

支配株式の取得規制と敵対的企業買収への防御策(1)

家 田 崇

一. 問題の所在

I. はじめに

企業買収については、非効率な経営を改善させることを通じて効率的な資源配分の実現に貢献するなどの利点とともに、その弊害も指摘されている。企業買収に関して、どのような規制を構築すべきか。企業買収の規制には、2通りの方法が考えられる。第1は、会社支配権の移転を伴う株式の取得（支配株式の取得）を規制する方法である。支配株式の取得に公開買付を強制し（強制公開買付規制）、当事者間の自由な取引を制限することによって、企業買収を直接制限する。第2は、企業買収への防御策を介した規制である。会社に企業買収への防御策を講じることを認め、これを通じて企業買収を間接的に制限する方法である。

わが国では、平成2年証券取引法改正において、支配株式の取得に関する強制公開買付規制が法制度として設けられている。この制度については、現在、緩和が検討されている¹⁾。また、平成13年商法改正

によって、新株予約権の制度が創設されたことを契機として、新株予約権を用いた敵対的企業買収への防御策（ポイズン・ピル、または、日本版ポイズン・ピル）が提唱されている²⁾。日本版ポイズン・ピルについては、このような防御策によって会社経営陣に敵対的企業買収への拒否権を与えることが妥当かなどが議論されている³⁾。

本稿は、企業買収に関する規制のありかたを、主として理論的に考察する。具体的には、支配株式取得に関する強制公開買付規制と敵対的企業買収への防御策を対象に、これらに関連付けて考察する。これら両者はともに、企業買収を制限する機能をもつ。このうち、強制公開買付規制は、対象となるすべての会社について、一律に企業買収を制限する。これに対して、企業買収への防御策を介した規制は、当該防御策を設定した会社のみが、敵対的な企業買収を防止できる。これら2つの企業買収規制がどのように機能するかを相互に関連づけて検討し、望ましい規制は、どのような方法によって実現されるべきかを提示していきたい。

そこで、強制公開買付規制と、企業買収防御策に

- 1) 日本経済新聞2003年11月1日朝刊では、金融庁が、支配株式の取得に関する強制公開買付規制の緩和を検討していると報じている。黒沼悦郎「強制公開買付制度の再検討」商事法務1641号55頁（2002年）は、経済産業省から委託を受けた「TOB研究会」による「株式公開買い付け（TOB）に関する調査研究」に基づいて、強制公開買付規制の廃止を提案している。また、内間裕「株式公開買い付け制度の適用範囲に関する諸問題」商事法務1641号61頁（2002年）は、実務的観点から強制公開買付制度の問題点を検討している。ここでも強制公開買付制度の合理性に強い疑問が投げかけられている、内間・前掲69頁、注(三)参照。
- 2) 平成15年3月18日には、西村総合法律事務所（現在は、西村ときわ法律事務所）によって「商法改正を踏まえた新しい経営戦略——企業買収戦略としてのポイズン・ピル」と題する企業法実務シンポジウムが開催された。また同年6月13日には、コロンビア・ロー・スクール主催のセミナー（森・濱田・松本法律事務所後援）では、「敵対的企業買収とポイズン・ピル：その見通しと考え方」がテーマとされている。筆者は、両セミナーに参加する機会を得ており、白熱した議論から多くの知見を得た。
- 3) 太田洋＝中山龍太郎「米国におけるポイズン・ピルの『進化』とその最新実務(H)・(F)」商事法務1653号4-14頁、1662号20-46頁（2003年）、森田果「企業買収防衛策をめぐる理論状況(H)・(F)」商事法務1662号13-19頁、1664号29-35頁（2003年）、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101-128頁（2003）、家田崇①「取締役会決議に基づく新株予約権発行を用いた敵対的企業買収の防御——日本版ポイズン・ピルの問題点を中心に——」判例タイムズ1117号79-88頁（2003）、家田崇②「新株予約権を敵対的企業買収の防御策として発行することの可否」名古屋商科大学総合経営・経営情報論集47巻2号29-49頁（2003）。

ついて概説し、視点を明らかにする(II-IV)。次に、強制公開買付制度による企業買収の規制を検討する(二)。その後、敵対的企業買収への防御策を介した企業買収の規制を検討する(三)。これらの検討を踏まえた上で、企業買収の規制を、どのような枠組みによって実現すべきかを検討していきたい。

II. 強制公開買付規制

支配株式の取得に株式公開買付を強制する規制は、1960年代半ばのアメリカにおいて機会均等ルールとして提唱されてきた⁴⁾。このような強制公開買付規制は、連邦証券諸法においては実現されていない⁵⁾。機会均等ルールが提唱されて以降、アメリカでは、公開買付による支配株式の取得を対象として、それが、経済効率性にどのような影響が与えられるか分析されている⁶⁾。一方、英国では、1968年にシティによる自主規制(シティ・コード)として、強制公開買付規制を実現されている⁷⁾。わが国においても、証券取引法平成2年改正において、支配株式の取得に関する強制公開買付制度を創設している。

強制公開買付規制は、支配株式の取得方法を直接制限する。株式の取得方法には、相対取引、市場取引、公開買付の3方法がある⁸⁾。ここで、どのような支配株式の取得を制限するのかは、各制度によってそれぞれ異なっており、これによって強制公開買

付規制の性格が異なってくる。

まず、強制公開買付規制は、各制度とも、相対取引によって支配株式を取得することを禁止している。相対取引を禁止すると、支配株式の保有者が、買収者に対して任意の価格で株式を売却することができなくなる。

市場取引による支配株式を許容するかは、各制度によって異なる。わが国の制度では、取引所有価証券市場外で支配株式を買付ける場合にのみ公開買付を強制しており(証券取引法27条の2第1項柱書)、市場取引による支配株式の取得を許容している。これに対して、英国のシティ・コードは、支配株式の取得方法を、公開買付に限定しており、市場取引による支配株式の取得を認めていない(シティ・コード規則9.1参照)。

さらに、支配株式の取得方法として、部分的な公開買付を許容するか否かによって、強制公開買付規制は、2種類に分化する。わが国の強制公開買付制度は部分的公開買付を許容する類型に属する。一方、英国のシティ・コードは、全株式を対象とした公開買付を強制する制度となっている。

以上のことから、わが国の制度は、市場取引による支配株式の取得を許容し、かつ、部分的な公開買付による支配株式の取得を認めていることから、もともと緩和されたタイプの強制公開買付規制として位置づけられる。これに対して、英国のシティ・コー

4) William D. Andrews, The Stockholder's Right to Equal Opportunity in The Sale of Shares, 78 Harv. L. Rev., 505 (1965).

5) この点については、連邦証券法に支配株式を制限する条項を盛り込むことは、会社法に関する州の権限を侵害することになりかねないことから、ウィリアムズ・アクトは公開買付けに関する情報開示を強制するにとどまると説明されている。

6) Sanford J. Grossman and Oliver D. Hart, Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation, 11 Bell J. of Econ, 42-64 (1980) は、フリーライダー問題によって効率的な企業買収が妨げられると指摘している。また、Bagnoli and Lipman, Successful Takeover without Exclusion, 1 Review of Financial Studies, 89-110 (1989) は公開買付によって企業買収が行われる場合には、対象会社株主に株式売却に応じるよう圧力(pressure to tender)がかかり、非効率的な企業買収が行われるという点を指摘している。これら双方の問題を勘案し、公開買付による支配株式取得規制と、このような規制を設けない場合を比較している文献として、Michel Kahan, Sale of Corporate Control 9-2 J. of L. Econ. and Org., 368-379 (1993), Lucian Arye Bebchuk, Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control, 109 Quarry J. of Econ., 957-993 (1994)。

7) シティ・コードについては <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/> (visited Dec. 01, 2003) において、最新の条項が公開されている。なお、シティ・コード制定に至る過程については、浜田道代「国際的な株式公開買付けを巡る法的問題」証券研究102巻73頁、78-79頁。

8) 黒沼悦郎「市場取引・相対取引・公開買付——アメリカにおける Market Sweep の規制——黒沼悦郎『証券市場の機能と不正取引の規制』239-266頁(初出は名古屋大学法政論集147号1993年)。

ドによる制度は、支配株式の取得方法を、全株式を対象とした公開買付に限定しており⁹⁾。もっとも厳格なタイプの強制公開買付規制と位置づけられよう。

現在、わが国における強制公開買付規制については、規制強化を求める立場、および規制緩和を求める立場の双方から、その見直しが提唱されうる状況にあるといえよう。規制強化を求める立場からは、市場取引を許容している点、と部分的公開買付けを許容している点を改善し、支配株式の取得方法を全株式を対象とした株式公開買付に限定すべきという見解が提唱されうる¹⁰⁾。一方、規制緩和を求める立場からは、市場取引を拡大し、市場価格であれば相対取引による支配株式の取得を許容すべきとする見解が主張されうる¹¹⁾。また、強制公開買付規制そのものを排すべきとする見解が提唱されうるであろう。

III. 敵対的企業買収の防御策

敵対的企業買収の防御策は、1980年代のアメリカにおける敵対的企業買収のブームのなか、開発され、発達を遂げた¹²⁾。現在、アメリカにおいて企業買収の防御策として用いられている代表的な手法が、ポイズン・ピルと期差取締役会 (Staggered Board)¹³⁾と

の組み合わせといえよう。このような敵対的企業買収の防御策については、これを通じて対象会社取締役を買収に対する拒否権を与えるべきか否かという議論¹⁴⁾に加えて、最近では、会社が株式を公開する (IPO) 時点において、企業買収防御措置を設定することは望ましいのかという点が論じられている¹⁵⁾。この点は、近時、会社支配の市場 (market for corporate control) に関する議論の一環として、さかんに論じられている¹⁶⁾。

敵対的企業買収の防御策は、対抗措置と予防措置に大別される。買収者による株式公開買付など、企業買収行動が明らかにされた後に実施される防御策が対抗措置であり、あらかじめ敵対的企業買収の対象とならないよう講じる防御策が予防措置となる。

従来、わが国では、敵対的企業買収の対抗措置として、第三者に対する新株の発行が、予防措置として、株式持合いが実施されてきた。第三者に対する新株の発行については、わが国の判例では、いわゆる主要目的ルールを用いて不公正発行の判断がなされる傾向にあり、新株発行の差止めが認められた事例も存在する¹⁷⁾。

株式持合いについては、近時、株価の低迷などの事情によって、そのような構造を維持することが困

9) なお、シティ・コードによると、支配株式の取得に公開買付が強制されるのは、当該株式の取得についてパネルの同意が得られない場合とされている。ただし、原則としてパネルは、企業買収の同意を与えないと言われている。

10) 浜田・前掲注7)、82頁では、英国型の規制を高く評価している。

11) 現在進行中の会社法の現代化においては、自己株式の取得に関して、市場価格による相対取引制度が提案されている。

12) ポイズン・ピルの開発経緯については、家田②・前掲注3)、31-33頁、太田=中山・前掲注3)、1653号5-10頁・1662号20-25頁。

13) 期差取締役とは、取締役の選任時期をずらすことによって、企業買収の実行を遅らせる手法をいう。この点については、Lucian Bebchuk, John Coates IV and Guhan Subramanian, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, 54 *Stan. L. Rev.* 887 (2002)。

14) Lucian Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 *U. Chi. L. Rev.* 973 (2002). Martin Lipton, *Pills, Polls and Professors Redux*, 69 *U. Chi. L. Rev.* 1037 (2003) (邦訳として、マーティン・リプトン (手塚裕之ほか訳)「ポイズン・ピル、投票、そして教授達——再論(上)・(中)・(下)」商事法務1641号70-80頁、1643号26-38頁、1644号23-32頁), Michel Kahan and Edward Rock, *How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law*, 69 *U. Chi. L. Rev.* 871 (2002)。

15) John C. Coates IV, *Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers*, 89 *Cal. L. Rev.* 1301 (2001); Robert Daines & Michael Klausner, *Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs*, 17 *J. L. Econ. Org.* 83 (2001), Lucian Bebchuk, *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*, 159 *U. Penn. L. Rev.* 714 (2004)。

16) 2002年8月には、シカゴ大学において、また、2003年3月には、ペンシルバニア大学にて、企業買収に関わるシンポジウムが開催されている。アメリカにおける議論の展開については、森田・前掲注3)がその状況を詳細に記しており、本稿もこれに負うところが大きい。

17) 東京地判平成元年7月25日判時1317号28頁。

難となり、あらたな防御策を検討しなければならない状況にあるといえよう。折りしも、商法平成13年第2改正によって、新株予約権の単独発行が可能となり、新株予約権を用いた敵対的企業買収への防御策として日本版ポイズン・ピルが提唱されている。

ポイズン・ピルは、アメリカで発達した企業買収の防御方法である。ポイズン・ピルでは、株式を廉価に購入できる権利を株主に頒布することによって、敵対的企業買収から会社を防御する。株式購入権を株主に頒布することから、ポイズン・ピルは、株主ライツ・プランという別名を持つ¹⁸⁾。

ポイズン・ピルでは、発行会社が企業買収の対象会社になった場合にのみ権利行使ができるとする条項（トリガー条項）および、買収者はその権利を行使できないとする条項（差別的取扱条項）を付しておく。また、差別的取扱条項が有効に機能するように、株式購入権は株式と切り離すことはできないとする条項（非分離条項）も付される¹⁹⁾。

さらに、ポイズン・ピルは、発行会社取締役の決定によって消却されるとする条項（消却条項）が付される。消却条件が付されている理由は、①友好的企業買収がポイズン・ピルによって阻害されることを防ぐこと、および②敵対的企業買収の過程で、買収者に対象会社取締役にポイズン・ピルの消却を働きかけるようしむけ、対象会社取締役に買収時における交渉力を付与することにある。

日本版ポイズン・ピルでは、株式購入権を株主に頒布する手段として新株予約権を用いる。商法では、株主割当による新株予約権の発行、および、第三者に対して特に有利な条件でない新株予約権の発行については、原則として取締役会決議で可能となっている（281条の20第2項）。一方、第三者に対して有利な条件で新株予約権を発行する場合（第三者に対する新株予約権の有利条件発行）には、株主総会の特別決議が必要となる（281条の21第1項）。結局、ポイズン・ピルとして新株予約権を発行することが許容されるのであれば、第三者に対する有利条件発行以外については、取締役会にポイズン・ピル発行権限が認められることになる。

現在、ポイズン・ピルとして新株予約権を発行することが、商法の解釈上許容されるかが問題とされている²⁰⁾。例えば、株主割当によって新株予約権を発行する場合には、差別的取扱条項、非分離条項、および消却条項を付さなければならず、このような新株予約権の発行が不公正発行に該当しないかが論じられている。また、第三者割当によって発行する場合には、譲渡禁止条項および消却条項が付されることになるが、この場合には、当該予約権の発行が、有利条件発行に該当するか²¹⁾が問題となる。

現行商法の解釈論として、一般的に、新株予約権をポイズン・ピルとして発行できるか否かについては、見解が分かれている²²⁾。少なくとも、差別的取

18) 江頭憲治郎ほか「新株予約権・種類株式をめぐる実務対応（上）」商事法務1628号、6頁、29-30頁（武井発言）。

19) 非分離条項が付されていない場合には、買収者がポイズン・ピルとして発行された新株予約権のみを買い集めることができる。これを防止するために非分離条項が設定されている、家田①・前掲注3）80頁。

20) 本稿の主要な目的は、現行法の解釈上ポイズン・ピルが許容されるかではなく、わが国において企業買収規制を考慮するに当たって、ポイズン・ピルなどの防御策が認められうるかを検討することにある。ポイズン・ピルに関連する解釈論については、必要と思われる記述にとどめる。なお、家田②・前掲注3）46-48頁では、ポイズン・ピルとしての新株予約権発行が許容されるかにつき、解釈論として、主要目的ルールの適用が可能であることを示している。

21) 家田①1117号・前掲注3）79頁。

22) まず、新株予約権の発行に主要目的ルールの適用すべきかが問題となる。この点については、新株発行に関する主要目的ルールのものに対して、疑問が投げかけられており、予約権に対してこのルールを適用することについては、否定的な見解が提唱されている。また、神田秀樹『会社法』（第4版補正版）217-218頁（2003）では、新株予約権の差止めを考える場合には、新株発行との比較において、新株予約権の発行に資金調達の実効性は要求されないと解すべきとしている。理論的には、新株予約権の単独発行は、リアル・オプションとして評価可能なプロジェクトの資金調達手段とし機能しうることから、資金調達目的の有無を判断することは可能となる。このような特殊な資金調達をどの程度評価するかによって、主要目的ルールの適用するか否かが分かれるといえよう。リアル・オプションと新株予約権との関連については、家田②・前掲注3）42-46頁。

扱条項を付して新株予約権を発行することについては、株主平等原則に判して許容できないとする見解が有力と考えられる²³⁾。このなか、ポイズン・ピルとほかの敵対的企業買収防御策とを比較し、防御策に比べてポイズン・ピルは一般株主の利益の点から優位であるとの指摘もあり²⁴⁾、新株予約権をポイズン・ピルとして発行することは許容できるとする立場も提唱されつつある²⁵⁾。

IV. 企業買収の規制を検討する視点

これまで企業買収をめぐる議論は、主として買収が行われた時の取締役の行動基準を中心に展開されてきた。近時、企業買収の是非を正面から論じ、規制を検討する必要性が指摘されている²⁶⁾。

企業買収の規制が実現すべき目的を、漠然と述べることは比較的容易であろう。望ましい企業買収を抑制せず、望ましくない企業買収のみを抑制することである。ここで、望ましい企業買収と、望ましくない企業買収を峻別する基準として、公正の基準と効率性の基準が挙げられよう。

公正の基準は、主として各当事者間における富の移転の有無に着目した基準である。一方、効率性の基準は、企業全体の価値に着目した基準となる。この、公正の基準と効率性の基準は、一方を改善することによって他方も改善する関係（補完関係）を示す場合もあるが、一方を実現することによって他方が損なわれる関係（代替関係）を示す場合も生じうる。

本稿では、企業買収の規制を以下の点に着目しながら分析する。

まず、強制公開買付規制については、支配株式の取得方法として、相対取引、市場取引、部分的公開買付に制限を設けることで、どのような企業買収が

行われうるかを検討する。支配株式取得を制限することによって、対象会社株主の株式売却機会均等がどの程度実現し、また、どのような企業買収が制限されるかなどの点に注目する。

企業買収の防御策については、防御策の設定権限、および買収への拒否権限を、会社のどの機関に与えるべきかを検討する。設定権限および拒否権を付与する対象としては、取締役会または株主総会が考えられる。なお、株主総会に権限を与えなければならぬとするならば、特別決議のような圧倒的多数による承認を要するか否かも問題となる。その上で、敵対的企業買収への防御策の有無と企業買収との関係を事後的に考察し、あわせて、事前的な視点からの会社および会社経営者の行動を検討する。

これら、強制公開買付規制と企業買収防御策を個別に検討した後に、企業買収の規制の枠組みを検討する。強制公開買付規制は、対象会社すべてについて企業買収を抑制する。これに対して、企業買収防御策では、防御策を講じるかは会社の選択にゆだねられる。企業買収の規制は、強行法規による一律の規制が望ましいか、または、任意法規にゆだねるべき問題か、これらの点について検証していきたい。

二. 強制公開買付制度による支配株式の取得規制

I. 強制公開買付規制の意義

支配株式の取得に株式公開買付を強制するという考えは、1960年代半ばにアメリカにおいて「機会均等ルール (equal opportunity rule)」として提唱された。この機会均等ルールの着想点は、対象会社株主に対し、自己の持株を、支配株式として売却する機

23) 江頭憲治郎ほか「新株予約権・種類株式をめぐる実務対応 (下)」商事法務1629号4頁 (前田発言)、9頁 (2002年)。

24) 太田=中山・前掲注3)1662号33-34頁。

25) 新株予約権をポイズン・ピルとして第三者割当に割当てる場合には、それが有利条件発行でない限り、取締役会の決議で発行できるとし、また有利条件発行であったとしても株主総会の特別決議による承認があれば発行できると理解されているとも考えられるのかもしれない。

26) 森田・前掲注3)1662号13頁は、この点を指摘する。

会を均等に与えることによって、企業価値を引き下げる買収の防止することにある²⁷⁾。とりわけ、略奪者への売却 (sale for looter) をいかに防ぐかという視点から、支配株式の取得に公開買付を強制する規制を提唱している。

機会均等ルール目的は、一義的には、買収会社対象会社株主に、持株を売却するを均等に確保する点にある。ここで、株主を均等に取扱いした反射的な効果として、非効率な買収の抑止も達成しうるといえよう。

強制公開買付が果たすべき機能として、公正の基準からは、対象会社株主を均等に取扱い、持株売却を機会を平等に確保することが挙げられる。これによって既存株主から買収者への富の移転が禁止できる。持株売却機会の確保は、より厳しいタイプの強

制公開買付規制を実施することによって実現される。部分的公開買付を禁止し、支配株式の取得方法を全株式を対象とした公開買付に限定する規制 (全株式取得型強制公開買付規制) の下では、持株売却機会が完全に確保されることになり、株主が均等に取扱われることになる。

一方、効率性の基準から、強制公開買付規制が果たす機能として、企業価値が低下する企業買収を防止することが挙げられる。この点については、規制のタイプによって、実現の度合いがと異なり、個別に検討を要する。

(追記) 本稿は、平成15年度科学研究費補助金・課題番号若手研究(B)15730056「会社によるオプションの発行に関する法的問題点」(研究代表者:家田 崇)の一部である。

(次号へ続く)

27) Andrews, supra note 4, p. 517.