

敵対的買収に対して許容される防衛策

寺 本 健 人

(法学専攻 リーガル・スペシャリスト・コース)

序 論

第1章 定義と防衛策の種類

第1節 敵対的買収および防衛策の定義ならびに主要目的ルール

第2節 防衛策の種類

第3節 防衛策に関する学説と株主総会の問題点

第2章 防衛策の必要性

第1節 濫用的買収者やグリーンメーラー等の対策を目的とした防衛策

第2節 公開買付けの強圧性への対処を目的とした防衛策

第3節 株主の情報不足を理由とする防衛策

第4節 企業特殊的な人的資源の保護を目的とした防衛策

第5節 国策として例外的に必要とされる防衛策

第3章 防衛策が不必要な理由

第1節 会社支配権は株主が決定するという原則

第2節 2013年会社法改正案と防衛策 支配権の移転の考え方

第3節 欧米における防衛策に関するルール

英国の買収規制と中立義務導入の検討

第4節 経営の効率化

結 論

序 論

バブル崩壊以降、わが国における企業を取り巻く環境は、大きく変化してきた。とりわけ、今までわが国企業の安定的な経営を支えていた株式持分の解消が進み、一方で国境を越えた企業活動¹⁾がより活発になった。それゆえ、現経営陣²⁾が望まない敵対的買収が起こりやすい環境になってきた。しかしながら、わが国における敵対的買収に対して許容される防衛策

の限界についての判例法理が不十分であるため、どのような防衛策が許容されるのかが不明確であった³⁾。

そのような状況下で、平成17年5月27日に、経済産業省・法務省から「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（以下“防衛策指針”⁴⁾）が出された。この防衛策指針は、わが国における判例や学説、企業価値研究会平成17年5月27日付「企業価値報告書」⁵⁾を踏まえて作成されたものである。防衛策指針によると、防衛策は、適切に用いられれば企業価値⁶⁾、ひいては、株主共同の利益⁷⁾に役立つ一方で、慎重に設計しなければ経営者の保身に使われ非効率的な経営が温存される可能性も高くなると指摘されている⁸⁾。すなわち、防衛策が許容されるには、経営陣による恣意的な利用を防ぎ、企業価値・株主共同の利益の保護をするという要件が、必要だと考えられている。

しかしながら、防衛策指針が示したライツ・プラン型防衛策（後述）は、2つの理由から普及していないと指摘されている⁹⁾。第1の理由は、日本の経営者の間に「企業価値が上がるのであれば、買収提案を受け入れるべし」との防衛策指針の背景にある規範意識が育ち難いことにある。第2の理由は、防衛策指針の設計思想と司法判断との間に溝があるため、実務家から防衛策の法的な有効性に確信がもたれていないことにある。第1の理由は意識の問題であるため、本稿は、第2の理由である適法性の問題を取り上げ、どのような場合に、企業価値・株主共同の利益が毀損される買収と認定され、防衛策が許容されるのかを検証する。

本稿の流れとして、まず防衛策の定義を明確にしておく。なぜなら、どのようなものが防衛策であるのかを明確にしなければ、議論が錯綜するおそれがあるからである。そして、この論文の方向性としては、防衛策の必要理由と不要とする理由を取り上げ、検証した上で、欧州における取締役会の中立義務を参考に、取締役会限りでの防衛策の導入には慎重になるべしという結論を導いていく。

第1章 定義と防衛策の種類

第1節 敵対的買収および防衛策の定義ならびに主要目的ルール

敵対的買収・防衛策は法律用語ではないため様々な論者によって若干定義に違いがある。そこで、本稿では以下のように定義をする。

敵対的買収とは、一部の論者によると企業価値を毀損するような買収を指すとされているが、本稿では対象会社（買収を仕掛けられた会社のことである。標的公司との語が使用されることもある）の経営陣の同意・協力を得ることなく、支配権の移転を図る企業買収行為とする¹⁰⁾。買収の手法は、主に株式取得と委任状合戦（委任状勧誘）により行われる。敵対的買収に際しては、株式取得と委任状合戦が同時に行われることもある。本稿で論じる防衛策は、主として株式取得による買収に対して、買収者の持株比率を下げるものを想定している。

本稿における防衛策とは、敵対的買収に対して「現経営陣」が主体的になってとる対抗措置とする（主に取締役会限りで発動する場面を想定しているが、取締役会の決議の前後に株主総会の決議を得ているものも含める）。例えば、第三者割当てによる新株発行によって買収者の持株比率を下げるといった方法がある（法律用語ではないが、一般的に、第三者割当増資と呼ばれているので、以下本稿においても第三者割当増資と呼ぶ）。しかしながら、この方法は買収者から不公正発行に該当するとして差止められるおそれがあった。

代表的なものとして、1989年に争われた忠実屋・いなげや事件¹¹⁾がある。この事件で適用された主要目的ルールが、一応の判断基準とされていた。主要目的ルールに依拠すると、たとえ買収を困難にする新株発行であっても、その主たる目的が資金調達だとすれば、会社法210条2号にいう「著しく不公正な発行」とはならない。逆に、第三者割当増資の主たる目的が現経営陣の支配権維持を目的とするものであれば、不公正発行に当

たとえられている。しかし、この主要目的ルールには、活動中の会社なら常に資金調達需要があり、結局経営陣が保身のために防衛策として第三者割当増資を濫用しかねない、および会社支配権の所在に関する決定権は、株主にあるので、支配権争奪時に第三者割当増資を行うことは、許されるべきではないという指摘がなされてきた¹²⁾。

そこで本稿では、第三者割当増資について、たとえ資金調達が主たる目的だとしても有事の際（買収による支配権争いがある時）、結果的に買収を困難にするものであれば、防衛策にあたると解する¹³⁾。もっとも、主たる目的が支配権の維持であったとしても、「株主全体の利益の観点から」防衛策を正当化する「特段の事情」がある場合は例外的に不公正発行にならないと判示した裁判例もある¹⁴⁾。特段の事情については、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものでないことを、被買収会社が疎明、立証する必要がある。

第2節 防衛策の種類

第三者割当増資による方法以外の防衛策もいくつか存在する。買収を困難にするものを防衛策だとすると、支配権の争いのない平時において、安定株主（現経営陣に積極的に賛同する株主）形成をすることも一種の防衛策といえる。もっとも前述の通り、近年の日本の状況は株式の持合解消により安定株主の割合が減少している。平時導入¹⁵⁾型の防衛策としては、安定株主形成のほかに定款変更による取締役の任期を調整すること¹⁶⁾により、会社支配権の取得を困難にする方法が考えられる。また、平時の株主総会の際に有事に備えて防衛策として新株予約権の発行（後述）・拒否権付種類株式発行¹⁷⁾の権限が行使できるように株主総会の承認を得ておくことが考えられる。その他の平時導入型の防衛策としては、高額な役員退職慰労金を設定するゴールデン・パラシュートや株式の非公開化をするゴーイング・プライベートがあり、有事の防衛策としては、逆買収提案を行うバックマン・ディフェンスや会社の重要な財産を譲渡するクラウン

ジュエルがある¹⁸⁾。

事前に防衛策を導入していない状況下で、取締役会限りで発動されてきた防衛策として、かつては第三者割当増資が代表的な方法であった¹⁹⁾。これは、支配権に争いのない場合にも安定株主工作の一環として実施されることもあったが、取締役会の決議のみで第三者割当増資が出来るため、防衛策の導入²⁰⁾をしないまま有事に入った際に、実施されることが多かった。この方法は、有事の際に現経営陣に友好的な会社（ホワイト・ナイト）に新株を割当ててものだが、前述の忠実屋・いなげや事件のように、従来 有利発行、および 不正発行の点から議論されてきた²¹⁾。不正発行については先述の主要目的ルールが下級審判例として確立している²²⁾。しかし、上記の通り主要目的ルールには問題点が指摘されており、さらに、第三者割当増資による方法は、株主総会に諮ったとすれば多数の賛成を得られるような買収案を、阻止する結果となりうるから、合理性が認められないといった指摘²³⁾がある。そのため、防衛策として取締役会限りで発動する第三者割当増資という手法は原則禁止されていくであろう²⁴⁾。

そこで、他の防衛策として取締役会決議による差別的行使条件付きの株主割当型新株予約権（防衛策指針14頁の言い回しであり、以下本稿では「差別的な新株予約権無償割当て」とする²⁵⁾。前述のライツ・プラン型防衛策である）の導入が考えられた。この方法は、もともと米国におけるポイズン・ピル²⁶⁾（ライツ・プランとも呼ばれる）を参考にしたものである²⁷⁾。これは、会社法277条以下の新株予約権無償割当ての制度を根拠規定として、議決権付株式を将来取得できる旨を含む内容の潜在的権利（ライツ）を付与しておくものである。そして、一定の発動事由（トリガー事由・劇薬条項）が生じたときに買収者以外の株主に一斉に、市場価格よりも有利な条件で多数の議決権付株式が交付される。

もっとも、この方法にもいくつかの問題点が存在する。わが国で、防衛策として差別的な新株予約権無償割当てが問題とされた代表的な事件として、ブルドックソース事件²⁸⁾がある（ただし、このブルドックソース事

件は、事前に防衛策が定款などに記載されておらず、防衛策として無償割当てをする旨の警告がなかったものであるという注意が必要である）。ブルドックソース事件の争点は、差別的な新株予約権無償割当てが、株主平等原則・不公正発行等の違反にならないかであった。具体的には、募集新株予約権発行差止め請求として、会社法247条1号に規定する法令・定款に違反する新株予約権にならないかが争点となった。

第1審は、対象会社であるブルドックソースが、新株発行に際して株主総会の特別決議を得ていたことと、買収者スティールに適正な対価を与えていることから差別的な新株予約権無償割当ては問題とならないと判断した。すなわち、会社の経営を誰に委ねるかは、株主が決定すべきであり、株主総会での決議を尊重した。第2審は、防衛策としての必要性・相当性を要求し、買収者を濫用的買収者と認定し、相当な損失補償を要求することで、防衛策の必要性・相当性を認めた。最高裁は、株主総会での決議を尊重し、第1審と似たような枠組みで処理をし、株主平等原則・不公正発行にあたらないとした。

しかし、この判決に対しては、スティールに割当てられた本件新株予約権を、当初公開買付価格を基準にした価格でブルドックソースが取得するという措置が、相当な防衛策といえるのかという指摘²⁹⁾がある。これでは、仮にスティール関係者がグリーンメーラー（経営権の確保を目的とせず、株式を買い取り、高値で対象会社に買い取らせる者）だとすれば、自分の言い値で株式を買い取ってもらう結果となり、グリーンメーラーから株式を買い取ることを法が公認することになってしまう。ただし、ブルドックソース側には、事前警告なしに防衛策を採用・発動したという「負い目」があるから、スティールに損失を与えないような仕組みの採用が優先されたという見方もできる³⁰⁾。こうした指摘もあって、買収者への対価を支払うべきでないとする意見もある³¹⁾（わが国の裁判所は、防衛策の相当性として損失補償を求めているが、もともとの米国におけるライツ・ブランは買収者に損害を発生させることをもって買収者への抑止力としてい

る）。もっとも、買収者への経済的保障については、全くないとすれば、通常の真摯に行われる経営の取得を目指す買収をも萎縮してしまう可能性があるため、一定の経済的保障が必要だと考えられる。防衛策指針は事前警告型の差別的な新株予約権無償割当てについては、「発行時に過度に株主に財産的損害を生じさせないこと」³²⁾としている。そこで保障額算定の基準をどのようにすればいいのかといった問題になるが、買収者の言い値である公開買付価格ではなく、市場価格が基準となるだろう。その際に、高騰した価格をどのように扱うか・いつの段階の価格によるのかについては問題が生じそうである。

また、他の問題点として、新株予約権無償割当てに、強行法規である株主平等の原則の趣旨がおよぶとすれば、定款ないし株主総会の特別決議があるだけで当然適法となるわけではないはずであるとの指摘がある³³⁾。しかしながら、こうした問題があるものの、現行法下において防衛策として適法性・合理性が高い³⁴⁾方法は、有事の際に差別的な新株予約権割当てを防衛策として実施できるように平時に株主総会の承認を得ておくことであると考えられている³⁵⁾。他にも、防衛策の取締役会による濫用を防止し、適法性・合理性を確保する手段として第三者機関（独立社外機関）によるチェックや客観的廃止要件設置³⁶⁾（客観的解除要件）がある³⁷⁾。ただし、これらの手段よりも、株主総会による承認型が優位性を有していると指摘されている³⁸⁾。

第3節 防衛策に関する学説と株主総会の問題点

敵対的買収に対して、対象会社の経営陣が防衛策を採用した場合の適否について、大別すると2つの学説がある³⁹⁾。第1の学説は、経営陣が、企業価値の毀損を防止し、長期的な株主共同の利益を保護するために、防衛策を採用した場合は、現行法下においても正当化されるという学説（経営判断原則適用説）である⁴⁰⁾。もう一方の学説は、買収が仕掛けられた場合、現経営陣は中立を守り、これに介入すべきではないとする説（権限分配秩

序論説）である⁴¹⁾。後者の説の根底には、企業価値・株主共同の利益を毀損する買収であるかの判断は株主が最終的に判断すべきだという考えがあるように思われる。後述するが、米国のデラウェア州においては、前者に近い立場が採られており、欧州においては、後者に近い立場が採られている。また、裁判所の基本的な考え方も株主総会の判断を尊重するとの立場である。

同じ新株予約権の発行による防衛策でも、株主総会で賛同を得た防衛策と同意なしでの防衛策の発動では適法性の認定が変わってくるといえる。防衛策を事前導入する際に、株主総会の賛同を経ているが、そもそもこの時点では、どのような者が買収を仕掛けてくるのか判別できない。それゆえ、企業価値・株主共同の利益向上の可能性もありえるのに、株主は無条件に防衛策の導入に賛同してよいのだろうか。保身のための防衛策なら取締役の善管注意義務違反・忠実義務違反等による法令違反を理由に差止めることができそう⁴²⁾だが、株主総会による賛同を得ている防衛策の発動は法令違反（取締役の善管注意義務違反・忠実義務違反等）の認定を受けないと考えられる⁴³⁾ので、株主総会による決議は防衛策の適法性を判断する上で重要である。もっとも、株主総会の賛同を得ていたとしても、前述したように新株予約権による防衛策は、株主平等原則および会社法278条2項違反になるおそれもある。

また、株主総会の決議を尊重するとしても、株主総会にも欠点がある。株主総会の欠点として、公開買付けに応募し、買収後の経営に関心を示さない株主も決議に参加する危険性があるということに留意しなければならない（もとよりこうした問題点は、将来の企業の命運を、株主総会後間もなく利害関係を喪失する現株主に判断させることに起因する。敵対的買収一般の問題であるとともに、どの機関にいつの時点で判断させるべきかの問題でもある）。他にも、そもそも経営に関心のない株主や議決権を全く行使しない株主も存在するので、株主総会の判断にどこまでの合理性があり、果たしてその判断を尊重すべきなのかといった問題も存在する。しか

しながら、株式会社とりわけ株式を上場している会社⁴⁴⁾においては、会社の最終的なリスクは、株主に帰属すると考えられるので、会社の命運を決定する場面として組織再編の手續と同様に、防衛策の発動に関しても、株主総会の決議が必要であると考えらる。

そのほかにも、株主総会の欠点として、機動性に欠けるといった問題もある。この点については、後述の「会社支配権は株主が決定するという原則」の部分において言及する。さらに、現経営陣にとっては敵対的買収であっても、株主にとっては友好的である場合には、株主総会の賛同を得られないというリスクもある。もっとも、あくまで株主利益を優先すべきであるのであれば、このような場合に、防衛策の発動を認めるべきではない。

第2章 防衛策の必要性

前章においては防衛策の内容について論じてきたが、本章ではなぜ防衛策が必要なのかを論じていく。防衛策を必要とする論者の主張をまとめると以下の4つのものが挙げられている。また、特殊な例として黄金株を利用している会社を取り上げる。

第1節 濫用的買収者やグリーンメーラー等の対策を目的とした防衛策

防衛策指針において、買収は企業価値の向上については株主共同の利益にかなうものも多数存在するので、防衛策の発動には慎重にならなければならないとされている。それでも、買収者が企業価値・株主共同の利益を毀損するような濫用的買収者である場合、防衛策が必要となってくる。そこで、企業価値・株主共同の利益を確保し、向上させる防衛策の代表的なものとして、防衛策指針が指摘しているのは以下のような行為である。

「次の(i)から(iv)までに掲げられる行為等による株主共同の利益に対する明白な侵害をもたらすような買収を防止するための買収防衛策

- (i) 株式を買い占め、その株式について会社側に高値で買取りを要求する行為
- (ii) 会社を一時的に支配して、会社の重要な資産等を廉価に取得する等会社の犠牲の下に買収者の利益を実現する経営を行うような行為
- (iii) 会社の資産を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行為
- (iv) 会社経営を一時的に支配して会社事業に当面関係していない高額資産等を処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるか、一時的な高配当による株価の上昇の機会をねらって高値で売り抜ける行為」⁴⁵⁾

以上のような行為をする買収者を本稿では濫用的買収者と呼ぶ。

濫用的買収者が買収をしてきた場合に、株主共同の利益・企業価値を守るため防衛策を発動することには、一定の合理性があるように思われる。しかし、防衛策の適用を誤れば逆に企業価値を毀損する可能性もありうるので、状況にあった防衛方法⁴⁶⁾をとる必要がある。

まず問題となるのは、買収時において買収者の意図が判別できない場合である。上記のような者が濫用的買収者であっても、買収が仕掛けられた時点で濫用的買収者だと判断するのは困難な場合がある。そこで具体的な例として、上記のブルドックソース事件における第2審が、スティールが濫用的買収者であるとした認定方法を取り上げる。第2審の認定方法は、

買収後の事業計画の有無、および 過去の公開買付けの実態から判断するといったものであった。この認定方法には、事業計画を示すことで買収後の事業計画に支障をきたすので、 を明かすことが出来ないこともあるといった問題点がある。また、 についても過去の実績を裁判所が判断することは妥当であったか、裁判所の認定方法が公平でなかったのでは、という指摘がなされている⁴⁷⁾。それゆえ真に経営を目指した買収者であっても、現経営陣の判断によって濫用的買収者の認定を受ける可能性がある。

また、経営を目指す株式取得でなくとも取得した株式をより優秀な企業に売却し、その結果、企業価値の向上・株主共同の利益に繋がることもあると考えられる。したがって、この方法により濫用的買収者を判別することは困難であるといえる。

また、そもそも投資行動一般として安く買った株式を高値で売することは当然のことであり、蛇の目ミシン事件⁴⁸⁾の中心人物である訴外Kのようなトラブルメーカーとなることは区別する必要がある⁴⁹⁾。それゆえ、(i)のような場合は第三者割当増資・新株予約権等の防衛策として対処すべき問題ではなく、不当に高値で買い取らされる行為そのものに照準を合わせて訴訟で争うべき問題であると考ええる。同様に(ii)~(iv)の問題に対しても、買収そのものよりも買収後の経営のあり方が問題であって、別途取締役の注意義務・不法行為等で争うべき問題⁵⁰⁾であるといえる。具体的には、買収者が会社の重要な財産を狙いだとしても、その財産を処分する時点で訴訟を提起することで対応すればよい。もっとも、買収者が不適切な経営に終始しないように、事前に防衛策として対処することに意味がないことはないといえるが、取締役に対する法令違反行為に適時・適切な対処を行うことにより、このような問題は防止できるのではないだろうか。

結局のところ、濫用的買収者に対する防衛策は、事前に濫用的買収者の判別が困難であること、買収後の取締役の任務懈怠・不法行為、買収者が不当に高値で買い取らせる行為そのもの等を問題とすれば対処できる問題であると考えられる。したがって、このような場合の防衛策の発動は認められにくいといえそうである。

防衛策指針が示した4つの行為以外にも買収により、企業価値が毀損する場面は想定されうる。例えば、買収者の経営状況が実は悪いなか被買収者が買収されることにより、企業価値を毀損するようなことが起こり得る可能性もある⁵¹⁾。そうした場合は、企業価値の毀損を防ぐために、取締役会限りでの防衛策の発動ができそうである。しかし、株主が経営陣を最終的に選ぶとする原則を重視すれば、最終的な判断は株主が行うべきであっ

て、現経営陣は買収者の経営能力よりも自らの経営手腕が上であること、買収により、企業価値が毀損されることを株主に告知することはできても、取締役会限りにおいての防衛策の発動は慎重になるべきではないだろうか。

第2節 公開買付けの強圧性への対処を目的とした防衛策

防衛策を肯定する根拠の1つとして、公開買付けの強圧性への対処が挙げられる⁵²⁾。強圧性とは、公開買付けが成功した場合に少数派として取り残され不利益を被るおそれから、株主が公開買付けに応じやすくなるといった問題である。ブルドックスソース事件の第1審もそのことを意識してか、「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じる株主も存在すると考えられる」と言及したと指摘されている⁵³⁾。もっとも、上場廃止に至らずとも少数派に陥ることによる不利益のおそれから売却することも考えられるので、本稿では公開買付けの強圧性の定義を上記のように記述した。

強圧性は、主として二段階買収⁵⁴⁾の場面において想定されている⁵⁵⁾が、それ以外の場面においても生じる。例えば、MBOなどが考えられる⁵⁶⁾。この強圧性により、不利益を被ることになると考えられるのが、株主と現経営陣である。まず株主としては、本来ならば売りたいくないような買収者であっても強圧性（少数派に取り残されたくない）を理由に株式を手放す行動に出ることが考えられる。もっとも、この点に関しては最終的にどのタイミングで売る・売らないかは株主の投資判断に委ねられるものであるから問題にすべきものではないという指摘もある⁵⁷⁾。また、少数派として残ることになっても、不利益な扱いを受けないように法によって、対処することが可能である。例えば、少数派を締め出すときに不当に低い価格での買取りを禁じるといった措置が考えられる⁵⁸⁾。もっとも、公開買付け時可能な限り買付けたい買収者側の利益も考慮して、公開買付価格よりも多少下回る価格であっても不当な価格とまではいえないであろう。

また、強圧性の問題は友好的買収・非公開化取引でも起こりえる。MBO を念頭においた平成19年の「企業価値の向上及び公正な手続き確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」では、強圧的な効果が生じないために反対株主が不当に不利益を受けないように配慮する旨が示されている⁵⁹⁾。そこで、敵対的買収に際しても強圧性が問題とならないためにも、反対株主が不当に不利益を被らないように法律で保護を図っていく必要がある。

こうした法整備が整えば強圧性が緩和され問題とならないかもしれないが、現に強圧性が生じている場合⁶⁰⁾には現経営陣は厳しい状況下に置かれているといえる。なぜならば、たとえ現経営陣が買収者よりも優れた経営能力を発揮していたとしても株主は「どちらが会社を経営するにふさわしいか（株価を上げるか）」といった判断⁶¹⁾を放棄し、ただ少数派になって不利益を被りたくないという理由から公開買付けに応じるといった結果になるからである。そこで、このような状況下に対応し、株主に自由な選択権行使の機会を保证するために、株主総会で防衛策を行使することが考えられる⁶²⁾。もっとも、株主総会を実施することで株主に買収に賛同するか否かについて、公開買付けに応じるか否かという判断と、株主総会で防衛策に賛同するか否かの、二度の判断機会を与えているという問題が残る。

なお、公開買付けの強圧性は、公開買付け後にも少数派が残る場面のみに妥当し「オール・オア・ナッシング」のオファー（発行済株式の3分の2を取得するだけの応募があることを条件として全株式を対象にした公開買付けを行い、3分の2を取得できないときは1株も買わず、逆に3分の2以上取得できれば、すぐに交付金合併等を行って残存少数株主に公開買付価格と同額を交付すること）には妥当しない。この場合、株主は少数株主として残されるという可能性を懸念する必要はないから、単に応募した利益と現経営陣下の経営による利益を比較して、公開買付けに応募するかどうかを決めればよい⁶³⁾。

以上のことから、望ましい解決策は公開買付規制等で少数派が不利益を

被ることのないように措置を講ずることだが、次善の策として各会社が防衛策を講じる必要性は否定できないであろう。もっとも、そのための防衛策としては、株主総会に防衛策の適否を付議するといったものであるから、強圧性を理由に取締役会限りで防衛策を発動することは適法とならないと考えられる。また、ブルドックソース事件で裁判所が示したように、防衛策が特別決議で賛同を得ている場合は、株主総会の決議を尊重しているので、現経営陣の自己保身とはみなされず、株主共同の利益・企業価値の確保のための防衛策となり、防衛策は適法になる可能性がある。それでも、強圧性がもたらす弊害が小さく、買収によりもたらされる企業価値・株主共同の利益の向上が大きいのであれば、防衛策が認められない可能性もある。

第3節 株主の情報不足を理由とする防衛策

防衛行為を正当化する根拠として、対象会社の株主が、自社の企業価値について十分な認識を有していない点が、しばしば指摘される⁶⁴⁾。例えば、会社が長期的な事業計画を有していても、取締役会がその計画を株主に説明することは、営業秘密の開示を伴うために、十分には行えない場面が想定される。その場合、市場の株価は、客観的な企業価値に比べて過小評価されやすくなる。この状況下で、公開買付けが株価を上回る価格で行われた場合、株主は、買付価格が真の企業価値（極秘の事業計画を反映した価値）を下回っていることに気づかないまま、買付けに応じてしまうかもしれない、その結果、企業価値を減少させる買収が行われるおそれがある。また、より事前の段階で生じる非効率性として、経営が近視眼的になるという問題もある⁶⁵⁾。そのため、株主に適切な企業価値を認識してもらうため、あるいは長期的な利益確保のために、防衛策を実施しようというものである。

こうした非効率性の問題に対して、次のような指摘がなされている。敵対的買収に直面した取締役会の判断は、私益のためにゆがめられる可能性

が高い、即ち自己の事業計画を過剰に高く評価しているのではないかと、という指摘である⁶⁶⁾。もっとも仮にそうでなかったとしても、その事業計画の情報を最終的に株主が判断することになるので、結局のところ情報不足を理由に取締役会が防衛策を発動する根拠にはなりえないと考えられる。

また、そのほかにも株主の情報不足をどこまで問題視するのかという点もある。なぜならば、そもそも株式会社は経営の素人である株主が経営の専門家である経営者に会社の経営を任せるという原則（所有と経営の分離）に立っている以上、そもそも経営の細部にわたる情報に関して株主は関与しないともいえる。もっとも、機関投資家などは細部の情報も分析した上で投資判断を行っていくが、最終的には、現経営陣と買収者のどちらに会社の経営を任せればより企業価値を高めることが可能になるかの判断をするだけである。それゆえ、企業内部の情報不足を理由に、取締役会限りでの防衛策を発動する根拠にはなりえないのである。

また、「短期的リターンを求める株主の意向に敏感にならざる得ない結果、R&D や人材教育等の将来への投資をないがしろにした近視眼的経営に向かいがちになる」という指摘⁶⁷⁾がある。確かに、株主が短期的利益を追求するものだとすれば、長期的には企業価値を毀損するような経営になる可能性がある。ただし、株主が企業価値を正しく判断し、それが適切に株価として評価されれば、長期的な利益も短期的な株価に反映される可能性はある。もっとも真実の企業価値が株価に適切に反映されていない現状⁶⁸⁾から経営者は、短期的利益を追求する株主のために、ある程度近視眼的な経営をしなければならぬこともあるであろう。

第4節 企業特殊的人的資源の保護を目的とした防衛策

防衛策を正当化する根拠として「企業特殊的人的資源」の保護が挙げられる。「企業特殊的人的資源」とは、当該企業の中のみ価値を持つ知識、能力、ノウハウ、熟練等である。敵対的買収によってこうした「企業特殊的人的資源」が損なわれると指摘されている⁶⁹⁾。この指摘をしている文献

によると、オーナーや経営者から、賃金、年金、退職金等を手厚くして企業に長期的にとどまることにメリットがあることを保証する約束がないと、なかなか従業員は、企業特殊的人的資源に投資をしないという。敵対的買収から無防備である企業では、いつ支配株主なり経営者が交替して約束を反故にされるかわからないので、働いている者が、企業特殊的人的資源への真剣な投資をおこないづらくなるといった旨が指摘されている⁷⁰⁾。しかしながら、この論拠に対して、敵対的買収が企業特殊的人的資源の破壊をもたらさないのではという指摘⁷¹⁾もある。なぜなら、企業特殊的な人的資源に価値があるなら、買収者（買収後、通常的真摯に行われる経営を考えていない買収者を除く）が従業員を解雇して、人的資源を破壊するような行動にでるとは考え難いからである。

企業特殊的人的資源の形成において、経営者と従業員の信頼関係が重要になってくる。こうした信頼関係を保護するためにも防衛策は肯定されると言われている。しかしながら、そもそも任期の短い上場企業の経営者と従業員との約束を保護する目的で防衛策を講ずる必要性はあるのだろうか。仮に、買収後に約束が大幅に変更されるのが問題ならば、約束（退職金・賃金について）を就業規則等に定めて、買収後の変更を労働法において規制すればよいのではないだろうか。もっとも、こうした信頼関係が企業にとって重要なものであれば、買収者もそれを尊重するだろうし、逆に、こうした信頼関係が企業にとって足かせとなり、人件費が余分にかかる経営をしているならば、新たな経営者のもと経営体制を一新したほうが、より企業価値の向上に繋がると思われる。それゆえ、企業特殊的人的資源の保護を目的とした防衛策は、合理性をもたないといえる。

第5節 国策として例外的に必要とされる防衛策

特殊な例ではあるが、国策として例外的に防衛策を認められている会社がある。黄金株や特定の株主に多くの議決権を与える複数議決権株式は、古くは欧州において民間企業への政府の支配のために利用されてきた⁷²⁾。

東京証券取引所においては、原則として「拒否権付種類株のうち、取締役の過半数の選解任その他の重要事項にいて種類株主総会を要する定めがなされたものの発行に係る決議又は決定」⁷³⁾を禁じている。しかし、例外的に国策として必要な場合にこの種類株の発行を認めている。現在、東京証券取引所において、この黄金株の発行を認められている会社は「国際石油開発帝石」のみである⁷⁴⁾。国際石油開発帝石は総合資源エネルギー調査会答申「石油公団が保有する開発関連資産の処理に関する方針」において、中核的企業に位置づけられた国際石油開発と帝国石油が2006年に経営統合して設立された会社である。民間企業でありながらもナショナル・フラッグ・カンパニーとして石油・天然ガスの安定的供給・効率の確保という政策目標を担う主体となっている。そのため、濫用的買収者や外国資本による経営支配の可能性を排除する必要性があった。それゆえ、公的主体（現在は経済産業大臣）に合併、会社分割、株式移転、株式交換、取締役の選任あるいは重要な営業資産の全部又は一部の事項に関して事実上の拒否権を持たせるために、黄金株の発行が認められている⁷⁵⁾。

ただし、こうした黄金株の利用には2つの点で問題がある。第1の問題は、国策としてどこまでの範囲の業界・企業に黄金株による防衛策を認めるのが不明確であるという点である。第2の問題は、黄金株による防衛策でなくとも別途法令によって外国資本の参入を防衛すべき問題ではないのかという点である。

第1の問題点に関して、黄金株の発行を認めている企業は「国際石油開発帝石」のみであるが、別途法律において外国資本の参入を規制している業種がいくつか存在している。後述する航空機産業や武器産業といった業種が典型的な例であると思われる。では、こうした企業による黄金株の発行を東証は認めるだろうか。国策として、何らかの答申があれば認められる余地がありそうだが、そもそも法律で外国資本の参入を規制している以上、わざわざ黄金株を導入するインセンティブがないよう思われる。その他にも、国策上重要な業種・企業において黄金株の導入を検討すべきとこ

ろはあるように思われる。しかしながら、取引所関係者の中には、複数議決権株式や黄金株は投資家からの批判があるとして、否定的な考えが強いという問題もある⁷⁶⁾。後述する欧米における防衛策に関するルールの中で紹介する一部の国において複数議決権株式・黄金株が採用されているところもあるが、世界的な企業が上場するニューヨーク証券取引所は、新規上場の場合以外は黄金株・複数議決権株式を発行する会社の上場を認めていない⁷⁷⁾。

第2の問題点に関して、例えば、わが国の外為法（外国為替及び外国貿易管理法）27条10項においても、外国企業等が航空機産業や武器産業などの規制業種について10%以上の株式を取得する際には、事前届出を必要とし、国家安全保障上の観点から問題がある場合は、関税外国為替等審議会の意見を聴取した上で、財務大臣及び事業所管大臣が、変更又は中止の勧告・命令を出せるように規定されている⁷⁸⁾（もっとも、この規制は敵対的のみならず友好的なものも含む）。このように外国資本による経営支配が国策上の問題になる場合は別途法律による対処が出来なくはないといえる。もっとも、煩雑な法律制定の手続によらず機動的な対応方法として、例外的にナショナル・フラッグ・カンパニーに黄金株の発行を認めることに合理性がないこともない。しかしながら、本筋は法律による規制だといえ、それゆえ、国策として外国資本の参入を防止したい場合は、黄金株による方法がもっとも適切なものであるとはいえないと思われる。

第3章 防衛策が不必要な理由

前章においては、防衛策を肯定する場面を取り上げた。そこで、この章においては防衛策を不要とする論拠を挙げる。

第1節 会社支配権は株主が決定するという原則

まず、取締役会限りで発動する防衛策を不要とする第1の根拠として、

会社の支配権は株主に属するということが考えられる。そもそも会社の経営を誰に任せるかといった判断は、株主が行うべき事由であるから、取締役会が、第三者割当増資で取締役自らが株主を選び、結果的に自ら経営者を選ぶことには、慎重になる必要がある⁷⁹⁾。

そこで疑問となるのが、株主総会において防衛策としての第三者割当増資による防衛策の発動を取締役に委ねることが出来るかといった問題が生じる。現在の会社法においては授權資本制度の下、取締役会限りで新株の発行が行われ、それが防衛策としても利用されてきた。しかしながら、そもそも新株発行を取締役会限りで行えるようにした制度趣旨は機動的な資金調達の実現のためであり、防衛策を取締役に委ねるためではない。第三者割当増資はこうした資金調達面（経済面での機能）を有する反面、同時に発行済み株式総数の増加、ひいては一株あたりの持分比率の減少をもたらす支配面での機能も有する。

それゆえしばしば、第三者割当増資が防衛策として利用されてきた。前述の忠実屋・いなげや事件以外の事例として、大阪地裁堺支部昭和48年11月29日判決⁸⁰⁾と京都地裁平成4年8月5日判決⁸¹⁾で問題となったものが挙げられる。大阪地裁堺支部昭和48年11月29日判決は前述の主要目的ルールが適用された事案であり、主要目的ルールによって新株発行（第三者割当増資）の公正・不公正が判断された。しかしながら、主要目的ルールには、資金調達需要は常にあるといった指摘がなされているように、京都地裁平成4年8月5日判決は、第三者割当増資の主たる目的が資金調達だとしても不正な発行であると判断した。つまり、会社において資金需要は常にあるから、支配権争奪時において、取締役会限りでの第三者割当増資による防衛策は違法の認定を受ける可能性があるといえる⁸²⁾（もっとも、この判決は取締役会が買収により、少なくとも「会社の壊滅」をもたらすことを立証すれば、支配目的の第三者割当増資を容認している⁸³⁾）。

それゆえ、支配権争いが生じている場面において、取締役会限りにおける防衛策として第三者割当増資といった手段をとることは困難だといえる。

そこで、違法の認定を受けないためにも、事前に株主総会により、防衛策発動の権限を取締役に委ねることが考えられる。敵対的買収がなされたときに、迅速に対応するためには、株主総会での決議をとることは時間がかかってしまうので、株主が現経営陣を支持しているなら、防衛策を取締役に委ねる必要性はある。ただし、防衛策の発動を無制限に取締役に委ねることが出来てしまうと、結局取締役会の支配権維持に濫用されかねないので、こうした防衛策発動の権限をゆだねる場合は1年限りといった条件を付けることが望ましいと考える。しかしながら、常に安定した割当て先を確保しなければならないという問題があるため、支配権に争いがない状態で割当て先を確保し続けることは困難（第三者割当増資による方法は、割当先にある程度の資金が必要であるため）であると思われるので、第三者割当増資による防衛策を事前に株主総会の承認を得て導入しておくことは現実的でないと思われる。

もし、仮に支配権争奪時において、迅速性を確保し、株主総会の決議を得た上で第三者割当増資による防衛策を実施できたならば、その適法性はどうか。まず、株主総会の同意を得ているため、有利発行・不公正発行の観点からは問題とならない。差別的な新株予約権無償割当てのように、既存の株主間で差別的な扱いをするわけでもないので、株主平等原則を介して、違法性の主張を受けるおそれもない。そうすると割当て先を探す・持ち株比率の下がる既存株主の賛同を得られるのかという現実的な問題は存するが、株主総会の決議を得た上での第三者割当増資による防衛策は適法となり得る⁸⁴⁾。

第2節 2013年会社法改正案と防衛策 支配権の移転の考え方

会社支配権の決定を株主が行うべきという考えから、以下の改正案を紹介する。

2013年11月29日の第185回国会に提出された「会社法の一部を改正する法律案」の206条の2は、防衛策にも影響を及ぼすものである。条文の内

容としては、募集株式の引受人が総株主の議決権の過半数を有することになる場合には、その引受人に関する情報を株主に（払込期日等の2週間前までに）通知しなければならないものとされている。そして、この通知から2週間以内に、総株主の議決権の10分の1以上を有する株主が反対する旨を通知した時は、当該募集株式の割当て等について株主総会での普通決議による承認を必要とすることになった⁸⁵⁾。

これにより、買収に賛同する株主が1割以上いる場合は、第三者割当増資による防衛策の発動については、原則として株主総会の決議が要求されることになった。もっとも、従来でもこの方法による防衛は、主要目的の適用の可能性もあるため、防衛策として発動するときは、予め株主総会の決議を得ることが望ましいものであった。

改正に伴って、支配権について言及がなされている⁸⁶⁾。支配権（支配株主）とは総株主の議決権に対する割合が50%を超える場合に有するとされている。ただ、現実的には、総株主の議決権に対する割合が50%を超えてなくとも実質的に会社の支配権を有することもある⁸⁷⁾（英国では、支配株式は30%以上とされている。第三者割当増資によって30%以上の株式を取得する場合に、義務的公開買付規制の対象となることを原則としつつ、対象会社の株主の多数決による承認を得た場合には、規制の対象から除外している⁸⁸⁾）。

支配権についてこのように言及されている背景には、会社の支配株主の異動に関して株主総会での決議が必要だという考え方が、根底にあると考えられる。この考え方は、新たな支配株主が出現するような大規模な第三者割当増資は株主にとって実質的に組織再編に近い影響を与えるため、組織再編の場合と同様に株主総会の決議を要するとする考え方や、および

支配権の異動が生じた後に少数派に転落した株主を救済するのは困難であるから、予め株主の意思を反映させることが望ましいとする考え方に基づくものである⁸⁹⁾。

そうだとすれば、第三者割当増資の局面に限らず、すべての支配権移転

の局面において株主の関与を広く認めていくことが妥当であると思われる。しかし、わが国の現行会社法は、米国のデラウェア州と同様に、授權株式数の範囲内における新株発行権限を取締役に付与する制度をとっているため、会社法自体に、「株主自らによる支配株主の選択」という考え方を導入することには、慎重に検討すべきだと指摘されている⁹⁰⁾。ただし、オリンパスや大王製紙の不祥事により、株主による企業監視の強化が叫ばれ、株主利益をより重視した経営を実現するためのガバナンスを形成する必要があるという危機意識が存在する⁹¹⁾。その一環として、会社支配権のあり方を決定する局面において、株主の関与を認めていく方向性をとることは、企業のガバナンス強化に繋がるといえる。また、前述のブルドックソース事件最高裁判所の判断においても、株主総会の決議を重視するとの立場をとっている。それゆえ、会社法に「株主自らによる支配株主の選択」という考え方を導入する必要性はあると思われる。

第3節 欧米における防衛策に関するルール

英国の買収規制と中立義務導入の検討

ここでは、企業買収とその防衛策についての欧米におけるルールを比較してみる。米国のデラウェア州⁹²⁾においては、公開買付規制が緩やかな代わりに、取締役会に防衛策を認めるといった手法がとられている（もっとも、米国の他の州によっては独自の買収規制を課しているところも存在する⁹³⁾）。これに対して、英国の場合では、公開買付規制⁹⁴⁾を厳格にする代わりに、正当な買収に対しては、手出しをしない中立義務が、取締役会に課せられている⁹⁵⁾。他方、ドイツ⁹⁶⁾は、英国と類似の全部買付規制を採用しているが、監査役会の同意があれば有事導入型の防衛策の採用を認めている。しかしながら、後述する大陸諸国が採用する複数議決権株式はほとんど採用されていない。大陸諸国（フランス・オランダ・北欧）においては、公開買付規制で英国と同様に全部買付義務を課すと同時に、株主総会の承認を得た上で黄金株・複数議決権株式といった種類株の発行が採

用されている⁹⁷⁾。また、EU 公開買付指令⁹⁸⁾により、EU 全体での公開買付制度の統一が図られている⁹⁹⁾。そこで、わが国における制度を検証してみると、米国のデラウェア州法に近い制度をとっているが、英国型の買収規制の導入を検討すべき余地があると考ええる。

英国型の規制において支持できる点は2つある。1つは、取締役役中立義務を課することで、「買収の是非は株主に任せるべきである」という原則が取られている点である。もう1つは買収者に種々の規制を課することにより、株主が強圧性の関わらない状態で買収に応じるかどうかの判断が出来るようにされている点である（英国の全部買付義務の導入について、我が国では部分公開買付けが一般的であるため、全部買付義務をそのまま導入するのは慎重にならなければならない。ただし、英国においても一定の条件下で部分公開買付けを認めている¹⁰⁰⁾）。なお、英国においても株主総会の承認のある場合には、制度的に買収防衛策の導入が可能であるが、分散した株主構造と強力な機関投資家の存在により、防衛策の導入が困難になっている¹⁰¹⁾。

こうした点を考慮し、わが国においても英国の公開買付規制導入を検討する余地がある。ただし、部分公開買付けのように、英国とわが国における関連する制度も違うので、他国の制度をそのままわが国に導入するには慎重にならなくてはならない。しかしながら、英国のように買収が盛んな国において、取締役会限りで発動する防衛策を原則認めていない制度を採用していることを考慮する必要があるといえる。

第4節 経営の効率化

防衛策を不要とする論拠に、経営の効率化が指摘¹⁰²⁾されている。すなわち、敵対的買収の危険に晒されることで経営に規律をもたらし、効率的な経営をもたらすという考えである。もっとも、株主が短期的利益に向きがちな場合は、経営者も近視眼的経営に陥る危険性もあるが、長期的な計画であってもその事業における進捗状況等を適正に評価できる環境が

整えば、短期的でも株価の増加が見込めるであろう。また、現経営陣にとっては敵対的買収であっても、株主からすれば、新たな経営者を選択するチャンスであり、より企業価値を向上させる経営者を判別する機会になりうるので、買収によって経営の効率化が図られるといえる。もっとも、買収によって必ずしも経営状況がよくなるあるいは悪くなるわけではなく、結局はその後の経営しだいとなるが、経営者選択の場面を設けるという観点に立てば必ずしも敵対的買収を防衛することが株主の利益になるとはいえない。そもそも敵対的買収は、現経営陣にとって都合の悪い買収者であって、必ずしも株主にとって都合の悪い買収であるとは限らない。それに関わらず、取締役会によって、企業価値が毀損されると判断され、株主共同の利益を守るために防衛策を発動するといった矛盾に、この防衛策の適法性をめぐる問題の原因があるようにも思われる。

敵対的買収に対して無防備な状況下にあることについて以下のような非効率が生じるという指摘¹⁰³⁾がある。非効率の例として、買収によりヘッドハンターが押しよせるのが常だから従業員に対して高額なインセンティブが必要となるとの指摘である。ただし、この指摘は、買収時に顕著になるかも知れないが有事に限った問題ではない。なぜなら、有能な従業員に対しては平時においてもヘッドハンティングの対象となるので、そのような従業員に高額な報酬等を与えることは買収の有無に関係ないと考えられるからである。また、買収されることにより有能な従業員がどれほど会社を出たくなるかという疑問も生じる。こうした非効率性の例は、もともと米国における敵対的買収の場面を想定しており、米国の従業員は高額なインセンティブを必要とするかもしれないが、わが国においては米国ほど雇用が流動的でないため、残る従業員が多いのではないだろうか。また、従業員の立ち回りも買収後の経営によると考えられる。例えば、買収後大規模なリストラを予定していることを念頭においているから、こうした指摘がなされるのではないだろうか。リストラを予定している場合には従業員がヘッドハンティングに応じやすくなると考えられるが、同時に買収対象

となる会社の経営状態が不安定である場合でもあるので、そうした場合には、有能な従業員は移籍を考えるのではないだろうか。したがって、従業員に高額なインセンティブを設定することは敵対的買収によって生じる非効率とはいえそうにない。

他の非効率の例として、買収によって不安を持った顧客・供給者に特別価格を設定する必要があるという指摘がある。しかしながら、この指摘も買収の動向によると考えられる。例えば、規模の大きい同業他社が買収者の場合、買収後の信頼が大きくなるので特別価格を設定しなくてもよいと考えられる。

また、敵対的買収によって、地域社会が企業定着のための施策を延期・大規模計画の延期・債権者の融資延期といった非効率が生じるという指摘もあるが、買収によって直ちに施策が延期・廃止されるわけではなく、結局は買収者・被買収者の経営状況によると考えられる。買収によって経営がより安定するような場合を想定すれば、必ずしもこれらの指摘が的を射るとは考えられない。それゆえ、買収者・買収の様態によっては、必ずしも買収が非効率をもたらすものではないといえる。また、真に経営をめざす（有能な）買収者なら利益を生み出す人的資源を破壊するとは考えにくく、より安定した経営をもたらすような買収者であるならば、融資の延期といったこともないだろう。

結 論

本稿では、防衛策が必要な理由と不要な理由を取り上げた。必要な5つの局面における防衛策は、公開買付規制の整備など別の手段により対処できる問題であり、取締役会限りでの防衛策については、原則として認めないほうが望ましいと結論付けられる¹⁰⁴⁾。

第三者割当増資による防衛策は、会社法改正案の206条の2により、割当て先が過半数を超える場合には、結果的に株主総会での決議が必要とな

るであろう。ただし、新株の割当て先が過半数を超えなくとも防衛策として機能する可能性があるので、実際に行使される議決権の数などを踏まえて、割当て先の比率が30%を超える場合には株主総会の決議を必要とすべきだと考える。また、株主総会の決議を得ているので、有利発行・不公正発行の問題とならず、主要目的ルールの適用を回避できる。ただし、現実的な問題として、割当て先の確保と買収者以外にも持株比率の低下の可能性がある株主の賛同を得られるのかといった点がある。

差別的な新株予約権無償割当てについても、会社法278条2項の規定および、強行法規である株主平等の原則（会社法109条1項）に抵触するおそれがあるので、定款・株主総会の決議によっても適法に行うことが出来なくなる可能性がある。それでも、現在の判例や学説が適法とする余地を認めているのは、強圧的な買収が必ずしも有効に規制されていないからである。それゆえ、強圧的な買収手法を公開買付規制によって対処できたなら、差別的な新株予約権無償割当てによる防衛策は、株主平等の原則に違反するとの指摘がある¹⁰⁵⁾。

結果として、取締役会かぎりでの防衛策については「特段の事情」がない限り原則禁止となる。すなわち、株主総会の決議を経ている時間的余裕がなく、防衛策を発動しなければ著しく企業価値・株主共同の利益を害するような場合にのみ許容されうると考えられる。なお、上述したように防衛策指針が定めた濫用的買収者による買収は、その判別が困難であることと買収後の行為そのものを問題視すべきであるから、防衛策を肯定する「特段の事情」には当てはまらないと思われる。もっとも、世間的に濫用的買収者であると思われる者に買収されると企業価値が毀損するおそれがあるため、防衛策の発動を肯定される可能性はある。ただし、この「特段の事情」については、経営が成り立たなくなるような重大な損害を被る場合のみに適用され、たとえばニッポン放送がライブドア傘下になることにより生じる取引関係の変化程度では認められないであろう。それゆえ、どのようにして企業価値の毀損・負のシナジーが生じているのかを判別する

ことが容易でない可能性もある¹⁰⁶⁾が、多少の変化では「特段の事情」といえないであろう。

株主総会の賛同を得ている差別的な新株予約権無償割当てによる防衛策も、将来的には株主平等原則違反になりえそうである。しかし例外的に、企業価値・株主共同の利益を害するおそれがある場合には、防衛策の発動が認められると考える。すなわち、買収によって負のシナジーが生じるなど企業価値・株主共同の利益が害される「特段の事情」がある場合には、企業価値・株主共同の利益を確保するために、特定の株主を差別的に扱う新株予約権による防衛策を発動しても、株主平等の原則違反とならないであろう。この場合の「特段の事情」は取締役会限りで発動する場合よりも広く認められて、多少の企業価値・株主共同の利益毀損のおそれでも防衛策の発動が認められそうである。すなわち、ライブドアやスチールによる買収が、会社経営の取引関係を変化させ長期的に企業価値・株主共同の利益を毀損すると株主が判断した場合は、株主総会の決議をもって、差別的な新株予約権無償割当てを行っても株主平等原則の違反にならないと考える。

また、機動性確保のために、一定の期間発動の権限を取締役に委ねることもできるが、今後の情報通信技術の発達や株主総会の手続の迅速化¹⁰⁷⁾により、株主総会の機動性が確保できる制度が整えば、取締役会に委ねることもできなくなるであろう。それゆえ、株主総会の迅速化が実現すれば取締役会による防衛策の発動は禁止されるであろう。

- 1) その他の要因として、外資規制の自由化（外為法の規制緩和）、外資系金融機関の存在が挙げられる。松井秀征「敵対的企業買収に対する対抗策の基礎」武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』184頁（商事法務、2004年）。
- 2) 現経営陣とは、会社の方針を策定する人たちを指す。会社法上の取締役と重複することもあるが、株主総会で取締役として選任されていない者（事実上の取締役や登記簿上の取締役等）も含むと考えられるので、取締役より広い範囲を指す。
- 3) 田中亘『企業買収と防衛策』335頁（商事法務、2012年）。主要目的ルールへの懐疑（後述）はこの不明確さの反映と認識することもできる。
- 4) 防衛策指針によれば、防衛策は、企業価値、ひいては、株主共同の利益を確保し、又は

向上させるものでなければならない。それゆえ、以下の原則に従ったものでなければならない。すなわち、企業価値・株主共同の利益確保・向上の原則、事前開示・株主意思の原則、および必要性・相当性確保の原則の諸原則である。経済産業省・法務省平成17年5月27日付「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」3頁。以下では、防衛策指針と記す。

- 5) 企業価値研究会平成17年5月27日付企業価値報告書87頁（なお、以下脚注において企業価値報告書とする。）によると、防衛策の合理性に関する判断基準は、第1に防衛策の平時導入、第2に消却可能、第3に有事における取締役の恣意的判断の排除の3つの要件を求めている。
- 6) なお、企業価値とはその字のごとく企業価値を表すものである。株価との違いは、投資家が適正に企業価値を判断できれば企業価値＝株価の図式が成り立つが現実には多少のずれがあるので株価がそのまま企業価値となるわけではない。ただし、企業価値の毀損の有無を客観的に評価する方法として、株価の変動によって判別することが考えられる。しかしながら、どの程度の損害をもって企業価値の毀損として、防衛策が許容されるのかについては、不明確である。企業価値報告書・前掲注5)34頁による定義は「企業価値とは、企業の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう」としている。
- 7) 株主共同の利益は、企業価値報告書の示す株主価値と同義と解される。株主価値は、株主に帰属する価値であり、ステークホルダーに帰属する価値を含めたものが企業価値となる。防衛策指針・前掲注4)35頁。すなわち、株主にとって利益になるものは株主共同の利益にかなっているが、それが必ずしもステークホルダーにとってメリットがあるわけではなく、全体としての企業価値が毀損している場合もある。そのため、株主共同の利益にかなう買収でも、企業価値が毀損するような場合において、防衛策が認められるのかといった問題が起こりそうである。例えば、従業員にとって不利益をもたらすような場面が想定される。ただし、あくまで防衛策の実施は株主利益の保護に重きをおくとすれば、この場合においても防衛策の発動は認められないように思われる。なぜなら、従業員の報酬や雇用機会の保護等はあくまでも労働法の対象であり、防衛策によって保護するものではないと考えられるからである。
- 8) 防衛策指針・前掲注4)2頁以下。
- 9) 藤縄憲一「検証・日本の企業買収ルール ライツプラン型防衛策の導入は正しかったのか」商事法務1818号19頁（2007年）。
- 10) 丸山秀平＝野村修也＝大杉謙一＝松井秀征＝高橋美加『ケースブック会社法 第3版』358頁（弘文堂、2008年）。
- 11) 忠実屋・いなげや事件（東京地決平成元年7月25日判時1317号28頁）。東証1部上場の株式会社である忠実屋といなげやは、秀和からの合併提案を拒否するとともに、秀和に対抗するために相互に株式を割り当て防衛を図った事件である。秀和は当該新株発行を有利発行・不公正発行として訴えを提起した。
- 12) 川浜昇「株主会社の支配争奪と取締役の行動規則（3・完）民商法雑誌95巻4号496頁（1987年）。

- 13) 田中・前掲書注3) 3頁。
- 14) 田中・前掲書注3)206頁。「特段の事情」について言及した裁判例として、ニッポン放送事件（東京高決平成17年3月23日判例時報1899号56頁）がある。ニッポン放送事件は、フジテレビの子会社であるニッポン放送の株式をライブドアが子会社を通じて、株式を買い集めたことに対して、ニッポン放送側が防衛策としてフジテレビに新株予約権を発行したことについて、不正発行等を理由にライブドアが新株予約権発行の差止めを求めた事件である。「特段の事情」について原審が、ライブドアが支配権を取得することでニッポン放送の取引関係・従業員に与える影響等について審査したのに対して、本決定は、それらは事業経営の当否の問題であり、司法手続きの中で裁判所が判断するに適さないとしている。田中・前掲書注3)121頁。
- 15) 企業価値報告書・前掲注5)88頁によると、有事において新株や新株予約権の発行を現に行う仕組みの防衛策であっても、平時において、有事になれば新株や新株予約権を発行する可能性があることを警告しておく方策や取締役会で条件付発行決議をしておくような方策も平時導入型に分類されている。
- 16) 期差取締役会とは、米国のデラウェア州法で主にとられている防衛手法である。ポイズン・ピルを採用する会社が原則1年とされる取締役の任期を、定款で3年に伸ばし、1年ごとに取締役の3分の1を交替させる仕組みをとることで、買収者が1度の総会で取締役会の過半数を握ることを阻止する。田中・前掲書注3)51頁。なお、わが国においては、取締役の任期は会社法332条1項により2年以内と規定されているため、期差制の導入は困難である。また、欧米の機関投資家も、導入に反対している。企業価値報告書・前掲注5)55・90頁。米国においても、機関投資家の反対によって、期差取締役会を採用する会社は減少傾向にある。田中・前掲書注3)202頁。
- 17) 拒否権付種類株式は別名「黄金株」と呼ばれる。主に、合併会社のような比較的小規模な会社を念頭においているが、上場企業における利用が会社法上制限されているわけではなく、黄金株を発行している会社の上場を認めるかは、金融商品取引所の政策しだいである。江頭憲治郎『株式会社法 第4版』157頁（有斐閣，2011年）。東京証券取引所においては、株券上場廃止基準第2条第1項第17号「株主の権利内容及びその行使が不当に制限されていると当取引所が認めた場合」に該当するとして拒否権付種類株のうち、取締役の過半数の選解任その他の重要事項について種類株主総会を要する定めがなされたものの発行に係る決議又は決定を禁じている。なお、例外として国策上必要なものについては、当該株式の発行を認めている（後述）。「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備に伴う株券上場審査基準等の一部改正について」<http://www.tse.or.jp/rules/regulations/060307al.pdf>（2014年3月閲覧）。
- 18) 企業価値報告書・前掲注5)66頁参照。なお、これらの防衛策は（ゴーイング・プライベートを除き）買収者の株式比率自体に変動をもたらすものではないので、紙幅の都合もあり、本稿では紹介だけに留める。
- 19) 武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎「企業買収防衛策の法的論点と実務上の諸問題 一連の商法改正と日本型ポイズン・ピル導入を視野に入れて」武井ほか・前掲書注1)37頁、田中・前掲書注3)53頁。

- 20) ここで「導入」とは、防衛策の具体的な内容を決定することを意味する。日下部聡「企業社会における公正なルール形成を目指して 企業価値報告書と指針策定の問題意識」商事法務1734号9頁（2005年）。
- 21) 裁判例には、証券業界の自主ルールによる、「取締役会決議の直前日の終値又は直前日を最終日としこれより遡る6か月以内の任意の日を初日とする期間の終値平均に0.9を乗じた価額」以上とする算定方法に従っているかどうかを重視するものが多く、自主ルールに従っていれば適法とする見方もある。しかし、株価が買収により企業価値が増大するという株式市場の合理的期待を反映したものに基づく限り、高騰後の株価を発行価額の算定基礎にすべきであり、高騰前の期間の株価との平均をとる根拠は乏しいという指摘もある。田中亘「防衛策としての第三者割当増資の発行価額」江頭憲治郎＝岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬『会社法判例百選』別冊ジュリスト180号65頁（有斐閣、2006年）。
- 22) 武井ほか・前掲注19)39頁。
- 23) 田中・前掲書注3)53頁。
- 24) 田中・前掲書注3)54頁。後述する会社法改正案でも第三者割当てについて述べる。
- 25) 新株予約権無償割当てについては、会社法277条以下を根拠規定とする。この無償割当てに関しては、278条3項によって、定款に定めがない限り、取締役会の決議によって決定できる。一方、有償による新株予約権の発行に関しては、有利発行に該当する限り、株主総会の決議を要求しているので、取締役会限りによる発動ができない。そのため、有利発行に該当しない価格を設定し割当てする方法より、無償で割当てするほうが、取締役会にとって使い勝手がよい（有償は新株予約権を引き受ける者に負担になる）ため、本稿では無償割当てに焦点を当てる。
- 26) ポイズン・ビルは、1980年代半ばに、ニュー・ヨーク州の法律事務所が開発・普及させた。米国において、ポイズン・ビルの種類は大きく分けて、フリップ・イン条項とフリップ・オーバー条項の2つがある。フリップ・イン条項は、権利行使条件と呼ばれる一定の条件が成就した場合に、買収者を除く対象会社の株主全員が、対象会社の株式を有利な条件で取得することを可能とする条項である。フリップ・オーバー条項は、フリップ・イン条項と異なり、対象会社の株主に与えられる権利が、対象会社の株式ではなく買収者の株式を追加取得できる権利とされている。対象会社の消滅を条件に、対象会社の株式に換えて、買収者は、対象会社の株主に対して、自社の株式を有利な条件で発行しなければならないことになる。もっとも、ポイズン・ビルを導入している会社は近年減少傾向にある。Curtis J. Milhaupt『米国会社法』196頁197頁（有斐閣、2009年）。
- 27) 田中・前掲書注3)41頁、武井ほか・前掲注19)53-59頁。
- 28) ブルドックスソース事件（最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁）。スティールがブルドックスソースに敵対的買収を仕掛けた事件である。ブルドックスソース側の防衛策である差別的な新株予約権無償割当てに対して、スティールが会社法247条の類推適用等により差止めの仮処分等を求めた。米国におけるポイズン・ビルは、一定の（敵対的）株式取得者についてだけライツの発行を制限するような「差別的」取扱いを行うことも、有効と認められている。ただし、ユノカル基準等の厳格な経営判断の原則の要件が充足されていることが条件となる。米国デラウェア州の判例法では、株主は「公正に取り扱われる必要が

あるが、あらゆる状況において平等に取り扱われる必要はない」とする考え方もとられているようである。武井ほか・前掲注19)63頁。ユノカル基準とは、1985年にデラウェア州最高裁判所が出した判決が示した基準である。ユノカル基準以前は、経営判断の原則が適用され、経営者は会社の利益のために適切な行為を行ったと推定され、経営者の判断内容の妥当性までは裁判所の審査が及ばなかった。しかしながら、経営者が、防衛策を保身目的で行う可能性があったため、ユノカル判決では「経営判断原則の適用を受ける前に、取締役自ら、敵対的買収が対象企業の経営や効率性に対し脅威があると信じるに足りる合理的な根拠があること、防衛策が脅威との関係で相当なものであったことを立証する義務がある」と判断した。企業価値報告書・前掲注2)48頁。もっとも、この判決は「脅威への防衛策を広く認めているので、その後のレブロン判決で、デラウェア州は株主重視路線をとったと指摘されている。唐津恵一＝神田秀樹「企業買収に関する会社法制及び証券法制の各国比較（上）」商事法務1985号19頁（2012年）。

- 29) 田中亘「ブルドックソース事件の法的検討（上）」商事法務1809号19頁（2007年）。
- 30) 田中・前掲注29)19頁。
- 31) 武井一浩「会社法改正と M&A 経済成長戦略としての改正の歴史と今後の課題」商事法務2000号61頁（2013年）。
- 32) 防衛策指針・前掲注4)11頁。
- 33) 田中・前掲書注3)246頁。
- 34) 日下部・前掲注20)9頁。
- 35) 2012年7月末時点において敵対的買収に対する防衛策を導入している企業は514社であり、上場企業全体の14.5%にあたる企業が導入している。また、防衛策の有効期間は通常は1年、2年又は3年である。有効期間が過ぎた後も9割ほどの企業は継続して防衛策を導入している。継続しなかった企業は、安定株主の存在など防衛策をそれほど必要としなかったからだと考えられる。防衛策には「有事の際に株主の意思の確認を行う仕組みを実施するため」「情報提供期間の設定のため」のものがある。国内の機関投資家が買収防衛策議決権行使の基準として「有効期間に定めがあるのか」、および「導入が中長期的に株主利益の向上にかなうのか」等がある。藤本周＝茂木美樹＝谷野耕司編著「敵対的買収防衛策の導入状況 2012年6月総会を踏まえて」商事法務1977号24頁以下（2012年）。
- 36) 客観的廃止要件とは、買収提案の内容があらかじめ設定した条件に合致すれば、新株予約権を消却するようにしたものである。防衛策指針・前掲注4)13頁。
- 37) 防衛策指針・前掲注4)14頁。
- 38) 防衛策指針・前掲注4)12頁、藤縄・前掲注9)19頁・20頁。
- 39) 太田洋＝原田充浩「平時」の予防策と「有事」の対応策 太田洋＝中山龍太郎『敵対的 M&A 対応の最先端』126頁脚注10（商事法務、2005年）。高橋英治「第三者割当による新株予約権発行の差止め」江頭ほか・前掲書注21)78頁。
- 40) この学説に立つ論文として、松井秀征「敵対的企業買収に対する対抗策の基礎」立教法学63号122頁以下（2003年）、および篠田四郎「敵対的企業買収の法理 対象会社の取締役の役割・行為基準を中心に」久保欣哉編著『企業結合と買収の法理』128頁129頁（中央経済社・1992年）。後者の論文は、わが国の会社法に防衛方法がないため、現実的な対応

策として、取締役会が発動する第三者割当増資による防衛策を肯定している。

- 41) この学説に立つ論文として、川浜昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動の規則（１）」民商法雑誌95巻2号195頁（1986年）、および岸田雅雄「ケースで学ぶ会社法のエッセンス七」法学教室172号34頁（1995年）。前者の論文は、会社支配の所在は、株主にあるとの立場をとっている。なぜなら、株主は株式の自由譲渡性が認められている限りにおいて、株式を売却することで、自由に会社の支配を他の者に委ねることができる。対して、取締役は、株主の選任に基づいて行使できる権限を、株主の意思と無関係に支配の所在を決定することは許されないからである。
- 42) 会社法210条1号は、法令定款違反を理由とする募集株式の差止め請求を認めているので、同号の差し止め事由は、必ずしも有利発行に限られるわけではない。
- 43) 会社法355条の忠実義務は、取締役は株主総会の決議を尊重しなければならないとしている。それゆえ、株主総会の賛同を得ている防衛策の発動は、取締役の善管注意義務違反・忠実違反等にならないと考えられる。しかし、株主総会の賛同を得ている防衛策であっても、場合によっては強行法規である株主平等の原則違反となる可能性がある。
- 44) 上場している会社でもトヨタ自動車のように大規模なものから、比較的小規模な会社もあり、かかる上場企業のも多様性を考慮すると、上場企業の一部に種類株の発行を認めてもよいのではとの指摘もある。藤縄・前掲注9)21頁。
- 45) 防衛策指針・前掲注4)4頁。
- 46) 企業価値を毀損するような買収に対してとりえる手段は前章で定義した防衛策以外にも考えられるので、ここでは敢えて防衛策という用語を使わず防衛方法という言葉を使う。
- 47) 田中・前掲注29)10頁、田中・前掲書注3)237頁以下。
- 48) 蛇の目ミシン事件（最判平成18年4月10日民集60巻4号1273頁）。訴外Kが蛇の目ミシンの取締役らに対して、「大阪からヒットマンが2人来ている。」といった脅しをかけ、自身の会社が保有する株式を高値で買い取らせ、取締役が忠実義務・善管注意義務違反・株主に対する利益供与の禁止規定違反に問われた事件である。原審では、取締役の義務違反は故意がないとして忠実義務・善管注意義務違反等の責任を負わないとされたが、上告審では、不当な要求がなされた際には、警察に届けるなど対処できたとして、取締役の義務違反等を認めた。小谷自身は恐喝容疑で逮捕されている。つまり、このような場合は濫用的買収ではなく単なる恐喝に過ぎないといえる。
- 49) 田中・前掲注29)14頁。
- 50) 買収後の経営によって、現経営陣と職場内の信頼関係が毀損されるという指摘がある。武井一浩「企業買収防衛戦略の必要性と正当性 近時の状況と日本企業の特長性を踏まえて」武井ほか・前掲書注1)22頁。確かに、買収後に経営陣が一新され、新たな経営陣と従業員との間で信頼関係を構築するのが、困難な場合もありえる。しかし、あくまで防衛策の本来の目的が、株主の利益保護としたものであれば、信頼関係保護のために、防衛策を発動するのは目的が間違っているといわざるえない。たとえ、信頼関係によって企業価値が上昇しているとしても、それを保護するか判断するのはあくまでも株主であって、取締役会が信頼関係の保護を理由に防衛策を発動することは、出来ないと考えられる。
- 51) 企業が巨大化することによって機動力が失われ、成長が鈍化し、株価が下落すること等、

買収によって負のシナジーが生じる可能性もある。

- 52) 田中・前掲書注3)90頁。
- 53) 田中亘「ブルドックソース事件の法的検討（下）」商事法務1810号16頁（2007年）。
- 54) 強圧的二段階買収とは、最初の買付で株式の全部買付を勧誘することなく、二段階目の買付条件を不利に設定する、あるいは明確にしないで、公開買付け等の株式買付を行うことをいう。このような問題を解消するために、欧州には義務的公開買付（マダトリーオファー）制度がある。この制度は、支配が移転した際に、買収者に全株式に対する公開買付けを義務付けて、少数派株主に会社から退出する権利を与える制度である。飯田秀総「公開買付規制の改革 欧州型の義務的公開買付制度の退出権の考え方を導入すべきか」落合誠一＝太田洋＝柴田寛子編著『会社法制見直しの視点』128頁、商事法務（2012年）。ただ、買収者に全部買付を義務付けると買収者に多大なコストを強い、企業価値を高める買収をも萎縮してしまうという問題点もある。
- 55) 武井・前掲注50)15頁、防衛策指針・前掲注4)4頁。
- 56) 田中・前掲書注3)46頁。
- 57) 公開買付価格と、公開買付け後の株式の価値との間に高低がある場合のすべてが不当というわけではない。もしも、これが不当だとすればバーゲンで売りしていることも不当なことになる。強圧性が多いケースで存在することは、いくつかの学者の研究によって実証的に裏付けられている。ただし、企業価値を引き下げるような公開買付けが、どの程度発生しているのかについては、事柄の性質上、実証は難しい。なぜなら、買収が成立しない場合の対象会社の独立価値は公開買付期間中の市場価格には反映されないからである。そこで、代理変数として公開買付け公表直前の市場価格と、公開買付け成立後の市場価格とを比較した論文によると、平均的には企業価値を上昇させる買収が行われている。これが正しいとすると、企業価値を上昇させるような企業買収に無用なコスト負担を強いる方法で強圧性への対応をする必要はないだろう。飯田・前掲注54)133頁以下。実際に強圧性が疑われている事例として、スチールによるソトーへの買収提案が指摘されている。企業価値報告書・前掲注5)33頁。
- 58) 飯田・前掲注54)128頁以下。
- 59) 経済産業省平成19年9月4日付「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」13頁。
- 60) 現行の公開買付制度の問題点として、以下の3つの点が指摘されている。1つ目は、公開買付が強制されるのは、市場外取引で3分の1以上を取得する場合に限定している点である。2つ目は、3分の1という割合が高いという点である。通常の上場企業における議決権行使の割合が7割ほどだとすれば、30%超を押さえた時点でほぼ決着がついたことになってしまう。3つ目は、全部買付義務が3分の2以上の取得を目的とする場合に限るという点である。藤縄・前掲注9)18頁。
- 61) 買収者と現経営陣のどちらが優れた経営手腕を有しているのかの判断は容易ではない。現在の株価と公開買付価格の比較も1つの参考にはなるが、買付者が現在の株価より高い価格を示しても、現在の経営者の能力が上であることもあるとの指摘がある。大杉謙一「敵対的買収と防衛策の法的効力に関する一試論」小塚莊一郎＝高橋美加『商事法への提

言：落合誠一先生選暦記念』508頁以下（商事法務，2004年）。もっとも，ブルドックソース事件では，買収者が株価を大幅に上回る買付価格を提示したにも関わらず，ほとんどの株主は買付に応じなかった。佐藤孝幸『出世するなら会社法』188頁以下（2011年，光文社）。それゆえ，株主は単純に株価のみをもって判断しているわけではないといえそうである。

- 62) 田中・前掲注53)16・17頁。
- 63) 田中・前掲注53)17頁。
- 64) 田中・前掲書注3)55頁。
- 65) 武井ほか・前掲注19)55頁。
- 66) 武井ほか・前掲注19)56頁。
- 67) 武井・前掲注50)24頁。
- 68) 市場において情報が株価に織り込まれるのであれば，まだ株価に織り込まれていない特定の会社の不利益な情報が出た場合には，その情報を反映した分だけ株価は下落し，反対に有利な情報が出た場合にはその分だけ，上昇する。効率的な市場においては，情報が正確に瞬時に株価に反映される（効率的市場仮説）。この前提には，情報がすばやく市場にいきわたること，大量の取引が潤沢にあることが必要になる。ただし，市場において周期的に発生するバブルから，市場は常に効率的ではないと説明されている。Milhaupt・前掲書注26)19頁。
- 69) 武井・前掲注50)22・23頁。人的資源についての紹介は，岩井克人『会社はこれからどうなるのか』182頁以下（平凡社，2003年）。
- 70) 武井・前掲注50)23頁。
- 71) 田中・前掲書注3)66頁。
- 72) 奥平旋「黄金株と民営化企業のガバナンス 民営化の政府関与のあり方」早稲田法学会誌59巻2号29頁以下（2009年）。
- 73) 前掲注17）。
- 74) 国際石油開発の黄金株は，経営上の一定の重要事項の決定については，普通株主総会又は，取締役会の決議に加えて，甲種類株式にかかる甲種類株主総会の決議を要する旨が定款に定められている。国際石油開発会社「種類株式発行のお知らせ」平成16年10月12日 http://www.inpex.co.jp/news/inpex/2004/1012_03.pdf（2014年3月閲覧）。
- 75) 総合資源エネルギー調査会＝石油分科会開発部会＝石油公団資産評価・整理検討小委員会平成15年3月「石油公団が保有する開発関連資産の処理に関する方針」12頁。
- 76) 藤縄・前掲注9)21頁。
- 77) 企業価値報告書・前掲注5)91頁。
- 78) 企業価値報告書・前掲注5)30頁。実際に勧告が出された例として，財務大臣及び経済三号大臣が，ザ・チルドレンズ・インベストメント・マスターファンドによる電源開発株式会社の株式20%の取得を目指したことに對する中止命令がある。電源開発がわが国のエネルギー安全保障の中核（特に原子力）を担うことを理由に挙げている。 http://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/gaitame/recent_revised/tci20080513-02.htm（2014年3月閲覧）。

- 79) 田中・前掲書注3)27頁以下。
- 80) 大阪地堺支判昭和48年11月29日判例時報731号85頁。京都地判平成4年8月5日判例時報1440号129頁。
- 81) 京都地判平成4年8月5日判例時報1440号129頁。
- 82) 松井秀征「取締役の新株発行権限(1)・(2・完)」法学協会雑誌114巻4号414頁以下(1997年)、6号671頁以下(1997年)。
- 83) 田中・前掲書注3)119頁。
- 84) 新株予約権による防衛策よりも第三者割当増資による方法の方が優れているとの見方も出来ると指摘されている。藤縄・前掲注9)21頁。
- 85) 商事法務編集部「会社法の一部を改正する法律案等の国会提出と概要」商事法務2017号4頁以下(2013年)。この改正によって、新株発行による資金調達に機動性が犠牲になっている。また、取締役会が積極的に進めている事業に対する資金調達でも、株主が懐疑的な場合は、新株発行が出来なくなってしまう。もっとも資金調達方法は株式発行に限らないので、必ずしもこれによる不利益は大きなものとはいえず、むしろ会社支配権の異動に関して既存株主の利益保護を図る必要があったといえる。また、改正案によると、事業継続のために緊急の必要性のある場合には適用されないとしているので、資金調達にも一定の配慮をしている。ただ、緊急の必要性を公にすると不利益を被るおそれもある。緊急性について不明確という意見もある。機動性の確保のために、不要な株主総会を避ける意味で、株主の一部の反対を株主総会の開催の要件としている。太田洋・柴田寛子「ライツ・オフリングの規制緩和と第三者割当増資に関する規律」落合ほか・前掲書注54)176頁・184頁、落合誠一・太田洋・森本大介編著『会社法改正要綱の論点と実務対応』(商事法務、2013年)136頁。資金調達に関して、日本よりも厳しい規制をとるEU諸国においては、株主以外の者に現金を対価とする新株発行には株主総会の決議が必要とされているため、ライツ・オフリングによる資金調達が行われている。アメリカのデラウェア州においては授權資本枠の範囲で経営者に新株発行が認められているので、第三者割当増資による資金調達が比較的容易にできる。
- 86) 太田ほか・前掲注85)180頁以下。
- 87) 支配権について、本文中では上記のような定義をしているが、主要目的ルールに言及している場面においては、議決権の50%という形式的なものではなく、実質的に会社を支配する決定権をさすと考えられる。それゆえ、今回の改正では、形式的に50%という数値を定めているが、実際に議決権を行使しない株主も一定数存在するので、50%という数値はいささか高いように感じる。
- 88) 田中・前掲書注3)335頁、428頁。
- 89) 太田ほか・前掲注85)181頁。
- 90) 太田ほか・前掲注85)183頁。
- 91) 高橋英治「日本におけるコーポレート・ガバナンス改革の歴史と課題 現在行われている会社法改正を中心として」商事法務1997号6頁以下(2013年)。
- 92) 米国において、会社設立許可書を巡る競争のなかで最も支配的な地位にあるのが、デラウェア州である。その支配的な地位によって、デラウェア会社法の考え方は、他の州に影響

敵対的買収に対して許容される防衛策（寺本）

響を及ぼしている。デラウエアで会社を設立するメリットとして、取締役会に与えられる裁量が広いこと、および多くの会社が同州で設立することにより生まれるネットワーク効果がある。Milhaupt・前掲書注26) 9頁以下。

- 93) 田中・前掲書注3)336頁。
- 94) 厳密には、英国の会社法は、TOB に関して包括的に調整する特別の規定を有しないため、事実上の規律は、主として自主機関である「公開買付及び合併に関するパネル」の運用に関する「公開買付及び合併に関するシティ・コード」によって行われる。企業価値報告書・前掲注5)40頁。
- 95) 田中・前掲書注3)396頁。
- 96) ドイツは、かつてのわが国と同様に、金融機関が安定株主として存在していたことから敵対的買収が生じにくかった。しかしながら、90年代以降に、EU全体での企業買収指令に関する検討が始まったことを契機に、方針を転換した。即ち、全部買付規制の導入と複数議決権株式・議決権制限株式等の廃止である。企業価値報告書・前掲注5)42頁。
- 97) 企業価値報告書・前掲注5)40頁参照。日下部・前掲注20) 7頁。
- 98) EU の「指令」は法律ではない。「指令」が採択された場合、加盟国は一定の期間内に「指令」を国内の議会を通じて立法化する義務を負う。その義務を履行しない場合には、罰則が定められている。ただし、「指令」の立法化に際して、いくつかの選択肢が加盟国に与えられており、適用除外を定めることも可能となっている。唐津ほか・前掲注28) 4頁（2012年）。
- 99) EU 公開買付指令 9 条では、対象会社の取締役会は、事前に株主総会による承認がなければ、買付期間中は、防衛行為をとることが出来ないと定められている（中立義務）。これは、株主の利益を守ることが、取締役会の利益を守ることに優先するということである。対象会社の経営陣が出来る行為は、ホワイトナイトの探索、通常事業の範囲内の行為、事前に株主総会の承諾を得た通常の事業外の行為、および株主総会の承認を得た防衛行為である。この指令は、英国とフランスにおいては採用されているが、ドイツにおいては採用されていない。もっとも、ドイツにおいても類似の制度がある。また、相互主義が適用され、この「取締役会の中立性」に関するルールに服さない国に買付者が属する場合は、このルールが適用されない。唐津ほか・前掲注28) 7頁（2012年）。
- 100) 田中・前掲書注3)407頁以下。
- 101) 日下部・前掲注20) 7頁。
- 102) 企業価値報告書・前掲注5)31頁によると、敵対的買収だからこそ現経営陣の成しえない大胆な経営資源の選択と集中が可能であり、これにより企業価値が高まると指摘されている。
- 103) 武井・前掲注50)20頁以下。
- 104) 田中・前掲書注3)435頁では、明文をもって取締役会による防衛策の行使を禁じるべきとしている。
- 105) 田中・前掲書注3)438頁以下。田中・前掲書注3)は例外的に、防衛策が許容される局面として、対象会社の資産の収奪が目的の場合に、防衛策を認めている。ただし、著者の意見としては前述したように、収奪が目的だとしても、収奪時の行為そのものを問題視すべ

きだと考えている。

- 106) 負のシナジーの発生を判別するためのツールとして、株価が基準となりえそうである。

しかし、短期的には、株価が上昇しても長期的には下落している場合など、買収による株価の変動をどこまで評価すべきかといった疑問が残りそうである。

- 107) 電磁的方法による株主総会の実施によって、株主総会の迅速な実施が出来そうである。

ただし、株主によっては電磁的方法に対応できない、したくない者の存在やセキュリティーの問題から、現段階では実現が困難である。