

競合的公開買付け状況にある対象上場 企業の取締役の行動準則・規範等

—— ユニゾ HD の EBO 及び島忠の競合的 TOB 等の事案を基に ——

岩 倉 正 和^{*}

- I はじめに——近時の我が国証券市場の状況と問題の提起
- II ユニゾ HD を巡る買収オファーの競合の経緯
- III 検討
- IV 結語

I はじめに——近時の我が国証券市場の状況と問題の提起

2020（令和2）年は、日本の証券界・M&A 取引市場の歴史において極めて重要な事案が起きた年と記憶されることは間違いない。その典型事案の1つは、ホームセンター業大手の島忠に対して同業の DCM ホールディングス（DCM）が友好的株式公開買付け（TOB）を行っていたところ、その後、家具・日用品業大手のニトリホールディングス（ニトリ）が突然に DCM よりも高い TOB 価格を提示して対抗的 TOB を発表・実施したというものである。その結果、DCM による TOB は不成立となり（同年12月12日公表）、他方、ニトリによる対抗的 TOB は、島忠取締役会が当初行っていた DCM による TOB への賛同意見表明を撤回した（同年11月13日）上で、株主からの応募が議決権ベースで 77.04 % に上り、我が国の M&A 取引市場においては稀と言える程効率良く成立した（同年12月29日公表）。

我が国でも、過去には、2004年に旧 UFJ ホールディングス（UFJHD）が旧

『一橋法学』（一橋大学大学院法学研究科）第20巻第1号 2021年3月 ISSN 1347-0388

※ 一橋大学大学院法学研究科（ビジネスロー専攻）教授、弁護士・ニューヨーク州弁護士

三菱東京フィナンシャル・グループ（MTFG）との経営統合の基本合意を締結した後に、三井住友フィナンシャル・グループがUFJHDに対して同グループとの経営統合を対抗的に提案した（その結果は、UFJHDがMTFGとの経営統合の最終契約を締結して統合した）例がある。

また、2005年には、ニッポン放送の経営権をめぐるフジメディアホールディングス（FMHD）とライブドアによる争奪戦（但し、FMHDはニッポン放送株式に対するTOBを実施していたが、ライブドアはその後の証取法や金商法上は許されない方法により市場でニッポン放送株式を取得していたため、TOBの競合にはならなかった。現行法の下では、ライブドアは対抗的TOBを行う必要がある）が行われ、ターゲット（被買収対象）企業の支配権をめぐる買収提案の競合（いわゆる買収オファーの競合）が我が国でも起こり得ることが周知となった（その後の和解により最終的にニッポン放送はFMHDの子会社となったが、争奪戦自体ではライブドアがFMHDに勝利し、我が国では困難であると信じられていた敵対的買収が成功した）。

更に、2007年にテオオーシーに対して経営陣らが組成したオオタニファンドがMBOを企図して行ったTOBが失敗した後にダヴィンチ・アドバイザーズが対抗的にTOBを行った例がある（その結果は、ダヴィンチ・アドバイザーズによるTOBの側も失敗に終わった）が、我が国の大手上場企業間で対抗的TOBの競合が行われ、より高いTOB価格を提示した者（本件ではニトリ。ちなみにDCMによる島忠株式のTOB価格は1株4200円、ニトリによる同TOB価格はDCMを約30%上回る5500円だった）によるTOBが成立したのは初めてのことである（後述の、ユニゾHDを巡る買収合戦でも、フォートレスとチトセア投資が共にTOBを実行し、高いTOB価格を提示したチトセア投資が最終的には勝者となったが、実質上チトセア投資が競っていた相手はフォートレスではなく、TOBを実際には（全く）実施せず買収価格の提案だけを行っていたブラックストーンだったので、実際の競合的なTOB状況下でそのTOB価格の高低により成否が決まったのは島忠の件が初ということになる）。

島忠—DCM—ニトリの事案では、当初DCMによるTOBに対して対象企業である島忠が賛同の意見表明を行っていたので、友好的な企業買収が行われていた

ところに、対象企業とは事前の協議を行わないで発表されたニトリによる対抗的 TOB は、かつての我が国では「敵対的」TOB と評価されるものであった（なお、ニトリは、島忠が DCM の TOB に対する賛同意見表明を撤回しない場合でも、TOB を実行すると述べていた）。そして、周知のとおり、敵対的買収は、長期に亘り、我が国の企業文化、証券市場には馴染まないものとして、これまで実行例も少なく成功例も少なかった（前述の、ライブドアによるニッポン放送経営権争奪戦の勝利後も敵対的買収の実行例は少なく、かつ、成功例も少なかった。我が国を代表する大企業による真摯な事業戦略と一般に評価された、王子製紙による北越製紙に対する敵対的買収の失敗が大きな影響を与えたと言われる）。

それが一変したのは、2019 年 1 月にスポーツ用品大手のデサントの株式 30% を保有する総合商社大手の伊藤忠がデサントの経営方針・体制についての協議が整わず、対象企業であるデサントが反対したにもかかわらず、過半数には至らないものの最終的に持株比率 40% までの保有を目指して伊藤忠が TOB を実行し、それを成立させて実質上の経営支配権を取得した（同年 3 月 14 日）事例からである（その後、デサントは伊藤忠による TOB に反対した社長以下の経営陣が退陣し、伊藤忠から新しい経営陣が送り込まれた）。

その後、同年 7 月、旅行業大手のエイチ・アイ・エス（HIS）が不動産業中堅のユニゾホールディングス（ユニゾ HD）に対して、事前の協議・連絡を行わず、突然に敵対的 TOB を開始した（なお、HIS の TOB による株式取得は、ユニゾ HD の発行済株式の過半数ではなく 45% までを取得しようとするものであった。但し、ユニゾ HD は、対象企業としての意見表明において、HIS の真の目的はユニゾ HD の経営権を敵対的に取得しようとするものであると評価した）。

更に、同年 12 月、光学製品大手の HOYA が、総合電機大手の東芝が 52.4% を保有しており、既に（子会社の東芝デバイス&ストレージを通じて）行っていたグループ会社であるニューフレアテクノロジー（ニューフレア）株式への TOB（但し、追加的に 14.27% 以上の取得を目的としていた）に対抗する TOB を行う旨発表した。但し、その後、ニューフレア株を（15.8%）保有していた東芝機械が東芝（デバイス&ストレージ）による TOB に応募したことにより東芝による TOB が成立したと発表され（2020 年 1 月 17 日）、最終的に HOYA は

TOBを実施しないと発表した。

ニトリによる島忠株式に対する対抗的 TOB の実施とその成功は、これらの敵対的買収の提案（前述の HOYA の事例後も、前田道路による前田建設に対する敵対的 TOB が実施され、成功した）（なお、筆者は、「敵対的買収」という用語よりも、海外のグローバル市場における表現に倣い、「同意なき買収提案（Unso-
solicited Offer）」と呼ぶことを提唱している）事案の急増¹⁾に加えて、後述のコーポレート・ガバナンス・コードの浸透や公正な M&A の在り方に関する指針の策定が大きな原動力を与えたものと考えるが、実務界においては、更に、上述の HIS による敵対的 TOB を受けたユニゾ HD に対して、複数の世界的なバイアウト・ファンド等がユニゾ HD の買収に名乗りを上げ、約 9 ヶ月間に亘り争奪戦が続いたところ、最終的には最も高い TOB 価格を提示して TOB を実行した同社の従業員らが組成した会社（チトセア）が世界的な投資ファンドがスポンサーとなって資金提供の援助を受けて、我が国初の EBO（Employees Buy-Out：従業員らによる対象企業の買収）を成功させた事例の結果とその（長い期間の）過程における関係当事者間のやり取りが、我が国証券市場における従来・旧来の意識を米国をはじめとするグローバル市場のそれに近いものに変える大きな影響を与えたものとも評価されている²⁾。そこで、本稿では、ユニゾ HD を巡る買収オファーの競合の事案の経緯を見て、ニトリによる島忠への対抗的 TOB が成功する素地が醸成された理由を含め、我が国上場企業の同意なき買収提案に対する、その中でも特に、公開買付け（TOB）が競合した状況における対象上場企業の

1) 2021 年 1 月 22 日、日本を代表する大企業である日本製鉄が、対象者の自律的なガバナンス体制・経営体制の再構築を促し、経営改善による企業価値の回復・向上を支援することを目的として、東京製鉄株式に対する TOB を開始した（但し、TOB 成立後の株式保有割合は、最大で 19.91% に留まるとした。）が、同年 2 月 4 日、対象企業である東京製鉄は本 TOB に対して反対する意見表明を行った。

2) なお、ユニゾ HD による同社に対する買収提案についての対応については、「公正な M&A の在り方に関する研究会」の中心的メンバーであった我が国会社法の権威の研究者を含む参加者らによる座談会において大きく取り上げられ、(批判的に)議論された（藤田友敬編著『M&A の新たな展開——「公正な M&A の在り方に関する指針」の意義』（有斐閣、2020 年）所収の座談会『「公正な M&A の在り方に関する指針」の意義と影響』の特に「Ⅲ. M&A 指針の基本的な考え方 1. MBO 指針から継承した基本原則——特にユニゾホールディングスへの公開買付けをめぐる」(同書 91 頁～100 頁)を参照)。

取締役の行動準則・規範等を考えて行くことにする。

II ユニゾ HD を巡る買収オファーの競合の経緯

1. 2019 年 7 月 11 日、旅行業大手の HIS は、事前の協議も連絡もなく、ユニゾ HD の株式を持株比率 45% に至るまで取得することを目的とした TOB を一方的に開始した。TOB 価格はユニゾ HD の株式の前日の終値（1990 円）に約 56% のマージンを上乗せした価格（3100 円）だった。ユニゾ HD は、社外取締役のみから構成され、会社から独立の弁護士を雇った特別委員会を設置して HIS の TOB への対応を検討し、同年 8 月 6 日、HIS が主張する旅行業での相乗効果は見込めず（ユニゾ HD の事業の約 9 割は不動産業であり、HIS が主張するホテル業でのシナジー効果は極めて限定的なものに留まる）、また TOB 価格も本来の企業価値よりも低過ぎるとして、反対意見を表明し、同 TOB に（買収防衛策によるのではなく）対抗するため、企業価値の向上と株主に適正な価格で売却機会を提供すること等を目的とし、フィナンシャル・アドバイザーを通じて他の潜在的な買収者の提案を求める等マーケット・チェックを実施し、より良い条件を提示してくれるスポンサー候補を募ることとなった。
2. その結果、ユニゾ HD は、多くの外資系ファンドを含む 16 社の買手候補と協議・交渉を行い、同年 8 月 16 日、スポンサー候補のうちの 1 社の世界的なバイアウト・ファンドである米国のフォートレス・インベストメント・グループ（フォートレス）を、同社による買収取引がユニゾ HD の企業価値及び株主利益の更なる向上に資するものであると判断してホワイト・ナイトとして選択し、両社は合意書を締結して、フォートレス（の買収ビークル：名称はサッポロ合同会社という。）はユニゾ HD 株式を（HIS の TOB 価格を約 3 割上回る）1 株 4000 円で買付ける TOB を同月 19 日から開始した。このため、HIS による敵対的 TOB は失敗に終わった。但し、フォートレスがホワイト・ナイトとして TOB を発表した同年 8 月 16 日のユニゾ HD

株式の終値は4160円となり、フォートレスによるTOB価格を上回った。

3. その後、ユニゾHDとフォートレスは、TOBが終了してユニゾHDがフォートレスの完全子会社となった後の処理等についての具体的な実務協議を行ったが、ユニゾHD側によれば、フォートレスがユニゾHDの一部の事業及び資産を切り離した上で、ユニゾHDを実質的に解体することを視野に入れていること、並びに、従前フォートレスがユニゾHDに説明していた従業員の雇用条件の維持を確実に担保できるだけの事業及び資産が残らず、従業員の解雇及び労働条件が維持されない可能性があることから、ユニゾHDは、同年9月27日に、フォートレスによるTOBへの賛同意見を撤回して、意見留保に変更した。

なお、ユニゾHDは、「スポンサー候補者による同社の買収を通じて実現したい価値を改めて明確にし、株主共同の利益の確保及び企業価値の維持・向上に資する買収提案を受けることができるようにする」と共に「〔ユニゾHD〕に対する買収の実施又は提案がなされた場合において、当該買収提案に対して恣意性を排除した公正な判断を行い、もって株主共同の利益の確保及び〔ユニゾHD〕の企業価値の維持・向上を実現すること」を目的として、同日、取締役会において、「〔ユニゾHD〕の株式に対する公開買付け等の方法による〔ユニゾHD〕に対する買収の実施又は提案がなされた場合における」基本方針（以下「ユニゾ買収基本方針」という。）を決議し、公表した（同日のプレスリリース『当社への買収提案に対する対応の基本方針について』）。同基本方針によれば、ユニゾHDは、かかる場合には、「①本買収提案が株主共同の利益の確保に資するものであるか、②本買収提案がユニゾHDの企業価値の維持・向上に資するものであるか」という視点から検討を行った上で、本買収提案に対する意思を決定するとし、このような考え方は、「公正なM&Aの在り方に関する指針——企業価値の向上と株主利益の確保に向けて——（経済産業省、令和元年6月28日公表）」等における考え方にも合致するものと述べた。

なお、①株主共同利益の観点からは、「本買収提案における〔ユニゾHD〕

株式の取得の対価が高額であるほど、株主共同の利益に資する買収提案であると判断する」と明確に述べ、但し、株主の公正性の観点から、「本買収提案が、〔ユニゾHD〕株式を上限なく取得するものであるかどうか」についても併せて考慮するとした。

他方、②本買収提案が〔ユニゾHD〕の企業価値の維持・向上に資するものと判断するためには、「企業価値にとって、その源泉であり、かつ、重要なステークホルダーである〔ユニゾHD〕の従業員の雇用が確保された上で、従業員にとって働きがいのある企業であり続けることが極めて重要であると考える」というため、その「仕組み」が採用されていること、具体的には「単に、本買収提案の時点における労働条件が維持されるだけではなく、従業員による〔ユニゾHD〕の企業価値の向上に対する貢献を踏まえた労働条件の持続的な改善を実現することができる必要がある、買収提案者による〔ユニゾHD〕の解体や企業利益の過度な収奪を防止するための「仕組み」が採用されているかどうか」が判断の上で重要な要素になると考える、とした。

また、「株主共同の利益と、〔ユニゾHD〕の企業価値の維持・向上は、通常は一致するものと考えられ」るが、「これらが一致せず、株主共同の利益と〔ユニゾHD〕の企業価値が相反することも考えられる」ところ、このような場合には、ユニゾHDとしては、株主共同の利益と〔ユニゾHD〕の企業価値のいずれもが重要であり、「両者を一致させるよう合理的な努力を行うものと」すると述べた。

4. フォートレスによる TOB に対するユニゾHD の賛同意見が撤回された後も、多くの海外のバイアウト・ファンドを含む買手候補がユニゾHD に接触していた。就中、世界最大手の投資ファンドである米国ブラックストーン・グループ（ブラックストーン）は、同年8月中にユニゾHD に買収の意向を示し、同年9月中から何度かの買収提案を行い、ユニゾHD との間で協議を行っていたが合意には至らなかった（前記3.の同年9月27日のユニゾHD のプレスリリースでも、ブラックストーンの提案に対して「応諾しない」ことが述べられた）ところ、更に、10月15日、ユニゾHD に対し

て、同社経営陣の同意を条件として、1株5000円で全株取得を目的にTOBを実施する意向を公に表明し、ユニゾHDに対して同月23日までにかかるTOBに対して同意するか否かの回答を求めた（欧米市場では、このような戦略を「ベア・ハグ（Bear Hug）」と呼ぶ。かつての我が国であれば、敵対的ないし非友好的買収とも評価されるが、先例は少ない）。ブラックストーンは、前記のユニゾHDがユニゾ買収基本方針において重要な前提条件として発表していた買収後の従業員の十分な保護についても、従業員の労働条件を維持・向上し、大規模な組織再編も行わないと提案した。この提案とほぼ同時期に、当時ユニゾHDの発行済株式の約13%を保有するに至っていた、世界最大のアクティビスト・ファンドとして知られるエリオット・マネジメント（エリオット）が、同年10月16日、ユニゾHDの経営陣に対して、ブラックストーンの上記提案を誠実に検討し、合意を図るべく最大限の努力をすべきとコメントした上で、多くの質問を提起した。これは、エリオットが、ユニゾHD経営陣に対して、ブラックストーンのベア・ハグ戦略に屈するようにとプレッシャーをかけたものと一般的に評価された。ユニゾHDを巡る買収オファーの状況は、HISによるTOBの発表以来国内外で広く報道されてはいたが、世界最大手の米国の投資ファンドと世界最大（最強とも評価されていた）の米国アクティビスト・ファンドが公に関与を発表したことで、本件買収合戦は世界中のM&A取引市場・証券関係者から大きな注目を集めることとなった。

5. その後、ユニゾHDとブラックストーンの協議・交渉は尚も集中的に続いたが、ユニゾHD取締役会が提示した「ユニゾ買収基本方針」において重視された買収後の経営方針のうち、特に従業員の十分な保護と従業員設立会社による自社資産の売却についての一定のコントロール権の確保等について、両社間で合意が成立しなかった。なお、ユニゾHDは、ブラックストーン以外の国内外の投資ファンドや事業会社とも並行的に交渉を行っていたが、同年11月24日、ブラックストーンやフォートレスのみではなく、海外ファンド4社と国内の投資ファンド1社、事業会社1社とも協議をしている

と発表した。特に、ブラックストーンが提案した価格を超える価格(5000円+ α)による買収を検討しているスポンサー候補が存在することを公表した。

6. 同年12月22日、ユニゾHDは、従業員（が設立した会社：株式会社チトセア）と米国の大手投資ファンドであるローン・スター・グローバル・アクイジション（ローン・スター）が共同で設立した買収ビークル会社（チトセア投資）がユニゾHD株式に（ブラックストーンが提案した価格（5000円）を上回る）1株5100円で全株取得を目的とするTOBを実施して非公開化するという「従業員による買収（Employees Buy-Out：EBO）」を行うと発表し、チトセア投資は同年12月24日からTOBを開始した。ユニゾHDは、チトセアによるユニゾHD買収の提案が、他の複数のスポンサー候補者の提案と比較して、①スポンサー候補者からの提案価格の中で、いずれの提示価格をも上回る株主にとっての最優位（最高）の価格であり、②チトセアによる本提案の資金のスポンサーとなるローン・スターの日米における不動産及び事業投資のノウハウ、ネットワークがユニゾHDの企業価値向上に大きく貢献することが期待でき、また③ローン・スターが資金のスポンサーになることで、ユニゾHDを解体したり、一部の資産を分離したりせずに、現在のユニゾHDの形態を基本的に維持することができるため、ユニゾHDが従業員にとって働きがいのある企業であり続けることを確保でき、従来の事業運営との連続性をもって持続的に成長していくことを志向することができるという点においてもユニゾHDの企業価値の維持・向上に資すると考えられ、結論としてユニゾ買収基本方針を満たすとして、チトセア投資によるTOBに対して賛同の意見を表明した（なお、継続中であったフォートレスのTOBに対しては、意見留保を更に変更して反対意見を表明した。但し、ブラックストーンはTOBを実行していないので、同様の反対意見は表明していない）。買収ビークルであるチトセア投資の議決権は、従業員側（チトセア）が73%を保有し、ローン・スター側は27%保有するものであった。従業員は少額の出資で経営権を取得し、ローン・スターが

TOB等の資金を供給するという仕組みで、上場企業としては我が国で初めてのEBOを目指すものであった。なお、ローン・スターは、あくまで従業員設立会社(チトセア)によるEBOに対する資金提供のスポンサーに徹し、ユニゾHDの経営支配権を取得する目的を有しないと明確に述べた。EBOが成立した場合には、ユニゾHDの現経営陣は全員が退陣し、従業員から新たな経営陣を選任し、スポンサーであるローン・スターと連携しながら、保有物件の収益力向上、資産売却に取り組み、企業価値の向上をも図っていくことを狙いとしていた。但し、EBOの発表を受けて、同年12月23日のユニゾHD株式は、一時(TOB価格の5100円を上回る)5200円まで上昇した。

7. 更に、その後、ブラックストーンは、2020年1月28日、買収価格を、チトセア投資によるTOB価格5100円を上回る1株5600円に引き上げてTOBを実施する意向であると発表した(この発表も、TOBを実行しないまままでの提案であり、前述のベア・ハグである)。ブラックストーンは、あくまでユニゾHDの賛同が前提条件であるとしていた。これを受けて、チトセア投資は、同年2月9日、ブラックストーンの提案価格を上回るべく、従来のTOB価格を1株あたり5100円から5700円に引き上げ、TOBの買付け期間を延長した。これに対して、ブラックストーンは、更に、同年2月24日、ユニゾHDに対して、買収提案価格をチトセア投資の前記改訂価格を上回る1株あたり6000円にすると発表した。これに伴い、ユニゾHD株式の市場株価は6000円前後に上昇し、同年2月下旬には一時6040円まで上昇した。しかしながら、ブラックストーンは、結局、公開買付けを(最後まで)実施しなかった。

8. ところが、この時期に生じた世界的な新型コロナウイルス感染症(COVID-19)の蔓延拡大による株式市場の混迷から、ユニゾHD株式の株価も下落に転じ、同3月18日、チトセア投資は、5700円で実施していたTOB価格を更に引き上げ、1株あたり6000円にすると発表した。上記の通り、

当該 TOB 価格はブラックストーンが提案した買収価格（但し、「提案」に留まり、TOB 価格としては実行していない）と同額に高めたものである。なお、この TOB 価格の引き上げに際して、当時ユニゾ HD の筆頭株主であったエリオットと第 2 位株主であった投資ファンドのいちごアセットマネジメントが、チトセア投資との間で合意して「公開買付応募契約」を締結した事も発表された。これを受けて、対象企業であるユニゾ HD は、チトセア投資による再度の TOB 価格引き上げに基く TOB に賛同意見を表明し、ブラックストーンとの協議を打ち切った。その結果、チトセア投資の再延長後の TOB の期限であった同年 4 月 2 日、買付け条件の下限である発行済株式の 3 分の 2 以上の応募が集まり、チトセア投資による TOB が成功し、我が国上場企業で初めての EBO が成立した。

9. その後、チトセア投資による TOB の決済やスクイーズ・アウト等の手続も終了し、同年 6 月 18 日ユニゾ HD 株式は上場廃止となり、スポンサーとして援助したローン・スターにより従業員（チトセア）側に提供された資金も全て返済がなされ、日本で初めての EBO は完了した。

Ⅲ 検討

Ⅱで見たユニゾ HD に対する買収合戦（及び TOB の競合）の過程において生じた事象並びに EBO が提起する法律上の問題は数多くある（特に、ベア・ハグ戦略の法律上の取扱い、我が国では未だ本格的に議論されていない。）が、本稿では、公開買付け（TOB）を受けた対象上場企業の取締役の行動準則・規範等、特に上場企業が競合的な TOB 状況にある場合を中心に検討することとする。

1. レブロン義務

まず、我が国でも周知となったレブロン義務（Revlon Duty）との関係を考える。

レブロン義務とは、米国各州会社法上、取締役（及び上級経営陣）が会社の株

主に対して直接に負う信託義務 (fiduciary duty) の下で、会社の経営支配権に異動が生じる局面 (但し、その適用範囲には限定がある) では、取締役の役割はいわば「競売者」としてのそれに変わり、取締役は株主のために合理的に獲得し得る最善の「価格」(買収条件)を引き出すべく行動しなければならない、即ち1セントでも高い買収価格を提案する買収者に会社を買収させる必要があるとする、デラウェア州最高裁判所が、いわゆるレブロン判決 (Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986)) において認めた取締役の株主に対する高度な信託義務のことである。(レブロン事件については、J・マーク・ラムザイヤ=岩倉 (共編著)『ケースブック M&A —— ハーバード・ロースクールでの講義を基に』(商事法務、2015) (以下『ケースブック M&A』という) 239頁~251頁を、並びに、レブロン義務については『ケースブック M&A』50頁~60頁及び79頁~80頁、岩倉=太田洋 (共編著)『M&A 法務の最先端』(商事法務、2010) (以下『最先端』という) (同書所収の岩倉=大井悠紀「M&A 取引契約における被買収会社の株主の利益の保護 —— Fiduciary Out 条項を中心に ——」(以下『FO 条項』という) 97頁~100頁及びそこに引用の文献を参照のこと)。

筆者は、過去 (2010 年)、我が国の実定法、即ち会社法の解釈論として、取締役にレブロン義務を採り入れることができるか否かという論点について、会社法の下で取締役の負う善管注意義務・忠実義務の内容としてレブロン義務を認めることはできないと述べ (『最先端』所収の岩倉=石川智也「取締役の責任・行動準則 —— 我が国においてレブロン義務は認められるか ——」(以下『レブロン義務は認められるか』という) 31頁)、その後 (2015 年) も同様の結論を述べた (『ケースブック M&A』80頁) 上で、むしろ「内外の企業関係者・投資家等のコンセンサスが得られるのであれば、前記その株主利益最大化原則の帰結による (いわば) 限界を乗り越えるために、(一定の状況・要件という前提をつけるとしても) 取締役が株主に対して直接に信託義務 (fiduciary duty) を負うことを明文で規定することによって、レブロン義務を会社法上認める素地を作るべきであることをここに提案したい」とし (『レブロン義務は認められるか』33頁)、その理由としては、買収防衛策の発動の是非が問題となる場面や MBO のような取

締役と株主の利益相反が生じる場面をより実効的に米国マーケットにおける規範と同様に規律することができるので、「わが国マーケットに対する内外の信頼をより確保することができるのではない」か（同頁）と考えた。

翻って、我が国の上場証券市場において、実際の案件で、ユニゾ HD が最も高い買収価格を提示した公開買付者を優先すると公表し、全ての買収候補者に対して、もし同社の買収を行おうとするのであれば（その時点において存在した TOB 価格より）より高い TOB 価格に引き上げるように要請を行った。また、島忠—ニトリ—DCM の事案では、端的により高い TOB 価格を提示した買収者（ニトリ）が、事前に何らの連絡・協議を対象企業（島忠）に対して行っていなかったにもかかわらず、対象企業と合意をして友好的な買収を行おうとしていた、より低い TOB 価格を提示していた（そして、その TOB 価格を引き上げなかった）買収者（DCM）に対して勝利し、スムーズに対象企業を買収した。

かかる近時の状況をみると、「内外の企業関係者、投資家等のコンセンサス」は既に存在しており、我が国証券市場においても、上場企業を公開買付けにより買収しようとする場合には、（他に特段の事情がない限り）原則として、より高い TOB 価格を提示する買収者がより低い TOB 価格を提示する買収者よりも優先されるべきであり、また、買収対象企業の取締役（会）も、より高い TOB 価格を提示する買収者による TOB に対して賛同表明すべきであるという「規範」が既に存在しているのではないかと推測されるところである。前述のユニゾ HD の事案において、実際には TOB を（最後まで）実行しなかったが、その時点において最も高い TOB 価格を提示したブラックストーンの提案について、世界最大のアクティビスト・ファンドであり、ユニゾ HD のその当時の筆頭株主であったエリオットが、ユニゾ HD の取締役会に対して、当該ブラックストーンの（ベア・ハグ戦略によるものであるが）提案を真摯に検討するように、即ち、他の選択肢（例えば、買収防衛策を採るとかより低い TOB 価格を提示した買収者（フォートレス）に対して賛同表明する等）を採るべきではなく、ブラックストーンの提案に賛同するようにプレッシャーを与えたことが公表され、誰からも強い異論が出なかったという事実もこれを裏付けるのではないと思われる。

もしこのような推測が正しく、かかる「規範」が既に我が国の上場証券市場に

存在しているのだとすれば、それを単なる上場企業における「ベスト・プラクティス」と呼ぶだけではなく（ベスト・プラクティスであることは異論がないと考えられる）、それは過去の先例の積み上げと、後述するコーポレート・ガバナンス・コード及びスチュワードシップ・コードの普及と浸透並びに「公正な M&A の在り方に関する指針」の影響も強く働いたものと考えるが、その正確な原因の究明はともかくとして、今や、筆者がかつて立法的に提案した我が国会社法への取締役の信認義務の導入を経ることなく、『競争的に上場会社に対して現金による公開買付けがなされた場面においては、対象企業である当該上場企業の取締役（会）としては、他に特段の事情がない限り、原則として、最も高い TOB 価格を提示した公開買付者の提案に賛同表明意見を述べるべきである』という、レプロン義務に類似した「規範」・「行動準則」を読み取ることができるし、実務的にもかかる理解が既に定着しているのではないかと考えられる。また、更に進んで、実定法たる会社法上の善管注意義務・忠実義務の解釈論としてもこれを導けるに至るかもしれないと思案するものである。

なお、ここで、まず「現金による公開買付け」と述べたのは、対象会社にとっては他の企業との合併等による統合という選択肢があるし、更に今後自社株式その他の有価証券を対価とする TOB が（現在よりも）普及する可能性があるところ、それぞれの取引における対価たる有価証券の価値評価は一義的ではないため、容易にどちらが「より高い」、「より低い」という評価ができないためである。また、「原則として」と述べたのは、上述の合併等による統合という事業戦略は合理的な経営判断としてあり得る（後述の通り、ユニゾもこの可能性を検討していた。）し、更に、米国においても、TOB の対象企業が、会社の事業戦略や効率性等に関する「脅威」が存在すると信ずるに足り合理的根拠が存在すること、及び、取締役会が実際に採用した防衛策が当該脅威に照らして相当であることを取締役（会）側が立証することを前提として、当該企業に対してなされた TOB に対してもそれを必ず受け容れなければならない訳ではなく、当該敵対的 TOB に対して防衛策を採ることができるとする、ユニカル基準が現在も存続しているところ、この理は我が国にもあてはまると考えられるからである（ユニカル基準については『FO 条項』97 頁～98 頁、並びに、『ケースブック M&A』43 頁～49 頁及び

220 頁～228 頁を参照のこと)。

2. コーポレート・ガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの普及と浸透

次に、日本版スチュワードシップ・コード（金融庁、平成 26 年 2 月 26 日。平成 29 年 5 月 29 日改訂。令和 2 年 3 月 24 日再改訂）とコーポレート・ガバナンス・コード（東京証券取引所、平成 27 年 6 月 1 日。平成 30 年 6 月 1 日改訂）が我が国上場証券市場における上場企業及び機関投資家の考え方及び行動を大きく変える影響を与えた。ここでは、ごく簡単に、本稿が扱う、上場企業に対して TOB が競合的に生じた場合の両コードにおける取り扱いを見ておく。

まず、スチュワードシップ・コードに関しては、その主たる対象は名宛人である機関投資家の保有する上場株式の議決権の行使や上場企業との対話（エンゲージメント）であるが、スチュワードシップ責任を負う機関投資家が顧客・受益者の利益を第一として行動すべきと明確に宣言したこと（原則 1 及び原則 2）から、保有する上場会社株式に対する TOB が競合状態となった場合に、スチュワードシップ・コードを受け入れた機関投資家としては、より低い TOB 価格を提示する買収者（公開買付者）による TOB に応じることは困難になるという、マーケットの原理からすれば当然の理が導かれる。

次に、コーポレート・ガバナンス・コードでは、TOB の対象となる上場会社自身に対する規律が直接に規定されている。本稿に関連するものとしては、「原則 1—5、いわゆる買収防衛策」が「株主に対する受託者責任」（なお、この表現は、恰も取締役が株主に対して、信託義務（fiduciary duty）を負っているかのようにも読めるが、この点については、コード自身はその他に説明していない）を負う取締役会がその責任を全うしなければならないとし、（いわゆる買収防衛策についての必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続きを確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきとすることに加えて）「補充原則 1—5①」において、「上場会社は、自社の株式が公開買付けに付された場合には、取締役会としての考え方（対抗提案があればその内容を含む）を明確に説明すべきであり、また、株主が公開買付けに応じて株式を手放す権利を不当に妨げる措置を講じる

べきではない」と規定して、TOBの対象会社（ターゲット）となった上場会社の行動準則を直接に論じた。ユニゾHDが、ユニゾ買収基本方針を取締役会の決議を経て発表したのは、まさにこの原則に従ったものである。

今後、TOBを受けた上場企業は、対抗提案があれば当然に、また、対抗提案がなくても当該TOBに対して直ちに賛同の意見表明を示さない場合には、かかる補充原則に従うべきということになると考えられる。

3. 公正なM&Aの在り方に関する指針が実務界に与える影響

令和元（2019）年6月28日、経済産業省により公表された「公正なM&Aの在り方に関する指針——企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」（以下「公正M&A指針」）は「典型的に構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題が存在するMBOおよび支配株主による後続会社の買収をその対象とする」と述べ（14）、更に、「他の取引類型を直接の対象とするものではないが、両取引類型に該当しないM&Aにおいても、一定程度の構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題が存在する場合には、その問題の程度等に応じて本指針を参照することは、当該M&Aの公正さを担保することに資する……」と続け（同所）、MBO及び支配株主による従属会社の買収が直接の対象であるとしつつも、更に「一定規模の構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題が存在する場合」には参照することを勧めていると理解されるものであり、上場企業がその株式についてTOBを受けたり買収提案を受けた場合に一般化して適用されるものではないため、島忠—ニトリ—DCMの事案もユニゾHDの買収提案の状況についても適用対象ではない（『M&Aの新たな展開』所収の藤田論文もユニゾHDの事案は「本指針の適用対象ではない案件である」とされる。同書4頁注10）。なお、本指針策定の中心的な役割を果たされた藤田友敬教授が、本指針は「裁判規範となることを目的としているわけではない」と述べられ（同書69頁）、同指針も「対象会社の取締役の善管注意義務および忠実義務との関係等について整理を行うことを直接意図したものでもない」（本指針注1）と述べている。

しかしながら、公正M&A指針に規定された原則や基本的視点は、グローバル市場（特に米国市場）におけるM&A取引についての長い歴史における様々

な議論をベースとして、我が国の会社法等の權威の研究者を中心に策定されたものであり、(あくまで M&A 取引市場においてプレーヤーとしても参画している筆者の個人的見解ではあるが) 上記の本指針が「適用対象」とする取引や参照することを勧める取引だけではなく、あらゆる M&A 取引において一般的に検討されるべきベスト・プラクティスであるとの理解が既に広く認識共有され、浸透されているものと考えられる。

ユニゾ HD の事案においては、特に、本指針の第 1 原則をユニゾ買収基本方針が「援用」したことについての批判がなされている³⁾が、その是非は措くとして、今後我が国の M&A 取引の検討及び実行の局面において、少なくとも買収取引の対象となる上場企業が取るべきベスト・プラクティスを考える上では、本指針が必ず参照されることは間違いないと思われる。なお、本指針策定の中心的メンバーの一人である田中亘教授が「本指針を作った研究会の発足時には、MBO や支配株主の買収だけでなくその周辺の部分……具体的に言うと、アメリカであれば、レブロン義務の射程に入るような買収取引」も検討する意識があった(が、「主たる対象から外したというか、……残された論点」とされた)と明示的に述べられており(同書 86 頁)、その部分についても本指針のようなガイドラインを策定するべきか否かは別として、今後議論すべき「論点」であることについては、筆者の問題意識と一致していると考えられる。

4. 現実の M&A 取引市場におけるプラクティスに関する論点

最後に、ユニゾ HD や島忠一ニトリDCM の事案と直接には関連しないが、我が国の直近の現実の M&A 取引市場におけるプラクティス(実務)に関して、本稿において指摘するべき更なる論点を簡潔に述べておく。

2020(令和2)年11月24日、ケネディクス株式会社(ケネディクス)を対象企業として、三井住友ファイナンス&リース株式会社が(買収ビークルである子会社の SMFL みらいパートナーズ株式会社を通じて)(以下「SMFL」)TOBを実施し、2021(令和3)年1月8日、当該 TOB は成立した。本 TOB に関する SMFL の公開買付け届出書によれば、TOB の対象企業であるケネディクスと SMFL とは、2020 年 11 月 20 日付けで、資本業務提携契約書を締結し、同契約

3) なお、『M&Aの新たな展開』においては、ユニゾ買収基本方針だけでなく、ユニゾHDの対応についても多くの批判的な見解が示されているが、論者が事実関係を十分に理解されていない、又は誤解に基づく部分も多く存すると思われるので、ごく簡潔にそのポイントを示しておきたい。(なお、同書所収の座談会には、ブラックストーンのリード・カウンセルだった弁護士も参加されていたが、同座談会はまだ同社とユニゾHDの交渉中に行われたもののようで、専らブラックストーン側からの視点で述べられてしまった事は否定できないし、他の参加者がそれに影響を受けてしまったのも仕方ないとは思われる。なお、筆者はユニゾHDのリード・カウンセルを務めており、本稿でもユニゾHD側からの視点で物事を見がちになる危険があることは自ら認めておく。)

第1に最も大きなポイントは、ブラックストーンは一度もTOBを実行しておらず、いわゆるベア・ハグ戦略による提案、特にTOB価格の提案は行ったが、(常にユニゾHDの同意を条件とすると述べて)最後までTOBを実施しなかったものであり、ユニゾHDとしては、実際にTOBを実施した公開買付者(フォートレス及びチトセア投資)と同列には論じられなかった点は看過されるべきではない。(同書に、ユニゾHDがブラックストーンが提案した「高額のおファーを拒絶」したという表現が散見されるが、金商法上、TOBの対象上場企業は実施されたTOBの提案に対して意見を述べる法律上の義務があるものの、TOBを実行していない候補者の提案に対して意見を述べる義務はないし、いわんや応じる義務もない。また、日本ではまだ少ないが、ブラックストーンの提案はいわゆるベア・ハグ戦略に基づくものであり、前述の通り、理屈から言えば米国でもユニカル基準による対抗をすることができる可能性もあり得た状況であったこともあげられる。)にもかかわらず、ユニゾHDは、ブラックストーンと一時期、集中的に誠実な交渉を行っていた点も更に指摘されるべきである。

第2に、前述の通り、ユニゾHDは(フォートレスと)ブラックストーンとのみ同社の買収について交渉していたのではなく、他の買収候補者の中にはブラックストーンが(当時)提案していた買収価格(具体的には5000円)よりも高い価格(5000円+ α)を提案していた候補者も存在していた(2019年11月24日付のユニゾHDの公表参照)し、また、ユニゾ買収基本方針の④により、より高額の買収価格を提示することを全ての候補者に要請していたので、ブラックストーンのみと交渉するべき義務は全くなかったという点も看過されてはならないと考える。

第3に、この点は明確には公表されなかったため、論者が事実関係を認識し得なかったことは仕方がないが(但し、上記のユニゾHDの2019年11月24日のプレスリリースを読み込むと、その可能性が暗示されている。)、ユニゾHDは、同社のTOBによる買収のみを考えていた訳ではなく、ある事業会社との間において、同社とユニゾHDとの合併を含む統合・再編の取引の可能性も検討していた(実際に、筆者は、同事業会社とユニゾHDとの間の「統合契約」をドラフティングし、同社に提示していた)。ユニゾHDの経営者が、TOBにより買収されることを選ぶか、他の会社との合併・統合を選ぶかは優れて経営判断によりなされるべきのもであり、ブラックストーンの提案に最終的に応じないという判断も(単に高額なTOBの(提案に留まる)買収価格を拒絶したという見方は浅薄であり)合理的な経営判断が否かという観点から評価されるべきであると考えられる。

なお、ユニゾHDがユニゾ買収基本方針で用いた「企業価値」の概念については、論者の批判が強い(し、筆者も相応に理解はできる)が、あくまでユニゾHDの経営陣が自ら考えた概念であって、これも経営判断と言い得るし、(本指針の適用がない案件であ

において、ケネディクスはSMFLによるTOBに賛同する意見表明決議を行い、それを公表することを約束した。しかしながら、SMFL以外の第三者がSMFLのTOB価格を上回る買付価格で、買付予定数の上限を設定しないで、ケネディクス株式に対するTOBを実施又は提案した場合等には、ケネディクスは賛同意見表明決議の変更を検討することができるものとされ、(i) 対抗的TOBの成立によっても、企業価値の源泉である経営の独立性・自主性が確保でき、対象者たるケネディクスの企業価値向上に資することが合理的に説明できるとき、又は(ii) (i) に該当する場合以外の場合において、賛同意見表明決議を変更しないことが対象者たるケネディクスの取締役の善管注意義務に違反するおそれがあると、特別委員会の見解を踏まえたうえでケネディクスが合理的に判断する場合(但し、当該判断にあたっては、企業価値の源泉である経営の独立性・自主性の確認が規定されている資本業務提携契約の存在を考慮するものとする)には、ケネディクスはSMFLと事前に誠実に協議の上賛同意見表明決議の変更をすることができる旨が規定されていたことが開示された。

要するに、対抗的TOBが実施され、(TOBの対象企業であるケネディクスの企業価値の源泉である経営の独立性・自立性が確保でき、ケネディクスの企業価値向上に資することが合理的に説明できる場合⁴⁾に加えて) ケネディクスの取締役(会)がSMFLのTOBに対する賛同意見表明決議を変更しないことが、取

るというだけではなく) そもそも同座談会でも「企業価値」の概念の把握は、具体的案件においては容易ではないとも述べられている(同書97頁～99頁の神田秀樹教授の発言を参照)点を指摘しておく。また、後述4.記載のケネディクスの事例も参照のこと。

- 4) 本件のTOBの対象企業であるケネディクスの「企業価値の源泉である経営の独立性・自主性が確保でき、対象企業の『企業価値』の向上に資する」という考え方については、『M&Aの新たな展開』の座談会の論者からすれば、ユニゾHDのユニゾ買収基本方針における「企業価値」の概念と同様に批判を受けるのではないかと思われるが、神田教授が指摘されるように、(コーポレート・ファイナンス的に割り切って定義しない限り) 企業価値の概念の把握は一様ではないと考えられる。

なお、SMFLによるケネディクスのTOB取引は、ユニゾHDと同様に公正M&A指針の直接の適用範囲には入らないが、ケネディクスの筆頭株主(約20%を保有する)ARAアセットマネジメント社(ARA)はSMFLと株主間契約を締結しており、TOBの成立後SMFLがケネディクスの発行済株式総数の70%を、ARAが30%を保有することが合意されていたので、公正M&A指針を参照されることが勧められる取引であったと評価されるかも知れない。

締役の善管注意義務に違反するおそれがあると、ケネディクスの特別委員会の見解を踏まえたうえでケネディクスが合理的に判断する場合には、(SMFLと事前
に誠実に協議の上で)本賛同意見表明決議を変更できるという規定である。これ
は、米国市場における M&A 取引のほとんどの場合に規定される Fiduciary Out
条項(以下「FO 条項」)に準じるものが、2004 年の UFJHD と MTFG の統合契
約により我が国の M&A 取引契約で初めて規定されて以来、我が国の M&A 取
引市場において徐々に定着していった日本版 FO 条項に由来するものであるが
(米国における FO 条項と UFJHD—MTFG 間の統合契約を含む日本版 FO 条項
については、『FO 条項』89 頁～155 頁参照)、未だかかる規定についての裁判例
はないものの、少なくとも、より高い TOB 価格をつけた対抗的 TOB が実行さ
れた場合に、(他の特段の事情がない場合には)原則として、対象企業であるケ
ネディクスの取締役が、SMFL の TOB に対する賛同意見表明を変更(撤回)し、
当該対抗的 TOB に対して賛同意見を表明しないと「善管注意義務」違反と評
価される場合が「あり得る」ということを本規定は前提としている(もしそのよ
うな場合があり得ないのであれば、本規定の意味はない)。

このような日本版 FO 条項は我が国の実際の M&A 取引において徐々に増加
しており、このような場合により高い TOB 価格を付けた TOB に賛同する意見
を表明することが、TOB の対象企業の取締役の単なるベスト・プラクティスで
あると言うに留まらず、取締役の行動準則・規範であることは最早否定し得ず、
更に「善管注意義務」の内容にまでなる可能性を示唆していると言えよう(但し、
この点の更なる深い検討は、別の機会に譲りたい)。

IV 結語

本稿では、今後我が国の上場証券市場において増える⁵⁾と予想される対抗的
TOB 下の状況に焦点を当て、TOB の対象企業の取締役の行動準則・規範等につ
いて簡単ながらも考察した。

その結論としては、我が国証券市場においては、上場会社に対して競合的に現
金を対価とする TOB がなされた状況では、対象企業の取締役(会)としては、

他の合理的な経営判断に基づく対応をしないのであれば、原則として、最も高い TOB 価格を提示した公開買付者の提案に賛同意見を表明すべきであるという行動準則・規範が既に存在するということである（善管注意義務との関係は別の機会に譲る）。なお、「他の合理的な経営判断に基づく対応」（いわゆる敵対的買収防衛策もこの文脈で考えられ得る）を採る場合には、株主に対する十分な説明責任が必要になる。以上の理屈は、あまり異論なく、我が国の多くの企業関係者・投資家に受け入れられる（受け入れられている）と考えるが、今後の事例の集積により、更に精微な議論が展開されることを期待したい⁶⁾⁷⁾。

以上

-
- 5) 2021 年 1 月 15 日、旧村上ファンド系のシティインデックスイレブンスは、米国大手 PE ファンドのカーライル・グループと経営陣が 2020 年 11 月 6 日から MBO のための TOB を行っていた（TOB 価格は 600 円）航空測量大手の日本アジアグループ株式に対して、対抗的 TOB（TOB 価格は 840 円）を開始すると発表した。なお、MBO に対して TOB 応募契約を締結した筆頭株主の藍澤証券は、630 円以上の TOB 価格で対抗的 TOB が開始された場合には、応募契約を解除して対抗的 TOB に応募できると開示されている。その後、MBO 側が TOB 価格を 1200 円に引き上げたが、シティ側は同年 2 月 5 日より価格を更に引き上げ、TOB 価格を 1210 円として TOB を実施した。その結果、同年 2 月 10 日、MBO 側は、応募株式が買い付け予定の 4 割弱に留ったとして、MBO が不成立になったと発表した。
- 6) 玉井裕子＝岡野辰也「事例から読み解く 2021 年実務の動向 (1) M&A ― 非友好的買収を中心に・その 1」(旬刊商事法務 2253 号)では、ユニゾ HD が「狭義の企業価値としての「従業員の雇用確保と働きがいのある企業であり続けること」を重視した点〔は〕特異な点である……〔が〕、チトセア投資が、ブラックストーンの提案価格に対して、それと同額以上となるように公開買付価格を引き上げ続けており……、(b)企業価値の向上の視点に加え、(a)株主共同の利益（公開買付価格）の点でもこれに優越する提案が存在したわけではなかったことからして、総合的にチトセア投資の提案が採択されたことについては特段の違和感はない。」と述べている（同書 11 頁）。
- 7) なお、ユニゾ HD の EBO について、筆者の友人の米国の M&A 取引専門の弁護士からは、(ブラックストーンにせり勝ち、エリオットに応募契約を結ばせたことも特筆されるべきだが)当初の市場株価（1990 円）の 3 倍強の価格（6000 円）で買収取引を完了させた（ユニゾ HD の）経営陣は、米国であれば素晴らしい仕事をしたと高く賞賛され、ヘッドハンターにより転職先が多く見つかるだろうという、米国の M&A 取引実務からはごく自然なコメントを受けた。