

ヤフー株式会社からの社長退陣要求に関する一連の件に関する法律意見書取得のお知らせ

ヤフー株式会社からの社長退陣要求に関する一連の件に関しまして、早稲田大学名誉教授 法学博士 上村達男氏より別添のとおり「意見書」を取得しておりますので、お知らせいたします。なお、要旨は以下のとおりであります。

上村達男名誉教授の意見書のポイント

1. 総論

日本では一般に株式を多数有していれば資本の論理により、社長の不再任は免れがたいという思い込みがあるようだが、資本の論理とは出資に対応する財産権の問題であり、株式については利益配当請求権ないしキャピタルゲインの帰属のような問題にはそのまま妥当する。しかし、議決権は企業のあり方や企業社会のあり方を左右するいわば企業社会におけるデモクラシー関与権であり、株主がそうした権利を行使するに相応しいとされてきたのは、欧州では株主とは個人や市民であるという強い規範意識の存在を理由とする。アメリカは日本と同じかという、支配株主の忠実義務を始めとする責任論が権利行使と一体である（支配株主は会社ないし少数株主に対する忠実義務を負う）。株式を多数有していれば無条件に責任なき支配が貫徹されるわけではない。

2. プラス株式会社社長及びヤフー株式会社から派遣された当社常勤取締役及び非常勤取締役の任務懈怠責任

- 取締役の責務とは、第一義的に法令・定款の遵守であり、会社の事業目的を遂行するために尽くすべき義務を負う。（－[1～2 頁]）
- 本件におけるプラス株式会社（「P 社」という。）の社長である当社社外取締役、並びにヤフー株式会社（「Y 社」という。）から派遣された当社常勤取締役及び非常勤取締役の言動はいずれも、当社取締役としての注意義務を怠った（過失がある）という次元ではなく、Y 社（ひいては P 社）の立場に立って当社を害する意図、すなわち悪意に基づく言動といえる。彼らは当社取締役として、当社に敵対的な対応をとったのであるから、当社に生じた損害について、損害賠償責任を負う。（－4[4～5 頁]）

3. ガバナンス・システムの信任を受けた当社社長の再任拒否という Y 社の行動は、グローバル・スタンダード及び経産省の実務指針を無視するものであること

- 公開性の株式会社において、経営権の正当性の根拠はガバナンス・システムの権威にあ

り、厳格なガバナンス・システムが全体として経営者を信認しているという事実こそが経営権の正当性の根拠である。(二〔5 頁〕)

- ①社外取締役、社外監査役の構成、②指名・報酬委員会の設置及び機能、③独立役員会の設置及び機能、④Y 社との業務・資本提携契約上の独立性担保のための各種手当て等に照らし、当社のガバナンス・システムは他の模範たりうる程に高度な内容を工夫・蓄積している。本件における Y 社(及び P 社)の主張が認められるようなことがあると、日本の企業社会全体にとっての一大痛恨事となる。(二2〔7～9 頁〕)
- Y 社社長及び P 社社長は、支配株主には何らかの責任が伴うとのグローバル・スタンダードに照らして、本来通用するはずのない言動を行っている。(二4〔11 頁〕)
- 近時、経産省が公表した「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」に照らしても、当社の経営者の指名は、当社のガバナンス・システムに則り、Y 社から独立の立場で検討すべき問題である。(二5〔11～12 頁〕)

4. Y 社及び P 社は濫用的買収者に準ずる者であること

- 買収者は自分が経営を担えば会社の目的・ミッションがより良く実現されるとの筋道を具体的に説明しなければならず、それができないのであれば現経営陣がそのまま信認されるべきである。(四1〔14 頁〕)
- 本件の Y 社および P 社等の言動を評価すると、ガバナンス・システムの意義の完全な無視、当社が上場会社であることから要請される自律性・独立性の意義に対する完全な無理解、Y 社の提案が実現することで当社の経営目的・ミッションが現状以上によりよく実現することの具体的な主張の欠如等々を認めることができ、これを総合すると、彼らは企業買収ルールにおける濫用的買収者に準ずる者と評価でき、全体として株主権の濫用行為が目前に迫っている状況である。(四3〔16 頁〕)

5. Y 社による一連の行為は業務・資本提携契約に違反すること

- 本契約は、当社と Y 社がイコールパートナーシップの精神の下で事業を継続し、それぞれが独立した上場会社として事業運営の独立性を担保し、かつ Y 社は、LOHACO は、当社が B to B 事業で培った独自性を有するビジネスモデルを進化させた事業であり、当該事業の維持・発展のために、A 社及び LOHACO の独立性が最大限尊重されるべきものであることを謳っているのであるから、今回 Y 社(及び P 社)が、LOHACO 事業の Y 社への譲渡を要求し、怪しげな株主価値最大化論や資本の論理を振り回すことで実現させようとしていることは、明白な契約違反である。(五〔17～18 頁〕)

2019 年 7 月 18 日

法 律 意 見 書

早稲田大学名誉教授

法学博士 上村 達男

本件についてアスクル(以下、A 社という)代理人より、意見を求められたので、以下に私見を申し述べることとする。

本件におけるヤフー(以下、Y 社という)の主張は、A 社の経営姿勢やガバナンスのあり方とは無関係に大株主は資本の論理を単純に押しつけることができるとのきわめて素朴かつ未熟な発想を振り回すものであるので、こうした主張の誤りを正すことが、日本の企業社会のあり方を正しい方向に転換させるためにきわめて重要であることを、以下強調する。

一 取締役の責務

Y 社及びプラス（以下、P 社という）の主張には会社の経営目的観、従って取締役・社外取締役の責務に関する誤った発想が見られるので、まずその点について論ずる。

取締役の責務とは第一義的に法令・定款の遵守に尽きる。会社法上の取締役の善管注意義務も忠実義務もこうした法令・定款に示された会社の事業目的を遂行するために尽くすべき義務を言う。

例えば民法上の組合契約であれば「共同の事業を営むことを目的に」組合員が契約的に結合する(民法 667 条)。合名会社も合資会社も同じである。株式会社だけがこうした定款の目的規定と無関係に株主のために経営すべきというようなことには絶対にありえない。仮に、株主価値最大化が定款の目的遂行を超えた意義を有するとの主張があるとする、それは法令・定款違反の主張に等しい。

株主は、経営目的を着実に遂行しているが故に提供される商品・サービスの受益者・投資家・証券市場によって高く評価されている会社の株式を有していれば、結果的に配当や株価で報われる。評価の低い会社の株式を有していれば報われない。およそ、立派

な会社の株主であろうとなかろうと会社は株主のために経営せよというような観念は明白な間違いである。

社外取締役の職責について、これを株主の代理人であるとか、株主価値最大化のために経営モニタリング機能を果たすべきといったことが言われることがあるが、そうした発想も完全に間違いであり、社外取締役の職責も、経営がその本来の目的である会社の目的・ミッションの最大実現に向けて実施されているかをモニターするのがその職責であり、その職責は会社に対するものであり株主に対するものではない。

1) 株主価値最大化が日本で通念であるかに思われてきたのは何故か

会社は株主のものとか株主価値最大化というようなことが一種の通念であるかに見られてきたのは、戦後の日本の企業社会が、無数に存在する小規模で閉鎖的な株式会社問題を主として扱ってきたために、私法的・取引法的な発想で株式会社も捉えてきたという背景があったこと、これに加えて 1990 年以降のアメリカの小さな政府、規制緩和の路線が、企業問題すら契約問題として理解するような「法と経済学 Law and Economics」の隆盛を招き、そこでは一切が代理問題 principal agency として理解され、そこでの取引コストの削減をもって規制目標とするような発想、いわば法的問題の経済学化現象が蔓延したことが背景にある。そこでは株主は基本的な契約主体とされ、一切は株主にとってのコスト削減に向けられた。こうした発想は、もともと巨大な資金を有するが固有の事業目的を有しないヘッジファンドにとっては、株主価値最大化論とは要は「俺にカネ寄せ」という主張を合理化するものでしかなく、こうした主張は彼らの利益獲得に奉仕する一種のイデオロギーと化してきたのである。しかし、アメリカでのこうした主張も高々 30 数年の歴史しか有しておらず、日本はこの異例な発想を無批判に受け入れてきた(それは、経済学に過度に理解のある法律家と、法律学に過度に理解のない経済学者の共同作業であったと言える)。

2) 欧州での株主主権論は社会の主権者が株主であることが前提

なお、欧州で会社は株主のものと言われるのは、社会の主権者である個人や市民が株主だからであり、つまりは主権者が株主だから株主主権ということに違和感を感じない。金さえあれば必ず株式を買えるが、買ったから主権者になるわけではない。ルノーの株主総会の構成は政府が 15% で個人が 63% だが、フロランジュ法によって彼らの大半は、2 年以上株式を有するために議決権は 2 倍になっている。ヘッジファンド株主を排斥し、市民中心の株主総会を実現できているのは、ヘッジファンドは 2 年以上株式を保有し続けることができないためである。この政府と個人が株主という構図は、フランス革命時

に国家と個人以外の中間団体を全面否定したル・シャプリエ法の発想が今に生きているためと思われる。

3) 会社の目的に関する近時の海外の改正動向から取り残される日本の特異性

なお、このところ海外で会社の目的に関する改正ないし改正提案が続いており、この間日本が通念と思っていた発想は実は過去のものとなりつつある。

第一に、アメリカ自身も、1992 年アメリカ法律協会(The American Law Institute)Principles of Corporate Governance : Analysis and Recommendations (試案は 1982 年から)2.01 条(b)において、「会社の目的」と題する規定を有し、そこでは会社は、その事業を行うにあたり、会社の利潤及び株主の利益がそのために増進されない場合においても、(1)自然人と同様に、法が定める範囲内において行動しなければならない、(2)責任ある事業活動にとり適当であると合理的に見なされる倫理上の考慮を加えることができ、並びに(3)公共の福祉、人道上、教育上、及び事前の目的に合理的な額の資源を充てることができる(証券取引法研究会国際部会訳編「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究<日本証券経済研究所 1994>)としていた。その後、アメリカは法律学の後退と経済学の全面展開という時代となり、株主価値最大化・株主主権が盛んに喧伝されたが、そのアメリカでも、昨年 8 月に、次期大統領候補と言われる民主党の Elizabeth Warren 上院議員が、Accountable Capitalism Act(責任ある資本主義法案)を上院に上程した。そこでは、①連邦に会社法のないアメリカが連邦認定(特許)会社としての「アメリカ連邦会社」を定め、そうした連邦会社の実質基準として公益会社基準である B(benefit)・コーポレーション基準を置き、後記の英国会社法 172 条と同様の規定の導入を提案し、②ドイツ的な従業員代表取締役を肯定し、③この会社の取締役・役員が報酬として得た自社株の株式取得後 5 年間の売却禁止、3 年以内の会社による買い戻しの禁止、④取締役と株主の 75%の承認なしに政治的な支出を禁止、等々を内容とする提案を行っている。

2006 年英国会社法 172 条(会社の成功を促進すべき義務)は取締役が特に考慮すべき事項として、①一切の意思決定により長期的に生じる可能性のある結果②当該会社の従業員の利益③供給業者、顧客その他の者と当該会社との事業上の関係の発展を促す必要④当該会社の事業のもたらす地域社会および環境への影響⑤当該会社がその事業活動の水準の高さに係る評判を維持することの有用性、等々を定めており、これを啓蒙的株主価値(enlightened shareholder's value)と呼んできた。2018 年英国改訂コーポレート・ガバナンス・コードも、従業員代表取締役 employee director の招聘、従業員に諮問する正式な会議体の設置、従業員との対話を担当する非業務執行取締役の配置等を謳っている。

フランスは昨年 6 月に政府が提案した PACTE(企業成長と変革行動計画)法案が本年 4 月 11 日に成立した。フランス独特の重い事情としてこれらは民法改正という性格を有するが、その第 1833 条は、会社の目的規定に「会社(※民法の原語は *société* であり組合を意味するがここでは会社としておく)はその事業活動に関する社会的及び環境上の問題を考慮して、その *intérêt social*(社会の利益)のために管理運営される。」と定め、さらに第 1835 条は、会社定款に会社の「*raison d'être* (存在理由)」の記載を可能とするとの規定を設けた。これらの規定は PACTE 法案第三章「より正しい企業 (*Des entreprises plus justes*)」のなかの「社会における企業の役割を再考する (*Repenser la place des entreprises dans la société*)」の箇所に置かれている。

4) 本論点との関係における Y 社等の主張の不当性

会社の経営目的ひいては取締役の責務に関して以上に述べたこととの関係で、Y 社及び P 社、さらには Y 社から派遣されたとされる A 社常勤取締役及び非常勤取締役の言動を一般的・抽象的に評価しておくとなこととなる。

Y 社及び P 社社長の次のような言動は彼らの誤った経営観を如実に示すものと言える。

Y 社社長⇒①株主価値最大化のためにどうしたら良いかを社内で真剣に議論した結論として人心一新しかない。②指名・報酬委員会は株主のために存在するものなので、株主総会場でそれが拒否されるのであれば株主総会が優先する

P 社社長⇒45%持ちちゃってという資本の論理で。それは絶対に強いよ。……そればかりはどうしようもない。……それに対してどう抗えるのかと、なかなか無理よ。

さらに P 社社長は A 社社外取締役であり、Y 社から派遣された常勤取締役も非常勤取締役も、それぞれ A 社の取締役であるから、その職責は後記業務・資本提携契約に沿った経営を目指す点で目的観を共有している限りにおいては問題がないが、彼らが明らかに Y 社(ひいては P 社)のためにのみ行動し始めた段階あるいは明らかに A 社に対して敵対的な言動を始めた段階以後(利益相反関係が明白となった段階)の彼らの発言・行動は、もっぱら Y 社(ひいては P 社)のためのものであり、A 社の目的遂行のために注意を尽くし、A 社のために忠実にその職務を遂行すべき取締役の責務を放棄したものと言えるため、その段階以降の彼らの行動により A 社に損害が発生する場合には、彼らは A 社に対する任務懈怠として対会社責任を免れない。本件の P 社社長、Y 社から派遣された常勤取締役・非常勤取締役の言動はいずれも、取締役ないし社外取締役としての注意義務を怠ったという次元ではなく(過失の問題ではなく)、Y 社(ひいては P 社)の立場に立って A 社を害する意図、すなわち悪意に基づく言動と言える。彼らは A 社取締役として A 社のために適切な対応を取るべき時に、これとは逆に敵対的な対応を取ったのであるから、その後 A 社がこうした事態に対応するために負担した費用、ま

た仮に今後 A 社が Y 社株式の買取りを余儀なくされるに至った場合の追加費用についても、彼らの行為によって会社が被った損害とされることにより、A 社に対する損害賠償義務を負担すべきこととなる。この対会社責任の追及は第一義的には監査役が会社を代表して行い(会社法 386 条 1 項 1 号)、第二義的には株主代表訴訟(会社法 847 条)によって実現が図られることとなるが、本件の場合には A 社による提訴が躊躇される理由は考えられないため、後者の利用は想定されないものと思われる。

また、取締役が法令・定款に違反する行為をし、またはその行為をする恐れがある場合において、その行為によって会社に著しい損害が生ずるおそれがある場合には、株主はそうした行為の差止請求権を有しており、これについては不作為を命ずる仮処分が認められる(監査役による差止請求権の要件はより緩和されている一善管注意義務に違反する行為の差止がこの権利の対象になることは明らかである一江頭憲治郎・株式会社法第 7 版 503 頁、535 頁)。

二 経営権の正当性の根拠は充実したガバナンスによる経営への信認にある

近時日本でもコーポレート・ガバナンスの充実が盛んに叫ばれるようになっているが、コーポレート・ガバナンス・システムとは、上記のような経営目的を達成させるための最適な仕組みを言う。ガバナンスの充実とは、日常的に経営者の経営評価を確実に実施し、そうした経営評価に基づいて経営者の指名や報酬などを決定する日常的なそして自律的なプロセスの積み重ねを言う。監査役会設置会社であろうが指名委員会等設置会社であろうが監査等委員会設置会社であろうが、こうしたガバナンス・システムの充実こそが会社の経営目的遂行のための生命線である。監査役会設置会社であっても任意の委員会を適切に設計し、監査役との協働を図れる体制をも確立させていけば最良のガバナンスを設計できるし、指名委員会等設置会社であっても各委員会の権限ばかりを過剰に評価すれば、取締役会の意義を大幅に損なう委員会独裁と言えるような設計ともなりうる。

コーポレート・ガバナンスとは、経営権の正当性の根拠をめぐる議論を言う。資本市場を有するような公開性の株式会社において、経営権の正当性の根拠とは経営者を取り巻くガバナンス・システムの権威にあり、そうした経営者にとって厳格なガバナンス・システムが全体として経営者を信認しているという事実こそが経営権の正当性の根拠である。

経営者を選任したのは取締役会であり取締役を選任したのは株主総会であり、株主総会は会社所有者の集まりだから、株主総会での選任にこそ経営権の正当性の根拠があるという発想は、犬の血統書探しのような過去に遡った昔話に現在の経営権の根拠を求めるものにすぎない。そもそも株主総会は会社所有者の集まりであるという発想自体が正しくなく(株主は間違いなく「株式」の所有者であるが一従って、株主を株式保有者 sh

are holder という一、「会社」の所有者という主張に全く根拠がないことについては前述した)、株主総会で選任される取締役とは、経営者を選任する取締役会構成員としての取締役であり、経営者としての取締役ではない。株主総会ないし取締役会でいつ選任されようと、経営者はガバナンス・システムの信託を失えばいつでも正当な理由なしに解任される。日常的に監査制度、取締役会制度、監査役制度、情報開示制度、会計・監査制度、内部統制・内部監査制度、公的規制等々により、日々経営のあり方がチェックされる。大事なのは経営者を取りまくガバナンス・システムそれ自体の権威とそうしたガバナンス・システムが有機的に機能することにある。経営が会社の目的・ミッションの最大実現という本来の企業価値実現のために行われているとの信託が、ガバナンス・システムによりトータルに経営に対して付与されているという事実こそ、経営権の正当性の根拠がある。こうした信託が与えられている場合には、日常的なモニター機能の発揮を前提に、例えば取締役会は経営の背中を押すパートナー足りうることになる。

こうした観点からは、ROE8%とか営業利益がいくらといった外形基準や数値基準は本来の企業価値の実現を表現する指標たり得ない。例えば、本来なら経営課題として直ちに実施すべきと思われるような減損処理や在庫処分と言った負の遺産処理を怠っていることで実現しているような ROE8%を望むのは利己的な利益の獲得にしか関心のない株主ないしファンドであり、むしろ本来の企業価値の実現に背を向けた対応である可能性が高い。しかし、株価の低下や業績対応型報酬ゼロといった事態を覚悟して敢えて負の遺産処理を優先させるような経営者は、きわめて高く評価されるべきであるが、そのことを認識しそうした負の遺産処理の背中を押せるのは充実したガバナンス・システムのみである。マイナス 10 の状況をマイナス 5 にすることはプラス 5 であり、マイナス 5 をプラス 3 にすることはプラス 8 であると評価できるガバナンスこそが真の企業価値を評価できる。

これに対して、いたずらに数値基準の実現ばかりを求める株主とは、要はガバナンスなどはどうでも良い、単なる「俺にカネ寄せ株主」にすぎないことを天下に宣言するようなものである。日本で日々充実しつつあるガバナンス・システムとは恒常的・継続的な経営評価・経営監視の仕組みであり、株主はそうした会社のシステムの充実を評価して株式の売買を行う主体である。日常的・恒常的な経営評価を地道に行えない株主がこうしたガバナンス・システムの代替機能を果たすことはできない。

1) 本件における Y 社及び P 社社長は数字のみを強調しガバナンスには無関心

上記一 4) に示した Y 社社長及び P 社社長は、会社の経営観について完全に間違った発想を有する者であるが、そのことの帰結として、Y 社社長は、A 社が遭遇した火事とか物流クライシスとかは不可抗力でかなり仕方ない側面だったと思うが、株主としての立場で見たときに、事業面でも業績面でも株価の面でも深刻な事態になっていると述

べ、要は経営プロセスではなく数字が大事との発想を強調している。P 社社長も、A 社の時価総額を上げるには、また市場価値を上げるには LOHACO を切り離すしかないと述べ、同じように数字を上げることをのみを強調する。そこには、そうした状況を判断するのは A 社のガバナンス・システムであるとの発想はなく、ひたすら怪しげな資本の論理を振り回すのみという、一時代前の発想を信奉する姿がある。

2) A 社はガバナンスの充実を頼りに経営を行ってきた会社である

A 社はもともと P 社の子会社であり、その後 Y 社の元社長との信頼関係に基づいて Y 社との資本業務提携を行い、今日その Y 社の後継社長による敵対的な行動に至るまで、一貫して親会社ないし支配株主との関係に多くのエネルギーを用いてきた会社である。こうした状況は、親会社ないし支配株主がいたずらに資本の論理(本来の資本の論理と言えるかは非常に怪しいが下記三を参照)を振り回すような事態を常に招きかねないリスクと背中合わせであり続けた(今回、そのリスクが顕在化した)。

こうした状況の下、A 社及び A 社社長の立場を守る生命線はガバナンスの充実であり続けた。上記のように経営権の正当性の根拠はガバナンスの充実とガバナンスによる経営に対する信認であるという、コーポレート・ガバナンスに関する正統的な発想こそが A 社を守ってきたのである。後述のように(二 5)、A 社が上場会社であることは、そこに親会社がいようと支配株主がいようと、上場会社としての独自の自律的な株価形成の根拠たるガバナンスの独立性の要請が A 社の経営の自律性を支えてきた。一般に、上場子会社のガバナンスの充実、支配株主と少数株主の利益のバランスを図る趣旨と言われることがあり、それはそれで正しいものの、実は上場子会社株式の価格形成が、正しい会計・監査・内部統制・真実価値に裏付けされた情報開示等により、公正になされるべきという金商法第 1 条の法目的を貫くための措置であるとの認識が重要である。そこには資本市場の論理という公益確保の要請が貫かれているために、ガバナンスの自律性・独立性が強調される。なぜなら、これら金商法上の要請たる情報開示・会計・監査・内部統制等の実行部隊は経営機構すなわちガバナンスに他ならないためである。

A 社は 2000 年の JASDAQ 上場時から、資本と経営の分離を徹底するために社外取締役を複数導入するなど先端的なガバナンスの形成を心懸けてきた(当時の親会社である P 社が非公開会社であったことは、子会社ガバナンスの独立性・自律性が特に強調される根拠となった)。

現時点での A 社ガバナンスの評価について以下、確認しておく。

第一に、役員構成は取締役 10 名中、社外取締役 5 名(うち独立役員 3 名)、監査役 4 名中、社外監査役 3 名(うち独立役員 2 名)となっている。これは監査役設置会社でありながら社外取締役を重視し、かつ監査役も重視する体制であり、社外取締役と社外監査役合計 8 名(うち独立役員 5 名)という経営に対するモニタリング機能を最大に位置

づける仕組みである。これにより、単なる社外取締役および指名・報酬委員会だけでなく、監査役との間の情報交換により、監査役の強力な法定権限と取締役の機能との双方の機能を併せ持つことのメリットを最大に発揮させようというものと見ることができる(監査役を廃止したいという動機に基づく監査等委員会設置会社の選択とは一線を画している)。この体制は、各委員会に法定の権限があるから権威があるという指名委員会等設置会社とは異なり、取締役会の機能の一環としての専門委員会は取締役会の権威を裏付けとするものであり、むしろ先端的な行き方を示している。

第二に、代表取締役のほか、顧問弁護士1名と独立役員4名から構成される指名・報酬委員会を設置し、株主総会の選解任議案は、同委員会の議論・答申を経て、取締役会で決定する。指名・報酬委員会では、社内の取締役候補の選任に際して、各々の取締役に対して設定した単年度の業績評価目標値に対する達成度合いによる業績評価や、取締役候補の指名・選解任を行うに当たっての方針(①優れた人格、見識、能力および豊富な経験とともに、高い倫理観を有している者②A社の企業理念・文化を理解し、共有できる人材であること)等について、必要に応じて実施する面接の評価を踏まえた判断がなされる。

A社社長の再任も一年毎の指名・報酬委員会の判断を経ており、その際には、定期的実施している監査役会からのヒアリング結果、指名・報酬委員会からの報酬評価等のプロセスが重視されている。多くの会社では中期経営計画完成年度の3年くらいを目途に社長の信認手続を行っているが、A社が毎年指名・報酬委員会による社長の信認手続を行っていることは非常に先端的なガバナンスのあり方を示している。

第三に、経営の透明性・公正性を高めるために、独立性を有する社外役員(6名)を構成員とする独立役員会を設置し、事業およびコーポレート・ガバナンスに関する事項(たとえば、大株主との取引等少数株主保護の必要がある事項等)について議論し、必要に応じて、独立役員会の意見を取締役に報告している。独立委員会は例えば企業買収や本件のような大株主による抑圧的な行動が見られた際に、そうした行動に対する評価を担うという重要な機能を有することになる。

第四に、支配的株主であるY社との関係についても少数株主の利益を害さないような措置、具体的には、業務・資本提携契約を締結し、A社及びLOHACOの独立性を最大限尊重すること(1.1条3項)、取締役選任に関し指名・報酬委員会の答申を最大限尊重すること(3.2条3項)、Y社はLOHACOと同様または類似の事業を行わないこと(4.5条2項)等を定め、それらの義務に違反した場合の株式の売渡請求権と不奏功の場合の金銭支払請求権(3.6条)を認めることで不当な行為を制御する仕組みとし、少数株主の利益を保護している。こうした対応はA社とY社との合意事項であるが、既述のように、親会社ないし支配企業を有する上場子会社として、その自律性・独立性を確保するという制度上当然の対応としてこれを評価することができる。

以上のように、A社のガバナンス・システムは他の模範たりうる程に高度な内容を工夫・蓄積してきており、本件大株主による主張が仮に認められるようなことがあると、日本の企業社会全体にとっての一大痛恨事となることは確実である。

3) 支配株主の責任概念を欠いた支配権のみの強調は許されない

会社経営権の正当性の根拠は、正しく設計されたガバナンスが機能し、トータルに今、経営を信認しているという事実にあることを述べてきたが、そのことは単に多数の株式を有しているという事実そのものには、ガバナンスの観点からは大した権威があるわけではないことを意味している。

しかし、そのことはひとまず措くとしても、本件大株主(Y社及びP社)の主張は、グローバル水準といえる支配株主の責任という観念が欠落してきた日本の状況に付け込んだもので、グローバルには通用しないきわめて質の悪い主張である。

本件Y社の有する45%保有株式とは、過半数の株式を有していないために株主としての責任が追及されないだろうという観念を前提に、しかし45%保有なら株主総会の特別決議をすべて否定できると脅すことで、責任の伴わない事実上の支配を貫徹するという思い込みから発した株主の驕りの姿勢である。日本では近時こうした株主の存在が目立つが、そうした存在自体を許してはならない。イギリスの企業買収ルールは株式公開買い付けに全部買付義務を課しており、45%保有を目的とする公開買付自体が許されない。近時、伊藤忠がデサントに対して40%の株式取得を目的とした公開買い付けを行ったが、これも株主総会特別決議を全否定できる地位の獲得を目的としたものであり、これを違法視できないで来た日本の法水準の低さを逆手に取ったきわめて格調の低い行為であった。こうした行為をしているとある日突然に違法企業との烙印を押される日が必ず来る。そのほか、ファンドによる日本株式買占めについても、例えば西武鉄道の株式を買い集めたサーベラスも当初は30%程度の株式保有に留めるという国際標準の行動をとっていた。それは、仮に3分の1を超えるような株式を保有していたら、例えばアメリカなら支配株主としての責任や使用者責任が追及される恐れがあるために、自由に機動的に売買を行うことが生命線のファンドとしてはそうした事態を恐れるためである。いつでも売買できる態勢でいなければならないファンドが訴訟の被告になることで多くの時間を費やすことになれば、ファンドとしての受託者責任違反が肯定されやすい。しかし、どうも日本ではもっと持っても大丈夫らしいということで、37%、42%と買い増し、株主総会で取締役の候補者を何人も提案しながら、投資目的であると言い張るような状況が生まれた。

本件Y社及びP社の行動原理はこうしたものとまったく変わらない。日本が規制緩和ばかりを追求し国内法の整備を怠ってきたことがこうした行動を許す背景にあるのだが、それを正し日本の企業社会を正常な姿に戻すことができるのは司法である。

4) 支配株主の責任概念はグローバル・スタンダード

支配株主による支配権の行使に一定の法的責任が伴うことは、グローバル・スタンダードである。理論上は、株式会社制度における有限責任原則から当然に発生する問題であるとの私見については、上村達男・会社法改革(2002 岩波書店)143 頁以下参照。アメリカについては、江頭憲治郎教授の詳細な研究があるので、ここでは繰り返さない(江頭憲治郎「会社の支配・従属関係と従属会社少数株主の保護—アメリカ法を中心として」法学協会雑誌 96 巻 12 号、97 巻 2 号、9 号、98 巻 1 号、3 号、10 号、12 号、99 巻 2 号(1979-1982)。ドイツについては、かねてよりドイツコンツェルン法の詳細な紹介がある(ここでは、高橋英治・従属会社における少数派株主の保護)＜1998 有斐閣＞を挙げておく)。以下、比較的珍しい構成の例としてフランスとイギリスについて若干紹介しておく。

＜フランス＞

株主総会決議の有効性が争われる際には、多数派株主が議決権を濫用的に行使した場合が代表的なものとして想定されるが、フランスにおいては多数派の濫用と呼ばれる判例法理に加えて、少数派の濫用 (*abus de minorité*) と呼ばれる法理がある。具体的には、少数派の反対によって会社にとって重要となる決議の採択が阻止されている場面において裁判所がそうした少数派による議決権行使の拒否を濫用として、少数派の代わりに議決権行使を行う受任者を選任することを可能とする、きわめて強力な効果をもたらす法理である。もっとも、少数派の濫用を認めて会社の内部事項に裁判所が介入することは、裁判官不介入の原則 (*principe de non-immixtion du juge*) に反するとして、裁判所はその判断に非常に慎重と言われているようであり、実際に少数派の濫用が認められる典型例は、会社の存続がかかっている決議に少数派が反対しているために当該決議について承認を得ることができない場合とされ、自己資本の増加(フランスは硬い最低資本金概念を有しており、増資できなければ解散となる—一種の法人の公民権停止か)、会社の事業の継続に必要となる定款変更などと言われる。少数派の濫用の要件は、①会社の一般利益に反すること、②他の社員の利益を犠牲にして自らの利益を専ら優先させる意図があることであり、両方の要件が充足されなければならないとされる。

事前規制が十分に張り巡らされている欧州とは異なり、事前規制を徹底的に緩和してきた日本でこうした発想の意義には非常に大きなものがある。

＜イギリスの影の取締役(*shadow director*)＞

イギリス会社法上、伝統的に取締役とは実質概念であり、「名称の如何を問わず、取締役の地位を占める者を含む」(2006 年会社法 250 条)。従って、理論上支配株主ないし支配株主の取締役が被支配会社の取締役として行動していれば、その者は取締役であるとされる可能性がある。これに加えて、会社との関係において、その者の指揮または

指図に従って会社の取締役が行うことを通例とする者を、影の取締役(**shadow director**)といい(同 251 条)、影の取締役についても取締役の義務と責任、株主代表訴訟の適用等において正規の取締役と同視することとしている。

本件において、Y 社の社長、P 社の社長が、支配株主には何らかの責任が伴うとのグローバル・スタンダードに照らして、本来通用するはずのない言動を行っていることが看過されてはならず、そうした言動に相応しい一定の責任が追求されなければならない。

5) A 社が上場会社であるために支配企業からの独立性は理論上の要請

仮に Y 社が A 社の親会社等であれば、子会社上場に関する上場規程が適用される。子会社上場は、上場後も親会社等が議決権の大きな割合を保有している点、親会社等の役員と子会社の役職員との兼職が行われることが多い点などから、子会社が独自の意思決定を行いつらい状況にある。本来は、上場会社のガバナンス上、特定の親会社等が大きな影響力を持つのは望ましいものではなく、将来的には親会社等による出資比率を下げる、親会社等の役員との兼職をする役員を減らすなどの対応を図り、子会社が独自の経営を行えるような形態に移行していくことが望ましい、とされている(以上は、東証新規上場ガイドブック 2019 年度版 61 頁による)。

こうしたことは、子会社上場に関する上場規程による特別の定めと見るべきではなく、およそ上場会社である以上は、それが子会社であっても独自の株価形成の根拠を有していなければならないという当然の理を明らかにしたものである。金商法第 1 条は資本市場の機能の十全な発揮による公正な価格形成の確保を謳っているが、上場会社の株価における公正な価格形成とは上場会社に独自の評価根拠に基づいて実現しうるものである。株価が親会社の意向によって人為的に左右されることは市場原理の本質に反し、株式の品質を巡る投資判断の形成という投資の基本原則に対する信頼を失わせる。このことは金商法上のもっとも重要な価値に関わる問題である(一物一価の原則から見て親会社株式と子会社株式が同時に上場されることの経済理論上の根拠は乏しいとも言えるが、日本の沿革上これを認めるからには、親会社からの独立経営は譲れない一線である)。

近時、経産省が公表した「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」(2019 年 6 月 28 日策定)は、上場子会社におけるガバナンス体制のあり方について相当の紙幅を割いて論じているが、そこでの基本的な考え方は、「上場子会社においては、親会社と一般株主との間に利益相反リスクがあることを踏まえて、上場子会社としての独立した意思決定を担保するための実効的なガバナンス体制が構築されるべき」であるとし、そのために独立社外取締役の役割の重要性を指摘し、上場子会社の独立社外取締役には、業務執行を監督する役割を果たすための執行陣からの独立性に加え、一般株主の利益を確保する役割も期待されるため、親会社からの独立性も求められるとしている。

本件との関係で特に注目されるのは、こうした考え方は、会社の主要株主等が、形式的には支配株主(※)の定義に該当しない場合(例えば、議決権保有割合が 40%未満の場合)においても、実際の議決権行使率などを総合的に勘案し、実質的に当該会社を支配していると考えられる場合には、同様の利益相反リスクが存在すると考えられるため、本指針の趣旨を踏まえ、適切なガバナンスの在り方を検討することが期待される、としていることである(同実務指針 117 頁)。

本件に即して言うなら、Y 社が A 社の親会社であれば子会社上場ルールが当然に適用されるため、親会社としても子会社経営の自律性・独立性を維持すべき義務がある。しかるに、Y 社が 45%の株主であれば、こうした規範が適用されないかという点、それを肯定したのでは子会社上場ルールは骨抜きとなる。45%の株式を有することで一切の株主総会特別決議を否決できる立場とは実質的には支配株主そのものであるから、こうした骨抜きを認めてはならない。支配株主の定義に該当しなくても指針の趣旨を踏まえるべきであると述べているのはこの当然の理を明らかにするものである(実は財務諸表規則の親会社概念は実質概念であるから<財規 8 条 3 項 4 項>、Y 社は親会社に該当するとみる余地もないではない)。既述のように、子会社上場ルールとは子会社株式の自律的な価格形成を確保させるためのものであるから、主要株主が親会社であるか支配株主であるかは理論上本質的な問題ではない。

なお、本実務指針によると、上場子会社の経営陣については、上場子会社の企業価値向上に貢献するという観点から、上場子会社が独立した立場で、その後継者計画を策定し、候補者の指名を行うべきとしており、親会社から提案された候補者についても、その適格性について客観的に判断すべきとしている。そのうえで、上場子会社の指名委員会は、上場子会社の企業価値向上にとって最適な経営陣の指名が行われるよう、親会社からの独立性が実質的に担保されるべきとしている。上記のように、主要株主が親会社ないし支配株主でなくても、実質的に支配していると見られる場合には、実務指針の趣旨を踏まえて対応すべきとされている以上、本件の A 社経営者の指名についても A 社のガバナンスが Y 社から独立の立場で検討すべき問題であることは明らかである。

指名・報酬委員会は株主のための存在であるので、株主総会決議が優先するという前記 Y 社社長の発言、資本の論理には勝てないとの P 社社長の発言が、上場制度に対する無知から発せられた妄言の類いであることは、一見して明らかであろう。

(※)東証の上場規則上、支配株主とは「親会社又は議決権の過半数を直接若しくは間接に保有する者」とされる。

三 資本の論理とは財産権の問題であり議決権はこれとは異質な問題である

ところで、ここでそもそも議決権とはどのような性格の権利であるかについて検討しておきたい。カネがあれば株式を買えるが、それは利益配当請求権のような財産権の根

抛足りうるが、そのことが直ちに議決権という企業社会におけるデモクラシー関与権を行使しうることの根拠にはならないことを確認する。株式会社法の歴史とは、こうした財産権とデモクラシー関与権としての議決権との折り合いをどのようにつけるかをめぐる歴史であった(1602年のオランダ東インド会社は株主総会なき会社であるが、それが株主総会を有することになったのはイギリスのクロムウェルによる民主改革の影響であったとされる)。

アメリカでは議決権とは効率的な取引を可能にするためのインセンティブにすぎず、これを財産権の一環とみる傾向が強く、特に出資者が議決権を有するのは当然という古い判例が今も生きている世界である。出資者が議決権を有するのが当然という発想は、例えば共同の事業を行う組合契約のように、組合員という人と出資財産が一体の関係にあることを前提に多数決で意思決定がなされる場合であれば、出資者による議決への参与は、これを出資者の人格の発露と見ることができる。つまり単なるカネの多寡が議決権行使の根拠ということにはならない。株主総会での質問権は1株主であっても1万株主であっても1人1回ないし2回である。1万株主だから1万倍質問ができるということはない。このことは質問が人格の発露であることの証左である。

しかし、現在の特にアメリカのように、議決権自体を財産権と見るような発想の下で、議決権を通じた会社支配の根拠は単なるカネの多寡でしかないという発想が横行している。株式会社は人格から株式というモノを切り離し、株主とは株式というモノの所有者 **share holder** にすぎないこととなったため、本来は株式保有者に再び人格を取り戻すことが必要なのである。つまり株主の属性としての正当性という問題がアメリカでは疎かにされてきたのであり、それに日本は無批判に追随してきた。

欧州は、出資者と出資財産が一体の資本概念を一貫して堅持しており、株主の属性としての個人や市民に強くこだわる法制が揺るがない。株主として個人や市民を想定することにこだわる発想が、株主主権論の根拠であった。合併は株主という人の結合に財産が付随してくるという発想であるために合併対価が株式であることにこだわる。会社分割も同じであり、どこまでも人的分割が中心とされる。アメリカは組織再編も財産の移転とのみ見るために、要は対価さえ公正なら人は追い出しても構わない(キャッシュアウト)。

利益配当請求権、残余財産分配請求権のような財産権が出資者に帰属することは、株式を取得するために対価を払っている以上当然である。しかし、議決権とは企業社会における一種のデモクラシー関与権であり、その行使者にはデモクラシーの担い手に相応しい属性が備わっている必要がある。財産権の帰属と議決権の帰属が常に一体であることは要求されていない。昭和13年旧商法241条は、定款により名義書換後6ヶ月を超えない株主を議決権なきものとしうるとしていた。昭和56年改正以前に、株主総会決議に特別利害関係のある株主の議決権行使は否定されていた。現行法上、議決権行使の濫用が株主総会決議取消の訴えの理由となりうるのも、一定の株主による議決権行使の

制限に他ならない。このことは議決権行使の濫用が予想される場合において、議決権行使禁止の事前規制が理論上ありうりあることを意味している(次項<四 2>参照)。証券市場での違法行為(例えば、公開買付における 3 分の 1 ルール違反等)によって株主となった者の議決権行使を否定するという提案が法制審でなされたのもつい最近である(平成 26 年改正では実現はしなかったが、問題の広がり的大小と重要性は認識された)。

四 Y 社(および Y 社の親会社である S 社)は濫用的買収者に準ずる存在である

1) 濫用的買収者概念は買収者・株主の属性を問題にする議論

ところで、企業買収の考え方について、株主価値最大化論からは、買収者が支払う対価が 1 円でも高い方を勝たせるべきという発想がかねてより強調され、より高値を発見するためにオークションの状況を作り出す必要があるとも言われてきた。しかし、会社の経営目的は会社が掲げる定款の目的ないし様々な形で確認してきた会社としてのミッションの最大実現にある以上、買収者は自分が経営を担えば会社の目的・ミッションがより良く実現されるとの筋道を具体的に説明しなければならず、それができないのであれば現経営陣がそのまま信認されるべきである。特に、イギリス等の欧州で敵対的買収がほとんど見られないのは、株主像としての市民・個人、あるいはそれら個人や市民のために厳格な受託者責任を負う機関投資家が一致して支持する会社を敵対的な形で買収しようとするれば、それは直ちに企業社会・市民社会全体を敵に回すことを意味する可能性が高いためである。ファンドマネージャや議決権行使助言機関が市民社会の替わりを果たせないことは一見して明白であろう。

アメリカも日本も敵対的買収によって無能な経営者を交替させることの意義を特に評価してきたが、本来経営者の交替は、経営の実情を熟知した強力なガバナンス・システムに対して課された使命であり、単に株式を多数持っているだけの大株主が、不用意に経営者の交替を迫れば、その根拠は経営に対する地道な評価ではなく、単に資金があるから株式を「買えた」という事実のみがその根拠となる。ガバナンスがどうであっても、株式を多数有していれば勝つに決まっているという本件 Y 社社長、P 社社長らの発想がまさにそれである。

日本は欧州やアメリカ州法のような包括的な企業買収ルール(イギリスの **take over code** がその代表)ないし反テークオーバー法(アメリカの州会社法)を有していないが、それでも外国から批判されながらも確立してきたルールに濫用的買収者概念がある。ライブドア事件の高裁決定(平成 17 年 3 月 23 日)は、濫用的買収者として四種の類型を示した。①真に会社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収を行っている場合(いわゆるグリーンメーラー)、②会社経営を一時的に支配して当該会社の事業経営上必要な知的

財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先や顧客等を当該買収者やそのグループ会社等に移譲させるなど、いわゆる焦土化経営を行う目的で株式の買収を行っている場合、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やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で株主の買収を行っている場合、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不動産、有価証券など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をさせるかあるいは一時的な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株式買収を行うなど当該会社を食い物にしようとしている場合、がそれである。こうした場合には、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権行使者としての正当性を有さず、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とし、取締役会による対抗手段(ライツプラン等の買収防衛策)が肯定されたとした。

濫用的買収者はこの四種に限られるわけではない。濫用的買収者と言われなくても結果的に株式の取得や議決権行使が否定されていれば、濫用的買収者と言われたのと同じである。スティールパートナーズによるブルドックソース株式の買収に際して、高裁はスティールパートナーズを濫用的買収者としたが最高裁は、「濫用的買収者であるか否かにかかわらず買収防衛策は有効」とした。このことの事実上の効果は、濫用的買収者と言われたのと全く同じである。これにより、最高裁は濫用的買収者という概念を実質基準により普遍化させたと見ることも可能であろう。

ところで、こうした議論の最大の意義は、企業買収の評価は買収者の属性によって決まるという発想が正面から認められているところにある。とかく日本では買収者の属性よりも買収防衛策の合理性に議論の焦点が当てられてきた嫌いがあり、そこでは株主総会決議を要するか、特別決議を要するか、取締役会決議で足りるか、企業価値判定特別委員会の機能、株主平等原則との関係等々が論じられてきた。しかしこうした議論は如何に精緻に繰り広げられようとも、要は相手次第であり、買収者が濫用的買収者とされれば大した話ではなくなる(どちらともつかない時には一定の機能を果たすことにはなるが)。買収者の属性が筋悪でも、敢えて株主権を毀損する会社側のライツプランも本来は筋悪のはずである。こうした「筋悪」対「筋悪」の構図にあっても、企業買収法が現に存在しない以上は、これまで経営を担ってきたという実績を前にして、「より筋悪」を勝たせてはならないというのが問題の本質である。株主権の主張者が総会屋であれば裁判所は、それを権利の濫用としてほぼ確実にその主張を排斥してきたが、それも株主の属性に対する評価の反映と言える。株主権とはそもそもその程度のものであるという風に、そうした事態を会社法の基礎理論から来る話であるかに説明してしまうと、会社法は確実に劣化していく。

2) 濫用的買収者に準ずる現在株主に対する事前規制の必要性

昭和 56 年改正前商法は、株主総会決議について特別利害関係を有する株主は議決権を行使できないと定めていたことについては前述した(旧商法 239 条 5 項)。当時、この規定の「特別利害関係」の意義をめぐっては様々な議論があり、結局議決権行使の濫用を特別の利害関係という文言でのみ事前規制することには無理があるとされ、昭和 56 年改正法は、特別利害関係人による議決権行使により、著しく不当な決議が成立した場合に株主総会決議取消しの訴えを認めるとの事後規制(現行会社法 831 条 1 項 3 号)を採用した。この制度は決議を成立させた側の株主を特別利害関係人として問題にするのであるから、その実質は大株主による議決権行使の濫用規制として理解されている。しかし、このことはもともと議決権の行使について事前規制を必要とする状況がありえたこと自体を否定するものではない。「特別利害関係」という概念により事前規制を行うと、むしろ大株主がいきなり特別利害関係人とされ、議決権行使できないのが原則であるかに捉えられてしまうこと等が行き過ぎとみられたのである。しかしこのことは、場合により大株主による議決権行使を個々に濫用と評価することで事前に規制しなければならない状況がなくなったことを意味するものでは決してない。むしろ、そうした状況を積極的に明らかにしていくことこそ、現代会社法学に課せられた課題とすべきである。

企業買収に関する濫用的買収者概念は、現在株主による株主権行使の濫用規制とは異なり、これに対してライツプランによる対抗を肯定する点で、株式を買い増すことにより株主となること自体が制限される。そのことは株式の自由譲渡性という株式会社の本質を犠牲にしてまでも守るべき価値がそこにはあるとも見えるが、そもそも株式の自由譲渡性とは、濫用的買収者のような株式会社制度の基本原則を阻害しようとする者による享受を予定していないと見ることもできる(なお、私見によると株式の自由譲渡性とは財産権については全面的に妥当するものの、議決権のような企業社会におけるデモクラシー関与権についても当然に妥当するものではない—松田二郎元最高裁判事の著名な株式債権論は議決権を一身専属的な人格権としていたが、ここではこれ以上触れない)。

3) 本件 Y 社、P 社等は濫用的買収者に準ずる株主として評価すべき

以上のような観点から本件の Y 社および P 社等の言動を評価する必要がある。そこには、前記のような彼らの株式会社観の本質的な誤り、ガバナンス・システムの意義の完全な無視、A 社が上場会社であることから要請される A 社の自律性・独立性の意義に対する完全な無理解、Y 社の提案が実現することで A 社の経営目的・ミッションが現状以上によりよく実現することの具体的な主張の欠如等々を認めることができ、これを総合すると、彼らは企業買収ルールにおける濫用的買収者に準ずる者、すなわち全体として株主権の濫用行為が目前に迫っている状況との評価が必要であり、従ってこうし

た者による議決権行使については何らかの事前規制を認めるための法的構成が用意されなければならない。

そして、企業買収ルールとの対比で言うなら、またコーポレート・ガバナンスの本質及び上場子会社の独立性の要請からすると、こうした対応を必要とする状況であるかを評価・判断し得るのはA社の独立役員会のみであることを確認しておきたい。

また、Y社の親会社であるソフトバンクグループ(以下、S社という)が、4年連続で借金王とされていること(約17兆円の有利子負債)、国税当局から940億円、4000億円といった申告漏れが続けて指摘されてきていること、その割には、2018年度決算では、S社副会長の32億6600万円を始めとして、高額報酬ランキングの1位から4位までをS社役員が占め、ベスト10で見ても、6名がS社役員と報道されていることも(商工リサーチ調べ)、Y社及びS社の属性を評価する上で重要な問題である。

上記の濫用的買収者概念の第三の類型に、「会社経営を支配した後に、当該会社の資産を当該買収者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で株主の買収を行っている場合」が挙げられていたが、こうした負債返済を主目的とした買収の典型例がいわゆる短期借金漬け買収(LBO＝leveraged buyout)である。LBOとは「梃子」による買収(小さな力で大きな作用＝カネがなくても買収はできる)を意味するが、要は金融機関によるハイリスク・ハイリターンのLBO融資や低格付けのジャンクボンド等で調達した資金による買収であり、それは短期間に巨額の負債を負うことで対象企業を買収し、対象企業を使って借金を返すことを、当初より計画的に行おうとするものである。こうした状況は、前記濫用的買収者概念が想定する一切の濫用的行為の発生源である。買収対象会社の企業価値を損なうことが予定されているのであるから、買収対象企業にとっては大きな厄災が目前に迫っている状況である。

S社はこうした短期借金漬け企業ではないが、こうした企業による買収はいわば構造的な長期借金漬け買収が頻発する母体を形成していると見る余地もあり、少なくともA社にとって危険な状況がそこに存在することには変わりはない。

いずれにしても、ここでもA社独立役員会によるS社の属性に対する評価・判断は、Y社P社の言動に対する評価と並ぶ重要な考慮要素であることを確認しておきたい。

五 Y社による一連の行為は業務・資本提携契約に違反する

1) A社とY社は2012年4月に、BtoCの新規eコマース事業(LOHACO)を立ち上げることを主たる内容とした業務・資本提携契約を締結し、その後2015年5月にこれを更改した業務・資本提携契約を締結した(以下、本契約とはこの契約を言う)。

本契約では、両当事者はそれぞれの企業価値の最大化を実現すべく、イコールパートナーシップの精神の下で事業を継続すること(1.1条2項)、両当事者はそれぞれが独立した上場会社として事業運営の独立性を担保し、これを維持して経営すること、Y社は

LOHACO が、A 社が BtoB 事業で培った独自性を有するビジネスモデルを進化させた事業であること、また当該事業の維持・発展のために、A 社及び LOHACO の独立性が最大限尊重されるべきものであることを理解し、A 社及び LOHACO 運営の独立性の担保・維持に関し、本契約の各条項を遵守するとともに、本契約に明示的に定めのない事項に関しても最大限配慮すること(1.1 条 3 項)、としている。

さらに本契約では、A 社株主総会に提出する A 社の取締役の選任に係る議案は、A 社が設置する指名・報酬委員会の答申を最大限尊重の上、A 社の取締役会において決定するとされ(3.2 条 3 項)、Y 社が本契約上の重要な義務に違反した場合等における、A 社の Y 社に対する売渡請求権の定め(3.6 条)及び本契約の履行に関し、自己の責めに帰すべき事由に起因して相手方に損害を与えた当事者は、当該事由に起因する範囲の損害につき相手方に対して賠償の責めを負うと定められている(5.2 条)。

こうした背景の下、Y 社は 2019 年 2 月に、A 社の LOHACO 事業の Y 社への譲渡を目論み、提案を求めてきた。A 社が、独立役員会の審議を経た上で、A 社から LOHACO 事業の Y 社への譲渡を提案する段階にはないと判断したところ、定時株主総会の議案の確定が目前に迫った段階で突如 Y 社が A 社社長の退陣を要求してきたというのが本件である。

2) 一般的に株主間契約とはその内容が会社法の本質ないし公序良俗に反する等のことがなければ当事者間では有効である。売渡強制条項も、例えば合弁契約において一方当事者に合弁契約上の債務不履行・支配権の移転等が生じた等、一定の事由が生じた場合、その株主は他の株主等に対し所有株式を売り渡す義務が発生するとされているように、その有効性は明らかである(江頭憲治郎・株式会社法第 7 版 244 頁)。

本契約は、A 社と Y 社がイコールパートナーシップの精神の下で事業を継続し、それぞれが独立した上場会社として事業運営の独立性を担保し、かつ Y 社は、LOHACO は、A 社が BtoB 事業で培った独自性を有するビジネスモデルを進化させた事業であり、当該事業の維持・発展のために、A 社及び LOHACO の独立性が最大限尊重されるべきものであることを謳っているのであるから、今回 Y 社(及び P 社)が、独立性を最大に尊重するとした LOHACO 事業の Y 社への譲渡を要求し、しかも縷々述べてきたように、それを怪しげな株主価値最大化論や資本の論理を振り回すことで実現させようとしていることは、明白な契約違反である。特に Y 社が、A 社が営々と育ててきた LOHACO 事業を奪おうとしていることは、前記四 1)に示した四種の濫用的買収者概念のうち 2 番目の焦土化目的に該当することも明らかであるから、現在株主による濫用行為に対する事前規制の必要性が顕著な事例と見ることができる。

もっとも、本契約上の売渡請求権の行使はその対価によっては、不当な株主権の行使をあたかも真つ当な株主権の行使であるかに認めることを意味しかねないという側面を有するが、売渡請求権の有効性が明らかである以上、それを行使するかについては A 社の経営判断が尊重されるべきである。