

## 敵対的買収に対する買収防衛策について

20H2011 池本直輝

### I. はじめに

2023年、経済産業省は「企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」を公開した。同指針は、企業買収一般において尊重されるべき原則や行動規範等について定めており、これらを意識した企業買収が我が国の経済社会において盛んに行われることを理想としている。これを受け、本稿では同指針についての基本的事項を確認した上で、買収防衛策の適法性をめぐる判例についての検討を行い、許容される買収防衛策に求められる要素および我が国における買収法制の将来について考察していく。

### II. 「企業買収における行動指針」について

本指針によると、敵対的買収とは、買収者が買収対象企業の当事者（取締役会および株主）の同意を得ることのないまま、当該企業の経営支配権を獲得することとされており、同指針では「同意なき買収」と表現されている。これに対し、買収防衛策とは、自社への敵対的買収に対して導入・発動する対抗策のことであり、同指針では「対抗措置」と表現されている。

同指針の目的は「M&Aに関する公正なルール形成に向けて経済社会において共有されるべき原則論及びベストプラクティスを提示することである。」とされており、企業買収一般において尊重されるべき3つの原則が示されている。

この原則の1つ目は、「企業価値・株主共同の利益の原則」であり、企業買収は、企業価値と株主共同利益の双方を確保・向上させるような内容で行われるのが望ましいとされている。そのため、企業買収が行われる場合において、企業買収の当事者（買収者と買収対象企業の取締役会および株主）は、企業価値と株主共同利益の向上を目指して行動する必要があるとされている。

2つ目は、「株主意思の原則」であり、会社の経営支配権に直接関わる事項の決定については、当該企業における株主の合理的意思に依拠すべきであるとされている。これは買収防衛策についても例外ではなく、買収防衛策の導入・発動は、株主の合理的な意思に基づくものであることが望ましく、このようなプロセスを経て導入・発動された買収防衛策は、司法判断の場において、適法性が認められやすい傾向にあると考えられている。これは、我が国の裁判所が買収防衛策の適法性を審査するにあたり、機関権限分配秩序論の立場から、当該買収防衛策の導入・発動が株主の合理的意思に依拠したものであるか否かを最重要視する姿勢を維持してきたことに起因するものと考えられる。

3つ目は、「透明性の原則」であり、企業買収が行われる際には、情報の透明性を確保すべきであるとされている。具体的には、買収者と買収対象企業の当事者（取締役会および株主）間には情報の非対称性が存在するのが通常であるため、企業買収が行われる際には、買収者と買収対象企業の取締役会の双方が、買収対象企業の株主に対し、当該企業買収の是非について判断するために十分な情報と時間を提供し、株主による適切な判断（インフォームド・ジャッジメント）が行われることが重要であるとされている。

### Ⅲ. 判例

#### (1) 「ニッポン放送事件」

本件は、株式会社ライブドアによる敵対的買収を受けたニッポン放送株式会社が導入・発動した買収防衛策の適法性が争われたものである。本件抗告審決定（東京高決平成17年3月23日）では、本件買収防衛策の不公正発行該当性について、現に会社の経営支配権に争いが生じている場合において、現経営陣による経営支配権の維持・確保等の不当な目的を主目的とする新株予約権の発行が行われた場合には、原則として、著しく不公正な発行に該当し、違法であると判断するという「主要目的ルール」に基づく審査が行われた。その結果、ニッポン放送が導入・発動した本件買収防衛策は、同社取締役会による経営支配権の維持・確保を主目的として行われたものであり、これを正当化するだけの「特段の事情」も見られないことから、本件買収防衛策の発動は著しく不公正な発行に該当し、違法であると結論付けられた。

#### (2) 「ブルドックソース事件」

本件は、スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドによる敵対的買収を受けたブルドックソース株式会社が導入・発動した買収防衛策の適法性が争われたものである。本件抗告審決定（最二小決平成19年8月7日）では、本件買収防衛策の適法性について、「必要性」と「相当性」の観点から審査が行われた。前者については、本件買収防衛策が同社株主の合理的意思に基づいて導入・発動されたものである点が考慮され、認められた。後者については、本件買収防衛策の発動により、スティール・パートナーズが被る経済的損害を回避・軽減するための措置が講じられていた点が考慮され、認められている。

以上より、本件買収防衛策は必要性・相当性をともに備えているため、適法であると判示された。

#### (3) 「富士興産事件」

本件は、アスリード・ストラテジック・バリュー・ファンドによる敵対的買収を受けた富士興産株式会社が導入・発動した買収防衛策についての適法性が争われたものである。本件原審決定（東京地決令和3年6月23日）では、本件買収防衛策の不公正発行該当性について、ニッポン放送事件と同様の「主要目的ルール」に基づいた審査が行われた。その結果、本件買収防衛策の主目的は、同社の取締役会による経営支配権の維持ではなく、同社の株主が本件買収の是非について判断するための時間・情報・交渉機会を確保する点にあると認められた。

また、この他にもアスリードによる本件買付行為には一定の「強圧性」（買収が実現した後に、当該企業の企業価値が減少することが想定されるような公開買付けにおいては、株主が当該不利益を回避するためにやむなく公開買付けに応募するよう不当に動機付けられるという問題）が認められ、本件買収防衛策の発動により、これを排除する必要がある点、本件買収防衛策には「第二新株予約権」を用いた損害軽減措置が講じられていた点等が総合的に考慮された結果、本件買収防衛策の不公正発行該当性が否定され、適法であると認めら

れた。そして、その後の本件抗告審決定（東京高決令和3年8月10日）においても、本件原審決定と同様の理由から、本件買収防衛策は適法であると判示された。

#### (4) 「日邦産業事件」

本件は、フリージア・マクロス株式会社による敵対的買収を受けた日邦産業株式会社が導入・発動した買収防衛策の適法性が争われたものである。本件異議審決定（名古屋地決令和3年4月7日）では、本件買収防衛策の適法性について、①目的と内容自体の合理性と②発動の適法性という2段階型の法的判断枠組みに基づく審査が行われた。このうち、①については、本件買収防衛策は同社株主の合理的意思に依拠して継続的に導入されていたものであった点、本件買収防衛策の主目的は、同社株主に本件買付行為の是非について判断するための時間・情報・交渉機会を確保することにあった点等が考慮され、認められた。

②については、フリージアは、日邦産業があらかじめ開示していた大規模買付行為に関する本件手続ルールを遵守することで、本件買収防衛策の発動による経済的不利益を回避することが可能であったにもかかわらず、これを遵守せずに本件公開買付けを続け、なおかつ同社による是正勧告にも従わなかった点が考慮され、認められた。

以上より、①、②がともに認められ、本件買収防衛策は適法であると結論付けられた。また、その後の本件抗告審決定（名古屋高決令和3年4月22日）においても、本件異議審決定と同様の理由から、本件買収防衛策は適法であると判示された。

## IV. 考察

### (1) 許容されうる買収防衛策に求められる要素について

上記の判例を総合すると、司法判断の場において買収防衛策の適法性が認められるためには、当該買収防衛策に「必要性」および「相当性」が含まれている必要があると考えられる。このうち、買収防衛策における必要性を基礎付ける要素としては、当該買収防衛策が、①株主の合理的意思に依拠したものであること、②時間・情報・交渉機会の確保を目的としたものであること、③企業買収における「強圧性」の排除を目的としたものであることが挙げられる。これらの要素は、我が国の裁判所が買収防衛策の適法性を審査するにあたり、機関権限分配秩序論の立場から、当該買収防衛策の導入・発動が株主の合理的意思に依拠したものであるか否かを最重要視する姿勢を維持してきたことや、株主共同利益の確保・向上を重んじる傾向にあることからすれば、一貫性があり、整合的であると考えられる。

これに対し、買収防衛策における相当性を基礎付ける要素としては、①損害回避可能性、②予見可能性、③損害軽減措置が挙げられる。これらの要素は、買収防衛策の内容は過剰ないし過小なものであってはならず、相当な内容である必要があるという考え方に起因するものであり、買収防衛策の発動により、買収者が被る経済的不利益を回避（ないし軽減）させるための取組みがなされているか否かが重要な判断要素となっているものと考えられる。

### (2) 公開買付制度の見直しと、買収法制の将来について

我が国における現行の公開買付制度は、市場外取引において総議決権の3分の1以上の

株式を買い付ける際には強制公開買付けが適用され、3分の2以上を買い付ける際には全部買付義務が発生するというものである。しかし、閾値が上記のように設定されていることや、市場内取引が強制公開買付けの適用対象外となっていることが原因で、強圧性を伴う部分公開買付けや市場内買付けが可能となっている点で問題があるとされていた。

これに対し、EU 諸国が導入している欧州型規制は、買収対象企業の支配権を揺るがすほどの割合の株式を買い付ける者に全部買付義務（部分公開買付けの禁止）を課すことにより、強圧性を伴う買付け手法を排除し、残された少数株主の保護を徹底しているという特徴がある。また、同規制では、買収防衛策を導入・発動する権利は原則的に株主にのみ認められており、取締役会に徹底した中立義務を課すとともに、株主意思を強く尊重する傾向もみられ、我が国における裁判所の考え方と整合性があるといえる。そのため、我が国における公開買付制度も欧州型規制へ転換することが望ましいと考える。

しかし、我が国の裁判所が株主の合理的意思を最重要視する傾向があることについて、買収防衛策の導入・発動の是非を株主に決めさせること自体を疑問視する声や、過剰な株主意思の尊重は安定株主の形成を促進し、国内企業の国際競争力を低下させてしまうという指摘もある。これらの指摘も踏まえると、取締役に大きな裁量を認めている米国型規制への転換も、一考の余地があるといえる。

以上より、欧州型規制と米国型規制には、それぞれ我が国の国内事情に整合性のある部分とない部分が混在していることがわかる。そのため、これらの内容を踏まえた上で、取締役会による買収防衛策の導入・発動も、場合によっては許容されうるとの姿勢を維持したまま、欧州型規制をベースとしたバランスの良い公開買付制度を目指すべきであると考えられる。このような内容の規制が実現することで、不適切な買収が排除され、「望ましい買収」が盛んに行われる経済社会の実現につながると考える。

## V. おわりに

本稿では、敵対的買収に対する買収防衛策の導入・発動が許容されうる条件と我が国における買収法制の将来について、過去の裁判例や各種法令をもとに検討した。判例から共通していえることとしては、我が国の裁判所は買収防衛策の適法性について検討する際、当該買収防衛策が株主の合理的意思に基づいて導入・発動されたものであるか否かという点を最重要視しており、このような意思の有無によって裁判の結果が大きく左右されるということである。また、「企業買収における行動指針」についても、我が国において公正な企業買収が盛んに行われる経済社会を実現するため、重要な役割を果たしているといえる。

しかし、買収防衛策の適法性をめぐる争訟については、まだまだケースが少なく、多くの課題点や不明点が指摘されている。加えて、これらの争訟は時代の流れとともに多様化しており、我が国の裁判所は、将来においても従来からの判断基準に基づいた判断を下すのか、それとも新たな法制度や判例法理に基づいた判断を下すのかという点には今後も注目していく必要がある。また、近年、買収防衛策を廃止する企業が増加していることから、今後は買収防衛策をめぐる争訟が減少していくのか、それとも新たな問題点が生まれ、これを起点とした争訟が広がっていくのかという点にも注目していく必要があるといえよう。