

## 9. 買収防衛策

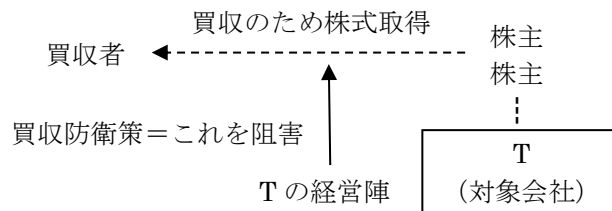
### 9-1. 敵対的買収と防衛策

#### (1) 敵対的買収

##### ① 買収による対象会社の経営陣交代

##### ② 敵対的買収の規律効果

#### (2) 買収防衛策



##### ① 対象会社の株主に時間・情報を確保

##### ② 買収の強圧性

#### **事例 9-a** 市場買付けの強圧性

A 会社は、従来 T 会社（上場会社）の株式を保有していなかったが、市場を通じて 2 か月で T 会社株式の 30% を買い集め、さらに T 会社株式を買い進めている。A 会社は T 会社の支配権を取得するために株式を買い集めていると公表しているが、支配権を取得した後で、残存株主のキャッシュ・アウトをするかどうか、また、具体的にどのような経営方針を採るのかといったことは公表していない。A 会社は、過去にも S 会社（上場会社）を買収して、その利益を吸い上げるような経営をし、結果的に S 会社の価値を大きく低下させたことがある。

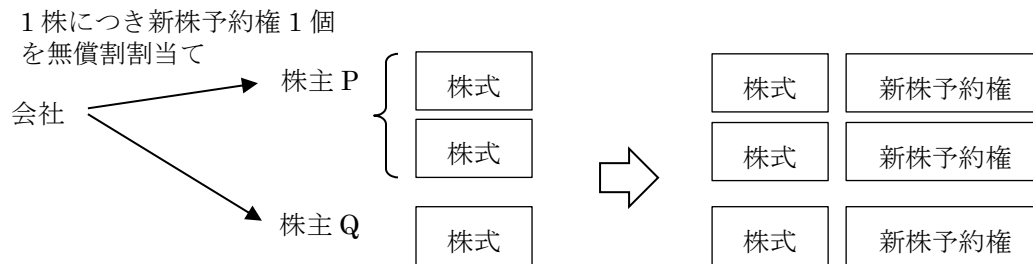
9-2.防衛策としてとられる措置

(1)株式の発行（第三者割当増資）（7-3(3)）

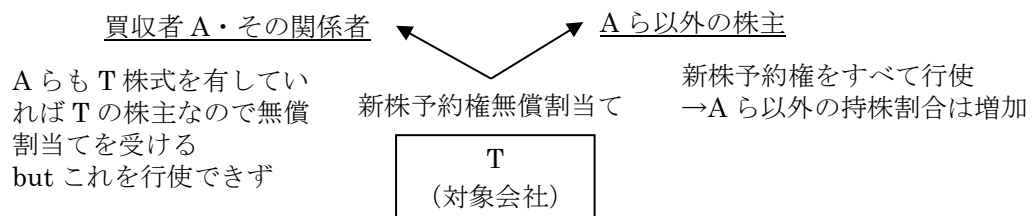
(2)新株予約権（会社2④）の発行

(3)差別的行使条件付新株予約権の無償割当て

新株予約権の無償割当て（会社277）（「会社法Ⅱ」）



差別的行使条件＝「買収者またはその関係者は行使できない」



(4)事前警告型買収防衛策

- ①買収者が対象会社の株式の一定割合（20%など）を取得すれば、対象会社取締役会から買収者に、それ以上株式を取得しないことと、情報の提供等を求める
  
- ②買収者がこれを守らずにそのまま公開買付けを開始するなどすれば、無償割当てを実行（対抗措置の発動）

\* 平時導入（具体的な買収者が現れる前）と有事導入（具体的な買収者が現れた後）

9-3.防衛策をめぐる裁判例

(1)ニッポン放送事件

**事例 9-b** ニッポン放送事件 [テキスト Case9-3 を一部変更]

X 会社は、Y 会社の買収を目指して、同社の発行済株式総数の約 3 分の 1 を市場で買い集め、さらに買い増しを進めていた。これに対抗して、Y 会社の取締役会は、同一の企業グループに属する A 会社に対して大量の新株予約権を発行することを決議した。この新株予約権は、A 会社がすべて行使すれば、Y 会社の議決権の過半数を獲得するほどの規模であった。X 会社は、この発行が著しく不公正な方法によるもの（不公正発行）であるとして差止めを求めた（会社 247②）。Y 会社の取締役会は、X 会社による買収は Y 会社の企業価値を毀損するものである一方、Y 会社が A 会社を買収されれば Y 会社の企業価値は高まるため、この発行は不公正発行ではないと主張した。

新株予約権の発行の差止め（会社 247）——不公正発行（同②）

## 東京高決平 17・3・23 判時 1899-56

「誰を経営者としてどのような事業構成の方針で会社を経営させるかは、株主総会における取締役選任を通じて株主が資本多数決によって決すべき問題というべきである。したがって、現経営者が自己の信じる事業構成の方針を維持するために、株主構成を変更すること自体を主要な目的として新株等を発行することは原則として許されないというべきである。

一般論としても、取締役自身の地位の変動がかかわる支配権争奪の局面において、果たして取締役がどこまで公平な判断をすることができるのか疑問であるし、会社の利益に沿うか否かの判断自体は、短期的判断のみならず、経済、社会、文化、技術の変化や発展を踏まえた中長期的展望の下に判断しなければならない場合も多く、結局、株主や株式市場の事業経営上の判断や評価にゆだねるべき筋合いのものである。」

「現に経営支配権争いが生じている場面において、経営支配権の維持・確保を目的とした新株予約権の発行がされた場合には、原則として、不公正な発行として差止請求が認められるべきであるが、株主全体の利益保護の観点から当該新株予約権発行を正当化する特段の事情があること、具体的には、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを会社が疎明、立証した場合には、会社の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような新株予約権の発行を差し止めることはできない。」

「[Y 会社] が…… [X 会社] の経営支配下あるいはその企業グループとして経営された場合の企業価値と…… [A 会社] の子会社として……経営された場合の企業価値との比較検討は、……結局、株主や株式取引市場の事業経営上の判断や評価にゆだねざるを得ない事柄である。そうすると、それらの判断要素は、……司法手続の中で裁判所が判断するのに適しないものであり、上記のような事業経営判断にかかわる要素を、本件新株予約権の発行の適否の判断において取り込むことは相当でない。」

裁判所の判断：

①主要目的ルール (9-2(1))の方法が採られた場合と同様。7-3(3))

②買収者が対象会社の支配権を取得すれば回復しがたい損害をもたらす事情

③前記②の事情は容易にはみとめられず

決定の示す一般的な考え方

## (2)ブルドックソース事件

**事例 9-c** ブルドックソース事件

投資ファンド X は、Y 会社の発行済株式全部を取得するため公開買付けを開始した。これに対して、Y 会社の取締役会は、新株予約権の無償割当て（会社 277）を株主総会の特別決議事項とする定款変更議案と、これが可決されることを条件として次のような新株予約権の無償割当てをする議案を、株主総会に付議した。

(a) 「X とその関係者はこれを行使できない」という差別的行使条件を付した新株予約権の無償割当て（株主の持株 1 株あたり 3 個。行使価額は 1 株あたり 1 円）をする。

(b) Y の取締役会は、X とその関係者の有する新株予約権を、前記の X による公開買付けの価格を基準に設定した対価で取得することを決議することができる。

株主総会では、取締役会の提出した議案が、議決権総数の約 83% の賛成によって可決された。

X は、この無償割当ては株主平等の原則（会社 109 I）に違反し、また、著しく不公正な方法によるものであるとして、無償割当ての差止め（会社 247 類推）を求めた。

## 定款変更がされた理由（会社 278Ⅲ）

## 新株予約権無償割当ての差止め（会社 247 類推）

**最決平 19・8・7 民集 61-5-2215**

「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展が阻害されるおそれが生ずるなど、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることとなるような場合には、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、これを直ちに同 [株主平等の] 原則の趣旨に反するものということとはできない。そして、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることとなるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在しなかったり、虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである。

……本件総会において、本件議案は、議決権総数の約 83.4% の賛成を得て可決されたのであるから、[X] 関係者以外のほとんどの既存株主が、[X] による経営支配権の取得が [Y] の企業価値をき損し、[Y] の利益ひいては株主の共同の利益を害することになると判断したものであることができる。そして、本件総会の手続に適正を欠く点があったとはいえ、また、上記判断は、[X] 関係者において、発行済株式のすべてを取得することを目的としているにもかかわらず、[Y] の経営を行う予定はないとして経営支配権取得後の経営方針を明示せず、投下資本の回収方針についても明らかにしなかったことなどによるものであることがうかがわれるのであるから、当該判断に、その正当性を失わせるような重大な瑕疵は認められない。」

「[X] 関係者は、本件新株予約権に本件行使条件及び本件取得条項が付されていることにより、当該予約権を行使することも、取得の対価として株式の交付を受けることもできず、その持株比率が大幅に低下することにはなる。しかし、本件新株予約権無償割当ては、…… [X] 関係者も意見を述べる機会があった本件総会における議論を経て、…… [X] 関係者以外のほとんどの既存株主が、…… [X] による経営支配権の取得に伴う [Y 会社] の企業価値のき損を防ぐために必要な措置として是認したものである。さらに、…… [X] 関係者は、本件取得条項に基づき…… [X] 関係者の有する本件新株予約権の取得が実行されることにより、その対価として金員の交付を受けることができ……るところ、上記対価は、……本件新株予約権の価値に見合うものといえる。これらの事実にかんがみると、…… [X] 関係者が受ける上記の影響を考慮しても、本件新株予約権無償割当てが、衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められない。」

→この無償割当ては (ア) Y 会社による株主平等原則 (会社 109 I) 違反?

(イ) 著しく不公正な方法によるもの?

裁判所の判断:

①ある株主 (買収者) が支配権を取得すれば対象会社・その株主の利益が害される場合に、これを防止するために買収者を差別的に取り扱うことは許される (必要性の要件)

→①' 上記①の場合にあたるかどうか=対象会社の株主の判断を尊重

②そのような差別的な取扱いが相当性を欠く場合は別 (相当性の要件)

→事例では

最高裁の判断の問題点 (相当性を充たすために金員の交付は必須?)

## (3)東京機械製作所事件

事件	結果
日邦産業事件（名古屋高決令 3・4・22 資料版商事法務 446-130）	差止め×
日本アジアグループ事件（東京高決令 3・4・23 資料版商事法務 446-154）	差止め○
富士興産事件（東京高決令 3・8・10 金判 1630-16）	差止め×
東京機械製作所事件（東京高決令 3・11・9 金判 1641-10）	差止め×
三ツ星事件（大阪高決令 4・7・21 資料版商事法務 461-153）	差止め○

**事例 9-d** 東京機械製作所事件

投資ファンド X は、市場取引によって 2 か月で Y 会社の株式の 32% を買い集めた。これに対して、Y 会社の取締役会は、次のような買収防衛策の導入を決議した。

- (a) Y 会社の株式の大規模買付者（議決権割合が 20% 以上になることを目的とする買付けをする者）は、Y 会社の取締役会の求める情報を提供しなければならない。
- (b) 大規模買付者が (a) の手続を遵守しない場合には、Y 会社の取締役会は、差別的行使条件を付した新株予約権の無償割当て（本件対抗措置）をすることができる。
- (c) 大規模買付者が今後 Y 会社の株式の 32% を超えて取得しないことを誓約する場合、本件対抗措置は実行されない。

X が (a) の手続を遵守せず、株式の買い集めを続けたため、Y 会社の取締役会は本件対抗措置をとることを決議した。また、その後に開催された Y 会社の臨時株主総会（株主意思確認総会）では、本件対抗措置について Y 会社の株主の意思が確認され（なお、そのような決議をすることは、会社法・Y 会社の定款では、株主総会の権限とはされていない）、X と Y 会社取締役を除く株主（利害関係のない株主）の議決権の過半数（MoM 要件）が賛成した。X は、本件対抗措置（無償割当て）が株主平等の原則に違反し、また、著しく不公正な方法によるものであるとして、無償割当ての差止めを求めた。

## 株主の意思確認

——勧告的決議（株主総会の権限〔会社 295 II〕に含まれない事項についての決議）

**東京高決令 3・11・9 金判 1641-10**

「特定の株主による会社の経営支配権取得の現実的可能性が生じ、それによって会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることになるような場合に、それを防止するために行われる新株予約権無償割当て等の措置については、利益侵害を受けるおそれのある株主が、株主総会において、会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることを防止するために新株予約権無償割当て等の措置をとる必要があると判断し、かつ、新株予約権無償割当て等の措置が相当である場合……には、当該新株予約権無償割当て等は、…「著しく不公正な方法」によるものではない……。」

「…… [X] らは、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることになるか否かという問題について、株主総会における株主自身の判断が尊重されるとしても、株主総会には、一株一議決権の原則（会社法 308 条 1 項）が適用され、MoM 要件によってされた本件株主意思確認総会における決議は、当該特定の株主以外の株主……によって判断されたものにすぎず、会社（全株主）としての判断であるとはいえない旨主張する。

しかし、本件株主意思確認総会は、…… [X] ら及びその関係者並びに…… [Y 会社] の取締役及びその関係者以外の、株式の売却の判断において強圧性が問題とされる株主において、適切な判断を下すための十分な情報と時間が確保できないことが…… [Y 会社] の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることになるか否か、また、本件対抗措置の発動の要否について、その意向を確認するためのものであり、そのような株主総会の性質及び目的に照らすと、…… [X] ら及びその関係者に議決権を行使させることは適切とはいえず、また、その当時の…… [X] らの持株比率が過半数に達していなかったことも踏まえると、MoM 要件によってする本件株主意思確認総会における株主意思の確認の手續が、一株一議決権の原則を定める会社法 308 条 1 項に反し許されないということはできない。」

①MoM 要件＝利害関係のない株主の多数決（マジョリティ・オブ・マイノリティ。8-3(2)）

→これによって株主が対抗措置について承認したと考えてよいのはなぜ？

②X には金員は交付されず