

企業買収と企業防衛マニュアル

目次

第1章 企業買収と企業防衛序論	1
第1 買収と防衛	1
第2 買収、防衛に係る一般的な行為	2
1 株式の購入	2
2 事業の譲渡、譲受け	3
3 合併	4
4 株式交換、株式移転	5
5 会社分割	6
6 まとめ	7
第3 買収、防衛皮膜論	8
1 買収と防衛の親近性	8
2 買収と防衛が親近する具体例	9
3 自社の独立性との調和	10
第4 会社の支配	11
1 会社支配の意義	11
2 一株一票の原則	12
3 多数決による支配	13
4 従業員、取締役の地位について	14
第2章 敵対的買収	15
第1 企業買収	15
1 株式の買集め	15
2 なぜ買収をするのか	16
(1) 買収対価の合理性	16
(2) 経営者と買収者のいずれを優先させるのか	16
3 買収をしたら何ができるか	18
(1) 相対的優位性	18
(2) 3分の1という割合の意味	18
(3) 過半数という割合の意味	18

(4) 友好的買収への転化	19
4 買収の方法	20
(1) 株式譲渡自由の原則とその例外	20
(2) 会社の乗っ取り	20
5 株式購入に対する規制	21
(1) 総論	21
(2) 規制の態様	21
(3) 大量保有報告書	21
(4) 株式公開買付け	22
(イ) 公開買付けの義務	23
(ロ) 公開買付けによる必要のない場合	24
(ハ) 公開買付けの手続	24
第2 企業防衛	26
1 なぜ防衛するのか	26
(1) 企業防衛不要論	26
(2) 企業防衛必要論	26
2 会社は誰のものか	27
(1) 買収者と防衛者の利害衝突	27
(2) 「会社は誰のものか」という質問の意味	27
(3) 会社は株主のもの	27
3 外資による日本企業の買収	29
4 企業防衛の基本	30
(1) 総論	30
(2) 防衛策への反発	30
(3) 株式の発行、譲渡が主役	31
5 アメリカで主張された防衛方法	32
(1) ホワイト・ナイト	32
(2) クラウン・ジュエル	32
(イ) クラウン・ジュエルと焦土化作戦	32
(ロ) 手続的問題	33

(ハ) 資産売却後の防衛手段	33
(ニ) 貸株について	33
(3) 支配株主交替条項	34
(4) パックマン・ディフェンス	34
(5) ゴールデン・パラシュート	35
6 平時の一般的対策	36
(1) 発行可能株式数の拡大	36
(2) 取締役の解任決議要件の厳格化	36
(3) 取締役の期差選任	36
(4) 取締役の定員の充足	37
(5) 株主総会の特別決議要件の過重	37
(6) 増配	38
(7) 議決権の制限	39
7 本格的な防衛方法	40
(1) 第三者割当の募集株式発行	40
(イ) 東京地裁平成 16 年 6 月 1 日決定(宮入バルブ事件)	40
(ロ) 東京地裁平成 16 年 7 月 30 日	41
(2) 新株予約権の利用	41
(イ) 新株予約権の意義	41
(ロ) 新株予約権の経済的価値	42
(ハ) 新株予約権の発行手続	42
(ニ) 既存株主の差止請求権	43
(ホ) 新株予約権と企業防衛	43
(ヘ) 株主割当と第三者割当	44
(ト) 新株予約権の第三者発行	44
(チ) 新株予約権の株主割当	46
(リ) 取得条件付新株予約権	48
(ヌ) 信託制度の利用	48
(3) 種類株式の利用	49
(イ) 拒否権付種類株式	49

(ロ)議決権制限種類株式	50
(ハ)取得条項付種類株式	50
(ニ)全部取得条項付種類株式	51
(4)株式相互保有	51
(5)株式の分割	52
(6)上場からの撤退	55
(イ)株式譲渡制限	55
(ロ)MBO	55
(7)組織再編行為	59
第3章 友好的買収	60
第1 友好的買収の意味	60
1 株式購入による方法	60
2 株式購入以外の方法	61
3 友好的買収と「買収」の概念	62
4 買収手段と防衛手段の関係	63
5 友好的買収の2つの類型	64
第2 経営者および株主に友好的な買収	65
1 合併	65
(1)合併手続	65
(2)合併と買収	65
(3)簡易合併	66
(4)少数株主対策	66
2 株式交換、株式移転	67
(1)完全親子会社関係の創設	67
(2)吸収合併と株式交換	67
(3)新設合併と株式移転	68
(4)共同株式移転	68
3 会社分割	70
4 合併、会社分割、株式交換、株式移転の共通点	71

5 事業の譲渡、譲受け	72
第3 経営者に友好的な買収	73
1 新株の引受け	73
(1) 株式購入との比較	73
(2) 組織再編行為の側面	74
(3) 新株引受けに対する規制	74
2 新株予約権、新株予約権付社債の引受	75
(1) 潜在的株式	75
(2) 新株予約権付社債について	75
(3) まとめ	75
3 株主の抵抗	77
(1) 既存株主の利害	77
(2) 株主の抵抗方法	77
まとめ	78

第1章 企業買収と企業防衛序論

第1 買収と防衛

M&A(エム・アンド・エー)は「Merger & Acquisition」の省略されたもので、一般には「合併と買収」と訳されます。会社の合併とか、株式の買占めが代表的な行為です。

これには、買収の対象とされた会社(対象会社)の経営者の意思に反して行われる敵対的なもの(第2章)と、対象会社の経営者との合意の下に行われる友好的なもの(第3章)があります。

しかし、当然のことながら、株式の買占めによる会社の乗っ取りという敵対的な買収が世間の耳目を集める代表的な行為です。買収者のみならず、対象会社の経営者や従業員などの関係者にとっても問題が深刻であるからです。

対象会社の株式を買い占める行為以外にも買収の方法はあります。ある会社が欲しいと思ったときに、その会社を手に入れる方法は株式を購入する方法だけでしょうか。これは買収という用語の定義に関係してきますが、対象会社の経営者と歩調を合わせて友好的に行う買収を含めると、買収の方法はかなりたくさんになります。この観点から合併もM&Aの中に含まれているのです。

具体的には、対象会社の株式の購入以外に、営業(事業)の譲受け、合併、株式交換、共同株式移転、会社分割などの企業組織再編行為、新たな株式の発行、引受けなどの形式でも、買収は行われます。また、株式を取得する行為以外では、新株予約権、新株予約権付社債などを発行、取得する行為にも目を向けなければなりません。これらのことは、対象会社の経営者との合意の下に行われる友好的買収(第3章)で多く問題になります。

法律は、買収とか防衛とかのために特に規定を用意していることはありません。株式の売買とか、会社の合併のように普通に法律に規定されている行為を、行為者が、買収や防衛の意図で利用することによって、買収なり、防衛なりの目的が達成されるのです。

第2 買収、防衛に係る一般的行為

1 株式の購入

買収者は、対象会社の株式を大量に購入することによって、その会社の支配を企てることができます。買収者は、対象会社からではなく、対象会社の株主から株式を購入しますから、対象会社には自社の株式の買占めが進んでいることを知る機会がなく、ある日突然強大な買収者が登場してトラブルになるという、敵対的買収の典型的な事例が想定されます。

株の買占めについては、金融商品取引法が、買い占める側に対し、買い占めた株式のパーセンテージなど一定の事項の開示を求めたり、一定の種類の株式取得に関して公開買付けの方法によることを義務づけています。

2 事業の譲渡、譲受け

従来、「営業譲渡」、「営業譲受け」と呼ばれてきた行為で、平成 17 年に成立した会社法は「事業の譲渡」、「事業の譲受け」と名称を変更しました(会社法第 467 条)。

事業を承継する側、つまり事業を取得する側にとっては、事業を買収すれば自己の事業を拡大した効果が生じます。

3 合併

合併には、吸収合併と新設合併があります。

吸収合併は、一社が他社を吸収して一つの会社となり、吸収された会社の株主に吸収した会社の株式などを交付する行為です。

新設合併は、既存の数社が新しく設立される会社に吸収される行為で、既存の会社の株主は新設会社の株主となります。

4 株式交換、株式移転

株式交換は、対象会社の株主が有する株式を、買収する会社の株式に代えてしまう行為です。その点から株式「交換」という名前がつけられています。

株式交換の特徴は、買収する会社が対象会社の株式を全て取得し、対象会社の株主に対しては、買収する会社の株式などを対価として交付するところにあります。つまり、買収する会社が対象会社の完全親会社(100%の株式保有会社)になるのです。

株式移転は、新設の会社を利用してこれと同様のことを行う行為です。数社が共同して株式移転をすれば、数社が一社に結合することになります。

5 会社分割

会社分割とは、事業の承継と株式の発行が合わさった行為です。分割する会社（対象会社）が事業を差し出し、これを受ける会社（買収する会社）がその会社の株式などを対象会社に交付する行為です。

6 まとめ

以上の行為については、第3章でも具体的に説明します。

なお、会社法は、吸収合併、吸収分割、株式交換については、買収会社側から交付する対価を買収会社の株式ではなく現金などにすることも可能にしました。これを対価の柔軟化(多様化)と呼んでいます。

組織再編行為として一括化されている合併、事業譲渡、株式交換、株式移転、会社分割は、簡易手続および略式手続による場合を除いて、基本的には双方の会社における株主総会の特別決議が必要である事項と定められています。会社の所有者といえる株主に、多数決による決定権が保障されているのです。

また、組織再編行為に賛成しない株主に対しては、株式買取請求権が認められています。

第3 買収、防衛皮膜論

1 買収と防衛の親近性

注意すべきことは、株式の発行、組織再編行為などは、特に買収や防衛のために設けられているものではありませんから、使い方によっては、同じ行為が買収の道具になったり、防衛の道具になったりするということです。

買収と防衛は正反対の行為であるような印象を受けますが、株式や新株予約権が利用される限り、買収と防衛は親近性のある行為であると言わなければなりません。買収しようとする会社が、買収資金を調達するために他社に買収されかねない事態も起こりますし、一方で、防衛策を講じている会社が、防衛に協力してくれる会社を買収されかねない事態も起こるのです。

2 買収と防衛が親近する具体例

具体例で検討してみましょう。簡単な例ですが、A社がC社から株式の買占めに遭ったため、防衛策としてA社と友好関係にあるB社に対して株式を発行したとします。この方法には多々問題がありますが、全て必要な要件はクリアしたとします。これによって、A社の発行している株式数が増加し、C社保有の株式によるA社の支配割合は相対的に低下するため、C社に対する防衛に関しては、ひとまず成功したことになります。

しかし、B社に対して発行した株式数がA社の既発行の株式数に比較して巨大であった場合はどうでしょうか。この場合、A社の最大多数の株式保有者としてB社が君臨することになります。つまり、A社は助けを求めたB社に買収されたことになるのではないですか。賊に襲われて第三者に助けを求めた被害者は、急場しのぎの防衛に成功しますが、助けられただけでなく、この助っ人の言いなりになってしまうということがあるのです。このような場合は、買収と防衛は一枚の紙の裏腹の行為ともいえるでしょう。

一方で、他社を買収しようという会社において、買収資金を捻出するために大量の株式や新株予約権付社債などを第三者に対して発行した場合にも、同様の結果になるでしょう。資金は手に入りますが、単なる借金ではありませんから、それだけでは済まないものが残ります。つまりは他人に襲いかかろうとすると、後ろから別の襲撃を受けるというわけです。他社を買収しようとするときは、他社に買収されないように気をつけるということでしょう。

3 自社の独立性との調和

具体例で述べたように、過剰買収をする場合も、過剰防衛をする場合も、ともに自社の独立性を危険にさらすおそれがあります。

これらの関係を株式の発行ではなく、合併などの組織再編行為で考えても同じようなことが起こります。攻撃的に他社を吸収するための合併もあれば、買収されるおそれのある会社が、防衛のために他社と合併することも考えられます。合併によって防衛しようとしたら、実際は合併によって他社に吸収されていたということもありうるのです。

このように、買収策、防衛策を考えるにあたって、特に株式の発行に関係するのであれば、慎重に利害関係者にとってのメリット、デメリットを計算することが必要です。そして、必要ならば、資金のお世話になった人が突然狼に変身しないように、個別の契約によって相互の関係を明確にしておくことも考えなければなりません。

第4 会社の支配

1 会社支配の意義

企業の買収と防衛に関して議論する前に踏まえておかなければならないことは、会社の支配の問題です。買収問題に関しては、他社の支配権を獲得するとか、会社の支配権を守るとかが論じられますが、「会社を支配する」とは、どういうことでしょうか。以下では株式会社を前提としてこの問題を考えてみます。

「支配する」ということは「意のままに動かせる」ということと理解されます。では、会社を支配しているのは誰でしょうか。社長とか最高経営責任者(C E O)は、会社を支配しているのでしょうか。

これらの地位にある者が強大なパワーを有していることは間違いありません。しかし、会社法は誰に対しても専制君主のような絶対的な権限を与えてはいません。総理大臣といえども国会の意思を無視してはできないことがたくさんあるのと似ています。代表取締役であっても、ある行為については株主総会の了承をとりなさいとか、監査役の見解に従いなさいとか、株主から訴えられるぞというような規定がありますし、その他にも法律が経営者の勝手を許さないと規定している例は多々あります。

会社法において、会社を支配することは、支配者が何でも自分で決められるということではありません。

2 一株一票の原則

会社法は、多額の投資をした者は、株式会社においてそれだけ多くの発言権を有するという原則を採用しています。株主として20倍の資金を出資した者は、株主総会を介して20倍の発言権を有するという合理性を肯定しているのです。そして、この原則を維持することによって、株式会社という一つの法人に対し、投資家から多額の出資がなされることを誘導しているのです。

株式会社は取締役が中心となって経営してゆくことになっており、その取締役を選出する株主総会においては、株主の「一人一票」で計算される多数決ではなく、株主の有する株式の「一株一票」で計算される多数決が適用されます(会社法第309条)。この一株一票の原則によって、多数の株式を支配した者は会社を牛耳ることができますし、その他の総会決議事項についても大株主優越の処理が認められているのです。結局、議決権を有する株式を多数獲得した者の意見が通りやすいというわけです。

そこだけをみれば、会社法は金持ち優遇の論理に立っていることになります。しかし、株式投資がリスクを負った行為であることに着目すれば、多額の投資をした者、すなわち多額の投資リスクを負った者には、相応の決定権を与えようという合理性をもっているのです。

加えて、会社法は随所で少数株主、単独株主を保護する措置も用意しています。

3 多数決による支配

多数の株式を保有する株主は、株主総会での議決権を通じて、事実上経営の決定権を有することになります。一人の株主ではなく、複数の株主が連合して多数派を形成した場合も同じです。株を買い集めるということは、会社における発言権を買い集めるということでもあります。会社の意思は単一でなければなりません、それを株主の多数決で決めるときに、株主の有する株式に付着している議決権の多寡で決めることを原則としているのです。

ただし、このような多数決によって取得した経営者(支配者)の地位は、自らが多数の株式を保有していること、または、多数の株式を有する他の株主が味方してくれることの裏付けの上に立脚しているものでしかありません。したがって、自らが保有していた株式を失ったり、味方をしていてくれた株主に造反されたりしたら、経営者はその地位を奪われるという制約が存在するのです。

会社の支配は、株式保有において他の株主よりも多数の株式を牛耳って、他の株主よりも相対的な優位に立つことによって実現されます。逆に、株式を買収されて多数派から転落すれば、会社の支配権を失うという結果になります。そういうことが日常的に起こるわけではありませんが、これが割り切った株式の論理、株式会社の論理です。

4 従業員、取締役の地位について

会社を構成する他の重要な関係者としては従業員がいます。会社法では、「社員」は株主などの出資者のことを意味しますので、「従業員」とは、単に会社で働く者のことをさします。すなわち、従業員は、個別に会社と雇用契約を締結して業務に従事する者として位置づけられますが、会社の経営に関して事実上の影響力があるかどうかはまた別の問題といえるでしょう。

また、取締役といえども、会社と委任関係に立つ者にすぎません。会社と個別に契約を締結している者であるという点では取締役も従業員と異なりません。取締役は株主総会から支持されているという関係が築かれているため、会社の経営に関与することができるのです。

取締役も従業員も、会社の倒産によって投資資金が泡と消えてしまうという最終的なリスクを負担していない点が、株主との大きな違いです。

第2章 敵対的買収

第1 企業買収

1 株式の買集め

会社を買収するということは、会社を買い取って自分の思うままにできる状態におくことです。言うまでもなく、それは株式を買い集めることによって達成されます。なぜならば、議決権のある多数の株式は会社支配を決定する道具であるからです。ただし、支配といっても絶対的な支配を意味するものでないことは既に述べたところです。

対象会社の株式を買い集めること、これが企業買収の代表的な手段です。買収者が株式を買い集める際に、株式を売ってくれる相手方は対象会社そのものではなく、対象会社の株主ですから、対象会社の経営者には株式買い集めの事態が知らされないことになります。買収者に対象会社を乗っ取ろうという意思があれば、対象会社の経営者に内緒で株式を買い集めるのが普通でしょう。一方、対象会社の経営者がこのことを知れば激怒するに違いありません。つまり、株式購入による買収は、対象会社の経営者にとって敵対的な買収の代表的な手段なのです。第2章では、この敵対的買収をとり上げます。

ただし、企業買収の手段は、敵対的な買収だけではありません。友好的な買収については、第3章でとり上げることにします。

2 なぜ買収をするのか

(1) 買収対価の合理性

企業買収をするのは、対象会社に財産的、経営的な魅力があることを認めるからです。投資とはそういうものでしょう。もちろん、ときには不良会社を買収することもあります。

株式を買うためには対価が安くなければ良い買物とはいえません。それゆえ、将来性がある株価が比較的安い会社を買収の対象として狙われます。

一方で将来性がある会社ならば、その株価が安いはずはないとも思えます。しかし、例えば、会社の収益状態は良好で未来も明るいけれども、実際にはお座なりの配当しかしていないという会社の場合はどうでしょう。この場合には、会社に留保されている財産が多額になり、そのことが株価に反映されるはずですが、逆に配当が少ないという点に投資家の神経が集中しますと、株価は安めに定着することになります。このような場合に、株式を購入するために安い対価を支払っただけで、実質的に高価な財産を有する会社を支配することができるという、企業買収決断の構図ができ上がるのです。これは一つの例であって、他にも買収の原因は多々あります。

会社が発行している株式の時価総額が、その会社が保有している諸々の財産の価値よりも安ければ、安価な株式購入資金で高価な会社を取得できるという計算になります。ましてや、株式を全部取得しなくとも3分の2程度を取得するだけで会社を実質的に支配することができるのですから、良い買物になります。

国際的には、日本の会社は時価総額が相対的に低いとみられています。各種の経営指標の中でPBR(株価資産倍率)の低い会社が、買収対象会社として注目されます。

(2) 経営者と買収者のいずれを優先させるのか

もし、経営者が会社の余剰資金から多額の報酬を取得したり、従業員が多額の給料を支払ってもらったりしていて、株主への配当が相対的に少ないという状態の会社があれば、このような状態を是正しようという買収者が現れてくることに意味が出てくるでしょう。そうでなくとも、現在の経営者のやり方は非効率である、現有資産が有効に活用されていない、だから自分が乗っ取って会社経営を立て直す、という買収者が現れても、それが本当であり可能なことであれば、否定すべきことではないのです。

現経営者と買収者のいずれに軍配を上げるのが良いのか、それを誰が決めるのか、い

ずれも大きな問題です。

会社制度は、株主、経営者、従業員、外部の投資家など立場の異なる複数の人々の緊張状態をテコにして成立しています。民営化のメリットが叫ばれる時代には、株式会社制度が有するこのような機能に大きな期待がかかります。

3 買収をしたら何ができるか

(1) 相対的優位性

会社を買収するという行為は多数の株式を取得する行為ですから、取得した株式数に応じて会社支配の程度が異なります。100%の株式を取得すれば、その会社の完全な支配権を取得したことになりますが、通常は買収者が取得した株式の割合に応じて、他の株主と比較して相対的に優位な立場に立つことになるにすぎません。

(2) 3分の1という割合の意味

買収者が全体の3分の1を超える株式を取得したかどうかは話題になりますが、これは買収者を迎え撃つ会社が、買収者以外の株主の議決権を全て結集しても、全体の3分の2以上の多数を取得することができなくなるという点が重要だからです。

会社法は、会社が合併、事業譲渡、定款変更などの重要な行為をするときは、株主総会の特別決議で賛成してもらうことが必要であると規定しています。これらの行為が成立するためには、全ての株式が議決権のある株式で、全ての株主が株主総会に出席したことを前提にしますと、全株式の3分の2以上の株式を有する株主の賛成が必要となります。

例えば、買収に遭遇して苦しんでいる会社は、味方となる株主の有する株式数を増やして買収者の持株割合を相対的に低下させたいと考えます。そのためには懇意の他社を吸収合併して、その会社の株主に自社の株式を交付することによって自社の全体の株式数を増加させるという方法がありますが、そうしようと思っても、会社側が全体の3分の2以上の議決権を取りまとめていませんから、株主総会で合併の提案が否決されることが自明になるのです。

買収者が3分の1を超える株式を取得するという事は、会社に大型の勝手をさせないというハドメをかける意味があります。

(3) 過半数という割合の意味

さらに進んで、買収者の株式保有割合が2分の1を超えれば、すなわち買収者が過半数の株式を取得すれば、株主総会の普通決議(議決権による単純多数決)で決められる事項を思うまま支配することができるようになります。

この事項の代表的なものが取締役の選任で、買収者は自派の者を取締役に送り込むことができるようになります。従来の取締役はいずれ任期満了で退任しますし、そのとき

に再選してもらえなければ辞めてゆくだけです。

(4) 友好的買収への転化

買収がある程度進みますと、買収会社と対象会社がいつまでも対立していないで、話し合っ
て業務などの提携をする段階に進む余地が出てきます。

対象会社にとって、完全に買収されるよりは買収会社と提携する方が合理的なことが
ありますし、買収会社にとっても、特に徹底的な買収に対して従業員や取引先のアレル
ギーが強い場合には、余計に資本を投下して買収するよりも、提携関係を築く方が良い
場合があるからです。

提携の方法は多々あります。取引的な提携、株式発行も絡めた提携以外にも、後述す
る合併、株式交換、共同株式移転などの企業組織再編行為も利用されます。最初は敵対
的買収であったものが、友好的な買収に転化するわけです。

4 買収の方法

(1) 株式譲渡自由の原則とその例外

株式の譲渡は原則として自由ですから(会社法第 127 条)、株主が持株を売りたいといっているのに、会社(その株式の発行会社)がそれを阻止することはできません。あくまで売主と買主の契約によって株式は譲渡されます。買収者は会社と関係なく、自分に株式を売ってくれる株主を探せばよいのです。購入を意図する株式が上場株式であれば、証券会社を通じて売主を探してもらうことができます。

株式の譲渡は自由であるとか、株式を買い集めることは自由であるということを前提にしますと、どんどん株を買い集める者が出てくる可能性があります。

ただし、株式譲渡自由の原則については大きな例外があります。「株式を譲渡するときには会社に承諾を求めなさい。そして、会社が譲渡を承認しなければ株式を譲渡することはできません」と定款に定めている会社の株式です(会社法第 107 条第 1 項第 1 号)。これを譲渡制限株式といい、譲渡制限株式のみを発行している会社を非公開会社(株式譲渡制限会社)といいます。

定款とは、会社の定める基本原則のことで、株主総会の特別決議がなければ内容を変更できないほど厳格なものです。特別決議というのは、全ての議決権の過半数を有する株主が出席して、その議決権の 3 分の 2 以上の賛成がなければ可決したことにならないと会社法に定められている株主総会決議です。

(2) 会社の乗っ取り

ある会社の大多数の株式が特定の者に買い集められたならば、どういふ影響が出るでしょうか。会社乗っ取りの可能性が出てきます。株式が株主の間で分布している状況は会社の支配に深く関係してきます。

土地を買いまくる人との違いがそこにあります。ある市の土地を全部買った人でも市長に代って町の運営を支配すること(隣接する市との合併など)はできませんが、会社の株式を大量に取得した者はその会社を支配すること(他社との合併など)が可能になります。

5 株式購入に対する規制

(1) 総論

目下のところ、会社法や金融商品取引法は、株式譲渡自由の原則をとった上で、株式取得の過程を規制しています。すなわち、株式を買い集める行為そのものは自由とし、特定の場合に株式を買い集める方法を規制し、かつ、大量に株式を取得した者にはそのことを開示するように要求しています。

そして、買収の対象とされた会社の側で何らかの防衛手段を講ずることを認めないわけではありませんが、その手段の妥当性は厳密に吟味されます。経営者の保身ではないのか、企業価値を高めることができるのか、株主の立場や市場への影響はどうか、というような観点からその当否が検討されるという状況にあります。

(2) 規制の態様

法律は、株式を買い集めることを禁止していませんが、コソコソせず堂々とやることを義務づけています。株式の買占めに対する規制は、

- ① 株式の取得過程に関する規制
- ② 株式の保有状態に対する規制

に分かれます。

①は、他社の株を買うからにはコソコソせず堂々と買い付けなさいという趣旨の規定で、公開買付けの義務化がこれに該当します。そこには株式を売る立場に立つ多くの株主の保護策も盛り込まれています。

②は、大量の株式を保有する者はそのことを堂々と開示せよという趣旨の規定で、大量保有報告書の提出義務がこれに該当します。

これらは金融商品取引法に定められており、ある会社の株式をこっそり買い集めていて、ある日突然 50%の株式を買い占めたぞと躍り出るような行為を法は認めていないのです。以下、これらの規制を細目的に見てゆきましょう。

(3) 大量保有報告書

株券等を上場している株式会社について、全体の 5%を超える株式を保有することになる者(大量保有者)は、その日から 5 日以内に大量保有報告書を総理大臣に提出して、保有割合、取得資金、保有目的など自己が多数の株式を有するに至った事実を開示しなければなりません。

これによって、買収の対象にされた会社の取締役も自社の株式を買い占めているライバルがいるということを知ることができます。ある日突然、過半数の株式を取得したという大株主が登場して、「自分はアンタの会社を乗っ取ったから今までの取締役は出てゆけ」というような「不意打ち」の心配はなくなります。

ただし、この5日間のうちに多数の株式を買い集めることが禁止されているわけではありませんから、公表されたときには買い占めた株式総数が5%をはるかに超えているという事態がないわけではありません。

開示すべき事項の中では、買収者が使う資金の出所が重要です。自己資金で買い占めるのであれば買収者の財産状態を隠せなくなりますし、銀行から借り入れた資金を乗っ取りに使うということであれば、そのことを開示しなければなりません。これは、特に会社と無関係の者が勝手に会社を乗っ取るという行為に対してアレルギーがある時代には、買収資金を貸し付ける銀行側にも事実上の制約要因として働きます。銀行はドロボー猫のような乗っ取り家に資金を貸しているのか、という世論を意識せざるをえないこともあるのです。

買収者は、対象会社の株式を5%取得した後も、保有割合が1%以上変化した場合、変更報告書を提出しなければなりません。したがって、その後ジワジワと買占めが続けば、そのことが公に知らされるわけです。

総じて開示は、買収側にとっては厳しい要件となりますが、それでも他社の株を買ってはいけないという制約はありません。

(4) 株式公開買付け

株式を買い集めたい人は、対象会社の株式が上場されている限り、証券市場でその株式を買うことができます。最近はインターネットを通じて株式の取引をする投資家も増えています。のみならず、上場株式であっても、市場の外で直接売りたいという株主が見つかれば、その者から株式を購入することが許されるのです。

しかし、市場外の株式売買を自由におきますと、買主は特定の者の株式だけを高値で買ったり、株式を売りたい株主に対してそのチャンスがあることが知らされなかったり、とかく株主の間で不公平、不愉快な差が出てきます。また、市場外で取引があるのに、それが市場の取引に反映しなくなります。

そこで、金融商品取引法は、株式を買い集める行為を一定のルールに従って行うよう

に決めました。これが公開買付けという方法です。

(イ)公開買付けの義務

公開買付けとは、不特定かつ多数の者に対し、公告により株券等の買付け等の申込み又は売り付け等の申込の勧誘を行ない、取引所金融商品市場外で株券等の買付け等を行なうことをいいます。一定の要件に該当すると、公開買付けを行なうことが義務付けられます（以下「強制公開買付け」といいます）。アメリカでは、これを Tender offer と呼びますが、イギリスでは Take over bid と呼ぶため、これを略した TOB が通称となっています。要するに TOB は、ルールに従った株式のまとめ買いのことです。

公開買付けの方法によれば株主間の公平もはかられます。義務づけられるのは開示のみであり、基本的には、多額の出資をした者が会社を支配して経営をしてもよいという制度は維持されています。

強制公開買付けの規制については、非常に複雑ですが、以下のようにまとめることができます。

①取引所金融商品市場外における株券等の買付け等（後記②の「著しく少数の者」からの買付け等を除く。）の後における株券等所有割合が5%を超える場合は、公開買付けが必要（金融商品取引法（以下「金商法」）27条の2第1項第1号）

①が公開買付けによらなければならないのは、株券等所有割合が5%を超える株主は会社の経営や株価の形成等に影響を及ぼしうると考えられるからです。

②「著しく少数の者」からの株券等の買付け等（当該買付け等を行う相手方の人数と、当該買付け等を行う日の前60日間に取引市場外で行った買付け等の相手方の人数との合計が10名以下のもの（「特定買付け等」）であっても、当該買付け等の後における株券等所有割合が3分の1を超える場合は、公開買付けが必要（金商法27条の2第1項第2号）

②が公開買付けによらなければならないのは、株券等所有割合が3分の1を超える株主は会社の特別決議を否決できる（拒否権を行使できる）ようになり会社の経営に強い影響を及ぼしうるようになるからです（3分の1超基準）。

③取引所金融商品市場内における株券等の買付け等であっても、「特定売買等」に該当する場合（東京証券取引所の立会外取引（ToSTNeT 取引）等）で、当該買付け

等の後における株券等所有割合が3分の1を超えるときは、公開買付けが必要(金商法27条の2第1項第3号)

③が公開買付けによらなければならないのは、取引市場内の取引であっても、実質的に市場を介さない売買に近い取引についてはこれを規制しなければ強制公開買付け規制の潜脱となりかねないからです(ライブドア対ニッポン放送事件を契機として定められた規制です)。

また、上記①乃至③に加えて、いわゆる急速な買付け及び他者の公開買付け期間中の強制公開買付け等がありますが、割愛いたします。

(ロ) 公開買付けによる必要のない場合

以上に対し、公開買付義務の適用対象となる株券等の買付け等であっても、公開買付けによる必要性の低いものなどについては、以下のとおり適用除外とされています。

① 権利行使による買付け等の場合

新株予約権を有する者や株式割当てを受ける権利を有する者の権利行使などの場合は、当該権利の取得の時点で、潜在的な議決権として株券等所有割合の算定上既に考慮がされているため、適用除外とされています。

② 関係者からの買付け等の場合

1年間以上継続して形式基準特別関係者(公開買付者が個人である場合の親族や公開買付者が法人である場合の当該法人の役員等)の関係にある者から買付け等を行う場合や、「特定買付け等」において買付者と特別関係者の株券等所有割合の合計が50%超である場合(但し株券等所有割合の合計が3分の2以上となる場合は除外されます)などにおいては、会社支配権の移転は実質的には生じないと考えられるため、適用除外とされています。

③ 25名未満のすべての株主の同意がある場合

株券等の所有者が少数でかつ全員の同意がある場合は、弊害を生じるおそれが高いため、適用除外とされています。

④ その他の適用除外

その他、事業再編の手続における迅速化・簡素化のための適用除外などが金商法に詳細に定められています。

(ハ) 公開買付けの手続概要

公開買付けをする場合には、買収者は以下のような手続に従わなければなりません。

(a) 公開買付開始公告

公開買付けをする義務のある者は、買付目的、買付価格、買付予定株式数などの買付内容を、電子公告または日刊新聞紙で公告しなければなりません。

公告をした者は、公開買付届出書を内閣総理大臣に提出する義務があります。届出書には、対象会社名、買付目的、買付価格、買付予定株式数、買付期間、買付資金、その他の買付条件などが記載されます。この届出書が、財務局、対象会社、証券取引所、証券業協会に送付され、公にされます。

(b) 公開買付説明書の交付

実際に株式を売ってもよいと考えている株主に対して、買付けの概要を記載した説明書を交付する必要があります。公開買付説明書には、公衆の縦覧に供しないとされている事項を除いて、公開買付届出書の記載事項が記載されます。

これによって、株式を売ろうとしている売主も買付けの状況が分ります。市場売却の場合、売主である株主は、株式を売却する前に購入者が誰であることを認識することはできませんが、公開買付けの手続に応じて株式を売る場合には、株式を購入しようとしている者が外国資本であるかどうかなど、買主である株主の事情を事前に知ることができます。もちろん、外国資本が国内の会社を手先として使って公開買付けをした場合は、本当の買収者の名前は表面には現れません。

(c) その他の公開買付手続規制

公開買付けの買付期間は、20 日間から 60 日間に定められています。公開買付者などは、原則として公開買付けの手続によらないで株式を購入してはならないこととなります(別途買付の禁止)。

買付価格などの買付条件は均一に定めなければなりませんし、買付価格を下げたり、買付予定株式数を減少したり、買付期間を短縮したりするなど、応募株主に不利になるように買付条件を変更することは禁止されています。買付けに応募した株主には契約解除権が認められますが、公開買付者は原則として買付予定を撤回することができません。

また、対象会社側には、公開買付けに関して意見を公表するための意見表明報告書の手続があります。

第2 企業防衛

1 なぜ防衛するのか

買収者が買い集めた株式が多数になると会社は防衛策を考えます。買収が頻繁に話題になる昨今は、将来買収されることを懸念して会社が防衛策を予め策定することもあります。買収があったときに、または、買収のおそれを感じて、なぜ企業は防衛をするのでしょうか。

前提として、防衛不要論、防衛必要論の概要を以下で確認しましょう。

(1) 企業防衛不要論

- ・依然としてポストを死守したい取締役の自己保身ではないか。
- ・既存の秩序を維持することを望む従業員のエゴではないか。
- ・株式に多額の投資をした者が経営を担当するということは、買占めに成功した者にとっても適用される論理ではないか。
- ・買い占められるのが嫌ならば上場しなければよいのではないか。
- ・上場会社は公共の利益に密接に関係した組織体になっているのであるから、経営を他人に譲ることがあってもいいのではないか。

(2) 企業防衛必要論

- ・買収者は、買占め後に会社財産を不当に売却するのではないか。
- ・買収者による経営によって、企業価値が損なわれる場合があるのではないか。
- ・買収者は、買い占めた株式を会社や会社関係者に高値で買い取るように請求する手段として、買収をしているのではないか(このようなことを最初から仕組んでいる買収者のことをグリーン・メイラーと呼んでいます)。
- ・従業員や取引先の生活を守る必要があるのではないか。

2 会社は誰のものか

(1) 買収者と防衛者の利害衝突

敵対的買収は、対象会社の経営者の同意を得ていない買収ですから、対象会社の経営者が防衛を考える理由は単純なことと思われます。要するに、会社を勝手に支配しようという勢力が現れたのですから、現に経営にタッチしている者が抵抗するのは当然ということでしょう。となれば問題は、防衛が理由のあるものかどうかということになります。

対象会社の経営者は「オレの会社を乗っ取るのか」と怒ります。これに対して買収者の側は「会社を私物化するな」と叫びます。その結果として、「会社は誰のものか」という議論に花が咲くのです。

(2) 「会社は誰のものか」という質問の意味

「会社は誰のものか」という問いかけに対して答えを探すときは、質問自体の意味を確認することが必要です。

妻が夫に対して「貴男は私のもの」というのと同じような情緒的な質問であれば、「会社は誰のものか」はそれぞれの人によって答えは異なります。その場合に「私のもの」とあるといったとしても、妻が夫を所有しているということにはなりません。先生が「私のクラスの生徒」というのも同じで、決して先生が生徒を所有しているということを意味していません。そういう場合にも「私のもの」という表現を使うのです。

問題は「会社は誰のものか」という問いかけが、「会社を法律的な意味で所有している者は誰か」という問いかけである場合です。もし、ある人がある物の所有者であるならば、その人は、その物を売って対価を自分で取得することができなければおかしいでしょう。会社を売って対価を取得できる人は誰ですか？ 社長は、会社を売って代金を着服することができますか？ 従業員は会社を売って代金を持って帰れますか？ 答えは否です。

(3) 会社は株主のもの

株主はどうでしょうか。株主は自分が保有している株式を売って、代金を堂々と自分のものにするすることができます。会社の 100%の株式を所有している株主ならば、それをまとめて誰かに売って、代金を自分のものにするすることができます。買主は売主の地位を承継して会社の次のオーナーになります。この意味では、会社は株主のものであること

は明白です。

通常は会社が発行している全ての株式のうちの一部の株式が譲渡されるだけですから、会社全体が売られたことになりません。しかし、株主全体で会社を所有する構造になっているからそうなるのであって、会社の何分の一かが売却されたことに変わりはありません。会社法は、株主が会社を分有しているという考え方を基礎にしています。

もともと、会社は株主のものであるからといって、株主は何でもできるということにはなりません。会社をめぐる取締役、従業員、債権者、取引先、他の株主、周辺地域などと適切に協調して営業活動を展開してゆくことが求められます。

3 外資による日本企業の買収

買収規制をルーズにすると外資がどんどん進入してくる可能性があり、大多数の邦人企業が外資に乗っ取られてもよいのかという議論が常に存在します。

確かに、日本の企業は日本の資本で形成されることを基本にしなければならないという国益重視の議論は一理あります。特に業種によっては国内資本によって経営されることが必要であるものもありましょう。

しかし、買収と防衛のテーマになっているのは、国際社会の中で移動する資本の機能という経済問題ですから、日本の資本が外国に進出していることも考慮に入れる必要があります。実際に日本の著名な企業には外国人の社長(CEO)が多々存在しますし、日本は海外に対して外資歓迎の政治的ポジションをとっていることも無視できないポイントです。

外資脅威論は、ライブドアがニッポン放送の株を買ったことではなく、ライブドアがリーマン・ブラザーズから、新株予約権付社債の発行という方式でそのための資金を調達したことの意味を考えるのです。

新しい会社法は、外資対策との関係で施行を急ぐなという声が大きくなり、一部の規定の施行時期を一年ほど遅らせることになりました。合併や株式交換などの組織再編行為をするときに、買収する会社の側が買収対象会社の株主に交付する対価が多様化したことが問題であるとされました。特に外国の巨大資本を擁する会社が、日本に進出している子会社を使って日本の企業と結合し、その対価として株主に親会社の株式を交付すること(三角合併、三角株式交換)に疑問符がついたのです。

4 企業防衛の基本

(1) 総論

企業買収に対する完全な防衛策はありません。株式会社の現在の経営体制を崩壊させないで、永遠に継続することを可能にする絶対的な薬はありません。しかし、多大の犠牲を払うことを覚悟するのであれば、それに近いことは可能です。

会社を買収をされないことを第一に考えるのであれば、株式を証券取引所に上場しないという手がありますし、もっと徹底するのであれば、株式に譲渡制限を付ける方法があります。これは、既述のように、「株式を譲渡するときは会社の承認が必要である」と定款に定めておくことによって、株主の株式譲渡の自由を奪ってしまう方法です。

こうすれば買収者は、会社の承諾なしに株主になることができなくなります。しかし同時に、譲渡制限をつけた会社の株式は上場することはできませんし、譲渡制限の設定時に上場会社であれば、そのまま上場を維持することができなくなります。

これらの防衛策は、会社を防衛するメリットよりも大きなデメリットを生じさせてしまうというのが一般的な考え方です。例外として、後述するMBOによる上場廃止があります。

防衛方法として提示されている行為には種々のものがありますし、分類方法も一様ではありません。平時の策もあれば、戦時の策もあります。強力な防衛策もあれば、一応の防衛効果を生ずるだけのものもあります。鉄壁のような防衛策もあれば、漠然と戦いに備えるだけの策もあります。株式に関係するもの、取締役に関係するもの、新株予約権を利用するもの、種類株式を利用するもの、他社の協力を必要とするもの、株主総会の承認を経しておくもの、第三者委員会に判断を仰ぐもの、中には疑問符がつくけれども時間稼ぎとして使われる策もありましょう。

(2) 防衛策への反発

防衛策を講じたことに対する反発も考えられます。特に株主総会で決議して決定する防衛策に関しては、機関投資家(厚生年金基金連合会など)、外国株主(情報分析専門のISSの影響を受けた株主など)、少数派株主などが反対票を投ずることがあります。

現に平成17年の東京エレクトロン、横河電気、ハナックの株主総会において、会社が発行することができる株式数の枠を拡大しようとする定款変更議案が否決されています。

防衛策について株主総会の承認決議を得ておけばかなり安定しますが、実際に株主総

会において防衛策の承認を得るためには株主の不安を解消しなければなりません。

株主総会で承認を求めるのであれば、総会決議の成立に神経を使いますが、株主総会の承認決議を経ないで防衛策を実行しますと、株主が反発することがあります。

防衛策が株式の発行、新株予約権の発行などであれば、株主がこれらの発行の差止めを求める仮処分を裁判所に請求する例はいくつもありました。ほかにも、新株発行無効の訴えを提起したり、やり方が適当でないということで、株主が取締役の損害賠償責任を追及するということがあります。こうなりますと、防衛策を実行できるかどうかは裁判所の判断にかかってきます。

(3) 株式の発行、譲渡が主役

言うまでもなく、企業防衛の基本は議決権を有する多数の株主を味方につけることです。力と力の衝突は最終的には株主総会の議決で決定されるからです。その意味では、経営者が株主の変らない支持をとりつける安定株主対策は防衛の基本です。

株主に対する働きかけを超えた、より積極的な防衛策を考えるのであれば、株式の譲渡、取得、株式の発行に注目しなければなりません。もちろん、新株予約権も株式と同様の機能を営みます。

株式の取得や株式の発行に手をつけないで、役員報酬や会社財産の処理を工夫することによって防衛する方法も、企業防衛方法として数えられる場合がありますが、これらは確定的に防衛の効果を生ずるものではありません。城を攻められたときに、真に敵を迎え撃つ手段が本来の防衛なのであって、領主が大金をもって逃げてしまうとか(ゴールデン・パラシュート)、城を焼き払うことで報復する(焦土化作戦)などという作戦は、城(会社)や領民(株主)のことを考えていない行為といわれるおそれがあります。

いずれの策を採るにせよ、ルールを守ることが必要です。アメリカの実務から企業防衛方法を学ぼうというときに気をつけなければならないことです。

なお、諸策を考えると参考になるように、間接的に敵を追い払うにすぎない方法についても防衛方法として列挙することにします。

5 アメリカで主張された防衛方法

M&Aの盛んなアメリカ合衆国では、買収に対する防衛策が数多く議論され、実際に採用されたりしてきました。それぞれの防衛策には、以下のように略称がつけられています。本格的な防衛方法であるのか、それとも、亜流の防衛方法であるのか、その効果をじっくりと検証しなければなりません。

なお、買収者が登場したときに企業を防衛するための効果が生ずる事前の仕掛けの中で、とりわけ新株予約権を利用したものを、一般に「毒薬」という意味でポイズン・ピル(poison pill)と呼んでいます。

(1) ホワイト・ナイト

「白馬の騎士」と訳されます(white knight)。これは、買収されるおそれが生じたときに、買収の対象となった会社の経営者が、自分たちの地位が危ないと考えて、白馬の騎士に相当する友好的な企業に自社の株式を買収してもらうことによって、敵対的な買収者の買占めを阻止する方法です。ホワイト・ナイトは敵対的買収者に対抗する友好的買収者ともいえます。

ただし、逆に白馬の騎士が買収する側に味方してしまえば、現在の経営者は排除されますから、白馬の騎士になろうとする者が買収側と防衛側の間でキャスティング・ボートを握る場合もあります。

2005年2月のライブドアによるニッポン放送株買占めの際の村上ファンドの立場はこれに近いでしょう。この場合はむしろ覆面の騎士といったところでしょうか。

ホワイト・ナイトは、買収者が買収した株式を購入すること、つまり買収者の投資を肩代りすることもあります。

(2) クラウン・ジュエル

(イ) クラウン・ジュエルと焦土化作戦

これは「王冠についている宝石」と訳されます(crown jewel)。買収の対象とされた会社が、会社の貴重な財産、事業部門、子会社などを売却したり分社化したりすることによって、買収側に買収する意欲を失わせる方法による企業防衛です。

ライブドアがニッポン放送の株式を買収したときに、ニッポン放送はフジテレビ株式の22.5%を所有していましたから、これが貴重な財産、「クラウン・ジュエル」に相当するともいえましょう。

焦土化作戦(scorched earth defense)と呼ばれるのは、クラウン・ジュエルをさらに徹底させて、会社の魅力的な財産や事業のほとんど全てを売却してしまう作戦です。まさに会社を焼け野原にしてしまう方法ですが、経営者がどういう理由でそのような売却をしたかは問われるでしょう。防衛のための行為といえども、会社の価値を低下させないような行為であることが必要です。

(ロ) 手続的問題

日本法で考えた場合に、手続的に注意することがあります。重要な財産の売却については、取締役会の承認が必要になります。3人以上の特別取締役が決定するように定めることもできます(詳細は会社法第373条)。また、売却の対象物が単なる財産ではなく重要な事業の譲渡に該当すれば、株主総会の特別決議が必要になります。

(ハ) 資産売却後の防衛手段

売却対価は資金として会社に残りますが、買収の対象とされた会社としては、この資金を原資として、逆に買収会社の株式を4分の1以上購入して、買収会社が対象会社に対して有する議決権を停止させる方法があります。なお、新しい会社法の下における株式相互保有規制の細目は法務省令で決めることになっています(会社法第308条第1項参照)。

(ニ) 貸株について

クラウン・ジュエルとの関係で貸株に触れておきます。これは買収の対象とされた会社が価値のある他社株式を有する場合に、買収される前にこれを第三者に貸し出す行為です。貸手からは貸した株式の返還を請求することができず、借手からはいつでも返還できるというように契約内容が定められたりします。

こうすると、対象会社はその他社に対して有する株式の議決権を行使することができなくなり、また、議決権を容易に回復できないことになりますから、その他社の株式欲しさに対象会社の買収を企画した買収者の頭を冷やす効果があります。

ライブドアに買収されたニッポン放送が、自ら保有するフジテレビの株式をSBIに貸した例があります。

しかし、会社の取締役は会社のために善良な管理者として業務を執行する義務を負っていますから、どういう理由で会社の保有している大事な株式を他人の手に委

ねたのかということは問題になる余地があります。賃料を十分に受領したのか、株主としての権利を行使することができなくなった期間の埋め合わせは十分取得したのか、間違いなく返還される保障があるのか、などが問題になりましょう。少なくとも、会社にとって明らかに不利な取引(株式の貸借)であれば、取締役の責任を追究されるおそれがあります。

(3) 支配株主交替条項

取引先との契約の中に、会社の支配株主が変更した場合には、取引先は契約を解除することができるとする条項(change of control clause)を入れておく方法です。会社にとって重要な取引先、特許提供者などとの間で、もし会社が現在の経営体制と異なる者の支配を受けるようになったならば、取引先は契約を解除することができることを約束しておいて、実際にそうなったら、取引先が会社から逃げてしまうという作戦です。その取引先が会社の経営にとって重要であれば、買収者の買収意図をくじく意味があります。

ただし、取引先はあくまでも会社の外の者ですから、取引先が買収者と結託する可能性もあることを考えておかなければなりません。

(4) パックマン・ディフェンス

逆買収ともいわれる積極的な買収防御策です。買収の対象とされた会社が、買収しようとしている会社に対して、逆襲の買収をかけて同じ痛みを経験させる方法です。自分を呑み込もうとする相手を反対に呑み込んでしまうゲームのパックマンに類似していることから、このように呼ばれます。

会社法では、A社がB社の株式の25%以上取得すると、B社はA社の株式を保有しても、A社の株主総会においてその議決権を行使できないことになっています。A社が保有するB社株式と、A社の子会社が保有するB社株式とを合計したもので、この数値要件をみたした場合も同じです。

このことは、買収の対象とされた会社が、買収会社の株式を25%まで買い集めれば、対象会社の株主総会において買収会社の影響力を排除できることを意味します。

(5) ゴールデン・パラシュート

これは、経営者や従業員の報酬、退職金の決定手続を工夫するという方法です。経営者が金ピカの落下傘で危機状態を脱出するという意味で、ゴールデン・パラシュート

(golden parachute)と呼ばれているのです。具体的には、買収の対象となった会社の役員が、解任や辞任に際して巨額の退職金を受領すること、または、離職後も一定期間の報酬が保障されることを会社との契約で決めておく方法です。もちろん、報酬や退職慰労金に関しては、会社法が定めている決定方法に従うことが必要です。

買収者が乗っ取りに成功しても、この契約を無効にするわけにはゆきませんから、追い出された経営者は悠々と出てゆくということです。従業員に関して同様の契約をすることを、ティン・パラシュート(tin parachute)とも呼びます。こちらは、錫またはブリキの落下傘というところです。

この方法は、株式関係には手をつけずに経営者の利害によって防衛する方法ですが、経営者が会社や従業員を見捨てて脱出したと宣伝されるおそれがあります。経営者が経営を誤っているがゆえに買収に遭遇した場合であれば、多額の資金の持ち出しは背信行為となりましょう。ただし、ゴールデン・パラシュートは、買収によって得られる成果を減少させるということ、すなわち、買収が割高になるという効力をもちますから、個人的利害とは別に、買収回避の効果があると考えられます。

買収の対象となる会社の役員について、数年分の報酬に相当する退職金の支払が保障されるならば、役員は執拗に買収に抵抗しないで辞任する可能性があるかもしれません。このことをメリットと考えたときには採用できる方法でしょう。

反対に、脱出のパラシュートを確保した経営者が慎重さを欠く経営に傾くおそれがないかも考えなければならぬことです。

6 平時の一般的対策

既述したように、アメリカでは「あだ名」のついた企業防衛方法が多々ありますが、以下では、日本の法制の下で考えられている各種の防衛方法を、平時の一般的対策と本格的な防衛方法という大きな視点で分類して考えます。

平時の一般的対策を例えるならば、市街戦が始まる前にあらかじめ道路を拡張しておくようなものでしょう。道路は戦いのためだけのものではありませんが、いざ街が戦場化したときは機動的な動きができて便利です。

このように、戦時の状況を見極めて、あらかじめ、自己が使える装置の使い勝手を良くしておく作戦があります。

(1) 発行可能株式数の拡大

会社が発行することが許される株式の数は各社の定款に定められていますが、その発行株式数の枠を拡大しておく方法です(会社法第 37 条参照)。そうすれば、買収が進んできたときに、会社や経営者の味方となる者に株式を発行して全体の株式数を増加させることによって、買収者の株式取得による支配割合を相対的に低くする策を考えることができます。そのような事態に備えた事前の準備の一手段です。

ただし、会社法は、会社の資金需要を満たすのでない、あからさまな第三者割当の株式の発行は問題であるとしていますから、発行枠を確保しておいたとしても、友好的な株主に対して大量の株式を容易に発行できるわけではありません。

また、株式発行枠の拡大は定款の変更事項になりますから、株主総会の特別決議が必要になります(会社法第 466 条)。株主総会で株主に反対されて成立しなかった例については、既に触れました(第 2 章第 2 の 4 (2) 参照)。

(2) 取締役の解任決議要件の厳格化

買収者が少々の株式を買い集めただけでは、株主総会において現職の取締役を解任することができないように、定款で取締役の解任要件を厳しく定めておく方法です(会社法第 341 条)。

もっとも、取締役には任期があるため、永続的な防衛手段ではありませんが、買収者を牽制する意味はあるでしょう。

(3) 取締役の期差選任

取締役の任期切れの時期をずらしておく方法です。

役員を選任は登記すべき事項ですから、2年任期の取締役であれば、再選をする場合も含めて全員を選任、再任の時期を統一して、例えば偶数年の総会終了後に登記をすることにしておけば、手続や登記が2年に1回になりますから、手続面でも経費面でも節約になります。

しかし、企業防衛のことを考えたときに、そうしないで任期満了時期をずらす方が効果的であると考えられます。すなわち、全ての取締役が同一の株主総会で再選の議題となることがないように、役員を選任時期、再選時期をずらしておき、買収者によって株主総会が支配されても、少なくとも一人は株主総会の再選議題の対象にならないで取締役として残留するようにしておく方法が防衛策として考えられています。アメリカではスタaggerド・ボード(staggered board)とも呼ばれます。また、取締役の解任要件を株主総会の普通決議ではなく、特別決議にしておけば地位はさらに強化されます(会社法第341条)。

このようにして取締役が一人でも残留すれば、会社の情報を得ることができますし、また、次の取締役選任のための株主対策、委任状対策などに精力を出せます。なお、非公開会社では、定款で取締役の任期を10年まで延長することができます(会社法第332条第2項)。

一方、任期が4年である監査役については、買収後も居残る可能性は大きいといえるでしょう。

(4) 取締役の定員の充足

取締役の人数は各社が決定できますが、選任できる人数の取締役を常に選任して満杯にしておいて、株主総会を支配した買収者が主導的に選任することができる取締役の空席を残しておかない方法です。

買収者は定款を変更しない限り、取締役を選任することが困難になり、定款を変更するためには、もっと株を買い増さなければならなくなります。

ただし、前述したように取締役には任期がありますので、永続的な防衛方法ではありません。

(5) 株主総会の特別決議要件の過重

買収の防衛策を考えるときに、株主総会の特別決議を要する事項は非常に重要です。なぜならば、特別決議が成立するための要件は、会社の全ての株主の有する議決権の3

分の2以上の賛成が必要であるからです(株主総会に株主全員が出席することを前提とした場合)。すなわち、買収側が3分の1の株式を取得しますと、会社は買収者の意向を取り入れなければ、株主総会において特別決議を成立させることができなくなります。

何が特別決議事項であるかは会社法が定めており、定款変更、合併、株式交換、会社分割などがこれに該当します。

この特別決議事項の決議要件については、個々の会社がさらに厳重に定めておくことができます(4分の3以上など)。また、会社法では、株主総会の決議に加えて一定数以上の株式を有する株主の賛成を要するというような付加要件を定めることも認めています(会社法第309条第2項)。

具体的には、合併、株式交換、会社分割などによって他社に吸収されるときに必要な株主総会の特別決議要件を、90%以上の議決権を有する株主の同意が必要であるなどとするように、株主総会の決議要件を厳しく定款に定めておく作戦です(会社法第309条第2項参照)。

他社と合併するなどの企業組織再編行為をすることが厳しく制約されるというマイナス要因が対象会社に付加されることになるため、敵対的買収の場面において、買収意欲を減退させる買収防衛策となります。ただし、このような場合でなく、友好的に他社と合併するような場合にも制約として機能することになります。

アメリカでは、スーパー・マジョリティ条項(super majority provision)と呼んでいます。これは、株主総会の決議要件を定款で厳格に定めておく方法です。

(6) 増配

株主が継続して会社の株主であり続けることを望むならば、他人がその会社の株式を買収することは困難になります。つまり、株主の定着度を高くすることは企業防衛の意味があります。

配当の増額は、会社に対する投資魅力を増すことで既存株主の株式継続保有を促し、新規株主の登場を阻止する手段の一つです。インカムゲイン(配当、中間配当)の増加、株主優待制度の利用、新株予約権の付与などで現在の株主を優遇して、株式を売却しないように誘導する行為が防衛の効果をもつことがあります。

会社法は剰余金の配当につき、金銭配当や現物配当などを定めています(会社法第453条以下)。これによりますと、一定の要件を満たした会社では、取締役会の決議限りで剰

余金の配当をすることができますし(会社法第 459 条第 1 項)、配当時期も随時となります(会社法第 453 条、第 454 条第 1 項)。

配当する原資が会社に過大に蓄積されていたからといって、単純に過剰蓄積、過少配当の問題になるわけではありません。しかし、役員、従業員が良好な待遇環境を形成、維持し、その反面で配当など株主優遇措置を放置しているとみられる状態があったとすれば、その是正をしないと株価が伸び悩み、結果的に買収者につけこまれる余地が出てきます。

これは平時の策ではありませんが、買収会社が公開買付けをしている期間中に、対象会社が配当額を従来の 10 倍以上に引き上げることを公表して防衛した例として、ユシロ化学やソトーの防衛策があります。増配によって株主が株式を売却する意欲をなくす結果として買収が頓挫するのです。

(7) 議決権の制限

非公開会社であれば、株主が株主総会で行使することができる議決権数の上限を定款で定めておく方法があります。「いかなる大株主も全体の 20%を超える議決権を行使することはできない」などと定款で規定しておくのです。会社法の改正によって、非公開会社は株主平等原則を定款で排除することが認められたため、大株主の議決権行使にタガをはめることができるようになったのです(会社法第 109 条第 2 項参照)。

ただし、この定款変更には、株主総会において株主数の半数以上、かつ、全体の議決権の 4 分の 3 以上の賛成が必要です(会社法第 309 条第 4 項)。また、このような制限は敵ばかりでなく味方にも降りかかりますから、株式分布をみて情勢を見極める必要があります。

7 本格的な防衛方法

(1) 第三者割当の募集株式発行

買収の対象とされた会社が、新規に株式を発行して味方の株主を増やせば、買収者の取得した株式が対象会社の株式全体に占めるパーセンテージは低下します。敵を追い落とすのではなく、多数の株式を有する味方を作ってしまうという防衛作戦です。

この方法は、取締役会の決議だけでできる場合と、株主総会の特別決議が必要な場合があります。特に有利な発行価額で発行するときは株主総会の決議が必要になりますし、不公正な方法による発行は認められません。

企業防衛の場において第三者に対する株式の発行をするためには、株主総会の決議が不要な方法が選択されます。しかし、あからさまな防衛手段としての株式発行は認められなくなっています。

(イ) 東京地裁平成 16 年 6 月 1 日決定(宮入バルブ事件)

新株発行のボーダーラインについて、裁判所は、

「商法第 280 条ノ 2 第 2 項にいう「特ニ有利ナル発行価額」とは、公正な発行価額よりも特に低い価額をいうところ、株式会社が普通株式を発行し、当該株式が証券取引所に上場され証券市場において流通している場合において、新株の公正な発行価額は、旧株主の利益を保護する観点から本来は旧株の時価と等しくなければならないが、新株を消化し資本調達を達成する見地からは、原則として発行価額を時価より多少引き下げる必要もある。そこで、この場合における公正な発行価額は、発行価額決定前の当該会社の株式価格、上記株価の騰落習性、売買出来高の実績、会社の資産状態、収益状態、配当状況、発行済株式数、新たに発行される株式数、株式市況の動向、これらから予測される新株の消化可能性等の諸事情を総合し、旧株主の利益と会社が有利な資本調達を実現するという利益との調和の中に求められるべきものである。もっとも、上記の公正な発行価額の趣旨に照らすと、公正な発行価額というには、その価額が、原則として、発行価額決定直前の株価に近接していることが必要であると解すべきである(最高裁判所昭和 50 年 4 月 8 日第三小法廷判決、民集 29 卷 4 号 350 頁参照)。

本件において、公正な発行価額を決定するに当たって、本件新株発行決議の直前日である平成 16 年 5 月 17 日の株価、又は本件新株発行決議以前の相当期間内にお

ける株価を排除すべき理由は見出しがたい。

以上によれば、本件発行価額 393 円は、公正な発行価額より特に低い価額すなわち「特ニ有利ナル発行価額」といわざるを得ず、商法第 343 条の特別決議を経ないで行われた本件新株発行は、商法第 280 条の 2 第 2 項に違反するというべきである。

そして、本件新株発行が行われた場合、既存株主が株価下落による不利益を被ることは明らかであり、債権者らは、債務者に対して商法第 280 条ノ 10 に基づく本件新株発行の差止請求権を有する。」

と結論付けました。

会社法の制定により、「特ニ有利ナル発行価額」は会社法第 199 条 3 項に、株主の差止請求権は会社法第 210 条に位置づけられることとなりましたが、裁判所は、この新しい会社法の下でも上記と同様の見解を採用するものと推測されます。

(ロ) 東京地裁平成 16 年 7 月 30 日

ベルシステム 24 が N P I ホールディングに対して行った新株発行について、株主である C S K が、著しく不公正な方法による新株発行であることを根拠に差止めを求めた事例において、裁判所は、

「著シク不公正ナル方法」による新株発行とは、不当な目的を達成する手段として新株発行が利用される場合をいうと解されるところ、株式会社においてその支配権につき争いがあり、従来株主の持株比率に重大な影響を及ぼすような数の新株が発行され、それが第三者に割り当てられる場合に、その新株発行が特定の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであるときは、不当な目的を達成する手段として新株発行が利用される場合にあたるといふべきである」としました。

これは予ねてより「主要目的ルール」と呼ばれてきたものですが、本件では、このルールに沿って、新株発行会社における資金調達の必要性、および、調達した資金の利用計画の合理性をチェックして、本件新株発行は「著シク不公正ナル方法」による新株発行ではないとしました。その後、東京高裁に異議申し立てがなされましたが、東京高裁も上記判断を維持しました。

(2) 新株予約権の利用

(イ) 新株予約権の意義

新株予約権は、権利者(新株予約権者)が、あらかじめ定められた将来の時期に、一定の価格で、所定の数の株式を会社から取得できる権利です。

上場会社の一例として、現在の株価が1株1000円である会社において、1年後から3年後までの間(権利行使期間)に、1株1200円で当社の株式を取得することができる権利を、株主は1株につき1個(1個あたりの株数10株)有する、などと定められます。

新株予約権を取得するためには発行対価を支払う必要がありますが、無償で発行される場合もあります。株主以外の者も取得することができます。取得条項付新株予約権もありますし、譲渡制限付新株予約権もあります。

新株予約権は権利であり、財貨の性質を有しますから、取締役や従業員の報酬の一種として利用されることがあります。これをストック・オプションと呼んでいます。また、社債に新株予約権をつけて新株予約権付社債にすれば、発行会社の借金の金利負担を軽減する効果が出てくるのです。

(ロ) 新株予約権の経済的価値

新株予約権の権利者が株式を取得するために支払う額、つまり株式購入価格が事前に固定されていますから、行使期間になって現在よりも株価が高騰しているならば、権利者は新株予約権を行使して株式を取得するでしょう。なぜならば、定められた安い価額を支払うだけで高価な株式を手に入れることができるからです。

先の事例では、権利行使期間が到来したときに株価が2000円になっている場合、権利者は権利行使によって、1200円を支払うだけで時価2000円相当の株式を取得することができます。それを市場で売却すれば差額(1株につき約800円)を現金化することができます。権利者が発行時に多少の払込額を負担していても、全体としては利益になるのです。

反対に行使期間に株価が下落していた場合には権利を行使しなければよいのです。もし、権利行使期間に株価が1000円程度に低迷していれば、権利者はメリットがないので予約権を行使しないままでしょう。株式が欲しいのであれば、1200円を支払って株式を取得する(新株予約権を行使する)よりも1000円を支払って株式市場で株式を取得した方が安上がりであるからです。

このように新株予約権の権利者は、権利行使期間内の株価の上昇に大きな利益を

有することになります。

(ハ) 新株予約権の発行手続

会社法は、公開会社(株式譲渡制限のない会社)における新株予約権の発行につき、原則的には取締役会(一般には株主総会)の決議限りで発行可能としていますが、無償での有利条件発行、または、有償での有利な払込金額での発行については株主総会の特別決議を要するとしています(会社法第 238 条第 2 項、第 3 項、第 240 条第 1 項、第 309 条第 1 項第 6 号)。

(ニ) 既存株主の差止請求権

新株発行の場合と同様に、株主は不利益を受けるおそれのある新株予約権の発行に対して差止請求権を有しています。

すなわち、新株予約権の発行が、①法令または定款に違反する場合、または、②著しく不公正な方法による場合に、これによって株主が不利益を受けるおそれがあるときは、株主は会社に対して、新株予約権の発行の差止めを請求することができます(会社法第 247 条)。この場合には、仮処分の申請が伴うのが普通です。

著しく不公正な方法による発行の場合と異なって、発行条件や払込価額が特に有利である発行については、特に条文に明記されていないので、差止要件を満たさないようにも見えます。しかし、新株予約権を無償で発行した場合の発行条件、または、同じく有償で発行した場合の払込価額が特に有利であれば、株主総会の特別決議が必要ですから、特に有利な発行条件、払込価額であるにもかかわらず、株主総会の決議を経ずに第三者に対して新株予約権を発行した場合、法律の定めた要件を欠くという意味での法令違反が成立することになり、①にいう、法令違反による差止めの要件を満たすことになるのです。

②の不公正な方法による発行であるかどうかも争点の一つです。経営陣の保身のための新株予約権の発行は厳しくチェックされます。

(ホ) 新株予約権と企業防衛

新株予約権の発行は、新株発行と並んで、会社が株式という発言権の付着した証券を発行する(または潜在的に発行する)行為であり、したがって将来会社全体の中での株主の発言権を増加する効果を生ずる行為ですから、使い方を工夫すれば、新株予約権を企業防衛の手段に使うことが可能です。株式と同様に、会社に友好的な

株主が新株予約権を取得していて、会社にとって好ましい株主が増えて欲しいときに、必要に応じて新株予約権を行使して株主になってくれれば、味方の株式数が増えますから、経営陣にとってはありがたいことになります。

しかし、買収者が他の株主と同等の立場で新株予約権を取得したのでは、株主間の株式保有割合が変わりませんから、意味がありません。問題は、どのようにして買収者以外の株主に新株予約権を付与し、どのようにして味方の株主になってもらうかです。

(へ) 株主割当と第三者割当

既存の株主に対して、持株数に比例して新株予約権を割り振る株主割当の方法と、そうでない第三者割当の方法があります(その他に株主無償割当もあります)。

新株予約権の発行は、株式市場に与える影響を少なくしながら、いざという場合にだけ防衛手段を発動することができるという特徴があり、上場会社にも違和感がありません。

不当な企業防衛ないし経営者の保身のための行為ではないかと疑われる新株予約権の発行は、株主総会の決議を経ないで取締役会の決議限りで行われる場合に集中します。会社法(公開会社の場合)は、取締役会の決議限りで新株予約権を発行することができる場合を、①第三者に対して特に有利でない条件(価額)で新株予約権を発行する場合、②既存の株主に対して持株数に比例して新株予約権を発行する場合の二つについて許しています。

以下では、この二つの場合を区別して、企業防衛上の問題を考えます。

(ト) 新株予約権の第三者発行

新株予約権の発行は、会社の株式数の増加をもたらすという点では新株発行と本質的に相違がありませんから、経営陣が自己の味方になってくれる第三者に対して新株予約権を発行し、総会支配を維持できるように画策するおそれがありがちであることは否定できません。とりわけ敵対的買収によって既存の会社支配体制が揺らいできたような場合には切実な問題となります。もちろん経営の状況から判断して第三者に対する新株予約権の発行が正当な行為であることもあります。

企業防衛手段として、株主総会の決議を経ることなく第三者に新株(新株予約権)を発行することの当否については多々議論されてきました。

(a) 実例

最近の実例としては、外部(ライブドア)からの株式買占めに遭遇したニッポン放送が、フジテレビに対し、大量の第三者割当新株予約権を発行して話題となりました。これは上場会社の例であり、経営支配権争いの渦中で新株予約権が発行されたという特色があります。

買収の対象会社となったニッポン放送が、フジテレビに対し、新株予約権を発行しようとしたところ、株主であるライブドアがこの新株予約権の発行を差し止める仮処分申請を行いました。

(b) 東京地裁平成 17 年 3 月 11 日決定

上記仮処分申請事件において、東京地裁は、平成 17 年 3 月 11 日に、「支配権維持が主目的で不公正発行に当たる」として、新株予約権の発行を差し止める決定をしました。

理由の要旨としては、以下の 2 点があります。

①「特ニ有利ナル条件」(商法第 280 条ノ 21 第 1 項)による新株予約権の発行といえるかの点について、新株予約権の有利な条件による発行にあたるかどうかは、オプション評価理論に基づいて算出された新株予約権の発行時点における価額(公正な発行価格)と取締役会において決定された発行価額とを比較して判断することになるけれども、本件発行価額の算出方法について明らかに不合理な点は認められないから、本件新株予約権の発行が「特ニ有利ナル条件」による発行であるとまでいうことはできないとしました。

②「著シク不公正ナル方法」(商法第 280 条ノ 39 第 4 項、第 280 条ノ 10)による新株予約権の発行といえるかという点については、

「著シク不公正ナル方法」による新株予約権の発行とは、不当な目的を達成する手段として新株予約権発行が利用される場合をいい、株式会社においてその支配権につき争いがあり、従来の株主の持株比率に重大な影響を及ぼすような数の新株予約権が発行され、それが第三者に割り当てられる場合に、その新株予約権発行が支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営陣の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであるときは、会社ひいては株主全体の利益の保護という観点からその新株予約権発行を

正当化する特段の事情がない限り、不当な目的を達成する手段として新株予約権発行が利用される場合にあたるといふべきである。」とし、

債務者(ニッポン放送)による新株予約権の発行は現在の取締役の地位保全を主たる目的とするものということとはできないが、「現経営陣と同様にフジサンケイグループに属する経営陣による支配権の維持を目的とするものであり、なお現経営陣の支配権を維持することを主たる目的とするものといふべきである」としました。

また、債務者(ニッポン放送)は、本件新株予約権の発行は、債務者の企業価値の毀損を防ぎ、企業価値を維持、向上させ、また放送の公共性を確保するために行ったものであり、本件新株予約権の発行は正当なものであると主張しているけれども、「特定の株主の支配権取得によりかかる利益が毀損される場合には、取締役はこれを防止することを目的としてそのために相当な手段をとることが許される場合があるといふべきである。他方、現経営陣の支配権の維持を主たる目的とする新株予約権の発行が原則として許されないことからすると、企業価値の毀損防止のための手段として新株予約権の発行を正当化する特段の事情があるといふためには、特定の株主の支配権取得により企業価値が著しく毀損されることが明らかであることを要すると解すべきである。」としました。

そして本件では、債権者(ライブドア)の支配権取得により債務者の企業価値が著しく毀損されることが明らかであるとまでは認められないと述べました。

結果、本件新株予約権の発行は、「著シク不公正ナル方法」による新株予約権の発行であると認められました。

その後、債務者側により異議の申立がなされましたが、東京高裁はこれを棄却しました。

会社法の制定により、「特ニ有利ナル条件」は会社法第 238 条 3 項に、「著シク不公正ナル方法」は会社法第 247 条に位置づけられることとなりましたが、裁判所は、この新しい会社法の下でも上記と同様の見解を採用するものと推測されます。

(チ)新株予約権の株主割当

新株予約権を株主割当で発行するのであれば、発行価額、発行条件の如何を問わず、株主総会の特別決議は必要とされません。この点に着眼して、株主割当の新株予約権を企業買収に対する防衛手段として利用する実例が登場しました。

(a)実例

産業制御機械メーカーのニレコ(ジャスダック上場)が発表したセキュリティ・プランによれば、買収で企業価値が害されることを防止し、買収提案がなされた場合に当社の企業価値の最大化を達成する手段として用いる方策であるという主張のもと、2005年3月末の株主名簿上の株主を対象に、1株につき2個の新株予約権を無償で交付するとしています。新株予約権の行使価格は1円、行使期間は3年間とされ、将来における株主(権利者)の権利行使を誘発するために、非常に有利な発行条件が設定されたのです。ただし、手続開始要件が成就しなければ、行使期間中であっても権利を行使することはできないとされています。

その手続開始要件とは「ある者が20%以上の株式を取得したことを取締役会が認識し公表したこと」とされています。また、行使期間満了日までに要件が満たされない場合には新株予約権は消滅し、企業価値の最大化に資するような買収等の提案がなされた場合においては、有識者を加えた特別委員会の勧告に基づく取締役会の決議によって新株予約権の全部が無償で消却される、としています。また、この新株予約権の譲渡は制限されています。

この方式は、新株予約権の株主割当による発行であり、第三者割当発行ではありませんから株主総会の決議は必要でなく、株主総会を経由しないで発行を決定しても、取締役会で決定する限り法令に違反することはないこととなります。したがって、法令違反を理由として新株予約権の発行が差し止められることはありません。

しかし、基準日以前に株主になった者は新株予約権を取得することができるのに対して、基準日以後に株主になった者は新株予約権を取得することができないということになり、将来の株主の間に権利者としての差異が生ずることになります。

(b)東京地裁平成17年6月1日決定

そこで上記の差異に関して、不公正な方法による発行であるかどうかが問題とされ、ニレコの約 6.9%の株式を保有するエスエフピー・ファンドが新株予約権発行差止の仮処分を東京地裁に申し立てました。

東京地裁は、ニレコが発行を予定していた新株予約権について、①株主総会の意思を反映させる仕組みとして欠けるところがないとはいえない、②新株予約権の行使条件の成就に関する取締役会の恣意的判断の防止が担保される仕組みとなっているとまではいえない、③債権者を含む買収とは無関係の株主に不測の損害を与えるものでないということとはできない、などを理由として、新株予約権の発行を差し止める決定をしました。

また、異議に基づく東京高裁の決定も、東京地裁の仮処分決定を認可しました(東京高裁平成17年6月15日決定)。

利害損得勘定でみると、基準日以後に株式を取得して株主になった者は、第三者(従前の株主)が株主総会の決議なしに、「特に有利な」を乗り越えて「非常に魅力的な」新株予約権をもっているのに等しい関係に立つこととなります。そのことは、基準日以後に株式を取得しようとする者の株式取得意欲をそぐことになり株価に影響するでしょう。

(リ) 取得条件付新株予約権

新しく取得条項付株式(会社法第2条第19号、第107条第1項第3号、第168条以下)の発行が認められるのに合わせて、取得条項付新株予約権なるものが認められました。すなわち、一定の事由が生じたことを条件として会社が取得することができる新株予約権です。全ての株式ではなく一部の株式を取得するように設計することもできます。

取得と引換えに会社の株式、社債などの対価を交付することを約束することもできます(会社法第236条第7号)。合併、会社分割、株式交換、株式移転の際に、消滅会社、分割会社、株式交換をする会社、株式移転をする会社の新株予約権者に対し、存続会社、承継会社、完全親会社、設立会社などの新株予約権を交付することを約束することもできます(会社法第236条第8号)。

買収から企業を防衛するために、特に非公開会社において取得条項付新株予約権を利用することも検討されています。

すなわち、取得条項付新株予約権は、一定の事由が生じたときに、会社が取得すると申し出れば、株主の意思を問わないで会社が取得することができる約束(取得条項)がついた新株予約権ですし、会社が取得条項付新株予約権を取得するときに、取得と引換えに新株予約権者に対して会社の株式を交付すると定めておくことができます。したがって、一定の事由を工夫して定めておけば、買収者が一定程度の買収を進めたときに、対象会社が買収者以外の取得条項付新株予約権者の新株予約権を取得して、その対価として対象会社の株式を交付することによって、買収者の株式による支配割合を薄めることができるという仕組みです。

(ヌ) 信託制度の利用

新株予約権を利用した防衛に関しては、信託制度を利用する方法も実際に行われています。具体的には、会社が信託会社に対して直接新株予約権を発行する方法とか、特定目的会社などに新株予約権を発行し、それを信託会社に信託する方法などがあります。

有限責任中間法人に新株予約権を発行し、中間法人は新株予約権を信託銀行に信託譲渡しておく方法(イー・アクセス)とか、新株予約権を信託銀行に直接発行する方法(西濃運輸)など、新株予約権の信託を利用した企業防衛方法が報じられました。

いずれも基準日の到来が認定されると、買収者を除く既存株主に新株予約権が与えられ、また、新株予約権の発動および消却には社外取締役が関与するとされています。

(3) 種類株式の利用

平成 17 年の商法改正、会社法創設によって、従来認められていたものに加えて、いろいろな種類の株式の発行が認められることになりました。これを企業防衛の手段とすることが考えられています。

なお、種類株式による防衛の問題に限らず、防衛策一般について言えることですが、策定した防衛策が法律をクリアーしているという結論が得られたとしても、それを実際に応用できるかということ、もう一つ問題が出てきます。

すなわち、上場会社の場合には、防衛のための種類株式を発行することが、公共性の強い上場会社の趣旨に適合しないと扱われるおそれが生じます。防衛策を講ずるということは株式を買いにくくすることであり、株式が買いにくいということは結果的に買い

手が減って、株価が低迷する可能性があるからです。一般投資家の投資手段としての株式の性質を失わせるような、強力かつ確実な防衛方法に関しては、証券取引所や機関投資家から否定的な判断が示されています。

(イ)拒否権付種類株式

これは黄金株とも呼ばれるもので、株主総会(取締役会、清算人会など)の決議の効力を否定することを可能にする種類株式です。

つまり、この株式を有する種類株主総会の決議がなければ株主総会決議は効力を有しないこととなります(会社法第108条第1項第8号)。一人ないし一社がこの種類株式を有することも可能ですし、この種類株式に譲渡制限をつけて会社が譲渡の諾否決定権を留保することも可能です。

問題は、株式が投資の対象であるという観点から考えたときに、拒否権があると株式投資の魅力が減少するということです。実際に上場会社の場合は、強力な黄金株は取引所に好まれない株式です。

(a)実例

黄金株は、実際にUFJ銀行と東京三菱銀行の間で実行されました。

これは経営統合の一段階で起こった事例ですが、UFJホールディングス(以下、UFJHD)の完全子会社であるUFJ銀行が三菱東京ファイナンシャル・グループ(以下、MTFG)に対して、第三者割当増資により優先株式を発行しました。

この優先株式には、UFJ銀行の行う定款変更、合併、株式交換、株式移転、会社分割、営業譲渡、譲受、純資産5%以上の財産の処分または譲受、株式、新株予約権等の発行、取締役選任、解任、利益処分、損失処理などに関して、MTFGが株主となっている種類株式の株主総会決議が必要であるという条項が定められていました。

つまり、UFJ銀行の株主総会の大部分の重要な決議に対し、MTFGが拒否権を発動することができることと定められ、このことは、UFJ銀行にとって強力な買収防止策が構築されたことを意味します。

このような優先株式を発行するには、そのことを定款に規定する必要があります。定款変更のためには株主総会の特別決議が必要ですから、通常はその段階で株主の保護が機能しますが、UFJ銀行の株主はUFJHDただ一人でしたから、

難なく定款変更が可決されたのです。持株会社組織を作って子会社にこの株式を発行させますと、子会社の株主総会は親会社一社だけの単一意思で形成されますから、親会社の株主が構成している実質的な株主総会の機能も排除する効果が生じます。

UFJ銀行の実質的な株主は、完全親会社であるUFJHDの株主であるにもかかわらず、その株主による株主総会の権限が、取締役の裁量によってこのように制約されても良いのかという株式制度の根幹にかかわる疑問が提起され、議論されました。

(ロ) 議決権制限種類株式

議決権制限種類株式制度を利用して、普通株式を議決権の制限された種類株式にしてしまう方法も提示されています。例えば、全体の20%未満の株式を保有しているときにのみ議決権を行使することができる、ということを種類株式(議決権制限株式)の内容として定めてしまう方法です。

(ハ) 取得条項付種類株式

上場会社でない場合には取得条項付株式の利用が考えられないわけではありません。

会社法では「取得条項付」という用語が頻繁に使われていますが、これは会社が取得するという意思を表示すれば、株主の有する株式を会社のものにすることができることが約束されているという意味です。反対に株主が申し出て株式を会社に取得させることができる場合は「取得請求権付」という用語になります。いずれの場合も会社が取得したならば、会社にとっては自己株式の取得になります。

防衛策としては、買収者の持株を取得条項付種類株式に転換してしまうように設計する方法を考えます。こうすれば、会社の意思で強制的に株主から株式を取得してしまうことができるのです。しかし、これは強引な方法ですから、それなりに株主の保護手続を踏む必要があり、事前に株主の全員の同意があるときに打っておく方法でしょう。

具体的には、普通株式を取得条項付にしてしまうために、

- ① 種類株式を発行できる状態を作ります。ただし、実際に種類株式を発行する必要はありません。

- ② 普通株式(この段階では一つの種類株式)を取得条項付種類株式にするために定款変更をします。この手続には株主全員の同意が必要です(会社法第 111 条第 2 項)。
- ③ 会社は必要なときに取得条項付種類株式を取得して、株主に他の対価を交付します。対価として議決権制限株式を交付するように設計することもできます。いずれにせよ、この方法は買収が始まって株主の中に異分子が登場したときは利用できません。

(二)全部取得条項付種類株式

種類株式を利用して、かつ、株主の全員一致ではなく、株主の多数決で防衛の効果を発生させる方法としては、全部取得条項付種類株式の利用があります。

概要を述べますと、種類株式の発行状態を作ってから、普通株式(この段階では種類株式)を種類株主総会の決議で全部取得条項付種類株式に変更し、実際に会社が株式を取得する必要が生じたときに、株主総会の決議によって全部取得条項付株式を全て会社が取得し、株主に何らかの対価を交付する方法です。

(4)株式相互保有

会社が相互に相手方の株式を保有し、株主総会の運営を通じて相互に助け合う方法です。一方の会社において株主総会が行われる際には、株主である他方の会社が協力的に議決権を行使して会社の多数派を構成して株主総会を乗り切り、逆の場合は立場を代えて相互に協力するのです。三社以上が環状的に保有の連鎖を形成して、集団で協力する方法もあります。

株式相互保有(持合)は、伝統的にわが国の株式保有構造を特徴づけていた現象ですが、最近の持株関係の解消によって会社間の相互防衛構造が瓦解し、それによって買収の危機が生じたと論じられるように、時代的には後ろ向きの方法です。株式を相互に保有することによって出資が相殺されているのではないかなどという批判に耐えられるものでなければなりません。

株式相互保有に関しては、パクマン・ディフェンス(第 2 章第 2 の 5 (4))で述べたことも参照して下さい。

(5)株式の分割

株式会社は株式の分割をすることができます(会社法第 183 条第 1 項)。株式の分割と

は、1株を2株に分割するとか、10株を11株に分割するなど、株式を細分化する行為です。

例えば、市場で取引される株式数を増やして取引単価を下げ、個人株主などが取引しやすいようにするために利用されたりします。

株式を分割しても会社の資本金や会社財産に変動はありませんが、当然のことながら、各株主の持株数は増加します。株式分割後も会社が1株あたりの配当額を維持するならば、株式数の増加は株主にとって増配効果があることとなります。しかし、株式を分割しても各株主あたりの会社の純資産額は変わりませんし、株主間の相対的な支配割合も基本的には変化しません。株式分割は、各株主の間の相対的地位に影響を与えませんので、取締役会設置会社では、取締役会の決議(その他の会社では株主総会の普通決議)によって行うことができます(会社法第183条第2項)。

買収の対象とされた会社が株式の分割をすると、株式数が増加しますから、買収者が購入を予定していた株式数を取得しただけでは所期の目的を達成できないこととなります。そこで、株式分割が企業防衛の効果があるのではないかと考えられるのです。

株式分割によって株式数が増加すれば、それに対応して時価が低下しますから、理論的には、株式分割の前後で時価総額(すなわち株式数と時価の積)に変化はないはずですが。しかし、実際には市場が敏感に反応しないために、少なくとも一時的には、株式分割によって時価総額が上がる場合があります。その点も買収側にとっては嫌な点です。

(a) 実例

実際に買収、防衛に関係して株式の分割がテーマになりました。

これは、施工図作図や施工管理業務の請負事業などを主たる業務としている夢真グループの純粋持株会社である夢真HD(大阪証券取引所へラクレスに上場)が、都市設計を主な業務とする会社である日本技術開発(ジャスダック上場)を買収しようとした事件です。

夢真が日本技術開発の発行済株式総数の5～6パーセントを保有した段階で買収の意向があることを知った日本技開は、

「株式を20%以上買い付けた者に対して、十分な情報提供をすること、および、大規模買付けをする前に取締役会による評価期間をおくこと」を求める自社の大規模買付ルールを定め、さらに「大規模買付者(20%保有)により、大規模買付ル

ールが遵守されなかった場合には、具体的な買付方法の如何にかかわらず、取締役会は、会社および株主全体の利益を守ることを目的として、株式分割、新株予約権の発行等の手段を行使して大規模買付行為に対抗する場合がある。具体的にいかなる手段を講じるかについては、その時点で最も適切と取締役会が判断したものを選択することとする。ただし、取締役会が具体的対抗策として一定の基準日現在の株主に対し株式分割を行うことを選択した場合には、株式分割1回につき株式1株を最大5株に分割する範囲内において分割比率を決定するものとする」ことを明らかにしました。

これは事前警告型防衛策の一種です。

(b) 東京地裁平成17年7月29日決定

双方が警告を出し合う状態の後、日本技術開発の取締役会は株式分割を決議しました。その後、夢真HDが日本技術開発の株式の公開買付けを開始し、さらに、東京地裁に対して日本技術開発のした株式分割を差止める仮処分を申請しましたが、裁判所は、以下のように述べて、この申立を却下しました。

「①債権者(夢真HD)は、平成17年6月15日から短期間の間に債務者(日本技術開発)株式を多数取得し、発行済株式総数の約6.83パーセントを保有する筆頭株主となったこと、②債務者は、債権者との間で、同年7月7日に債権者が債務者株式を大量に取得した経緯を聴くために会談を行い、債権者が業務提携の協議を申し入れ、協議に応じるか否か同年7月11日までに回答を求めたのに対し、債務者は同月15日まで返答の猶予を求めたこと、③債務者は、翌8日に独自に定めた本件大規模買付ルールを公表し、大量買付けを行おうとする者に、債務者取締役会に対し事前に十分な情報を提供するとともに、債務者取締役会による一定の評価期間が経過した後に大規模買付行為を開始すべきことを求めたこと、④これに対し、債権者取締役会は、同月11日に債務者株式を公開買付けにより取得することを決議したこと、⑤債務者は債権者に対し本件大規模買付ルールに従い、事業計画を提出するとともに、公開買付けを債務者の定時株主総会が開催されるまで実施しないよう求めたけれども、債権者がこれを拒否したこと、⑥そのため、債務者は、同月18日、取締役会において本件株式分割を行う本件取締役会決議を行ったこと、⑦債務者の定時株主総会が同年9月末までに開催されることとなっ

ているところ、本件株式分割の効力は同年10月3日に生ずることの各事実が認められ、こうした経過からすれば、本件株式分割の目的は、債権者が本件公開買付けをする前に本件取締役会決議をすることにより、債務者の定時株主総会が開催されるまで債権者が公開買付けを行うことを阻止することにあるということができるとし、

「本件株式分割を行った本件取締役会決議は、その経緯において批判の余地がないではないものの、取締役会が本件株式分割を決議した意図(取締役会の保身を図るものとは認められず、経営権の帰属に関する株主の適切な判断を可能とするものであること)、既存株主に与える不利益の有無及び程度(株主の権利の実質的変動をもたらすものではないこと)並びに本件公開買付けに対して及ぼす効果(本件株式分割が本件公開買付けの効力の発生を定時株主総会以降まで引き延ばすものにすぎず、その目的の達成を法的に妨げる効果を有するものとは認められないこと)の観点からみて、本件株式分割が、証券取引法(筆者注:現在の金融商品取引法)の趣旨や権限分配の法意に反するものとして、直ちに相当性を欠き、取締役会がその権限を濫用したものとまでいうことはできない。

なお、債権者は、本件株式分割により、事実上本件公開買付けの実施が困難となると指摘するところ、これを認めるに足りる疎明がないことは判示のとおりであるが、仮に、本件株式分割の結果、本件公開買付けに事実上著しい支障を来したと認められる場合には、対抗手段としての相当性を欠くと解する余地もないではない」と結論付けました。

(6) 上場からの撤退

(イ) 株式譲渡制限

「当社の株式を譲渡するには会社の承認が必要である」という制度を導入する方法です(会社法第107条第1項第1号)。そのことを定款に定めておけば、株主が株式の売却先として選んだ新規参入予定の株主候補者を取締役会(株主総会)が拒否することができます(会社法第139条)。

ただし、譲渡を承認しないときは、会社がその株式を買うか、または、会社が指定した指定買取人が買うか、いずれかの方法で、株式を換金したいと申し出ている株主の要求に応じなければなりません(会社法第140条)。株式買取価格は第一次的

には株主と会社(指定買取人)の間で協議して決めますが、決らなければ裁判所に持ち込むこととなります(会社法第144条)。ということは、会社または指定買取人のいずれかが株式購入資金の手当をすることが必要になります。もし、株主間の結束が崩れて株式の譲渡を希望する株主が多数になれば、会社側にとって資金的に大きな問題が生じます。

株式譲渡制限をつけたまま上場を維持することはできませんから、譲渡制限を設けたならば、上場によって一般市場から投資を募るといった利益は放棄しなければなりません。

株式譲渡制限のない会社が、このような制度を設けるために定款を変更しようとすると、その変更要件は非常に厳格です。株主総会で議決権を行使することができる株主の半数以上の賛成と、同じく株主の議決権の3分の2以上の賛成が必要です(会社法第309条第3項第1号)。

なお、種類株式にだけ株式譲渡制限を付けることもできます(会社法第108条第1項第4号)。

(ロ) MBO

(a) MBOの意義

MBO(Management Buy Out)は、会社の経営者などの内部者が、場合によっては外部の資金提供者と協力して、自社の株式などを取得する方法により、自社を買収する行為です。つまり、一般に買収の対象となった会社の経営者またはその子会社の経営者が、対象会社の株式、子会社株式、事業などをその会社(所有者)から買収する行為です。

上場会社においては、これによって上場廃止の効果が生じます(経営陣による企業買収)。ということは他社に買収されるおそれがないことでもあるため、その点で防衛方法の一つに数えられるのです。もっとも、MBOは買収に対する防衛のためでなく行われることもあります。

(b) MBOの手法

典型的な方法としては、まず買収目的の新しい会社を設立して、そこに経営者、協力金融機関、ベンチャー・キャピタルなどが出資をし、そこでまとまった資金を使って、対象会社の株式もしくは営業資産を買収するという方法によるのが一

般的です。

新しい経営者は、既存の会社の支配関係から離れて独自の経営戦略を策定することができます。また、対象会社およびその事業に精通した者が経営を承継することになるために、M&Aに伴う企業風土の変更が少なく、アカの他人に乗っ取られたという感覚も薄く、従来からの取引関係や就労関係が維持される可能性が高いというメリットを有すると考えられます。

株主はMBO計画に納得しなければ株式を売らないでしょうが、大方の株式が売られてしまえば、いずれ上場が廃止されると踏んで、残りの株主も売却に応ずると考えられます。

ただし、会社の財産を会社の内部者が取得するという関係からくる利益相反の問題は要注意です。また、外部資金が巨額である場合には、MBOに成功しても、新会社の支配は外部資本が牛耳るという構図ができ上がることも要注意です。

(c) 実例

アパレルメーカー大手のワールドが実際にMBOを実行しました。具体的には、社長が実質的に保有する会社がワールドの株式に対して公開買付けをするという方法によりました。MBOが成立すれば、金銭交付による簡易株式交換を行うことも示されました。

株主は公開買付けに応じなくてもよいのですが、公開買付けに応じなかった株主は、引き続き株式を持ち続けても、いずれワールドが上場会社でなくなったら、持株を市場で売却することができなくなります。結局は、株式の流動性が著しく損なわれること、売却価値にも不安があることが危惧されて、株式が売られました。

(d) 株式を上場するメリット

日本でもMBOが現実化したことによって、株式を上場することの意味が改めて問われることになりました。上場会社は非上場会社よりも規模が大きく、上場のメリットも多いものと考えられています。株式の流動性が高まるということ、つまり、株式の換金が容易であるということは、いろいろな面で好感されます。

なぜ株式を上場するのでしょうか、そのメリットを以下でとり上げます。

① 資金調達

株式を上場した会社は、さらに株式を発行して新規の株主から資金を調達できる可能性が高くなります。つまり、広く投資家から投資資金を調達することが容易になります。投資する者は投資した資金を会社に拘束されてしまいますが、投資の対価として取得した株式を売却して利ざやを稼いだり、担保化することができます。

しかし、株式市場がない株式では換金が容易ではありませんから、このような利用は困難になります。

投資家にとって資金が必要なときに株式を容易に現金化することができれば株式には大きな投資魅力があることになります。それを実現しているのが上場株式なのです。投資家はそのことを考えて投資をしますから、株式が上場してあれば、資金の調達がやりやすいのです。

② 製品、従業員を意識した会社のイメージ・アップ

非上場会社のことを「未上場会社」と称することがあります。そこには、会社はいずれ上場することが既定のコースであり、上場することによって一人前の会社になるというような雰囲気を感じられます。「未成年」が、いずれ一人前の成年になる仮の姿であるように表現されているのと同じです。

上場には、上場会社こそが完成した株式会社であるという一般的意識を経営に利用できるというメリットがあります。「買うなら上場会社の製品だ」、「勤めるなら上場会社だ」、「取引をするなら上場会社だ」という一般的な傾向を利用できるのです。もっとも、この点については例外があります。

③ ストック・オプションの効果的利用

ストック・オプション(主として取締役、従業員に交付される一種の新株予約権)を取得した権利者は、いずれ株価が高くなって株式を売却して現金化できることに大きな魅力を感じます。上場会社ならば、株価が上昇すればオプションを実現することによって株式を取得して、それを換金することができます。

しかし、非上場会社の株式の場合は、ストック・オプションという、株式を有利に取得できる権利を与えられても、取得後の株式に換金性がなく、魅力を感じられません。

④ 組織再編行為の容易化

合併、株式交換、会社分割などの組織再編行為を行う際に、株主総会の決議を得ることが必要ですが、そのためには、対価として交付される株式が魅力的価値のあるものであることが必要となります。換金性の薄い非上場株式が交付されるという内容では、合併等を有利に進められないという事実上のデメリットがありましょう。つまり、組織再編行為を利用して他社を買収しようとする会社は、自社の株式が換金性を有することが有利になるのです。

以上のことは、対価として株式の交付が選択された場合のことであって、会社法によると、対価は株式に限定されず、株式以外の財産でもよいとされています。

⑤ 上場による利益

株式上場時に株主がキャピタル・ゲインを得ることができることも魅力です（IPO）。会社を設立し育て上げた創業者が、株式の上場によって利益を得ることになります。

(e) 株式を上場するデメリット

逆に、株式を上場していることのデメリットとしてあげられることは、

- ① 敵対的企業買収の対象に晒されること、
- ② ともすると短期的利益の獲得を意識する傾向のある株主によって経営が影響されること、
- ③ 企業情報の開示が義務づけられるため、会社内部の貴重な情報がライバル会社などの外部の者に知られてしまうこと、
- ④ 上場することによって生ずる情報開示などの事務手続費用が増すことなどです。

以上のような上場のメリット、デメリットが計算されて、各社の経営が展開されますが、多くの場合MBOは、上場と決別しようとする経営者の決断の現れの一つであると考えられます。

(7) 組織再編行為

合併、株式交換、共同株式移転など、組織再編行為と呼ばれるものを企業防衛の手段として利用することも不可能ではありません。なぜならば、これらの行為は株式の発行を伴うからです。これらの手続によって新規に発行される株式を味方の手に入れれば、

防衛側の議決権が多数になるというわけです。買収費用を過大にして買収者に負荷を与える効果もあります。

通常の株式発行による防衛、すなわち、経営側の味方となる第三者に新株を発行する手続と比較すれば、組織再編行為が防衛方法として持つ意味の理解は簡単です。

新株発行の場合は、発行会社は相手方である引受人から現金の交付を受けて株式を発行します。それによって経営者側の味方の株式数が増加します。

では、味方に対して株式を発行するということは固定して、相手方から取得するものを現金ではなく、他社の財産を含む法人格の全てであるとすれば、それが吸収合併なのです。吸収合併は、相手方会社(消滅会社)の全ての財産を承継する対価として、その会社(消滅会社)の株主に存続会社の株式を交付するのです。第三者に対する株式の発行が防衛策の一つであるというのであれば、吸収合併も、株主総会の決議は必要とされませんが、存続会社(吸収会社)にとって防衛策の一つであることとなります。

ただし、あからさまな企業防衛のための合併は疑問視されますし、株主総会の承認決議が得られるか不安が残ります。実行するに際しては、組織再編行為をすることの必要性、合理性を磐石にしておくことが望まれます。

吸収合併と同様に、株式交換、共同株式移転などの組織再編行為も防衛手段の一つとして位置づけられます。

組織再編行為は買収のための手段としても機能しますので、その詳細は、第3章の「友好的買収」の手段の中で改めて述べることにします。

第3章 友好的買収

第1 友好的買収の意味

1 株式購入による方法

対象会社の株式購入による買収は、敵対的な買収の代表的手段ですが、まれには対象会社の経営者と摩擦なく友好的に行われることがあります。

例えば、既述したMBOの過程で、外部資本や経営者の影響下にある会社(特定目的会社など)が、対象会社の株式を公開買付けなどの方法で買い付ける行為は経営者に敵対するものではありません。対象会社の経営者も買収そのものに異論はないけれども、形式的には公開買付けを利用しなければならない買収に該当してしまうので、買収者と売却株主に加えて、対象会社の経営者も合意した上で買収者が公開買付けをするというようなことがあります。

これも株式購入の一形態であることに変わりはありませんが、当事者が合意しているのですから、さして問題にするまでもないでしょう。

2 株式購入以外の方法

そうではなく、株式購入以外の手段で友好的に買収を進めることがあります。買収という用語の本来的な意味に沿わないかもしれませんが、欲しい他社を手に入れる行為をまとめて買収と呼ぶならば、以下に述べる合併による他社吸収なども買収と呼ばなければならないでしょう。M&Aが概念として合併を含んでいるように、株式の購入によるのではなく合併による他社吸収も広義での「買収」の概念に入れる必要があります。

第3章で扱うのは、このように、株式の買収(購入)によらないで他社を取得する手段です。

3 友好的買収と「買収」の概念

例えば、対象会社の経営者と通じて吸収合併するという方法が、他社を吸収する有力な方法であることは言うまでもありません。しかし、対象会社の経営者の同意を得てその会社を吸収するというのであれば、買収という概念に反するようにも思われます。「買収」という言葉には、相手の意思を無視して一方的に行うという好戦的なイメージがあるからです。

しかし、特に対象会社が経営的苦境に陥っているときなどは、経営者の本意でなくとも、しぶしぶ合意せざるを得なくなって合併することになりますが、その場合には吸収合併であっても買収というニュアンスに近くなってきます。合意があることはあるのですが、合意せざるを得なかったという意味では、一方的な意思で他社支配を貫徹するという「買収」の本来的な意味に近くなります。合意の中には不本意ながら友好的態度をつくろうという場合も含まれるのです。一方的な略奪婚も、しぶしぶ合意させる合意婚も、乗っ取りであることに変わりはないのです。

4 買収手段と防衛手段の関係

注意すべきことは、以下に述べる合併とか、株式交換とか、募集株式の発行などの手段は、他社を買収する時に使われる手段であると同時に、使い方によっては、敵対的買収の対象にされた会社が自己を防衛するために使える手段でもあるということです(買収、防衛皮膜論 第1章第3参照)。攻めと守りの両用の使い方があるけれども、ここでは買収の手段としての利用法を述べて行きます。

敵対的買収の場合には、買収に遭遇した経営者は企業の防衛策を考えますが、友好的買収の場合には、買収者が買収行為に走ることにについて既に経営者が同意していますから、特に経営者が防衛するということを考える余地がなくなります。防衛に近い行為としては、少数株主の抵抗があります。

5 友好的買収の2つの類型

友好的な買収に関しては、以下のように、①経営者および株主に友好的な買収と、②経営者に友好的な買収の二つに分けて述べるのが正当であると考えます。

第2 経営者および株主に友好的な買収

買収の対象となる会社の取締役会も合意し、かつ、株主総会における必要な賛成も得て行う結合の形態がここでとりあげる買収です。

株式の購入は通常取引であるけれども、その利用の仕方によっては企業買収の手段となります。これと同じように、合併などの組織再編行為は、利用の仕方によって買収の手段となるという意味です。

組織再編行為は会社が相互に組織を再編成する行為ですから、原則として、対象会社の側だけでなく、買収者の側でも株主総会の特別決議が必要になります。これらの再編行為の代表的なものとして合併があります。

1 合併

(1) 合併手続

合併には、吸収合併と新設合併の区別があります。吸収合併は、合併しようとする会社が他社の財産のみならず法人格までも吸収してしまう効果を生ずる合併です。新設合併は、既存の数社が新しく設立する会社とともに吸収される形で併合する合併です。

吸収合併を買収手続という側面から見ると、買収する会社が買収の対象となる会社の経営者と交渉をして合併の条件を合意し、合併契約書を両社の株主総会の特別決議で承認することによって成立します。つまり、対象会社において経営者または多数の株式を有する株主が反対すれば合併は成立しません。したがって、合併を買収の手段として位置づけた場合に、合併は経営者および株主に友好的な買収として位置づけることになるのです。

(2) 合併と買収

買収という視点から見たときに、合併は、他社株式の取得という典型的な買収方法と比較して、それほど買収としての鮮やかさはありません。しかし、吸収合併について考えると、買収会社(他社を吸収する会社)が、対象会社(吸収される会社)から財貨を取得し、対象会社の株主に現金を交付した場合には買収の色彩が濃くなります。この場合、資金で法人格を買っているからです。

また、買収会社が対象会社の株主に自社の株式を交付するという伝統的な方式の合併

に関しては、買収会社が対象会社から財貨を取得し、人格も買収会社に吸収して統一した上、その会社において買収会社の株主が支配株主になり、被買収会社の株主であった者が買収会社の少数株主になるという合併後の株式構成を認識すれば、買収の実態が見られるということです。合併に際して対象会社の株主が買収会社の株式を何株取得できるかは合併比率で決まることです。

新設合併もこれと同様ですし、総じて組織再編行為を買収行為と認識するについても同じです。再編後の会社において買収側の株主が支配株主となり、そこに被買収側の株主を少数株主として擁しているという構造から、これを買収と認識することになります。

(3) 簡易合併

合併をするには、合併をする会社(吸収会社)においても原則として、株主総会の特別決議が必要ですが、例外として、会社法はさして会社の経営状態に影響がない程度の合併である場合には、その手続を不要としています。

具体的には、A社がB社に吸収合併され、合併の対価としてB社の株式がA社の株主に交付されるという例ですと、B社において、A社株主に交付する株式の価値(純資産額で計算)がB社全体の純資産額の20%未満であれば株主総会の決議は不要であるとしています(会社法第796条第3項、なお第784条第3項参照)。これを簡易合併といいます。この場合は、株主にとっても友好的な買収ということにはなりません。

(4) 少数株主対策

株主総会の決議があれば、一応株主の合意が得られたことにはなりますが、それはあくまでも株主の多数決ですから、中には合併に反対する少数の株主がいる可能性があります。この少数の反対株主を保護するために、反対株主の株式買取請求権が認められています。これは持株を会社に公正な価格で買い取ってもらえるという株主の権利です。要するに合併に反対する株主は、会社が投資資金を払い戻すから会社から出て行って下さいということになります。

したがって、合併をしようという会社は、吸収されて消滅してゆく消滅会社であれ、対象会社を承継する吸収会社であれ、合併に反対する株主の株式買取請求権への対策として、多少の資金の手当てをしておくことが必要になります。

2 株式交換、株式移転

魅力的な他社を手に入れて事業の拡大を図る行為の代表として合併を採りあげるといふことになれば、合併と同等の効果を生ずるいくつかの企業組織再編行為を列挙して、それらの全てを買収手段として位置づける必要があります。

合併類似の行為としては、まず合併に非常に近い株式交換、株式移転があります。

(1) 完全親子会社関係の創設

株式交換と株式移転は、法律上の名前の付け方に問題があり、そのために理解を非常に困難にしています。「交換」とか「移転」という用語に拘泥すると理解が難しくなります。「株主がもっている株式が他社の株式に交換される行為であるから株式交換である」というのであれば、合併も株式交換になってしまいます。

さらに新しい会社法では、株式を他社の株式に交換するのではなく、株式を失った対価として吸収会社(完全親会社)から金銭その他の財産の給付を受ける手続も認められています。そうすると、もっと株式交換という概念から遠くなります。

株式交換とか株式移転は、会社が共同で完全親会社と完全子会社の関係(親会社の子会社の株式を100%所有している関係)を創設する行為です。株式移転の場合、一社だけで行えば、現在ある会社が株式移転で新設される会社の完全子会社になるだけですが、二社以上の会社が共同して株式移転をすれば企業結合の意味をもってきます。

(2) 吸収合併と株式交換

吸収合併の場合には、吸収される会社(A社)の株主(a)は、A社の株式を失う代わりに吸収する会社(B社)の株式を与えられます。何株のB社株式を与えられるかは合併比率によって決められます。もっとも、これは伝統的な合併の方式であって、会社法の改正によって、aがB社からB社株式以外の財産(金銭など)の交付を受ける方法も認められました。

株式交換の場合でも、aは吸収する会社(B社)の株式(その他の財産)の交付を受けるという点は合併と変わらないのです。ただ、合併の場合は、A社はB社に吸収される結果法人格を失って消滅し、B社一社だけが残りますが、株式交換の場合は、B社がA社の全ての株式を取得してA社の完全親会社となる形で両社とも存続するのです。対価が株式である場合を前提にしますと、aはB社の株式を取得して、b(従来からのB社株主)とともにB社の株主となるという点では、吸収合併も株式交換も変わりありません。

合併に関して説明したのと同様に、株式交換では株式交換によって成立した完全親会社(B社)の中におけるbのaに対する優位が認められることによって、B社によるA社の買収を認識することになります。

(3) 新設合併と株式移転

新設合併と株式移転の関係もこれと同じです。新設合併の場合は、A社はB社と合併して新しく設立されるC社に吸収され、aはC社株式(その他の財産)を与えられます。この例では、B社のbも同じ立場に立つことになります。

株式移転の場合であれば、A社の株式は全て新設のC社が取得し、aはC社の株式を与えられます。C社がA社の全ての株式を取得してA社の完全親会社になります。A社とB社が共同で株式移転をした場合には、bもC社の株主になり、C社がB社の全ての株式を所有してB社もC社の完全子会社になります(共同株式移転)。その結果、aとbによる共同持株会社(C社)ができていくのです。

要するに、株式交換は、法人格を完全親会社と完全子会社という形で残したままの吸収合併であり、株式移転は、新設の会社を完全親会社とし、既存の会社をその完全子会社とする形にまとめた新設合併であるといっても過言ではないのです。

ですから、株式交換と株式移転の名称を代えて、株式交換と株式移転を合わせたものを「株式交換」とし、現在の株式交換は吸収交換、株式移転は新設交換と命名すれば、合併と平仄が合うのです。のみならず、会社分割も吸収分割と新設分割という名称を使用していることとも符合するのです。

(4) 共同株式移転

このように考えれば、合併が企業買収の手段になるのと同様に、株式交換、株式移転も買収の手段にならなければおかしいということに気づくはずですが。

具体的には、aとbが個人ではなく会社であるとしめます。つまり、a社はA社の主要な株主であり、b社はB社の主要な株主であるという状態で、B社がA社を(b社がa社を買収したいと思ったときに、例えば上記の共同株式移転をしてC社を設立すれば、C社がA社およびB社を完全子会社として所有することになるのですから、C社における株主支配が決定的になります。C社を制した者がA社およびB社を制することになります。C社における株主であるb社の株式数がa社の株式数よりも多ければb社がa社を支配したことになり、買収といえる状態が現出するのです。

b社の有するC社株式数とa社が有するC社株式数の比率は、共同株式移転の手続の中でB社とA社の資産、収益力などの企業価値によって決められます。b社がC社を制すれば、A社およびB社をも支配したことになるのです。

以上の関係は合併や株式交換の場合と同じです。

3 会社分割

会社分割は文字通り会社を分割する行為ですが、使い方によっては企業結合の手段、すなわち買収の手段となることができます。会社「分割」という片面的な名称を付けられているために、このような理解が困難になっているだけです。共同会社分割をするのであれば、買収の対象にされた会社が他社と示し合わせて、それぞれの事業を切り出して一つの会社にまとめればよいのです。

つまり、A社とB社が会社分割で結合する場合は、それぞれの会社から切り離す事業を決めてそれを新設のC社に移転させ、その対価としてA社およびB社はC社からC社の株式(または、その他の財産)を取得することになります(共同新設分割)。そのときにA社およびB社がそれぞれC社から取得する株式の多寡がC社における支配を決定します。A社に比較してB社の取得した株式が大量であれば、B社はC社を結節点としてA社と結合し、A社へも支配を及ぼすこととなります。

4 合併、会社分割、株式交換、株式移転の共通点

このように、合併、会社分割、株式交換、株式移転は、使い方によっては他社を吸収する手段となります。当事者である会社においては、原則として株主総会の特別決議が必要であること、株主に株式買取請求権が与えられることなども共通しています。

以上のいずれの行為をするにしても、原則として、双方の会社で株主総会を開き、合併案などを特別決議で可決する必要があります。これを吸収する会社からみれば一種の買収行為といえますが、買収の対象となった会社においても株主総会の特別決議が要求されますから、合併と同様に、対象会社の経営者と株主にともに友好的な買収であると位置づけることができます。ただし、後述する経営者にのみ友好的な買収とは区別されなければなりません。

5 事業の譲渡、譲受け

伝統的に認められてきた手法として、事業の譲渡、譲受けがあります。株式に手をつけないで他社の魅力的な事業部門を買うような例で、これも買収の一形態と考えられます。

会社法は、事業の譲渡、取得につき、基本的に株主総会の特別決議を要求しています(会社法第 467 条以下参照)。反対する株主の株式買取請求権もありますし、過度の市場支配を規制する独禁法による規制もあります。この点は合併なども同様です。

第3 経営者に友好的な買収

買収の対象とされた会社の経営者の合意は必要であるけれども、対象会社の株主の合意は不要である、特に株主総会の決議は必要ないという手続で行われる買収、つまり対象会社の経営者にのみ友好的である買収をここにまとめています。この類の行為による買収は、買収として論じられることが少ないですが、実態を考えれば見落とせない買収であることが分ります。

以下には、株式や新株予約権を利用した、対象会社の経営者に友好的な買収の典型例について述べます。

なお、組織再編行為が買収の手段として利用されるときに、通常は買収する側の会社と買収される側の会社の双方において株主総会の特別決議が必要になりますが、例外として、買収される側の会社において株主総会の決議が必要ないという略式手続による処理が認められています。これは買収する側の会社が買収の対象とされた会社の株式の90%以上を保有している場合です。この場合は、対象会社の株主の同意を得ることなく買収手続が進むこととなりますから、組織再編行為でありながら、対象会社の経営者にのみ友好的な買収の類型に加える必要があります。

1 新株の引受け

(1) 株式購入との比較

典型的な敵対的買収は、対象会社の株式を購入する方法によるもので、多数の株式を買って所有すれば対象会社を支配することができるという構図でした(第2章)。

では、株式を買うのではなく、対象会社から新しく株式を発行してもらったらどうでしょうか。多数の株式を所有する新しい株主が誕生するという状態が形成されることに変わりはありません。

具体例で考えましょう。1万株を発行している会社の株式のうち5000株を買い占めれば、50%の支配を獲得することができます(典型的な買占めによる買収)。では、同じ会社の株式を買うのではなく、その会社に1万株の株式を新たに発行してもらって、その全てを取得することができればどうでしょうか。合計2万株のうちの1万株を所有することとなりますから、株式を取得した者は、やはり50%支配の株主になるのです。これ

は、他社株式の引受けによる買収とすることができるでしょう。

新株引受けによる買収は、典型的な買収と異なって、対象会社の経営者と意思を通じて行うこととなりますので、友好的な買収として整理されるのです。

前者の場合、つまり株式が買い占められる場合には、株式売却の対価を取得するのは株主であり、対象会社に資金は一銭も入りませんが、後者の場合、つまり対象会社が株式の発行をする場合には、会社に大量の資金が入るといった違いがあります。ただし、現実的には株式を引き受ける者(買収者)にとっても魅力のある取引であることが必要になります。

(2) 組織再編行為の側面

もともと、法律はこのような大量の第三者に対する株式発行、特に株主総会の承認を要しない発行には厳しい条件をつけています。しかし、これを全て禁止しているわけではなく、実例もあります。これは、いわば経営者が株主を選ぶというルートです。

この行為は、会社法が第三者に対する募集株式の発行として定めているものです。これらの行為は、株式を取得する者が会社に対価を支払う点に着目して、いずれも会社の資金調達方法の一種として叙述されることが多いため、株式取得者の側から見て買収の手段になるという視点は忘れられがちになっています。通常の株式数の発行であれば、会社の資金調達行為であると性質づけることができますが、大量の株式が第三者の手に入った場合は、単なる資金調達行為ではなく、組織再編行為の様相を帯びてくるのです。株式発行(新株予約権の発行、新株予約権付社債の発行)が既存の株式数に比較して大規模で行われる場合には、実質的に組織再編行為の効果が発生するにもかかわらず、法律はこれらを組織再編行為として一括して扱っていません。

(3) 新株引受けに対する規制

会社法によると、株式募集事項の決定は、株主総会の特別決議によらなければならない(会社法第199条第2項、第309条第2項第5号)のが原則ですが、公開会社(株式譲渡制限のない会社)においては、払込金額が募集株式を引き受ける者に特に有利な金額である場合(会社法第199条第3項)を除いて、取締役会が株式募集事項を決定することができます(会社法第201条第1項)。その場合に、市場価格のある株式を引き受ける者を募集するときは、払込金額を定めなくて、公正な払込金額の決定方法を定めることもできます(会社法第201条第2項)。

2 新株予約権、新株予約権付社債の引受け

(1) 潜在的株式

対象会社が株式を発行する場合だけではなく、第三者に対して新株予約権や新株予約権付社債を大量に発行する場合にも、会社支配に関して株式の場合と同じような利害関係の変化が生じます。

新株予約権や新株予約権付社債は、発行された時点では、権利者が将来株主になる可能性を秘めた権利を有するにすぎませんが、いずれは権利者の意思で株式に化ける可能性をもった潜在的な株式であるからです。

買収の対象になる会社は概して将来性がありますから、株価が上がり新株予約権が行使されて新しい株主が誕生する可能性は高いと言わなければなりません。新株予約権が行使された段階になったら、当初から株式が発行された場合と同じ問題となります。

(2) 新株予約権付社債について

新株予約権付社債は、新株予約権の付いた社債です。つまり、発行会社は社債として社債権者から、多くの場合利息付きで借金をしていることとなります。

社債権者は社債を有しますが、それと合わせて社債には所定の新株予約権が付着しています。したがって、そのまま社債権者として利息を楽しんで社債の償還期日を迎えてもよいのですが、新株予約権を行使した方がよいというチャンスが来れば、新株予約権付社債権者は新株予約権を行使して株式を取得することができます。どのような場合に新株予約権を行使することになるかは新株予約権に関して述べたことと同じです。

ただ、新株予約権付社債の場合には、そのときに株式取得の対価として現金を支払うのではなく、社債で支払うことが予定されているのです。株式一株について、いくらの社債を支払うことになるのか、すなわち転換価格は事前に定められています。

下方修正条項付転換社債型新株予約権付社債(Moving strike convertible bond (略称MSCB)の一種))は、買収者側の資金調達方法として実際はかなり利用されています。これは従来の転換社債と同様の効力を有する新株予約権付社債ですが、発行後に株価が下落した場合には転換価格を下げる(権利者に有利になる)ように変更することが約束されているものです。

(3) まとめ

新株予約権や新株予約権付社債を発行したからといって、その会社がすぐに他社に買

収されたことにはなりません。ただ、新株予約権を発行したということは潜在的に株式の発行をしたこととなりますので、それが株式に転化した場合の株数計算も考えておかなければならないということです。

既述のように、新株予約権は、会社を買収するための道具としてよりも、むしろ企業を防衛するための手段として検討されています(第2章第2の7(2)参照)。

3 株主の抵抗

(1) 既存株主の利害

対象会社の経営者にのみに友好的な買収は、株主の意向を反映するものではありません。このような第三者に対する株式、新株予約権、新株予約権付社債の発行を利用した買収がなされたときに、脅威を感じるのは、買収に合意をした対象会社の経営者ではなく、連絡なしに対象会社の株主を増やされる対象会社の既存株主であると言わなければなりません。なぜならば、新しく株主ないし新株予約権者が登場することによって、既存株主の権利や財産が水増しされるおそれがあるからです。

(2) 株主の抵抗方法

法律は株主保護策として、会社が不合理な株式の発行をしたときに株主が抵抗することを認めています。

株主が抵抗する方法はいろいろあります。株式に関して言いますと、株式の発行が法令や定款に違反する場合や、会社が著しく不公正な方法で株式を発行した場合には、株主は裁判所に対して株式発行の差止めの仮処分を求めることができます(会社法第 210 条)。株式発行の効力が生じた後であれば、株式発行無効訴訟を提起することもできます(会社法第 828 条以下)。また、募集株式を引き受けた者や取締役などの責任も規定されています。

これらの手段は企業防衛という概念には当たらないでしょうが、買収に対する株主の抵抗という、一種の防衛手段といえないでしょうか。敵対的買収に対して会社が防衛しようとするのと同様に、経営者に友好的な買収に対しては株主が防衛する、ないし、抵抗することになる可能性があります。

まとめ

企業買収と企業防衛について、敵対的買収と友好的買収に分けて、目下問題となっていることを論じてきました。敵対的買収に関しては主として防衛方法が語られ、友好的買収に関しては企業再編行為が重要な地位を占めていることを示しています。買収と防衛に関しては触れるべきことがまだまだありますが、ここでは買収や防衛を理解すること以上に、問題を体系的に理解することの重要性を強調しています。敵対的買収と友好的買収の区別、敵対的買収における防衛方法、友好的買収の二分類(経営者および株主に友好的な買収と経営者に友好的な買収)がそのことを表しています。

買収や防衛は最初から最後まで一本調子で進むとは限りません。企業行動は臨機応変です。会社は買収行為を続けながら、途中で他の行為に転換することがあります。既述のように、敵対的買収が途中から組織再編行為などを利用した友好的買収に発展することとか、買収をやめて新たな取引関係や役員を派遣する関係が形成されることなどがあります。

また、買収行為が何かの派生的効果を生み出すこともあります。買い占めた株式の市場価格が高くなったので買収を断念し、これを売却して利益を得ることがあります。買収されたと知った会社が反対側から買収を仕掛けることもあります。

つまり、買収も防衛も、組織の実質的改編という要素をもちつつも、通常取引行為と同様に、会社をめぐる利害関係者のその時々利害と判断の中で姿を変えながら動いています。