

敵対的企業買収における株主の権利と利益

藤 野 元 博

目 次

| |
|----------------------|
| はじめに |
| 第1章 敵対的企業買収 |
| 第1節 最近の企業買収をめぐる争い |
| 第2節 敵対的企業買収に関する防衛策 |
| 1、アメリカにおける敵対的企業買収防衛策 |
| 2、アメリカの敵対的企業買収防衛策 |
| 3、日本における敵対的企業買収防衛策 |
| 第2章 M & A と株主の権利と利益 |
| 第1節 従業員の利益と株主の権利と利益 |
| 第2節 経営者の利益と株主の権利と利益 |
| 第3節 社会の利益と株主の権利と利益 |
| おわりに |

はじめに

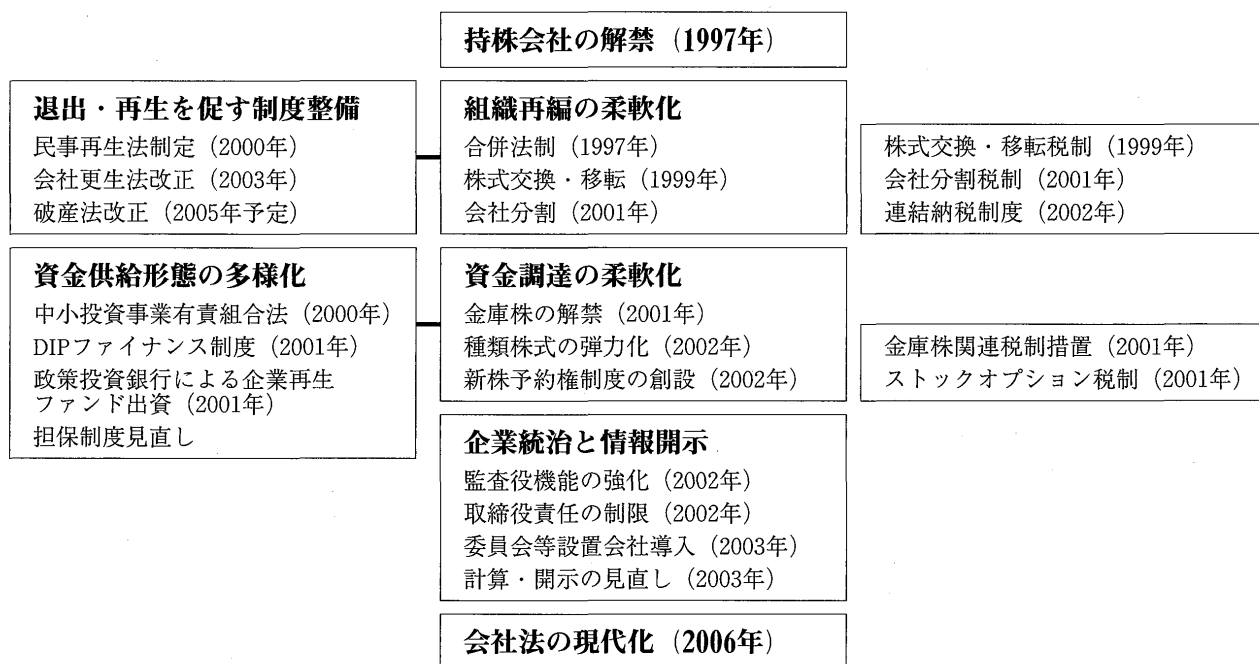
近年、M & A (Merger & Acquisition : 企業の合併・買収) という文字・言葉を、テレビニュースや新聞記事等で良く見聞きするようになった。これは、バブル経済崩壊後の経済不況を背景に、企業の倒産や成績不振が目立つようになったこと、さらに、経済の国際化が急速に進む中において、合併、営業譲渡、支配株式の譲渡、会社分割等の、企業の結合や分割が頻繁に行われるようになったことが関係している。つまり、日本企業の再編がいま目の前で急速に展開されているということなのである。このことに対応するように企業再編法制はまず、平成9年(1997年)の商法改正により、合併手続の簡素化、純粹持株会社解禁、

平成18年4月14日受理

ストックオプション制度導入がさせた。そして、これを契機として、親子会社関係における株主保護や持株会社の創造方法について議論が盛んになり、平成10年(1998年)には、「親子会社法制等に関する問題点」が公表され、企業合併審査基準緩和、法人税率3%引き下げ、金融システム改革法、金融再生法成立の改革がなされた。その後、平成11年(1999年)に、100%(完全)親子会社関係を創造する手続として、株式交換・移転制度が導入され、他にも法人税率4.5%引き下げ、不況・合理化カルテル廃止、連結決算への移行、税効果会計制度導入、産業再生法施行、株式手数料完全自由化等の改正もなされた。さらに、平成13年(2001年)には、会社分割制度が創設された(図表1)。

以上一連の改正は、国際的規模での企業間競争が激化する中において、日本企業の国際競争力を

図表1 企業再編法制度の沿革



出所：経済産業省資料より日興シティグループ作成

維持・強化、企業倒産・経営不振からの脱却のため、企業組織の柔軟な再編を可能とする法制度を求める経済界からの強い要請に応える形で行われた。しかし、企業組織の柔軟な再編という要請に注視しすぎるあまり、会社の株主や債権者保護の面において、重大な問題が生ずることが考えられる。

本稿では、M&Aによる企業再編に際して行われる敵対的企業買収において、株主の権利・利益保護をどのように実現するかについて検討するものである。株主の保護がしっかりしていない会社法では、現在増加している外国人投資家や個人投資家に対して信用されないであろうし、そのような法制度の下にある会社には、投資家は投資をしないだろう。にわかに回復を見せる日本経済の現状において、会社法制度は目先の経済成長ばかりにとらわれることなく、5年、10年先までを見据えたものでなければならないと考える。株主義・株主主権の考えが大きくなってゆく中で、株主の保護を無視したM&Aは考えられない。ここで、しっかりとした株主の保護を確定することが、今後の日本経済の発展については、世界経済の発展につながるものであると思慮するものである。

第1章 敵対的企業買収

近年、経営の合理化・競争力の強化・企業倒産を防止することなどを目的として企業買収が活発化している。M&Aは、企業にとって経営環境に適合した企業成長を目指すために、重要な経営戦略となっている。

なかでも、経営陣の意に反して市場取引や公開買付 (TOB) 等で支配株式を取得する敵対的企業買収は、その意義とその買収防衛策に対する関心は高まる一方である。

同業他社の買収など経営資源・シナジーの獲得を目指す strategic buyer (ストラテジック・バイヤー) や、事業・財務構造のリストラ等を通じて企業価値を改善させ、その後売却益を稼ぐ financial buyer (ファイナンシャル・バイヤー) PBR (Price Book-value Ratio: 株価純資産倍率) が低く相応の流動性資産を有している会社の株式を取得し、増配・自社株買い等を通じて利ざやを稼ぐ裁定取引型や、株式を買占めその株式について会社側に対して高値で買収を要求する green mailer (グリーン・メーラー) など、その動機は多岐にわたる。

株式持合い解消や不良債権処理等に伴う安定株

主の減少、証券市場のグローバル化、時価会計制度の導入、ファンド組成の増加、三角合併解禁等の経営環境の変化により、日本の上場企業の間には買収の脅威の認識と買収防衛策の導入に向けた動きが急速に広まっている。

第1節 最近の企業買収めぐる争い

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敵対的公開買付に関する事案

(1) 事実の概要

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とする）による株式会社ソトー（以下、ソトーとする）とユシロ化学工業株式会社（以下、ユシロとする）に対する公開買付に対抗する形で、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、ソトー・ユシロは買収に対する防衛が成功したという事例である。ソトー・ユシロ両者に共通している買収防衛策としては、大幅な増資を行うことであるが、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防衛策を図っている。

(2) ユシロ化学工業の買収防衛対抗策とその結果

SPJの公開買付に対応して、ユシロがとった防衛対抗策は、増資をすることであった。SPJの公開買付が2004年（平成16年）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円台の配当から一気に200円の配当に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の株式買取価格が高くなったとしても、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資であっ

た。

結果的には、ユシロの目論見があたり、ほとんどSPJの公開買付に応募されることなく、ユシロは買収防衛に成功したのである。

(3) 株式会社ソトーの買収防衛対抗策とその結果 次に、株式会社ソトー（以下、ソトー）の買収防衛対抗策について見てゆく。

ユシロの場合と同様に、SPJによる公開買付によって企業買収がなされようとしていたのであるが、ソトー側のとった買収対抗策は、まず、ユシロの場合と同様に、10円台の配当予想から、一気に200円の配当へ修正するという増配を行った。さらに、ソトーは上記増配に加えて、現経営陣がMIF Venturers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。

その結果は、ユシロの場合と同様に、既存の投資家は、ソトー側の示した配当を得るという目的の株主が多くいたということもあり、SPJあるいはソトーの現経営陣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。

本件についても、上記ユシロの事案と同様に、企業買収に対する一定の防衛が成功した案である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かぶぬしにとっては、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し、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。

2、UFJ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とも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、それにより自主再建路線のシナリオは崩れていった⁽¹⁾。

金融庁の業務改善目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⁽²⁾。

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⁽³⁾。

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）⁽⁴⁾は、本件新株予約権発行の差し止めを認めたが、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、差し止めを認めたのである⁽⁶⁾。

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、正当化されるという考え方によるものと思われる⁽⁶⁾。

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⁽⁷⁾。

第2節 敵対的企業買収に関する防衛策

1、アメリカにおける敵対的企業買収防衛策

敵対的企業買収防衛策とは、本来は企業価値を高めるもの、あるいは企業価値を守るために、被買収者が発動する買収対抗策をいう。経営陣の保身を助けるためのものではないことは言うまでも

無いことである。そして、コーポレート・ガバナンスが十分機能するのであれば、敵対的企業買収防衛策を活用することが、株主価値の向上に大いに貢献することもある。

多数のステークホルダーの利害関係に配慮する必要があるが、商法が資本多数決主義を規定する以上は、原則として会社は株主のものであるということになる。同様に、株主から経営を委託されている経営者は、多数のステークホルダーの利害に配慮する必要があるが、原則として株主の利益の最大化を図るため全力を尽くさねばならない。そのことが、結果として企業価値を高めることにつながるのである。

上記を前提として、以下において、敵対的企業買収防衛策の本場であるアメリカの事例を検討しながら、敵対的企業買収防衛策についてそのあり方を論ずる。

アメリカ企業においては、敵対的企業買収者が現れて、その買収提案に対して現取締役会が反対を表明した時点で敵対的企業買収と定義されている。その時点で、取締役会は買収提案の内容を以下の見地から公正に判断することを要している。

(1) 買収価格

合併によって企業価値を毀損する概念が少なく、買収自体の合理性があるが、買収価格が取締役会の認識する適正な買収価格よりも明確に低いことがある。このような場合は、取締役会が買収価格引き上げを求め、それについて株主の理解を得られるように努力する必要があると認められる。同時に、低い価格で買収されないために、敵対的企業買収防衛策を発動、あるいはその準備を行うことになる。最終的には、株主の十分な賛同を得られると判断できれば、取締役会が賛成派にまわり、買収は成立することになる。近時の敵対的企業買収は、このパターンによるものがほとんどである。

(2) 買収後の経営計画や予想される経営者（または支配者）

買収者またはその指名する経営者が買収後の企業の経営者として適正があるかという判断も重要である。Green mailer など、企業価値を毀損する可能性のある投資家が、敵対的企業買収を仕掛けてきた場合には、poison pill（ポイズ

ン・ピル：毒薬条項）を含む敵対的企業買収防衛策を発動して対抗する。

(1)(2)両者とも、企業価値の最大化が唯一最大の目的であり、現経営陣の地位保全を目的として敵対的企業買収防衛策を発動することは違法とされている。

2、アメリカの敵対的企業買収防衛策

アメリカでは、1980年代に激しい敵対的企業買収と、一般投資家の短期利益追求を目的とする濫用的な株式の買占めが頻発した。このような状況に窮した実務が、その対抗策として生み出されたものが、poison pill（ポイズン・ピル：毒薬条項）または、right plan（ライツ・プラン）とも呼ばれるものである。

ポイズン・ピルは、敵対的企業買収から企業の長期的利益を守る一般的な防衛手段ないし予防策として、一般に、基本的には新株予約権を利用する形で行われることが多い。

しかし、ポイズン・ピルを実行するためには、かなりの制約があるばかりか、どれほどの効果があるのか疑わしいとする見方もされている。この点については、敵対的企業買収の経験の浅いわが国においても、ポイズン・ピルを導入すべきであるとの意見が大きい。まず、アメリカのポイズン・ピルの仕組みについて以下で見ていく。

ポイズン・ピルの仕組みは、全株主に対して、敵対的な企業買収者が会社の一定比率以上の株式を取得した場合に（トリガー事由の発生）、株式を有利な価格で取得できる権利（ライツ）を与えておく。そして、トリガー事由が発生した場合に、権利行使の条件が成就したものとして、権利を行使して安値で株式を取得しうることを内容とする。しかし、トリガー事由を発生させたものは、この権利を行使することができない仕組みである。

ポイズン・ピルの種類としては、以下のようなものがある。

- ① フリップインポイズンピル……買収者以外の第三者に自社株式を安く割り当てる。
- ② フリップオーバーポイズンピル……買収企業との合併などの際に、買収企業の株式を標的企業の株式が安く買える権利。

③ ポイズンプット……会社が買収される時、社債の償還期限が来るとする規定。

④ バックエンドピル……標的企業が株主に対して持株を債権もしくは現金と交換する権利を付与する。

⑤ ゴールデンパラシュート……会社が買収された場合、役員に高額の退職金を支払う。

⑥ テインパラシュート……会社が買収された場合、従業員に割増退職金を支払う。

⑦ ホワイトナイト……敵対的買収者に対抗して、より好ましい友好的買い手に買収を依頼する。

⑧ ホワイトスクワイア……友好的な株主や関係会社に新株を割り当てる。但し、取得者は少数株主にとどまる。

⑨ 第三者割当増資……特定の第三者に新株を割り当てる。

⑩ パックマンディフェンス……買収会社に逆に買収を仕掛ける。

⑪ クラウンジュエル……買収会社の目当てとする資産を第三者に譲渡する。

⑫ スコーチドアース……資産を処分して買収者にとって魅力をなくす。

⑬ スーパーマジョリティ……合併や営業譲渡など株主総会の議決数の要件の3分の2以上とすること。

等が主なポイズンピルの種類である。

ポイズンピルの定め方としては、たとえば、「普通株式を有する株主全員に、持株に応じて、無償で新株予約権を付与する。買収者が発行済株式の議決権の××%以上の株式を取得した場合に、新株予約権の行使は可能となる。ただし、買収者自身は、権利を行使することができない」とされている。

そして、権利行使が可能となった場合に、トリガー事由を発生させた株主以外の株主が一斉に権利を行使すると、会社は新株を発行するか、または保有する自己株式を交付することにより、株式を取得させるのである。これにより、トリガー事由を発生させた敵対的企業買収者の議決権の割合を希薄化させるとともに、経営権獲得のコストが高くなることにより、敵対的企業買収を困難にするのである。最も、買収対象会社の取締役会が買

収に合意すれば、権利は行使されないとされている。これによって、買収対象会社は買収者と対等の交渉の機会を与えるためであるとされている⁽⁸⁾。

(1) ポイズンピルの歴史

アメリカでは、敵対的企業買収の防衛策としてポイズンピル（ライツプランとも呼ばれている）が多くの企業で採用された。1980年初頭にポイズンピルは考え出され、時代と共に形を変えてきたのである。

ポイズンピルは、ニューヨーク州の弁護士マーティン・リプトンが、1982年に論文において、「ワラント配当プラン（warrant dividend plan）」を発表したのが始まりである。実際に企業に導入されたのは翌年で、リプトンの助言に基づいてレノックスが発行したのである。

レノックスが導入したピルは、転換権付優先株式配当プラン（conversion preferred stock dividend poison pill）と呼ばれている。具体的には、公開買付による二段階買収を前提とし、普通株式への転換権を有する優先株式を配当として株主に割り当てる形態である。公開買付後に少数株主をスクイズアウトする際に発動され、割り当てられた優先株式を有利な条件で買収会社の普通株式に転換することができる。いわゆる、フリップオーバー型である。

その後、1984年～1985年に第2世代のポイズンピルとして、フリップオーバー型ライツプラン、バックエンド型ライツプラン、複数議決権付株式プランが生まれた。さらに、1987年にリプトン教授が第3世代のポイズンピルとして、フリップイン型とフリップオーバー型を組み合わせたポイズンピルを紹介した。これは現在では、フリップイン型ポイズンピルと呼ばれており、最もよく採用されている⁽⁹⁾。

1980年代は、コーポレート・レーダー（乗っ取り屋）、ブート・ストラップ回収が隆盛を極め、その頃、ポイズンピルの採用が急増している。但し、ポイズンピルが実際に発動され、敵対的企業買収防衛に使われたことは1回も無い。

ポイズンピルは、アメリカにおける最も代表的な敵対的企業買収防衛策である。

3、日本における敵対的企業買収防衛策

上記で敵対的企業買収の先進国であるアメリカのポイズンピルについて検討してきたが、ここからは、わが国の敵対的企業買収防衛策の状況について検討していく。

過去の日本においては、第三者割当増資が有力な買収防衛策として用いられてきたが、これに関わる裁判結果が現在でも判例として定着している。

(1) コスモポリタンによるタクマ買占め

仕手筋コスモポリタンに、株を買占められたタクマは、1987年11月に1株680円（増資発行の直前終値1,520円）で1600万株（発行済株式総数の22%に相当する）の第三者割当増資を行った。コスモポリタンの増資差止の仮処分申請に対して大阪地方裁判所は、680円という発行価格が有利発行に当たらず（大阪地裁では、タクマの価格高騰はコスモポリタンによる株買占めによるものと推認され、発行価格680円が1,520円との比較で有利発行と断定できないと判断した）、正当な資金需要があったとしてこの請求を棄却した。

(2) いなげや・忠実屋事件

1988年に不動産会社秀和が、中堅食品スーパーいなげやと忠実屋の株式を買い集めた。秀和の持株比率は、忠実屋が発行済株式数の33.3%、いなげやが同21.4%となった。1989年7月、いなげやと忠実屋は業務提携と第三者割当増資を発表した。この増資により、両社は19.5%の株式を持ち合うこととした。

秀和は直ちに、増資差止の仮処分申請を行い、東京地方裁判所は秀和の主張を認めた。東京地裁の判断ポイントは以下の通りである。

① 資金使途の正当性（主要目的ルール）

増資の目的あるいはその資金の使途が正当であるか、また特定株主の保有比率引き下げ、現経営陣の支配権維持を主要な目的とするか否か。

② 発行価格の妥当性（有利発行妥当性）

発行価格が適正であるか、そして現存の株主に不利益を生じさせるか否か。

この増資は明確な資金使途が無く、主目的は秀和の持株比率引き下げであると認定され

た。また、発行価格についても時価の3分の1（いなげや）、もしくは4分の1（忠実屋）であったため、株主総会の決議が必要な有利発行と認定された。

ニッポン放送による新株予約権発行の際にも、こうした判例が準用され、主要目的ルールに反するとして、ライブドアによる増資差止の仮処分が東京地裁によって認められた。

差止が認められたいなげや・忠実屋の事件以降、敵対的買収への対抗策としての第三者割当増資はめっきり減った。最近では、1998年にネミックラムダ（現デンセイ・ラムダ）が、第三者割当増資を実施しようとしたが、筆頭株主のイギリスシービー社が増資差止の仮処分申請を行い、東京地裁は判例に沿って差止を認めた例がある。なお、2004年6月には、宮入バルブが行った第三者割当増資に対する株主による差止の仮処分申請が東京地裁により認められたという例もある⁽¹⁰⁾。

第2章 M & A と株主の権利と利益

企業買収とりわけ敵対的な買収が行われる場合には、会社の経営者や従業員は一体となってこれに抵抗することが考えられる。

アメリカにおいては、上記でも検討したように敵対的企業買収（とりわけ公開買付による買収）がわが国に比べて非常に多いが、アメリカにおける経営者はこれに対して種々の防衛策を講じることが多い。しかし、近年、経営者がこのような手段をとることを可能ならしめるような環境が、州の会社法レベルおよび裁判所の判決において形成されているように思える⁽¹¹⁾。しかし、このような方向に動けば、株主の利益が、少なからず犠牲になるのではないかと疑問が出てくるだろう。だが、経営者の行動を社外の者の目から監視する社外取締役制度や、株主が取締役の責任を追及する代表訴訟制度等のシステムによってある程度は、監視・監督することができるようになっている。

わが国でも、経営者が企業防衛的行動に出る場合に、株主の利益を無視して取締役は行動できるわけではない。取締役は、善管義務や忠実義務を

負っているから、会社の最善の利益を考えて行動しなければ、会社に対する責任が生じるのである。しかし、わが国では従来から経営者が必ずしも株主の利益を第一に考えてきたわけではないように思われる。商法が会社は株主のものであり、株主に主権があるという建前をとっているにもかかわらず、実際は取締役には会社とは株主のものではなく、取締役と従業員のものであるのだという意識が強いからである。

第1節 従業員の利益と株主の権利と利益

企業買収においては株主の利益よりも、まず従業員の利益を考慮すべきであるという見解が少なくない。つまり、企業買収においては、株主に比べれば従業員のほうが大きな影響を受けることになるので、経営者は企業買収に直面した場合には、株主の利益を第一に考えるのではなく、従業員の利益を考慮して行動すべきである。または、経営者は株主の利益より従業員の利益を重視すべきである。なぜならば、従業員の多くは終身その企業で勤務し、自らの労働力をその会社にだけ投資しなければならない。これに対して、株主はいつでも持株を処分できるのであって、また、自己の金銭を多数の会社に分散して投資することができる。また、株主の財産のうち、わずかな部分しかその会社に投資していないかもしれない。などの見解がある。以下において、上記の問題点について検討する。

第1に、比較の対象として、例えば1株しか持っていない株主に対して、ほぼ一生その会社で働く従業員をおくというのでは適当ではないだろう。この場合、明らかに後者の利害が大きい。しかし、これに対して、その会社に投資する投資家全体とその会社に勤務する従業員全員との比較となると、後者の利益を当然重視せよということにはならないのではないと思われる。投資家全体の中身を見れば、確かに個々の株主は変動しているが、投資家層というのは会社から消え去るわけにいかないのである。また、誰でもいつでも必ず株式を市場で処分できるというわけではない。

第2に、経営者が従業員の利益を考慮せよという場合、そのような基準でまたどのような方法で

従業員の利益を考慮するのか。また、従業員の利益が適正に考慮されているかどうかをどのようにして確認するのか。確かに、わが国の取締役は、ほとんど従業員出身の社内取締役から構成されるが、一般に取締役は従業員の上位にあると考えられており、従業員が取締役を選任するわけではない。また、従業員は他の経営者と十分に比較した上で、現経営者を支持しているわけでもない。したがって、経営者が株主の利益と無関係に従業員の利益を図る場合は、経営者の自由裁量に委ねられていることになる。取締役がそうするのが従業員の利益ひいては会社の利益になると判断している場合には、たとえその結果が、従業員の利益に反することになったとしても、従業員は経営者の判断の間違いを十分に正すことはできないのである。従業員のためという名のもとに、取締役は自分のために裁量を行行使することになりかねず、これをチェックするのが難しいのである。

第2節 経営者の利益と株主の権利と利益

経営者も従業員もある意味では類似しており、取締役というポストも長年その会社に勤勉に勤務した結果得られた地位である。さらに、アメリカと比較すれば、取締役の得られる報酬は必ずしも高くない。すなわち、企業買収の結果、取締役の地位が不安定となれば、その地位は不当にリスク的であるということになるだろう。その意味では、敵対的な買収が仕掛けられたときに、取締役が防衛に走ることは理解できる。そしてもし、その防衛策が取締役を当事者とするものであれば、それをとることは正当化できる。つまり、取締役が自己の金で自己の防衛をするのであれば問題ない。これに対して会社が防衛策の当事者となる場合には、必ずしも取締役の行為は正当化できないだろう。それは、第1に、いくら報酬が低くても、株主の信任が無ければその地位を去らなければならないし、いくら報酬が高くても株主の信任が厚ければその地位を去る必要は無いだろう。第2に、報酬が低い分だけ、株主の配当を高くしているのであれば話は別になるが、従業員と経営者の報酬の格差が少ないだけであり、経営システム全体としては相応の報酬を得ていると考えられる。すな

わち、わが国の株式会社の実体は従業員と経営者が一体になって経営者支配を守っているのではないだろうか。もしそうであれば、経営者が会社の金を使って自己の地位を保護することは正当化されないだろう⁽¹²⁾。

第3節 企業防衛と株主の権利と利益

経営者は経営の専門家であるから、会社の業務についてもっとよく評価することが可能である。そこで、企業買収の局面においても、当該企業としてどのような対応をとることが最も適切であるかという判断を経営者に任せるべきであるとの考えが生じる。

企業買収を行う者は、経営の能力も意思も無く、当該企業を食い物にしたり、破滅させたりする恐れがある場合には、経営者に積極的に防衛策を採らせることが株主の利益にもつながる。さもなければ、株主はこのような者にも安易に株式を譲渡してしまう。そうなれば、結局は会社や他の株主の利益に反することになるのである。

しかし、この点においても経営者に判断を任せることには疑問を感じる。確かに、経営者の方が株主より会社の進むべき道を判断する知識や能力を持っていると考えられる。しかし、いくら経営者が立派な経営理念や理想をもっている、それを株主に全く説得できないのであれば、それは何の意味もないといえるだろう。なぜなら株主だけが理解できないということは考えられないからである。経営者は株主を大切に考えていないから株主は株の長期保有を考慮することなく、短期に売買してしまうのである⁽¹³⁾。

会社は誰のものであるかの問いに対して、経営者が取締役・従業員のものと考えているから、株主との間に様々な問題が発生している。今一度、経営者・買収者は株主の存在をしっかりと理解し、企業再編を進めてほしい。

おわりに

近時、活発化を見せるM&Aにおいて、今後増加が予想される敵対的企業買収に関して、検討してきた。中でも、敵対的企業買収が仕掛けられた

際、その対抗策として用いられる様々な買収対抗策については、その発動の如何を取り上げた、論文が多くなっている。企業買収は今後の企業経営戦略において、重要な部分を占める領域となるため、その法的問題点は注視を必要とするところである。今後法的に、買収防衛策が話し合わせ、アメリカのシステムをそのままでは、問題があるので、日本風にアレンジして、日本企業にあった買収防衛策が認められていくであろう。その際にも、決して忘れてはならないことは、とかく利益のみが全ての企業にとって、会社はだれのものであるかを常に考えることを最後に示して筆をおく。

註

- (1) 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
- (2) 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)
- (3) 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
- (4) 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）
- (5) 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
- (6) 大塚・前掲註(5)79頁
- (7) 大塚・前掲註(5)80頁
- (8) 武井一浩「商法改正と企業防衛戦略」ジュリスト1250号2頁、グレゴリー・パフ＝山本和也「日本におけるポイズン・ピルの具体化の検討〔上〕」商事法務1694号16頁
- (9) 佐山展生＝藤田勉『新会社法で変わる敵対的買収』103頁（東洋経済新報社・2005年）
- (10) 佐山＝藤田・前掲註(9)114頁
- (11) Garfield, State Competence to Regulate Corporate Takeovers: Lessons from State Takeover Statute, 17 Hofstra L.Rev. 535, 565, 576, 579 (1989).
- (12) 近藤光男『会社支配と株主の権利』231頁（有斐閣 1993年）
- (13) 近藤・前掲註(12)234頁

参考文献

- 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(2)』（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）