

【別紙 2】

論文審査の結果の要旨

氏名 田中 亘

本論文は、わが国における、企業買収（敵対的買収）及びそれに対する防衛策について、現在のわが国の法制を分析・検討した上で、今後の適切な法規制のあり方を論じるものである。わが国の企業買収法制は、2000年以降、ニッポン放送事件やブルドックソース事件等の著名事件を契機に急速な展開を見せてきたが、企業買収法制の健全な発展は、理論的にも実務的にも重要な課題となっている。本論文は、ファイナンス理論等を縦横に駆使しつつ、わが国の企業買収法制の将来像について明快かつ斬新な構想を提示する意欲的な著作である。

本論文は全9章（第1章～第8章及び終章）からなる。

まず第1章「序論」では、本論文の検討対象である敵対的買収と防衛策をめぐる、わが国の法と実務の動向が説明される。1990年代以降における上場会社の株主構成の変化を背景として敵対的買収の脅威が増大したこと、それを受けて、2000年代以降に防衛策の実務が発展し防衛策の適法性に関する重要な裁判例も現れたことが明らかにされる。その上で、本論文の基本的な立場と構成が提示される。

第2章「敵対的買収に対する防衛策についての覚書」では、敵対的買収に対して対象会社の取締役会が防衛策を行使することを認めるべき根拠として従来の学説が挙げてきたいくつかの理由付けについて、詳細に検討し、効率性を判断基準にした場合に、買収防衛策を論理的に正当化しうるものがあるか否かについて考察する。まず公開買付けの強圧性の問題（株主が買収者の提示する条件に必ずしも満足しているわけではないものの、買収が成功した場合に少数株主として残ってしまうことを恐れて、公開買付けに応じてしまう傾向があるという問題）が取り上げられる。結論として、この問題は、株主が強圧性を受けない状況下で買収への賛否を表明できるようにするという限定的な目的での防衛策を正当化しうるものの、対象会社の取締役会が、独自の判断に基づき買収を阻止するために防衛策を用いることまでも正当化するものではないことを指摘する。次に、対象会社の株主が情報不足によって誤った判断をしてしまう問題や、対象会社に企業特殊的な投資をしたステークホルダーの利益が無視される結果、企業価値が損なわれるといった事情は、理論的には防衛策の正当化事由となり得ることを指摘しつつも、それらを理由とした防衛策の行使を許容することについては、慎重な見方を示す。最後に、「会社支配の問題は株主自身に決定させるべきである」という考え方、そして防衛策について事前に株主の承認を得ることの意義およびその限界についても詳細な考察を加える。

第3章「買収防衛策の限界を巡って——ニッポン放送事件の法的検討」では、ニッポン

放送事件決定(東京高裁平成 17 年 3 月 23 日決定)について分析を行う。同事件は、対象会社の取締役会が、現経営陣に友好的な取引先に対する新株予約権の発行という形で敵対的買収に対抗した事案において、被選任者たる取締役には選任者たる株主を選ぶ権限はないという「機関の分配秩序」という考え方を採用し、支配権に関する争いが生じた後において、取締役会の判断によって支配権の維持・確保を目的として株式・新株予約権の発行をすることは原則として許されないとして、新株予約権の発行差止めを命じたものである。本章は、本件で敵対的買収者が行った市場買付けが強圧性を持っていた可能性を指摘しつつ、その問題は、本件でとられたような取締役会自身の判断により買収の実現を阻止するという内容の防衛策を正当化するものではないと論じる。そのうえで、敵対的買収のメリットおよび取締役会が支配権争いに介入することの問題点を考慮すると、本決定が採用する機関権限の分配秩序という考え方は、政策判断として支持できるものであることを理由に、本決定に賛同する見解を述べる。

第 4 章「デラウェア州の買収防衛法理——ニッポン放送事件に適用された場合」では、防衛策に関する日本法の議論に強い影響を与えている米国デラウェア州の判例法理について分析を行う。企業買収をめぐる同州の判例としては、「相当」な範囲で取締役会が防衛策を行使することを認めた **Unocal** 判決が著名であるが、同州では許容される防衛策の範囲を画する基準として、その他に **Revlon** 基準や **Blasius** 基準等といった重要な法理が存在していることも知られている。本章では、デラウェア州の買収防衛法理を詳細に検討した上で、仮にニッポン放送事件が同州の法によって裁かれたとしても、同事件における買収防衛策は違法とされ、新株予約権の発行の差止めが認められたであろうという分析を示す。

第 5 章「防衛策と判例の展開——ニッポン放送事件からの流れ」では、ニッポン放送事件後、ブルドックソース事件までの、防衛策に関する実務と法の流れを説明する。特に、ニッポン放送事件後に急速に普及した事前警告型防衛策について分析するとともに、ニレコ事件決定や日本技術開発事件決定といった、この間に防衛策の適法性について判断した下級審裁判例について検討を加える。

第 6 章「ブルドックソース事件の法的検討」では、防衛策に関する唯一の最高裁判例であるブルドックソース事件決定(最高裁平成 19 年 8 月 7 日決定)について論じる。この事件では、敵対的買収者による公開買付開始後、買収対象会社が株主総会決議に基づいて、買収者以外の株主だけが行使できるという内容の差別的行使条件が付された新株予約権の無償割当てを行ったものである。最高裁はこのような防衛策を適法とした。本章では、対象会社が、このような時期に防衛策を承認する株主総会の決議という形で株主の意思を問う意味がどこにあるのかを問い、それが、少なくとも理論上は、強圧性を持ちうる買収手法から株主を保護する機能を持ちえたことを明らかにする。他方、本決定が、買収者への補償がなされていることも理由として防衛策の適法性を認めたことは、補償目当ての株式買い集めを助長する可能性があることを指摘し、その問題を解決する方法についても検討を加えている。

第7章「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」では、経済産業省の企業価値研究会が平成20年6月に公表した報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」について検討する。とりわけ同報告書が、デラウェア州法を取り入れ日本法をそれに近づけようとする立場を顕著に打ち出していることを明らかにした上で、同州法とは異なる方向を日本法が採用する可能性も存することを指摘する。

第8章「買収防衛策イン・ザ・シャドー・オブ株式持合い——事例研究」では、事前警告型防衛策のような明示的な防衛策が脚光を浴びる中であって、株式持合いの慣行が「隠れた防衛策」としての重要性を依然として有していることを、ブルドックソースおよびアデランスホールディングスを巡る経営支配権争いの比較分析を通じて明らかにする。なお、本章は、本論文中唯一、経済学者との共著によるものである。

終章「買収防衛策から公開買付規制へ」では、本論文の考察のまとめとして、立法論を含めた提言を行う。ここではまず、防衛策の適法性の限界を判例により画そうとしてきた現行法のもとでは、許容される防衛策の範囲が不明確となり、買収者が防衛策の適否を争う手段が確立していないことと相俟って、敵対的買収を萎縮させる効果をもたらしているという問題点を指摘する。そのうえで、問題の抜本的な解決策として、公開買付規制の改正と防衛策の禁止を主な内容とする立法論を展開する。具体的には、英国の買収規制を参考に、市場買付けによる支配権取得を禁止し、部分公開買付けによる支配権取得については対象会社の株主の多数決による承認を要求し、また全株式を対象とする公開買付けについては、買付成立後の延長期間の設定を強制する。このようにして、買収対象会社の株主が強圧性を受けない状況で買収への賛否を判断できる体制を整えた上で、そのような買収に対して対象会社の取締役会が防衛策を行使することは禁止するという立法論を提案する。

以上が本論文の要旨である。

本論文には、以下の特徴及び長所が認められる。

まず第1に、本論文では、実定法の解釈論についても言及されてはいるが、むしろ政策論とそれに基づく立法論が丹念に展開されている。そしてその際に、実証研究を含む経済分析の成果を駆使して、政策論にかかる主張の適否を検討している。そしてこのこととも関連し、わが国の実定法学における博士論文に、これまでほぼ例外なく入っている比較法的考察に関する分析があまり見られない。第4章、第7章（米国デラウェア州法）や終章（英国法）では諸外国の法制について参照されてはいるものの、いくつかの国の法制を包括的に比較したものというよりは、あくまで個別のアイデアとの関係で参照点として適宜言及されているといった性格が強い。そして、諸外国で採用されているルールであることや、わが国の法制の沿革といった要素が、著者の立論の正当化に直接用いられることもない（たとえば第4章において取り上げられたデラウェア州法に対する著者の評価は、「支離滅裂」であり、日本法の解釈について具体的な帰結を引き出すことはできないとされてい

る)。このように、本論文では、実定法学における博士論文の伝統的な方法論とはかなり性格の異なる新しい作業が行われている点でオリジナリティがあると評価できる。しかも、そのような方法論によりつつ最終的に具体的で明快な立法提言が示されているという点で高く評価される。

第2に、本論文の記述の特徴として、個々の主張の論拠が極めて明確に示されており、どこまでが事実から論理必然的に導かれることで、どこからが見解の分かれる微妙な政策判断であるかといった点がはっきり分かるように書かれているという点が挙げられる。企業買収に関する議論では、論者の強い価値判断や、明示されない暗黙の前提に基づいて、強い規範的主張がなされることが少なくないが、本論文ではそういう要素は少ない。逆に、たとえば「買収の成否は株主の判断によるべきである」というような、多くの法律家の同意が容易に得られそうな命題についてすら、それを支える政策的な論拠が丹念に検討され、その適否が明示的に検討されている。本論文において著者が拠って立つ価値基準も明示されており（資源配分の効率性を基準とする）、それを前提にファイナンス理論（行動ファイナンス等の新しい知見を含む）や実証研究の成果を十分に咀嚼した上で、これらを縦横無尽に使いこなして政策判断の論拠の基礎付けとしている。このように自己の拠って立つ価値基準を明示すると同時に、論理的な基礎付けを厳密に示しながら議論を展開することは、逆に言えば、自らの主張を論理的・実証的な反証・反論を受けるリスクに曝していることを意味する。しばしば裸の価値判断のぶつかり合いあるいはすれ違いに終わってしまいがちな本論文が対象とする分野において、徹底した論理と実証に基づく学問的な議論を成立させる条件を厳しく課すものと評価できる。

第3に、本論文の最終的な結論である、買収防衛策から公開買付規制へという主張については、これまでも漠然とそういう方向を志向する論者はいなかったわけではない。しかし、従来の議論とは比較にならないような緻密な根拠付けに基づき、細部にわたる制度設計まで踏まえた立法論的提言を行ったことが、本論文の学界に対する最大の貢献である。近い将来、現実にこの方向で制度が構築されるとは限らないが、学問的な主張としては、本論文が将来長きにわたって必ず参照されることになるであろうことは疑いない。さらに、具体的な提言内容を超えてより一般的に、会社法・証券法の領域における機能的な理論の価値と実証研究の重要性を改めて日本の学界に認識させた点で、本論文が今後のわが国の実定法研究のあり方に与える影響の大きさも無視できない。

他方、本論文にも問題点がないわけではない。

第1に、本論文がこれまで個別の機会に発表されてきたいくつかの論文を母体に行っていることと関連し、たとえば各章がそれぞれ自己完結しており、その限りで論理明晰である反面、本論文全体として終章に向かって無駄なく記述が進んでいるとはいえない面がある。たとえばその一例として、株式持合いに関する第8章の論文全体の中での位置付けが挙げられる。前述した通り、同章は事例研究を通じて株式持合いの慣行が企業買収の文脈にお

いて今なお有する機能を明らかにするものであり、方法論的にも興味深く、そこで示される結論も学問的には重要な示唆を含んでいる。しかし、本論文の構造や最終的な主張との関係で、本章がどういう意味合いを持つのが分かりにくい。株式持合いが存在する状態では、本論文の提唱するような公開買付規制の改正を行ったとしても、企業買収が機能しないという問題は解消されないからである。もちろん、株式持合いの解消は難問であり、本論文がそれに対する解決策を提示できていないからといって強く批判されるべきではないし、著者が自己の示した立法論の限界を正直に告白しているという意味で良心的であるとすら言えるかもしれない。しかし、それまでの記述との連続性もなく、最終的な提言と結びついているわけでもない章が、終章の直前に置かれることには、ある種の唐突感があることは否めない。

次に、本論文では文献の引用がかなり絞り込まれている。企業買収の問題については、わが国の判例や金融商品取引法に関する解説類、さらには外国法制に関する紹介文献は数多く存在し、企業買収法制に関する立法的提言も少なくないが、本論文で引用されているものはそれらのごく一部に限られている。著者の問題意識に沿って、論旨を組み立て、その過程で論理的に必要なものに限って引用したからかもしれないが、その結果、本論文の読者にとって、わが国や諸外国における企業買収関係の従来 of 学問研究に関する情報が包括的に得られるということにはなっていない。

しかし、以上のような問題点は、先に述べた本論文の意義および長所を大きく損なうものではない。以上から、本論文は、その筆者が自立した研究者としての高度な研究能力を有することを示すものであることはもとより、学界の発展に大きく貢献する特に優秀な論文であり、博士（法学）の学位を授与するにふさわしいと判定する。