

博士論文（要約）

論文題目 企業買収と防衛策

氏名 田中 亘

本論文は、上場会社を対象とする敵対的買収およびそれに対する防衛策に関する日本の現行法制について分析・検討したうえで、今後の適切な法規制のあり方を論じるものである。なお、本論文において「敵対的買収」とは、対象会社の現経営陣の賛同を得ないで行う買収をいい、また「防衛策」とは、敵対的買収が買収者の意図したとおりに行われることを困難にする効果を持つような対象会社の行為をいうものとする。

敵対的買収と防衛策に関するわが国の実務と法は、2000年代以降に急速に展開した。500社を超える上場会社が、「事前警告型防衛策」と呼ばれる防衛策を導入するとともに、ニッポン放送事件やブルドックソース事件といった著名な敵対的買収事件が起こり、それに対する防衛策の適法性を巡り、重要な裁判例が現れることとなった。

それらの裁判例は、もとより現行の法制度の枠内で防衛策の適否を判断したものであり、そこで展開された法解釈の妥当性は、本論文の各章で詳しく論じている。もっとも、著者は、敵対的買収と防衛策に関する問題の解決は、究極的には、対象会社の株主が買収に対する賛否の判断を適切に行うことを可能にするための公開買付規制の改正を行うと同時に、防衛策についてはこれを禁止するという内容の立法によって行うことが望ましいと考える。その理由は、第1に、敵対的買収、あるいはそれが起こる可能性があるということは、株式の所有構造が分散した上場会社において、経営陣を規律づけ、ひいては株式会社制度の効率性を支える重要な要素であると考えためである。そのような敵対的買収の妨げになる防衛策は、基本的に認めるべきではないと考える。

その半面、第2に、上場会社を買収する方法について比較的穏やかな規制しか課さない現行法のもとで、単純に防衛策を禁止するだけですますことには問題もある。たとえば、買収者が取引所市場での株式の買い集め（以下、「市場買付け」という）により、対象会社の株式の過半数の取得を試みたとしよう。この場合、もしも対象会社の株主が、買収が実現すると対象会社の企業価値ひいては株式価値が低下すると信じたとすれば、そのような会社の少数株主になることを回避するため、市場で株式を売却し、その結果、かえって買収は実現しがちになってしまうかも知れない。このように、買収は、その手法によっては、対象会社の株主に対して株式を売却するように圧力を加える効果（これを「強圧性」という）を持ちうる。それゆえ、買収手法について適切な規制を課さないまま、買収の成否を株主による株式を売却するかどうかの判断に委ねることは、必ずしも妥当とはいえない。

そこで、英国の買収規制を参考として、このような強圧性を防止するための公開買付規制の改正を行ったうえで、防衛策についてはこれを禁止することが望ましいと考える。これが、本論文の考察の結論となる。

本論文は、次のように構成される。

第1章「序論」では、本論文の検討対象である敵対的買収と防衛策をめぐる法と実務の動向について概説する。そこでは、1990年代以降における上場会社の株主構成の変化を背

景として、敵対的買収の脅威が増大したこと、およびそれを受けて、2000年代以降に防衛策の実務が発展し、防衛策の適法性に関する重要な裁判例も現れたことを明らかにする。

第2章「敵対的買収に対する防衛策についての覚書」では、敵対的買収に対して対象会社の取締役会が防衛策を行使することを認めるべき根拠として、既存の学説が挙げてきた事由のそれぞれにつき、効率性を判断基準にした場合に、それが防衛策を正当化しうるかについて考察する。そこではまず、前述した強圧性の問題について検討し、その問題は、株主が強圧性を受けない状況下で買収への賛否を表明できるようにするという限定的な目的での防衛策を正当化しうるものの、対象会社の取締役会が、独自の判断に基づき買収を阻止するために防衛策を行使することまでも正当化するものではないことを指摘する。また、対象会社の株主の情報不足や、対象会社に企業特殊的な投資をしたステークホルダーの利益といった事情も、防衛策の正当化事由となり得ることを指摘しつつも、それらを理由とした防衛策の行使を許容することについては、慎重な見方を呈示する。また、防衛策について事前に株主の承認を得ることの意義およびその限界についても、考察を加える。

第3章「買収防衛策の限界を巡って——ニッポン放送事件の法的検討」は、ニッポン放送事件決定（東京高裁平成17年3月23日決定）について分析を行う。本決定は、対象会社の取締役会が、友好的第三者に対する新株予約権の発行という形で敵対的買収に対抗した事案において、被選任者たる取締役には選任者たる株主を選ぶ権限はないという「機関権限の分配秩序論」を採用し、発行の差止めを命じた。本章は、本件で敵対的買収者が行った市場買付けが強圧性を持っていた可能性を指摘しつつ、その問題は、本件でとられたような、取締役会自身の判断により買収の実現を阻止するという内容の防衛策を正当化するものではないと論じる。そのうえで、本決定が採用した機関権限の分配秩序論が、敵対的買収のメリットおよび取締役会が支配権争いに介入することの問題点を考慮すると、政策判断として支持できるものであることを理由に、本決定に賛同する見解を述べる。

第4章「デラウェア州の買収防衛法理——ニッポン放送事件に適用された場合」は、防衛策に関する日本法の議論に強い影響を与えている米国デラウェア州の判例法理について分析を行う。同州の判例としては、「相当」な範囲で取締役会が防衛策を行使することを認めた *Unocal* 判決が著名であるが、同州ではまた、*Revlon* 基準や *Blasius* 基準等の、許容される防衛策の範囲に制限を課す重要な法理が形成されており、仮にニッポン放送事件が同州の法によって裁かれたとしても、発行の差止めが認められたであろうことを論じる。

第5章「防衛策と判例の展開——ニッポン放送事件からの流れ」は、ニッポン放送事件後、ブルドックソース事件までの、防衛策に関する実務と法の流れを説明する。特に、ニッポン放送事件後に急速に普及した事前警告型防衛策について分析するとともに、ニレコ事件決定や日本技術開発事件決定といった、この間に防衛策の適法性について判断した下級審裁判例について検討を加える。

第6章「ブルドックソース事件の法的検討」は、防衛策に関する唯一の最高裁判例であ

るブルドックスソース事件決定（最高裁平成 19 年 8 月 7 日決定）を論じる。特に、すでに敵対的買収者が公開買付けを開始した本件の状況下で、あえて対象会社が、防衛策（差別的新株予約権無償割当て）を承認する株主総会の決議という形で株主の意思を問う意味がどこにあるのかを問い、それが、少なくとも理論上は、強圧性を持ちうる買収手法から株主を保護する機能を持ちえたことを明らかにする。他方、本決定が、買収者への補償がなされていることも理由として防衛策の適法性を認めたことは、補償目当ての株式買い集めを助長する可能性があることを指摘し、その問題を解決する方法についても検討を加える。

第 7 章「企業価値研究会報告書の検討——デラウェアの影、そして影との戦い」は、経済産業省の企業価値研究会が平成 20 年 6 月に公表した報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」について検討する。特に、同報告書が、デラウェア州法を模範として日本法をそれに近づけようとする立場を顕著に打ち出していることを明らかにした上で、同州法とは異なる方向を日本法が採用する可能性も存することを指摘する。

第 8 章「買収防衛策イン・ザ・シャドー・オブ株式持合い——事例研究」は、事前警告型防衛策のような明示的な防衛策が脚光を浴びる中であって、株式持合いの慣行が、「隠れた防衛策」としての重要性を依然として有していることを、ブルドックスソースおよびアデランスホールディングスを巡る経営支配権争いの比較分析を通じて、明らかにする。

終章「買収防衛策から公開買付規制へ」は、本論文の考察のまとめとして、立法論を含めた提言を行う。そこではまず、防衛策の適法性の限界を判例により画そうとしてきた現行法のもとでは、許容される防衛策の範囲が不明確となり、買収者が防衛策の適否を争う手段が確立していないことと相俟って、敵対的買収を萎縮させる効果をもたらしているという問題点を指摘する。そのうえで、問題の抜本的な解決策として、公開買付規制の改正と防衛策の禁止を主な内容とする立法論を行う。具体的には、英国の買収規制を参考に、市場買付けによる支配権取得を禁止し、部分公開買付けによる支配権取得については対象会社の株主の多数決による承認を要求し、また全部公開買付けにおいては、買付成立後の延長期間の設定を強制する。このようにして、株主が強圧性を受けない状況で買収への賛否を判断できる体制を整えたうえで、対象会社の取締役会が防衛策を行使することについては、強行法規によって禁止するという立法論を提案する。