

ブルドックソース事件 (最高裁平成19年8月7日第二小法廷決定)

弁護士 坂田 均

事実の概要

Aは、米国デラウェア州の有限責任会社であり、原告人は、Aの全ての持分を有する英領ケイマン諸島の投資ファンドである。相手方は、ソースその他の調味料の製造販売会社で、東証2部に上場している。今回、Aは相手方に公開買付したことから、相手方が、対抗策として、Aらを不適者として排除したうえで、新株予約権無償割当てを実施したことから、これに関わる株主総会決議の有効性が問題になった。敵対的公開買付に関する最高裁判所の判断として注目される。

今回の公開買付に関わる事実の経緯は次のようなものである。

- 5月18日 Aは公開買付の公告及び公開買付開始届出書の関東財務局長に提出した。
- 5月25日 相手方は、意見表明報告書を関東財務局長に提出した。
- 6月 1日 Aは、回答報告書を関東財務局長に提出した。
- 6月 7日 相手方は、取締役会で公開買付反対決議し、次の対応策を決議した。①一定の新株予約権無償割当てに関する事項を株主総会の特別決議事項とすること等を内容とする定款変更議案(以下、本件定款変更議案)、及び②これが可決されることを条件として、新株予約権無償割当てを行うことを内容とする議案(以下、本件議案)を、6月24日に開催予定の定時株主総会に付議すること。

この議案のうち新株予約権無償割当てに関する部分は、「相手方は、その企業価値及び株主の共同の利益の確保・向上のためにされる、新株予約権者のうち一定の者はその行使又は取得に当たり他の新株予約権者とは異なる取扱いを受ける旨の条件を付した新株予約権無償割当てに関する事項については、取締役会の決議によるほか、株主総会の決議又は株主総会の決議による委任に基づく取締役会の決議により決定する。この株主総会の決議は特別決議をもって

行う。」というものであった。

6月24日 本件定款変更議案及び本件議案は、いずれも出席株主の議決権の約88.7%、議決権総数の約83.4%の賛成により可決された。

この決議をもって可決された本件新株予約権無償割当ての概要は、次のとおりである。

- ア 新株予約権無償割当ての方法により、基準日である7月10日の最終の株主名簿及び実質株主名簿に記載又は記録された株主に対し、その有する相手方株式1株につき3個の割合で本件新株予約権を割り当てる。
- イ 本件新株予約権無償割当てが効力を生ずる日は、7月11日とする。
- ウ 本件新株予約権1個の行使により相手方が交付する普通株式の数(割当株式数)は、1株とする。
- エ 本件新株予約権の行使により相手方が普通株式を交付する場合における払込金額は、株式1株当たり1円とする。
- オ 本件新株予約権の行使可能期間は、9月1日から同月30日までとする。
- カ 原告人及びAを含む原告人の関係者(以下、併せて「原告人関係者」という。)は、非適格者として本件新株予約権を行使することができない(以下「本件行使条件」という。)
- キ ①相手方は、その取締役会が定める日(行使可能期間の初日より前の日)をもって、原告人関係者の有するものを除く本件新株予約権を取得し、その対価として、本件新株予約権1個につき当該取得日時点における割当株式数の普通株式を交付することができる。また、②相手方は、その取締役会が定める日(行使可能期間の初日より前の日)をもって、原告人関係者の有する本件新株予約権を取得し、その対価として、本件新株予約権1個につき396円を交付することができる(以下、これらの条項を「本件取得条項」という。)。なお、上記金額は、本件公開買付けにおける当初の買付価格の4分の1に相当するものである。
- ク 譲渡による本件新株予約権の取得については、相手方取締役会の承認を要する。
- 6月24日 相手方取締役会は、本件新株予約権無償割当ての要領を決議するとともに、税務当局に対する確認の結果、原告人関係者に

何らの負担・義務を課することなく1個につき396円の支払いと引き換えに譲り受ける旨を決議した(以下、本件支払決議)。なお、この額は公開買付価格1584円の四分の一である(希釈化の割合)。

平成19年6月13日、抗告人は、本件新株予約権無償割当てには法247条の規定が適用又は類推適用されるが、これは株主平等の原則に反して法令及び定款に違反し、かつ、著しく不公正方法によるものであるなどと主張して、本件仮処分命令の申立をした。

これに対して、原審は、同年7月9日、本件新株予約権無償割当てが相手方の企業価値の毀損を防止するために必要かつ相当で合理的なものであり、また、抗告人関係者がいわゆる濫用的買収者であることを考慮すると、これは株主平等の原則に反して法令等に違反するものではなく、著しく不公正な方法によるものともいえないとして、抗告を棄却した。

判 旨

1. 法109条1項に定める株主平等の原則について

(1) 株主を差別的に取り扱うことの当否について

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になるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在しなかったり、虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである。

(2) 経営方針及び投資回収方針を明示していない点について

本件総会において、本件議案は、議決権総数の約83.4%の賛成を得て可決されたのであるから、抗告人関係者以外のほとんどの既存株主が、抗告人による経営支配権の取得が相手方の企業価値を毀損し、相手方の利益ひいては株主の共同の利益を害することになると判断したものであることができる。そして、本件総会の手続に適正を欠く点があったとはいえず、また、上記判断は、抗告人関係者において、発行済株式のすべてを取得することを目的としているにもかかわらず、相手方の経営を行う予定はないとして経営支配権取得後の経営方針を明示せず、投下資本の回収方針についても明らかにしなかったことなどによるものであることがうかがわれるのであるから、当該判断に、その正当性を失わせるような重大な瑕疵は認められない。

(3) 公平の理念及び相当性の判断基準

次に、本件総会における株主の判断を前提にして、本件新株予約権無償割当てが衡平の理念に反し、相当性を欠くものであるか否かを検討する。

抗告人関係者は、本件新株予約権に本件行使条件及び本件取得条項が付されていることにより、当該予約権を行使することも、取得の対価として株式の交付を受けることもできず、その持株比率が大幅に低下することにはなる。しかし、本件新株予約権無償割当ては、抗告人関係者も意見を述べる機会のあった本件総会における議論を経て、抗告人関係者以外のほとんどの既存株主が、抗告人による経営支配権の取得に伴う相手方の企業価値の毀損を防ぐために必要な措置として是認したものである。さらに、抗告人関係者は、本件取得条項に基づき抗告人関係者の有する本件新株予約権の取得が実行されることにより、その対価として金員の交付を受けることができ、また、これが実行されない場合においても、相手方取締役会の本件支払決議によれば、抗告人関係者は、その有する本件新株予約権の譲渡を相手方に申し入れることにより、対価として金員の支払を受けられることになるところ、上記対価は、抗告人関係者が自ら決定した本件公開買付けの買付価格に基づき算定されたもので、本件新株予約権の価値に見合

うものということができる。これらの事実にかんがみると、原告人関係者が受ける上記の影響を考慮しても、本件新株予約権無償割当てが、衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められない。

2. 対応策について事前の定めがないこと一著しく不公正な方法について

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、原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毀損を防ぎ、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、原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はいえない。

また、株主に割り当てられる新株予約権の内容に差別のある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ことも、これまで説示したところにより明らかである。

判例分析

1. 本件事案の特徴としては、まず、第一に、公開買付けが実施された後に対応策が立てられた事案であること、第二に、相手方が発行する新株予約権に会社が強制的に取得できる旨の取得条項が付されていたこと(法236条1項7号)、第三に、不適格者に対する新株予約権取得の対価としては、希釈化の割合に応じて、公開買付け価格の四分の一を提供していたこと、第四に、原告人には買収後の経営計画や投資回収の具体案がなかったこと、を挙げることができる。
2. このような状況で、本判決は、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はないとすることを明らかにした。

3. 企業価値が害されるような場合には、差別的取扱いも許されるということであるが、この企業価値が害されているかどうかの判断は、最終的に会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるとした。

本判決では、議決総数の約83.4%という圧倒的多数で可決されたことを重視している。株主総会における判断の正当性を量の視点から理由づけたものといえる。

この点に、関連して、新株予約権等の発行差し止めを回避するための方策として、「**企業価値・株主共同の利益確保又は向上のための買収防衛策に関する指針**」(2005年5月27日経済産業省、法務省)は、株主総会による決議の有用性を強調している。即ち、株主総会の決議に基づいて、買収防衛策として新株予約権等を発行するときは、通常、①株主共同の利益を確保し、向上させるものであることが推認され、②株主の意思に依拠し、かつ、③取締役会の権限濫用のおそれのない必要かつ相当な方法によるものと推認されると考えられるので、公正な発行とされる可能性が高いとしている。本判決は、指針の株主意思の尊重の考え方に沿うものである。

4. 本件で、原告人は、回答報告書にも、本件株主総会においても、経営支配権を取得した後の経営方針を明示せず、投下資本の回収方針についても明らかにしていなかった。公開買付けによって企業価値が高められるとの反論がなされなかった特殊な事案である。原審では、このような原告人を濫用的買収者であるとしている。

裁判所は、著しく不公正な方法株主総会における判断の正当性もしくは瑕疵の存否を検討するに当たりこの事実を重視した。

5. 対応策が事前に定められていなかったことについては、①株主総会で必要であると判断されたこと、②緊急の事態に対処する措置であって、経済的価値に見合う対価が支払われること、③専ら経営権維持を目的としたものではないことを理由に、著しく不公正な方法にはならないとした。

事後的な差別的取扱いによって、原告人は支配権の希釈化という予測困難な損失を被っているが、株主総会が必要と判断し、経済的損失が補填

されていれば是認しうるということである。なお、希釈化した経済的損失に見合う対価の支払について、前掲「指針」は、著しく不公正な方法による発行とされないためには、「発行時に過度に株主に財産的損害を生じさせないこと」が、必要性・相当性確保の原則から求められるとしている。

6. 現経営者やこれを指示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ついては、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なることを確認している。この点、記憶に新しいニッポン放送事件(平成17年3月23日東京高裁保全抗告棄却決定 判時1899-56)で、裁判所は、新株予約券発行は現経営陣による支配維持を主目的としており、債権者による支配権の獲得が、債務者の企業価値を著しく毀損することは明らかでないとして新株予約権の発行差止めを認めている。

7. ユノカル事件判決 (Unocal Corporation v. MESA PETROLEUM CO, 493 A. 2d 946 June 10, 1985) (MESAの2段階TOBに対して(第1段階は1株\$54、第2段階はジャンクボンド)、防衛策として、UnocalはMESAを排除して、49%の株主に対して1株当たり\$72の差別的Exchange Offerを取締役会で決議し実行した。)は、敵対的TOBに対する防衛策の適法性の要件を明らかにした重要な判決である。

今回の最高裁の判断と比較し、その影響を見てみたい。

ユノカル判決で、裁判所は、次のとおり判示している。

まず、第一に、買収(takeover)に関しても、経営判断の原則が適用されること。

その結果、防衛策がInformed basis, Good Faith, Best interests of the companyであること等が「推定(presumption)」される。

第二に、取締役らは、①会社政策に対する危険性(a danger to corporate policy)と②防衛策に効果があること(effectiveness)を証明しなければならない：

The directors are of necessity confronted with a conflict of interest, and an objective decision is difficult. In the face of this inherent conflict directors must show that they had reasonable grounds for believing that a danger to corporate

policy and effectiveness existed because of another person's stock ownership.

①の要件との関係では、選択的株式買戻策(a selective stock repurchase)については、取締役らの支配権を持続させることが唯一もしくは主要な目的であってはならないとされています。

②の要件は、防衛策がTOBで課せられた脅威(threat)との関係で、「合理的」なものでなければならないとするものです。

If a defensive measure is to come within the ambit of the business judgment rule, it must be reasonable in relation to the threat posed.

なお、TOBが強制的(coercive)なものであるかは、取締役らが合理的に検討すべき要素であるとしている：

While not a controlling factor, it also seems to us that a board may reasonably consider the basic stockholder interests at stake, including those of short term speculators, whose actions may have fueled the coercive aspect of the offer at the expense of the long term investor. Here, the threat posed was viewed by Unocal board as a grossly inadequate two-tier coercive tender offer coupled with the threat of greenmail.

そして、次のように結論づけた：

Thus, the board's decision to offer what it determined to be the fair value of the corporation to the 49% of its shareholders, who would otherwise be forced to accept highly subordinated "junk bonds", is reasonable and consistent with the directors' duty to ensure that the minority stockholders receive equal value for their shares.

最高裁の判断基準と比較すると、第一に、経営判断の原則が適用される場面ではなかったが、株主総会の判断について、議決権総数の約83.4%の賛成を得て可決されたものであるから、その判断が尊重されるべきだとした。

第二に、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公平の理念に反しないとしているが、上記「危険」の要件にも相当するものである。

第三に、防衛策としてとられた措置の「合理性」は、「著しく不公正な方法」の要件について、緊急の事態に対処するためのものであること、そして、抗告人関係者に対してはその新株予約権の価値に見合う対価が支払われていることが考慮要素としてあげられている。

第四に、TOBの「強制的」要素については、最高裁では、控訴審と異なり、抗告人が濫用的買収者であるとはしていないが、発行済株式のすべてを取得することを目的としているにもかかわらず、相手方の経営を行う予定はないとして経営支配権取得後の経営方針を明示せず、投下資本の回収方針についても明らかにしなかったことを重視している。

8. 結語

以上みてきたように、無理なあてはめは禁物であるが、最高裁は、「企業価値・株主共同の利益確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」、及びUnocal 事件判決を意識しながら、それに相応する要件論を展開したといえるのではないか。

以 上
