

## ブルドックスによる買収防衛策の発動

大崎 貞和

### ■ 要 約 ■

1. 2007年7月11日、ブルドックスが6月24日の株主総会における特別決議に基づく新株予約権無償割当を実施した。この新株予約権には、筆頭株主であるスティール・パートナーズは行使できないという差別的行使条件が付されている。敵対的買収者であるスティールの持株比率を引き下げることが目的とする日本で初めての買収防衛策の発動である。
2. スティールは、この新株予約権無償割当が著しく不公正な方法によるものだとして差し止めを申し立てた。しかし、東京地裁、東京高裁は、相次いでスティールの主張を退ける決定を行った。
3. 東京地裁の決定（6月28日）は、本件新株予約権無償割当はスティールを他の株主と経済的には平等に取り扱っており、スティールによる買収への対抗策として株主総会が決議したものであり、スティールに過度の損害を与えるものでもないため、防衛策としての必要性和相当性を備えているとした。
4. 東京高裁の決定（7月9日）は、本件新株予約権無償割当は、差別的行使条件を付したもののだが、スティールという濫用的買収者を差別的に取り扱うものであり、株主平等原則に反しないとした。また、株主総会の決議を得ており、スティールに過度の経済的損害を与えるものでないため、防衛策としての必要性和相当性を備えているとした。
5. スティールは最高裁への特別抗告を行ったため、これらの司法判断は最終的に確定したものではない。とはいえ、二つの決定は、「有事」の買収防衛策のあり方について重要な指針を示したものとみることができる。

## I はじめに

2007年7月11日、東証二部上場企業であるブルドックスは、6月24日開催の定時株主総会における特別決議に基づく新株予約権無償割当を実施した。この新株予約権には、発行済み株式数の10.25%を保有する筆頭株主で米国系の投資ファンドであるスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド（以下「スティール」）とその関係者は行使することができないという差別的行使条件が付されている。スティールの持

株比率を引き下げることが目的とした買収防衛の手段という性格を帯びている。

スティールは、この新株予約権無償割当は著しく不公正な方法によるものだとして、裁判所に対してその差し止めを請求していた。しかし、東京地裁、高裁は、6月28日、7月9日に、いずれもスティールの申し立てを退ける決定を行っていた。

投資ファンド等による敵対的買収の試みが盛んになる中で、日本の上場企業の間では買収防衛策に対する関心が高まっている。いわゆるライツ・プランなどの防衛策は、米国の上場企業の間でも広く導入されているが、実際に発動された例はほとんどないと言われる。今回のブルドックスソースによる防衛策の発動は、日本における初めての事例であり、それを許容する司法判断が示されたという点でも画期的な意義を有する。

なお、本稿の内容は、7月12日現在の最新の状況に基づいている。スティールは、自らの主張を退けた東京高裁の決定を不服として最高裁判所への特別抗告を行っており、その結果は本稿執筆時点では明らかでない。また、スティールによるブルドックスソースに対する株式公開買付（TOB）も継続中であり、今後の展開には不透明な点が少なくない。

## II 防衛策の内容と導入に至る経緯

スティールは、2007年5月までにブルドックスソースの株式の10.25%を保有する筆頭株主となっていたが、5月18日、同社の全株式の取得をめざし、1株1,584円でのTOBを開始した。

これに対して、ブルドックスソースの経営陣は、スティールの意図やTOB成立後の経営方針などに関する質問を行ったが、その回答内容が不十分であり株主共同の利益の毀損につながる可能性があるとして、6月7日、TOBに反対の意見を表明した。同時に、ブルドックスソースの経営陣は、6月24日の定時株主総会に定款変更や新株予約権無償割当に関する議案を提出し、特別決議による承認を求めることを決定した。

新株予約権無償割当とは、すべての株主に新株予約権（株式の交付を受けることのできる権利）を無償で割り当てるものであり、原則として取締役会決議で決定できる（会社法278条3項）。それにもかかわらず、ブルドックスソースが株主総会決議、しかも出席株主の議決権総数の3分の2以上の賛成を必要とする特別決議を求めることにしたのは、この新株予約権の内容がスティールに対する買収防衛策という性質を帯びるものだったためである。

すなわち、本件新株予約権は7月10日時点のすべての株主に対して保有株式1株につき3個割り当てられる。行使価額は1円であり、9月1日から9月30日までが行使可能期間とされる。わずか3円の払込みによって各株主の保有株式数が4倍に増加するわけである。但し、スティールとその関係者は、「非適格者」とされ、本件新株予約権を行使することができない。従って、スティールの保有株式数は変化せず、他のすべての株主が新株予約権を行使したとすると、持株比率が2.82%に低下することになる。しかも、会社は、

行使可能期間より前に非適格者以外の保有する新株予約権を取得し、その対価として3株の株式を交付することもできるものとされている<sup>1</sup>。つまり、株主が新株予約権を積極的に行使しないことで防衛策としての効果が弱まるという事態を避けるために、会社がスティール以外の株主に3株の株式を無償で割り当てるに等しい効果が生じるよう設計されているのである。

一方、スティールに割り当てられる新株予約権は、会社が1個396円（スティールによるTOB価格1,584円の4分の1）で取得することができるものとされる。会社の財務状態に何の変化もないまま株式数が4倍になれば、理論的には、株価は4分の1に下落する。スティールのTOB価格は市場価格に支配権プレミアムを上乗せしたものであり、この防衛策が実際に発動された後の株価が、TOB価格の4分の1を大幅に上回るということは考えにくい。従って、仮に会社がスティールに割り当てられた新株予約権を取得した場合、スティールがTOB開始前の保有割合を回復したいと考えるならば、会社から受領した資金を用いて市場で株式を買い付ければ良いのである<sup>2</sup>。

この新株予約権無償割当は、スティールによるTOBが7月5日より前に撤回された場合には実施されないものとされる<sup>3</sup>。

これに対してスティールは、6月13日、ブルドックソースの取締役に対する新株予約権無償割当の決議禁止と新株予約権の発行差し止めを求めて東京地裁に仮処分の申し立てを行った。更に、15日にはTOBの条件を変更し、買付価格を1,700円に引き上げるとともに、終了期間を6月28日から8月10日に改めた。その後、19日には、仮処分の申し立てのうち、新株予約権無償割当の決議禁止請求を取り下げた。一方、24日に開かれたブルドックソースの定時株主総会では、定款変更や新株予約権無償割当に関する会社提案が議決権総数の83.4%の支持を得て承認された。

このように、今回発動されたブルドックソースの買収防衛策は、スティールによる敵対的買収が開始された後に導入が決定されたものであり、いわゆる「有事」の防衛策の事例とすることができる。

<sup>1</sup> この場合、株式を交付された株主に新株予約権の会社への譲渡に伴う課税上の問題が生じるかどうかは不明確であったが、国税当局は、株主に対する課税を行わない方針を固めたと報じられている。『日本経済新聞』7月12日付け11面。

<sup>2</sup> なお、注1前掲『日本経済新聞』記事によれば、国税庁は、新株予約権の対価として現金が交付された場合には、譲渡益として課税する方針とされ、スティールが現金の交付を受ければ、課税される可能性がある。

<sup>3</sup> TOBは対象会社の破産など例外的な場合を除いては撤回できないものとされてきたが、2006年6月に成立した金融商品取引法による証券取引法の改正（2006年12月施行）では、買収防衛策が発動された場合等の撤回の余地が認められることになり、新株予約権の無償割当が決定された場合には撤回できるものとされている（証券取引法27条の11第1項、証取法施行令14条1項1号ワ）。

### III スティールの申立てを却下した東京地裁決定

#### 1. 地裁決定の概要

6月28日、東京地方裁判所民事第8部（鹿子木康裁判長）は、ブルドックスによる買収防衛策発動の差し止めを求めるスティールの申立てを却下する決定を行った。東京地裁は、概ね次のように述べた<sup>4</sup>。

- ① 「株主に無償で割り当てられた新株予約権について定められた差別的な行使条件又は取得条項のために、特定の株主が持株比率の低下という不利益を受けるとしても、少なくとも株主総会の特別決議に基づき当該新株予約権無償割当てが行われた場合であって、当該株主の有する株式の数に応じて適正な対価が交付され、株主としての経済的利益が平等に確保されているときには、当該新株予約権無償割当ては、」株主平等原則に反するとは言えない。
- ② 本件では、新株予約権を行使することができないスティールに交付される「1個当たり396円という対価は、本件新株予約権の価値に見合ったものということができ、スティールの「株主としての経済的利益は平等に確保されていると一応認められる」ので、本件新株予約権無償割当ては株主平等原則に反するものとは言えない。
- ③ 「企業の経営支配権の争いがある場合、現経営陣と敵対的買収者のいずれに経営を委ねるべきかの判断は株主によってなされるべきである。」従って、「特定の株主の持株比率を低下させ、現経営陣の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として取締役会が新株予約権の発行をした場合には、」「敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による経営支配権の取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情が」ない限り、不公正な発行として差止請求が認められるべきである<sup>5</sup>。
- ④ しかし、本件では、株主総会において、まず一定の場合の新株予約権無償割当を株主総会の権限とする定款変更を行った上で、株主総会の権限の行使として無償割当の決議がなされている。「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資本多数決によって決すべき事柄」であり、本件新株予約権無償割当がスティールによる経営支配権取得を防止することを目的としていても、「直ちに株主総会がその権限を濫用したものと認めること」はできない。
- ⑤ 本件新株予約権無償割当は、スティールによるTOBが行われている中で決議されたが、TOB制度は買付者に株式の買収について優先的な地位を保障しようとするもの

<sup>4</sup> 決定の全文は裁判所ホームページ (<http://www.courts.go.jp/>) の「最近の判例一覧」に掲載されている。

<sup>5</sup> これは、2005年のニッポン放送事件における差し止め仮処分決定など、経営支配権の争いをめぐる過去の決定の流れを踏まえたものである。これまでの裁判所の決定については、藤田友敬「ニッポン放送新株予約権発行差止事件の検討」『商事法務』No.1745、1746、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』下巻所収）参照。また、筆者の私見を述べたものとして「ニッポン放送をめぐる経営支配権争奪と資本市場法制」『資本市場クォーターリー』2005年春号がある。

ではないから、TOB に応じるか否かという形での株主の選択権行使の機会とは別に、株主総会における選択権行使を認めたとしても TOB 制度を定めた証券取引法の趣旨に反しない。また、TOB に応じなければ上場廃止となって売却の機会を喪失する恐れから、現経営陣を支持していても TOB にやむを得ず応じる株主も存在するはずであり、TOB の進行中に株主総会が株主全体の利益保護の観点から相当な対抗手段をとることは許容される。

- ⑥ 株主総会は「会社の最高意思決定機関であるから、特定の買取者による経営支配権の取得が企業価値を損なうおそれがあるという対抗手段の必要性の判断については、原則として株主総会に委ねられるべきであり、当該株主総会の判断が明らかに合理性を欠く場合に限って、対抗手段の必要性が否定される」。但し、その対抗手段は、「特定の買取者による経営支配権の取得を妨げるという目的に必要な範囲を超えて、当該買取者又はその他の株主の利益を損なうことは許されない」という相当性が求められる。
- ⑦ スティールが真に企業経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ株価をつり上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる目的で株式の買取を行うグリーンメーラーであると認める根拠はない。しかし、スティールが「経営権取得後の経営方針や投下資本の回収方針を明らかにしないという態度を根拠に対抗手段が必要とした株主総会の判断が明らかに合理性を欠くものとはいえない」。
- ⑧ ①で触れた通り本件新株予約権無償割当は、スティールに対して経済的な不利益を与えるものではない。また、スティールは TOB を撤回することで持株比率を維持することも可能である。他の株主に対しても不測の損害を与えるものでもなく、対抗手段として相当性を欠くということとはできない。
- ⑨ 本件新株予約権無償割当は差別的行使条件を付してはいるが、スティールの経済的利益を確保しており、敵対的買取に対する対抗手段として必要性、相当性を欠くものとは言えないので、本件総会の特別決議は「著しく不当な決議」（会社法 831 条 1 項 3 号）として取り消されるべきものとは言えない。また、多数決の濫用に当たり、無効または取り消されるべきものと言うこともできない。

## 2. 新株予約権無償割当への差止請求権の類推適用

なお、東京地裁は、今回の決定に当たって、スティールの申し立てに関する実質的な判断を行うのに先立ち、新株予約権の無償割当に対する差止め請求が認められるかどうかという会社法上の重要な論点について、初めての判断を示した。

会社法は、募集株式の発行や自己株式の処分、募集新株予約権の発行については、法令や定款に違反し、または著しく不公正な方法により行われる場合には差止めの対象となることを明文で規定している（210 条、247 条）。しかしながら、新株予約権無償割当については、そのような規定は設けられていない。こうした規定のあり方は、新株予約権無

償割当が、通常、株主の保有株式数に応じて平等に行われるものであり、株主が不利益を被るおそれが典型的に認められないことに鑑みれば、一定の合理性を有するものだと言うことができよう。もっとも、今回のブルドックスによる新株予約権無償割当の場合、非適格者であるスティールは、株主でありながら割り当てられた新株予約権を行使できないという差別的な行使条件が付されている。

そこで東京地裁は、会社法が新株予約権無償割当について差止請求権を規定しなかったのは、新株予約権無償割当が原則として既存株主に不利益を及ぼすものではないためであって、「既存株主の地位に実質的な変動を及ぼす場合にまで差止請求権を排除する趣旨であるとは解し難い」と判示し、本件のように、株主の地位に実質的な変動を及ぼすような新株予約権無償割当には会社法 247 条の規定が類推適用され、差し止めの申し立てが認められるという解釈を明確にした<sup>6</sup>。

## IV スティールの抗告を棄却した東京高裁決定

### 1. 高裁決定の概要

スティールは、上述の東京地裁決定を不服として東京高等裁判所への即時抗告を行った。7月9日、東京高等裁判所第15民事部（藤村啓裁判長）は、スティールの申立てを却下した東京地裁決定を支持し、スティールの抗告を棄却する決定を行った。高裁決定は、ブルドックスによる買収防衛の必要性和相当性を検討するという大筋においては地裁決定の同様の論理を展開しながらスティール側の主張を退けたが、地裁とは異なり、スティールに関して「本件については濫用的買収者であると認めるのが相当というべきである」と断じた点が注目される。

東京高裁は、概ね次のように述べた<sup>7</sup>。

- ① 「いわゆる濫用的買収者が、株式を買い占め、多数派株主として自己の利益のみを目的として濫用的な会社運営を行うないし支配することは会社の健全な運営などという観点を欠く」。このため、当該会社の「企業価値を損ない、ひいては株主共同の利益を害することにつながる」。こうした濫用的買収者は、株主として、差別的な取扱いを受けることがあってもやむを得ない。
- ② スティールは、「投資ファンドという組織の性格上、当然に顧客利益優先の受託者責任を負い、成功報酬の動機付けに支えられ、それを最優先にして行動する法人であり、買収対象企業についても、対象企業の経営には特に関心を示したり、関与したりすることもなく、当該会社の株式を取得後、経営陣による買収を求める一方で突然株式の

<sup>6</sup> 株式併合や株式分割についても同様の論点があり得るが、東京地裁は、日本技術開発事件決定（東京地決平成17年7月29日、判時1909号87頁）において、株式分割について、株主の地位に実質的な変動を及ぼすものとは認められず、差止請求権に関する規定の類推適用はできないと判示している。

<sup>7</sup> 『日本経済新聞』7月10日付け13面掲載の高裁決定要旨による。

公開買付けの手続に出るなど、様々な策を弄して、専ら短中期的に対象会社の株式を対象会社自身や第三者に転売することで売却益を獲得しようとし、最終的には対象会社の資産処分まで視野に入れてひたすら自らの利益を追求しようとする存在といわざるを得ない。」また、スティールは、「本来協働し合うべき企業の経営面を考慮せず、いたずらに相手方に不安を与えている。」

- ③ こうした事情を踏まえるならば、スティールによる TOB は、「企業価値ひいては株主共同の利益を毀損するものとして信義誠実の原則に抵触する不当なもの」であり、スティールは「本件については濫用的買収者であると認めるのが相当というべきである。」
- ④ ブルドックスソースによる新株無償割当は、「やむを得ない手段であり、手続的な観点からも少なくとも株主総会の特別決議を経て導入されたものである」ことに加え、スティールに対して「過度の財産的損害を与えるものとはいえない」。また、スティール以外の株主に対しても、「本件新株予約権無償割当てを違法とするような不利益を与えるものとはいえない」。従って、ブルドックスソースによる買収防衛策は、相当性を欠くものではない。

## 2. 地裁決定との比較

東京高裁の決定は、ブルドックスソースによる差別的行使条件を付した新株予約権無償割当を容認するという結論は、先の東京地裁の決定と同じだが、その論理構成には、次のような点で重要な相違がある。

### 1) 株主平等原則との関係をめぐって

買収防衛策は、株主である敵対的買収者に対して、他の株主が被ることのない不利益を与えようとするものである。株主は平等に取り扱われるべきという株主平等原則に照らせば、問題があるように感じられる。従って、個々の買収防衛策が正当化されるためには、当該防衛策が株主平等原則に反するものではないかが大きな焦点となる。今回の地裁と高裁の決定は、いずれもブルドックスソースの買収防衛策が株主平等原則に反するものではないと結論づけたが、その論拠は、大きく異なっている。

すなわち、高裁決定は、今回の買収防衛策が株主平等原則に反するものではないことを根拠づける上で、いわゆる濫用的買収者は差別的な取扱いを受けてもやむを得ないという考え方を示した。これに対して地裁決定は、新株予約権を行使することができないスティールに対しては適正な対価が交付され、株主としての経済的利益は平等に確保されていることを理由として、株主平等原則に反するものではないとした。

この違いは、スティールに対して交付される対価の評価にも表れている。高裁決定は、スティールに対して交付される対価（新株予約権 1 個当たり 396 円）については、「過度にないしは不合理に…財産的損害を与えるものでないことは明らか」としながら

らも、「この価格より低額であったとしても買収策としての相当性を欠くものではないとの評価も考えられる」と述べた。これに対して地裁は、396 円がプレミアムを加味した適正なものであることを強調している。

## 2) 株主の意思か濫用的買収者か

地裁決定は、企業の経営支配権の争いがある場合に、現経営陣と敵対的買収者のいずれに経営を委ねるべきかの判断は、株主によってなされるべきという原則を強調し、本件において株主総会の特別決議による防衛策の承認がなされたことの意義を重視した。

2005 年のニッポン放送事件では、東京地裁（東京地決平成 17 年 3 月 11 日、商事法務 1726 号 47 頁、および東京地決平成 17 年 3 月 16 日、商事法務 1726 号 59 頁）、東京高裁（東京高決平成 17 年 3 月 23 日、商事法務 1728 号 41 頁）ともに、敵対的買収者の持株比率を低下させ、現経営陣の支配権を維持することを主要な目的としてなされる新株予約権の発行は原則として違法であると判示し、とりわけ高裁の保全抗告決定では、例外的に、経営支配権の維持を主要な目的とする発行が許される場合として、敵対的買収者がいわゆるグリーンメーラーや焦土化経営を図る者である場合など、四つのケースを例示した。

今回の地裁決定は、ニッポン放送事件において例外が許容される範囲が狭くなったのは、株主総会ではなく取締役会が防衛策の発動を決定したからだとし、株主総会の判断が明らかに合理性を欠く場合を除き、対抗手段の必要性については総会の判断が尊重されるべきだとしたのである。

これに対して高裁決定は、上述のように、差別的な行使条件を付した新株予約権の無償割当が株主平等原則に反しないのは、差別される者が濫用的買収者である場合だという考え方に立っているため、今回の防衛策の必要性が正当化されるのは、買収者であるスティールが濫用的買収者だからだとした。

各種新聞紙上での識者によるコメント等では、今回の高裁決定がスティールを濫用的買収者と断じたことを「踏み込みすぎ」とし、投資ファンドの日本市場への投資に悪影響を及ぼしかねないなどと評する向きもみられたが、地裁決定と比較すると、むしろ、高裁決定は、スティールの属性について踏み込んだ判断をすることで、買収防衛策の濫用に歯止めをかけることになっているとみるべきではなからうか。

つまり、地裁決定の考え方に従えば、株主総会の判断が「明らかに合理性を欠く」とされない限り、買収者の属性にかかわらず、買収防衛策を発動できることになりかねない<sup>8</sup>。これに対して高裁決定は、買収者であるスティールが濫用的買収者であることを防衛策発動の正当化根拠としており、逆に言えば、濫用的買収者でない者に対しては、たとえ株主総会の決議を得たとしても、防衛策を発動することが認められる

<sup>8</sup> もちろん、買収者の属性は、株主総会の判断が「明らかに合理性を欠く」ものであるかどうかを判断する重要な要素の一つとなるであろうから、どのような買収者でも必ず撃退できるというわけではないだろう。



とは限らないとの考え方に立っているように思われるのである。

### 3) 異なる哲学

この両者の違いは、それぞれの拠って立つところ、いわば哲学の違いとも言うべきものに由来しているように思われる。あえて大胆に図式化してしまえば、地裁決定が株主主権を重視する考え方に立っているのに対し、高裁決定は、株主以外のステークホルダーへの配慮を重視する考え方に立っていると言うことができる。

このことは高裁決定が、濫用的買収者に対する差別的取扱いを容認する見方を示す前段で述べている一般論に強く表れている。ここで高裁は、企業は「従業員、取引先など多種多様な利害関係人（ステークホルダー）との不可分な関係を視野に入れた上で企業価値を高めていくべきものであり、企業価値について、専ら株主利益のみを考慮すれば足りるという考え方には限界があり採用することができない」と述べたのである。そして、この考え方が、専ら自らの株主利益のみを考える者を濫用的買収者として排除する論理へとつながっているのである。

この二つの哲学のいずれが妥当であるかを判断するのは難しい。株式会社の所有者である株主が、経営支配権の帰属を決定すべきという地裁の考え方の方が、論理的にははっきりしているようにも感じられるが、上述のように、買収者の属性にかかわらず多数派株主が気に入らない買収者を排除することを容認することにつながりかねないという問題がある。とりわけ日本の株式市場では、上場企業が安定株主を確保しようとする傾向が強く、株式持ち合いの復活も囁かれるなど、株主総会が現経営陣に対して過度に好意的になりやすい土壌があるようにも思われる。こうした状況下では、一見すると情緒的ともいえる高裁の考え方の方が、濫用的でない買収者を多数派株主が排除しようとするに対する歯止めとしての役割を果たすのではないかと考えられるのである。

もっとも、高裁の考え方を過度に強調すると、株主と従業員や地域社会との利害対立が先鋭化した場合にも、株主の利益を優先してはならないといった結論が導き出されかねないという懸念もある。企業が営利を目的とし、株主に所有されているという大原則を逸脱するような法解釈につながるのであれば、高裁のような考え方が株式市場の健全な機能の発揮を妨げるおそれもないとは言えないだろう。

## 3. スティールはなぜ濫用的買収者なのか

高裁決定の大きな特色は、スティールを濫用的買収者と断じた点にある。これまで、持株比率を引き下げることが目的とした防衛策の対象となり得る買収者の類型は、ニッポン放送事件東京高裁決定に示された四つの類型だと考えられてきたが、今回の高裁決定は、この点について新たな考え方を示している。

すなわち、ニッポン放送事件で東京高裁は、敵対的買収者が、①真に会社経営に参加す

る意思がなく、高値で会社関係者に株式を引き取らせようとするグリーンメーラーである場合、②経営を一時的に支配して知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先等を自らの側に委譲させる焦土化経営を行おうとしている場合、③経営を支配して会社資産を自ら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経営を一時的に支配して資産の処分を行い、一時的な高配当を行わせたり高値で株式を売り抜けたりすることを狙いとしている場合、など会社を食い物にしようとしている場合には、敵対的買収者は株主として保護するに値せず、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ので、対抗手段としての必要性や相当性があれば、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等の防衛策の発動が許容されると判示した。

今回のブルドックス事件でも、東京地裁は、スティールがブルドックスの関係者に株式の高値での引き取りを求めた事実はないのでグリーンメーラーであると認めるには足りないと判示したが、これは上述の四つの類型を念頭に置いたものであろう<sup>9</sup>。

これに対して、今回の高裁決定では、上述のように、投資ファンドであるスティールが買収対象企業の経営に関心を示したり関与したりせず、様々な策を弄してもつばら短中期的な売却益の獲得を図り、対象会社の資産処分も視野に入れて自らの利益のみを追求しようとしていることから、濫用的買収者にあたることを判示している。これまで、ニッポン放送事件で示された四つの類型をめぐっては、濫用的買収者とされるべきものがそこに示されたものに尽きるのかどうかなど、様々な議論があったが、高裁が、自ら四類型に厳密に該当しない場合であっても、濫用的買収者とされることがあり得ることを明確に示したことは注目に値する。

なお、高裁決定は、スティールの属性を検討する上で、スティールが投資ファンドであり顧客利益優先の受託責任を負うといった事情に言及しているが、必ずしも、それらだけをスティールを濫用的買収者と断定する根拠とはしていない。

実際、日本の裁判所は、投資ファンドをすべて濫用的買収者と断じるような杓子定規な考え方は決してとってはいない。それほど大きな注目を集めていないようだが、ブルドックス事件の地裁決定が出される直前の6月25日、さいたま地方裁判所は、韓国の投資ファンドであるエムアンドエフシーが申し立てた日本精密（ジャスダック取引所上場）による新株の第三者割当に対する差し止め仮処分を認める決定を下している。たとい相手が投資ファンドであっても、現経営陣の保身を目的とするような不公正な新株・新株予約権の発行は認められないというのが、日本の裁判所の基本的な（そして妥当な）考え方だとみるべきであろう。

<sup>9</sup> スティールをめぐっては、経済産業事務次官が、「過去の行動から見れば、グリーンメーラーと疑われても仕方がない」（6月14日の記者会見）と発言するなど、グリーンメーラーに該当するのではないかとの見方が根強かった。

## V いくつかの検討課題

今回の二つの決定は、「有事」における買収防衛策の発動がどのような場合に許容されるかを考える上で重要な先例となるものと思われる。二つの決定を踏まえつつ、今後許容される買収防衛策のあり方について、若干の検討を加えてみたい。

### 1. 特別決議は必須か？

本件では、ブルドックソースが、まず特別決議の承認による定款変更を行って差別的な行使条件の付された新株予約権無償割当に関する事項の決定を株主総会の特別決議によることとしたため、防衛策の発動が特別決議によってなされることになった。

しかし、例えば、既に定款で、差別的な行使条件の付された新株予約権無償割当に関する事項の決定を株主総会の普通決議によるという定めが行われていた場合、あるいは、そうした定款変更を特別決議によって行い、その後、普通決議をもって防衛策の発動を承認したといった場合には、裁判所の判断は大きく異なるものとなるのだろうか。

もちろん、この点についての裁判所の見解は今回の決定からは明らかではない。しかし、現金合併による少数株主の締め出しも、経済的な利益が確保されている限り特別決議で可能である。一方、既存株主の経済的利益を明らかに損なう株式や新株予約権の有利発行も特別決議による承認の下で可能とされている。それらとの比較から言えば、本件のような新株予約権無償割当の場合、敵対的買収者は、①持株比率の低下という不利益を被るが、その回復に必要な金銭の交付を受けることができ、経済的利益を損なわれることはない、②合併による締め出しのように株主としての地位を失うわけではない、ものであり、定款に所要の定めがあれば、特別決議は必須というわけでもないように思われる。

他方、既存株主の経済的利益を損なういわゆる有利発行が特別決議によれば可能であることを考えれば、今回の防衛策とは異なり、敵対的買収者に対して金銭を交付せず、経済的利益を損なわせるような防衛策であっても、特別決議によれば発動可能と考える余地もあるのではなからうか。高裁決定が、スティールに交付される対価の妥当性についてわざわざ言及したことも、こうした考え方がそれほど間違っていないことをうかがわせる。

もっとも、有利発行の場合、株式や新株予約権を引き受ける者以外のすべての株主の経済的利益が損なわれるので、利益を失う者自身が賛成しているという事実が、特別決議による承認の正統性を担保しているとみることができるのに対し、今回のような防衛策の場合、決議に賛成する株主は自らの経済的利益を損なわれることがない。この点を重視するならば、敵対的買収者に経済的損害を与えるような防衛策は、株主総会決議による承認を得ても、容認される余地が少ないということになる。

実際、裁判所が、特別決議さえ得れば少数株主の権利を恣意的に制限してよいと言っているわけではないことには注意が必要である。地裁決定では、スティールが経営権取得後の経営方針を具体的に示さず、投下資本の回収方針も明らかにしなかったため、ブルドッ

クソースの企業価値が毀損されるのではないかという疑念を株主に抱かせたことや株主構成が分散的で特定の大株主の意向によって株主総会における特別決議の成否が左右されるような状況になかったといった事情が考慮され、株主総会の判断が明らかに合理性を欠くとは言えないと結論づけられた。他方、高裁決定では、スティールが濫用的買収者であることが、特別決議による買収防衛策正当化の前提とされた。

このことを踏まえれば、地裁決定の考え方に立つとしても、同業他社やその他の事業会社が敵対的買収者として現れ、一定の合理性のある事業計画を提示しているといった状況下で、関連会社や取引銀行といった大口の友好株主が結託して敵対的買収者の持株比率を引き下げようとするといった場合には、たとえ株主総会の決議を得たとしても、防衛策の発動が差し止められる可能性は十分にあるだろう。また、高裁決定の考え方に立てば、そのような場合には、濫用的買収者に当たらないとして、やはり防衛策の発動が差し止められることになるのではないだろうか。

## 2. TOB 進行中の防衛策は問題か？

敵対的買収に対する防衛策の最大の問題は、敵対的買収が成功した場合には経営陣の交代が大いに予想されるため、防衛策が現経営陣の保身に使われるおそれ大きいという点にある。それだけに、取締役会限りの決定と株主総会による決定とで、防衛策が容認される範囲に大きな違いがあることを明らかにした今回の決定は、きわめて妥当なものであると言うことができよう。

もっとも、今回のブルドックソースのケースをめぐっては、スティールによる TOB が進行中であり、株主総会の特別決議による支持を得られるほどスティールによる株式取得が歓迎されていないのであれば、TOB が成立する余地はないのだから、TOB の成否を見極めることで株主の意思を問えば良かったのではないかとの批判もある<sup>10</sup>。株主総会で議決権を行使する株主が、3月31日を基準日として定められるため、スティールによる TOB 開始後の株主構成の変化が反映されないという点を疑問視する向きもあった<sup>11</sup>。

しかし、TOB は真の意味で株主総会に代わって株主の合理的な意思を表明する機会にはなり得ない。TOB の成否が明らかでない状況下では、少数株主として取り残されることを恐れる株主は、TOB の条件や買付者の属性などが好ましくないと考える場合でも、TOB に応じてしまう可能性がある。TOB には、そうした強圧性が内在されており、その結果、非効率な買収が成功する可能性も排除できないと指摘されている<sup>12</sup>。従って、今回、TOB の進行中にあえて株主総会の意思を問うたことには合理性があり、東京地裁決定も、この点を認めている。

また、本件の株主総会は定時総会であり、基準日も予め定められた通りであった。経営

<sup>10</sup> 例えば、『日本経済新聞』6月25日付9面の野村修也中央大学教授のコメント参照。

<sup>11</sup> 『日本経済新聞』6月14日付17面「大機小機」（腹鼓署名）参照。

<sup>12</sup> 田中亘「敵対的買収に対する防衛策についての覚え書き」（武井一浩・中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』Ⅱ、商事法務、2006年）251～255頁。

陣が多数派工作のために友好的な株主に第三者割当を行ったり、当該株主に議決権を行使させるために恣意的に基準日を変更したりするといった状況ではなかった。この点でも、今回のブルドックスソースの手続きの進め方には問題はなかったとみるべきであろう。

## VI おわりに

敵対的買収が行われる企業支配権市場（market for corporate control）が確立されることで、経営者のモラル・ハザードが防止され、上場企業の経営の効率性が高まる。敵対的買収は、それ自体、決して否定されるべきものではない。しかし、今回のブルドックスソースの場合のように、敵対的買収者が自らの権利を濫用しようとしており、株主が株主総会を通じて敵対的買収者を受け入れないという意思を明確に表明した場合には、その意思が尊重されるべきであろう。

ブルドックスソースの防衛策が法的に容認されたのは、決して、ブルドックスソースの現経営陣の手腕が高く評価されたからでも、スティールによる経営支配権の取得が間違いなく企業価値を毀損するからでもない。将来の方針を明らかにせず、何を考えているのか分からないスティールを株主が拒否したからに過ぎない。もちろん、その株主の判断が企業の長期的な成長という観点から正しかったかどうかは、現時点では誰にも分からない。企業経営者は、今回の東京地裁と東京高裁の決定が、一定の金を払ったり相手に濫用的買収者というレッテルを貼ったりしさえすれば、敵対的買収者はいつでも撃退できることを明らかにしたなどとは間違っても受け止めることなく、一層の企業価値の向上に邁進してもらいたいものである。