買収法制のあり方

――英米法諸国と比較して――

松　井　和　也

目次

Ⅰ　はじめに
Ⅱ　公開買付けに対する防衛策の規制
　一　豪州
　二　米国
　三　カナダ
　四　英国
Ⅲ　部分公開買付けの規制
Ⅳ　株式買集めの規制
　一　米国
　二　豪州・英国
Ⅴ　わが国の買収法制
　一　防衛策の規制
　二　部分公開買付けの規制
　三　株式買集めの規制

Ⅰ　はじめに

買収対象会社の取締役会が同意していない買収を敵対的買収という。最近では、敵対的買収には、積極的意義があると評価されるようになってきている[1)]。

ある者は、会社の株式を大量に取得することで敵対的買収を行うことができる、と考えるかもしれないが、このような考え方は楽観的すぎる。それは、

1)　企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（平成20年６月30日）参照［商事法務1838号所収］。

買収対象会社の取締役会が防衛策をとる可能性があるからである。防衛策が発動されれば、会社の株主は買収者が提示する価格で株式を買収者に売却する機会を逃してしまう[2)]、という不利益を被るかもしれない。

そこで、本稿では、防衛策の規律方法を検討する。特にことわりのない限り、買収者が全部公開買付け（取得株式数に上限を設けない公開買付け）を行う場合を念頭におく。

わが国では、公開買付けに対する防衛策（新株予約権の無償割当て）は取締役会の判断ではなく、株主総会の決議に基づいて行われることになるのではないかと考えられる（本稿Ⅴ一参照）。そうであれば、防衛策が株主総会で否決された場合、買収が可能となり得るので、あまり問題はないように思われる。しかし、防衛策が可決された場合、防衛策が実施されてしまうかもしれない。防衛策は、買収者に対する不利益補償を伴うと予想される。会社が買収者に金銭を交付することになるだろう。たしかに、防衛策に賛成した株主は、そのような防衛策に賛成したが、賛成した株主の望みは、買収（公開買付け）が失敗することかもしれない。

外国の買収法制に目を向けると、わが国と同様の問題、すなわち、防衛策が実施されてしまう、という問題が生じると考えられる国がある（豪州）。それは、豪州では、わが国と同様、防衛策を実施するかどうかを株主に諮る、という方法が採用されているからである。

他方で、防衛策が実施されてしまう、という問題は生じないだろう国もある（米国、英国、カナダ）。米国では、敵対的公開買付けを成功させるには、会社支配を買収者が得ることを支持するのかどうかを買収者が株主に諮り、株主から支持を得る必要がある。英国では、公開買付けへの応募状況によって株主の意思を判断する、という方法（取締役会の判断で公開買付けを阻止することは禁止されている）が採用されている。したがって、両国においては、株主から支持が得られない場合、防衛策が実施されるのではなく、公開買付けが失敗することになるだろう。

2)　企業価値研究会報告書・前掲注（1）商事法務1838号53頁参照。

カナダでは、規制当局が、買収者の求めに応じて、比較的容易にポイズン・ピル（ライツ・プラン）の差止めを命じることが多い。また、カナダでは、最近、公開買付規制が改正され、英国に類似した公開買付規制が導入された。以上のようなカナダの買収法制は、英国に近いといえるだろう。そこで、米国と英国の買収法制を比較すると、米国の法制は、敵対的買収者に委任状勧誘を行う負担を課すが、英国の買収法制は、買収者にそのような負担を課さないし、株主の意思表示は１回ですむので、英国型のほうが優れていると評価することが可能である。

わが国においては、わが国の買収法制が不明確であることを問題視する論者が、英国型の買収法制をわが国に導入すべきことを有力に主張している[3)]。この主張の趣旨には共感するが、防衛策を禁止する立法や公開買付規制の改正を必要とするので、その実現は容易ではないだろう。著者も、公開買付けに対して防衛策がとられることは望ましくないと考える。そこで、本稿のⅤ一では、公開買付けに対する防衛策を制限する別の方法をあらためて提案する。

Ⅱ　公開買付けに対する防衛策の規制

敵対的買収者が公開買付けを成功させるにはどうすればよいのだろうか。言い換えると、対象会社の取締役会が公開買付けに対する防衛策をとるかもしれないことに、買収者はどのように対処すればよいのだろうか。

買収者には、買収について株主から承認を得る、という方法がある。承認を得ることができれば、買収者は、公開買付けで株式を取得することができるようになるのではないかと考えられる。買収が承認されたといえるには、買収について株主が賛否を表明できるようにして、たとえば過半数の賛成を得る必要があるだろう。株主が買収について賛否を表明できるようにする方

3)　田中亘『企業買収と防衛策』407頁（商事法務、2012年）参照。

法は、以下の３種類がある。

第１に、公開買付けに対する防衛策を実施するのかどうかを株主に諮る、という方法がある。買収に賛成の株主は、株主総会で防衛策に反対することで、買収に賛成の意思を表明することができる。防衛策が否決された場合、買収が承認されたといえるだろう。

第２に、会社支配を買収者が得ることを支持するのかどうかを株主に諮る、という方法がある（買収者は取締役選任の委任状勧誘をする必要がある）。株主は取締役選任の選挙において買収者側を支持することで、買収に賛成の意思を表明することができる。買収者側が選挙に勝利した場合、買収が承認されたといえるだろう（買収者側が取締役会の支配を得れば、防衛策は実施されないだろう）。

第３に、公開買付けへの応募状況によって株主の意思を判断する、という方法がある。この方法が機能するには、取締役会の判断で公開買付けを阻止することが禁止されている必要があるし、どれほどの応募があれば公開買付けが成立するのかが明確になっている必要もあるだろう。公開買付けが成立するほどの応募があった場合、買収が承認されたと考えることができるだろう[4]。

買収法制を公開買付けの強圧性[5]（公開買付けへの応募圧力）の解決という観点から説明してみよう。上記の１や２の方法のもとでは、株主は買収に

4)　この点については、米国デラウェア州の裁判所も、ボルケーノ事件において、買付後に合併決議を可決させることが可能になるほどの応募があった場合、対象会社において決議があったと考えることができる、というような判断を示している。

上記の判断は、合併の承認決議を省略できるという会社法の規定のもとで示されたものである。拙稿「公開買付けに対する防衛策の制限」同志社法学69巻８号１頁、47頁注149、150（2018年）参照。

5)　本稿では、強圧性の問題とは、公開買付けの対象会社の株主は、公開買付けの買付価格が低いと感じていても、他の株主が公開買付けに応募して買収が成功した場合、自分は会社に取り残されることを懸念し、公開買付けに応募してしまう、という問題のことであると捉えることにする。

公開買付けの強圧性について検討するわが国の文献のうち代表的なものとして、飯田秀総『公開買付規制の基礎理論』（商事法務、2015年）がある。

ついて賛否を表明することができるようになるので、強圧性の問題を心配する必要はあまりないだろう。ただし、強圧性の問題を解決するために、１や２の規制が形成されたわけではなさそうである。１は、公開買付けに対する防衛策を規律するために採用された方法であり、２は、対象会社の取締役会の判断を尊重するという裁判所の態度が原因で考案された方法だと考えられる。

以上に対して、３は、公開買付けへの応募状況によって株主の意思を判断する方法であるので、この方法を採用する場合、株主が強圧性を受けないように工夫する必要があるだろう。強圧性の問題は、公開買付けの延長制度によって解決することができると考えられている[6)]。すなわち、公開買付けが成立した場合に、公開買付けを延長することが買収者に義務づけられているのであれば、買収に反対の株主は、当初は公開買付けに応募しないことで、買収に反対することができるようになるだろう。どのような場合に公開買付けが成立するのかを定めておく必要もあるので、公開買付規制が厳格化し、そのような公開買付規制が友好的公開買付けの場合にも適用されることになる。

防衛策の実施について株主に諮る第１の方法には、次のような問題があると考えられる。すなわち、株主が買収に反対の場合、防衛策に賛成するので、その結果、防衛策が実施されてしまうかもしれない。これに対して、２や３の方法のもとでは、防衛策が実施されてしまうことはないだろう。そのため、１よりも、２や３の方法のほうが優れているといえるだろう。次に、２と３の方法を比べると、３の方法によれば、株主総会を開催する必要がない。買収者は取締役選任の委任状勧誘を行わなくてよいし、株主の意思表示は１回で済むので[7)]、３の方法のほうが優れていると評価することが可能である。

6）　拙稿・前掲注（４）６頁注20参照。

7）　See Lucian Arye Bebchuk, “The Pressure to Tender: An Analysis and A Proposed Remedy” (1987) 12 *Delaware Journal of Corporate Law* 911, 935.

一　豪　州

わが国では､防衛策に関する豪州の規制はあまり知られていない。そこで、以下の１、２では、豪州では、公開買付けの対象会社が防衛策になり得る行動をとるには、会社の株主の承認を得たうえでとるべきである、という考え方が採用されていることを紹介する。

防衛策が株主総会で採決される場合、①買収に賛成の株主は、公開買付けに応募しつつ、株主総会で防衛策に反対するだろう。防衛策が否決された場合、買収が承認されたといえる。そうすれば、敵対的買収者は公開買付けで株式を取得することが可能になるかもしれない。他方、②買収に反対の株主は、株主総会で防衛策に賛成するだろう。

１の場合にはあまり問題はないだろうが、２の場合には、防衛策が実施されてしまう可能性がある。防衛策の内容にもよるが、このことは問題であるかもしれない。なぜなら、たしかに、株主は防衛策に賛成したが、買収に反対するために賛成したのであって、株主は、会社は現状を維持したほうがよいと考えているのかもしれない。そのような株主にとってよいことは、公開買付けが失敗し、防衛策が実施されないことだろう。

防衛策は、以下の場合には必要ないと考えることもできる。それは、買収者が公開買付けに一定数の応募があることを公開買付けの成立条件にしている場合である。対象会社の取締役会は、公開買付けに応募しないように株主に勧告し、（株主が応募しなければ）公開買付けは失敗する。しかし、買収者が公開買付けにそのような条件を付すとは限らないし、そのような条件が付されていたとしても、取締役会が防衛策をとる可能性が残る。

1　テイクオーバーズ・パネルの政策

豪州では、防衛策をめぐる紛争が、公開買付けの期間内に、パネル（テイクオーバーズ・パネル）によって解決されるようにすることに重点がおかれている[8)]。

2003年に、パネルは、公開買付けの対象会社が防衛策をとることに関して、指針（ガイダンス・ノート）を公表した。ただし、パネルは、すでに2001年のピナクル事件（2（2）②）において、次のような判断を示していた。

すなわち、同事件において、パネルは、取締役会が公開買付けを妨げる行動をとるには株主の承認が必要である、という判断を示し、会社支配に関しては取締役会の判断よりも株主の判断を優先させることにした（注43、44の本文参照）。このような考え方が、指針に引き継がれているといえる。

以下では、最新版の指針[9]の内容を紹介する。すなわち、指針によると、対象会社のとった、あるいはとろうとした行動のせいで、公開買付けが撤回されたり、不成立になったりしそうな場合（あるいは潜在的な公開買付けが進行しない場合）、そのような行動は防衛策（frustrating action）になる[10]。

具体的にいえば、①大規模な新株発行または自己株式の取得、②大規模な資産の取得または処分（公開買付けを行うことを含む）、③大規模な債務引受けまたは負債の条件の変更、④特別なまたは大規模な配当宣言などの行動は防衛策に該当し得る[11]。

指針は、買収提案によって生じる利益にあずかる機会を妨害することになるかもしれない行動をとるかどうかを決定するのは、株主であるという考え方を採用する[12]。防衛策を実施する際に株主の承認（shareholder approval）を得るようにすれば、株主には選択肢が与えられることになるだろう[13]。

8）　See Corporate Law Economic Reform Program Bill; Explanatory Memorandum (1998), para 7.4.

9）　Takeovers Panel, Guidance Note 12—Frustrating action (1 December 2016).

10）　See id., para 3.

11）　See id.

12）　See id., para 4.

ただし、公開買付期間中に、対象会社が事業を行うことが制約されてはならない（See id., para 13）。倒産などの事態を回避するために防衛策に該当する行動をとったとしても、容認できない状況は生じないだろう（See id., para 21）。

また、対象会社が公開買付けの拒否を勧告したり、代案を模索したりしたとしても、容認できない状況は生じないだろう（See id., para 14）。

13）　See id., para 15.

パネルは、対象会社の取締役会の行動のせいで、買収提案の進行が妨げられる場合、容認できない状況（unacceptable circumstances）が生じていると宣言することができる[14]（2001年会社法（Corporations Act 2001）657A条参照）。パネルには、（a）防衛策の実施を妨げたり、（b）防衛策について株主の承認を得るように会社に要求したり、あるいは（c）防衛策を無効にする命令を下したりする権限がある[15]（会社法657D条参照）。

ポイズン・ピル　　対象会社の取締役会がポイズン・ピルを採用することは、公開買付けに対して防衛策をとることになり得る。シドニー大学教授のジェニファー・ヒルによれば、英国と同様、豪州でも、ポイズン・ピルは用いられていないそうである[16]。

豪州においてポイズン・ピルが用いられていないのはなぜだろうか。以下で紹介するAMP事件では、買収を妨害する仕組みは株主の承認を得たうえで採用するべきだ、という判断が示された。株主の承認を得てポイズン・ピルを採用することは可能だろうが、豪州では、防衛策を実施するには株主の承認が必要なので、株主の承認を得てあらかじめポイズン・ピルを採用しておくことにあまりメリットはないだろう[17]。

・AMPショッピング・センター・トラスト事件[18]

［事実の概要］

2003年3月11日から18日にかけて、セントロ（セントロ・プロパティー・トラスト）は、19.9％に相当するART（AMPショッピング・センター・トラスト）のユニットを取得した。3月18日に、セントロは、ARTのすべてのユニットの取得を目的とする公開買付けを行うつもりであることを公表し

14）　See id., para 10.

15）　See id., para 22.

16）　See Jennifer G. Hill, “Subverting Shareholder Rights: Lessons from News Corp.’s Migration to Delaware”（2010）63 *Vanderbilt Law Review* 1, 34.

17）　ポイズン・ピルには、株式の買集めを妨げる効果もあるが（Ⅳ一参照）、豪州では、会社法が20％以上の株式取得を禁止しており（Ⅳ二参照）、このこともポイズン・ピルの意義を低下させているといえる。

18）　Re AMP Shopping Centre Trust（No 1）（2003）45 ACSR 496; ［2003］ ATP 21.

た。また、セントロは、公開買付けが成功したら、（ART の責任法人の）AMP ヘンダーソン（AMP ヘンダーソン・グローバル・インベスターズ）を交代させるつもりであることも公表した。

3月26日、AMP ヘンダーソンは、セントロが ART の責任法人を交代させた場合、ショッピング・センターの共同所有者（AMP ライフなど）が予約権を行使して、ART に対し、ショッピング・センターを時価で売却するように請求できるようになるかもしれないことを公表した（当該ショッピング・センターは ART の総資産の約63％に相当する）。

4月10日、（セントロの責任法人の）CPT マネージャーは、容認できない状況が生じていると宣言するように、パネルに請求した。

［判断］

パネルは次のような判断を示した。すなわち、責任法人が交代した場合に予約権が行使可能になることは、3月26日以前に、ART のユニットの所有者たちに知らされていなかった。そのため、彼らは予約権を承認することができなかった[19]。……予約権は、……買収者にリスクを負わせることになり、防衛策として機能するだろう。……ユニットの所有者の同意を得ずに、以上のようにして企業買収を抑止することは、容認できない状況を生じさせることになるだろう[20]と。

パネルは、セントロが ART の責任法人を交代させた場合、AMP ライフらが ART に対して、ショッピング・センターを売却するように請求できるようになるかもしれないことは、公開買付けに対する防衛策として機能し得ると判断した。このような仕組みは ART のユニットの所有者によって承認されていなかったので、パネルは、5月13日に AMP ライフらに対して、予約権を行使しないように命令した[21]。パネルは、買収を妨害する仕組みは株主の承認を得たうえで採用するべきだ、という判断を示したといえる。

19）　Id., para 61.
20）　Id., para 71.
21）　See id., para 88.

2　各事件におけるパネルの判断

買収者は、公開買付けの対象会社は公開買付期間中に1で述べた①～④のような行動をとらないこと、というような条件（defeating condition）を公開買付けに付すことができる[22]（会社法630条（1）参照）。

買収者は、以下で紹介するゴンドワナ事件のように、公開買付けにそのような条件を付しておき、対象会社が条件に該当する行動をとった、あるいはとろうとする場合、容認できない状況が生じていると宣言するように、パネルに請求すればよいだろう。パネルは、公開買付けに対する防衛策は株主の承認を得たうえでとるべきである、という考え方に基づいて判断を下すだろう。

（1）　防衛策がまだ実施されていない場合

①ゴンドワナ事件[23]

［事実の概要］

ゴンドワナ社（ゴンドワナ・リソーシズ社）は、豪州の証券取引所に株式を上場している会社である。2014年4月下旬、オーカー社（オーカー・グループ・ホールディングス社）は、ゴンドワナ社に対する議決権が約19.73％になったことを開示した。

5月12日に、オーカー社は、（オーカー社の完全子会社の）オーカー・インダストリーズ社が、ゴンドワナ社のすべての株式に対する公開買付け（買付価格は1株あたり8.2セント）を行うつもりであることを公表した。

オーカー・インダストリーズ社の公開買付けは、7月3日に開始されたが、公開買付けには次のような条件が付されていた。すなわち、公開買付けが終了するまでの間に、ゴンドワナ社が株式を発行したり、オプションを付与したりした場合、公開買付けは不成立になることになっていた。

22）　そのような条件は、買付者が、買付期間が終了する7日前までに、対象会社に対して通知を発することによって、放棄することができる（会社法650F条（1）参照）。

23）　Re Gondwana Resources Ltd（No 2）［2014］ATP 15.

それにもかかわらず、７月17日に、ゴンドワナ社は、１株について１ライツを発行する、譲渡不可のライツ・イシューを行うことを公表した（行使価格は3.2セント）。引受人は、投資銀行の GMP セキュリティーズ・オーストラリア社が務めることになっていた。

７月17日、オーカー社は、容認できない状況が生じていと宣言するように、パネルに請求した。オーカー社は、ゴンドワナ社がライツ・イシューを行えば、公開買付けは不成立になるので、ライツ・イシューは防衛策になると主張した。

これに対して、ゴンドワナ社は、ライツ・イシューで急いで資金を得る必要があったし、オーカー・インダストリーズ社が公開買付けを公表する前から、ライツ・イシューで資金を調達する意向を表明していたので、ライツ・イシューは防衛策に該当しないと主張した。

［判断］

８月15日、パネルは次のような判断を示した。すなわち、われわれは、ゴンドワナ社の主張を全く受け入れない。防衛策に関するパネルの政策によると、公開買付けを不成立にする条件の引金を引く行動は、防衛策になる。ライツ・イシューを行えば、公開買付けは不成立になるだろう。われわれは、ライツ・イシューは、防衛策に該当すると判断する[24]。……ひとりの株主しかライツを行使しなかったとしても、公開買付けは不成立になる。まったく行使されなかったとしても、引受人が行使するだろう[25]。……ゴンドワナ社がライツ・イシューを行うには、株主の承認を得なければならない[26]。

本件では、７月３日に、オーカー・インダストリーズ社が公開買付けを開始した後、ゴンドワナ社は株主総会の承認を得ずにライツ・イシューを行うことを７月17日に公表した。オーカー・インダストリーズ社の公開買付けに

24）　Id., para 32.
25）　Id., para 35.
26）　Id., para 59.

は条件が付されていた。すなわち、ゴンドワナ社がライツ・イシューを行えば、公開買付けが不成立になることになっていた。パネルは、公開買付けが不成立になればゴンドワナ社の株主は株式を売却することができなくなるので、ライツ・イシューが防衛策になることを認め、ライツ・イシューは株主の承認を得たうえで行うべきであると結論づけたのだろう。

以上のように、防衛策が株主の承認を得ることなく実施されようとしているのであれば、パネルは容認できない状況が生じていると判断し、防衛策の実施について株主総会の承認を得るように、対象会社に要求するだろう。

次に紹介する事例では、パネルは容認できない状況が生じているとは判断しなかった[27]。それは、問題となった第三者割当ては、株主総会の承認を得たうえで行われることになっていたからである。

②ペリルリア事件[28]

ペリルリア社は、豪州の証券取引所に株式を上場している会社である。2008年12月９日、ペリルリア社は、（亜鉛を生産している）中国の深圳社（深圳ジョンジン・リンナン・ノンフェメット社）と資本提携をしたことを公表した。

第三者割当てが行われて、深圳社がペリルリア社の51％の株主になる予定だった（ペリルリア社は約4500万ドルの資金を得ることができる）。第三者割当ては、ペリルリア社の株主総会の承認を得たうえで行われることになっていた（株主の承認を得ずに15％超の株式を発行することは、上場規則の7.1が原則として禁止する）。

2009年１月５日、ペリルリア社は株主総会の通知を発送した。株主総会は２月５日に開催される予定だったが、通知には次のことが記載されていた。すなわち、深圳社との取引が行われず、代案も講じられない場合、ペリルリア社が企業として継続するには、３月31日までに（別の方法で）資金を調達

27）　See *infra* note, para 41.

28）　Re Perilya Ltd（No 2）［2009］ATP 1 .

する必要があるだろうと。

１月12日、BHO 社（ブロークン・ヒル・オペレーションズ社）は、容認できない状況が生じていると宣言するように、パネルに請求した。BHO 社は、ペリルリア社が深圳社と資本提携を締結したことを公表する前から、ペリルリア社への公開買付けを開始していた。しかし、第三者割当ては株主総会の承認を得たうえで行われることになっていたので、BHO 社の請求は１月20日に棄却された。

（２）　防衛策が実施済みだった場合

以下で紹介する①②の事例では、防衛策は株主の承認を得ずに実施されてしまっていた。そのため、パネルは、防衛策の実施について株主の事後承認を得るように、対象会社に要求した。

①の事例では、買収者は公開買付けを行なっていないが、パネルは買収者の提案は真正な買収提案だと評価し、公開買付けが行われる場合と同様の判断を下した。

①マッカーサーコック事件[29)]

［事実の概要］

2008年２月４日、マッカーサーコック社と IOOF 社（IOOF ホールディングス社）は、資本提携について議論を行なった。４月～６月には、さらなる議論が行われた。

４月17日、AMP 社がマッカーサーコック社に接触し、同社への公開買付けを行う意欲を表明した。

６月２日、マッカーサーコック社の経営陣は、IOOF 社との資本提携を承認するように求める書類を取締役会に提出した。

６月６日、（AMP 社の完全子会社の）AMP キャピタル社（AMP キャピタル・インベスターズ社。同社はマッカーサーコック社の株式を18.4％取得済みだ

29）　Re MacarthurCock Ltd（2008）67 ACSR 345;［2008］ATP 20.

った）は、マッカーサーコック社に書簡を送り、同社の株式を1株1.35ドルで取得することを提案した。この買収提案には、デュー・ディリジェンスが実施されることや、マッカーサーコック社の取締役会の承認が得られることが条件として付されていた。

6月13日、マッカーサーコック社とIOOF社との間で、資本提携が締結された。同日、IOOF社は、1株あたり1.15ドルを払い込み、約12.98％に相当するマッカーサーコック社株式を取得した。そのかわり、IOOF社は、24か月間、当該株式を売却することが禁止された（ただし、マッカーサーコック社の取締役会が同意する買収の場合や、マッカーサーコック社の議決権の50％超を取得した者に株式を売却する場合には、株式を売却することが許容される）。

6月25日、AMPキャピタル社は、マッカーサーコック社とIOOF社の資本提携は容認できない状況を生じさせると宣言するように、パネルに請求した。その理由として、AMPキャピタル社は次のように主張した。すなわち、第三者割当ては、マッカーサーコック社の支配権の争奪が競争的ではない状況で行われることになる可能性を生じさせるので、マッカーサーコック社の行動は（支配権の争奪が競争的な状況で行われるように要求する）会社法の原則に違反すると（602条（a）参照）。

［判断］

7月9日、パネルは次のような判断を示した。すなわち、パネルは、真正な買収提案を伝達された会社が、それを妨げる行動をとるには株主総会の承認を得るべきだと判断する[30]。……パネルは、［6月6日の］AMPキャピタル社の書簡は真正な買収提案だと判断する[31]。

マッカーサーコック社は6月13日に資本提携を公表し、同日、第三者割当てが実施された。マッカーサーコック社とIOOF社との間では、以前から協議が行われていた。［しかし］マッカーサーコック社とIOOF社は、マッカ

30）　Id., para 24.
31）　Id., para 27.

ーサーコック社に AMP キャピタル社の買収提案が伝えらえた後で、最終的に合意した。……マッカーサーコック社が AMP キャピタル社から買収提案を受けたとき、最終的な払込価格は合意されておらず、IOOF 社に株式の売却制限を課すことも議論されていなかった[32]。……マッカーサーコック社は、第三者割当ては、AMP キャピタル社からの買収提案への対応ではなく、２月以来検討されていた取引であると主張した[33]。……［しかし］われわれは、第三者割当ては、マッカーサーコック社が AMP キャピタル社の買収提案を知った後で……とった行動だったと判断した[34]。

われわれは、資本提携は防衛策に該当し、資本提携は株主の承認を得たうえで行うべきだったと判断する[35]。

われわれは、資本提携について株主の承認を得るように、マッカーサーコック社に命令する。決議に際しては、IOOF 社による投票は無視するべきである。９月１日までに株主の承認が得られない場合、……第三者割当てで発行された株式は無効になる[36]（払込金は IOOF 社に返却する必要がある）。

本件では、マッカーサーコック社は６月６日に AMP キャピタル社から買収提案を受けたが、マッカーサーコック社は IOOF 社と６月13日に資本提携を締結した。ただちに第三者割当てが行われ、IOOF 社はマッカーサーコック社の約13％の株主になった[37]（株主の承認を得ずに15％超の株式を発行することは、上場規則の7.1が原則として禁止する[38]）。パネルは、第三者割当

32）　Id., para 31.
33）　Id., para 36.
34）　Id., para 38.
35）　Id., para 41.
36）　Id., para 48.
37）　本件におけるマッカーサーコック社の行動は、上場規則7.9に違反することになる（See id., para 16）。同規則は、書面での買収提案を受けてから３か月以内に、会社が株主の承認を得ずに株式を発行したり、発行に同意したりすることを原則として禁止する。
38）　同規則は、15％以下であれば、取締役会の判断で、防衛策となり得る第三者割当てを行うことを認めているわけではないだろう。

てはAMPキャピタル社からの真正な買収提案への防衛策になるが、そのような行動をとるには株主の承認が必要だったと判断し、第三者割当てについて株主の事後承認を得るように、マッカーサーコック社に命令した。

②ピナクル事件[39]

［事実の概要］

2001年１月22日、リライアブル社（リライアブル・パワー社）は、ピナクル社（ピナクルVRB社）のすべての株式を対象に、現金を対価とする公開買付けを行うつもりであることを公表した。リライアブル社は米国デラウェア州の会社、ピナクル社は豪州の証券取引所に株式を上場している会社である。

３月20日、リライアブル社はピナクル社の株主に書類を発送した。リライアブル社は、公開買付けの買付価格として１株あたり65セントを提示した。リライアブル社は、リライアブル社がピナクル社株式の51％を取得することを公開買付けの成立条件にしていた。また、リライアブル社は、公開買付けに、事業に重大な変更を加えるだろう取引を買付期間中にピナクル社が業務の通常の過程外で行わないこと、という条件も付していた。

しかし、３月29日、ピナクル社は、ある技術に関して、米国において５年間有効な独占的ライセンスをバンテック社（バンテック・テクノロジー社）に与えることを証券取引所に通知した（ピナクル社の取締役のうち３名はバンテック社の取締役だった）。

４月２日、リライアブル社は、ピナクル社の取締役会は、不適切な目的、すなわち公開買付けを妨げるためにバンテック社との取引を行なったと主張し、パネルに対して、ピナクル社がとった行動は容認できない状況を生じさせると宣言するとともに、バンテック社との取引を無効にする最終的な命令を下すように請求した[40]。

39）　Re Pinnacle VRB Ltd（No 5）（2001）39 ACSR 43; ［2001］ATP 14.

40）　パネルは、本件が解決するまで、ピナクル社にバンテック社との取引を進めないように求め

［判断］

パネルは次のような判断を示した。すなわち、公開買付けの対象会社は、公開買付けの期間中に、重要な取引を締結してはならない、という会社法の規定はない。また、公開買付けの対象会社が、公開買付けの期間中に、重要な取引を締結する場合は、事前または事後に株主の承認を得る必要が会社法上あるわけでもない[41]［が］……会社法657A 条（３）（a）によれば、パネルが同条の権限を行使する場合（パネルは容認できない状況が生じていると宣言することができる）、パネルは、602条で述べられている会社法６章の目的を考慮しなければならない。602条（c）は、議決権付株式の所有者には、株式大量取得の提案によって生じる利益にあずかる平等の機会が与えられるべきことを規定する[42]。

公開買付けを妨げることになる取引を締結する際に株主の承認を得ていなければ、取締役が、公開買付けよりも当該取引のほうが株主にとってよいものであるという判断を下してしまうことになる[43]。……会社の取締役は株主総会に諮らずに会社の業務を執行することができるかもしれないが、会社の支配にかかわる判断は株主によってなされるべきである。この原則は、公開買付けを妨げることになる取引が取締役の権限で行うことができるならば台無しになる[44]。

われわれは、公開買付けが公表された後、それが終了するまでに取引を締結するには、株主の承認が必要になると考える[45]。……株主の承認を要求するべきでない理由がないのであれば、われわれは、［バンテック社との］取引を前進させるかどうかはピナクル社の株主が判断するべきだと判断する[46]。

た。ピナクル社はそのことを承諾したので、パネルは中間命令を下さなかった。

41）　Id., para 21.

42）　Id., para 22.

43）　Id., para 25.

44）　Id., para 28.

45）　Id., para 29.

46）　Id., para 32.

本件では、公開買付けの対象会社のピナクル社は、株主の承認を得ずにバンテック社にライセンスを付与することにした。そのことが原因でリライアブル社が公開買付けを撤回すれば、ピナクル社の株主は、提示された価格で株式を売却することができなくなるだろう。そのため、パネルは、公開買付けの最中に、公開買付けへの防衛策になり得る行動をとるには、株主の承認を得たうえでとるべきであると結論づけ、取締役会の判断で防衛策になり得る行動をとることを容認しなかったのだろう。なお、ピナクル社は株主総会の事後承認が得られた場合にバンテック社との取引を進めると約束したので[47]、容認できない状況が生じている、という判断をパネルは下さなかった。

（3）　部分公開買付けに対する防衛策

豪州において、部分公開買付けとは、買収者が応募株主から取得する割合を定めて行う公開買付けのことである（会社法618条（1）（b）参照）。上限付きの公開買付けを行うことは禁止されている（626条（1）参照）。

以下では、部分公開買付けに対する防衛策が問題となり、全部公開買付けに対する防衛策の場合と同様の判断が示された事例を紹介する。

・ビッグショップ事件[48]

［事実の概要］

2001年6月13日、ファースト社（ファースト・スカウト社）は、ビッグショップ社の株式を対象に、応募株主から51％取得する部分公開買付けを行うつもりであることを公表した。

ビッグショップ社の株式は豪州の証券取引所に上場されている。同社の株式の公開価格は25セントだったが、ファースト社が公開買付けを公表したとき、株式は1株あたり7.0セント程度で取引されていた。つまり、ビッグショップ社の株価は低迷していた。公開買付けの買付価格は1株あたり7.8セ

47）　See id., para 51.

48）　Re Bigshop.com.au Ltd（No 2）［2001］ATP 24.

ントだった。

ファースト社は、公開買付けに、ビッグショップ社が新株発行をしないこと、という条件を付していた。

８月28日、ビッグショップ社は、マクォーリー社に1000万株を割り当てる（払込価格は１株あたり7.5セント）ことで同社と合意したことを公表した。上場規則の7.9は、公開買付けの提案を受けてから３か月間、会社が新株を発行することを原則として禁止する。証券取引所は、規則7.9の期間は、ファースト社が公開買付けの意図を公表した６月13日から進行するという見解を公表した。

９月12日、ファースト社は、10月26日に開催される株主総会で、ビッグショップ社の現職取締役を解任し、ファースト社が取締役を推薦するつもりであることを公表した。

ファースト社は、パネルに対して、第三者割当てが行われればファースト社の公開買付けは不成立になるので、容認できない状況が生じていると宣言するように請求した。９月14日、ビッグショップ社は、９月24日までは新株発行をしないことをパネルに約束した。

パネルは、第三者割当てを容認する判断を示した[49]。10月２日、ファースト社は、そのような判断を破棄するように、パネルに請求した。審理が進んでいる間に、ファースト社は、公開買付けの条件を変更した。すなわち、買付価格を１株あたり7.8セントから９セントに引き上げ、応募株主から取得する割合を51％から65％に上昇させた。

［判断］

パネルは、ファースト社による公開買付けが行われている最中に、株主の承認を得ることなく第三者割当てが行われるならば、容認できない状況が生じると宣言するだろう、という判断を10月17日に示した[50]。

本件では、最終的に、応募株主からの取得割合が65％の部分公開買付けが

49） See Re Bigshop.com.au Ltd［2001］ATP 20, para 82.

50） See［2001］ATP 24, para 81.

行われることになった。そのような部分公開買付けに対する防衛策をとるには、全部公開買付けに対する防衛策の場合と同様、株主の承認を得たうえでとる必要があるという判断が示されたといえる。

二　米　国

ポイズン・ピルは、米国デラウェア州法のもとでは、会社の取締役会の判断で採用することができるが、それが採用された場合、会社の株式を一定割合以上取得することが事実上できなくなる[51]。したがって、公開買付けの対象会社の取締役会がポイズン・ピルを採用すれば、買収者が公開買付けをして株式を取得することが妨害されることになるだろう。

デラウェア州の裁判所は、公開買付けの対象会社の取締役会がポイズン・ピルを採用し続けること（すなわち、取締役会が防衛策をとること）を容認する[52]。森田教授は、取締役会が自身の判断で防衛策をとることを米国の裁判所が（審査はするけれども）容認することを支持する[53]。ただし、取締役会がポイズン・ピルを採用し続けることを裁判所が容認するのは、株主が不十分な公開買付けに応募し、株式を売却してしまうことを防止するためであり[54]、このような判例法理に対しては、次のような批判があり得る。

すなわち、第1に、現経営陣による経営が継続されたとしても株価は公開買付価格を上回るとは限らない。取締役会がポイズン・ピルを採用し続けたせいで公開買付けが撤回されれば、対象会社の株主は、買収者に公開買付価格で株式を売却する機会を失う[55]、という不利益を被ることになる。第2に、

51）　ポイズン・ピルの仕組みについては、拙稿・前掲注（4）2頁注4参照。

52）　See Air Products and Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc., 16 A. 3d 48（Del. Ch. 2011）.
防衛策がとられた結果、買収が失敗したら、会社の株価は下落するだろう。そのため、買収者は、公開買付けの前に、多数の株式を取得しておくことは控えがちであるという。See Eitan Goldman and Jun Qian, “Optional Toholds in Takeover Contests”（2005）77 *Journal of Financial Economics* 321.

53）　森田章「日本のコーポレートガバナンス――覚書」同志社法学68巻1号65頁、78-79頁、81頁（2016年）参照。

54）　See 16 A. 3d at 112-13.

55）　拙稿・前掲注（4）38-39頁参照。

株主の多くが機関投資家であれば、買付価格に関する取締役会の見解を聞いて、買付価格と企業価値とを比較して、公開買付けに応募するかどうかを判断することができるので、株主の判断に取締役会が干渉するべきではない[56]、という批判があり得るが、判例法理は維持されている。

それでは、敵対的買収を成功させるにはどうすればよいのだろうか。買収者は公開買付けをしつつ、取締役選任の委任状勧誘を行えば、公開買付けに賛成の株主は買収者側に票を投じると考えられる。買収者は年次株主総会が終わるまで待たなければならないが[57]（臨時株主総会の招集や書面決議が容認されていれば別だが）、取締役選任の選挙で勝利すれば、新たな取締役会にポイズン・ピルを消却させることができる。買収者には、以上のようにしてポイズン・ピルを取り除いた後で、公開買付けで株式を取得する、という方法がある[58]。

米国各州の州法に目を向けると、反買収法と呼ばれるもののなかに、支配株式取得法がある[59]（ただし、デラウェア州は同法を制定していない）。同法のもとでは、一定割合以上の株式を取得したい者（買収者）は、株主総会において株式取得について会社の株主から承認を得たうえで取得することになるだろう。このような支配株式取得法は、公開買付けの強圧性の解決を意図した規制であるといえる[60]。ハーバード大学教授のルシアン・ベブチャックは、同法によって公開買付けの強圧性に対処することができると指摘す

56）　See Jack B. Jacobs, “Fifteen Years of Corporate Law Evolution: A Delaware Judge’s Retrospective”（2015）5 *Harvard Business Law Review* 141, 165.

57）　See Michael Klausner, “Fact and Fiction in Corporate Law”（2013）65 *Stanford Law Review* 1325, 1351.

58）　ただし、取締役会が期差制（staggered; classified）の場合、買収者が取締役会の支配を得るには、年次株主総会で勝利した後、翌年の株主総会でも勝利しなければならない。そのため、期差制の取締役会がポイズン・ピルを採用し続けることは強力な防衛策になるだろう。See Lucian Arye Bebchuk, John C. Coated IV and Guhan Subramanian, “The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy”（2002）54 *Stanford Law Review* 887.

59）　拙稿「米国州法における株式大量取得の規制」同志社法学67巻１号１頁、３-７頁（2015年）参照。

60）　同上６頁、９-10頁参照。

る[61]。ただし、株式取得が承認されたとしても、取締役会が防衛策をとる可能性が残るので、同法が買収法制として機能するかどうかには疑問がある。

三　カナダ

米国と同様、カナダでも公開買付けの対象会社の取締役会がポイズン・ピルを採用することは可能だが、カナダでは、ポイズン・ピルは買収者からの請求に基づき、規制当局によって差し止められることが多い（このことは別稿で紹介した[62]）。規制当局は、公開買付けが開始されてから一定期間が経過した後で、ポイズン・ピルを差し止める傾向がある。言い換えれば、ポイズン・ピルを採用することで、対象会社の取締役会には猶予期間が与えられる。取締役会にはその間に、他の買収者を探すなど公開買付けへの代案を模索することが期待されている。

最近、カナダの公開買付規制が改正された[63]。すなわち、①前述の猶予期間は比較的短期間であるので、取締役会が敵対的公開買付けに対応しにくくなっているのではないかと懸念され、その結果、敵対的公開買付けの場合は長期（105日間）の買付期間を設けることが必要になった。②買収者が所有する株式を除く対象会社の株式のうち50％超に相当するほどの応募がなければ、公開買付けで株式を取得することができなくなった[64]。逆に言えば、それほどの応募があった場合、会社支配を買収者が得ることが株主から承認されたといえるだろう。③買収者が株式を取得する場合は、少なくとも10日間、買付期間を延長しなければならなくなった。

61）　See Bebchuk, *supra* note 7, at 934–35.

62）　拙稿・前掲注（4）8-16頁参照。

63）　同上24-27頁参照。

64）　買収者は、このような規制のもとでは、公開買付けの成立を確実にするために、公開買付けを行う前に株主に接触し、株主と応募契約を締結しようとするかもしれない。See Re Aurora Cannabis Inc., 2018 ONSEC 10.

四　英　国

英国シティ・コードの規則21.1は、取締役会の判断で公開買付けに対する防衛策をとることを禁止する（このように取締役会が買収に抵抗しにくいことは、会社上、取締役が解任されやすいことと整合的である[65]）。他方で、英国では、公開買付規制が整備されている。すなわち、公開買付けは、買収者が対象会社の議決権の50％超に相当する株式を所有する結果になるほどの応募がない限り、成立しない（規則10参照）。買収者は、実際には、買付後に議決権の75％または90％に相当する株式を所有するほどの応募があること、という条件を付して公開買付けを行うことが多いようである[66]。公開買付けが成立した場合、買収者は、買付期間を少なくとも14日間延長しなければならない（規則31.4参照）。

以上のような公開買付規制のもとでは、公開買付けが成立するほどの応募があった場合、買収が承認されたといえるだろう。前述の規則21.1は株主総会決議に基づいて防衛策をとることは禁止していないが、公開買付けが成立するかどうかが買収の成否を左右することになるだろう。

Ⅲ　部分公開買付けの規制

豪州において、部分公開買付けとは、Ⅱ－２（３）で述べたように、買収者が応募株主から取得する割合を定めて行う公開買付けのことである。豪州においても、かつては、按分比例方式の公開買付けが認められていた。すな

65）　See John Armour and Jeffrey N. Gordon, “The Berle-Means Corporation in the 21st Century” (2009) at 19 (https://law.yale.edu.).

取締役は任期途中でも普通決議で解任され得る（2006年会社法（Companies Act 2006）168条（１）参照）。議決権が10％以上の株主は、株主総会の招集を請求することができる（303条参照）。

66）　See *A Practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers 2013/2014* 194.

わち、買収者は、たとえば、対象会社の51％に相当する株式を上限として公開買付けを行うことが可能だった。その場合、応募された株式数が51％以下であれば、買収者はすべての株式を取得し、応募された株式数が51％を超えるのであれば、買収者は応募株主から平等の割合で取得することになる。このような手法は、株主に応募圧力を与えると批判され、現在の方式になった[67]。

豪州の会社法は、会社の定款に、部分公開買付けで株式を取得するには株主の承認が必要であると規定しておくことを認める。株主総会の承認は、公開買付期間の最終日の14日前までに得る必要がある（会社法648D 条（２）参照）。このような定款規定は、最大で３年間有効である（会社法648G 条（１）参照）。承認の方法は決議によるが、郵便投票によって決議を成立させてもよい。決議の際に議決権を有するのは、公開買付けが開始された日の終了時点での買収者以外の株主である（以上について会社法648D 条（１）参照）。

部分公開買付けが行われる場合にも、全部公開買付けが行われる場合と同様、対象会社の取締役会が公開買付けに対する防衛策をとろうとするかもしれない。豪州では、防衛策をとるには株主の承認が必要であるが（Ⅱ一参照）、①会社支配を部分公開買付けで買収者が得ることに賛成の株主は、防衛策を認めないことで、買収に賛成の意思を示そうとするだろう。②部分公開買付けで株式を取得するには株主の承認が必要である、という定款規定があり、採決がとられる場合、買収に賛成の株主は、部分公開買付けを承認するだろう。実際には、後者、すなわち、部分公開買付けによる株式取得を認めるのかどうかについて、まず採決する必要があるという[68]（株主が買収に賛成の場合は、どちらが先でも結論に違いはないだろう[69]）。

67）　See RP Austin and IM Ramsay, *Ford's Principles of Corporations Law* 1437-38 (2013).

68）　See［2001］ATP 24, para 66.

69）　これに対して、株主が買収に反対の場合、先に部分公開買付けを承認するのかどうかを株主に諮れば、防衛策が実施されてしまう、という問題は生じないかもしれない。株主が部分公開買付けを認めなければ、買収者は公開買付けで株式を取得することができないので、公開買付けは撤回され、防衛策も撤回される可能性があるからである。

友好的な部分公開買付けが行われる場合、豪州においては、公開買付規制はカナダや英国[70]ほど厳格なものではないので、会社に定款規定がなければ、買収者は株主の承認を得ることなく公開買付けで株式を取得することができる。このことは、どのように評価すべきだろうか。

公開買付けは買収公表前の会社の株価にプレミアムを付した価格で行われることが多い。そのため、買収後の企業価値が買収前よりも仮に若干下がったとしても、株主が受け取る１株あたりの利益（公開買付けで売却することによって得た額と残った株式が有する価値の加重平均）は、買収前の株価と比べてマイナスにならない場合が多いだろう[71]。すなわち、部分公開買付けが行われる場合、株主利益が侵害されるとは限らない。それどころか、買収者は買収後に企業価値を増大させる者だと判断されたので、取締役会から部分公開買付けを行うことが認められたと考えられる。公開買付けが行われるので、株主は、公開買付期間内に、情報に基づいて買付価格が十分かどうかなどについて検討したうえで、応募するかどうかを判断することができるし、応募株主は平等に取り扱われる。したがって、友好的な部分公開買付けが行われる場合に、株主の承認は必須ではないといえ、豪州法が定款の定めに委ねていることは妥当だと評価することができるだろう。

Ⅳ　株式買集めの規制

何者かが、会社支配を得る、あるいは経営に重要な影響を及ぼすことを可

70）　カナダでは、買収者が株式を取得するには、公開買付けに、買収者が所有する株式を除く対象会社の株式のうち50％超に相当するほどの応募がある必要がある（Ⅱ三参照）。すなわち、部分公開買付けについて株主の承認が必要である、といえるだろう。

英国も、カナダに匹敵するような規制を用意している（規則36.5参照）。しかし、テークオーバー・パネルは、部分公開買付けを容易に許可せず、したがって、部分公開買付けが行われることはまれであるという。田中・前掲注（３）400-401頁参照。

71）　See C. Steven Bradford, “Stampeding Shareholders and Other Myths: Target Shareholders and Hostile Tender Offers”（1990）15 *The Journal of Corporation Law* 417, 425.

能にするなどの目的で、大量の株式を買い集める場合、会社の株主は次のような不利益を受けると考えられる[72]。すなわち、株主は十分な情報に基づかずに、即座に投資判断を下さなければならない。公開買付けが行われないので、株主は平等にプレミアムを受け取ることができない。そのため、株式の買集めに対する規制が必要になるだろう。

米国では、会社の取締役会が取締役会の判断でポイズン・ピルを採用することによって、株式の買集めを防止することができる。取締役会がポイズン・ピルを採用する場合、一定の条件をみたす公開買付け（買付期間が100日以上あり、上限付きではない現金公開買付け）に対しては、ポイズン・ピルを発動させないようにすることがあるが[73]、このようなポイズン・ピルを取締役会が採用する場合、条件をみたす公開買付けを行うことは妨げられないので、取締役会は保身の目的でポイズン・ピルを採用したのではないことが明確になるだろう。

豪州や英国には、株式の買集めを禁止ないし抑制する規定があるが、公開買付けで株式を取得することは許容される。

一　米　国

最近、デラウェア州の衡平法裁判所は、バーンズ社（バーンズ・アンド・ノーブル社）の取締役会が、20％を発動基準とするポイズン・ピルを採用し続けることを容認した[74]。この事件では、ヘッジ・ファンドのユカイパがバーンズ社の株式を17.8％所有していた。過去においてユカイパと協力したことのあるヘッジ・ファンドのアレシーアも、バーンズ社の株式を17.4％所有していた。以上に対し、バーンズ社の既存の大株主は30％強を所有していた。

72）　株式取得者は、取得後、投資の出口（exit）を模索するかもしれない。See J. Travis Laster and John Mark Zeberkiewicz, “The Right and Duties of Blockholder Directors”（2014）50 *The Business Lawyer* 33, 50.

しかし、そのことはあまり問題ではないだろう。それは、そのような出口としてのM&Aによって、他の株主が不利益を受けるとは限らないと考えられるからである。

73）　拙稿・前掲注（4）8頁注28参照。

74）　Yucaipa American Alliance Fund II, L. P. v. Riggio, et al., 1 A. 3d 310（Del. Ch. 2010）.

バーンズ社の取締役会がポイズン・ピルを採用したので、各ヘッジ・ファンドは、株式を買い増し、所有割合を20％以上（合計で40％以上）にして、会社支配を得ることができなくなった。

買収者が株主にプレミアムを支払わずに会社支配を得ることをクリーピングというが、クリーピングは取締役会がポイズン・ピルを採用し続けることで防止することができるだろう[75]。

会社支配を得たい場合、買収者には取締役選任の委任状勧誘を行う、という方法がある。株主は、会社の経営は買収者に委ねるのがよいか、現経営陣の経営が続くのがよいかを比較して、買収に賛成であれば買収者側に、反対であれば現経営陣側に票を投じるだろう。買収者側が選挙に勝利すれば、買収者は取締役会の支配を得ることができる。このような公正なプロセスを経て、会社支配を取得することができる。買収者が株式を買い集めて会社支配を得ることを防止するために、会社の取締役会が20％を発動基準とするポイズン・ピルを採用することは支持してよいだろう[76]。

複数のヘッジ・ファンドが株式を取得している場合、あわせると会社支配に影響を及ぼし得るほどの取得だといえるが、複数のファンドがグループを形成していると認定することは困難だろう。そのため、会社の取締役会は低い所有割合（たとえば10％）を発動基準とするポイズン・ピルを採用しようとするかもしれない。サードポイント事件では、そのようなポイズン・ピルの法的有効性が認められた[77]。

75） See Leo E. Strine, Jr., “Can We Do Better by Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law”（2014）114 *Columbia Law Review* 449, 497.

76） See Mrcel Kahan and Edward B. Rock, “Anti-Activist Poison Pills”（2017）at 45（ssrn.com/abstruct=292883）.

デラウェア州最高裁判所長官のレオ・ストラインは、ポイズン・ピルはクリーピングを妨げることになるので、取締役会が一層制の場合、機関投資家はポイズン・ピルに対するこれまでの批判的な態度をあらためるべきだと主張する。See Leo E. Strine, Jr., “Who Bleeds When the Wolves Bite?: A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System”（2017）126 *The Yale Law Journal* 1870, 1963.

77） See Third Point LLC v. Ruprecht, et al., 2014 WL 1922029（Del. Ch. 2014）.

もっとも、ポイズン・ピルの採用が株式の買集めに対する十分な対処にならない場合もある。すなわち、ポイズン・ピルは常時採用されているわけではない。米国では、株式取得者の所有割合が５％を超えてから報告書（スケジュール13D）が提出されるまでに10日の猶予期間があるので、取締役会が買集者の存在に気づいたときには、すでに大量の株式が取得された後かもしれない[78]。

二　豪州・英国

1　豪　州

豪州では、20％超の株式取得を禁止する、という規制が1980年の会社法（Companies（Acquisition of Shares）Act 1980）で導入された（同法11条参照）。20％超の株式取得を禁止することにしたのは、会社支配取得のスピードを制限するためであるという[79]。

この規制は、現在まで存続している。すなわち、2001年会社法は、20％超の株式取得を禁止する[80]（606条（１）参照）。他方で、たとえば、①公開買付けで取得する場合[81]、②株主総会の決議で承認された後に取得する場合（株式の買手と売手は当該決議に賛成することができない）、③ゆっくりとしたスピード（６か月間で３％以下）で取得する場合には株式取得が許容される

他方で、低い所有割合を発動基準とするポイズン・ピルの法的有効性を安易に認めるべきではない、という見解も示されている。See Kahan & Rock, *supra* note 76, at 45.

78）　2001年、アクティビストのスティーブ・ロス氏とビル・アックマン氏がJCペニー社の株式所有割合を開示したときには、彼らはすでに27％を取得済みだった（See Guhan Subramanian, “Delaware’s Choice”（2013）39 *Delaware Journal of Corporate Law* 1, 30）。デラウェア州は、反買収法として事業結合規制法（会社法203条）を採用している（拙稿・前掲注（59）12頁参照）。ロスとアックマンは、取締役会の承認を得ずに、15％以上の株式を取得したので、一定期間、JCペニー社との事業結合（締出合併で所有割合を100％にすることを含む）ができなくなるが、両氏はこのような制約を受けてもあまり問題はないと判断したのかもしれない。

79）　See Explanatory Memorandum, Companies（Acquisition of Shares）Bill 1980, para 45.

80）　したがって、公開買付けをしてくる者の株式所有割合は20％以下である（Ⅱ－２（１）①事件参照）。

81）　買収者が公開買付けを行う場合、買付期間を少なくとも１か月設ける必要がある（2001年会社法624条（１）参照）。なお、買付期間は12か月を超えることができない。

（611条１、７、９参照）。

２　英　国

英国のシティ・コードは、義務的公開買付制度を採用する。すなわち、議決権の30％以上を取得した場合、その者には公開買付けを行うことが要求される[82]（規則9.1参照）。義務的公開買付けの買付価格は、買収者が公開買付開始前の12か月間に支払った最高価格を下回ってはならない（規則9.5参照）。したがって、株式を買い集めて、会社支配を取得することは抑制され、会社支配を取得したい者は、所有割合が30％未満の状態から任意の公開買付けをするだろう。義務的公開買付制度は、買収者が市場取得で会社支配を得た後、会社の株主は利益を侵害されやすい立場に置かれることが懸念された結果[83]、1972年に導入された。同制度は1974年に改正され、現在にいたっている。

Ⅴ　わが国の買収法制

一　防衛策の規制

ブルドックソース事件[84]では、関連会社とあわせてブルドックソース社の株式の約10.25％を所有していた買収者が、上限付きではない公開買付けを開始した（買付価格は１株あたり1584円）。これに対して、ブルドックソ

82）　義務的公開買付けの基準値は20％が適切であるという意見もあるが、現在の値で問題はないと考えられている。拙稿・前掲注（４）６頁注18参照。

豪州においても義務的公開買付制度の導入が検討されたことがあるが（See Corporate Law Economic Reform Program, Takeovers—Corporate Control: A Better Environment for Productive Investment (Paper No 4, 1997) at 23）、導入されるにはいたっていない。

83）　See Andrew Johnston, “Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code” (2007) 66 *Cambridge Law Journal* 422, 444-45.

84）　最決平成19・８・７民集61巻５号2215頁。

ース社の取締役会は、①新株予約権の無償割当てに関する事項を株主総会の特別決議事項とする旨の定款変更議案と、②その議案の可決を条件として、新株予約権の無償割当てを行う旨の議案（新株予約権は1株につき3個の割合で割り当てられる）を平成19年6月24日開催の定時株主総会に付議することを決定した。

新株予約権には取得条項が付されていた。すなわち、買収者とその関係者以外の株主から取得する場合は、新株予約権1個につき普通株式1株を交付するのに対し、買収者とその関係者から取得する場合には、1個につき396円（1584÷4）を交付することが予定されていた。

両議案は、株主総会において、出席株主の議決権の約88.7％、議決権総数の約83.4％の賛成を得て可決された（買収者以外の株主のほとんどが議案に賛成した）。最高裁判所は、以上のような防衛策を容認した。防衛策を実施するかどうかを株主に諮る、という方法が採用されたと評価することは許されるだろう。

ブルドックソース社は、株主総会の承認を得たうえで、事前警告型買収防衛策を導入していたのではなかった。事前警告型防衛策は、ポイズン・ピルと呼ばれることもあるが[85]（Pre-warning Rights Plan）、両者は別のものである。事前警告型防衛策が導入される場合、たとえば次のようなプレスリリースが出されるだけである。すなわち、何者かが20％以上の株式を取得しようとする場合、会社は第三者委員会ないし社外取締役で構成される特別委員会を創設し、委員会が防衛策（新株予約権の無償割当て）をとるかどうかを判断し、勧告する。取締役会がその勧告に基づき防衛策を発動させる、と。

このように、防衛策をとるかもしれないことが公表されるにすぎない。注意すべきなのは、そのような防衛策が実際に発動された場合の適法性について、裁判所の判断は示されていないことである。そのため、株主総会の判断

85）　See Dan W. Puchniak and Masafumi Nakahigashi “The Enigma of Hostile Takeovers in Japan: Bidder Beware”（2018）15 *Berkeley Business Law Journal* 4, 34; John Armour, Jack B. Jacobs and Curtis J. Milhaupt, “The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework”（2011）52 *Harvard International Law Journal* 219, 254.

に基づいて、事前警告型防衛策が導入されていたとしても、防衛策を発動させる際は、発動の適法性を確実にするために、総会決議に基づき防衛策を発動させるかもしれない。

防衛策を実施するかどうかを株主に諮る、という方法は、株主は買収に反対の場合、防衛策に賛成するので、防衛策が実施されてしまう、という問題を生じさせる。防衛策が実施される場合、買収者には金銭による補償が行われるかもしれない。買収者への金銭補償が必須であれば、補償目当ての株式取得を促すおそれがある[86]。

以上のような問題を回避する方法は、いくつか考えられる。ただし、それぞれ一長一短があるといえる。

第１の方法は、防衛策の設計を工夫することである。具体的にいえば、株主総会で防衛策の発動が決議されたとしても、買収者が防衛策の適法性について裁判で争うのであれば、新株予約権の割当日は、その裁判が係属する限り、取締役会の決議で延期することにし、裁判の決着がついた後、買収者がすみやかに公開買付けを撤回すれば、無償割当てを行わないようにすることである[87]。田中教授は、それでも買収者が公開買付けを続ける場合、金銭補償を伴わない新株予約権無償割当てをしても防衛策は違法ではないと主張する[88]。

たしかに、このような工夫をすれば、株主が防衛策に賛成した場合、最終的に公開買付けが撤回されるか、防衛策が実施されたとしても金銭補償は行われないだろう。金銭補償のない防衛策が実施された場合、裁判所は田中教授がいうような判断を示すのかどうかが注目される。

第２の方法は、①買収者が取締役選任の委任状勧誘をすることである。買収者が取締役会の支配を得ることができれば、防衛策は実施されないと考えられる。あるいは、田中教授が提案するように、②公開買付規制を整備した

86）　田中亘『会社法』678頁（東京大学出版会、2016年）参照。
87）　田中・前掲注（３）263-264頁参照。
88）　同上参照。

うえで、防衛策を禁止することである[89]。公開買付規制の整備とは、田中教授によれば、全部公開買付けが行われる場合、買付後に買収者が50％超に相当する対象会社の株式を所有する結果になるほどの応募がない限り、公開買付けを成立させないようにすることである[90]。公開買付けが成立したならば、買収者には、たとえば10日間公開買付けを延長する義務が課される。

買付後に取締役の選任決議を可決させることが可能になるほどの応募があったのであれば、買収が承認されたといえるので、②は①の方法のかわりになる。そこで、①と②を比べると、すでにⅡで述べたように、②の方法のほうが優れていると評価することが可能である。ただし、②の方法は、防衛策を禁止する立法や公開買付規制の改正を必要とするので、実現は容易ではないだろう。

第３の方法は、コーポレートガバナンス・コードの規定を具体化することである。同コードの補充原則１-５①は、「上場会社は、自社の株式が公開買付けに付された場合には、……株主が公開買付けに応じて株式を手放す権利を不当に妨げる措置を講じるべきではない」と規定する。この規定は、いささか抽象的である。そこで、本稿は以下のことをあらためて提案したい。

すなわち、買収者が、取得株式数に上限を設けず、買付後に買収者が３分の２以上の所有者になるほどの応募があることを買付けの条件にし、買付けが成立した場合は、買付価格と同額で残りの株主を締め出すこと、および買付期間を延長することを予告している場合に、対象会社の取締役会が防衛策をとることは、株主の株式売却機会を「不当に」妨げることになると考えられるので、このような場合に、取締役会は防衛策（株主総会に防衛策を付議することを含む）をとるべきではない[91]。

89）　同上435頁参照。
90）　同上418-422頁参照。
91）　拙稿・前掲注（４）45-46頁参照。

二　部分公開買付けの規制

買収者が部分公開買付けを行う場合も、全部公開買付けと同様の問題が生じる。すなわち、部分公開買付けに対する防衛策を実施するかどうかを株主に諮る場合、買収に反対の株主が防衛策に賛成すれば、防衛策が実施されてしまうかもしれない。

そこで、買収者が株主総会の開催を請求できるようにし[92]、①事前警告型防衛策が導入されていない場合、買収者の所有する株式の議決権を除く過半数の賛成があれば、株主総会で買収への賛成を決議できるようにするべきである。②防衛策が導入されている場合、買収者の所有する株式の議決権を除く過半数の賛成があれば、株主総会でただちに防衛策を廃止できるようにするべきである。

防衛策が廃止されたり、買収への賛成が勧告的にではあるが決議されたりした場合、敵対的買収者は、部分公開買付けで株式を取得することができるようになると考えられる。

田中教授は、友好的な部分公開買付けが行われる場合にも、規制を強化することを提案するが[93]、Ⅲで述べたように、規制の強化は必要ないと考える[94]。

三　株式買集めの規制

会社支配を得る、あるいは経営に重大な影響を及ぼすことを可能にするほどの量の株式の買集めに対しては、規制が必要だろう（Ⅳ参照）。

田中教授は、強制的公開買付規制の適用範囲を広げ、市場取得の場合も規

92）　買収者が株主総会の開催を請求した日を株主総会の基準日とする。

93）　田中・前掲注（３）414頁参照。

94）　黒沼教授は、強圧性に対処するために公開買付規制を改正することには、否定的である。黒沼悦郎「公開買付規制の理論問題と政策問題」江頭憲治郎編『株式会社法大系』542頁（有斐閣、2013年）参照。

制の対象にすることを提案する[95]。

著者は、取締役会の判断で事前警告型防衛策を導入できるようにすることを提案する[96]。防衛策の実施は、株主総会の判断に基づいて行われると予想されるので、導入は取締役会の判断でもよいのではないだろうか。取締役会の判断で防衛策を導入した場合、次の定時株主総会で導入について株主の承認を得ることを要求するべきである。

95）　田中・前掲注（3）411頁参照。田中教授がこのような提案をするのは、同教授が英国型の規制を志向しているからだろう。

96）　拙稿・前掲注（59）33頁参照。防衛策を導入する際には、株主総会決議に基づいて導入することが必須だとは理解されていない。企業価値研究会・前掲注（1）商事法務1838号55頁、セオドア・パラダイスほか「対話型アクティビスト対応の手法［下］」商事法務2059号40頁、42頁（2015年）参照。