

## 科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 24 年 6 月 11 日現在

機関番号：12601

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2008 年度 ～ 2011 年度

課題番号：20730057

研究課題名（和文） 企業買収法制と防衛策

研究課題名（英文） Legal Structure on Corporate Takeovers and Defense

研究代表者

田中 亘 (TANAKA WATARU)

東京大学・社会科学研究所・准教授

研究者番号：00282533

研究成果の概要（和文）：本研究は、わが国における企業買収について、とりわけその中でも、経営陣の賛同を得ないで行ういわゆる敵対的買収に重点を置いて分析し、望ましい法制度のあり方について検討した。その結果、判例による法形成をもたらす法的不明確性が、敵対的買収を萎縮させる効果をもたらしている恐れがあること、その解決策として、買収手法に一定の規制を課したうえで、防衛策を原則的に禁じる英国型の規制の採用を検討すべきであるという結論を得た。

研究成果の概要（英文）：This research evaluates Japanese legal systems concerning mergers and associations (M&A), especially hostile takeovers, and consider how these systems possibly should change.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2008 年度	700,000	210,000	910,000
2009 年度	700,000	210,000	910,000
2010 年度	600,000	180,000	780,000
2011 年度	600,000	180,000	780,000
年度			
総計	2,600,000	780,000	3,380,000

研究分野：民事法学

科研費の分科・細目：企業組織法

キーワード：企業買収、敵対的買収、防衛策、公開買付規制

## 1. 研究開始当初の背景

平成 17 年頃から、わが国において、著名な上場会社を対象とした敵対的買収が散見されるようになり、対象会社の取締役会による防衛策の行使の可否や、公開買付規制を中心とした買収者に対する規制のあり方が議論されるようになった。以前から、買収手法のもたらす強圧性や買収とステークホルダー利益の関係を中心に、この問題について関

心を有していた研究代表者は、買収法制に関する包括的な研究と今後の法制のあり方の提言をすることを目指し、本研究を開始した。

## 2. 研究の目的

本研究（「企業買収法制と防衛策」）は、わが国における企業買収法制、特にその中でも、敵対的買収に対してとりうる防衛策の限界に関して、公開買付規制との関係に

留意しつつ、望ましい法制度のあり方を検討するものである。

### 3. 研究の方法

主として、次の3つの手法によって研究を進めた。(1) 敵対的買収を中心とする買収、株主総会における委任状勧誘戦、および対象会社（取締役会）による防衛策に関する日本の裁判例の分析、(2) アメリカおよびイギリス・EU諸国の法制に関する比較法分析、ならびに(3) 企業買収と防衛策に関する実証的分析。これに加え、経済産業省の企業価値研究会による報告書に関する研究、企業買収に関する内外の法学・経済学の研究のサーベイを行った。

### 4. 研究成果

研究期間内に得られた研究成果の概要を示すと、以下のとおりである。

#### (1) わが国の企業買収法制の動向①：友好的買収に関する研究

本研究期間内は、敵対的買収と防衛策に関する裁判例は比較的少なく、むしろ経営陣による買収（MBO）・非公開化取引といった友好的買収（対象会社の取締役会が賛同しているという意味）に関する裁判例が多く出された。このような状況で、研究代表者は、MBOに関する日本と米国の裁判例を比較する研究を進めた。その成果の一つが、後掲（5. 主な発表論文等）の①論文である（以下、5. に記載の学術論文については、「まる数字＋論文」で引用する）。敵対的買収と防衛策に関しては、後述のとおり、わが国では米国法を強く意識し、これをいわば範とする形で、法実務が形成されつつあるが、その点は、MBO・非公開化取引でも大きくはことならず、MBOの利点を強調しつつも利益相反の問題が存することから、取引の公正に関する裁判所の審査の必要性を強調する見解が、学説上は支配的であり、裁判例も、一般論として学説の提言を受け入れる形で形成されつつある。①論文は、そのように表面的には日米の法の「収斂」が見られる半面で、現実の裁判例を子細に分析すると、両国では、裁判所の審査の程度において大いに違いがある——日本に比べると米国（デラウェア州）のほうが、MBOの手続に関し、遙かに立ち入った司法審査を行っている——ことを明らかにしたものである。①論文は、法的介入のコストについても強調しており、必ずしも、日本も米国の裁判所と同様の厳格な審査をMBO（あるいはその他の非公開化取引）に対して及ぼすことを提唱するものではない。しかし、①論文の研究は、比較法分析においては、判例が説く一般的準則にのみ、着目するのではなく、裁判における現実の審査のあり方に立ち入って検討する必要があることをあり方に

しえたと考えている。

#### (2) わが国の企業買収法制の動向②：敵対的買収と防衛策に関する研究

他方、本研究の開始時からの主要な研究対象である敵対的買収と防衛策に関しては、低迷する経済情勢に合わせてM&A自体が低調であったことを反映してか、ピコイ事件（東京高決平成20・5・12金融・商事判例1298号46頁）を除き、新規の裁判例はほぼ途絶えている。そこで、本研究期間における国内の敵対的買収・防衛策に関する研究は、経済産業省の企業価値研究会による防衛策に関する報告書の分析、および、既存の事件（ブルドックソース事件）に関する実証的な研究が中心となった。以下、順に研究成果を報告する。

#### 企業価値研究会報告の研究

経済産業省の研究会である企業価値研究会は、平成20年6月に、「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（以下、「企業価値研究会報告」あるいはこの項で「本報告」という）を公表した。同研究会については、平成17年の「企業価値報告書」が、わが国の買収防衛策（いわゆる事前警告型防衛策）についての実務上の指針となるなど、判例の乏しい本分野において実務に強い影響を与えていることから、研究代表者としても、企業価値研究会報告については裁判例に匹敵するほどの分析・検討を加える価値があると判断し、これを研究した成果をまとめたものが⑤論文である。⑤論文において、本報告の最大の特徴として強調したのが、米国ことにデラウェア州の判例法理の強い影響である。同州の判例法理は、一方において、会社法の目的を株主利益最大化と考え、防衛策を、究極的には株主の利益（長期的利益を含む）に資するという理由においてのみ正当化する立場をとりつつ、他方において、株主が自らの利益に反する買収提案を受け入れてしまう危険を強調し、対象会社の取締役会に「相当」な範囲での防衛策の行使を許容する、というものである。本報告は、このようなデラウェア州の基本的な立場を受け入れ、買収防衛策に関する既存の判例法理をデラウェア州法に近づけるように整理ないし再構成しようという意図を強く伺うことができる。

⑤論文は、企業価値研究会報告についてのこのような側面を客観的に明らかにすることに重点を置いたが、同時に、そのような立場について考え得る批判、および、それと異なる立場をわが国の法政策として採用する可能性についても論じている。考え得る批判の一つは、デラウェア州法をわが国に採り入れる（⑤論文ではこれを、「ポリシーの移植」と呼んでいる）と同様の立場をわが国がとる

うとしても、防衛策実務のあり方や法制度の相違から不都合が生じる可能性を明らかにした。それはとりわけ、米国においては、防衛策の導入時に差別的な新株予約権を株主に割り当ててしまい、それに対し、買収者が当該新株予約権の「消却」を求めるという形で、防衛策の適法性を裁判で争うルートが確立しているのに対し、わが国の防衛策は、防衛策導入時には差別的な新株予約権無償割当てのような具体的な会社法上の行為を行わず、ただ、買収者が一定比率以上の対象会社の株式の買付けを行うなど買収防衛策の発動基準を満たす行為（以下、この行為を「トリガーを引く」という）をした場合にのみ、それに対し対抗措置（防衛策の発動）をする旨を警告するに止まる。この場合、会社法の行為の差止めに関する現在の一般的な理解

（その行為を差し止めるには、当該行為についての決定がされていることが必要）を前提にした場合、買収者は、いったんトリガーを引き、防衛策を発動してからでないと、当該防衛策の違法性を裁判で主張する機会がなく、その場合、仮に裁判で敗訴した場合は防衛策の発動による不利益が避けられない。その結果、適法な防衛策の範囲・程度についてわが国の判例法理がまだ不明確であることと相俟って、敵対的買収に対して萎縮効果を与える危険がある、という問題を⑤論文は指摘した。そして、その問題に対する対応策として、買収者がトリガーを引き、防衛策が発動した後でも、買収者が買収を撤回するか持株の一部を売却するなどしてトリガーを引く前の状態に戻せば、防衛策は発動しないものとする（そのような条件を防衛策の発動に際して付す）ことを、防衛策の適法性を認めるうえでの必要条件にするべきではないかと論じた。

⑤論文は、このようなポリシーの移植に関する問題に重点を置きつつ、同時に、取締役会による防衛策の行使を承認しつつその限界を判例によって画そうとする米国（デラウェア州）型のアプローチをわが国が採用することがそもそも妥当であるのかという点も論じた（⑤論文では、「ポリシーの選択」の問題と題した問題である）。取締役会による防衛策の行使の許容は、会社の経営支配権に関する問題（誰に会社を支配させるべきか）の判断を株主に任せるのではなく、取締役会が決定あるいは少なくともそれに影響を与える権限を認めることは、利益相反の問題から、取締役による権限の濫用が懸念されるばかりでなく、資本（株式）市場を通じた経営者に対する規律という、公開会社の経営の効率性を確保するための基本的な制度の働きを害する危険がある。確かに、買収は、その手法によっては、株主に対し、買収提案に応じるようなプレッシャーを与える可能性が

あるが（以下、「強圧性」の問題という）、それについては、買収者のとりうる買収手段について一定の制約を課すことによっても対処できる。現に、後述するとおり、英国では、強圧性を防止するための買収手法に対する規制を設ける一方で、公開買付けに対しては、対象会社の取締役会による防衛策の行使を禁止するという行き方をとっている。わが国でも、そのようなポリシーを採用する可能性も十分あるのではないか。研究代表者が、⑤論文において示唆した以上の主張は、後述するとおり、研究代表者が現在執筆している企業買収法制についての提言の主要な主張になっている。

#### 買収防衛策と株式持合い

敵対的買収と防衛策に関するもう一つの主要な研究成果は、法政大学経済学部の胄鵬教授と共同で行った、買収防衛策と株式持合いに関する実証研究である（論文④）である。同研究においては、平成19年に起きたブルドックソース事件（スティール・パートナーズ・ジャパン（以下、「SPJ」という）がブルドックソースに対し、敵対的公開買付けを行ったのに対し、ブルドックソースが株主総会の決議により買収防衛策を発動。防衛策は最高裁により適法と認められ、公開買付けも、ほとんど応募が集まらず買収は失敗に終わった）と、平成20・21年に行われたアデランス・ホールディングスに対するSPJの委任状勧誘（両年の株主総会とも、SPJの提案が株主総会で可決された）の両事例について、SPJの株式保有が開始された後の両社の株主構成および株式の持合い状況を、有価証券報告書を用いて調査した。その結果、両事件の帰趨を決めたものが、買収防衛策ではなく、株式持合いの有無（程度）であることを明らかにした。

日本の買収防衛策は、基本的には、米国でいうところの裸のピル（naked [poison] pill）、すなわち、買収者が一回の委任状勧誘戦によって対象会社の取締役を交替させることによって克服可能なものである。この場合、対象会社の株主が買収を支持する場合、防衛策の有無にかかわらず、委任状勧誘戦と公開買付けの組み合わせによって買収は実現する可能性が高い。このような現実直面する場合、対象会社の経営陣が行う可能性が高いのは、取引先である金融機関や事業法人、あるいは、同様にSPJなどの敵対的買収者ないしアクティビストに株式を保有されている会社との間で株式持合を行うなどの安定株主工作を進めることである。事実、ブルドックソースは、同社は公開買付けの前には防衛策を採用していなかったにもかかわらず、株主総会の圧倒的な賛成のもとに防衛策を発動することができ、さらに、買収自体の実

現も阻止することができた。これに対し、アデランスは、事前警告型防衛策を導入していたにもかかわらず、他の株主の支持を得たSPJの委任状勧誘戦により、防衛策を発動する機会もないまま経営陣の交替という結果を余儀なくされた。敵対的買収・防衛策に関する法的議論は、往々にして、表に出される防衛策の適法性に関心が向きがちであるが、実際には、水面下で行われる持合い・安定株主工作が買収の成否に重要な影響を与えるのである。論文④の研究は、このような主張を、具体的な事例の地道な実証的研究によって裏づけたことに、意義があると考えられる。

### (3) 買収制度の関する比較法的研究：特に英国の研究に関して

本研究期間には、買収規制についての比較的研究も進めた。特に、研究代表者の従前からの主要な研究対象である米国の買収法制の動向についても研究を進め、そこで得た知見の一部が、前述の①論文に生かされている。

ただ、本研究期間における最大の研究成果は、英国の公開買付規制（シティ・コード）に関する理解を深めたことである。これについては、本科研費を利用した文献調査の他、日本証券経済研究所の「英国 M&A 制度研究会」に参加し、同国の現地調査をする機会を得たことが大きい。これらの調査を通じ、英国の M&A 規制の全体的なイメージをつかむことができたと考えている。それは、「同国経済に強力な影響力をもつ機関投資家により構築され、共同ボイコットの『脅威』によってエンフォーサビリティが確保されている、株主主権を徹底した自主規制の体系」というものである。

すなわち、英国においては、一方において、対象会社の取締役会が公開買付けを妨げる行為（たとえば、買収者の持株比率を引き下げる第三者割当増資など）を禁止し、買収を実現させるかどうかの判断は、もっぱら、公開買付けに応募するかどうかの判断を通じて対象会社の株主が行うというポリシーを徹底させている。その一方、支配権の移転の場面では、一般株主に対し平等な保護（とりわけ、保有株式を売却する平等の機会）を与えるべきであるという考え方のもとに、買収者側の行動についても相当厳格な規制が加えられていることが明らかになった。後者に関して、特に指摘すべき点としては、従来、英国の規制については、対象会社の株式（議決権）の 30 パーセントを取得する場合は全株式を対象にした公開買付けをかけるなければならないという全部買付義務の規制が目されてきたが、実際には、同国にはその他に、①公開買付けの成立に必要な応募が集まった場合に公開買付期間を一定期間延長させる制度、および、②部分公開買付けをする

場合に、対象会社の株主に、公開買付けに対する応募とは別に、公開買付け自体に賛成するかどうかの意思表示をさせ、賛成が過半数となった場合にのみ、公開買付けを成立させる制度が存在し、この制度により、株主が強圧性を受けない状態で、買収に応じるかどうかを判断できるようになっている、という点である。全部買付義務の導入は、わが国では、業務提携を目的にした部分公開買付けないし部分買収が一般的に行われており、かつ、そのような形の買収が対象会社株主の利益をシステムティックに害しているという実証的な研究も存在しないことから、これを直ちにわが国に導入することには批判も大きいであろう。しかし、強圧性を防止するための前述の諸規制は、全部買付義務の導入の有無とは関係なく、導入することが可能である。

日本の現行法は、買収者側の行動に対しては比較的緩やかな規制しか課さない（公開買付けによらず、市場での株式買付けによって対象会社の支配権を取得することが可能であり、限られた場面を除けば全部買付義務もなく、また、強圧性を防止するための規制も存在しない）一方で、対象会社の取締役会が一定の防衛策をとることも許容するものになっている。しかし、防衛策の許容範囲は、裁判例の少なさもあって不明確であり、そのことが、前述したような防衛策についての裁判での争いにくさの問題（買収者がトリガーを引いて防衛策を発動しない限り、その適法性を裁判で争いにくい構造になっている）も相俟って、買収に対して萎縮効果を生じさせている。また、そもそも取締役会による防衛策の行使を認めること自体、資本市場を通じた経営の規律を弱める恐れがあり、そのようなデメリットを甘受してでも防衛策を許容するメリットは、直ちには見いだしがたい。他方、強圧性のゆえに株主の判断が歪められることの危険性は、敵対的買収だけでなく、友好的買収にも存在する（たとえば、MBO に関するわが国のリーディングス・ケースであるレックス・ホールディングス事件において、公開買付開始公告の記載に強圧性をもたらしたという記載があったことは、論文①で明らかにしている）。このような点を考えると、わが国においても、買収者に対する規制の強化（特に、強圧性を防止する規制）を前提にしたうえで、対象会社の取締役会による防衛策の行使を禁止するという法制度の採用が、検討に値する。

### (4) 今後の研究方針

研究代表者は、現在、本研究期間の研究によって得られた上記の成果に基づき、企業買収と防衛策に関する法制について、本研究期間を含む平成 17 年以後に公表した一連の研

究論文をまとめつつ、今後の法制度のあり方について提言を行う研究書の執筆を進めている。主要な提言としては、(3)の最後に述べた私見に基づき、公開買付規制の強化と、対象会社の取締役会による防衛策の禁止を骨子とする、英国型の規制をわが国も導入すべきであるという内容のものとなる予定である。同書は、すでに商事法務からの出版について同社の了承を得ており、平成24年度中の刊行を目指して、執筆を進めている。

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計5件)

① TANAKA, Wataru, "Going-private and the Role of Courts: A Comparison of Delaware and Japan," *UT Soft Law Review*, 査読無、No.3, 2011, pp.12-23

② 田中亘「会社による株式の取得資金の援助と利益供与[上]——東京高裁平成22年3月24日判決——」旬刊商事法務、査読無、1904号、2010年、4-15頁

③ 田中亘「会社による株式の取得資金の援助と利益供与[下]——東京高裁平成22年3月24日判決——」旬刊商事法務1905号、査読無、2010年、14-25頁

④ 胥鵬=田中亘「買収防衛策イン・ザ・シャドロー・オブ株式持合い」旬刊商事法務1885号、査読無、2009年、4-18頁

⑤ 田中亘「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——」旬刊商事法務、査読無、1851号、2008年、4-17頁

〔学会発表〕(計0件)

〔図書〕(計0件)

〔産業財産権〕

○出願状況(計0件)

名称：

発明者：

権利者：

種類：

番号：

出願年月日：

国内外の別：

○取得状況(計0件)

名称：

発明者：

権利者：

種類：

番号：

取得年月日：

国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

#### 6. 研究組織

(1)研究代表者

田中 亘 (TANAKA WATARU )

東京大学・社会科学研究所・准教授

研究者番号：00282533