

## 敵対的企業買収の諸問題

### —企業買収対抗策と少数株主保護の重要性—

藤野元博

#### 目次

はじめに

#### 第1章 企業買収

##### 第1節 M&Aとは

###### (1) M&Aの利用態様

- ① 事業多角化型
- ② 本業拡大型
- ③ 流通経路支配型（販売一体型・垂直型）
- ④ 救済型（倒産回避型・事業承継者難等による廃業回避型）
- ⑤ 部門リストラ型・再建型

##### 第2節 企業買収の意義

###### (1) 友好的企業買収と敵対的企業買収

###### (2) M&Aの基本的手法

###### ① 友好的企業買収の手法

- 1, 合併
- 2, 営業譲渡
- 3, 株式取得（資本参加）
  - a, 対象企業の既存株主からの株式取得
  - b, 市場での株式買い集め
  - c, 株式公開買付〔TOB：Take Over Bid（英）、Tender Offer（米）〕
  - d, 第三者割当増資

###### ② 敵対的企業買収の手法

- 1, 株式取得
  - a, 市場での株式買い集め
  - b, 株式公開買付〔TOB：Take Over Bid（英）、Tender Offer（米）〕

## 2, 委任状合戦 (Proxy Contest・Proxy Fight)

### 第2章 敵対的企業買収とその対抗策

#### 第1節 わが国のM&Aとその現状

#### 第2節 M&A促進策と問題点

- (1) 三角合併
- (2) 現金合併

#### 第3節 敵対的企業買収の対抗・防衛策

- (1) 敵対的企業買収の現状と対抗・防衛策
- (2) わが国における近時の企業買収をめぐる争い
  - ① スティール・パートナーズ・ストラテジック・ファンドによる株式会社ソトー・ユシロ化学工業株式会社に対する株式公開買付に関する事件
  - ② UFJホールディングス・三菱東京フィナンシャル・グループと三井住友フィナンシャル・グループとの企業結合をめぐる事案
  - ③ ニッポン放送・フジテレビとライブドアの株式公開買付をめぐる事案

#### 第4節 敵対的企業買収と株主権

- (1) 問題の所在
- (2) 伝統的会社支配理論と株主の利益
- (3) 企業価値・株主共同利益のための企業買収防衛策

おわりに

註

主要参考文献

はじめに

近年、それまでの高度成長経済から低成長・成熟化経済に移行したに現代において、企業の成長・生き残りをかけて経営の合理化・競争力の強化や、企業倒産を防ぐことを目的として、企業買収が活発に行われるようになってきている。そして、経営環境に適合した企業の成長をなすためには、M&A (Merger & Acquisition: 合併と買収) は企業にとって重要な経営戦略の1つとなっている。

M&Aは主として、経営の効率化や企業の再編成などの目的で行われるが、企業再建の手段としても利用されており、その機能を発揮している。このようなM&Aは、対象会社の経営者との協議を得て、互いの意思の合致を得て行われるものである。友好的企業買収と呼ばれている。他方、対象企業の経営者の意思に反して行われる企業買収を、敵対的企業買収と呼んでいる。

最近わが国で発生した企業買収、企業買収防衛に絡んだ事件としては、ユシロ化学工業と株式会社ソトーの事件、UFJHD (UFJホールディング

ス)・三菱東京FG(三菱東京フィナンシャル・グループ)と三井住友FG(三井住友フィナンシャル・グループ)の事件、そして、ニッポン放送・フジテレビとライブドアの事件等が記憶に新しいだろう。

上記したM&Aに関する事件から色々見えてきた企業買収に関する法理の中で、本論文においては、M&Aにおける株主の権利、とりわけ少数株主の権利について、取り上げ検討していく。

企業のM&Aにおいて注目されるのは大株主だけであり、M&Aの成功・失敗にばかり経営者は注視するが、株式所有数の少ない少数株主たちは、M&Aの蚊帳の外に置かれているのが現実である。たしかに、資本多数決の原則からして、株式の所有数が株主の地位を決めるのであるから、このことは仕方が無いとしても、株主にとって大きな利害に関わるM&Aについて、少数株主とて株主には変わらないのであるから、この点に関しては見過ごすことができない非常に重要な問題であろう。

M&Aによって会社支配の変動が発生する。この会社支配の変動は、株主等のステークホルダーや社会的経済的には、非常に重要なことであるが、会社法の理論においてはそれ程重要なこととしては捉えられていないのである。

会社法は、株主こそが会社のオーナーであるとしていながら、M&Aによって重大な影響を受ける株主等のステークホルダーが、蚊帳の外に置かれていることには納得できない。

上記してきたような問題点について、これから検討していく。それによって、今、多発しているM&Aを株主等のステークホルダーにとっても、会社経営者にとっても有益なシステムとして、今後日本経済においてその機能を発揮してくれるものと考えている。

わが国では、かなり以前から「会社乗っ取り」と呼ばれる敵対的企業買収が行われており、M&Aについては、幾度も経験してきているのである。

## 第1章 企業買収

### 第1節 M&Aとは

M&Aは直訳すれば、英語のMergers & Acquisitions(合併・買収)の略語であるが、合併と買収はほとんど同じ意味で使われ、この場合において、合併と買収の区別はあまり問題とはならない。合併も買収の一形態とみて、単に企業買収という場合が多く、わが国でも「エム・アンド・エー」や「エム・エー」などと呼ばれている。

単純な合併・買収のみならず、一事業の統合や資本提携等も含めた競争戦略遂行上重要な企業戦略の選択肢の一つとなっている。

一般的に企業は、その固有の利潤追求や資本集中の要求から、常に企業自体の成長を目指す傾向がある。しかし、現代の企業を取り巻く経済的・経営的環境の急激な変化に対応するために、一企業がその人的または物的資源を有効に活用して、新技術や新製品の開発、新工場の建設、新しい市場の開拓、成長が見込める新規事業への参入による経営の多角化、等を行うことにはどうしても限界があり、また、新規事業参入には、未知の分野であるためリスクが大きくなる。さらに、既存の企業とのジョイント・ベンチャー方式においても、その出資比率や利益配当などの面倒な交渉が必要となり、非常に手間がかかってしまうことになる。

これに対して、企業の成長のための経営戦略として、既存の他の企業または、その一事業部門を買収することができれば、①新製品の開発や生産設備・販売拠点の新設等の必要がなくなり、新規事業分野への参入開始時間が短縮できること、②その開発や新設のための巨額の費用や資金を必要としないため、新規投資よりも投資リスクを節約することができること、③既存の経営陣・労働力・得意先・営業上の秘訣等もそのまま引き継ぐことができること、④既存企業の設備や販売力を利用することで、既存企業との摩擦を回避することができること、⑤海外への進出をする場合には、言語・風習および習慣等の相違を克服することができること、以上の点に関して企業買収には利点が認められる。

このように経営戦略展開のための一手法として企業買収が認められるようになったのは、20世紀初頭からであるといわれている。当時アメリカで

は、独占的な利潤を追求するため、同業種内の水平合併により、石油や鉄鋼の巨大企業が誕生して、第1次企業買収ブームが起こった。その後、1920年代には、生産・販売効率の向上を追求する垂直合併を中心とする第2次企業買収ブームが起こり、1960年代の後半から70年代にかけて、Conglomerate company（巨大複合企業）が全盛期を向かえ、異業種の企業と合併するConglomerate merger（コングロマリット合併、複合・混合合併）を中心とする第3次企業買収ブームが起こる。その後、1980年代初頭から第4次企業買収ブームが起こり、ここではRestructuring measure（事業・経営の再構築の手段・方策）として企業買収が利用され、さらに、投機対象として企業買収が行われるようになった。

わが国でも、戦前から企業買収は行われていたが、財閥グループを中心とするものであった。戦後も企業買収に関しては基本的には戦前と同じであったが、政府の誘導による企業救済型の企業買収が多く見られるようになっていった。もっとも、わが国では企業買収に関し「会社乗っ取り」と称され、罪悪視する社会的風潮が強かったため、従来、企業買収は経営戦略として公然と行われることはなかったのである。

わが国の「会社乗っ取り」は、古くは昭和30年代初めごろからおこなわれてきたが、昭和50年代終わりごろから平成の初めごろにかけてのバブル経済を背景として株式買占めが活発化した。

しかし、現在問題となっている敵対的企業買収と、以前からある「会社乗っ取り」とは形態が異なっている。「会社乗っ取り」の多くは、会社経営権を奪取して、会社経営を行うことを目的とするものではなく、市場を通じて株式を買占め、株価をつり上げた後、対象会社の関係者に高値で株を引き取らせることにより、多額のCapital gain（株式譲渡益・資産売却益）を得ようとするGreen mail（大量に企業の株を買い、その企業に高値で株を引き取るよう迫ること）なものであり、本来の意味での敵対的企業買収ということはいえなかった。

その後、アメリカでの第4次企業買収ブームを契機として、企業買収の国際化が進み、企業買収に関して以前からあった「会社乗っ取り」とか

「買占め」といった暗いイメージが薄れ、企業買収が新しい経営戦略の1つであるという認識が広がっていったのである。

#### (1) M&Aの利用態様

M&Aには、当事者企業の利用目的に応じて、①事業多角化型、②本業拡大型、③流通経路支配型（販売一体型・垂直型）、④救済型（倒産回避型・事業承継者難等による廃業回避型）、⑤部門リストラ型・再建型等に分類されている。以下で簡単に説明しておく。

##### ① 事業多角化型

事業を多角化するための手段として、全く異業種の企業をM&Aを利用して買収するものである。主力分野が成熟期には入り、これからの成長が期待できない場合や、主力分野の衰退に備えて、新規に有望事業の展開を図ることは、企業の経営戦略にとって非常に重要なことである。

しかし、事業を新たに展開するためには、多額の開発費用や事業化のための人材確保および相当な時間が必要となる。しかも、新規事業が不成功に終わってしまうというリスクは非常に高い。そうすると、すでにノウ・ハウや人材、商品の流通ルート等を備えている既存の企業を買収した方が簡単で、リスクも比較的少なくすることが出来る。M&Aの利用形態としては、このタイプが最も典型的なものとなる。

##### ② 本業拡大型

本業拡大型は、本業の周辺分野の企業を買収して、本業との相乗効果（シナジー効果）をあげるのがその目的である。アメリカなどでは、事業多角化型のM&Aの多くが結局失敗しているという体験や経験から、この本業拡大型M&Aが主流として行われている。

##### ③ 流通経路支配型

メーカーが販売会社を買収して、直販化するM&Aである。低成長時代に販売競争

で勝ち残るためには、消費者の需要を敏感に感知し、ただちに製品開発に生かすことが出来るシステムが絶対に必要である。メーカーが自社製品の販売を販売会社に任せていては、どうしても消費の動向を敏感に把握することができなかった。そこで、今まで販売を任せていた会社を、メーカーの直接傘下に置くことによって、メーカーがより消費者の需要に応えることが出来るようにしたのである。流通の流れの中でのM&Aであることから、垂直型M&Aとも呼ばれている。

#### ④ 救済型

上記した①、②、③の3つの型は、買収または支配権を取得する側から見た分類であったが、これから述べるものは、主として買収を求める側の需要がM&Aの動機となるものである。

救済型M&Aの主流は、経営難に陥った企業が倒産になるのを回避する目的で、買収してくれる企業を求めるものである。

もう1つは、主として中小企業の同族会社で、経営者が老齢化したにもかかわらず、その後を継承する者がおらず、そのままでは廃業せざるを得ないという場合に、同業他社などに事業を買い取ってもらう事例で、別名、廃業回避型とも呼ばれている。

#### ⑤ 部門リストラ型

救済型M&Aは、倒産ないし廃業の危機に陥った企業を健全な企業が救済のために買収するというもので、企業そのものを買収するという形になるのが通常の姿であるのに対し、部門リストラ型は、本体の営業は継続し、不採算部門だけを切り離したいという場合に、その不採算部門を他社が引き取るという形で行われるM&Aである。

## 第2節 企業買収の意義

そもそも企業買収とはについて考えるときはま

ず、企業買収を狭義と広義2つの視点から見ていく必要がある。狭義の意味における企業買収は、株式公開買付（Tender OfferまたはTake Over Bid：TOB）を意味し、広義の意味での企業買収は、①買収企業による対象企業との合併、②資産の譲受け、③対象企業の既存株主からの株式取得、④第三者割当増資による株式の取得等を含む広い概念で捉え見方があり、いわゆるM&Aは広義の意味における企業買収を意味している。

#### (1) 友好的企業買収と敵対的企業買収

企業買収は、その経済的機能の観点から、①買収企業が自己と同一の業種に属する他の企業を買収する「水平的買収（Horizontal acquisitions）」と、②買収会社の事業の前段階または後段階に属する事業を営む企業を買収する「垂直的買収（Vertical acquisitions）」、③買収企業の事業多角化のために異業種に属する他の会社を買収する「複合的買収（Conglomerate acquisitions）」の3つに分類することができる。

企業買収を法的に分類すると、まず、①合併がある。つまり、買収対象企業を吸収合併してしまう方法である。買収の方法としては、もっとも完全なものとなるが、買収対象企業に大きな負債があったり、巨額の債務を抱えていたりすると、買収企業がその債務やリスクを承継することになるので、資産や負債には慎重な調査を必要とし、それを合併比率に反映されることが重要である。②次に、営業譲渡がある。営業譲渡は、買収対象企業の対象事業部門の営業（その事業部門に属する資産・負債・契約関係・従業員等）を譲渡する方法で企業買収を行うことである。この営業譲渡に関しては、「営業」という概念に関して、長年議論されてきた。私はこの営業の意義に関して、ここで言われている営業とは、一定の営業目的の下に統合組織された、有機的・機能的一体としての財産であると考えており、上記した資産・負債・契約関係・従業員等の単なる集合物としての営業用財産だけを「営業」と称するのではなく、それらを一体として統合し、現実に生きた企業体と

して機能せしめる、経営や営業の組織や秘訣(ノウ・ハウ等も含む)、企業活動の全体に蓄積された客観的な沈殿物としての信用・暖簾・老舗・得意先関係・仕入先関係等々の、いわゆる財産的価値のある事実関係をも含めて営業譲渡によって譲渡されるべき「営業」であると考えている。③株式取得(資本参加)がある。つまり、第三者割当増資による新株発行または新株予約権の発行や、支配株主からの株式譲受け(既存株式の承継取得)、または、株式市場を通じての支配権取得にいたる大量の株式買い集めである(市場買付)。

この株式取得による企業買収は、支配権を獲得することができる数の株式を取得しなければならないが、株式取得による企業買収は、完全な支配を目的とするのではなく、業務提携成功を目的とした場合が多い。

上記の法律的な分類は、さらに、被買収企業の経営陣との交渉による合意に基づいて進められ、協議と交渉を経てなされる買収があり、これが通常の企業買収であり、「友好的企業買収(Friendly acquisitions)」または「友好的M&A」と、友好的企業買収とは全く異なり、被買収企業の経営陣との交渉や協議によらない一方的な企業買収を「敵対的企業買収(Hostile acquisitions・Hostile buy-out)」に分類している。

友好的企業買収は一般的に、合併・営業譲渡・第三者割当増資や既存株式の承継取得(既存株式の承継取得は、市場買付・公開買付・相対買付・株式交換)という方法で行われる。一方、敵対的企業買収は、株式の買占め(買い集め)と公開買付の方法で行われる。つまり敵対的企業買収は、議決権の多数支配のため必要な特定上場企業の株式を、株式市場や公開買付によって取得し、議決権の多数を支配することで、会社の経営支配権の奪取を目的としてなされる支配権をめぐる争いがある企業買収なのである。この経営支配権をめぐる争いは、敵対的企業買収者と現経営陣を支持する株主とによる会社の支配権争いである。敵対的企業買収による支配権争いは、既存の株主間の支配争いとは異なり、新しく

登場した企業買収者と現経営陣を支持する株主との争いである点において顕著な特徴が見られる。

## (2) M&Aの基本的手法

### ① 友好的企業買収の手法

#### 1, 合併

会社の合併には、新設合併〔当事会社が生きて解散して、同時に新会社が設立される合併(新設会社となる)(consolidation)〕と吸収合併〔当事会社の1つが生きて存続し(存続会社となる)、他の会社が解散して存続会社に吸収されるという合併(merger)〕の2通りの手法があるが、M&Aの場合、新設合併の方法は一般的にとられず、専ら吸収合併の手法がとられている。また、M&AのM(Merger)が意味する合併は、吸収合併である。

合併を経済的機能から分類すると、水平的買収の一形態である水平合併(Horizontal merger)、垂直的買収の一形態である垂直合併(Vertical merger)、複合的買収の一形態である混合(複合)合併(Conglomerate merger)があり、商法上、合併は各当事会社の株主総会による特別決議が必要とされているため、当然に友好的企業買収となる。

#### 2, 営業譲渡

営業譲渡とは、会社の組織化された有機的一体としての財産(営業)を譲渡することをいう。合併と経済的機能・手続の点では類似しているが、以下の点で違いがある。①合併は全財産(債務も含む)を包括継承するのに対して、営業譲渡は取引行為であり、受け入れる財産・債務を契約により選択することができることである。②合併の被合併会社は解散して消滅するが、営業譲渡の譲渡会社は営業全部を譲渡しても当然には解散せず、目

的事業を変更して存続することができ  
る。以上の点において合併とは異なっ  
ている。

営業譲渡とは、法的に見てみると、一  
定の営業目的野本に統合組織された、有  
機的・機能的一体としての財産の、包括  
的移転を目的とした債権契約をいうが、  
株式会社法的視点から見れば、これも会  
社の基礎的変更の1つであり、当然のこ  
とながら、会社の内部的意思形成手続で  
あり、よって、株主総会において特別決  
議を必要としている（商245条1項）。

営業または営業用財産の買収は、被買  
収企業との合意（契約）を必要とするか  
ら、営業譲渡は当然に友好的企業買収と  
なる。

営業譲渡における「営業」の概念に関  
しては、昔から議論があり、従来からの  
多数説は、「譲渡の対象たる営業とは、  
あくまで営業財産を意味する」と解され  
ている。しかし、そこで言われている営  
業財産とは、単に営業を構成する各個別  
財産の単なる総和が意味するものではな  
くて、上記「(1)友好的企業買収と敵対的  
企業買収」でも述べたように、一定の営  
業目的の下に統合組織された、有機的・  
機能的一体としての財産を言うものと解  
すべきである。

ここで言う一定の営業目的の下に統合  
組織された、有機的・機能的一体として  
の財産とは、営業を構成する個々の資  
産・負債・契約関係・従業員・その他諸  
権利等の単なる集合体としての営業用財  
産ではなくて、それらを一体として統合  
し、現実に生きた企業体として機能せし  
める、経営や営業の組織や秘訣（ノウ・  
ハウ等を含む）、企業活動の全体に蓄積  
された、客観的な沈殿物としての信用、  
暖簾、老舗、得意先関係、仕入先関係  
等々の、いわゆる財産的価値のある事実  
関係をも含むものと解される。<sup>(2)</sup>

わが国では、営業全部の譲渡の利用は  
少なく、被買収企業の支店・工場あるい

は、特定の事業部門といった営業の一部  
だけの譲渡を利用することが多くなって  
いる。また、営業譲渡は、会社の事業内  
容の再編成・再構築を目的として、一部  
門の分離・独立といった分社化・子会社  
化（会社分割）の方法として利用されて  
いる。

また、実例は少ないが、営業の賃貸借  
と経営の委任がKonzern（コンツェル  
ン・結合企業・企業統一連合体）傘下相  
互間の企業提携を強化するために利用さ  
れることがある。これらも、当事会社間  
の合意（契約）に基づくものであるから、  
友好的企業買収の含まれ、また、商法上、  
営業全部の賃貸借または経営の委任の場  
合には、賃貸会社または委任会社の株主  
総会の特別決議が必要とされる（商245  
条1項2号・343条）。

コンツェルンは、結合企業の形態の1  
つであり、他にはCartell（カルテル・  
企業連合）やTrust（トラスト・企業合  
同）と呼ばれる結合企業体がある。

まず、Cartellとは、競争制限によっ  
て、Cartell構成員の製品の市場を支配  
することを目的としてなされるものでは  
ない。よって、そのCartell構成員は、商  
品または一定の給付に関する生産または  
市場関係について、一定の拘束を受ける  
ことになる。しかし、その他の点につい  
ては、Cartell構成員の経済的地位は影  
響を受けることはない。一企業が、その  
異なった製品ごとに各別のCartellに所  
属することもできる。

次に、Trustについてであるが、Trust  
は様々な意味で用いられているが、ドイ  
ツにおいては通常、資本参加を基礎とす  
る結合体で、市場の可及的広大な支配を  
目的とするものであると解されている。<sup>(3)</sup>

最後にKonzernは、Konzern構成企業  
（コンツェルン企業）を一定の契約的拘  
束に服させるだけでなく、コンツェルン  
企業をほぼ完全に、経済的・財政的およ  
び組織的に、統一的指揮の下におくこと

を目的としてなされるものである。そして、Konzernにおいても、CartellやTrust同様、市場支配的傾向があることは言うまでもないことである。Konzernは、コンツェルン企業にその法的独立性<sup>(4)</sup>を維持させるが、その経済的独立性に関しては、より高次元の単一体であるため、その点に関しては放棄させている。

Cartellはまず外に、Konzernはまず内に向かう。「Cartellは市場を支配し、Konzernは財産を支配する<sup>(5)</sup>。」

この営業の賃貸借（Betriebspachtvertrag）とは、賃貸借契約によって賃借会社は、自己の名において賃借会社の営業を利用する権利を取得するというものである。これによって、コンツェルンの統一的指揮の法的基礎が生じることになる。

そして、コンツェルン契約としての経営の委任（Betriebsüberlassungsvertrag）の特色は、受任者が委任者とは独立して、自己のために自己の判断により行動する点である。委任契約は、委任会社の営業をKonzern編入することを内容としているので、そのことにおいては、コンツェルン契約としての賃貸借契約と差異はない。よって、経営委任契約においても、委任会社の少数株主（コンツェルン外株主）に配当保証がなされるのである。

上記してきた、契約コンツェルンと呼ばれている手法によっても、友好的企業買収が行われているのである。

### 3, 株式取得（資本参加）

株式取得は、合併とは異なり、被買収企業の経営・人事等の独立性が保つことが出来るので、企業の肥大化や人事・労務面においての無用な摩擦を避けることが出来るとともに、買収企業は、株主としての権利を通じて支配権を行使することができるという利点がある。最近では、この株式取得による企業買収手法が増加してきている。

取得する株式の割合は、買収目的により異なり、完全な買収を目的とするなら、被買収企業の発行済株式のすべてを取得する必要があるが、資金面の負担が大きくなる。経営支配権の掌握だけが目的ならば、発行済株式総数の過半数を取得すれば十分であるし、また、上場企業のように、株主が不特定多数にわたって存在しているような場合には、より小さい割合の株式取得でも、経営権を支配することが出来る。株式取得より、業務提携関係や取引関係を強固なものにすることが目的であるならば、格式取得割合はさらに小さくても良いことになるだろう。株式取得の手法には次のようなものがある。

#### a, 大株主からの株式の譲渡

買収企業が被買収企業の大株主との交渉うえ、その持株を譲り受ける手法である。手続面では、株式譲渡自体には株主総会除け次ぎを要しないので、合併や営業譲渡に比べると簡単である。また、基本的には株券の交付と、株主名簿の書換によって実行することが可能であるので、営業譲渡における個別の資産移転手続等、煩雑な手続を必要としないという利点がある。

債務やリスクの承継ということでは、営業譲渡のように特定された債務のみが承継されるのではなく、対象会社の負債や事業にともなうリスクもすべてが譲渡されることになる。

もちろん、株式譲渡であるから、株主の有限責任により、買い手がただちに対象会社の債務やリスクを引き受けることにはならない。しかし、対象会社に偶発的債務や薄外債務があれば、株式の評価額に影響が出ることになる。

また、とくに支配権の移転を伴うような買収の場合、買い手は買収後の対象会社の資金調達のために、信用供与

を行うことも少なくないので、買い手としては、買収に先立って、対象会社の資産・負債の状況、営業の状況、偶発債務・薄外債務等の有無について、十分な調査を行うことが必要となる。

さらに、買収に際して締結される契約で、売り手の責任範囲を明確に定めておくことが重要となってくる。

#### b, 市場での株式買い集め

公開されている会社の株式を、市場で買い集めることにより、企業を買収する手法である。この手法は、株式を短期間に市場で多量に買い集めるため、株価が高騰し、多額の資金が必要となってしまうことや、取得目標としている株式数を買集めつめることができるかどうか、その可能性において不透明であることから、友好的企業買収の手法として、市場での株式買い集めだけを単独で利用するケースは少ない。

#### c, 株式公開買付〔TOB：Take Over Bid（英）、Tender Offer（米）〕

株式公開買付は、会社の支配権の獲得を目的として、あらかじめ買付者は買付期間・買付数量・買付価格等を開示した上で、有価証券市場外において株式の買付を行うものである（証取27条の2第6項）。

わが国においては、1971年（昭和46年）の証券取引法改正により、株式公開買付制度が導入された（法4号）。この制度の導入は、証券取引法の目的に従い、流通市場における株主等の投資家保護を目的とするDisclosure system（開示・公開制度、ディスクロージャー制度）を充実させるために行われたのである「企業内容開示制度等の整備改善について」（昭和45年12月14日証券取引審議会報告書）。

その後、1990年（平成2年）に、公

開買付制度の全面的改正が行われた（法43号）。導入当時は、ほとんど使われることが無かった制度であったが、この時期から株高・金余り現象を背景とするM&Aが活性化し、株式市場において大量買い集めが増加してきたため、諸外国の制度との調和の観点から全面改正が行われたのである。この改正によって、大量保有報告制度が導入されることとなった（法42号）。この制度は、①上場会社等の株式等につき、発行済株式総数の5%超を保有する者は、5営業日以内に大量保有報告書を提出すること、②株券等保有割合が1%以上増減した場合、5営業日以内に変更報告書を提出すること、③大量保有報告書を大蔵大臣（現、財務大臣）に提出したときは、発行会社・証券取引所（店頭銘柄の場合は、証券業協会）に写しを送付すること、④共同保有者の保有分は合算して報告すること、⑤特例報告制度、⑥報告書の不提出や虚偽記載等につき、刑事罰が適用される。以上のような改正内容で大量保有に関する法制度が整備されたのである「株式等の大量の保有状況に関する開示制度の在り方について」（平成元年5月31日証券取引審議会報告書）。

1994年（平成6年）には、自己株式の取得規制を緩和する商法改正が行われたことにもなって、「自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について」（平成6年2月21日証券取引審議会報告書）が出され、自己株式公開買付制度が導入されることとなった（法70号）。この、自己株式公開買付制度は、平成9年（法55号・56号）、平成13年（法80号）、平成15年（法132号）に、自己株式取得規制緩和等にもなって改正された。

その後、平成15年から平成16年にかけて、株式公開買付による企業再編・買収が増加する中で、手続の迅速化・

簡素化、公開買付に要するコストの削減等、企業再編等を促進する観点から見直された（令116号・内閣府令28号、法97号・令354号・内閣府令91号）。

平成17年の改正では、株式公開買付制度の信頼性確保のための改正（法76号、公告53号）がなされている。

株式公開買付制度は、企業買収の手法として欧米では盛んに利用されているが、わが国では、会社の乗っ取りは罪悪であるという感情が社会的に強かったため、近年までほとんど利用されることはなかったのである。しかし、ここ数年、国内企業の海外企業による買収が増大し、これとともに株式公開買付は、国内企業の買収手法として次第に重要視されるようになってきている。

株式公開買付は、公示を通じて、株主全てに持株の売却を行う機会を与えるものである。そのため、自己株式取得が例外的に許される場合においては、会社が株主から株式を平等に買い付ける手法として、株式公開買付が利用される。つまり、会社が自己株式を買い受けるためには、定時株主総会の決議が必要となる（商210条1項）。自己株式の買受は、利益処分の性格を持っているので、定時株主総会の決議を必要とすると解されている。そこで、決議後最初の決算期に関する定時総会は終結するまでに買い受けることができる株式の種類・数量・取得価額の総数が決議される。買い受けの方法は、株主の平等を図る見地から、市場における取引（証券取引所での取引、店頭市場での取引）または株式公開買付で行われる（商210条8条）。

証券取引法では、これらの株式公開買付を「発行会社である会社による上場株券の公開買付」と位置づけて（第2章の2第2節）、従来の株式公開買付を「発行会社である会社以外の者に

よる株券等の公開買付」（第2章の2第1節）と改めて、前者と後者を区別している。

株式公開買付の対象は、不特定多数の者に対して、広告により株券その他の有価証券（証取令6条1項、以下株券等という）の買付の申し込みまたは売付の申し込みの勧誘を行い、取引所・有価証券市場外で株券等の買付を行うことであると定義されている（証取27条の2第6項）。

有価証券報告書を提出しなければならない会社の発行する株券等を有価証券市場外で買付を行う場合には、原則として公開買付によらなければならない（証取27条の2第1項）。但し、60日間に10名以下の者からの買付行為は、規制の対象外とされている（証取令7条4項）。もっとも、買付により株券の保有割合が3分の1を超えるときには、常に公開買付によらなければならない。また、買付の結果、発行済株式総数の5%未満の株券等を所有した場合には、公開買付規制の適用はない（証取27条の2第1項3号）。

有価証券報告書を提出しなければならない会社とは、①有価証券届出書を提出した会社、②証券取引所に上場されている有価証券を発行する会社、③日本証券業協会に店頭登録されている有価証券を発行する会社、④その他、過去5年間において、事業年度末日時の株主数が500人以上になったことがある有価証券を発行する会社、以上に当てはまる会社である（証取24条1項）。

このように、有価証券報告書提出会社の株券等に規制の対象がおかれているのは、公開買付制度が流通市場でのDisclosure systemの一環であるからである。

ここで、株式公開買付に関する開示規制について少し見ていく。まず、公

公開買付の目的、買付価格、株券等の買付予定数、買付期間等を時事に関する事項を記載する日刊新聞紙に公示しなければならないとされている（証取27条の3第1項）。公開買付者は、この公示を行った日に、買付条件、買付目的等、証券取引法27条の3第2項にあげられている内容を記載した書類および内閣府令で定める添付書類（これらの書類を「公開買付届出書」という）を、内閣総理大臣に提出しなければならない（証取27条の3第2項）。公開買付者は、公開買付届出書を提出した後、ただちに当該届出書の写しを公開買い付けされる株券等の発行者（公開買付対象者）に送付しなければならないとともに、その写しを上場会社の場合には証券取引所へ、店頭登録会社の場合には証券業協会に送付しなければならない（証取27条の3第4項）。

次に、公開買付取引に関する規制について見ていく。

公開買付の公告後、公開買付者は買付の勧誘を行うことが出来るが、実際の買付は、公告がなされた日から20日以上を過ぎてから行うことが可能である。さらに、この買付期間は公告後60日以内とされている（証取27条の2第2項、証取令8条）。株主から買付を行うためには、まず、公開買付届出書と同じ内容を記載した説明書（公開買付説明書）を交付しなければならない（証取27条の9）。これは、公開買付に応じるかどうかについて、直接株主自身が判断することが出来るように、十分な資料の提供を義務付けている。

また、公開買付対象会社の株主間の平等を確保するために以下のことが定められている。

- ① 公開買付の条件は均一でなければならない（証取27条の2第3項）。
- ② 買付予定数を超える株式の提供があった場合、公開買付者は有価証券

を提供した各投資者から按分比例で買付を行わなければならない（証取27条の13第5項）。

- ③ 公開買付者は公開買付の公告をなした日から、公開買付期間が終了する日までの間は、公開買付にかかる有価証券を公開買付によらない手法で買付をしてはならない（証取27条の5）。

また、発行会社による公開買付を行うことが出来る。会社が自己株式を買い受ける方法として公開買付が利用される。この場合は、発行会社以外の者による公開買付の規制が基本的に準用されているが、発行会社が公開買付者であるから、対象会社等の意見表明報告書の提出（証取27条の10）は準用されておらず、対価は現金に限定される（証取27条の4は準用しない）。

他方、insider trading（インサイダー取引）を防止するため、公開買付で自己株式を取得しようとする会社に、未公表の重要事実が存在しているような場合には、公開買付届出書を提出する前に、その重要な事実を公表しなければならない（証取27条の22の3）。

以上のような手続によって株式公開買付が行われることになるのである。

公開買付制度は、会社支配権の移動を伴う取引等が行われる場合において、投資家に前もって情報開示を行うとともに、株主に平等に株式売却の機会が与えられることを義務付ける制度として、証券取引法において手続の整備が図られてきた制度である。

最近の企業合併・買収（M&A）をめぐる動きとこれに伴う会社法制や公開買付規制にかかる議論は、公開買付規制のあり方について、企業価値の最大化の観点から、再検討を行っておく必要がないかとの論点を提示している。企業価値の最大化は、株主の利益の最大化を通じて、証券市場において

取引される株式等の価値を高めていくものであり、証券市場の効率性を追求していく上で、極めて重要な要素となる。

さらに、M&Aに関する最近の動きは、公開買付における透明性、投資者間の公平性を今以上に確保しなければならないという論点をも提起している。公開買付手続において、買付者や対象会社等にどこまで情報の提供を求めていくのか、また、公開買付を利用したM&Aの一連の過程において、株主・投資者間の公平をどこまで追及していくのか等について今後しっかり検討していかなければならない。

以上を踏まえ、公開買付規制のあり方について、証券取引法と会社法の整合性にも留意しながら、検討していくべきである<sup>(6)</sup>。

株式公開買付には、買付の対価として現金を交付するcash tender offer（キャッシュ・テンダー・オファー）と、買付の対価として買付会社の有価証券を交付し、被買収会社の株券と交換するexchange tender offer（エクスチェンジ・テンダー・オファー）の2つに分類される。

#### d、第三者割当増資

株主以外の者に新株引受権を与えて行う新株の発行を第三者割当という。発行会社の縁故者に割り当てられることが多いため、「縁故者割当」とも呼ばれている。株主に新株を与えた場合でも、それが持株数に応じて与えているのなら、第三者割当となる。

第三者割当増資とは、現在株主であるかどうかを問わず、特定の株主や第三者に対してなされる、新株発行である。この、第三者割当の新株発行は、資金調達を目標とする通常の新株発行として行われるものである。そしてそれは、株主に対して新株引受権を与え

ない新株発行のうち、特定の者に新株を割り当てる手法である（商280条ノ2第2項）。

この手法は、支配権を獲得させるような規模での新株発行を行う場合から、資本提携のために少数株式の発行を行う場合まで様々な形で利用されている。

第三者割当増資は、合併や営業譲渡とは異なり、特に有利な発行価格による場合でなければ、取締役会の決議だけで行うことが出来るのである（商280条ノ2第1項、商特21条の7第3項）。しかし、その価額が特に第三者にとって有利なものであるときは、株主総会の特別決議が必要になる（商280条ノ2第2項）。

また、新株発行の方法が特に不公正でなければ、既存株主の持株比率（議決権比率）は考慮されることはない。

この手法は、既存の株主の持株比率に変動を起こして、企業の経営支配権が買収企業に移転することになるので、友好的企業買収の手法としては、合意の上で比較的多額の第三者割当を行うことによって、その割当を受けた企業の経営支配力を強化することを目的としてなされる場合や、被買収企業のオーナー等大株主からの株式譲渡が第三者割当増資後になされることを前提として行われる場合に利用される手法である。

第三者割当増資については、発行価額の公正性が問題となる事例が多い。特に、株式の買い占めがなされ、それによって株価が高騰している場合に、第三者割当増資を行う価額が問題となる。判例は、高騰した価額といえども、公正な発行価額の算定基礎からは排除できないが、当該株式が市場において極めて異常な程度まで投機の対象とされ、その市場価格が企業の客観的価値よりもはるかに高騰し、それが株式市

場における一時的現象にとどまる場合には、市場価格を公正な発行価額の算定基礎から排除することが出来るとしている<sup>(7)</sup>。なお、日本証券業協会は、自主ルールを制定している<sup>(8)</sup>。このルールによると、第三者割当による新株発行価額の基準として、「当該第三者割当増資についての取締役会決議の直前日の終値の90%、または、直前日を最終日としてこれにさかのぼる6ヶ月以内の任意の日を初日とする期間の終値の平均の90%」という価額が定められている。

## ② 敵対的企業買収の手法

敵対的企業買収の概念については、必ずしも明確なものはないが、従来から通俗的な用語として用いられてきた「会社の乗取り」のことである。それは、株式取得、議決権の代理行使のための委任状集め（委任状合戦）、その他の手法で、現経営陣の意思に反して、会社の支配権を奪取掌握する行為、つまり、経営者の意思なき支配権の変動であると理解されている<sup>(9)</sup>。そして、経営陣は取締役会と代表取締役がその地位を占めるものであるから、支配権の掌握とは、取締役会において多数派を占め、かつ、代表取締役を自派から選出することによって、会社経営の実権を握ることを意味している<sup>(10)</sup>。

敵対的企業買収という言葉の持っているイメージ等は良いものではないが、簡単に言うと、敵対的企業買収は、議決権の多数派を支配するために必要な特定上場企業の株式を、証券市場において取得または公開買付を行い、議決権の多数を支配する行為であり、経営支配権の奪取を目的として行われる争いなのである。ただ、既存の株主間の支配権争いとは違って、新たに登場した企業買収者と現経営者を支持する株主との争いであることに特質がある。

## 1. 株式取得

敵対的企業買収（非友好的企業買収）の場合には、被買収企業の経営陣等の合意を必要とする合併・営業譲渡・第三者割当増資等の手法を利用することは不可能である。したがって、敵対的企業買収は、株式取得によって行われることになる。

### a. 市場での株式買い集め

この手法よると、買収対象会社の知れることなく株式を取得することができ、ある程度の株式数を保有することによって、買収対象会社に対して合併・営業譲渡等の交渉の申込をなすことができ、友好的企業買収に移行するという選択肢もあり、交渉の段階に応じて目的・形態を変更することが出来るという利点がある手法である。しかし、この手法では、普通に証券市場で買収対象会社の株を買い集めるため、その会社の株価を高騰させてしまうことになり、買収に際して多額の資金が必要になってしまうという欠点もある手法である。

### b. 株式公開買付〔TOB：Take Over Bid（英）、Tender Offer（米）〕

上記友好的企業買収のところでも少し述べたが、株式公開買付とは、不特定多数の株主に対して、買付価格、買付期間、買付条件等を記載した公告により、株券等の買付の申込または、売りつけの申込の勧誘を行い、証券市場外で株券等の買付等することである（証取27条の2第6項）。

公開買付に応じた株主に対して支払われる対価は、現金で支払われるのが原則であるが（cash tender offer）、有価証券と交換という形態のものもある（exchange tender offer）。発行会社による公開買付については、対価は現金に限られている。

平成13年6月の商法改正前は、①株式消却の目的で自己株式を取得するとき、②合併・他の会社の営業全部の譲受けによるとき、③会社の権利の実行にあたり、その目的を達成するため必要なとき、④株主の株式買取請求に応じて株式の買取をするとき、以上の場合に限り、公開買付をすることが許されていたが（改正前商法210条）、現行商法においては、自己株式の取得に関してその目的等を制限されないことから、会社は目的を問わず自己株式を公開買付という方法で取得することができる。

発行会社による公開買付が認められるようになり、敵対的公開買付に対して会社は対抗的公開買付を行うことができるようになった。そこで、敵対的効公開買付をかけられた会社が、第三者を用いた対抗的公開買付を行うだけでなく、自ら対抗的公開買付を行うことができるから、今後、公開買付合戦が行われることも十分予期しうることになる。

公開買付制度は、資本の自由化や経済の国際化が進むに伴い、これから公開買付制度が盛んに使われるとの予測の下に、昭和46年の証券取引法改正により導入されたものである。しかし当時、公開買付を行うためには、10日以前に届出をしなければならなかったり、届出の効力を生ずるまでは公開買付を行うことは許されていなかったため、秘密保持の問題等があり、実際には利用しにくい制度であった。

そのため、制度が導入されて平成2年に改正されるまでの20年間、ベンディックス社（米）、沖縄電力、オリックスによる3件しかなく、しかも、この3件は友好的企業買収で行われたものであった。それは、株主の把握すら大変なのに、20日以上30日以内という短期間の買付期間（旧証取施行令13条

2項）によって、公開買付をするのは至難の業であったことに加えて、届出後10日を待たなければ届出の効力が発生しないので、機密を保持し情報漏れを防ぐことが非常に困難であり、もし、情報が漏れてしまったら、株価が高騰して予定の価格で買えなくなるという買付会社が大きなリスクを背負い込むことになるのが原因であるとされた。<sup>(11)</sup>

そこで、平成2年に全面的な改正がなされ、公開買付期間が20日以上60日以内へと延長され、最短20日、最長で60日ということになった（証取施行令8条1項）。さらに、平成6年改正によって、発行会社による公開買付も認められるようになった。

従来、わが国で公開買付制度が利用されなかった実質的理由として、公開買付をしても株式持合いにより、株主の安定化が進んでいるので、株式を集めることができず、企業のイメージダウンになる危険があること、株価が急騰し公開買付が失敗してしまうこと、買取先の従業員や取引先の強烈な反発を受けてしまうこと、等があげられている。

このように、流通している株式数が少なく、情報漏洩の危険性があり、制度に対する信頼性が乏しいばかりか、一般的に、公開買付は敵対的企業買収のために利用する手段との認識が浸透しており、公開買付制度に対する理解が十分行き渡っていないことが、公開買付制度が利用されなかった要因としてあげられている。<sup>(12)</sup>

しかし、近年では公開買付は活発化している。しかも、最近では、公開買付の目的も、従来の子会社化または関連会社化目的の公開買付というような単純なものではなく、複雑化する傾向にある。たとえば、単発的に公開買付を行うのではなく、持株会社化、株式交換・移転、会社分割、などの制度を併

合的に利用することを企図し、公開買付を、企業再編のための技術的手段として利用することが考えられている<sup>(13)</sup>。

上記したように、公開買付制度が導入されて20年間、わが国において、公開買付が敵対的企業買収に利用された例は一件も無かった。一方、アメリカでも、敵対的企業買収が経営戦略として利用されるようになったのは、約30年ぐらい前からであるが、アメリカにおいて敵対的企業買収は現在盛んに行われている。そこでは、raider（買占め屋）が買い集めた株式を公開買付による企業買収の取り止めと引換に高く買い取らせるgreen mail（グリーン・メール）〔このような会社乗っ取り屋のことをgreen mailer（グリーン・メーカー）という〕や、買収対象会社の取締役会に対して、一定条件を示して株式の買収を書面で申込をし、受け入れられなければ公開買付に移行すると迫る（green mailerに株を渡すなどと脅しをかける）というような、株式公開買付制度が脅し的手段として利用されている。

## 2. 委任状合戦（Proxy Contest・Proxy Fight）

会社支配権の争奪（contests for corporate control）に関して、株式の買い集めという基本的手法の他に、従来の手法である議決権拘束契約、議決権信託、議決権の代理行使という手法がある。これらはいずれも、他人の議決権を利用して支配権を確保または争奪する方法であるが、このなかで、特に議決権の代理行使が最も重要であり、そのための委任状合戦が行われることが多い。これは、自ら所有する株式の議決権だけでは足りないことから、議決権の多数支配のために他人の議決権を利用するという形態で行われる。

経営権の争奪は、議決権の多数確保をめぐる争いである。それは、株式の買付によってなされる。株式を買い集めたが、経営支配権を取得するまでに至らなかった場合、他の株主の議決権に頼るしかない。そこで、自分たちと意見や考えを同じくする株主の議決権を利用するのだが、そのためには、委任状の勧誘による委任状集めを行わなければならない。また、他の株主の十分な賛成が得られる経営戦略を示して、自分たちの側から取締役を出すために、株主総会で提案権（商232条ノ2第1・2項）を行使することもある。このような場合に、委任状の勧誘のために、買収会社と買収対象会社との間で委任状合戦が行われることになる。そして、公開買付が盛んになっていく中で、最近、green mailer達が委任状合戦を仕掛ける旨を発表し、これを脅しの一手段として使用されるようになってしまった。

会社側も委任状の勧誘を行うので、そこで激しい委任状合戦がくり広げられることになる。現経営者は、会社に対して敵対的企業買収がなされた場合には、自己を支持する株主を求めて委任状集めをする。そして、委任状集めに成功することは、敵対的企業買収に勝利するための重要な手法なのである。近時の委任状をめぐる争いとして、東京スタイル事件<sup>(14)</sup>がある。

議決権は代理人をもって行使することが出来るが、そのためには、代理権を証する書面（委任状）を会社に提出しなければならないが、しかも、それは総会ごとに別々にしなければならないことになっている（商239条2・4項）。

会社は委任状を勧誘する義務はない。しかし、委任状の勧誘を行う場合は、勧誘は会社のためになされるものであり、会社経営者の利益のためになされてはならない。しかし、現実では会社の利益のためと、会社経営者の利益のためとは一

体となっており、特に経営者の利益のためになされることが顕著でなければ違法とする必要はない。この点において委任状の勧誘は、企業買収側より会社経営者側が優位になっているといえるだろう。

そもそも委任状の勧誘は、株主に議決権の代理行使の機会を与えるものであるが、会社は株主総会における定足数を確保するため、勧誘を受けない株主も自ら議決権の行使が行えること、独自で代理行使をすることが認められているのだから、株主全員に対して勧誘する必要はないなどという、会社の必要により委任状の勧誘があるという考え方があるが、それは株主として最も重要な権利である議決権を、諸事情で放棄しなければならない状況にある株主を救済し、会社のため、株主のため、会社に関係する多くの人々のために株主権をしっかりと行使できる環境を構築すべく、この委任状の代理行使規定が定められているのである。

敵対的企業買収者の、委任状の勧誘を行うことが出来る。しかし、会社が行う場合と異なり、株主名簿を閲覧するなどして、株主名などの情報を入手しなければならぬばかりか、会社による勧誘と違って勧誘に関する費用は自弁でなければならないのである。

会社支配権をめぐる、現経営者と敵対的企業買収者との間で委任状合戦が行われている場合に、企業買収者が自己の資金を使って勧誘するのに対して、会社経営者が行う委任状の勧誘費用は全て会社が負担することになる。これは、会社の資金を使って自己の支配権を維持しようとするので、とても不公平である。そこで、委任状の勧誘に関して会社経営者の支配権維持が目的とされている限り、会社資金の不当使用という取締役の責任問題が生ずることになる。<sup>(15)</sup>

反経営者側の株主または敵対的企業買収者による勧誘は、会社が作成した委任状用紙によって行うことは出来ない。そ

こで、会社所定の用紙を使用しない私製の用紙による委任状であっても、印影照合等によって株主が作成したものであることを認められる場合は有効となる。会社は、印影照合等により、真偽を確認することなく受け取ることを拒否できないとされている。

現経営者・敵対的企業買収者のどちらが委任状合戦に勝利するかは、経営権の争奪戦に重大な影響を与えることになるが、証券取引法は、上場企業における委任状の勧誘については、公正を図るため勧誘者が、会社またはその役員であろうとそれ以外の者であろうと、勧誘は被勧誘者に対して、法定の事項を記載した参考書類を提供して行われなければならない（証取194条、委任状規1条・9条）。また、委任状用紙は、総会の目的事項の各項目について、被勧誘者が賛否を明記することができるものでなければならない<sup>(16)</sup>としている（委任状規3条）

## 第2章 敵対的企業買収とその対抗策

### 第1章 わが国のM&Aの現状

平成16年の日本企業同士のM&Aは、平成2年（1990年）の268件から1678件へと約6倍という大きな増加を示しているし、一方、対日M&Aは、平成2年の19件から207件へと約10倍に増加しており、過去最大を記録している。対日M&Aの件数は、日本企業同士のM&Aに比べて、8分の1程度に過ぎない。M&Aの形態では、買収・営業譲渡による手法が増加している。<sup>(17)</sup>

現行のわが国の法制度では、外国企業が国境を越えて日本の企業と合併することはできない。それは、まず第1に、商法325条の株式交換条項が、外国企業に対して認められていないからである。第2に、現在「三角合併」は、産業活力再生特別措置法（平成11年8月13日 法131号、以下「産業再生法」とする）が適用される場合以外は、認められていない

ことがあげられる。

現在外国企業は、既存の日本企業の子会社と合併する形で、特定の親会社の傘下に入ることができるだけなのである。

内閣府は平成15年12月に、M&A研究会を設置して上記問題について検討を重ね、平成16年9月に『わが国企業のM&Aの動向に向けて』<sup>(18)</sup>と題した研究報告書を公開した。この報告書の中で研究会は、わが国企業のM&Aの動向を分析し、M&Aの成功率の低さや敵対的企業買収に対する防衛策の遅れ等の課題を指摘しており、M&A促進策、敵対的企業買収防衛策、人材育成等に関して提言を行っている。特に、商法・会社法関係では、「会社法制の現代化」に関して、M&Aや敵対的企業買収、国際合併や国際株式交換等を念頭に置いた議論が不足していることが指摘されている<sup>(19)</sup>。

平成16年12月、法制審議会（会長：鳥居淳子成城大学教授）会社法（現代化関係）部会（部会長：江頭憲治郎東京大学教授）による「会社法制の現代化に関する要綱案」が公表された。その要綱案中の「第7組織再編行為関係」の「対価柔軟化」の項で、消滅会社の株主等に金銭その他の財産を交付することができるという一文が入れられた。その後、平成17年2月9日、法制審議会第144回総会において採決された、「会社法制の現代化に関する要綱」に基づいて、平成17年6月29日、第162回通常国会において、会社法制の現代化をその内容とする「会社法」（2005年法86号）が「会社法の施行に伴う関係法律等の整備等に関する法律」（2005年法87号）とともに成立した。

上記した「要綱案 第7組織再編行為関係」（「会社法」中では、第5編「組織変更、合併、会社分割、株式交換および移転」）は、成立した「会社法」の制定作業の中でもっぱら中心に議論されてきた。

現行商法においては、合併、会社分割、株式交換・移転において、消滅会社の株主、分割会社（または分割会社の株主）および、完全子会社となる会社の株主に対しては、それ

ぞれ、存続会社（または新設会社）、吸収合併（または新設合併）および完全親会社となる会社の株式を割り当てることが原則であり（商409条2号・410条2号・374条ノ17第2項2号・374条2項2号・353条2項2号・365条1項2号）、交付金を交付する場合であっても、株式の割当をなくすことはできないと通説は考えられている<sup>(21)</sup>。

一方、上記したが産業再生法では、上記商法の原則に例外を設け、認定事業者が認定計画に従って行う吸収合併、吸収分割および株式交換において、存続会社、承継会社および完全親会社となる会社が、新株発行に代えて金銭または他の株式会社の株式（譲渡制限会社の株式は除く）を消滅会社の株主、分割会社（または分割会社の株主）および、完全子会社となる会社の株主に交付することを認めていた（産業再生法12条の9第1項）。

企業再編における対価の柔軟化については、そもそも国内外から強い実務要望があり、(社)日本経済団体連合会が2003年（平成15年）10月21日に公表した「会社法改正への提言－企業国際競争力の確保、企業・株主等の選択の尊重－」において、企業再編における対価の柔軟化について「組織再編を円滑に進めるためには、その対価を柔軟化することが有効である。吸収合併、吸収分割及び株式交換の場合において、消滅会社等の株主に対して、存続会社等の株式などの財産を交付する、合併対価の柔軟化を認めるべきである<sup>(22)</sup>」とされている。

このことからわかるように、とりわけ日本経団連からの強い要望が示された結果として、法制審議会（現代化関係）部会においても審議事項として取り上げられ、会社法制の現代化における中心的な論点の1つとして見当が進められてきたものである<sup>(23)</sup>。

そして、新たに設立された「会社法」は、上記産業再生法の例外を拡充するとともに、その適用範囲を会社全般に広げられ、以下のように盛り込まれることとなったのである。

(1) 吸収合併、吸収分割または株式交換において、吸収合併消滅会社の社員、吸収分割

会社自身または株式交換完全子会社の株主に対して、吸収分割存続会社の株式若しくは持分、吸収分割承継会社の株式若しくは持分または株式交換完全親会社の株式若しくは持分を一切交付せず、これら以外の金銭その他の財産（社債、新株予約権および新株予約権付社債を含む）を交付することができる<sup>(24)</sup>。

- (2) 新設合併、新設分割または株式移転においては、新設合併消滅会社の社員、新設分割会社自身または株式移転完全子会社の株主に対して、新設合併設立会社の株式若しくは持分、新設分割設立会社の株式若しくは持分または、株式移転設立親会社の株式を交付するに際して、さらに、新設合併設立会社、新設分割設立会社または株式移転設立親会社の社債、新株予約権若しくは新株予約権付社債を交付することができる<sup>(25)</sup>。

## 第2節 M&A促進策と問題点

企業再編対価の柔軟化で、わが国でも親会社株式や金銭を対価としたM&Aが可能になった。以下では、そのようなM&A手法の必要性と問題点について検討する。なお、欧州と米国との間では、株式を対価とした買収が増加しているが、公開会社間で株式交換や合併を国定的に行う例は多くなく、むしろ、株式を対価とした公開買付や米国各州の会社法に従って、三角合併が利用されている。また、公開買付後、少数株主分（1人または数人で、一定割合の株式を所有することを要件として認められる株主権を有する株主）を買収するために、現金合併という手法も多用されている<sup>(26)</sup>。以下で、簡単に検討する。

### (1) 三角合併

三角合併とは、会社の合併等によって消滅する会社の株主に対して、存続または新設する会社の株式に代わって、所有する親会社の株式を交付する合併手法である。つまり、存続会社（乙）が、合併

により消滅する会社（丙）の株主に対して、（乙）の親会社である（甲）の株式を交付するということである。

現在は、非上場企業による上場企業の買収は、上場企業株主の株式取引の機会を奪うことになるという理由から、行うことは困難である。しかし、この三角合併ができるようになれば、外資系企業の日本法人のような非上場企業でも、親会社が本国で上場している場合には、その株式を割り当てれば良いので、国境を越えたM&Aが行いやすくなる<sup>(27)</sup>。

ただ、このたびの会社法制の現代化で可能となる三角合併の方式は、合併の対価として子会社である日本法人を通じて外国株の譲渡を認めるに過ぎないので、外国親会社との直接的な株式交換制度の導入は見送られている。これは、直接的は株式交換を認めている法制度が、諸外国に見当たらず、継続して議論が必要であるとされたためである。

さらに、産業再生法と同じ税制上の問題も起こることが指摘されている<sup>(28)</sup>。すなわち、産業再生法は三角合併を含めた合併対価の柔軟化を、商法の特例として認めている（産業再生法12条の9）。産業再生法による認定を受けた三角合併方式を使って、対日M&Aを行う場合には、組織再編税制上または非適格組織再編となる可能性があり（法人税法2条12の8）、譲渡益課税が生ずる。また、三角株式交換（上記の例で簡単に説明すると、（乙）が親会社（甲）の株式を利用した株式交換によって、（丙）を傘下に収めた後、（乙）と（丙）が合併する方式である）の場合でも、上記と同じ問題が発生する。

わが国では、国内企業の株式を100%保有するための持株会社の設立や、国内企業間の株式交換による合併や共同事業会社の設立、株式交換による完全子会社化等の取引形態は、日本企業の場合にのみ、課税繰り延べが認められている<sup>(29)</sup>。

この問題に対して、在日米国商工会議所 (American Chamber of Commerce in Japan : ACCJ) は、買収される企業の株主に対する譲渡益課税の繰り延べ措置がないために、産業再生法の使い勝手が悪いと指摘している<sup>(30)</sup>。また、合併の対価として日本に設立した子会社の株式を使う場合、その子会社に親会社株式または、大量の資金を投入して資本勘定を潤沢にする必要があるが、投入する資金や期間が不透明である点も問題となっている<sup>(31)</sup>。

## (2) 現金合併

現金合併とは、会社の合併等により消滅する会社の株主に対して、存続・新設される会社の株式に代えて、相当額の現金を払う合併方式である。

現行法制度上の企業再編では、消滅会社の株主、完全子会社となる会社の株主、分割会社やその株主に対しては、それぞれ、存続会社、完全親会社、承継会社、新設会社等の株式を交付する方法のみが認められている (商230条の8第6項)、しかし、対価としての株式の評価が困難であるばかりか、株式が金銭より価格が高いとは限らないこともありうる。しかも、非公開会社における株主構成を変えずに企業再編を行うことで、存続会社に対する影響力を維持したいという要請を満たし、外国企業が完全子会社である日本法人を用いた企業再編を容易に行えるようにするためには、株式交換のみならず、金銭その他の財産の交付による企業再編を認めていく必要があると思われる<sup>(32)</sup>。

現金合併を認められたとしても、対価の評価が困難であることには変わりなく、対価の価値や内容の適正性の確保が必要とされる。このため、合併の相乗効果で生じた利益をどのように分配するかについては議論がある。

## 第3節 敵対的企業買収の対抗・防衛策

### (1) 敵対的企業買収の現状と対抗・防衛策の検討

M&Aの流れが加速していくにつれ、敵対的企業買収に対する懸念と対抗・防衛策の議論が盛んになっている。上記したが、敵対的企業買収とは、一般に、経営陣の同意を得ることなく公開会社の支配権を取得しようとする行為とされており、海外においては今、急増している<sup>(33)</sup>。上記したが、敵対的企業買収は以下のように行われる。まず、株式取得による方法として、①市場での株式買占め、②株式公開買付 (TOB、Tender Offer) がある。そして、委任状合戦による手法、以上の3つの手法がある<sup>(34)</sup>。

わが国では、敵対的企業買収の事例は多くなかったが、2003年 (平成15年) の秋以降、スティール・パートナーズ・ストラテジック・ファンドによる株式会社ソトーとユシロ化学工業株式会社に対する株式公開買付が行われたことをきっかけに、敵対的企業買収に対する警戒感が高まってきた。しかし、究極の企業買収対抗・防衛策は、企業業績を上げて企業価値を高めることにより、買収を困難にすることである。しかしながら、個々の企業による努力だけでは、買収の防衛が困難である点は否めないだろう。

以下で、最近発生した企業買収に関する事件について見ていき、若干の検討をおこなう。

### (2) わが国における近時の企業買収をめぐる争い

#### ① スティール・パートナーズ・ストラテジック・ファンドによる株式会社ソトー・ユシロ化学工業株式会社に対する株式公開買付に関する事件

##### 1、事実の概要

この事案は、2003年 (平成15年) 12月19日、アメリカの投資ファンドであ

るスティール・パートナーズ・ストラテジック・ファンド（以下、SPJ）による株式会社ソトー（以下、ソトー）、あるいはユシロ化学工業株式会社（以下、ユシロ）に対する株式公開買付の対抗する形で、会社側のほうが配当予想修正を行い、増配を行った結果、その増配を期待する株主が株式の保有を継続して（また、株価も上昇して）、SPJの公開買付に応募しないという結果に終わり、買収に対する防衛が成功したというものである。ソトー・ユシロ両者に共通している防御策としては、大幅な増資を行うということであるが、ソトーに関しては、一般にwhite knight（ホワイト・ナイト）と呼ばれている友好的第三者による公開買付による対抗策も図っている。

## 2、ユシロ化学工業の対応とその結果

SPJの公開買付に対応して、ユシロ化学工業がとった対応策は、増資をすることであった。SPJの公開買付が1月26日を期限とする状況に対して、ユシロの定時株主総会の基準日は3月末日の状況であった。この公開買付に対して、ユシロ側は、配当予想修正を行い、当初10円台から一気に200円まで引き上げる大幅な増配を行ったのである。

その後、当然に3月末日の基準日まで株式を保有すれば、200円の配当が得られるため、SPJの株式買付価格が高かったとしても、その配当を得るために3月末日まで保有する株主が多いだろうという予想の下で行われた増配であった。

結果は、ユシロの目論見通り、ほとんど公開買付の応募はされることなく、買収防衛に成功したのである。

## 3、ソトーの対応とその結果

次に、ソトーの対応について見てい

く。ユシロと同様に公開買付がなされたのであるが、ソトー側のとった対応策は、まず、ユシロと同様に10円台の配当予想から200円へ修正するという増配を行った。ソトーは増配に加えて、経営陣がMIFVenturesと組んで公開買付を行い、その後、閉鎖会社へ移行するという計画、いわゆるMBO型going private（非公開化、非公開会社になる）という計画も含めて、公開買付を開始したのである。

その結果、ユシロと同様に、既存の投資家は、その配当を得るという目的の株主が多かったこともあり、SPJあるいはソトー経営陣側が行った公開買付には、ほとんど応募されなかったのである。この件についても、企業買収に対する一定の防衛に成功したといえるのではないだろうか。

## 4、この事案に関する問題点

この事案に関する問題点は、まず公開買付の時期と対応策の実効性という問題である。つまり、上記したように公開買付の期限が1月であることに対して、定時株主総会基準日が3月末日という状況であったことは、公開買付に応募する立場にある株主にとっては、1月の公開買付に応募して資金を得ることと、3月末日まで株式を保有してその時点で配当を受けてから、市場で売却等の処分をするという選択ができるという利点がある。また、この事案は、1月の公開買付に対して、3月末日までの2ヶ月しかなかったことにより、株主たちは公開買付に応募せず、3月末日まで待つことができたという点も非常に大きいことである。このことが逆に、つまり、公開買付が定時株主総会基準日の後に行われていたら、公開買付期限までまだ1年間ぐらいいあるというような状況であったなら、たとえ大幅な増配を行っても株主

を引き止めておくほどの効果はなく、おそらく、公開買付が成功していたのではないかと思われる。

さらに、再度の買収に対する問題であるが、この増配は、当然一部の株式を保有しているSPJにもなされることになる。そうすると、SPJがそもそも目論んでいたであろう資金を実際にSPJが取得することになる。今回の事案に関しては、SPJにどれだけの資金が流れ、どれだけそれが次の企業買収資金になるのかは、明らかではないが、仮にこのような買収防衛策を度々使用すると、買収を考えている企業が、すでに一部を保有している場合、ある程度株式取得が進んだ段階で、再度買収を仕掛けてくることも当然に考えることができる。

よって、増配による資金の流出という問題は、本来の買収の魅力を失わせてしまうことに加えて、買収者の資金を潤沢にしてしまう結果を発生し、また、仮に潤沢な資金があり、増配による買収対抗策を繰り返した場合には、会社の余剰資金がすべて配当に流れてしまい、必ずしも元の経営状態を維持できる買収防衛策であるということにはならないのである。結果として、買収者の目論見を一部成功させてしまうことにもなるのである。

## ②UFJホールディングス (UFJHD) ・三菱東京FG (フィナンシャル・グループ) と三井住友FG (フィナンシャル・グループ) との企業統合をめぐる事案

### 1、事実の概要

自主再建を目指していたUFJグループは、自前の資金を確保するためにUFJ信託銀行を売却する方針を固め、平成16年5月21日、買収金額の提示額が高かった住友信託銀行との間で、UFJ信託銀行の売却について独占交渉

権条項をとまなう基本合意に至った。これにより、UFJグループは、住友信託銀行から得る3千億円と外資からの3千億円の出資の約束をほぼ取り付けていたことから、これと引当金とを合わせて今期中の不良債権処理を果たす目処をつけることができた。ところが、その基本合意直後、UFJグループ経営陣の交代があり、続いて同年6月18日、金融庁により検査忌避行為などによる業務改善命令が出されたことから、外資は出資を取りやめ、それにより自主<sup>(35)</sup>再建路線のシナリオは崩れていった。

金融庁の業務改善命令により事態は一変し、計画に大きな狂いが生じたUFJグループは、自主再建を断念して、三菱東京FGとの経営統合へと方向転換したのであるが、三菱東京FGとの全面的な経営統合であるため、同年7月14日に、住友信託銀行との独占交渉権付の基本合意を一方的に白紙撤回し、住友信託銀行との交渉を拒絶するとともに、三菱東京FGとの間で経営統合について大筋で合意し、平成17年10月までの経営統合を目指したのである。<sup>(36)</sup>

これに対して住友信託銀行は、独占交渉権に基づき、第三者との交渉等差止仮処分を申請し、東京地裁の仮処分命令の発令と歩調を合わせるように、三井住友FGは、UFJHDに対して経営統合の申入れと統合比率等の提案をしたが、UFJHDが拒否したので、UFJHD株式に対して公開買付を仕掛けるとか、委任状集めをするとの観測がなされた。そこで、三菱東京FGとUFJHD側は対抗策を講じたが、それは持株会社と完全子会社という二重構造を利用して、公開買付の対象とならないUFJ銀行において三菱東京FGに対し拒否権条項付の種類株式を発行するというものであり、最大の利害関係者であるUFJHDの株主が完全に無視

され、新株発行の差止の余地もないなどの批判がなされ、多くの議論が盛んになされている。

それは、経営統合を前提とし、現象的には三菱東京FGによる友好的企業買収と、三井住友FGによる敵対的企業買収（UFJの経営陣の同意を取り付けていない）が交錯しているが、その実体は買収希望者であるメガバンク間の覇権をかけた争いであり、通常の敵対的企業買収と、それに対する防禦策というのとは大きく異なり、UFJグループの経営者が企業買収を拒否しているのではなく、買収者の選択の問題である。さらに、統合比率を示した三井住友FGの経営統合の申入れを無視し、三菱東京FGとの間で統合比率を合意しないままに経営統合を進めることが、株主の利益を考えたM&A取引といえるのかという問題がある。<sup>(37)</sup>

## 2、本事案に関する問題点

### ①持株会社の特殊性

UFJHDが優先株を発行し、三菱東京FGに第三者割当を行った結果、従前に三井住友FGがUFJHDに対して行っていた経営統合の交渉提案を取下げさせるという結果に結び付き、UFJHDと三菱東京FGの統合に向けた動きがさらに加速されることになったのである。

経営統合という重大な経営交渉を子会社を通じて行い、親会社株主に差止る機会もないままに子会社で種類株式を発行し、しかも、親会社について生じた事由をトリガー事由とする拒否権付与は、UFJHD株主の権利侵害という点で、新株発行権限の濫用となるにとどまらず、まさに、コーポレート・ガバナンスの要請と正面から衝突するものであり、持株会社制度の濫用の一例であるといえるだろう。<sup>(38)</sup>

持株会社制度が認められ、次いで株式交換・移転を認める立法がなされた当初

から、親会社（持株会社）株主の権利の縮減や希薄化が懸念されていた。しかし、それに対する立法的措置は今だ講じられていない。この問題が表面化したのは、銀行の役員に対する株主代表訴訟であった。<sup>(39)</sup> 銀行持株会社の株主は、傘下の銀行役員に対する責任追及の株主代表訴訟において、その原告適格を欠くというのである。このような立法的不備に関しては、現在、二重代表訴訟という手法が考えられている。

今回の子会社に対する拒否権を通じて、親会社を支配するというのも、親会社の株主は子会社に対して直接権利行使できず、その取締役を通じてしか権利行使が行えないという立法の不備を見事についたものであるが、このことは、法の盲点をつくとともに、種類株式の拒否権の濫用的利用であるとすることもできるだろう。<sup>(40)</sup>

そこで、このようなことに対して、M&A取引の本質とM&A取引における取締役の権限と義務の観点から、解釈上の対策を講じる必要がある。M&A取引は、株主の利益（持株会社制度を採用している場合は、持株会社株主の利益）を第一に考え、買収希望者が複数ある場合は、十分比較検討し、適正な選択をすることが必要である。このことこそが、売り主側の取締役の責務であって、それ以外の動機に惑わされてはならないというのが原則である。

後で買収者が現れた場合でも、両者の買収案と条件を同一のテーブルに乗せて、比較検討するのがM&A取引の常道である。

本事案に関しては、UFJが行き詰まったという事項を考慮しても、UFJ側は、三井住友FGの提案を当初受けなかったこと、後で急遽、提案内容を検討したといっているが、それがどの程度検討されたのかは分からない。この点に関し、いかに資本増強を優先して考えたとして

も、M&A取引における売り主側の取締役の義務や責任を果たしたのかどうかという点には疑問を持たざるを得ない。<sup>(41)</sup>

## ②優先株式と統合交渉相手選択の妥当性

本事案には優先株式の妥当性に関して問題点が存在する。優先株式の発行について、そのことで直ちに株主による発行差し止めということまでは問題にならないが、優先株式の発行に関与したUFJHDの取締役の責任が問題となる。

内容は、優先配当するというだけでなく、一定の事項については、その優先株式を有する株主の種類株主総会の承認を得なければならないという規定が付せられている。その中には、定款の変更や合併、株式交換、株式移転、会社分割、営業譲渡といった非常に大きなものから、取締役の選任・解任ということまで、種類株主総会の承認が必要とされている。この内容から分かるように、現実的にはUFJHDの経営のほとんどは、三菱東京FGに渡されるということが大きな問題となる。

また、三菱東京FG以外の他の株主がUFJHDに現れたときや、UFJHDと他の第三者との統合が進んだ場合という、一定の事由が発生した場合にのみと、行使が限定されているが、転換予約権の行使が認められていて、その優先株について転換予約権を行使した後は、そもそも優先株式には認められていなかった株主総会での議決権までも認められる優先株式だという点についても問題がある。

さらには、その発行条件だけではなく、UFJHD・UFJ銀行と三菱東京FGの合意であるということ、一定の事由が生じた場合には、その優先株式をUFJHDが買い取るという合意がされていることを公表している。UFJHDに対して公開買付がなされるとしても、第三者が現れた場合、あるいは、三菱東京FGとの統合が不可能となった場合には、三菱東京

FGが持っている優先株式、これに違約金なる一定の金額をプラスして、UFJHDが買い取ることが合意されている。

その金額としては、三菱東京FGの取得価額に30%あるいは、一定期間の優先配当分を上乗せしてなされることが決まっている。このため、UFJHDとしては、入ってきた資金よりも多くの資金が出ていくことになるのである。もちろん、これには一定の条件があるが、UFJHDと三菱東京FGの統合交渉が、順調に進めば何の問題もなくこの経営統合は終わるわけだが、もしも経営統合が失敗に終わってしまったら、UFJHDは多大な損害が発生することになるのである。だから、優先株式の妥当性の問題は、統合交渉相手の選択の妥当性という問題にまでつながってくる重要な問題なのである。

したがって、単なる株式内容の妥当・不当という問題にとどまらず、統合交渉相手の選択や、統合交渉における条件の妥当性が、重要な問題となってくるので、その意味においては、通常の優先株式発行あるいは、第三者割当増資とは異なり、妥当性と不当性の判断が極めて微妙な問題としてそこにあるのである。<sup>(42)</sup>

## ③ ニッポン放送・フジテレビとライブドアの株式公開買付をめぐる事案

### 1. 事実の概要

株式会社フジテレビジョン（以下、フジテレビ）が、平成17年1月17日、株式会社ニッポン放送（以下、ニッポン放送）の全株式取得を目指して、株式公開買付を開始することを決定し、市場取引終了後にその旨を公表した。その条件は、買付価格が5950円、買付予定株式総数は上限を設けず、下限は既存保有分を含めて50%、買付期間は、平成17年1月18日から同年2月21日までとされた。

ニッポン放送は、同日、本件公開買付に賛同することを決定しこの旨を公表した。「公開買付の結果次第では、ニッポン放送の株式が上場廃止になる可能性が」あることや。「将来、経営権の取得をより確実なものとするために株式交換等による完全子会社化等の視野に入れて検討を行ってまいります」と言及していた。

株式会社ライブドア（以下、ライブドア）は、2月8日、市場取引が開始する午前9時まで、東京証券取引所のToSTNeT-1（機関投資家等の多様な取引のニーズに対応するもので、単一の銘柄の注文についてネットワーク上において匿名で取引の相手方を探し出し、個別に条件交渉を行い、取引を成立させることできる。）を利用した取引により、約29.6%のニッポン放送株式を買付、その結果、約35.0%の株式を保有する株主となった。

フジテレビは、同月10日、公開買付条件を変更し、買付株式数の下限を既保有する分を含めて25%に引き下げ、買付期間を同年3月2日まで延長した。

ライブドアは、その後も市場でニッポン放送株式を買い進め、2月21日までに37.85%を保有する株主となっていた。

ニッポン放送は、2月23日の取締役会において、大量の新株予約権をフジテレビに、発行するとする本件新株予約権の発行を決議し公表した。

本件新株予約権が全て行使された場合に発行される株式数は、従来の発行済株式総数の約1.44倍にあたる。これにより、ライブドアによるニッポン放送株式の保有割合は、約42%（3月7日現在）から、約17%へと減少し、一方フジテレビの保有割合は、新株予約権を行使した場合に取得する株式数だけでも約59%になる。なお、フジテレ

ビは、3月7日に終了した本件公開買付により、36.74%を保有する株主となっていた。

フジテレビは2月24日、本件公開買付の条件を再度変更し、買付期間の満了日を平成17年3月2日から同月7日に変更したが、買付価格は以前の5950円に据え置いた。

ライブドアは、東京地方裁判所に対して、本件新株予約権発行の差し止め仮処分を申し立てた。

## 2. 本件判例の検討

東京地方裁判所仮処分決定（東京地判平成17年3月11日）と、東京地方裁判所異議決定（東京地判平成17年3月16日）および、東京高等裁判所抗告決定（東京高判平成17年3月23日<sup>(43)</sup>）は、本件新株予約権発行の差し止めを認めしたが、その判断枠組みは、いずれも会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において、支配権を争う特定株主の持株比率を低下させ、現経営者またはこれと友好的な特定株主の支配権維持を主要目的としてなされる新株予約権は許されないとの原則論を述べた上で、「会社」ひいては「株主全体の利益」の保護の観点からこれを正当化する特段の事情がある場合には、例外的にかかる新株予約権発行も許される場合があると判示した。

これらの決定は、敵対的企業買収者の持株比率を希釈化するための買収防衛策が正当化される根拠として「会社」＝「株主全体の利益」保護をあげている。

東京地裁仮処分決定および同異議決定では、ライブドアが経営支配権を取得することにより、ニッポン放送が主としてフジ・サンケイ・グループとの取引を打ち切られて、収益基盤を失うことによって企業価値を毀損するかどうか争われ、債務者（ニッポン放送）

にその疎明がないことを理由に、差し止めが認められたのである。

また、東京高裁抗告決定についても、企業価値の毀損の有無は経営判断事項であるため裁判所の判断になじまないとしたが、買収者がgreen mailerや焦土化経営をするなど、会社の財産を毀損する4つの典型例を列挙し、敵対的企業買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的企業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発行であっても、その差し止めは出来ないとして、本件はかかる疎明が無いことを理由に、差し止めを認め<sup>(44)</sup>たのである。

このように、上記決定は、「会社」＝「株主全体の利益」の具体的内容として、会社財産や収益基盤（企業価値）をあげていて、このことは、株主を企業所有者として捉えつつも、その持分的利益を害する敵対的企業買収に対する防衛策は、正当化される<sup>(45)</sup>という考え方によるものと思われる。

したがって、本件事案では、会社財産や有益基盤（企業価値）の維持が、株主共同の利益（少なくとも買収に直接関係のない一般株主の利益）と同じ関係にあるとはいえず、会社財産や収益基盤（企業価値）の維持を本件新株予約権発行の正当化の理由として論ずること自体が失当であったといわざるを得ないだろう。より手っ取り早く、買収に関係ない一般株主の利益保護の観点から、その高値売却の機会を奪い、特定株主（フジテレビ）に安価で、ニッポン放送の会社財産・収益基盤を取得させることを目的とした本件新株予約権発行は、正当化される余地はない<sup>(46)</sup>という理由付けがなされれば良かったのではないかと思われる。

#### 第4節 敵対的企業買収と株主権

##### (1)問題の所在

上記してきた、企業買収の場合において、会社支配と株主の利益がどのように理解されているのかについて、これから検討していく。

株式会社における支配は、資本多数決制度を基礎としている。まず、資本多数決制度についての検討から始める。

多数の構成員からなる団体では、団体の意思決定に際して、全員一致の原則はとることができず、多数決制度によらなければならないが、物的会社である株式会社<sup>(47)</sup>では、資本多数決によることとなる。ここでは、資本多数決は会社の意思決定方法の1つとして理解されている。この考え方を基礎にしてみると、会社支配とは、会社意思を決定する力、特に取締役を選任する（株主総会を成功させる）力として把握されることになる<sup>(48)</sup>。このような伝統的会社支配理論では、会社の意思決定とのかかわりにおいて構成されている。

この会社支配理論を意思本位的に構成されてしまうと、その支配理論から取り上げられる株主利益は、当然に内容が限定されてしまうことになってしまうのである。つまり、株主の利益は、支配関係上の利益と経済的利益の2つに大別することが出来る。上記した会社支配理論のもとでは、支配関係上の利益のみが会社支配とのかかわりで保護されるべき株主の利益になる。なぜなら、会社支配とは、会社意思を決定する力でもあるため、会社支配に関わる株主の利益は、会社意思決定過程に参加することを保障されることによって、確保されるという考えにつながるためである。こうして、株主は、議決権を中心とする共益権によって、会社支配に関わる株主の利益を実現していくものとされ、株主の議決権と会社支配は、同質一体的なものであるとされて<sup>(49)</sup>いる。

以上のように、伝統的な会社支配理論のもとでは、会社支配は株主の経済的利益とは直接無縁なものを受け止められている。株主であれば、会社を支配するか否かに関係なく、等しい経済的価値を得るに過ぎないと、いうこともできるだろう。しかし、本当にそうなのだろうか。以下では、株主が株式保有を基礎として、会社から実現できる経済的利益の中身について検討していく。

## (2) 伝統的会社支配理論と株主の利益

支配株主は利益配当以外に、一般株主の参加できない追加的経済的利益を享受しているといえるが、このことを側面から裏付けるのは、支配株式の譲渡に際して生じる支配プレミアム<sup>(50)</sup>の存在である。つまり、支配株式の譲受人は、その株式の取得によって優越的な経済的利益を見込めるから、支配プレミアムを支払うのである。経済法則上、それは当然のことである。このように、支配株主が優越的な経済的利益を受けることも、そして、それが支配株式の保有によって、すなわち、資本多数決制度を基礎として可能となっていることも、否定しがたいことである。ということになれば、資本多数決制度は、株主の経済的利益に無関係なものではなく、むしろ、直接関係するものとして捉えるべきであろう<sup>(50)</sup>。

それにもかかわらず、なぜ、資本多数決制度は、株主の経済的利益と無縁のものとして説明されてきたのであろうか。それは、支配株主の享受する追加的な経済的利益は、株主の資格において得る利益ではないと考えられているためである。たしかに、その追加的経済的利益は、一般株主の参加できないところのものであるから、その利益を株主としての資格に基づく経済的利益ということはできない。しかし、同時に、この追加的経済的利益が株式保有を基礎にしていけないということもできないはずである。ところが、

株主としての資格に基づかない経済的利益は、すべて「株主の特別利害関係」による法的処理形式に服すべきものとされ、その結果、株式保有に基づき実現せしめられる経済的利益であっても、一般株主の参加できないものは、株主の利益の中から放り出されてしまうことになる。こうして、株主の経済的利益は、会社支配には関わりのないものである<sup>(51)</sup>という構図が出来上がることになるのである。

## (3) 企業価値・株主共同利益のための企業買収防衛策

平成17年5月27日、経済産業省および法務省は、「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(以下、指針)を策定し公表した。この指針は、企業価値報告報告書および、日本における判例や学説を踏まえて策定されたものである。欧州のルールや機関投資家の買収防衛策に対する評価を踏まえて策定された企業価値報告書と、日本における学説や判例の双方を加味することによって、指針は国際的にも株主配慮型・経営者保身排除型の防衛策を、日本の法体系と整合性がある形で示しているといつてよい。

指針では、買収防衛策が従うべき3原則、すなわち、①企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則、②事前開示・株主意思の原則、③必要性・相当性確保<sup>(52)</sup>の原則、の3つの原則を提示している。

上記指針の中でも、株主の権利に対する保護を原則としている。特定の株主だけが会社経営支配権を握り、その他の株主は買収側につくのか、会社側につくのかばかりで、会社は買収者との駆け引きに集中し、敵対的企業買収によって会社の中も外もめちゃくちゃになってしまうのである。上記指針では、それぞれの原則による買収防衛策の具体的条件をあげることで、より、実務的・実践的な指針となっている。

会社の中の株主は、すべて大量に株式を持った株主だけではない。株式を少ししか保有していなくても、立派な株主である。企業買収では、往々にして大株主にばかり感心が行き、少数株主はまるで存在しないかのような扱いを受けている。これは、株式の本質、株主権の本質にも関わる大問題である。いくら、資本多数決制度だからといっても、株主の経済的利益に関して無関係とはならない。企業買収では、大株主ばかりが注目されるが、会社の株主には、株式を少ししか保有していないが、大株主以外にも株主は存在している。少数株主は、企業買収の時には、ほとんどその存在が無に等しい存在となっている。特に企業買収など株主にとって非常に重要な事件に関して、保有株式数に違いがあっても、同じ会社の同じ株主であって、資本多数決制度だけで区別されるべきことではないのではないだろうか。「金さえあれば、何でもできる。」ということが、フィクションの世界だけではなく、現実の世界でも非常に強い力となって動くことになるのだろうか。

今一度、敵対的企業買収という題材から、株主権の本質を考え直さなければならないところにいる。私見としては、株主権の本質は、単なる経済的利益の享受にのみ固執するものではなく、むしろ、株主の権利こそ、会社のため、株主全体のため、そして、会社が関係するすべての事象に対して、会社のオーナーである株主がその中心となって、会社を動かすことなのである。そのことが、いずれは、社会を動かす、経済を動かす力となっていくのである。私は今後も、株主権の本質をそして、会社のあり方について、研究していきたいと思っている。

おわりに

資本主義経済社会の中において、潤沢な資金を持った者が企業を買収し、経営支配権を取得して会社を意のままに動かし、今以上の経営により今以上の利益をあげられれば、何の問題もないのである。つまり、お金を持っていれば、経済社会の中で主導権を握り、大きな利益を得ることが出来るということである。

しかし、現在の会社企業は、その目的をただ単に利益追求だけにおいていない。現在、株式会社は経済社会の中心的存在で、その存在意義については、ただ、株主のためや従業員のためだけに、金儲けをすれば良いという時代ではなくなっている。今、会社企業求められているものは、その巨大な人的・物的財産を社会のために使える会社企業、つまり、企業の社会的責任をしっかりと果たすことこそ、今、会社企業に求められているものなのである。

そのためにも、まずはしっかりとした法制度を整備することで、敵対的企業買収をなくさなければならない。また、買収によって大きな損害を被るおそれのある、株主の保護制度についても検討しなければならない。敵対的企業買収が与えるであろう社会的混乱を防ぐことが出来れば、安定した会社経営を営めることにより、しっかりした経済成長を生み出すことが出来るのではないだろうか。今、日本の経済は底を脱し、徐々にではあるが良い方向に向かっている中において、日本国内の企業の安定的成長を実現させるためにも、敵対的企業買収の先進国であるアメリカやヨーロッパ諸国から学び、敵対的企業買収に関する法制度の一日も早い実現を願って筆を置く。

#### 註

- (1) 石井照久「営業の譲渡と株主総会の決議」『商法論集』87頁以下（勁草書房、1974）、田中誠二『三全訂会社法詳論（上）』481頁以下（勁草書房、1993）、上柳克郎「営業譲渡」『会社法演習Ⅱ』71頁以下（有斐閣、1983）
- (2) 新山雄三『会社法の仕組みと働き（第三版）』309頁（日本評論社、2003）
- (3) So z. B. Callmann, Des Deutsche Kartellrecht, 1934, S. 34ff.

- (4) Vgl. Rasch, Deutsches Konzernrecht, 5. Aufl., S. 39
- (5) StuW 1930 Nr. 321 (Shell - Urteil.)
- (6) 金融審議会金融分科会第一部会「中間整理(抜粋)」(平成17年7月7日)参照
- (7) 「忠実屋・いなげや事件」東京地判平成元年7月25日判例時報1317号28頁
- (8) 日本証券業協会(諸規定)<http://www.jsda.or.jp/html/kisoku/index.html> 参照
- (9) 新谷勝『敵対的企業買収(改訂版)』5頁(税務経理協会、2005年)
- (10) 西原寛一『「会社乗取り」の法的考察』『商事法研究[第2巻]』197頁(有斐閣、1969年)
- (11) 神崎克郎ほか「株式買占めに対する会社の対応策」商事法務1145号24頁(木林発言)
- (12) 加納孝彦「わが国企業の企業買収の現状と動向」商事法務1145号33頁
- (13) 新谷・前掲註(9)198頁
- (14) 2002年5月21日、株式会社東京スタイル(社長 高野義雄)(以下、東京スタイル)と株式会社M&Aコンサルティング(俗称 村上ファンド)(以下、MAC)との間に委任状勧誘に関する抗争である。本事件の概要は、東京スタイル売上(連結)625億円のアパレルメーカーであるが、この東京スタイルは、売上自体は600億円強であるにもかかわらず、1280億円もの現金や有価証券を保有していた。そして、東京スタイルは、この資産を使ってファッションビルを購入するという計画を発表した。これに目を付けたMACが、外資系金融の資金力を背景に、東京スタイルの株を買増しして、2002年1月15日には9.3%の株式を取得し、MACが筆頭株主におどり出た。そしてMACは、1月31日東京スタイルに対して「ファッションビルへの不動産投資の中止」、「現金や有価証券を原資として、自社株買いを行うこと」という内容の株主提案権行使請求書を提出した。2月1日にはこの情報が漏れ、豊富な資金を有している東京スタイルが自社株買いを実行すれば、株価が大幅に上昇すると市場の観測がなされた。実際、株価は大幅に上昇した。その後、5月23日東京スタイルの株主総会が行われた。この時点においてMACは、東京スタイルの株を買増しし、11.9%の株式を所有し、依然筆頭株主となっている。さらに、MAC側は29%の株式を保有する外国人株主や、8%保有の個人株主等が味方につけば、多数派工作に十分勝てると読んでいた。これに対して東京スタイルは、譲歩戦略で大株主の信任を得ようとした。つまり、長年続けた12.5円の配当を増配して20円とし、株主のご機嫌を採ろうとしたのである。さらに、123億円(10%)の自社株式買いを提案して歩み寄ろうとした。また、銀行(UFJ銀行、みずほ銀行、三井住友銀行)や取引先(伊勢丹など)など持合株の多数派工作を敢行したのである。結果としては、MAC側の敗北と終わったが、この事件によって、日本における株主利益の在り方について、「会社は誰のものか?」という問題について大きな影響を与えた事件になった。
- (15) 今井宏『議決権代理行使の勧誘：株主総会の委任状制度に関する法的規制の研究』42頁(商事法務研究会1971年)
- (16) 新谷・前掲註(9)276頁以下
- (17) 「M&A統計とデータ」『marr』2004.2, pp. 7-8 (112号)
- (18) 内閣府経済社会総合研究所(Economic and Social Research Institute: ESRI)『わが国企業のM&A活動の円滑は発展に向けて』2004年9月
- (19) 内閣府経済社会総合研究所・前掲註(18)
- (20) [http://www.dbj.go.jp/japanese/download/pdf/economy/25\\_3bessatsu\\_1.pdf](http://www.dbj.go.jp/japanese/download/pdf/economy/25_3bessatsu_1.pdf) (日本政策投資銀行ホーム・ページ) 参照  
「会社法制の現代化に関する要綱案」商事法務1717号、税務通信2850号参照
- (21) 江頭憲治郎『株式会社・有限会社法(第4版)』687頁(有斐閣 2005年)
- (22) 日本経団連意見書 <http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2003/095.html> 参照
- (23) 「新会社法の成立までの経緯」商事法務1737号4頁以下
- (24) 吸収合併は、株式会社と株式会社、株式会社と持株会社、持株会社と持株会社の間で行うことができる(会社法748条)。吸収分割は、株式会社と株式会社、株式会社と合同会社、合同会社と合同会社の間で行うことができる(会社法757条)。また、株式交換は、株式会社を完全子会社とする形で、株式会社と株式会社または株式会社と合同会社との間で行うことができる(会社法767条)。
- (25) 新設合併には、株式会社と株式会社、株式会社と持株会社、持株会社と持株会社の間で行うことができる(会社法748条)。新設分割は、株式会社及び合同会社が行うことができる(会社法762条)。株式移転は、株式会社のみが行うことができる(会社法772条)。
- (26) 日本政策投資銀行・前掲註(20)参照
- (27) 澤村八大「産業再生法による三角合併」『marr』106号(2003年7月号)、31頁以下(株式会社レコフ 2003年)
- (28) 澤村・前掲註(27)31頁以下
- (29) 深尾京司=天野倫文『対日直接投資と日本経済』180頁(日本経済新聞社 2004年)
- (30) 在日米商工会議所 <http://www.accj.or.jp/content/about/jpage> 参照
- (31) 「Long Interview 三角合併使い勝手疑問」日経金融新聞2004年10月8日
- (32) 中西敏和=中村直人=松山遥=角田大憲『会社法現

- 代化と実務への影響』253頁以下（商事法務 2004年）
- (33) 「敵対的買収 世界で急増」日本経済新聞2005年1月24日（夕刊）
- (34) 武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎『企業買収防衛戦略』4頁参照（商事法務 2004年）
- (35) 藤井良広「混迷したメガバンク統合劇の背景」ビジネス法務4巻11号17頁以下、日本経済新聞編『UFJ三菱東京統合』（日本経済新聞社 2004年）参照
- (36) UFJHDと三菱東京HDは、2004年10月1日に経営統合し「三菱UFJフィナンシャル・グループ」となるが、UFJ銀行と三菱東京銀行は合併を延期し、2006年1月1日に、「三菱東京UFJ銀行」となることを発表した。（2005年8月4日）
- (37) 新谷勝「UFJの経営統合をめぐる法律上の問題点」判例タイムズ1172号100頁以下
- (38) 新谷・前掲註(9)183頁
- (39) 東京地判2001年（平成13年）3月29日、周剣龍「株式移転による株主地位の喪失と原告適格維持の可否－日本興業銀行株主代表訴訟事件－」金融・商事判例1127号61頁以下
- (40) 新谷・前掲註(9)183頁
- (41) 新谷・前掲註(9)184頁
- (42) 末永敏和＝四宮章夫編著『企業防衛法務と戦略－敵対的買収に備えて－』100頁以下（民事法研究会 2005年）
- (43) 仮処分決定（東京地判平成17年3月11日金融・商事判例1213号2頁）、同異議決定（東京地判平成17年3月16日金融・商事判例1213号21頁）、抗告決定（東京高判平成17年3月23日金融・商事判例1214号6頁）
- (44) 大塚和成「買収防衛策と「企業価値」の意義－ニッポン放送事件およびニレコ事件を題材にして－」金融法務事情1749号77頁以下
- (45) 大塚・前掲註(44)79頁
- (46) 大塚・前掲註(44)80頁
- (47) 鈴木竹雄＝竹内昭夫著『会社法（新版）』199頁（有斐閣 1987年）
- (48) 前田重行「株主の企業支配と監督」竹内昭夫＝龍田節編『現代企業法講座3』216頁（東京大学出版会 1985年）
- (49) 森淳二郎「会社支配の変動と株主の利益」『特別講義商法I』249頁（有斐閣 1995年）
- (50) 森・前掲註(49)250頁
- (51) 森・前掲註(49)251頁
- (52) 日下部聡「企業社会における公正なルール形成を目指して－企業価値報告書と指針策定の問題意識－」商事法務1734号4頁以下、（資料）「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」商事法務1733号26頁以下、大塚和成＝西岡祐介「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針についての解説」銀行法務21・

648号38頁以下

## 主要参考文献

### 【書籍】

- 神崎克郎監修『企業買収の実務と法理』（商事法務研究会 1985年）
- 大和証券経済研究所編『経営戦略としての企業買収』（商事法務研究会 1986年）
- 松井和夫＝奥村皓一『米国の企業買収・合併M&A&D』（東洋経済新報社 1987年）
- 並木俊守『企業買収の防衛と第三者割当』（中央経済社 1989年）
- 奥村宏『企業買収－M&Aの時代』（岩波書店 1990年）
- 崎田直次編著『株主の権利－法的地位の総合分析』（中央経済社 1991年）
- 別府三郎『大株主権力の抑制措置の研究』（嵯峨野書院 1992年）
- 蓮井良憲編『企業経営と法律－経営法学入門－』（有信堂 1992年）
- 久保欣哉編著『企業結合と買収の法理』（中央経済社 1992年）
- 田村諄之輔『会社の基礎的変更の法理』（有斐閣 1993年）
- 青木英夫『結合企業法の諸問題』（税務経理協会 1995年）
- 竹内昭夫編『特別講義商法I』（有斐閣 1995年）
- 酒巻俊雄＝志村治美＝新山雄三『重要論点会社法』（酒井書店 1996年）
- 山下真弘『会社営業譲渡の法理』（信山社 1997年）
- 吉田光碩＝三島徹也『企業法の基礎』（法律文化社 1999年）
- 中東正文『企業結合・企業統合・企業金融』（信山社 1999年）
- 丸山秀平＝梶浦桂司＝小宮 毅『企業再編と商法改正－合併、株式交換・移転、会社分割の理論的検討』（中央経済社 2000年）
- 徳本穰『敵対的企業買収の法理論』（九州大学出版会 2000年）
- 遠藤美光＝清水忠之編『企業結合法の現代的課題と展開（田村諄之輔先生古希記念）』（商事法務 2002年）
- 武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』（商事法務 2004年）
- 中西敏和＝中村直人＝松山遥＝角田大憲『会社法現代化と実務への影響』（商事法務 2004年）
- 江頭憲治郎『株式会社・有限会社法〔第3版〕』（有斐閣 2004年）
- 江頭憲治郎『株式会社・有限会社法〔第4版〕』（有斐閣 2005年）
- 加美和照『新訂会社法〔第8版補訂〕』（勁草書房 2005年）

龍田節『会社法〔第10版〕』（有斐閣 2005年）  
弥永真生『リーガルマインド会社法〔第9版〕』（有斐閣  
2005年）  
森淳二郎＝吉本健一編『会社法エッセンシャル商法1  
〔第9版〕』（有斐閣 2005年）  
新谷勝『敵対的企業買収－原因と対策に関する法律問題  
のすべて－〔改訂版〕』（税務経理協会 2005年）  
末永敏和＝四宮章夫編著『企業防衛法務と戦略－敵対的  
買収に備えて－』（民事法研究会 2005年）  
田辺光政『会社法要説〔第9版〕』（税務経理協会 2005  
年）  
神田秀樹『会社法〔第6版〕』（弘文堂 2005年）  
神田秀樹編『コーポレート・ガバナンスにおける商法の  
役割』（中央経済社 2005年）  
河本一郎＝森田章＝岸田雅雄＝川口恭弘『日本の会社法  
〈新訂第7版〉』（商事法務 2005年）  
古山正明『企業買収と法制度』（中央経済社 2005年）  
家田崇＝五十嵐恵美子＝梅田章『M&A攻防の最前線敵対  
的買収防衛指針』（金融財務事情研究会 2005年）  
太田洋＝中山龍太郎編著『敵対的M&A対応の最先端その  
理論と実務』（商事法務 2005年）  
中東正文編『UFJ vs.住友信託vs.三菱東京M&Aのリーガ  
ルリスク』（日本評論社 2005年）  
長谷川俊明『敵対的企業買収への対応Q&A』（経済法令  
研究会 2005年）  
佐山展生（監修）＝藤田努（著）『新会社法で変わる敵対  
的買収』（東洋経済新報社 2005年）