

# 「敵対的買収と株主総会—日本の最近の理論状況について」

京都大学大学院法学研究科  
教授 森本 滋

---

I. はじめに	實務
II. 三つの裁判例	(2) 大規模買付者の情報の提供義務
(1) ベルシステム24事件	(3) 企業価値の毀損を理由とする買収 阻止策
(2) ライブドア・ニッポン放送事件	(4) 全株対象の株式公開買付けと買収 防衛策
(3) ブルドックソース事件	
(4) 小 括	
III. 買収防衛策と取締役会・株主総会	IV. 企業買収と委任状勧誘
(1) 序—企業価値研究会報告書と會社	V. 結 語

---

## I. はじめに

日本において、敵対的企業買収が現実問題となったのはそう古いことではなく、この問題について十分な理論的説明がなされているわけではありません。

本日は、最近の三つの裁判例を素材に若干のコメントをさせていただき、次いで、最近話題となっている企業買収に関連した委任状勧誘に関するいくつかの法的問題を紹介させていただきます<sup>1</sup>。

## II. 三つの裁判例

### (1) ベルシステム24事件

X社は、Y社の40パーセントを超える株式を有していました。X社は、Y社経営陣から適切な成長戦略が示されないとして、2004年8月末開催のY社定時株主総会において経営者を交代

---

<sup>1</sup> 会社法は株式会社の機関構成を弾力化しました。本日は、取締役会、監査役・監査役会、会計監査人を設置している上場会社である大会社を前提に考察します。

させるため、同年6月18日、取締役改選にかかる株主提案権を行使しました<sup>2</sup>。

これに対して、7月20日のY社取締役会は、A社と業務提携を行い、そのための1000億円を超える資金調達をB社（投資ファンド）に新株のすべてを割り当てる新株発行の方法（106パーセント増資）により行うことを決議しました<sup>3</sup>。

また、本件新株発行の効力発生日である8月6日を定時株主総会に係る新株の議決権の基準日とすることも決定されました。これによりX社の提案議案は否決されることになります。

2004年8月4日の東京高裁決定は（金判1201号4頁）、Y社経営陣が自らの支配権を維持する意図を有していた疑いは否定できないが、それが会社の発展や業績の向上という正当な意図を優越すると認めることは困難であるとして、本件新株発行の差止めを認めませんでした。

裁判所は、本件事業計画がY社の経営陣と利害関係のないA社から提案され、利害関係のないB社も交えた交渉の結果基本合意書が調印された事実を重視して、本件事業計画は合理的なものであると推認しました。

そして、Y社経営陣が、Y社の企業価値向上のためA社と業務提携をすること、そのための資金調達手段としてB社への第三者割当増資を行う旨決定したことは不合理なものでなく、また、新株の発行価額も公正でX社の持株に係る経済的利益を侵害するものではないと判断したのです。

## **(2) ライブドア・ニッポン放送事件**

フジテレビとニッポン放送は同一グループに属していました。

ニッポン放送株12パーセントを有していたフジテレビは、グループ経営の観点からニッポン放送を子会社化することとし、ニッポン放送株に対する公開買付けを開始しました。

ライブドアは、公開買付期間中、取引所の立会外取引で30%弱の株式を取得し、その後市場でも買い進み38%程度の株式を所有するに至りました。

これに対して、ニッポン放送は、144%の新株取得を可能とする新株予約権をフジテレビに割り当てることを決定しました。

---

<sup>2</sup> 株主は、株主総会の会日の8週間前に株主提案権を行使しなければなりません（会社法303条2項、305条1項）。

<sup>3</sup> A社の子会社の買収資金や設備投資資金等に当てるためのもので、この新株発行の発行価額総額はY会社の総資産額の2倍、資本金額の約10倍です。

ニッポン放送は、この第三者割当の目的は、資金調達だけでなく、ライブドアの支配権取得による企業価値の毀損を阻止するためであることを強調しました<sup>4</sup>。

2005年3月23日の東京高裁決定は（金判1214号6頁）、経営支配権の争いが現に生じているとき、現経営者あるいはこれを支持する特定の株主の持株比率を確保することを主要な目的として新株予約権の第三者割当をすることは原則として不公正発行となるとしました。

そして、東京高裁は株主全体の利益保護の観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情のあるときには、例外的に、その対抗手段として必要性や相当性が認められる限り、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行が認められるとしました。

特段の事情とは、買収者が真摯に合理的な経営を目指すものでなく、その支配権取得が会社に回復しがたい損害をもたらすおそれのあることであり、買収者が濫用的買収者であることを意味します<sup>5</sup>。

### （3）ブルドックソース事件

ブルドックソース事件は、事前の買収防衛策を導入していない会社が、全株買付目的の公開買付けに対抗するため、株主総会の特別決議に基づいて、差別的行使条件の付された取得条項付新株予約権を株主に無償割当した事案です。

この買収防衛策の実質は、1株を4株に分割するが、買収者には当初の公開買付価格を基準に金銭補償をして、買収者の「投資価値」は維持しつつその議決権を4分の1に希釈化するものです。

2007年8月9日の最高裁決定は（金判1273号2頁）、新株予約権の無償割当にも株主平等原則の趣旨が及ぶことを明らかにしました。

次いで、最高裁は、株主平等原則は個々の株主の利益保護を目的とし、特定の株主の支配権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企業価値が毀損され、会社・株

---

<sup>4</sup> ニッポン放送は、ライブドアがニッポン放送の支配株主となることはニッポン放送がマスコミとして担う高い公共性と両立しないと判断し、ニッポン放送の企業価値の維持とニッポン放送がマスコミとして担う公共性を確保するため、ライブドアによる大量の株式取得という公開買付後に発生した事情に影響を受けることなくニッポン放送が賛同を表明したフジテレビによるニッポン放送の子会社化という目的を達成する手段として、本件新株予約権を発行する旨、表明している。

<sup>5</sup> ①グリーンメイラー、②焦土化経営、③会社財産の流用、及び④短期的利益目的の重要財産の売却が具体例とされています。

主共同の利益が害されることになる場合は、それを防止するため当該株主を差別的に取扱うことが衡平の理念に反し相当性を欠くものでない限り、株主平等原則の趣旨に反しませんでした。

#### (4) 小括

新株の第三者割当が不公正発行であるかどうかの判断枠組みとして主要目的論が提唱されていますが、それは経営者の内心の動機を探求しようとするものではありません。

裁判所は、株主の持株比率維持は原則として法的保護の対象ではないとして、経営者に利益相反関係が認められない限り取締役会の経営判断を尊重し、当該新株発行の決定手続の審査を中心に、新株発行の必要性とその結果の相当性を考慮して不公正かどうかの判断をしています。

ベルシステム24事件において、東京高裁は、取締役会に認められている経営権の合理的な行使により結果として支配権に影響を与えてもやむを得ないと判断したようです。

しかし、この裁判例から、取締役会は会社の企業価値向上のためであれば現在の支配株主を交代させることができるという命題を当然に引き出すことはできません。

X社は相当な額が提示されるなら持株を手放す意図をY会社経営陣に示しており、その後和解が成立して、X社所有のY社株がB社に買い取られました。また、X社は、経営権奪取後の経営改善策を明らかにしていなかったようです。

このような状況下で、新たなビジネス展開を図り経営の閉塞状況を打破するため、経営陣と特別の関係のない者に第三者割当てがなされたのです<sup>6</sup>。

ライブドア・ニッポン放送事件では機関の権限分配秩序が強調されました。

裁判所は、支配権の争いがない場合は合理的な経営判断により新株発行等を行うことができ、それによって株主の持株比率が低下することも許容されるが、取締役の選任、解任は株主総会の決議事項であって、支配権に争いがある場合は原則として選任される取締役が選任者である株主構成を変更することはできないと述べています。

本件の新株予約権の第三者割当はグループ内の組織再編目的の公開買付けを成功させるため

---

<sup>6</sup> 東京地決2008年6月23日（金判1296号10頁—クオンツ事件）は、取締役が二派に分かれて争っている場合に（反対派取締役の解任を目的とする株主総会の直前）、一方を利するために友好的な者に第三者割当をする場合、資金調達が必要が認められても、第三者割当を合理化できる特段の事情のない限り、不公正発行になると判断しました。

組織再編当事者になされたものであり、利益相反性が問題となります。資金調達により積極的な事業展開をする意図は二次的なものとなります。

ライブドアがニッポン放送の企業価値を毀損するとは認められませんでした。ベルシステム24事件とは異なり、経営側は防衛的で、反対派は攻撃的です。当時の振興企業に対する積極的評価が結論に影響を与えたように思われます。

この事件については、後日談にも興味が惹かれますが、ここでは、ライブドアが公開買付け規制の不備を十二分に利用したことを指摘するにとどめます。

ライブドア事件を契機に、2005年と2006年に公開買付け規制が改正されました<sup>7</sup>。この結果、ライブドアのような買収行動はできなくなりました。

今後は、公開買付けと関連した買収防衛策が問題となります。その例がブルドックスソース事件です。

ブルドックスソース事件において、すべての株主に新株予約権が無償で割り当てられるが、差別的行使条件により結果として買収者の持株比率が低下することが株主平等原則違反ないし不公正発行となるのではないかが問題となりました。

この事件においてはじめて、買収阻止だけを目的とする純粹の買収防衛策が法的問題となったのです。

### Ⅲ. 買収防衛策と取締役会・株主総会

#### (1) 序—企業価値研究会報告書と会社実務

実務上、次のような事前警告型の大規模買付けルールが採用されています<sup>8</sup>。

<sup>7</sup> 取引所における立会外取引のうち相対取引に類似した一定の取引について、3分の1超の株式取得となる場合が公開買付け規制の対象となりました。市場の内外の取引を組み合わせると3分の1超となる急速買付けのほか、公開買付け期間中の3分の1超取得者の5%超の買増にも公開買付けが義務づけられました。3分の2超買付けを行う場合の全部買付け義務も導入されました。対象会社の意見表明義務が課されました。意見表明において買付け者に質問することができます。公開買付け期間は20営業日から60営業日の間で定められますが、対象会社は株主に対する情報提供等の関係から公開買付け期間を30営業日まで延長するよう請求することができます。買収防衛策発動等における公開買付けの撤回や買付け条件の合理的な変更を容認する改正もなされました。また、5パーセントルールも改正され、ファンド等の報告は2週間ごとに5営業日以内にならなければならないこととなり、特例適用除外事由も明確化されました。

<sup>8</sup> これは2005年5月27日付経産省・法務省の「買収防衛策に対する指針」を受けたもので、「指針」は、買収防衛策の導入、発動および廃止は、企業価値、ひいては、株主共同の利益を確保し、又は向上させる目的を持って行うべきであり、その導入に際して、目的・内容等が具体的に開示され、かつ、株主の合理的な意思に依拠すべきであり、買収を防止するため必要かつ相当なものとするべきであるとしています。

20%以上取得しようとする大規模買付者に必要情報の提供義務が課されます。取締役会は、特別委員会等の意見を聴取して、当該買付を評価し意見を表明します。評価期間は60日から90日のようです。

この大規模買付ルールを遵守しない場合、対抗措置が講じられます。対抗措置として、差別的行使条件の付された取得条項付新株予約権の無償割当てがなされます。

また、情報提供を受けた取締役会が、当該買付は会社の利益、企業価値を毀損すると判断したときも、同様の対抗措置が講じられます<sup>9</sup>。

## (2) 大規模買付者の情報の提供義務

取締役会設置会社の株主総会は法定事項のほか定款で定めた事項に限り決議することができます（会社法295条2項）。これは取締役会の業務執行権限を確保するためのものです。

株主総会の法定決議事項以外の会社事項については、取締役会が責任を持って決定しなければなりません。買収防衛策についても同様です。

大規模買付者に情報提供義務を課し、その実効性を確保するため大規模買付ルールを遵守しない場合対抗措置を講ずるものとする買収防衛策は、株主の投資判断資料と熟慮期間、取締役と買収者の交渉の機会を確保することを目的とするものです。

実務上、これは買収者の利益を不当に制限しない合理的な買収防衛策であると考えられています。

取締役会は、その会社や株式市場の状況から、このような買収防衛策を設けることが会社ひいては株主共同の利益を守るために必要であると考えられる場合、自らの責任でこれを導入することができます。

株主総会決議の承認を得てこのような買収防衛策が導入される場合があります<sup>10</sup>。定款が当該事項を株主総会の決議事項としている場合、その決議に法的拘束力が認められます。

---

<sup>9</sup> 企業価値研究会は、2008年6月30日に、「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」と題する報告書を公表しました。買収防衛策は、株主の投資判断資料と熟慮期間、さらには、取締役と買収者の交渉の機会を確保することを目的とし、買収防衛策の発動は株主共同の利益を毀損することが明白な買収を止めるために例外的なものであること、買収者に金員等を交付すべきでないこと、取締役が買収提案が株主共同の利益（株式価値の向上）にどうかどうか第一次的判断すべきこと、を強調しています。

<sup>10</sup> 2008年7月時点において、買収防衛策を導入している上場会社は600社近くにのぼるようです。2006年には取締役会の決定により平時導入型の買収防衛策を定める上場会社が相当数見られましたが、2007年の定時株主総会に改めて株主総会の普通決議（勧告決議）による承認を得て買収防衛策を定める会社も少なくなかったようです。定款規定を基礎に株主総会の普通決議で買収防衛策を導入する会社も少なくないようです。

しかし、定款規定がない場合、当該決議には株主の多数の支持があるという事実上の効用が認められるにすぎません。したがって、これは「勧告」決議といわれています。

大規模買付ルールを遵守しない買付が無効となるわけではありません。

このルールを遵守しない場合、対抗措置を講ずることを事前に警告して、誠実な買収者にルールの遵守を求める事実上の効果を有するにすぎません。もっとも、これを遵守しないことにより濫用的買収者であると事実上推定されるでしょう。

ルールが遵守されない場合に対抗措置が講じられますが、それが当然に有効となるわけでもありません。その効力は「必要性と相当性」の基準により個々に判断されます。

この措置が取締役会決議に基づくものであるか株主総会の普通決議に基づくものであるかは、その判断に決定的な影響を与えないように思われます。

### **(3) 企業価値の毀損を理由とする買収阻止策**

大規模買付ルールは遵守されたが、取締役会が当該買付は会社の利益、企業価値を毀損すると判断したときが次の問題です。

買収者が濫用的買収者であるとき、取締役会限りで会社の利益のため必要かつ相当な買収阻止策をとることができることは一般に認められています。問題は濫用的買収者の認定基準です。

ブルドックソース事件において、東京高裁は買収者を濫用的なものとしましたが<sup>11</sup>、東京地裁2007年6月28日決定は（金判12710号12頁）、買収者を「濫用的買収者」と認定しませんでした。

最高裁はこの判断を保留して、当該買収防衛策は必要性と相当性の要件を満たす旨認定しました。

最高裁は、会社・株主共同の利益が害されることとなるかどうかの判断（必要性の判断）は最終的には株主自身によりなされるべきであり、株主総会の決議が適正を欠いたり判断の正当

---

<sup>11</sup> 東京高裁2007年7月9日決定は（金判1271号17頁）、公開買付者について、支配権取得後の経営計画と事業計画を有していないこと、もっぱら短中期的に売却益を獲得しようとしてこれまで策を弄してきたこと、本公開買付けは、その経緯等から企業価値を毀損するものとして信義則に反する不当なものであるとして、公開買付者を濫用的買収者であると認定しました。

性を失わせる重大な瑕疵が存在しない限り、株主総会の判断が尊重されるべきだとしました。

相当性は裁判所が実質的に審査することとされていますが、それも必要性和相関関係にあり、株主総会の判断が尊重されるのでしよう。

ところで、株主平等原則違反や不公正発行に係る瑕疵は株主総会の特別決議により当然に治癒するわけではありません。買収防衛策が必要性和相当性の要件を充足するかどうかが決定的なのです。

取締役会限りの買収阻止策においては、相当性だけでなく必要性的判断についても厳格に司法審査がなされます。また、対抗措置の裁量の範囲が株主総会の特別決議による場合よりも限定される可能性があります。

実務上、この点に留意する必要がありますが、理論上、取締役会限りの買収阻止策を否定する必要はありません。

東京高決2008年5月12日（金判1298号46頁）は、ブルドックソース事件の最高裁決定に依拠して、取締役会が決定した差別条項付新株予約権の無償割当てを不公正発行と判断しました。

#### **（４）全株対象の株式公開買付けと買収防衛策**

学説上、全株買付目的の公開買付けは総株主に支配権の変更を問うものであり、濫用的買収者である場合を除いて、株主総会の特別決議によっても公開買付け阻止策を講ずることはできず、競争的公開買付けで対抗すべきであるという見解が有力です。

高値で株式を売却する機会を株主総会の特別決議で排除することも問題であるといわれています。

しかし、買収者による支配権の取得が会社の企業価値を毀損すると判断しても、会社は何にもできないということは不条理です<sup>12</sup>。

公開買付規制はここ数年で格段に改善しましたが、支配株主の責任ないし「誠実義務」に関する理論はなお未成熟です。

---

<sup>12</sup> 東京地裁決定は、公開買付けに応じなければ上場廃止により売却の機会を喪失するというおそれから、経営陣を支持しつつも公開買付けにやむを得ず応ずる株主も存在すると考えられるとして、株主総会における議決権の行使という形で株主の選択権行使の機会を設けることを正当化しました。

全株買付目的の公開買付けとの関連における必要性和相当性を厳格に審査をする必要はありますが、株主総会の特別決議により対抗措置を講ずる余地を認めることも合理的ではないでしょうか<sup>13</sup>。あるいは、濫用的買収者概念を弾力化する方向を指向すべきでしょうか。

ブルドックソース事件において、最高裁は株主総会の特別決議による承認を基礎に買収防衛策を正当化しました。しかし、買収者以外のほとんどすべての出席株主が経営者を支持した事実も考慮に入れる必要があります。

また、それは経営者交代・経営方針変更事例ではないこと、裁判所は支配権を争う以上それなりの経営戦略は有すべきであると考えていること<sup>14</sup>に留意する必要があります。

会社法は株主総会の特別決議による株主の権利の変容を認めており、株式買取請求権がそれを合理化していると説明されます。ブルドックソースはこの考えに影響を受けて買収者に経済的補償をしたのでしょうか。

株主の経済的価値を株主総会の特別決議で奪うことはできませんが、買収者が合理的行動により自らの経済的損失を回避することができる手当がなされているときは、経済的補償は不要となるのでしょうか。

経済的補償の有無・程度は、「企業価値の毀損」を防止するための措置としての相当性の判断の考慮要因にすぎないように思われます。

#### IV. 企業買収と委任状勧誘

会社法は議決権行使書制度を採用しています<sup>15</sup>。このため、日本の上場会社が委任状勧誘を行うことはまれです（会社法298条2項本文参照）。

最近、株主提案権の行使、とりわけ、支配権争奪との関連において、議決権行使書制度と併せて委任状勧誘制度を利用する例があります。

<sup>13</sup> この場合、定款変更と同様の決議要件であることを基礎に株主総会の権限を正当化できますが、理論上の株主総会の特別決議事項とすることも考えられます。

<sup>14</sup> 裁判所は、投資ファンドである公開買付者が全部買付けを目指しているにもかかわらず、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ことを問題としています。

<sup>15</sup> 議決権行使書制度とは、株主総会の招集通知に株主総会参考書類と議決権行使書を添付して、株主総会に現実に出席できない株主の議決権行使の実質的機会を確保する制度であり、1981年の改正に際して、委任状勧誘制度を改善する制度として導入されました。

会社が委任状勧誘規則に違反する委任状勧誘をした場合について、東京地判2005年7月7日（判時1915号150頁参照）は、それは株主総会の決議方法に係る「法令」違反でないとして、「不公正な決議方法」となるかどうかについて検討しました（否定）<sup>16</sup>。

全株主に委任状勧誘をする場合は議決権行使書制度の適用が除外されます（会社法298条2項但書・施行規則64条）。したがって、委任状用紙の瑕疵は決議方法の法令違反となるように思われますが、これはまた当然に「不公正な決議方法」となります。

会社側提案に反対する、あるいは、自らの提案議案に賛成するような文書を株主に送付する場合にも、委任状勧誘規則が適用されると解する立場があります<sup>17</sup>。

しかし、委任状勧誘規則は自己又は第三者に議決権の行使を代理させることの勧誘を規制するのであり（金融商品取引法194条）、議決権の代理行使を勧誘しない単なる「勧誘文書」の送付にこれを適用することは無理でしょう。

株主提案権を行使した株主が委任状勧誘をすることがあります。

会社も株主も定款の取締役の最大員数である「取締役8名選任の件」を議題としましたが、一部の候補者が異なる場合、次のようなことが起こります。会社はAとBを候補者とし株主はCとDを候補者としたとします。

議決権行使書には全候補者に係る賛否の記載欄を設けられますが、委任状には株主提案の候補者に係る賛否の記載欄のみが設けられ、AとBに係る賛否の記載欄がない場合が通常です。

2007年12月6日東京地判は（金判1281号37頁—モリテックス事件）、このような委任状用紙を利用してCとDに賛成票を投じた株主はAとBに反対票を投じたと解しました。

会社側は当該株主はAとBについて議決権を行使していないとして処理したのですが、これが違法とされました。裁判所は、当該議案の全体的状況から株主の意思を柔軟に解したのです。

委任状には、一般に、修正提案が出された場合に議決権行使を白紙委任する旨の記載がなさ

---

<sup>16</sup> 株主総会の招集手続又は決議方法が法令定款に違反し、又は著しく不公正なときが第一の決議取消事由とされています（会社法831条1項1号）。

<sup>17</sup> 委任状勧誘規則の適用を受ける場合は、規則所定の参考書類と委任状用紙を株主に交付し、その写しを金融庁長官に提出しなければなりません（金商法施行令36条の2、36条の3）。また、その虚偽記載等には罰則が科せられません。

れています。これは委任状用紙には議案毎に賛否の記載欄を設けなければならないとする委任状勧誘規則43条の趣旨に反すると批判される場合があります。

しかし、これは委任の趣旨の合理的解釈の問題とすることが合理的でしょう。

会社法は、株主名簿の閲覧を制限し、競業関係にある者の閲覧請求を拒むことができるものとししました（会社法125条3号、433条2項3号参照）。これを厳格に運用するときは、何らかの競業関係にある者の委任状勧誘は不可能となります。

東京高決2008年6月12日（金判1295号12頁）は、会社法125条3号は立証責任の転換規定であり、競業関係にある請求者が権利の確保又は行使に関する調査の目的で請求したことを立証しない限り閲覧等を拒むことができるにすぎないという合理的解釈を示しました。

## V. 結語

「敵対的買収と株主総会」という大それたテーマを設定しましたが、最近の裁判例の紹介と問題点を指摘したにすぎません。不十分な報告で申しわけありませんが、お許しいただきたいと思います。

公開買付けにかかる実体規制は本来的に会社法問題ですが、会社法との調整がなされないまま、金融商品取引法の規制内容が拡充されました。これが理論的解明の困難さを増幅させているように思われます。

議決権行使書と委任状の併用を巡って様々な法的問題が生じていますが、これも会社法と金融商品取引法の規制内容の整理問題の一つです。

今後、このような観点からの検討も進めたいと考えています。

# 적대적 매수와 주주총회 - 일본의 최근 이론 상황에 관하여-

교토(京都)대학 대학원 법학연구과  
교수 모리모토 시게루 (森本 滋)  
번역: 金允珍(한양대 법대 교수)

---

I. 머리말	(4) 주식 전부를 대상으로 한 주식의
II. 3개의 판례	공개매수와 매수방어수단
(1) 벨시스템 24 사건	(5) 매수방어수단과 경제적 보상
(2) 라이브도아·닛폰방송 사건	IV. 기업매수와 위임장권유
(3) 불독소스 사건	(1) 서
(4) 소 결	(2) 위임장권유 규칙 위반과 결의의
III. 매수방어수단과 이사회·주주총회	하자
(1) 서-기업가치연구회 보고서와	(3) 의결권대리행사를 전제로 하지
회사 실무	않는 의결권행사방법의 권유와
(2) 대규모 공개매수자의 정보제공	위임장권유 규칙
의무	(4) 위임장에 의한 의결권행사의 해석
(3) 기업가치의 훼손을 이유로 하는	(5) 주주명부열람청구권
매수방지수단	V. 결 어

---

## I. 머리말

일본에서 적대적 기업매수가 현실 문제로 된 것은 그리 오래된 일이 아니고, 이 문제에 관하여 충분히 이론적으로 해명이 된 것은 아닙니다. 저도 아직 충분히 숙고를 마친 것이라 할 수도 없습니다. 따라서 오늘은 최근의 3개의 판례를 소재로 약간의 코멘트를 하고, 이어서 최근 화제가 되고 있는 기업매수에 관련한 위임장권유에 관한 몇 가지 법적 문제를 소개하는 것으로 양해를 구하고자 합니다.

또한 회사법은 주식회사의 기관구성을 탄력화하였습니다. 오늘은 이사회, 감사, 감사회, 회계감사인을 두고 있는 상장회사인 대회사를 전제로 하여 고찰하기로 하겠습니다.

## II. 3개의 판례

### (1) 벨시스템 24 사건

X사는 Y사의 40%를 넘는 주식을 보유하고 있었습니다. X사는 Y사 경영진로부터 적절한 성장전략을 제시 받지 않았다고 하면서, 2004년 8월말 개최하는 Y사의 정기주주총회에서 경영진을 교체하기 위하여 같은 해 6월 18일 이사 선임에 관한 주주제안권을 행사하였습니다<sup>1</sup>.

이에 대하여 7월 20일 Y사 이사회는 A사와 업무를 제휴하고, 이를 위하여 1000억 엔을 초과하는 자금조달을 B사(투자펀드)에게 신주 전부를 배정하는 신주발행의 방법(106% 증가)으로 행할 것을 결의하였습니다<sup>2</sup>. 이는 106% 증가입니다. 또, 본건 신주에 관하여도 정기 주주총회에서 의결권을 인정하기로 되었습니다<sup>3</sup>. 이로써 B사는 과반수의 의결권을 가지게 되고, X사가 제안한 의안은 부결되는 것으로 확정되었습니다.

2004년 8월 4일 동경고등재판소의 결정(金判 1201호 4면)은 Y사 경영진이 스스로의 지배권을 유지할 의도를 가지고 있었다는 의심은 부정할 수 없다고 하였습니다. 그러나 재판소는 그것이 회사 발전이나 업적 향상이라는 정당한 의도를 넘는 것이라고는 인정하기 곤란하다고 하여 본건 신주발행 가처분을 인정하지 않았습니다.

재판소는, 본건 사업계획이 Y사의 경영진과 이해관계가 없는 A사가 제안하였고, 나아가 이해관계가 없는 B사도 포함하여 교섭한 결과, 기본합의서가 체결된 사실을 중시하여 본건 사업계획은 합리적인 것이라고 추인한 것입니다. 그리고 재판소는 Y사 경영진이 Y사의 기업가치 향상을 위하여 A사와 업무제휴를 하는 것, 이를 위한 자금조달수단으로서 B사에게 제3자 배정의 증자를 행한다는 취지로 결정한 것은 불합리한 것이 아니고, 또 신주의 발행 가액도 공정하고 X사가 보유한 주식에 대한 경제적 이익을 침해하는 것이 아니라고 판단하였습니다.

### (2) 라이브도아 · 닛폰방송 사건

후지테레비와 닛폰방송은 동일한 그룹에 속하고 있었습니다. 후지테레비는 그룹 경영의 관점에서 닛폰방송을 자회사화하기로 하고, 닛폰방송 주식에 대한 공개매수를 개시하였습니다. 한편, 라이브도아는 공개매수 기간 중, 거래소의 장외거래에서 30% 정도의 주식을 취득한 후 시장에서도 매집하였고, 공개매수를 회피하여 38%정도의 주식을 소유하기에 이르렀습니다<sup>4</sup>. 이에 대하여, 닛폰방송은 144%의 신주를 취득할 수 있도록 하는 신주예약권을 후

<sup>1</sup> 주주는 주주총회 회의일 8주 전에 주주제안권을 행사하지 않으면 안됩니다(회사법 제303조 제2항, 제305조 제1항)

<sup>2</sup> A사의 자회사의 매수자금이나 설비투자자금 등에 사용하기 위한 것으로서 위 신주 발행의 발행가액 총액은 Y회사의 총 자산액의 2배, 자본금액의 약 10배의 거액이었습니다.

<sup>3</sup> 본건 당시는 정관의 정함에 근거하여 정기 주주총회의 의결권에 관한 기준일 이후에 발행된 신주에 관하여 당해 정기 주주총회에 있어서 의결권 행사를 인정할 수 있었습니다만, 회사법 제124조 제4항은 명시적으로 이와 같은 취급을 인정하고 있습니다.

지텔레비에게 배정하기로 결정하였습니다. 닛폰방송은 위 신주예약권의 제3자배정의 목적은 라이브도아의 지배권 취득으로 인한 기업가치의 훼손을 방지하기 위한 것임을 강조하였습니다<sup>5</sup>.

2005년 3월 23일 동경고등재판소의 결정(金判 1214호 6면)은, 경영지배권의 다툼이 현재 발생하고 있을 때 현 경영진 또는 이를 지지하는 특정 주주의 주식보유비율을 확보하는 것을 주요한 목적으로 하여 신주예약권을 제3자에게 배정하는 것은 원칙적으로 불공정발행이 된다고 하였습니다. 그리고 동경 고등재판소는 이어서 주주 전체의 이익보호의 관점에서 신주예약권의 발행을 정당화하는 특단의 사정이 있는 때에는, 그 대항수단으로서 필요성과 상당성이 인정되는 한 경영지배권의 유지, 확보를 주요한 목적으로 하는 신주예약권의 발행도 인정된다는 점을 명확히 하였습니다.

특단의 사정이라 함은, 매수자가 진정으로 오로지 합리적인 경영을 지향하는 것이 아니고 그 지배권 취득이 회사에 회복하기 어려운 손해를 야기할 우려가 있다는 것이며, 구체적인 예로서 ① 그린메일러, ② 초토화경영, ③ 회사재산의 유용 및 ④ 단기적 이익을 목적으로 한 중요재산의 매각을 들 수 있습니다. 요약하면, 매수자가 남용적 매수자인 것을 의미합니다.

### (3) 불독소스 사건

불독소스 사건은 사전의 매수방어수단을 도입하지 않은 회사가 주식 전부에 대한 매수를 목적으로 하는 공개매수에 대항하기 위하여 주주총회의 특별결의를 근거로 차별적인 행사조건이 부가된 취득조항부 신주예약권을 주주에게 무상으로 배정한 사안입니다. 이 매수방어수단의 실질은 1주를 4주로 분할하지만, 매수자에게는 신주 3주를 교부하는 것 대신에 공개매수가격을 기준으로 금전보상을 하기로 하여, 매수자의 '투자가치'는 유지하면서도 그 의결권을 4분의 1로 희석화하는 것입니다.

2007년 8월 9일 최고재판소의 결정(金判 1273호 2면)은 신주예약권의 무상배정에도 주주평등원칙의 취지가 미친다는 점을 명확하게 하였습니다. 이어서 최고재판소는 주주평등원칙은 개별 주주의 이익보호를 목적으로 한다고 하면서, 특정 주주의 지배권 취득에 수반하여 회사의 존립, 발전이 저해될 우려가 발생하는 등 기업가치가 훼손되어 회사·주주 공동의 이익이 침해되는 경우는 이를 방지하기 위하여 당해 주주를 차별적으로 취급하는 것이 형평의 이념에 반하고 상당성을 결하지 않은 한 주주평등원칙의 취지에 반하지 않는다는 것을 명확히 하였습니다.

4 일본에서는 3분의1을 초과하는 주식을 취득하게 되는 시장의 거래에는 공개매수를 의무사항으로 정하고 있습니다만, 실질적인 상태 거래인 거래소의 장외거래에 의한 경우에 관하여 명시적으로는 공개매수가 의무사항으로 되어 있지는 아니합니다.

5 닛폰방송은, 라이브도아가 닛폰방송의 지배주주가 되는 것은 닛폰방송이 대중언론기관(mass communication)으로서 담당하는 높은 공공성과 양립하지 않는다고 판단하고, 닛폰방송의 기업가치의 유지와 닛폰방송이 대중언론기관으로서 담당하는 공공성을 확보하기 위하여 라이브도아에 의한 대량의 주식취득 즉 공개매수 후 발생한 사정에 영향을 받지 않고 닛폰방송이 찬성 및 동의를 표명하였듯이 후지텔레비에 의한 닛폰방송의 자회사화라는 목적을 달성하는 수단으로서 본 건 신주예약권을 발행한다는 취지를 표명하고 있습니다.

#### (4) 소결

이상의 3개의 판례에 관하여 간단히 검토의견을 제시하고자 합니다. 신주의 제3자배정이 불공정발행이 되는지 여부에 대한 판단의 틀로서 주요목적론이 주장되고 있었습니다. 그러나 그것은 경영자의 내심의 동기를 탐구하고자 하는 것은 아닙니다. 재판소는, 당해 신주발행 결정 절차의 심사를 중심으로 신주 발행의 필요성과 그 결과의 상당성을 고려하여 불공정인지 여부를 판단하고 있습니다. 이 때 재판소는 주주의 보유주식비율의 유지는 원칙적으로 법적 보호의 대상이 아니라는 것을 전제로 경영자에게 이익상반관계가 인정되지 않는 한은 이사회에 경영판단을 존중하고 있습니다.

벨시스템 24 사건에 있어서, 동경고등재판소는 이사회에게 인정되고 있는 경영권의 합리적인 행사가 있었고, 그 결과로서 지배권에 영향을 주었지만 그것은 어쩔 수 없다고 판단한 것 같습니다. 그러나 이 판례로부터 이사회는 회사의 기업가치향상을 위한 것이라면 현재의 지배주주를 바꿀 수 있다는 명제를 도출할 수는 없습니다.

X사는 상당한 액수가 제시된다면 보유한 주식을 넘길 의도가 있음을 Y회사 경영진에게 밝히고 있었습니다. 현실에서도, 그 후 화해가 성립하여 X사 소유의 Y사 주식은 매각되었습니다. 또 X사는 경영권 탈취 후의 경영개선수단을 명확하게 하지 않고 있었던 것 같습니다. 이러한 상황 하에서 새로운 비즈니스 전개를 도모하고 경영 폐색의 상황을 타파하기 위하여 경영진과 특별한 관계가 없는 자에게 제3자 배정이 이루어진 것입니다.

이에 대하여, 동경 지방재판소 결정(金判 1296호 10면 - 쿠오츠사건)은 이사회가 두 파로 나누어져 다투고 있는 경우에 있어서 반대파 이사의 해임을 목적으로 하는 주주총회 직전에 일방을 유리하게 하기 위하여 우호적인 자에게 제3자 배정을 할 때에는 자금조달의 필요가 인정되더라도 제3자 배정을 합리화할 수 있는 특단의 사정이 없는 한 불공정발행이 된다고 판단하고 있습니다.

라이브도아·닛폰방송 사건에서는 기관의 권한분배절서가 강조되었습니다. 재판소는 지배권의 다툼이 없는 경우는 합리적인 경영판단에 의하여 신주발행 등을 행하는 것이 가능하고, 그에 의하여 주주의 보유지분비율이 저하하는 것도 허용되지만, 이사의 선임, 해임은 주주총회의 결의사항이고, 지배권에 다툼이 있는 경우는 원칙적으로 선임된 이사가 그 선임자인 주주 구성을 변경할 수는 없다는 점을 강조하고 있습니다.

본건 신주예약권의 제3자 배정은 그룹 내의 조직재편을 목적으로 한 공개매수를 성공시키기 위하여 그 조직을 재편하고자 하는 당사자에게 이루어진 것이어서 이익상반성이 문제가 됩니다. 이 신주예약권이 전부 행사되면 공개매수의 성부와는 무관하게 후지테레비의 목적은 달성되는 것이 됩니다. 이는 매수방어수단의 상당성의 문제와도 관련됩니다. 또 신주예약권의 발행가액은 약 160억 엔이지만(이 신주예약권이 행사될 경우 신주 발행가액은 약 2,800억 엔) 자금조달에 의하여 적극적으로 사업을 전개한다는 의도는 2차적인 것이라 할 수 있습니다. 여하튼 라이브도아가 닛폰방송의 기업가치를 훼손한다고는 인정되지 않았습니다. 또 벨시스템 24 사건과는 달리, 경영 측의 경영계획은 방어적인 것인 것임에 대하여 반대파의 경영계획은 적극적이었습니다. 당시 진흥기업(振興企業)에 대한 적극적인 평가가

결론에 영향을 준 것으로 생각됩니다.

이 사건에 관하여는 후일담에도 흥미가 생깁니다만<sup>6</sup>, 여기에서는 라이브도아가 공개매수 규제가 불비한 것을 이용했다는 점, 당시 신주예약권 제도에는 유연성이 없는 부분이 있었다는 점을 지적하는 정도로 마치겠습니다. 라이브도아 사건을 계기로 2005년과 2006년에 공개매수규제가 개정되었습니다<sup>7</sup>. 그 결과 라이브도아와 같은 매수 행동은 불가능하게 되었습니다. 경쟁적인 공개매수에 의할 것을 의무로 규정하게 된 것입니다. 따라서 앞으로는 공개매수와 관련한 매수방어수단이 문제가 됩니다.

그 예가 불독소스 사건입니다. 이 사건에서 처음으로 매수 저지만을 목적으로 하는 순수한 매수방어수단이 법적으로 문제가 된 것입니다. 이하 이 사건을 소재로 검토해 보기로 하겠습니다.

### III. 매수방어수단과 이사회·주주총회

#### (1) 서 - 기업가치연구회 보고서와 회사 실무

일본에서는 실무상 다음과 같은 사전 경고형의 대규모 매수 룰(rule)이 채용되고 있습니다<sup>8</sup>. 20% 이상 취득하고자 하는 대규모 공개매수자에게 필요 정보를 제공할 의무가 부과되었습니다. 이사회는 특별위원회 등의 의견을 청취하여 당해 매수를 평가하고 의견을 표명합니다. 평가기간은 60일에서 90일 정도인 듯 합니다. 이 대규모 매수 룰을 준수하지 않은 경우, 대항조치가 마련됩니다. 대항조치로서, 차별적인 행사조건이 붙어 있는 취득조항부 신주예약권의 무상배정이 이루어집니다. 또 정보를 제공받은 이사회가 당해 매수는 회사의 이익, 기업가치를 훼손한다고 판단한 때에도 마찬가지로 대항조치가 마련됩니다<sup>9</sup>.

<sup>6</sup> 라이브도아는 닛폰방송 주식을 방출하고 당시 사장 및 이 매수 소동에 관여한 투자펀드 대표자가 증권거래법 위반의 용의로 체포되었습니다.

<sup>7</sup> 거래소의 장외거래 중 상대거래(相對去來)와 유사한 일정한 거래에 관하여, 3분의 1을 초과하는 주식을 취득하는 경우가 공개매수규제의 대상이 되었습니다. 시장 내, 외의 거래를 조합하여 3분의 1을 초과하는 급속매수 이외에 공개매수기간 중에 3분의 1을 초과하여 취득한 자가 추가로 5% 취득할 경우에도 공개매수가 의무로 되었습니다. 3분의 2를 넘는 매수의 경우 전부매수의무도 도입되었습니다. 대상회사의 의견표명의무가 부과되었습니다. 의견표명에 있어서 매수자에게 질문할 수 있습니다. 공개매수기간은 20 영업일에서 60 영업일 사이에서 정해 집니다만, 대상회사는 주주에 대한 정보제공 등의 관계에서 공개매수기간을 30 영업일까지 연장하여 줄 것을 청구할 수 있습니다. 매수방어수단 발동 등에 있어서 공개매수의 철회나 매수조건의 합리적인 변경을 용인하는 개정도 이루어졌습니다. 또한 5% 룰도 개정되어 펀드 등의 보고는 2 주간마다 5 영업일 이내에 하지 않으면 안되도록 되어 특례 적용제의 사유도 명확하게 되었습니다.

<sup>8</sup> 이는 2005년 5월 27일자 경제산업성·법무성의 ‘매수방어수단에 대한 지침’에 따른 것으로서, 위 ‘지침’은 매수방어수단의 도입, 발동 및 폐지는 기업가치, 나아가 주주공동의 이익을 확보하거나 또는 향상시킬 목적을 가지고 행하여야 하고, 그 도입에 있어서 목적·내용 등이 구체적으로 개시되고, 또한 주주의 합리적인 의사에 의거하여야 하며 매수를 방지하기 위하여 필요하고도 상당한 것이어야 한다고 하고 있습니다.

<sup>9</sup> 기업가치연구회는 2008년 6월 30일 ‘최근의 여러 환경의 변화를 토대로 한 매수방어수단의 본연의 모습’이라는 제목의 보고서를 공표하였습니다. 매수방어수단은 주주의 투자판단자료와 숙려기간, 그리고 이사와 매수자의 교섭의 기회를 확보하는 것을 목적으로 하고, 매수방어수단의 발동은 주주공동의 이익을 훼손하는 것이 명백한 매수를 막기 위하여 예외적인 것이라는 점, 매수자에게 금원 등을 교부하여서는 아니된다는 점, 이사는 매수 제안이 주주공동의 이익(주식가치의 향상)에 적합한지 여부를 가장 우선하여 판단하여야 한다는 점을 강조하고 있습니다.

이 대규모 매수 룰에 관하여 정보제공의무와 매수저지수단으로 나누어 검토하겠습니다.

## (2) 대규모 공개매수자의 정보제공의무

이사회 설치 회사의 주주총회는 이른바 만능기관은 아닙니다. 주주총회는 법정사항 외에 정관에서 정한 사항에 한하여 결의할 수 있는 것에 불과합니다(회사법 제295조 제2항). 이는 이사회의 업무집행권한을 확보하기 위한 것입니다. 주주총회의 법정결의사항 이외의 회사 사항에 관하여는 이사회가 책임을 가지고 결정하지 않으면 안됩니다. 매수방어수단에 관하여도 마찬가지입니다.

대규모 공개매수자에게 정보제공의무가 부과되지만, 그 주된 목적은 주주의 투자판단자료와 숙려기간, 경영자와 매수자의 교섭 기회를 확보하는 것입니다. 실무상 이는 매수자의 이익을 부당하게 제한하지 않는 합리적인 매수방어수단으로 생각되고 있습니다. 이사회는 그 회사나 주식 시장의 상황에 비추어 이와 같은 매수방어수단을 마련하는 것이 회사 나아가 주주 공동의 이익을 지키기 위하여 필요하다고 생각한 경우 스스로의 책임으로 이를 도입하는 것이 가능합니다.

한편 주주총회 결의에 의한 승인을 얻어서 이와 같은 매수방어수단이 도입되는 경우가 있습니다<sup>10</sup>. 정관이 당해 사항을 주주총회의 결의사항으로서 정하고 있는 경우, 그 결의에 법적 구속력이 인정됩니다. 그러나 그와 같은 정관규정이 없는 경우, 당해 결의에는 다수 주주가 지지한다는 사실상의 효용이 인정되는 것에 불과합니다. 따라서 이를 ‘권고’ 결의라고도 부릅니다.

대규모 매수 룰을 준수하지 않는 매수가 무효로 되는 것은 아닙니다. 이 룰을 준수하지 않는 경우, 대항조치를 취한다는 점을 사전에 경고하고 성실한 매수자에게 룰을 준수하여 줄 것으로 요청하는 사실상의 효과를 가진 것에 불과합니다. 또 룰을 준수하지 않는 경우에 대항조치가 마련되지만, 그것이 당연히 유효로 되는 것도 아닙니다. 그 효력은 ‘필요성과 상당성’의 기준에 의하여 개별적으로 판단됩니다. 다만 이를 준수하지 않음으로써 남용적 매수자로 사실상 추정받게 될 것입니다.

어찌되었든 이 조치가 이사회 결의에 근거한 것인지, 주주총회의 보통결의에 근거한 것인지는 그 판단에 결정적인 영향을 주지 않는 것으로 보입니다.

## (3) 기업가치의 훼손을 이유로 하는 매수방지수단

대규모 매수 룰은 준수하였으나, 이사회가 당해 매수는 회사의 이익, 기업가치를 훼손한다고 판단하였을 때가 그 다음의 문제입니다. 매수자가 남용적 매수자인 경우, 이사회 만으로 회사의 이익을 위하여 필요하고도 상당한 매수저지수단을 취할 수 있습니다. 이것은 라

<sup>10</sup> 2008년 7월 시점에 있어서 매수방어수단을 도입하고 있는 상장회사는 600사 가까이 되는 것 같습니다. 2006년에는 이사회의 결정에 의하여 평상시도입형의 매수방어수단을 정한 상장회사가 상당수 발견되었지만, 2007년의 정기 주주총회에서 새로이 주주총회의 보통결의(권고결의)에 의한 승인을 얻어 매수방어수단을 정한 회사도 적지 않았던 것으로 보입니다. 정관규정을 기초로 주주총회의 보통결의로 매수방어수단을 도입하는 회사도 적지 않은 것으로 보입니다.

이브도아·넷폰방송 사건에서 명확하게 되었습니다. 문제는 남용적 매수자의 인정기준입니다.

불독소스사건에 있어서 동경고등재판소 2007년 7월 9일 결정(金判 1271호 17면)은 공개매수자에 관하여 지배권탈취 후의 경영계획과 사업계획을 가지고 있지 않은 점, 오로지 중, 단기적으로 매각이익을 획득하고자 하여 그 동안 여러 방안을 강구하여 왔던 점, 본 공개매수는 그 경위 등으로부터 기업가치를 훼손하는 것으로서 신의칙에 반하는 부당한 것이라고 하여, 공개매수자를 남용적 매수자라고 인정하였습니다. 이에 대하여, 동경지방법재판소의 2007년 6월 28일 결정(金判 12710호 12면)은 매수자를 '남용적 매수자'로 인정하지 않았습니다. 최고재판소는 이 판단을 보류하여 당해 매수자가 남용적인지 여부와 무관하게 당해 매수방어수단은 필요성과 상당성의 요건을 충족한 적법한 것이라는 취지로 인정하였습니다.

최고재판소는 회사·주주 공동의 이익이 침해되는 것인지, 아닌지의 판단(필요성의 판단)은 최종적으로는 주주 자신에 의하여 행하여 져야 하고, 주주총회의 결의가 적정성을 결여하였거나 판단의 정당성을 잃게 할 중대한 하자가 존재하지 않는 한 주주총회의 판단이 존중되어야 한다고 하였습니다<sup>11</sup>. 상당성은 재판소가 실질적으로 심사하기로 되어 있습니다만, 그것도 필요성과 상관관계가 있어 주주총회의 판단이 존중될 것이라 생각합니다.

불독소스 사건에서의 매수방어수단은 주주총회의 특별결의에 의하여 승인되었습니다만, 주주평등원칙 위반이나 불공정 발행에 관한 하자는 주주총회의 특별결의에 의하여 당연히 치유되는 것은 아닙니다. 매수방어수단이 필요성과 상당성의 요건을 충족하는지 여부가 결정적이며, 주주총회의 특별결의가 불가결한 요소라는 것은 아닙니다.

주주총회와 이사회는 경영판단상 그 재량의 범위는 다릅니다. 주주총회의 특별결의에는 회사 재산의 처분 권한도 부여되어 있는 점에 비추어 볼 때 현저하게 부당하지 않는 한 그 판단은 존중되어야 합니다. 이사회만 거친 매수저지수단에 있어서는 상당성 뿐만 아니라 필요성의 판단에 있어서도 엄격한 사법심사가 이루어집니다. 경영자에게 이익상반관계가 인정되는 경우에는 더더욱 그렇게 될 것입니다. 실무상 이 점에 유의할 필요가 있습니다만, 이론상 이사회만 거친 매수저지수단이 부정되는 것은 아닙니다<sup>12</sup>.

#### (4) 주식 전부를 대상으로 한 주식의 공개매수와 매수방어수단

특히 불독소스사건에 관하여는 주식 전부를 취득할 목적으로 행한 공개매수에 대한 대항수단이라는 점에 특징이 있습니다. 학설상 주식 전부를 매수할 목적인 공개매수는 총 주주에게 지배권의 변경을 묻는 것이고, 남용적 매수자인 경우를 제외하고는 주주총회의 특별결의에 의하더라도 공개매수저지수단을 취하는 것은 불가능하며 경쟁적인 공개매수로서 대항하여야 한다고 보는 견해가 유력합니다. 주주가 비싼 가격으로 주식을 매각할 수 있는 기회

<sup>11</sup> 불독소스 사건에서는 정관변경이 있었고, 그 정관에는 주주총회의 특별결의에 의하여 매수방어수단으로서의 신주예약권의 무상배정을 행할 수 있음을 규정하고 있습니다.

<sup>12</sup> 동경고등재판소의 2008년 5월 12일 결정(金判 1298호 46면)은 불독소스 사건의 최고재판소 결정에 근거하여 이사회가 결정한 차별조항부 신주예약권의 무상배정을 불공정 발행이라고 판단하였습니다. 그러나 이 결정은 이사회만 거친 매수방어수단이라는 점에 관하여 특별히 유의하지는 않고 있는 것으로 보입니다.

를 주주총회의 특별결의로 배제하는 것도 문제라고 합니다.

그러나 매수자에 의한 지배권의 취득이 회사의 기업가치를 훼손한다고 판단하더라도<sup>13</sup> 판례의 입장에 의하면 엄격한 ‘남용적 매수자’라고 인정되지 않는 한, 회사는 주주에 대한 설득 이외에 아무 것도 할 수 없다고 보아도 되는 것이지요<sup>14</sup>. 공개매수규제는 최근 수년간 현격하게 개선되었습니다만, 지배주주의 책임 내지는 ‘성실의무’에 관한 이론은 아직도 성숙되지 못한 상태입니다.

따라서 주식 전부를 매수할 목적인 공개매수와 대하여 매수방어수단을 강구하는 경우에는 그 필요성과 상당성을 엄격하게 심사할 필요가 있지만, 주주총회의 특별결의에 의하여 기업가치의 향상에 이바지하지 않는 매수에 대한 대항조치를 마련하는 여지를 인정하는 유연한 해석 역시 필요한 것으로 생각됩니다. 또는 남용적 매수자라는 개념을 탄력적으로 보는 방향을 지향해야 하는 것일까요?

불독소스 사건에서 최고재판소는 주주총회의 특별결의에 의한 승인을 기초로 매수방어수단을 정당화하였습지만, 매수자 이외의 거의 대부분의 출석 주주가 경영자를 지지한 사실도 고려사항에 포함시킬 필요가 있습니다. 또 그것은 경영자교체, 경영방침변경 사례가 아니라는 점, 재판소는 지배권을 다투는 이상 그 나름대로의 경영전략을 가지고 있어야 한다고 생각하고 있다는 점<sup>15</sup>에도 유의할 필요가 있습니다.

#### (5) 매수방어수단과 경제적 보상

불독소스 사건은 매수자에게 경제적 보상이 이루어졌다는 특징도 있습니다. 그러므로 이 매수방어수단은 포이즌필(극약처방)이 아니라 허니필이라고 부르기도 합니다.

회사법은 합병 등의 조직재편행위에 관한 대가를 유연화하였습니다. 이와 관련하여 주주총회의 특별결의에 의한 승인을 받아, 나아가 반대주주에 대하여 공정한 가격에 의한 주식매수청구권을 인정함으로써 주주를 회사로부터 배제할 수 있는 것은 아닌지 논의되고 있습니다.

불독소스는 이 점에 영향을 받아 매수자에게 경제적 보상을 한 것일 것입니다. 주주의 경제적 가치를 주주총회의 특별결의로 박탈하는 것은 불가능합니다. 그러나 매수자가 합리적인 행동에 의하여 스스로의 경제적 손실을 회피할 수 있는 수단이 마련되어 있는 때에는 경제적 보상은 불가결한 것은 아니라고 해석하는 것이 합리적입니다. 경제적 보상의 유무, 정도는 ‘기업가치의 훼손’을 방지하기 위한 조치로서의 상당성 판단의 고려요소에 불과하다고 생각되고 있습니다.

<sup>13</sup> ‘기업가치’란 무엇인가가 문제입니다. 기업가치연구회는 주식가치로서 이것을 파악하고 있는 듯 합니다만, 후술하는 바와 같이 사회적 실체로서의 ‘기업’의 가치에 관하여도 좀더 넓은 시각에서 검토할 필요가 있는 것으로 생각됩니다.

<sup>14</sup> 불독소스 사건에서의 동경지방법판소 결정은 공개매수에 응하지 않으면 상장폐지에 의하여 매각 기회를 상실할지도 모른다는 우려 때문에 경영진을 지지하면서도 공개매수에 어쩔 수 없이 응하는 주주도 존재한다고 생각할 수 있다고 하면서, 주주총회에서 의결권을 행사하는 형태로 주주의 선택권을 행사하는 기회를 마련하는 것을 정당화하였습니다.

<sup>15</sup> 재판소는 투자권드인 공개매수자가 전부매수를 지향하고 있음에도 불구하고 경영권 취득 후의경영방침이나 투자자본의 회수방침을 명확히 하지 못한 점을 문제로 삼고 있습니다.

## IV. 기업매수와 위임장권유

### (1) 서

회사법은 의결권행사서(議決權行使書) 제도를 채용하고 있습니다<sup>16</sup>. 이 때문에 일본의 상장회사가 위임장권유를 행하는 것은 드문 일입니다(회사법 제298조 제2항 본문 참조). 최근 주주제안권의 행사, 특히 지배권 쟁탈과 관련하여 의결권행사서 제도와 병행하여 위임장권유 제도를 이용하는 예가 있습니다. 이하 이와 관련한 최근의 판례를 소개합니다.

### (2) 위임장권유 규칙 위반과 결의의 하자

회사가 주주총회의 소집통지시에 의결권행사서와 함께 위임장용지를 첨부하여 위임장 권유를 하는 예가 있습니다. 동경지방법판소의 2005년 7월 7일 판결(判時 1915호 150면 참조)에서는 그 위임장용지가 위임장권유규칙에 위반한 경우라 하더라도 이는 주주총회의 결의방법에 관한 ‘법령’ 위반이 아니라고 하면서 이어서 ‘불공정한 결의방법’이 되는지 여부를 검토하였고, 결론으로서 이를 부정하였습니다<sup>17</sup>.

이 사건을 처리하는 데에는 이것으로 되었는지 모릅니다만, 총 주주에게 위임장권유를 하는 경우에는 의결권행사서제도의 적용이 제외됩니다(회사법 제298조 제2항 단서 · 동 법 시행규칙 제64조). 적어도 이 경우의 위임장 용지의 하자는 결의방법의 법령위반이 될 것입니다.

### (3) 의결권대리행사를 전제로 하지 않는 의결권행사방법의 권유와 위임장권유 규칙

주주제안을 한 주주(매수자)가 회사측 제안에 반대하거나 또는 스스로 제안한 의안에 찬성하도록 설득하는 문서를 주주에게 송부하는 경우가 있습니다. 이는 자신에게 의결권대리행사 권한을 수여하도록 권유하는 것이 아니고 단순히 의결권 행사방법에 관하여 ‘권유’하는 것에 불과합니다. 이는 의결권행사서 제도의 존재를 전제로 하는 것이고, 회사가 소집통지에 첨부하는 의결권행사서의 기재방법에 관하여 권유하고 있는 것입니다.

이 경우에도 위임장권유규칙이 적용된다고 해석하는 입장이 있습니다<sup>18</sup>. 그러나 위임장권유규칙은 자기 또는 제3자에게 의결권의 행사를 대리할 수 있도록 하게 할 것을 권유하는 것을 규제하는 것이고(금융상품거래법 제194조), 의결권의 대리행사를 권유하지 않는, 의결권 행사방법에 관한 ‘권유 문서’의 송부에 이를 적용한다는 것은 해석론으로서는 무리라고

<sup>16</sup> 의결권행사서제도라 함은, 주주총회의 소집통지에 주주총회 참고서류와 의결권행사서를 첨부하고 주주총회에 직접 출석할 수 없는 주주의 의결권행사의 실질적인 기회를 확보하는 제도이며, 1981년 개정시 위임장권유제도를 개선하는 제도로서 도입되었습니다.

<sup>17</sup> 주주총회의 소집절차 또는 결의방법이 법령이나 정관에 위반하거나 또는 현저하게 불공한 때가 제 1의 결의취소사유로 되어 있습니다(회사법 제831조 제1항 제1호)

<sup>18</sup> 위임장권유 규칙의 적용을 받는 경우에는 규칙에서 정한 참고서류와 위임장용지를 주주에게 교부하고 그 사본을 금융청 장관에게 제출하여야만 합니다(金商法 시행령 제36조의 2, 제36조의 3). 또한 그 허위기재 등에는 벌칙이 부과됩니다.

생각됩니다. 다만, 이와 같은 문서에도 어떠한 형태로든 법적 규제는 필요할 것입니다.

#### (4) 위임장에 의한 의결권행사의 해석

주주제안권을 행사한 주주가 위임장권유를 하는 경우도 있습니다. 회사도 주주도 정관에 정한 이사의 최대 정원인 '이사 8명 선임의 건'을 의제로 한 때 이는 동일의제로 해석됩니다. 회사 측도 제안한 주주측도 8명의 이사후보자를 제안하였습니다. 그 중 6명의 후보자는 동일하였습니다만, 2명의 후보자가 달랐습니다. 회사는 A와 B를 후보자로 하고, 주주는 C와 D를 후보자로 한다고 가정하겠습니다. 의결권행사서에는 전체 후보자에 관한 찬부의 기재란이 마련되지만, 위임장에는 주주가 제안한 후보자에 관한 찬부의 기재란만 있고 A와 B에 관한 찬부의 기재란이 없는 경우가 통상적입니다.

2007년 12월 6일 동경지방법재판소의 판결(金判 1281호 37면 - 모리텍스 사건)에서는 이와 같은 위임장용지를 이용하여 C와 D에게 찬성표를 던진 주주는 A와 B에게 반대표를 던진 것이라고 해석하였습니다. 회사 측은 당해 주주는 A와 B에 대하여 의결권을 행사한 것이 아니라고 처리하였던 것임이긴 하지만, 이는 위법이라고 보았습니다. 재판소는 당해 의안의 전체적 상황으로부터 주주의 의사를 유연하게 해석한 것입니다.

#### (5) 주주명부열람청구권

회사법은 주주명의 열람청구권을 제한하고 경업관계에 있는 자의 열람청구를 거절할 수 있도록 하였습니다(회사법 제125조 제3호, 제433조 제2항 제3호 참조). 이를 엄격하게 운용하면 무엇이든간에 경업관계에 있는 자의 위임장권유는 불가능하게 됩니다. 동경고등재판소의 2008년 6월 12일자 결정(金判 1295호 12면)에서는 회사법 제125조 제3호는 입증책임의 전환규정이라고 해석하였습니다. 경업관계에 있는 청구자는 당연히 명부를 열람할 수 없지만, 청구자가 권리의 확보 또는 행사에 관한 심사 목적으로 청구하였음을 입증한 경우에는 열람 등을 거부할 수 없다고 하여 합리적인 해석을 한 것입니다.

## V. 결어

벨시스템 24 사건에서는 주요목적론을 바탕으로 하면서도, 자금조달목적과 지배권유지목적 중 어느 것이 주요목적인지를 검토한 것이 아니라, 오히려 제3자 배정의 증자가 경영권의 합리적인 행사인지 여부에 관하여, 절차를 중심으로 검토하는 방향성이 명확하게 나타났습니다. 라이브도아·닛폰방송 사건에서는 이사회는 남용적 매수자에 대한 매수방어수단을 마련한다는 점이 인정되었습니다. 불독소스 사건에서는 남용적 매수자인지 여부와는 상관없이 필요성과 상당성이 인정되는 경우에는 매수방어수단을 마련할 수 있다고 하여 주주총회의 특별결의가 있는 때에는 그 판단을 존중하여야 한다는 점을 명확하게 하였습니다.

앞으로는, 주식 전부를 취득할 목적인 공개매수에 대하여 도대체 대항조치를 취할 수 있

는지 여부, 만약 이것이 긍정되는 경우 주주총회의 특별결의가 불가결한 것인지, 이사회만 거치고서 행할 수 있는지, 그리고 각각의 경우의 요건론으로서 검토가 이루어질 것입니다. 우선 검토되어야 할 것은 주주총회의 특별결의와 불이익을 받는 자에 대한 경제적 보상에 의하여 주주를 배제할 수 있는지, 적어도 ‘정당한 목적’ 내지는 ‘합리적인 이유’가 있는 경우에는 인정되는 것인가의 점일 것입니다. 또한 이 문제의 배경에는 투자대상으로서의 주식거래의 자유를 가능한 존중하자는 견해와 사회적 실재물인 회사의 건전한 발전이라는 관점에서 매수방어문제를 파악하려는 입장과의 이념적 다름이 있습니다.

본래는 이 마지막 점에 관하여 검토를 하여야 할 것입니다. ‘적대적 매수와 주주총회’라는 엄청난 테마를 설정하였습시다만, 최근의 판례를 소개하고 문제점을 적시한 것에 불과합니다. 불충분한 발표라 송구스럽습시다만, 이 점에 대하여 양해의 말씀을 드립니다.

공개매수에 관한 실제 규제는 본래는 회사법의 문제입니다만, 회사법과의 조정이 이루어지지 않은 채 금융상품거래법의 규제내용이 확충되었습니다. 이것이 이론적으로 해명하는데에 더욱 어려움을 증폭시키고 있는 것이라 생각합니다. 의결권행사서와 위임장의 병용을 둘러싸고 여러 가지 법적 문제가 발생하고 있습니다만, 이것도 회사법과 금융상품거래법 간의 규제 내용을 정리하여야 하는 것 중 한 가지 문제입니다. 향후 이러한 관점에서 좀더 검토해 보고자 한다는 점을 말씀드리면서 저의 발표를 마치고자 합니다.