいるものと理解されよう。仮に、こうした特段の事情に関するルールが、有事導入の場合に及ばないものとするれば、有事導入型のスキームでは、殆ど、濫用的買収者を撃退することは不可能になってしま

うからである（防衛側が疎明・立証責任を果たしても防衛し得ないことになってしまう）。

同じく、有事導入・有事発動型の事例であるブルドックソース事件に関する最高裁決定の“Decidendi（判決理由）”は次のとおり要約されよう。「特定の株主による経営権の取得に伴い、会社の企業価値が毀損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることと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ところ、株主の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。買収者以外のほとんどの株主が、買収者への金員の交付もやむを得ないと判断した以上、この判断も尊重されるべきである。」この最高裁の決定において特に注目されるのは、株主意思の原則に対し高いウェイトを置く価値観の表出である。相当性の一構成要因たる財産権保障の要請は、株主意思の原則の前に、一見は後退しているようにも捉えられる。この点については、一定レベルの買収者への財産権保障は必須としつつも、その負の側面（会社・買収者以外の株主への「損害」発生の可能性）を阻却する要素として高いレベルでの株主意思の表出を求めているのか、あるいは、そもそも最高裁は、財産権保障の要請につき、株主意思の原則との比較感において低次の位置づけしか与えていないのか、いずれとも判断し兼ねる判示内容となっており、最高裁はこの点についての判断を回避しているものとも言えようが、筆者は理論的には前者が正当と解したい。いずれにせよ、有事導入型・平時導入型につき、決定的に判断準則を異にすべき理由は、この最高裁決定の内容からは汲み取ることは出来ないものと言えよう。

3 | 批判の諸相とその検証

i 機関権限分配秩序論を巡って——株主意思の重視というドグマの正当性と合理性

株主意思の重視という、「指針」や「最高裁決定」が採る考え方に対しては、予てより、「機関権限分配秩序論」という一つのドグマへの批判の形を採り、多くの疑念が表明されてきたところである。そして、そうした批判の核心は、最もティピカルには、敵対的買収の局面で、買収側、防衛側のいずれが企業価値の向上を図ることが出来るのかという高度の判断能力を具備するのは、株主ではなく現経営者であるという、ある種の「経営判断原則論」の形をとって表出されてきたものと言える。ニッポン放送事件に関する東京高裁決定は、「誰を経営者としてどのような事業構成の方針で会社を経営させるかは、株主総会における取締役選任を通じて株主が資本多数決によって決すべき問題というべきである。」と高らかに謳い、緊急避難的措置は例外として、会社支配権争奪時の判断者としての取締役会の権限を否定的・制限的に解する。こうした、いわゆる機関権限分配秩序論に対し、かつて、落合教授は、現行の我が国の会社法が採用する実定法秩序に即しながらも、包括的な批判を試みられた¹⁴。その所論の論旨を要約すると次のようになる。①公開株式会社にあつては、株主総会万能主義が排される中、法定の株主総会決議事項はきわめて少数の事項に限定され、株主は経営の専門家で

14 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、2005年10月、4～12頁。

ある経営者に会社経営を基本的に委ねる仕組みが採用されている。②被選任者たる取締役を選任者たる株主構成の変更権限を一般的に許容することは、会社法の定める機関権限分配に関する法意に明らかに反するとの考え方については、誰が選任するかの問題と選任された者に付与される権限の範囲の問題は切り分けられるべきであり、その切り分けは抽象論ではなく、個々の具体的な会社法上の規定に基づき判断すべきである。③敵対的買収防衛策の採否が取締役会限りの権限で判断可能かの問題についても、機関権限分配秩序論から演繹的に導かれるべきものではなく、会社法の諸規定の具体的解釈により解決すべきである。④そして我が国の会社法解釈としては、公開会社においては、防衛策の採否は、取締役が善管注意義務・忠実義務をその採否につき負うことを前提に、原則的に取締役会に委ねられていると解するのが適当である。しかし、⑤防衛策の採否の決定は、株主の利益と現経営者の利害相反が生じる問題であり、通常の経営判断の原則の適用はなく、裁判所のより突っ込んだ審査が必要となる（経営判断原則の否定と司法判断の重視）。⑥その場合の司法判断は、現経営者が株主の利益よりも自己の利益を優先させることを防止する仕組みが存在するかを審査の中心とすべきである。⑦裁判所は独立した取締役やそれに準じる者による判断体制が整っているかを審査し、その審査にパスすれば取締役会の判断は尊重される。もし、それが整っていない場合は経営者側で、保身動機で判断が歪められていないことを疎明・立証する必要がある。

さて、以上のような、現在の司法の判断枠組みを真っ向から否定するかにも思われる落合教授の所論であるが、その当否につき検討してみたい。確かに、敵対的買収防衛策に関する採否の権限の所在が、機関権限分配秩序論から当然に導かれるべきものでない点や、当該判断が通常の経営判断原則に馴染まない点は、所論での指摘が肯綮に当たるものと言える。しかし、所論には幾つかの疑問も生ずるところであろう。まず、買収防衛局面で現前する株主の利益と現経営陣の利益の相反問題は、通常の忠実義務の判断で立ち現れるような、取締役の私的利益の優先問題とはその質量の次元を異にしているという点である。我が国にあっては、一般的に敵対的買収の成否は、取締役の生活基盤自体の維持・喪失に繋がる問題であり、それだけに、主観的にはともかく、構造的に冷静な取締役の（企業価値向上基準に準拠した）判断が行われにくいと（少なくとも）株主には取られがちな事象である。構造的な強い利益相反状況に対しては、強い抑止策（手続き）を採用せざるを得ないこととなる。次に、強い司法判断の対象となるかに関してであるが、司法は、損害賠償責任の前提としての、取締役の善管注意義務や忠実義務違反の判断者としては馴染むものの、防衛側・買収側のいずれが企業価値を向上させ得るかといった非法律的判断の判断者としては馴染まないという点である（いわゆる「新経営判断原則論」）。以上の2点、すなわち、司法は判断者として馴染まず、一方での取締役会もその構成員の強い利益相反性から判断者として馴染まないという、二つの考慮が結合した時に、－消去法的な側面も全くないとは言えないものの－最終的な会社損益の帰属者としての株主（総会）がその判断権者として適格性を有するとの結論に至る。敵対的買収防衛策の採否の判断者として株主（総会）が最

も適切というドグマは、経営者選任権者としての株主総会（いわゆる機関権限分配秩序論）からの演繹ではなく、むしろ、いずれが企業価値を向上させ得るかの判断は、最終的な損益帰属者に行わせるべきであるという株主の“Residual Claimant（残余請求権者）”としての属性から演繹して説明する方が適切と考えられよう。そして、実態的に見ても、現在、我が国の株式市場を牽引する内外機関投資家は、“Rational Apathy（合理的無関心）”が広汎に認められるような株主ではなく、十分に合理的判断が可能な投資家なのである。なお、落合教授は、独立取締役等の敵対的買収時における判断権者としての機能を重視される。確かに、そのような独立取締役は当該会社への収入面での依存度が低く利益相反性が低いことや、有識者としてのレピュテーションを顧慮することから、通常取締役よりは的確な判断が行えるものと期待される。しかし、いかに属性的な独立性が立証されたとしても、当該取締役も当該防衛側の取締役会の一員である以上、その同僚への仲間意識等から、株主意思に十分代替し得る程の中立的・冷静な判断が行い得るものとは通常は期待し得ないことも事実であろう。このように、その根拠は格別として、現行の司法判断が採用する、敵対的買収時の判断権者としての株主（総会）意思の重視というドグマは、現行実定法体系に即しても、解釈論として十分な合理性・正当性を有するものと考えられよう。

ii 財産権保障の考え方について

敵対的買収者を撃退する場合の、財産権保障の必要性の問題も、また多くの批判に曝されている問題と言えよう。批判としては、憲法上の財産権保障の要請（日本国憲法29条）から、相当程度、大上段的に、敵対的買収者への財産権保障の要請が導かれることが見られることへの違和感や、敵対的買収者へ財産権保障していたのでは、買収者には負けが無くなり、一層、敵対的買収が増幅されるであろうことへの嫌悪感が、その代表的なものであろう。また買収者の新株予約権を買い取ったブルドックソースが一举に赤字決算に陥ったことを目の当たりにし、敵対的買収者への財産権保障は他の株主や会社へ「損害」を生じさせるものとして、そういった防衛スキームは忌避されるべきと一部の投資家サイドの論調も高まりを見せ、例えば、企業年金連合会は、平成20年4月10日に改定した株主議決権行使基準において、「買収者に割り当てられた新株予約権について、企業が経済的対価を交付して取得できる旨の規定を含むプランについては、原則として反対する。」との議決権行使基準を追加した（参考：商事法務1829号、2008年4月5日、48～49頁）。まず、理論的には、財産権保障の必要性の要請は、株式の自由譲渡性の保障の観点からアプローチすべきものと考えられる（もちろん、株式の自由譲渡性の保証も財産権保障の一つの発現と解することも出来ようが、自由譲渡性から説き起こした方が、より実定会社法に即した理解の在り方と言えよう）。そもそも、買収防衛策の本質は、露骨に言えば「株式売却妨害策」に在るものとされる。株式売買の当事者ではない防衛側会社が、買収者を含む株式売買者の自由な譲渡行為を妨害するのが買収防衛策の本質であり、換言すれば、買収防衛

策とは、会社法が取り分け公開会社において高度に保障する株式の自由譲渡性への制約・挑戦に他ならないものと説く藤縄弁護士の指摘は鋭い¹⁵。このように考えれば、株式譲渡制限の手続きとのアナロジーにより、株主総会の特別決議が防衛策導入を正当化し得ることの一つの説明ともなろうし、また、財産権保障との関係では、既発の株式に譲渡制限をかける際に、株式買取請求権が保障されることとのアナロジーも考慮されてよいものと考えられる。公開会社であるにも拘らず、買収者の株式取得（裏を返せば、株式の自由譲渡）を防衛策発動により強制的に制約するのであるから、本来取得し得たはずの株式につき、その逸失利益を保障する必要があるという説明の仕方には、ある程度は納得感があるものと言えよう。

次に、この問題を、行使（取得）条件付き新株予約権の無償割当のケースに限局して、機能論的に考えてみよう。当該スキームにおいて、仮に、買収者の所有する株式とならない新株予約権につき、対価保障がされなかったとしよう。その場合、買収者以外の株主は、持ち株数比例で新株予約権を行使し、追加の株式を取得する訳であるから、そうした株主については、買収者という大株主の持ち分が消滅する効果として、間違いなく会社持分が増加するという逆ダイリジョン現象が生じることとなる。こうしたスキームの導入・発動が株主総会に諮られた場合、買収者以外の株主が、企業価値をいずれが向上させるかを度外視して、当該スキームに賛成することは、火を見るよりも明らかであろう。であれば、買収者へ対価保障を行わないという選択肢は、株主の意思決定を合理的範囲を逸脱して歪めてしまう構造要因を内在しているものと言えよう。対価保障という重しを置くことにより、株主の冷静な判断が担保され得ることとなる訳である。もっとも、筆者も、財産権保障スキームを発動してまでも、買収防衛を行うことが適切とは、一般論としては考えない。そもそも、ライツ・プランの発動自体が、株主利益に照らして適切なものとは、通常は考えにくい。しかし、仮に、発動するならば、やはり買収者への一定の補償は必要であり、それを欠いたスキームは、著しく不公正なものとして差止められるリスクを内包するだけのことである。また、仮に、そうした買収者への財産権保障による自らへのデメリットの発生をも認知しつつ、なおかつ、防衛策の発動を承認・受忍する意思決定をしたのであれば、そうした株主意思も尊重されるべきものと考えられるだけである。

iii 交渉のツールとしての（発動されないものとしての）ライツ・プランという考え方

米国では、1980年代の半ばに猖獗を極めた－濫用的なものも相当数含む－敵対的買収活動を背景に、ライツ・プランが編み出され、合理的買収防衛策の切り札としての普及を見せた。そして、米国にあっては、ライツ・プランの実際の発動例は－誤って発動されたごく少数の事例を例外として－基本的に皆無であり、交渉の舞台設定としての、すなわち発動されないものとしてのライツ・プランという理解が定着しているものとされる。一方の、我が国にあっては、米国に遅れること約20年にしてライツ・プランが本格的に検討・導入された訳であるが、その矢先に、早くも発動例（ブルドックソース

15 藤縄憲一「再検証・日本法下の買収防衛策論－取締役会導入型防衛策の可能性と限界－」商事法務1755号、2006年1月、31～32頁。

の事案) が出現してしまったこととなる。こうした日米の相違をも踏まえ、大杉教授は、我が国では、買収防衛策に関する論議が沸騰し「指針」が策定された最初期から、買収防衛策について、(1) 買収者と現経営陣の間の「交渉と競争」の舞台設定を行うに止まり経営者は条件闘争を行いうるに過ぎないとの理解と、(2) 発動により買収者を確定的に撃退するものとの理解が併存しており、「指針」は後者の理解に立脚するものとした上で(因みに「企業価値報告書」は前者の理解に立つものとされる)、平成20年8月の最高裁決定は、確定的な撃退策としてのライツ・プランという理解が司法府から承認されたことを意味するものと指摘される¹⁶。

しかし、私見では、このようにライツ・プランの性格を、「交渉の舞台提供」 v s 「確定的撃退策」といった具合に対蹠的に把握し、ましてや「指針」や最高裁決定の性格を「確定的撃退策」としての理解に与するものと評価することは、適切とは言い難いように考えられる。「指針」の策定過程における論議に参加した立場から見ても、当時の法務省がライツ・プランを確定的撃退策として機能させることに好感を有していたものとは到底、言い難いように思われる。「指針」は価値中立的・純粋法律論的にライツ・プランが差し止められないための要件を検討しているに過ぎない。むしろ、そうした価値中立的な検討の結果が、株主総会での意思決定の防衛策の正当性に与える推認効果や、財産権保障の重視を打ち出したことは、ライツ・プラン発動のハードルを高くし、その安易な発動を抑止する点で、基本的には「交渉の舞台提供」としてのライツ・プランの在り方という理解に与しているものとも評価されるのである。財産権保障を伴うライツ・プランの発動につき、株主が、通常の合理的判断を行う中で承認する確率は低いものと考えられ、そうした意味では、ブルドックソースの事例は、相当程度イレギュラーな事例とも言え、そのような単一の特殊事例のみに基づき、制度設計や判断枠組み自体の合理性等を評価してしまうことは不適當なものと考えられる(機関投資家が多数株主を占める会社では、当該スキームの導入・発動は否決される可能性が高い)。要するに、「指針」や最高裁決定は、純粋に法律論として差し止めの可否判断をしているのみであり、むしろ、適法な(差し止められない)スキームの導入・発動のバーが相当高いことから、「交渉の舞台提供」としてのライツ・プランという理解に親和性を有しているものと理解すべきである。

3—— 展望

1 | 現状のルールは果たして妥協の産物なのか

再び、「わが国の現行ルールは、経営者・機関投資家・実務家の願望の均衡点なのか。」という命題について考えてみよう。経営者は、どのようにして確実に敵対的買収者の買収から自らの経営権を防衛出来るのかという観点と、株価の維持を二大目標として、防衛戦略を練ることとなるが、どうもライツ・プランを平時に導入しても有事の差し止めリスクはさほど低減しないし、また、(特に有事にお

¹⁶ 大杉謙一「前掲」(注2)、42頁。

ける) 株主総会の決議が(普通決議か特別決議かはともかくとして) 防衛の決め手となるという認識は、嫌々ながらも受け入れざるを得ないし、また弱毒型の防衛策の平時導入と雖も一般的には株価にマイナスの影響が生じるという現実をも直視せざるを得ない状況下に置かれているものと言える。そうすると、平時導入信仰を捨てざるを得ない以上、敵対的買収者による公開買付の局面や、有事の株主総会において、株主を防衛側の味方につけるには、とにもかくにも平時における機関投資家へのIR活動や業績・配当性向の向上という地道な活動が最も重要であるとの認識を共有しつつあるものと考えられる。ただし、最後の最後の局面で、敵対的買収を撃退するためには、買収者への財産権保障という痛みを伴いながらも有事に株主多数の支持さえ得られれば確実に買収防衛の目的を遂げられる「ブルドックソース型」スキームも、乾坤一擲の勝負に出るための切り札として温存しておきたいと考えるのが普通であろう(当該スキームまで否定されてしまうと、最早、確実な防衛策は皆無となってしまう)。次に、機関投資家であるが、まず、株主意思(総会)重視型という我が国の採用する判断枠組みには総じて好感を示すとともに、逆に言えばそうでない取締役会決定型のスキームを採用しようとする経営者には一般論としてはネガティブな反応を示さざるを得ないものと言える。また、あまりに企業側の防衛のハードルが低くなることに対しては、それが、買収の脅威の存在を背景とした株主還元策の充実(を通じた与党株主対策)の後退に繋がり、機関投資家の利益に背反するものとして、嫌悪感を示すものと言える。しかし、多数長期機関投資家の望んでいることは、決して敵対的買収そのものの成功ではなく、あくまで、潜在的な買収の脅威が存在することにより経営に適度な緊張感が生まれ、株主重視経営が一層進展するという展開にあるものと思われる。とするならば、現行の我が国の関連制度の均衡状況は、絶妙なバランスが維持されているものとも考えられよう。取締役会決定で確実に敵対的買収が撃退されてしまうスキームが広まれば、敵対的買収のリアルな脅威は経営者に感じられなくなり、結果として株主重視的な政策が弛緩するため、結局、内外株主の離反を招きかねないこととなる。裏を返せば、買収者への財産権保障と株主総会決議という高いハードルを課しながらも確実に敵対的買収を撃退する途を残しておくことは、経営者に「あきらめ感」を抱かせることなく、株主重視経営を遂行させ、株価の向上にプラスに寄与するという良循環を実現させる蓋然性が高い。このように、我が国の現行ルールは、少なくとも我が国の資本市場が置かれた状況を踏まえたとき、他の選択肢が思いつかない程の均衡を実現しているものとして積極的に評価することが可能であろう。

2 | 有事導入・有事発動・株主総会判断型の可能性

本稿における以上の議論からは、今後の展望としてどのような風景が開けることとなるであろうか。確かに弱毒型のスキームである「事前警告型」ライツ・プランは、強毒型のライツ・プランに比べ平時における「導入」時点での株価へのマイナス効果は微弱であろう。しかし、それは、正確には「事

前警告」を以てしては防衛策の法的導入とは評価し得ないことから、いわば当然のこととも言える。むしろ「事前警告」行為すら防衛策の導入とマーケットに評価されてしまい、株価の下振れリスクを抱えてしまうという要因の方が考慮される必要があるものとも言えよう。また、近時の一連の司法判断や、株主の救済手段に関する学説・実務の進化は、平時導入したからと言って、有事の差止めリスクが回避・軽減されたりすることはなく、有事・平時×導入・発動という組み合わせの中で、特段、平時導入型にアドバンテージが存在する訳ではないことを教えているように思われる。とするならば、微弱とは言え、株価へのマイナスの影響を回避すべく、「事前警告型」を更に一歩進め、平時には何らの措置を採らず、有事になって初めて防衛策を導入するスキーム（有事導入・有事発動・株主総会判断型）を企業が選好することには相当の合理性が見出されるように考えられる。このことは、もちろん、平時には何も「防衛策」を採る必要がないということの意味する訳ではない。有事になった場合の行動シミュレーションは、繰り返し行っておく必要はあるし、またいざ有事の際に、買収者以外の株主を味方につけるための株主還元策の充実に常時、注力しておく必要性は改めて指摘するまでもなからう。

3 | 買収防衛策の最適ミックス——平時の漢方薬的処方箋との組み合わせ

平時導入型ライセンス・プランに関するスキームの工夫により、有事の取締役会判断で、相当確実に敵対的買収を撃退できるという幻想が崩壊したとき、企業が平時に何をなすべきかは明らかであろう。株価への影響を回避するためには、有事導入・有事発動型のライセンス・プランで勝負する余地は残しつつも、平時には業績や株主還元性向の向上に努めることにより機関投資家を味方につけ、かつ株価上昇を通じて敵対的買収への耐性を強くすることが最大の「防衛策」となろう。そして、時価会計リスクやマーケットからのマイナス評価リスクもコントロール可能な企業では、適度な株式持合いや安定株主工作を進めることも否定はされるべきではないであろう。要するに、外科手術的な療法は有事に初めて使用することとし、平時にはひたすら漢方薬的な療法に専念することが適切なように考えられる。企業や国民経済の発展の観点からは、我が国の買収防衛策論が、的外れの理念論や法律論に振り回されずに、「現実主義的な」発展を遂げることを切に望みたい。