

# みずほレポート

2005年6月7日発行

## 最近の企業買収防衛を巡る議論 ～適切な防衛策導入の検討～

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定の取引、商品の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は当社が信頼できると判断した情報に基づき作成されておりますが、当社はその正確性、確実性を保証するものではありませんので、弁護士、公認会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。

なお、記載内容は予告なしに変更する場合があります。

本資料の著作権は当社に属し、本資料の一部または全部を、複写、複製、再配布することを禁止させていただきます。

本誌に関するお問い合わせは  
みずほ総合研究所株式会社 金融調査部 電話 (03) 3201-0556 まで。

## 要旨

1. ライブドアとフジテレビによるニッポン放送の買収合戦を通じて、敵対的買収を自社にとっても実際に起こり得るリスクとして認識するようになった経営者は多い。現在、国会に提出されている「会社法現代化」による合併対価の柔軟化が1年延期されることにより、外資による敵対的買収リスクも先送りになったとの議論も見られる。しかし、日米の時価総額格差や割安放置株の存在、世界的な金余りに伴う投資ファンドの積極攻勢等により、むしろ敵対的買収のリスクは高まっている。
2. 敵対的買収とは現経営陣が反対する買収を言うが、非効率な経営を行っている経営陣が交替することにより効率経営に転換する可能性もあり、株主にとって敵対的買収の全てが悪いというわけではない。しかし、短期的な利益を追求し、企業の将来価値を損なうような敵対的買収もあり得ることから、米国では、企業価値を守るために、一部の株主に差別的であっても一定の防衛策は認められるという考え方が一般的である。平時から防衛策を持つことは、敵対的買収者に対する牽制機能とともに、急に無防備なまま敵対的買収をかけられ緊急避難的な対処を余儀なくされることにより企業価値が低下することを防ぐ効果もある。
3. ただし、取締役が、企業価値（株主利益）防衛のためではなく、自らの保身のために防衛策を講じる可能性（利益相反）があることから、防衛策を導入・発動する場合、①企業価値に対する脅威が存在し、②防衛策が過剰ではなく、③取締役会の慎重かつ適切な行動により判断することが求められ、手続き上の工夫が必要となる。
4. 最大・最良の防衛策は、企業価値を高める経営戦略を遂行し企業価値＝株式時価総額を引き上げることであるが、新株予約権等を活用した予防策を備えておくことも重要である。その際、完全な防衛策はあり得ないことを念頭に、敵対的買収者を一旦踏みとどまらせ、交渉力と時間を確保する手段として考えるべきであろう。特に注目されているのが新株予約権を活用した信託型ライツ・プランである。一定割合の議決権を取得した買収者が現れたことを発動事由として、買収者以外の株主のみが行使できる新株予約権が行使されることにより、買収者の保有株が希釈化する仕組みである。
5. 経済産業省の企業価値研究会は、5月27日に「企業価値報告書」を公表し、経済産業省と法務省は同日、「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」を策定・公表している。指針は適法で合理的な買収防衛策の3原則（①企業価値・株主共同の利益の確保・向上、②事前開示・株主意思、③必要性・相当性確保）を提示している。東京証券取引所も防衛策導入時の留意事項を将来の制度化も視野に入れ公表し、機関投資家も株主の権利を制約し経営者の保身を許容するような防衛策に厳しい見方をしている。企業経営者には、商法・会社法上認められ、機関投資家や株主の理解を得られ、取締役としての善管注意義務違反等を問われることの無い実効性のある防衛策を検討していくことが求められよう。

（金融調査部長 梅田 彰）

## 目次

1. はじめに	1
2. 企業買収の増加とその背景	3
(1) 企業買収増加の背景	3
(2) M&A・TOBの増加	4
(3) M&Aの種類と議決権	6
(4) 商法・会計制度など制度面の整備	8
(5) 株式持合いの解消と株主の意識変化	12
(6) 投資ファンドの動き	14
(7) わが国企業の現状	16
(8) わが国における敵対的買収事例	18
(9) 経営者の危機感と対応	18
3. 防衛策導入の是非を巡る議論	20
(1) 米国における判例	20
(2) 防衛策に対する議論の整理	22
(3) わが国における議論	24
4. 各種防衛策の検討	34
(1) 防衛策の概要	34
(2) 企業価値向上・株主対策・機動性確保等	34
(3) 平時導入・有事発動型の防衛策	37
(4) 有事導入・有事発動型の防衛策	40
5. 防衛策設計上の留意点	42
(1) 商法・会社法上の留意点	42
(2) 東京証券取引所の考え方	44
(3) 厚生年金基金連合会	45
(4) 欧米の機関投資家の考え方	45
6. 信託型ライツ・プランの検討	46
(1) 信託型ライツ・プランとは	46
(2) ライツ・プラン設計上の留意点	50
(3) その他の留意点	54
(4) 税制面の論点	54
(5) 2ステップの導入（事前警告型→信託型）	55
7. 企業買収に関する制度・ルール整備の動き	56
(1) 会社法の現代化	56
(2) 防衛策導入に関するルール	56
(3) 企業買収等に関するルール	56
(4) ライツ・プランに関する課税関係	60
8. 終わりに	62

## 1. はじめに

ライブドアとフジテレビによるニッポン放送の買収合戦を通じて、敵対的買収・防衛に対する国民的な関心が高まり、その是非を巡る議論も活発に行われた。また、商法を全面的に改組する「会社法案」が国会に提出され、合併対価の柔軟化によって外資による敵対的買収が容易になるのではないかと議論がなされ、企業経営者の敵対的買収に対する危機感は今までに高まってきている。一方、「会社法の現代化」により新株予約権や種類株を活用した買収防衛策がより柔軟に使えるようになることもあり、防衛策導入の動きは一気に加速化する様相を呈している。

合併対価の柔軟化の施行は、「会社法案」の他の改正よりも1年延期される予定であるが、これで本当に外資による敵対的買収リスクも先送りになったのであろうか。日米の時価総額格差や割安放置株の存在、世界的な金余りに伴う投資ファンドの積極攻勢等を考え合わせると、むしろ敵対的買収のリスクは足下で高まっていると言える。こうした企業買収増加の動きとその背景についてまず第2章で整理することとしたい。

敵対的買収は全てが悪いわけではなく、行き過ぎた防衛策は問題であるとの指摘があるが、どのように考えればいいのか。

敵対的買収とは現経営陣が反対する買収をいうが、必ずしも株主にとっても望ましくない買収提案とは限らない。非効率な経営を行っている経営陣の交替、あるいはシナジー効果の発揮が可能な企業による買収により、より効率的な経営あるいは発展性のある経営に転換する可能性もあるわけである。一方で、株式を買占め、会社側にその株式の高値買取を求めるグリーンメールや買収後に事業資産を切り売りして投機的に儲けようとする解体型企業買収など、短期的な利益を追求し、企業の将来価値を損なうような敵対的買収もある。こうしたことから、米国では、企業価値を守るために、一部の株主に差別的であっても、一定の防衛策は認められるという考え方が一般的である。平時から防衛策を持つことは、敵対的買収者に対する牽制機能とともに、急に無防備なまま敵対的買収をかけられ緊急避難的な対処を余儀なくされることにより企業価値が低下することを防ぐ効果もある。

ただし、取締役が、企業価値（株主利益）防衛のためではなく、自らの保身のために防衛策を講じる可能性（利益相反）もあり、この点を念頭においた防衛策の設計が求められている。企業価値を損なうような敵対的買収は防ぐ必要があるが、企業価値向上に結びつく買収提案まで取締役の保身のために過剰防衛すべきではないというわけである。

経済産業省 企業価値研究会が05年5月27日に公表した「企業価値報告書」では、防衛策の是非は、「企業価値基準」すなわち①企業価値への脅威の存在、②防衛策の過剰性、③取締役会の慎重かつ適切な行動により判断すべきとし、過剰防衛を排除し、企業価値を高める合理的な防衛策の条件を示している。また、同日、経済産業省と法務省は、「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・公表し、防衛策の3原則を示している。すなわち、①防衛策の目的は企業ひいては株主全体に共通する利益の維持・向上でなければならず、②導入時に目的・内容等が具体的に事前開示され株主等の予見可能性を高めるとともに株主の合理的意思に依拠したもので、③必要かつ相当なもので過剰なものとしてはいけない、としている。今後、防衛策の適法性の判断は、この3原則に合致したものがどうか判断基準となろう。こうした意味で、経済産業省に加えて法務省が連名で「指針」を公表したことは大きな意味をもつ。最終判断は裁判所に委ねられるが、本指針を基にして企業買収・防衛の公正なルールが形成されることが期待されている。第3章では、こうした防衛策の是非を巡る議論について整理する。

では、具体的にどのような防衛策が考えられるのか。

最大・最良の防衛策は、企業価値を高める経営戦略を遂行し企業価値＝株式時価総額を引き上げることであるが、その他にも様々な防衛策が考えられる。第4章では各種防衛策とその是非を巡る論点を整理する。

防衛策として特に注目されているのが新株予約権を活用した信託型ライツ・プラン（一定割合の議決権を取得した買収者が現れたことを発動事由として、新株予約権の転換権が買収者以外の株主にのみ発生することにより、買収者の保有株が希薄化する仕組み）である。まず、第5章で株主や機関投資家からも受け入れられる防衛策の設計とはどのようなものか、導入する際の留意点について検討を行い、第6章で信託型ライツ・プランを中心に具体的な防衛策の設計に際して工夫すべき点について検討する。

「指針」が公表され、防衛策導入の基準が示されたことから、今後、新株予約権等を活用した防衛策導入が活発化するものと思われる。「企業価値報告書」は、防衛策に関する開示制度創設を提言しており、東京証券取引所も防衛策導入時の投資家保護上の留意事項を将来の制度化も視野に入れ公表している。また、公開買付制度の見直しなどの必要性も議論されている。

こうした制度上の課題や論点について第7章で整理することとしたい。

企業経営者は、今後の制度・ルールの整備状況を注視しながら、商法・会社法上認められ、機関投資家や株主の理解を得られ、取締役としての善管注意義務違反等を問われることのない実効性のある防衛策を検討していく必要がある。

なお、本レポート策定にあたり、諸外国の制度・ルール・実態など、企業価値研究会の「論点公開」や「企業価値報告書」を参考にしたところも多いが、個別に引用を示していない点をお断わり申し上げます。

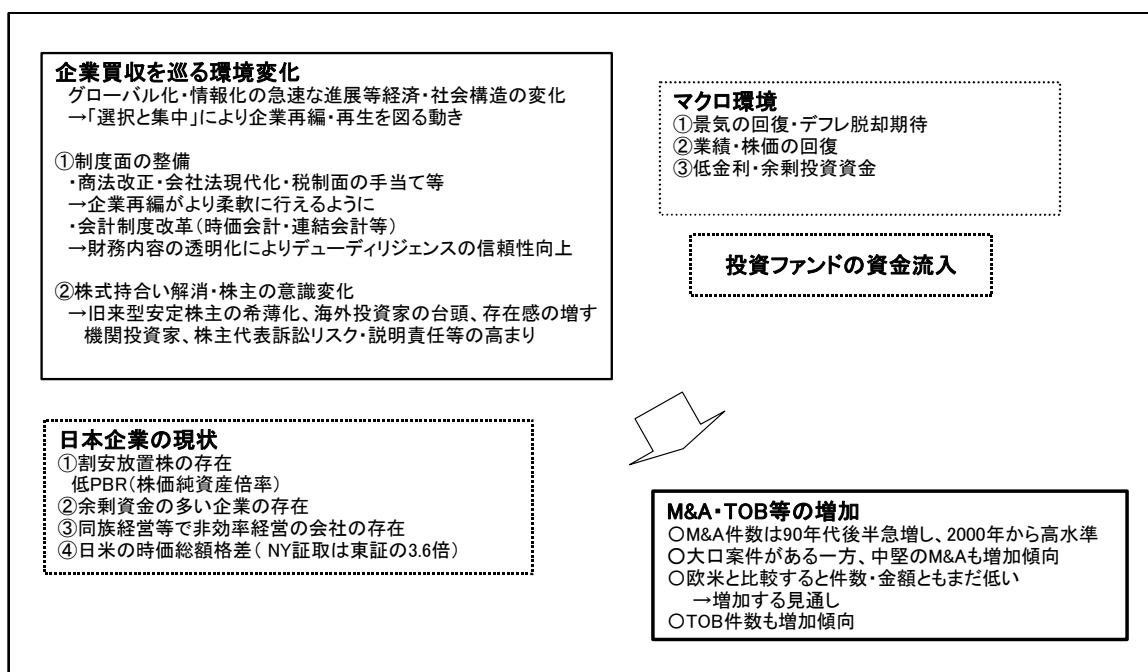
## 2. 企業買収の増加とその背景

### (1) 企業買収増加の背景

近年、わが国でも M&A（合併=Mergers・買収=Acquisitions）<sup>1</sup>が増加している。この背景には、①グローバル化・情報化の急速な進展など経済・社会構造が大きく変化するなかで、各企業が「選択と集中」により企業再編や企業再生に積極的に取り組んでいること、②商法改正・税制改革・会計制度改革等により企業再編が柔軟に行えるようになるとともに財務内容の透明性が増したこと、③株式持合い関係の解消や株主の意識の変化などがある。また、マクロ環境面でも、景気回復、企業業績・株価の回復、低金利下での余剰投資資金の存在などが M&A の増加を後押ししている。

さらに敵対的企業買収の増加が予想される理由として、①低 PBR<sup>2</sup>（株価純資産倍率）・低時価総額・余剰資金が多いといった買収ターゲットになりやすい日本企業が多数存在すること、②世界的な金余り状態の中、国内外の投資ファンドが絶好の投資対象として日本企業に注目していることがあげられる。これらの点について詳しく見ていく。

（図表1）企業買収増加の背景



<sup>1</sup> M&A とは、具体的には、合併、株式交換、営業譲渡、第三者割当増資、TOB（株式公開買付）、委任状合戦等により経営権の取得や経営参加を行うことを言う。

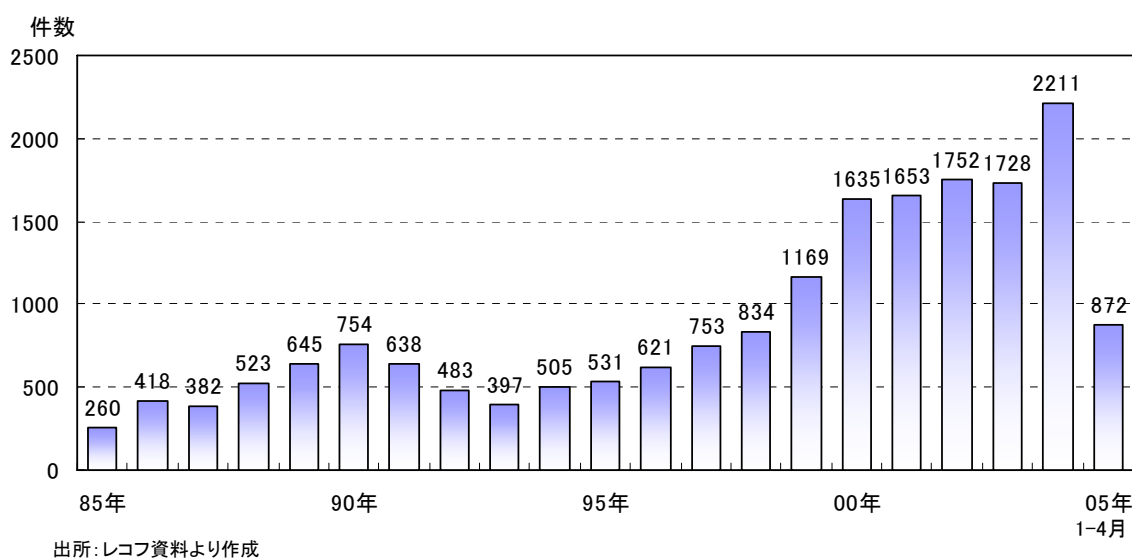
<sup>2</sup> 一株当たりの純資産（株主資本または自己資本）に対し、株価が何倍まで買われているかを表わしたのが PBR＝株価純資産倍率（Price Book Value Ratio）であり、企業価値に見合った株価かどうかを判断する指標の一つ。純資産とは、総資産から借入金（他人資本）を除いた会社の資本金、法定準備金、剰余金の合計。一株当たりの純資産は、純資産総額を総発行株式数で割って算出する。

## (2) M&A・TOBの増加

### a. M&Aの増加

わが国のM&A件数の推移（図表2）を見ると、80年代後半のバブル期、90年代後半から00年代初めにかけての同業他社間の大型統合、03年以降の3つの時期に分けて考えることができる（図表3）。03年以降、敵対的買収が増加する兆しが見られ、04年には友好的買収も含めたM&A件数が急増し2200件<sup>3</sup>を超えるまでになっている。05年1～4月期も872件となっており、04年を上回るペースで推移している。

（図表2）わが国におけるM&A件数の推移



（図表3）わが国のM&Aの動向

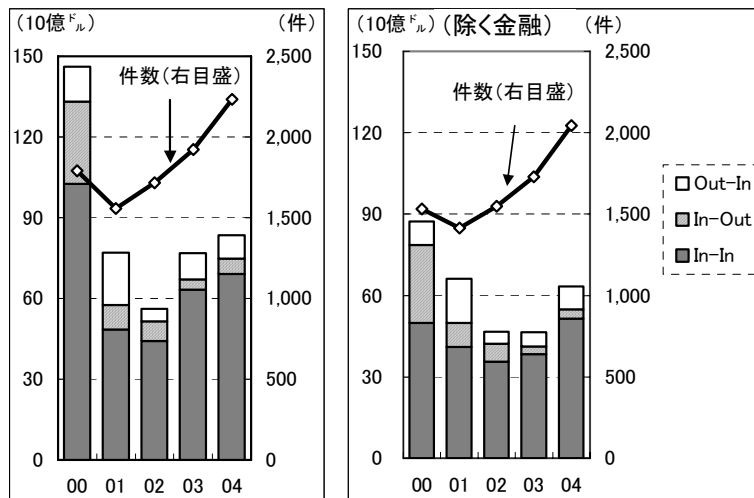
80年代後半（バブル期）	買占め型の敵対的買収が横行した時期で90年には754件まで拡大（その後、93年には半減）
90年代後半～00年代初	97年の持株会社解禁、99年の株式交換・株式移転制度の創設等により企業再編が柔軟に行えるようになったこともあり、銀行や素材産業など幅広い業種における同業他社間の友好的な大型合併が増加 00年には1600件を超えるまでに増加し、その後も高水準を維持
03年以降	敵対的買収が増加する兆しも見え、04年には件数も2200件を超えるまでに急増し過去最高に

<sup>3</sup> M&Aの統計は各調査機関が独自に積み上げベースで集計しているため、件数・金額ともに差がある。



M&Aの金額の推移を見ると、03年以降、急増している。近年、金融機関の大型M&A<sup>4</sup>が増加したが、これを除いても件数・金額ともに増加傾向にあることが分かる。金融機関を含めると、04年の取引金額は約8.8兆円と前年比9%増加している。なかでも国内企業同士のM&Aが増加していることがうかがえる。

(図表4) 日本におけるM&A市場規模の推移

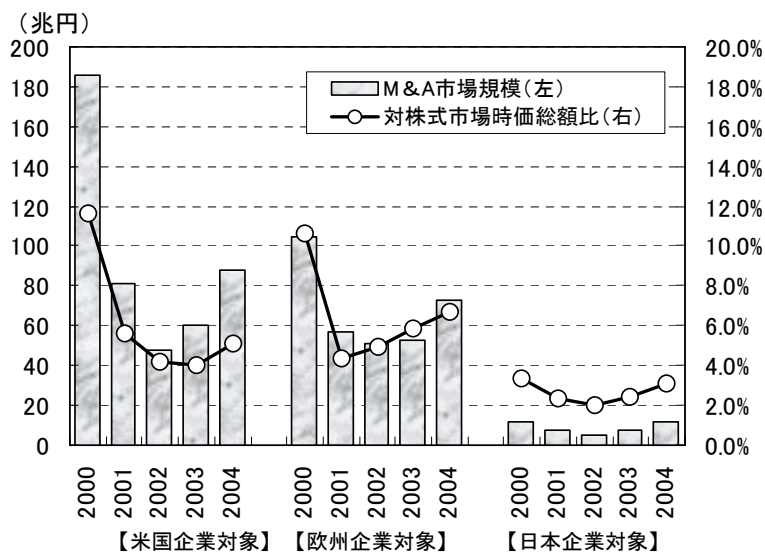


(資料) Thomson Financial

### b. 欧米との市場規模の比較

欧米のM&A市場と規模を比較したのが(図表5)であるが、わが国のM&A市場規模はまだ小さいことがわかる。株式時価総額に対するM&A金額の比率を見ても低い水準にあり、今後は、グローバル化の急速な進展や会社法の現代化、企業業績の回復などを背景に、わが国のM&Aも一段と増加することが予想される。

(図表5) 世界のM&A市場比較



(注)・取引所時価総額は米国: NYSE+NASDAQ、欧州: 欧州証券取引所連合加盟取引所ベース、日本は全国(重複分調整後)  
 ・M&A市場規模の円貨換算レート: 対ドル105円、対ユーロ135円  
 (資料) Thomson Financial、欧州証券取引所連合、世界取引所連合、東証、ブルームバーグ等

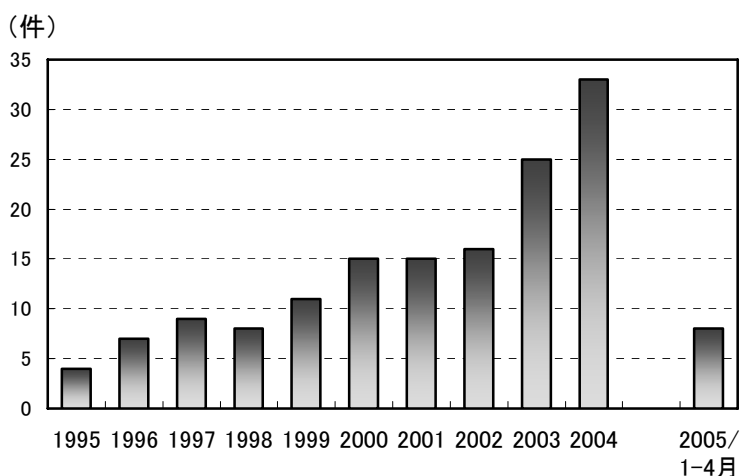
特に敵対的買収に備えて、余剰資金のM&A等への活用、時価総額アップを目指した同業他社との統合等も増加するものと思われる。

<sup>4</sup> 00年はUFJグループ、三菱東京FG等、04年は三菱東京FGとUFJグループの統合が金額的には大きなシェアを占めている。

### c. TOB の増加

わが国の TOB（公開買付）による M&A 件数の推移を見ると（図表 6）、年々増加していることが分かる。わが国では株式による TOB は現実には難しい<sup>5</sup>ことから、現金による企業買収が増加傾向にあることがうかがえる。

（図表 6）わが国の TOB による M&A の件数



（資料）レコフ「marr」

### (3) M&A の類型と議決権

#### a. M&A の類型

企業買収者は、大きく「ストラテジック・バイヤー」と「フィナンシャル・バイヤー」に分類される。

ストラテジック・バイヤーは、事業会社による規模の拡大、経営資源の補完、経営合理化、事業多角化、選択と集中など事業戦略上の目的達成のための買収であり、経営権取得型（50%超～100%）と提携強化型に分けることもできる。

一方、フィナンシャル・バイヤーは、売却益など財務的な目的で買収を行う。典型的なのは、バイアウト型で企業価値を高め売却益を狙う投資ファンドであるが、過剰な手元流動性や一部資産・事業の売却益等を

配当によって吸い上げる目的のものもある。最近では、事業会社と投資ファンドが組んで買収する事例が増加傾向にあり、買収目的・類型を区別することが難しくなっている。

（図表 7）M&A の目的

目的	備考
1. 水平統合	市場支配力・価格交渉力の強化
2. 垂直統合	販路拡大、収益取り込み、消費者ニーズに合った商品開発力強化、系列化等
3. 経営資源の補完	地域・販路・商品・技術等の補完
4. 連結ベース拡大	連結売上・収益拡大、時価総額拡大等
5. 非効率性排除	経営合理化による利益拡大等
6. 多角化・新規分野への進出	リスク分散等
7. 選択と集中	不採算・ノンコア部門の切離し
8. 財務効果	財務内容改善等
9. 余剰資金	過剰な手元流動性の活用等
10. 売却益追求（バイアウト型）	企業価値を高めて売却、事業切離しによるコングロマリット・ディスカウント解消等

<sup>5</sup> わが国では、株式を対価とした TOB を行う場合、①株式の交換に応じた株主に譲渡益課税が課せられる、②TOB ではプレミアムを付けるのが一般的であるが、買収企業が新株発行で自社株式を割り当てる場合、プレミアムを付けると有利発行となり株主総会特別決議が必要なため、機動的に発行できないなどの問題があり、実質的には難しい。

## b. 議決権と総会発言力

敵対的企業買収に際して、議決権を何%握れるかによって発言力・経営支配権に差が生じ、TOB 合戦や委任状合戦の勝敗を分けることになることから、株主総会の決議要件はポイントとなる。

株主総会における決議は、①普通決議、②特別決議、③特殊の決議の3つに分かれ、M&A等では議決権をどの程度確保するかで以下のように分けることができる。

- ①完全子会社化、合併、営業譲渡等、100%経営権を統合
  - ②3分の2以上を確保して合併や定款変更等の重要議案の決定権限を確保
  - ③過半数を確保して子会社化し取締役の選任を通じて経営権を握る
  - ④重要議案に対する拒否権を確保するため3分の1超を確保
  - ⑤買収を仕掛けてきた会社の株式の4分の1超を確保し、買収会社の持つ自社に対する議決権を消滅させる
  - ⑥提携関係締結等を目指して3分の1以下の株式を獲得
- なお、会社法案では、

取締役解任決議は、これまでの特別決議事項から普通決議事項に変更されるため、新会社法が施行されると、議決権の過半数を握れば、株主総会の招集を請求し、経営陣の入れ替えを行うことが可能となる点には留意が必要である（ただし、定款自治が拡大されることで、取締役解任決議を定款で特別決議事項とすることも制度としては可能である）。

(図表8) 株主総会の決議要件

普通決議	総株主の議決権の過半数を有する株主の出席（定足数）、その出席株主の議決権の過半数
特別決議	総株主の議決権の過半数または定款で定める議決権（3分の1未満は不可）の数を有する株主の出席（定足数）、その議決権の3分の2以上の多数決
特殊の決議	①総株主の過半数かつ総株主の議決権の3分の2以上の賛成（株式譲渡制限のための定款変更等）、②総株主の議決権の3分の2以上の賛成（取締役の利益相反取引に関する責任免除）がある

(図表9) 議決権と総会発言力

議決権保有比率	経営への関与度（現行法）
2/3以上	合併・営業譲渡・定款変更・取締役解任などの決議（特別決議）
1/2超	取締役選任・株式配当などの決議（普通決議）
1/3超	合併・営業譲渡・定款変更・取締役解任などの拒否
1/4超	株式の持合相手の議決権消滅
3/100以上(注)	総会の招集を請求 不正行為等を行った取締役の解任請求（裁判所）
1/100以上または300個以上(注)	議題を提案

(注) 6月以上の保有が条件

#### (4) 商法・会計制度など制度面の整備

##### a. 商法・会社法等の改正

97年に独占禁止法改正により純粋持株会社の設立が解禁になり、99年には株式交換・株式移転制度が、01年には会社分割制度が創設され、税制面の手当も行われたことから、企業組織再編・M&Aが柔軟に行えるようになった(図表10)。

また、01年には自社株買いが解禁となり、02年には新株予約権が創設されるとともに、種類株式の商品性の自由度が増した。これまではあまり注目されて

こなかったが、新株予約権の創設と種類株式の自由度アップにより、買収防衛策の選択肢が拡大しており、現行商法の下でも相応の防衛策導入が可能になっている。

現在、国会に提出されている「会社法案」が成立すると、合併対価の柔軟化(後述c.参照)により企業再編がより柔軟に行えるようになる外、(図表11)のように防衛策の選択肢も拡大する。

(図表10) 商法・会社法等の改正

1997年	純粋持株会社設立可能化 (独占禁止法改正)
1999年	株式交換・株式移転制度創設・税制
2000年	民事再生法創設(和議法より申立要件・手続きを簡素化・迅速化)
2001年	会社分割制度創設 金庫株(自社株買い)解禁 企業組織再編税制
2002年4月	新株予約権創設 種類株式(議決権制限株式導入、優先配当のない無議決権株式容認、種類株主の拒否権新設、強制転換条項付株式の明文化)
2006年	会社法の現代化

(図表11) 会社法現代化による防衛策の選択肢の拡大

項目	現在 → 現代化後	効果
ライツ・プラン (新株予約権)	株式への強制転換不可 → 強制転換可能	ライツ・プランを導入しても、現行商法下では、新株予約権を行使して株式に転換するかどうかは株主の判断に委ねられており、買収者の株式を本当に希釈化させることができるかどうか確実性に乏しい。会社法現代化により、予め強制転換することを取り決めた新株予約権を発行することが可能となり、一般株主の足並みが揃わないリスクがなくなる
黄金株 (拒否権付種類株式)	譲渡制限不可 → 譲渡制限可能	現行商法下では、特定の株式のみに譲渡制限を設けることができないため、黄金株が当初発行した友好的企業から他の者に譲渡され悪用されるおそれがあるが、会社法現代化により、特定の株式のみに譲渡制限を設けることができるようになり、敵対的買収者・第三者に黄金株が渡るリスクがなくなる
合併等の決議要件の加重 (定款自治の拡大)	加重可能かどうか不明確 → 加重可能(明確化)	定款を変更し、合併決議等の重要事項の決議要件を特別決議から特殊の決議に加重することが可能となる(現行商法下では、取締役の解任決議には、特別決議が必要であるが、会社法現代化により、普通決議事項となる。これを定款変更により特別決議あるいは特殊の決議事項に加重することも会社法上は可能となる)

(図表 12) 会計制度改革の主な流れ

2000年	新連結会計制度 キャッシュフロー計算書 税効果会計
2001年	金融商品の時価会計 退職給付会計 販売用不動産等の強制評価減
2002年	その他有価証券（持合株式等）の時価会計
2006年	減損会計
2007年	企業結合会計基準

## b. 会計制度改革

会計制度の面でも、時価会計・連結会計・キャッシュフロー会計等が拡充されたことにより財務内容の透明性が高まり、外部からの企業価値把握の正確性が向上したことも、M&Aの増加を後押ししている。

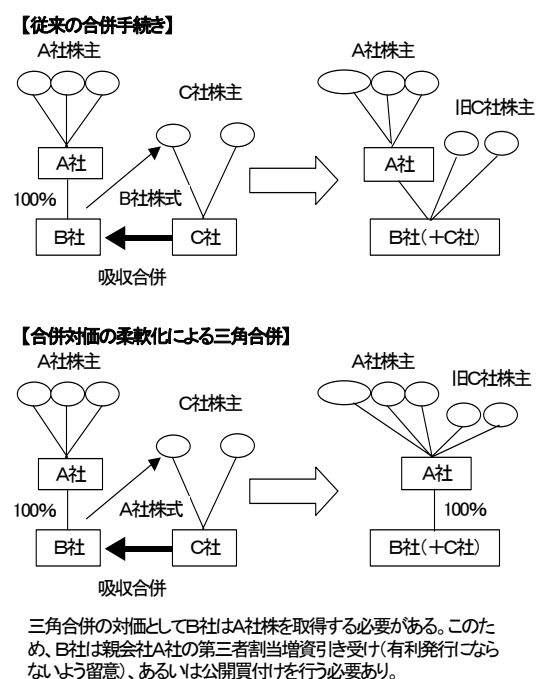
## c. 会社法現代化による合併対価の柔軟化

### (a) 合併対価の柔軟化の影響

現行商法下では、合併される会社の株主に対する合併対価として株式のみが認められているが、会社法現代化により、「株式に代わる金銭等」として現金や親会社株式、社債等も合併対価として認められることとなる<sup>6</sup>。これにより、親会社の株式を活用した三角合併が可能となる。具体的には(図表 13)のように、これまでは、吸収合併されるC社の株主に対して、B社の株式を割当てることしか認められておらず、合併後のB社(+C社)はA社の100%完全子会社にはなれなかった(旧C社株主が残る形)。これが会社法現代化により、C社の株主に対してB社の親会社であるA社の株式を割当ることが可能となり、合併後のB社(+C社)をA社の完全子会社にできることになる(旧C社株主はA社の株主に)。

合併の手続きとしては、従来同様、経営陣が合併契約を結んだ上で、株主総会の特別決議による承認を得る必要<sup>7</sup>があり、友好的企業買収にしか使えない。外資等の第三者が対象

(図表 13) 合併対価の柔軟化



<sup>6</sup> 吸収合併の外、吸収分割、株式交換についても、株式に加えて「株式に代わる金銭等」が対価として認められる。

<sup>7</sup> 吸収合併する会社(=存続会社)の規模が吸収合併される会社(=消滅会社)の規模に対して著しく大きく、存続会社の株主の利害に重要な影響を及ぼさない場合、合併承認決議を要しない簡易合併の手続きが認められている。ただし、吸収合併される会社においては、株主総会の特別決議を要するという点

会社の経営陣の協力を得ずに敵対的に買収し完全子会社化しようとする場合、まずは、①公開買付等により一定の議決権を確保した上で、②株主総会で対象会社の経営陣を入れ替え、③合併契約を締結し、④対象会社の株主総会（特別決議）に諮る必要があるわけで、会社法現代化によって一気に敵対的買収の脅威が増すというわけではない（ただし、公開買付等で一定の議決権を確保した後、完全子会社化する道が開けたことで、その後の戦略を立てやすくなっているという面があり、敵対的買収を促進する効果があることは間違いない）。合併対価の柔軟化の施行は1年延期<sup>8</sup>となり07年からとなる予定であるが、現状においても外資が公開買付（現金）による企業買収を行うことは可能であり、後述するように国内外の投資ファンド等の動きを見ると本質的な敵対的買収リスクはすでに相当程度高まっていると考えるべきであろう。また、国内外の事業会社も企業価値向上に向けてM&Aに戦略的に取り組もうとする動きがより強まるものと思われ、こうした意味からも敵対的買収を含むM&Aは増加するものと思われる。

#### (b) 外資による三角合併活用の可能性

新聞報道によれば、法務省は日本国内で上場していない外国会社株式を対象とする場合、合併の決議要件を特別決議から特殊の決議（総株主の過半数かつ発行済株式総数の3分の2以上の賛成）に加重する方針である。これは、吸収合併される株主にとって、国内で容易に売買できない非上場の外国株式をいきなり割当てられても売却もままならない可能性があることを考慮した、株主保護の観点からの措置である。

特殊の決議が必要ということになると、非上場株式による三角合併は難しく、外資による親会社株式を活用した三角合併の可能性は日本国内で上場している外国会社にほぼ限られると言っても過言ではない。そこで日本国内で上場している外国会社数を見ると（図表14）のとおり、80年代後半のバブル期に増加して90年には125社となったが、92年以降、減少が続き、04年末には30社となっており、05年5月、IBMとペプシコが撤退したため、現在は28社となっている。したがって、外資による三角合併活用の可能性は限定的なものと言うことができる。ただし、後述するように投資ファンドの活発な動き等を踏まえると敵対的買収の脅威が無いというわけではなく、むしろ高まってきていると言える。

今回の合併対価の柔軟化により、現金も合併対価として認められることから、日本国内で上場していない外資の場合は、①公開買付等で一定の議決権を確保し、②株主総会で経営陣を入れ替えた上で、③現金による合併を株主総会に提案し、完全子会社化を図るという方法が考えられる。

---

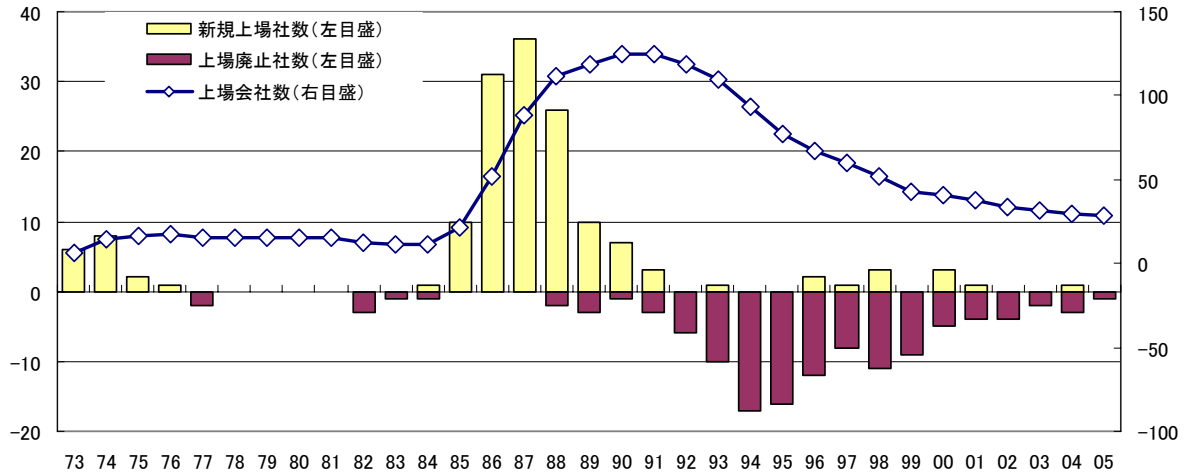
に変わりはない。

<sup>8</sup> 自民党は、各社が定時株主総会において定款変更を要する防衛策を採用する機会を確保するため、合併対価の柔軟化に関する規定をそれ以外の規定の施行の1年後とする方針であり、1年延期の附則が追加されて衆議院を通過している。

(図表 14) 日本市場に上場している外国会社

(新規上場社数・上場廃止社数)

(上場会社数)



会社名	上場市場	国籍	業種
YTL	東証第1部	マレーシア	建設業
ダウケミカル	東証第1部	アメリカ	化学
バイエル	東証第1部	ドイツ	化学
BP	東証第1部	イギリス	石油・石炭製品
モトローラ	東証第1部	アメリカ	電気機器
アルカテル	東証第1部	フランス	電気機器
フォルクスワーゲン	東証第1部	ドイツ	輸送用機器
ボーイング	東証第1部	アメリカ	輸送用機器
ダイムラークライスラー	東証第1部	ドイツ	輸送用機器
JPモルガンチェース	東証第1部	アメリカ	銀行業
ナショナル・オーストラリア銀行	東証第1部	オーストラリア	銀行業
トロント・ドミニオン銀行	東証第1部	カナダ	銀行業
ウェストパック	東証第1部	オーストラリア	銀行業
パークレイズ	東証第1部	イギリス	銀行業
バンク・オブ・アメリカ	東証第1部	アメリカ	銀行業
ドイツ銀行	東証第1部	ドイツ	銀行業
UBS	東証第1部	スイス	銀行業
BNPパリバ	東証第1部	フランス	銀行業
ソシエテジェネラル	東証第1部	フランス	銀行業
メリルリンチ	東証第1部	アメリカ	証券、商品先物取引業
AIG	東証第1部	アメリカ	保険業
AFLAC	東証第1部	アメリカ	保険業
エイゴン	東証第1部	オランダ	保険業
ヘンダーソン・ランド・ディベロップメント	東証第1部	香港	不動産業
P&O	東証第1部	イギリス	海運業
テレフォニカ	東証第1部	スペイン	情報・通信業
ドイツテレコム	東証第1部	ドイツ	情報・通信業
新華ファイナンス	マザーズ	香港※	情報・通信業
メディシノバ	ヘラクレス	アメリカ	化学

※新華ファイナンスは本社をケイマン島に置いているが、便宜的に国籍を香港としている。

(資料)東京証券取引所「上場外国会社数の推移」より作成

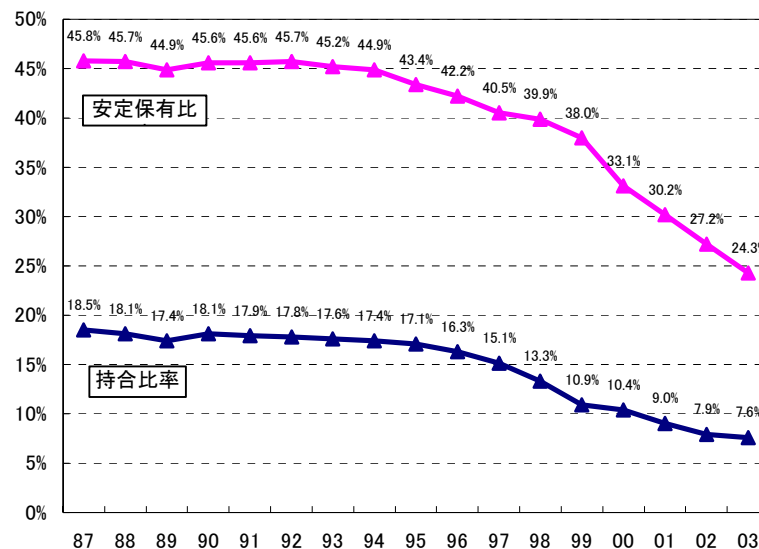
## (5) 株式持合いの解消と株主の意識変化

M&Aの増加、とりわけ敵対的企業買収の増加の背景には、株式持合いの解消・安定保有比率の低下と株主の意識の変化が大きく影響している。

ニッセイ基礎研究所の「株式持合い状況調査」によれば、持合株式に金融機関が一方的に保有する株式を含めた安定保有株式の比率が87年の45.8%から03年には24.3%まで半減し、持合比率も87年の18.5%から03年の7.6%まで大幅に低下している。

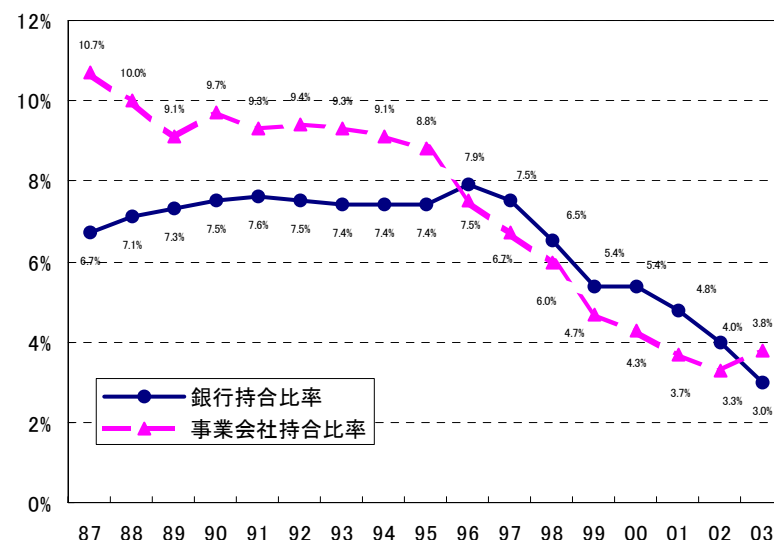
特に銀行持合比率は、01年に成立した「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」<sup>9</sup>により、06年9月以降、銀行及びその子会社等が連結ベースで自己資本(Tier 1)を超えて株式等を保有してはならないこととなったこともあり、低下の一途を辿っている。一方、事業会社持合比率も低下傾向にあるが、03年には持ち直しの動きが見られることは特筆に価する。

(図表 15) 株式持合比率・安定保有比率の推移



(出所) ニッセイ基礎研究所「株式持合い状況調査」(図表 16、17 も同じ)  
 持合比率: 2社間で相互に保有していることが確認された株式の市場時価総額に対する割合、金額ベース  
 安定保有比率: 持合株式に金融機関が一方的に保有する株式を含めた安定保有株式の市場時価総額に対する割合

(図表 16) 銀行・事業会社の持合比率の推移



<sup>9</sup> 銀行が株式の持ち合い構造の中で相当程度の株式を保有しており、株価が下落すると自己資本が減少し、財務面の健全性が損なわれる可能性があることから、銀行等の株式保有を自己資本の範囲内に制限する法律。



持合関係がある企業の割合を見ると、近年、低下傾向にあるとは言え、83.2%の企業がなんらかの持合関係を維持している。

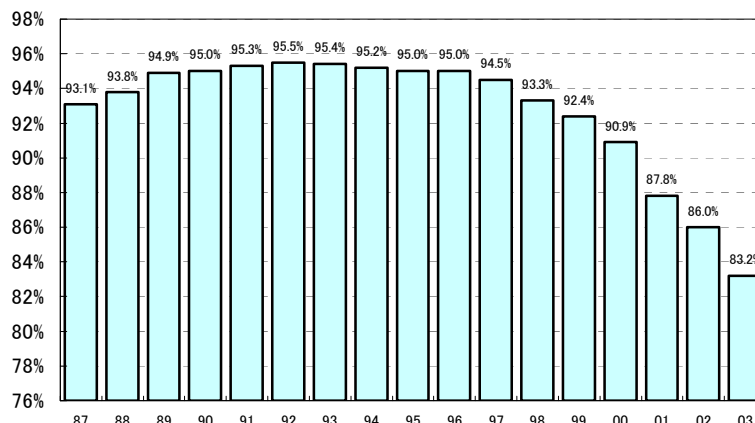
東京証券取引所の株式分布状況調査によれば、外国人株主の割合が21.8%に上昇し、事業法人等(21.8%)、個人(20.5%)と並ぶシェアとなっている(図表18)。

安定保有比率が低下する一方、外国人・個人の比率が上昇するなど、株式の流動性が高まっており、敵対的買収者が買い占めやすい状況にあるとも言える。また、外国人・個人に年金信託・投資信託(計8.2%)を加えると50%を超えており、機関投資家や個人を意識した経営や情報開示がこれまで以上に求められるようになってきている。

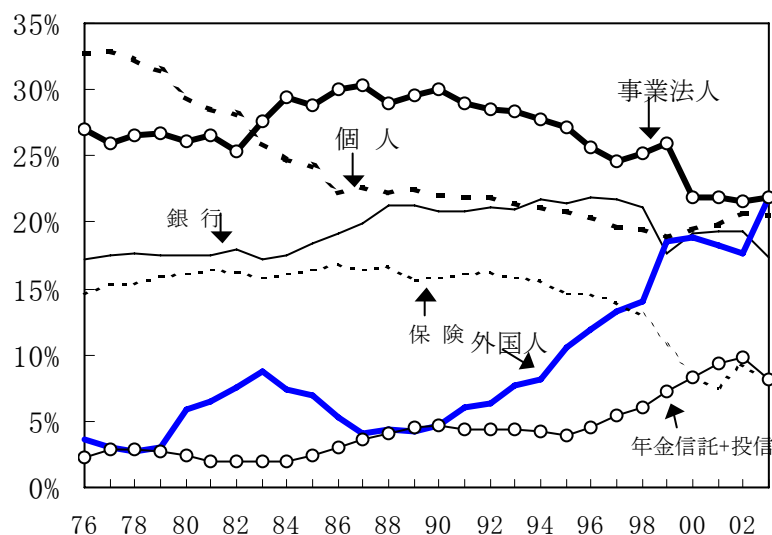
特に厚生年金基金連合会<sup>10</sup>をはじめとする機関投資家は議決権行使の判断基準を定めた上で、基準に抵触する議案については反対あるいは棄権するなど株主としての発言を強化してきている点にも留意が必要である。

また、安定保有株主である事業法人においても、株主代表訴訟リスクも含め、株主を意識した経営が求められており、敵対的買収者が有利な条件を示している場合にまで、経営陣側に立った協力が得られるとは限らないという点にも留意する必要がある。

(図表 17) 持合株式保有企業比率



(図表 18) 投資部門別株式保有比率の推移



(資料) 東京証券取引所

<sup>10</sup> 厚生年金基金連合会は、05年4月28日「企業買収防衛策に関する株主議決権行使の判断基準」を公表している(後述)。

## (6) 投資ファンドの動き

### a. 中堅企業をターゲットにする投資ファンド

投資ファンドの中には、中堅企業への投資に積極的な動きをするファンドも見られる。

例えば、03年にユシロ化学工業とソトーに対して TOB による敵対的買収を実施し<sup>11</sup>、注目を集めた米投資ファンド スティール・パートナーズは両社に対する TOB には失敗したものの、その後も 30 社近くの「借入金が少なくキャッシュリッチな日本企業の株式」を 5～15%程度取得しており、今後の動向が注目される。

また、別の米投資ファンドも、①時価総額 100～500 億円、②PBR が 1 よりはるかに低く、③負債比率が低水準、④ニッチ製品で大きな市場シェアを確保しているなどの条件を満たす日本企業の株式を買い集めており、MBO を提案する方針で、MBO 成立後、非公開化して、7～10 年は株式を保有し経営に参画、業績が上向いた時点で再び上場させて投資資金を回収する計画と報道されている。

村上世彰氏率いる MAC アセットマネジメントは、①純資産（含み益・簿外債務勘案）が時価総額の 2 倍以上、あるいは②配当可能利益が時価総額の 1/2 以上のいずれかを満たす公開企業に投資する方針で、ポートフォリオを入れ替えながらも 30 社程度の会社について 5～15%程度保有している。01 年には昭栄に対する TOB を実施<sup>12</sup>し、その後も大阪証券取引所に増配による株主還元を求めるなど、配当政策等について積極的に発言しているのが特徴である。

上記のファンドは、低 PBR、キャッシュリッチ、時価総額が 100～500 億円程度の会社をターゲットにしているケースが多い。また、幾つかの投資ファンドが同じ会社の株式を買い付けているケースも見られ、目の付け所が似ていることを示している<sup>13</sup>。

---

<sup>11</sup> ユシロ化学工業もソトーも当時の時価総額は 130 億円程度。最終的には増配により株価が上昇し、TOB 価格を上回ったため成立せず。P18 図表 23 参照

<sup>12</sup> 株価上昇で TOB 不成立。P18 図表 23 参照

<sup>13</sup> こうしたファンドは、たとえ敵対的買収に失敗したとしても、増配等により株価が上昇すれば既に保有している株式の売却益・含み益を享受できることになる。また、市場から当該ファンドが敵対的買収を仕掛ける可能性があり、狙われた企業のなんらかの対応（増配・対抗 TOB 等）により株価が上昇する可能性が高い、あるいは企業価値と現在の時価総額に乖離があり値上がりの可能性が高いとの期待を持たれるようになると、当該ファンドが一定の株式を買い付けた段階（大量保有報告書が提出された時点等）で、敵対的買収を仕掛けずとも、当該企業の株価が上昇し、高利回りを確保できるような仕組みにもなっている。

## b. 日本企業向け投資に積極的な投資ファンド

世界的な金融緩和の長期化により、高い投資利回りを求める機関投資家や富裕層から投資ファンドに潤沢な資金が供給されており、その中の一部は日本企業への投資に振り向けられる可能性が高い。以下は新聞報道等から投資ファンドの資金調達の動きをピックアップしたものである。各社とも活発に資金調達を行っており、その中の一部を日本の企業買収資金に振り向ける計画である。

(図表 19) 最近の投資ファンドの日本企業買収に向けた資金調達の動き (新聞報道ベース)

リップルウッド・ホールディングス	欧州での上場で日本向け投資資金として 1000 億円以上調達
カーライル・グループ	日本企業買収資金として 1000 億円集める方針
MBK パートナース(カーライル・グループ元幹部)	05 年 3 月に独立し、MBK パートナースを設立して、アジア特化で 1000 億円規模の投資を検討。企業の非中核部門や後継者のいないオーナー企業を買収対象とし、企業価値を高めて売却
ゴールドマン・サックス	85 億ドル (約 9000 億円) の新ファンドを立ち上げ、企業買収マーケットで主導的な地位を占める計画であり、その一部は日本企業に向かう可能性
CVC キャピタルパートナーズ (英国投資会社)	アジア・太平洋地域の企業を対象に 19.75 億ドル (約 2000 億円) の買収ファンドを設立し、日本にはその 3 割程度を振り向け、金融機関からの借入と合わせ 1500~2000 億円を投じて MBO 等に取り組む方針

(資料) 日本経済新聞等より作成

## c. 投資ファンドは大型案件にも積極的

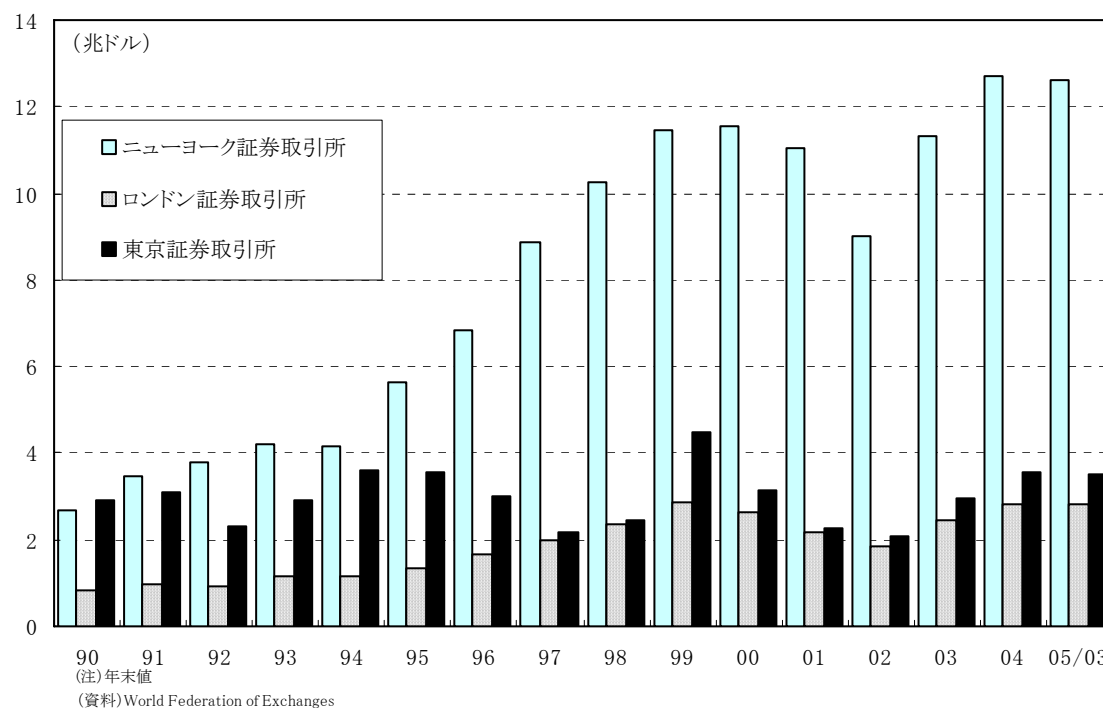
投資ファンドに資金が集中していることから、最近では大型の企業買収が増加している。米国では、数社の投資会社や投資ファンドが組んで、巨額の買収を成功させるケースも増加しており、05 年 3 月には、米投資ファンド 7 社が組んで金融機関向けデータ管理システム会社のサンガード・データ・システムズを LBO<sup>14</sup>により約 1.2 兆円で買収している。この他にも、トイザラス (約 7000 億円) やニーマンマーカス (約 5400 億円) など、投資ファンドによる大型買収が成立しており、数千億円~兆円規模の企業買収もあり得ると考えておいた方がよさそうである。

<sup>14</sup> LBO とは、Leveraged Buy Out のことで、M&A の手法の一つ。具体的には、買収資金の大半を買収対象企業の資産価値や将来のキャッシュフローを担保とする銀行からの借入等で調達し、企業買収を行う方法。買収時に自己資金が少なくても買収が行えるというメリットがある一方で、買収された企業のその後の業績や外部環境が予想外に悪くなった場合、銀行借入等を予定通り返済することができなくなる可能性がある。このため、この手法は、比較的業績の見通しが立てやすい企業や早期に処分可能な資産を多く持つ企業を対象とする場合に利用すべき手法と考えられる。

## (7) わが国企業の現状

日米欧の証券取引所の時価総額を90年末と05年3月末で比較すると、東京証券取引所が1.2倍になったのに対し、ニューヨーク証券取引所は4.7倍、ロンドン証券取引所は3.3倍と大きく差が開いた。現在、ニューヨーク証券取引所の時価総額は東京証券取引所の3.6倍となっている(図表20)。わが国でも景気回復・デフレ脱却期待が高まり、企業業績・株価も回復基調にあることから、日本企業の株価の割安感が高まり、前述のとおり欧米の投資ファンドが積極的な投資スタンスを見せてきている。

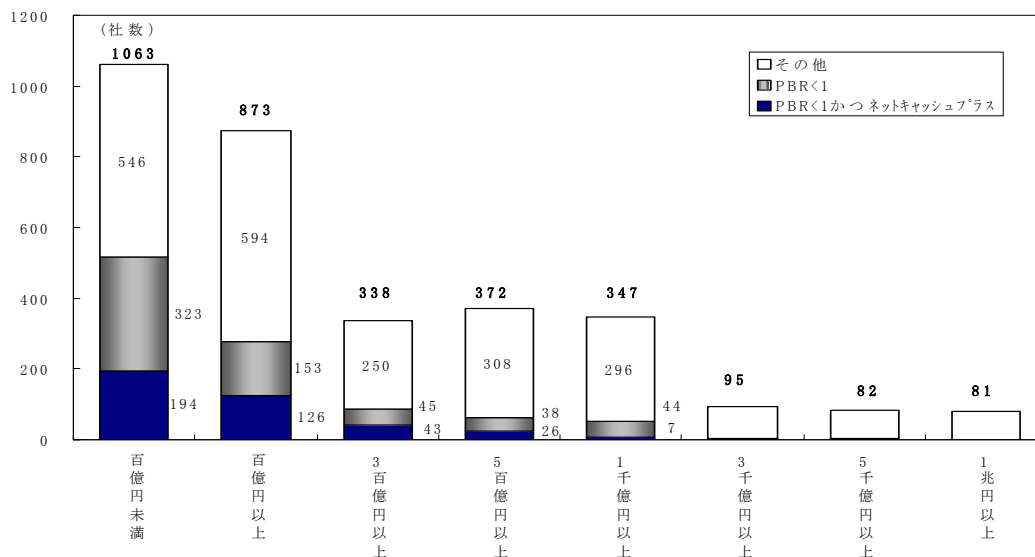
(図表20) 日米欧の証券取引所の時価総額推移



投資ファンドの中には、①時価総額が100～500億円程度、②PBRが1以下、③キャッシュリッチなどの条件を満たす企業への投資・買収の拡大を図っているところもあることから、05年3月末の時価総額別に、PBRが1未満の会社とその中でネットキャッシュがプラス<sup>15</sup>の会社の割合を見たのが(図表21)である。

<sup>15</sup> ここでは、ネットキャッシュ = (現預金 + 短期保有目的の有価証券) - (借入金 + 社債 + CP)

(図表 21) 時価総額別の低 PBR・ネットキャッシュプラス社数 (05年3月末)



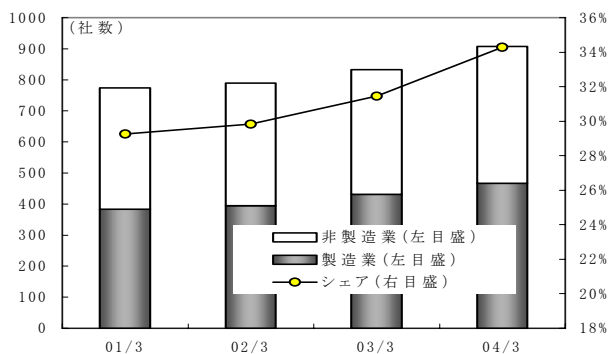
(注) 東証1部、2部、マザーズ、JASDAQ上場企業が対象  
 ネットキャッシュ=(現預金+短期保有目的の有価証券) - (借入金+社債+CP)  
 (資料) 日経 Financial Quest

- ①時価総額 100 億円未満の小型株の約半数 (517 社) が PBR1 未満であり、約 2 割 (194 社) がネットキャッシュもプラスで敵対的買収のターゲットになりやすい状況
- ②時価総額 100~300 億円でも、3 分の 1 (279 社) が PBR1 未満であり、約 15% (126 社) がネットキャッシュもプラス
- ③時価総額 300~500 億円の中型株でも 4 分の 1 (88 社) が PBR1 未満であり、約 13% (43 社) がネットキャッシュもプラス

日本経済新聞の調査によれば、PBR が 1 未満の企業数 (東証 1・2 部上場) は 04 年末の 781 社から 05 年 4 月 12 日には 617 社に減少しているが、まだなお中小型株を中心に買収ターゲットとなりやすい会社が数多く存在していると言えよう。

ネットキャッシュ<sup>16</sup>がプラスの上場企業数を時系列で見ると製造業、非製造業ともにキャッシュフローを借入金返済等に優先して充当してきたこともあって増加しており、約 3 分の 1 に達している。今後は、余剰キャッシュフローの有効活用も課題となってくる。

(図表 22) ネットキャッシュがプラスの企業数推移



(注) 製造業 1,428 社、非製造業 1,217 社から集計。  
 ネットキャッシュ=現預金 - (借入金+社債+CP)

<sup>16</sup> ここでは、ネットキャッシュ=現預金 - (借入金+社債+CP) で計算

## (8) わが国における敵対的買収事例

わが国では、これまで、株式持合い・安定株主の存在を背景に敵対的買収はごく一部の事例が見られるにすぎなかったが、①99年の英ケーブル・アンド・ワイアレス（C&W）とNTTによる国際デジタル通信（IDC）に対するTOB合戦、②2000年の投資ファンドMACによる昭栄に対するTOB、③ベーリンガーインゲルハイムによるエスエス製薬に対するTOB、④米投資ファンド スティール・パートナーズによるユシロ化学工業・ソトーに対するTOBなど、TOBを活用した企業買収が増加してきており、敵対的買収の増加の兆し見られる。

(図表 23) わが国における最近の敵対的買収事例

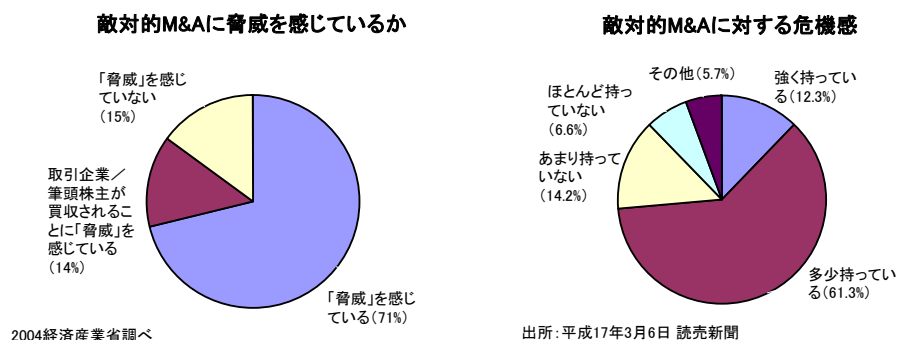
事例	内容
MACによる昭栄に対するTOB (2001年)	MAC（社長村上世彰）が昭栄にTOB（プレミアム14%）。PBRは1倍を上回っていたが、時価総額123億円に対し有価証券含み益約300億円、不動産含み益もあり、非常に割安であったことから、TOB公表後株価はTOB価格を大きく上回り、TOBは失敗に終わった。
S P Jによるユシロ化学工業に対するTOB (2003年～04年)	米国投資ファンドスティール・パートナーズが金属加工油剤のトップメーカーであるユシロ化学工業（東証2部）に対して（8.94%→）100%の買付けを目標にTOB。 時価総額は130億円前後でPBRは1を割り、実質無借金で手元流動性が豊富で換金可能な資産を多数保有、安定CFを生み出していた。 ユシロ化学工業は「S P Jの買付価格は企業価値を正當に反映していない」として、配当政策を抜本的に見直し（税引き後利益を原則すべて配当）、市場がこれを好感して株価がTOB価格を上回り応募ゼロとなってS P Jの買収は失敗に終わった。
S P Jによるソトーに対するTOB (2003年～04年)	米国投資ファンドスティール・パートナーズが毛織物染色大手ソトー（東証2部）に対して（12.36%→）33.34%の買付けを目標にTOB。 ソトーの時価総額は130億円前後でPBRは1を割り、実質無借金で手元流動性が豊富で換金可能な資産を多数保有、安定CFを生み出していた。 ソトーは大和証券系ベンチャーキャピタルN I FをホワイトナイトとしてMBOを行い、非上場化を目指したが、S P JとのTOB合戦となり、ホワイトナイトによる防衛を断念。増配策の公表により株価が倍以上に上昇し、買収は失敗に終わった。

## (9) 経営者の危機感と対応

スティール・パートナーズによるユシロ化学工業・ソトーに対するTOBやライブドアとフジテレビによるニッポン放送の買収合戦などにより、敵対的買収に対する経営者の危機意識は高まりを見せている。これまでは、株式持合いや安定株主の存在が敵対買収防衛策として機能していたことから、その他の防衛策の検討がほとんど行われておらず、持合

解消により、脅威が突然目の前に現れたかの感があるというのが経営者の偽らざる本音であろう。アンケート調査でも7割超の経営者が敵対的買収に対する脅威・危機感を抱いている。

(図表 24) 敵対的買収に対する脅威・危機感



(出所) 企業価値報告書

こうしたなか、防衛策の具体的な導入を表明する企業や検討を開始した企業が増加している。具体的には、新株予約権を活用した防衛策導入に加えて、①親子間の資本のねじれを解消、②新株・新株予約権の発行枠確保のための授權枠の拡大、③株主総会の基準日を取締役会が変更できるよう定款を変更、④取締役の解任要件の明確化、⑤取締役の定員削減、⑥持合い強化など、多岐にわたっている。

新株予約権を活用した防衛策も、①ウッドワン、イー・アクセス、西濃運輸、サイバード、アイティフォーなどによる信託型ライツ・プランの導入表明、②ニレコ（制御機器製造）による新株予約権の株主割当（後述）、③TBSによる第三者割当新株予約権の発行<sup>17</sup>など、増加してきている。また、松下電器は大規模な株式買付に対して情報開示や検討時間の確保を求め、これを守らない場合には、株式分割や新株予約権の発行などを行う旨表明している（事前警告型）。

<sup>17</sup> 05年6月3日、TBSは日興プリンシパル・インベストメンツ（NPI）に対して第三者割当の譲渡制限付新株予約権を発行した。平時の行使価格は現在の株価の2倍超の4000円だが、買収者が現れ、特別委員会の勧告に基づき取締役会が発動を決定した場合、その時の時価の90%に修正され権利行使が行われ得るようになる。NPIが全ての新株予約権を行使すると、持株比率は21.2%となる。

### 3. 防衛策導入の是非を巡る議論

#### (1) 米国における判例

米国では、80年代にM&Aブームが到来した。この時期のM&Aは、LBOによる買収やコングロマリット・ディスカウント<sup>18</sup>の解消を目指した事業の分割・売却を伴う買収が多く、敵対的買収も数多く行われた。こうしたなか、①敵対的買収に対抗するための多様な防衛策の開発が進むとともに、②防衛策を許容する州法や強圧的な敵対的買収を制約する州法を制定する動きが広がる一方、③防衛策の適否を巡る司法判断の積み重ねも進み、④機関投資家によるチェックも働き、敵対的買収に関するルールが形成されてきた。

##### a. ユノカル基準

防衛策の適法性基準を示した判例として、米国企業の過半が法令上の根拠地とするデラウェア州最高裁判所が85年に示した「ユノカル基準」が現在でも確立した地位を占めている。それまでは、「経営者の行為は会社の利益のために適切に行われたと推定し、経営者の判断内容の妥当性について裁判所は判断しない」という「経営判断原則」が適用され、多くの防衛策は許容されてきた。これに対して、経営者は常に企業価値（＝株主利益）防衛のためではなく、自らの保身のために防衛策を講じる可能性（利益相反）があることから、防衛策を行使する場合、保身のためではないことを立証する責任が取締役にあり、そのポイントは、①敵対的買収が対象会社の経営や効率性に対して脅威であることの合理的根拠、②防衛策が脅威との関係で相当なものであること（過剰ではないこと）との基準を示したのがユノカル判決である。

その後の裁判では、防衛策の導入・行使に際して、取締役が、①外部のアドバイスを求めたか、②検討に十分な時間をかけたか、③社外取締役等が意思決定にどのように関与したか、といった経営判断の慎重さや中立性などプロセスが重視されるようになった。

##### b. ブラシウス基準

防衛策の過剰性に対する判断としては、88年に示されたブラシウス基準も重要である。これは「ライツ・プランを導入した取締役またはその後継者として選任された取締役以外の取締役（＝委任状合戦によって経営権を握った買収者が選任した取締役等）では、ライツ・プラン（新株予約権）を消却できないような規定（＝デッドハンド条項）」は経営者の保身を助長し、株主の議決権行使を妨げるものであり、一般的に違法であるとしている。

##### c. レブロン基準

また、経営陣が既に会社を売却する決定をしている場合には、敵対的買収者に対して防衛策を発動することは過剰防衛であり認められず、取締役は売却価格の最大化を図らな

---

<sup>18</sup> 複数の事業を有する企業に対する株式市場の評価（株式時価総額）が、各個別事業部門の価値の総和を下回る現象を言う。



ればならないとの基準を示した 86 年のレブロン基準も重要である。

ただし、このレブロン基準について、その後の事案の判決では、修正された審査基準が適用されている<sup>19,20</sup>。

(図表 25) ユノカル基準とレブロン基準・ブラシウス基準

<p><b>ユノカル基準</b> (1985 年)</p>	<p>敵対的買収者を差別的に取り扱う防衛策が適法かどうかは、①敵対的買収が対象企業の経営や効率性に対し脅威となり、②防衛策が脅威との関係で相当なものであったかどうかで判断</p>	<p>ブーン・ピケンズ（メサ社：グリーンメイラー）による敵対的買収（公開買付）に対し、ユノカル社（石油）が対抗してメサ社を除外した差別的公開買付（社債と交換で自己株式を買付）を開始。この差し止めをメサ社が請求。 2 審で防衛を容認。判決は、①取締役の自己保身を主要目的としたのでなければ株主間の差別的取扱いを容認、②取締役は敵対的買収が対象企業の経営や効率性に対し脅威となることを信じる合理的根拠を示さねばならない、③対抗策は提示された脅威との関係において合理的でなければならぬとの判断基準を示したうえで、買収者をグリーンメイラーと推認、買収提案が強圧的で価格が不十分で対抗措置は合理的と容認。</p>
<p><b>レブロン基準</b> (1986 年)</p>	<p>以下の局面では、取締役は防衛策を講じてはならず、売却価格の最大化を図らなければならない（防衛策の合理性はない） ①経営陣が、会社自体を売却するか、会社の分割を含む再構築を行うことを決定した場合 ②支配権の移動を伴う組織の再編があり、再編後に支配株主が生じる場合</p>	<p>プライド社から敵対的買収（当初は友好的提案）を受けたレブロン社は、防衛策として株主に高値で社債と交換できる一種のポイズンピルを与え、自社株の社債との交換買付を行ったが（ここまでは裁判所は適切と判断）、プライド社が提示価格を引き上げたため、レブロン社は友好的な第三者F社（ホワイトナイト）との間でLBOを行うこととし（経営陣は多額の退職金をもらい退職する予定）、F社にロックアップオプション（資産購入権）を与え、独占交渉契約・友好的買収が失敗した場合の違約金契約を締結。この差し止め訴訟。 ロックアップその他の防衛策は取締役の受任者義務違反がない場合、有効であるが、本件はホワイトナイトに会社を売却することを決定した時点から、取締役会の義務の内容が変容し、売却価格の最大化が責務として、買収者が勝訴。</p>
<p><b>ブラシウス基準</b> (1988 年)</p>	<p>委任状合戦の機会を株主から奪う防衛策については、取締役は更にその合理性を強く立証しない限り違法</p>	

「企業価値報告書」によれば、米国公開企業の 6 割がライツ・プランを導入しており、その他の防衛策と併せて導入している企業が多いが、ライツ・プランを実際に発動した例は間違えて発動された 1 件を除きないとされている。

<sup>19</sup> ワーナー社との合併を発表したタイム社に対してパラマウント社が敵対的 TOB（全株式、現金）を開始し、これに対してタイム社が合併を取りやめて多額の借金によりワーナー社を友好的に買収することにしたため、パラマウントの買収が難しくなった事案。裁判所は、取締役は慎重に策定した計画を短期的な株主利益のために放棄する義務は負わず、防衛策はワーナー社買収後のタイム社の買収を妨げるものではないとして防衛策を容認する判決を下した（タイム事件、89 年）。

<sup>20</sup> QVC 社から敵対的 TOB をかけられたパラマウント社が、別の会社と合併契約を締結し、他の買収提案の検討を禁じるノーショップ条項や違約金条項を締結した事案。裁判所は、別の会社との合併後はその会社の会長が議決権の 70%を支配することから、支配権の変動・売却がある状況であり、最高の価値実現を妨げたことは取締役の受任者義務違反であるとして買収者が勝訴。

## **(2) 防衛策に対する議論の整理**

### **a. 敵対的買収の功罪**

敵対的買収とは現経営陣が反対する買収をいうが、必ずしも株主あるいは企業にとって望ましくない買収提案ばかりとは限らない。非効率な経営を行っている経営陣の交替、あるいはシナジー効果の発揮が可能な企業による買収により、より効率的な経営あるいは発展性のある経営に転換する可能性もあるわけである。米国でも、80年代に敵対的買収が活発化した当初、機関投資家は、敵対的買収が企業経営を活性化させるものとして歓迎している。

一方、敵対的買収のなかには、①株式を買占め、会社側にその株式の高値買取を求めるグリーンメールや買収後に事業資産を切り売りして投機的に設けようとする解体型企業買収など、短期的な利益を追求し、企業の将来価値を損なうもの、②会社や株主に買収提案内容検討のための十分な情報や時間を与えないもの、③株主に買収に応じることを強要する仕組みのもの、④本来の企業価値に照らして不十分・不適切な条件のもの、⑤株主をはじめとする会社の利害関係者に不利益をもたらすものなどもある。こうした敵対的買収に無防備でいることは買収者以外の株主をはじめとするステークホルダーにとっても望ましくない<sup>21</sup>。

### **b. 弊害のある敵対的買収類型**

以下のような強圧的構造の買収や情報・検討時間不足の買収提案などは、企業価値・株主利益の観点から、弊害のある敵対的買収の典型例と考えられる。

#### **(a) グリーンメール**

株式を買占め、株価をつり上げた上で会社側に対して高値買取を要求することをグリーンメールと言うが、これは他の株主等の犠牲の下に自分だけが利益を得ようとするものであり、会社の経営革新には結びつかず、企業価値向上にも結びつかないことは明らかである。

#### **(b) 焦土化目的の企業買収**

被買収会社にとって事業経営上必要な知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、顧客基盤等（他の株主や会社関係者の財産とも考えられる）を買収会社グループに移転し当該会社を抜け殻化するような焦土化目的の企業買収。

---

<sup>21</sup> 武井一浩弁護士は、企業価値・会社利益を損なう敵対的買収とは、買収者が、他のステークホルダー（他の株主、従業員、顧客、消費者、取引先、債権者、地域社会等）の犠牲の下に自らへの短期的利益実現を図る、利益移転型、ゼロサム型の買収ではないかとしている。『企業価値研究会における買収防衛策の法的インフラ整備』商事法務 No1731

#### **(c) 会社資産の債務の担保・弁済原資への流用**

会社の資産を買収者グループの債務の担保や弁済原資として流用するような場合も株主全体の利益を損なうとされている。特にハイレバレッジな LBO を問題視しているものと思われる。

#### **(d) 解体型企業買収**

買収後に事業資産を切り売りして一時的な高配当・株価つり上げによって投機的に儲けようとする解体型企業買収は、継続企業価値を損なうケースが多い。ただし、不振企業などの経営の非効率をリストラにより改善し経営効率を高めようとするような場合と区別が難しい面がある。

#### **(e) 強圧的二段階買収**

第一ステップの（過半数あるいは 3 分の 2 までの TOB 等の）買付条件を有利に、その後の第二ステップの（合併・株式交換等の）買付条件を不利あるいは明確にしないで設定し、最初の買収に応じなければ不利益を被るような状況にすることによって、株主に売り急がせる買収手法を二段階買収と言う。具体的には、第一段階は現金で、第二段階はジャンクボンドで買い付けるケースや、第一段階の買付で上場廃止基準に抵触することによって株式の換金性が損われるリスクをにおわせるケースなどもある。

#### **(f) 情報・検討時間不足の買収提案**

買収者の概要や買収目的、買付資金の裏づけ、買収後の経営方針、買収者の提案内容などが不明確で、経営者や株主にとって判断材料となる情報が不足したまま、買収価格の高低のみで判断を迫るような強圧的な買収も、結果として企業価値・株主利益を損なう可能性がある。

また、経営陣に、買収提案の適否を判断したり、より有利な条件の代替策を検討する時間的余裕を与えないような敵対的買収も、経営陣によるより優れた代替案提示の機会を失わせ、あるいは過剰な防衛策を取らせ、結果として企業価値・株主利益も損われる可能性がある。

### **c. 防衛策の必要性（無防備による非効率性）**

防衛策を持たず無防備でいると、急に敵対的買収を仕掛けられ、防衛策の検討に追われている間に、①従業員の動揺や引抜きへの対応（報酬アップ）や②顧客・取引先の動揺への対応を迫られ、③戦略的プロジェクト等の実施を延期せざるを得なかったり、④債権者の保全行動等により企業活動が制約されたり、⑤焦土作戦など無理な防衛策により企業価値低下を招くなど企業価値の毀損が生じる可能性がある。予め防衛策を持っていれば、敵対的買収者を慎重にさせるとともに、従業員・取引先の動揺の抑制や無理な防衛策による企業価値低下を防止することにもつながる。

防衛策を導入している企業と導入していない企業が買収を仕掛けられた場合に、どちらがそれまでの株価に対して買収プレミアムが高いかを比較した結果、導入企業の方が交渉力が強いことなどにより、未導入企業よりも数%～10%高いとの実証研究もあり、株主から見ても一定の防衛策を持つことはプラスの効果があるとされる。

特に、前述のようなグリーンメールや強圧的二段階買収など明らかに企業価値・株主利益にマイナスとなるような敵対的買収を排除するために防衛策を活用するのであれば合理的と言える。また、経営陣や株主が買収者に対して情報提供を求めたり、検討・交渉のための時間を確保するために活用される仕組みも、企業価値向上に結びつくものと考えられる。

## **(3) わが国における議論**

### **a. 防衛策に対する基本的な考え方**

企業価値を守るためであれば、たとえ一部の株主（＝買収者）に対して差別的でも一定の防衛策は認められるという考え方が米国では一般的である。一方、わが国では、株式持合や安定株主の存在が敵対的買収を防いできたこともあり、その他の防衛策の開発やその是非を巡る議論は成熟したものとはなっていない。こうしたなか、「企業価値報告書」と経済産業省・法務省が策定した「指針」は、防衛策導入のルール形成を目指すものとして高く評価できるものである。また、ニッポン放送の新株予約権発行に対する東京高裁の判断も有事導入・有事発動型の防衛策に対する基本的な考え方を示しており、今後の司法判断の一つの基準になるものと思われる。さらに、機関投資家や証券取引所など株主サイドからの要請も示されており、十分留意する必要がある。こうした議論や判例等により、わが国においても敵対的買収とその防衛策に関するルールが形成されつつあるが、その基本的な考え方は、米国において 80 年代以降、形成されてきた考え方やルールを踏まえたものとなっており、今後の防衛策導入の是非を検討する際の基準になるものと思われる。その基本的な考え方は以下のとおり。

- ▶ 買収者を差別的に扱うものであっても、平時導入・有事発動型の防衛策の導入は、一定の要件の下で認められる。
- ▶ ただし、買収者以外の株主をも差別的に扱ったり、その権利を制限するような防衛策（拒否権付株式・複数議決権株式等）は（公開会社は）慎重であるべき
- ▶ 取締役には、常に企業価値（株主利益）防衛のためではなく、自らの保身のために防衛策を講じる可能性（利益相反）があることから、保身目的ではないことを担保する仕組みが必要である。
- ▶ そのポイントは、①企業価値への脅威の存在（合理的な根拠）、②防衛策の相当性（過剰ではない）、③取締役会の慎重かつ適切な行動により判断すること、の3点。
- ▶ 相当性の観点からは、企業価値を損なう買収提案に対して防衛効果を発揮する一方、企業価値が向上する買収提案であれば廃止可能、すなわち最終的な判断は株主に委ねられる防衛策が望ましい（委任状合戦の結果、買収者が株主の支持を得て取締役を入れ替えた後でも廃止できないような防衛策は過剰なものとして認められない）。
- ▶ サンセットルール（3年等）により定期的チェックを可能とする。
- ▶ 株主に対する説明責任を果たし、株主の予見可能性を高めるために、防衛策についてしっかりと事前開示が必要。
- ▶ 導入・発動に至るプロセスの中立性確保も必要であり、特に取締役の恣意性を防ぐ工夫（株主総会の承認、第三者チェック、客観的廃止条項等）が重要。

## b. 「企業価値報告書」と「指針」

経済産業省 企業価値研究会は、05年5月27日に「企業価値報告書」を公表し、同日、経済産業省と法務省が「企業価値・株主共同利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を策定・公表している。

「指針」は、主に適法性の観点から、企業価値・株主共同の利益確保・向上に資する防衛策の3原則を以下のとおり示している。

- ①防衛策の目的は企業ひいては株主全体に共通する利益の維持・向上でなければならない
- ②導入時に目的・内容等が具体的に事前開示され株主等の予見可能性を高めるとともに株主の合理的意思に依拠したものでなければならない
- ③必要かつ相当なもので過剰なものとしてはいけない

今後、防衛策の適法性の判断は、この3原則に合致したものがどうか判断基準となる。こうした意味で、経済産業省に加えて法務省が連名で「指針」を公表したことは大きな意味をもつ。最終判断は裁判所に委ねられるが、本指針を基にして企業買収・防衛の公正なルールが形成されることが期待されている。

「指針」では、新株予約権等の発行が差止めを受けることなく、かつ、合理性を確保して株主や投資家など関係者の理解と納得を得られるようにするためにどのような措置を講じるべきかについて、3原則に従って提示している。

まず、株主総会決議により導入された防衛策は3原則に照らして「公正な発行」とされる可能性が高いとしており、実際に防衛策を導入するに際しては、株主総会の承認を得ることが望ましい。

一方、株主総会は機動的に開催できないことから、取締役会決議による導入についても選択の道を残している。3原則に従って講じるべき措置を整理するとともに、防衛策の合理性を確保し、株主などの理解を得る方策として、①客観的廃止条項の設定、あるいは②独立社外者の判断の重視のいずれかにより、取締役会の裁量権の濫用を排除する必要があるとしている。

防衛策導入の検討に際しては、まず「指針」に沿ったものとする必要がある。

### (a) 指針の3原則

#### i. 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則

- ▶ 特定株主の支配権取得に制限を加えることにより、株主共同の利益を確保・向上させることを内容とする防衛策（以下を例示）を導入することは適法かつ合理的
  - (i) (ア) グリーンメール、(イ) 焦土化目的の買収、(ウ) 会社資産の債務の担保・弁済原資への流用、(エ) 解体型企業買収など株主共同の利益に対する明白な侵害をもたらすような買収を防止するための防衛策
  - (ii) 強圧的二段階買収等株主に株式売却を事実上強要するおそれがある買収に対する防衛策
  - (iii) 株主・会社に必要な情報・時間・交渉力を確保するための防衛策

#### ii. 事前開示・株主意思の原則

##### (i) 事前開示の原則

- ▶ 株主・投資家・買収者の予見可能性を高め、株主の適正な選択の機会を確保するために、導入目的、防衛策の具体的な内容、効果（議決権の制限・変更、財産的権利への影響等を含む利益・不利益）などを具体的に開示すべき<sup>22</sup>

##### (ii) 株主意思の原則

- ▶ 株主総会決議で導入する場合、株主の意思は反映（問題ない）
- ▶ 取締役会決議により導入する場合、株主の総体的意思によって廃止できる手段を設けていれば、株主意思の原則に反するものではない

---

<sup>22</sup> 「指針」では、商法・証券取引法や取引所規則で定められた最低限の開示ルールに従うだけでなく、営業報告書や有価証券報告書などを活用して自主的に防衛策の開示に努めることも、適法性を高め、株主・市場関係者の理解を得るため極めて重要とし、「何を防衛するのか」「どのような防衛策を導入するのか」について株主・投資家・従業員など利害関係人に訴えかけていくことも重要としている。

### iii. 必要性・相当性確保の原則

- 株主平等の原則、財産権の保護、経営者の保身のための濫用防止等に配慮し、必要かつ相当な方法によるべき（過剰なものとしなない）
- 「買収者以外の株主」であることを行使条件とする新株予約権を、株主割当てで発行することは取締役会決議で行うことができるが、買収者に過度の財産上の損害を生じさせるおそれがある場合には、商法第 280 条ノ 21 第 1 項<sup>23</sup>等の規定の脱法行為と判断されるリスクがあるので適法性を高めるための工夫が必要（後述）
- 取締役会は、防衛策発動に際して、株主共同の利益に対する脅威が存在すると合理的に認識した上で（防衛策発動の必要性）、脅威に対して過剰でない相当な内容の防衛策を発動しなければならない
- 判断にあたっては、外部専門家の分析を得るなど、判断の前提となる事実認識等に重大かつ不注意な誤りがない、合理的な判断過程を経た慎重な検討が求められる。こうした慎重な検討は、取締役の恣意的判断を排除する可能性を高める効果があり、防衛策の公正性を高める上で必要

### (b) 株主総会決議による導入

- 株主総会で承認を得ている場合には、3 原則に合致し、公正な発行とされる可能性が高い（発行差止めリスクは低い）<sup>24</sup>
- 株主共同の利益を向上する買収提案等があれば、廃止できるように措置
- サンセット条項により最新の株主意思を定期的に確認することが望ましい
- 拒否権付株式等の種類株式は、買収者以外の株主を差別的に取り扱うため、投資家保護上の配慮が必要であり、特に公開会社が消却することができない拒否権付株式等を新たに発行することについては、慎重であるべき

### (c) 取締役会決議による導入

第三者に対する有利発行に該当しない新株予約権の発行は、株主総会の決議を要さず、取締役会決議のみによるものであっても法令・定款違反にしないが、「著しく不公正な発行」として発行が差し止められる可能性がある。最終的には裁判所の判断に委ねられるが、立法趣旨や判例等を踏まえて、その内容を明確化すれば、3 原則に合致するかどうか判断基準になろう。発行差止めを回避するための方策として以下のような工夫が必要。

- もっぱら経営権維持のための防衛策であれば著しく不公正な発行と見なされる可能

<sup>23</sup> 特に有利な条件による新株予約権の発行

<sup>24</sup> 「指針」は、株主総会決議に基づいて、防衛策として新株予約権等を発行するときは、通常、①株主共同の利益を確保し、向上させるものであることが推認され、②株主の意思に依拠し、かつ、③取締役会の権限濫用のおそれのない必要かつ相当な方法によるものと推認されるところと考えられるので、指針の示す 3 原則に合致し、公正な発行とされる可能性が高い、としている。

性が高いが、株主共同の利益確保・向上を目的として行われたものであれば、資金調達等の事業目的がなくとも、不公正な発行と認められるおそれは少ない

- 防衛策として用いることを主要目的とすることや、株主が被る可能性のある不利益等を株主に開示することにより公正性が高まる
- 株主の意思により消却できる条項を設ける<sup>25</sup>
- 買収者以外の株主を合理的な理由無く差別しない
- 発行時に過度に株主に財産的損害を生じさせないように設計<sup>26</sup>
- 取締役会の裁量権の濫用を防止する措置を講じる(1年毎の株主総会で株主に防衛策の是非を問う機会を確保)
  - ①客観的廃止条項の設定(一定の情報提供、評価期間・交渉期間の経過等の客観的条件に合致した場合、自動的に消却するなど)
  - ②独立性の高い社外取締役や社外監査役の判断を重視(防衛策の発動の是非は独立社外取締役からなる特別委員会の判断を重視するなど)

---

<sup>25</sup> 「指針」は、導入した当時の取締役が一人でも代われれば廃止不能になる条項、導入した当時の取締役の過半数を代えなければ廃止できない条項、取締役の過半数を代えても一定期間廃止できない条項などを含む防衛策は、不公正なものとなる、逆に、例えば、新株予約権等に定期的に株主総会や株主の一定割合以上の意思表示で株主の同意が得られれば延長し、同意が得られなければ消却される旨の条項を付せば、株主の合理的な意思に依拠していることがより一層明確になり、発行の公正性が高まる、としている。

<sup>26</sup> 「指針」は、買収開始前の一定の日を基準日として、買収開始を行使条件とするような新株予約権を全株主に対して買収開始前にあらかじめ現に割り当てておくような場合(買収開始を条件として新株予約権を割り当てる旨、買収開始前に決議する場合や事前に開示しておく場合は含まれない)、買収者であるか否かにかかわらず、基準日以降に株式を取得する全ての株主に対して不測の損害を与える可能性がある。また、基準日時点の株主が保有する株式の価値を著しく低下させるおそれがあり、かつ、新株予約権が譲渡できない場合には当該価値低下分の投下資本回収の途を奪うこともありうる。このように、買収とは無関係の株主に不測の損害を与えることになる としている。



### c. ニッポン放送の新株予約権発行に対する東京高裁判断

ニッポン放送からフジテレビへの新株予約権の発行に対してライブドアが発行差止を求め、これが認められ差止命令が出されたのに対する保全抗告を棄却する東京高裁の決定では、新株予約権発行の適法性についての裁判所の見解が整理して示されており、今後の司法判断の一つの基準になるものと思われる。

決定では、通常の資金調達目的の新株発行等は取締役の経営判断として許容されるが、敵対的買収者が現れた場合など経営支配権に現に争いが生じている場面では、経営権の維持を主要な目的として発行された場合は、原則として著しく不公正な発行として認められず新株等の発行差止の対象となるとしている。また、例外的に特段の事情として会社に損害を与える買収（事例も例示）であることを現経営陣が疎明・立証できた場合に限り発行が認められるとしている。ここでは、敵対的買収が判明してからの「有事導入・有事発動型」の防衛策について厳しい判断を下しているわけである。

一方、東京高裁の判断で注目すべきは、事前の対抗策として新株予約権発行が決定された場合、決定時の具体的状況・新株予約権の内容・発行手続等の個別事情によって、適法性が肯定される余地もあるとしている点である。すなわち、「平時導入・有事発動型」の防衛策については、各種個別事情によっては、適法と判断される余地があり得るとしているわけである。

以下に決定のポイントを整理する。

#### (a) 「著しく不公正な方法」による発行

- ▶ 具体化している事業計画実施のための資金調達など<sup>27</sup>、事業経営上の必要性・合理性があると判断して行う第三者割当増資等は、結果として既存株主の持株比率が低下することがあっても許容される。
- ▶ しかし、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、取締役会が、支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者側の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株等を発行することまで、取締役会の経営判断事項として無制限に認めているものではない。
- ▶ 商法上、取締役の選任・解任は株主総会の専決事項。被選任者である取締役に、選任者たる株主構成の変更を主要な目的とする新株等の発行を一般的に許容することは、商法が定める機関権限の分配の法意に反する。誰を経営者としてどのような事業構成の方針で会社を経営させるかは、株主総会における取締役選任を通じて株主が資本多数決によって決すべき問題。
- ▶ 現経営者が自己の信じる事業構成の方針を維持するために、株主構成を変更すること自体を主要な目的として新株等を発行することは原則として許されない。

---

<sup>27</sup> この他に、他企業との業務提携に伴う対価の提供、業務上の信頼関係を維持するための株式の持合、ストックオプションの付与、従業員の職務発明に係る特許権の譲受けの対価を支払う方法としての付与なども例示している。

- ▶ 公開会社として株式市場から資本を調達しておきながら、大株主が現れるやいなや、取締役会が事後的に、支配権の維持・確保は会社の利益のためであって正当な目的があるなどとして新株予約権を発行し、買収者の持株比率を一方向的に低下させることは、投資家の予測可能性といった観点からも許されない。
- ▶ 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、株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者側の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株予約権の発行がされた場合には、原則、「著しく不公正な方法」<sup>28</sup>による新株予約権の発行に該当する。

#### (b) 不公正発行に該当しない場合

現に経営支配権争いが生じている場面において、経営支配権の維持・確保を目的とした新株予約権の発行がされた場合には、原則として不公正な発行として差止請求が認められるべきであるが、株主全体の利益保護の観点から当該新株予約権発行を正当化する特段の事情があること、具体的には、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権獲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、発行を差し止めることはできない。

#### (c) 特段の事情に該当する例

高裁が、会社に損害をもたらすような買収事例としてあげたのが以下の4つの類型。

- ①グリーンメーラー
- ②焦土化（知的財産権、企業秘密情報、顧客基盤等）目的の買収
- ③資産を買収者の債務の担保や弁済原資として流用する目的の買収
- ④高額資産（不動産・有価証券等）売却による高配当・高値売り抜け目的の買収

#### (d) 事前の対抗策

新たな立法がない場合であっても、事前の対抗策としての新株予約権発行が決定されたときの具体的状況・新株予約権の内容（株主割当か否か・消却条項が付いているか否か）・発行手続（株主総会の承認決議があるか否か）等といった個別事情によって、適法性が肯定される余地もある<sup>29</sup>。

<sup>28</sup> 商法第280条ノ10（商法第280条の39第4項により新株予約権にも準用）は、新株発行の差止事由を、①新株の発行が法令・定款に違反、または著しく不公正な方法によるものであって、②株主がそれによって不利益を受けるおそれがあることとしている。法令・定款違反とは、総会特別決議を得ずに第三者割当増資を行う場合等で、著しく不公正な方法とは、反対派株主の議決権の割合を低下させる目的をもって、自派の株主にのみ割当する方法等をいう。

<sup>29</sup> 地裁の決定では、「敵対的買収に備えて会社として事前にどのような措置を講ずることが許容されるのか、その内容、基準、社外取締役の関与、株主総会の承認など導入に際しての手順については、現在、有識者により様々な場において検討されているところであり、今後、議論が深化し、会社ひいては株主全体利益の保護の観点から公正で明確なルールが定められることが期待される」としていた。

#### **d. ニレコの新株予約権発行に対する東京地方裁判所の差止め決定**

05年3月14日、ニレコ（JASDAQ）は、05年3月31日時点の株主名簿記載株主に「議決権が20%以上の特定株主が現れた場合のみ行使できる新株予約権」を無償で割当発行することを取締役会で決議し公表した。

これに対し、株主である投資ファンドが新株予約権発行差止めを求めた仮処分申請で東京地方裁判所は、05年6月1日、「著しく不公正な発行に当たる」として発行を仮に差止める決定をした。

決定は、事前の対抗策としての新株予約権の発行は、原則、株主総会の意思に基づいて行うべきとした上で、株主総会は機動的に開催可能とは言い難いので、次期株主総会までの間、取締役会決議による発行が許容される場合もある、と取締役会決議による発行には限定的な考え方を示し、少なくとも新株予約権発行に株主総会の意思が反映される仕組みと取締役会の恣意的判断の防止策が必要としている。

本決定は、下級審の決定であり、ニレコが異議を申し立てていることから、必ずしも本決定が今後の基準になるとは言えないが、他の裁判例がない現状においては、取締役会決議に基づく新株予約権を活用した防衛策検討の際には、本決定の内容、今後の裁判所の判断にも留意する必要があるだろう。

#### **(a) ニレコの新株予約権スキーム**

- 濫用的な買収等によって企業価値が害されることを未然に防止することを目的に、05年3月31日の株主名簿記載株主に1株につき2個の割合で新株予約権を無償で割当。
- 行使時の払込価額は1円。譲渡制限付で取締役会は譲渡を承認しない方針。行使請求期間は05年6月16日～08年6月16日。
- 議決権20%以上（取締役会決議で引き上げることができる）の特定株式保有者が現れた場合のみ新株予約権を行使できる。
- 取締役会決議により新株予約権の全部を一斉に無償で消却できる。
- 新株予約権消却等につき利害関係の無い弁護士・会計士・学識経験者から選任された3名で組織される特別委員会<sup>30</sup>が、①手続き開始要件である「議決権20%以上」を引き上げる必要があるか、②新株予約権を消却する必要があるかについて検討し、取締役会に勧告。取締役会は勧告を最大限尊重して判断。

#### **(b) 東京地方裁判所決定の要旨**

- 本件新株予約権は、その判断基準において、行使条件の成就が、特定の敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情がある場合に限定されるものとなっているとはい

<sup>30</sup> 当初は、特別委員会の3名の委員のうち1名は代表取締役社長であったが、弁護士に変更。

えないし、また、条件成就の判断において、特別委員会の勧告に従って取締役会決議が行われる限り、客観的で公正な判断が期待されると一応いうことができるものの、取締役会が特別委員会の勧告に従わない余地を残していることは否定できない。したがって、本件新株予約権が、その仕組みにおいて、取締役会の恣意的判断を防止するものとなっているとまでいうことは困難である。

- ▶ 本件新株予約権は、新株予約権の発行について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ず、また、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し、さらに、その発行により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はないということとはできない。
- ▶ 事前の対抗策としての新株予約権の発行は、その支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす敵対的買収者が出現した際に、新株予約権の行使を可能として当該敵対的買収者の持株比率を低下させることができれば、その目的を達するのであるから、未だこのような敵対的買収者が現れていないにもかかわらず、新株予約権の発行によって直ちに敵対的買収者以外の株主に不測の損害を与えることは、取締役会の決議による事前の対抗策として相当性を欠くというべきである。
- ▶ したがって、取締役会の決議による事前の対抗策としての本件新株予約権の発行は、著しく不公正な発行として差止めが認められるべきである。

### (c) 東京地方裁判所決定のポイント

#### ① 行使条件成就の判断基準の限定

- ▶ (ア) グリーンメーラー、(イ) 焦土化 (知的財産権、企業秘密情報、顧客基盤等) 目的の買収、(ウ) 資産を買収者の債務の担保や弁済原資として流用する目的の買収、(エ) 資産等の売却による一時的な高額の株主還元・高値売り抜け目的の買収については合理的<sup>31</sup><sup>32</sup>。
- ▶ (オ) 「買収者等が経営を支配した場合に、株主、取引先、顧客、地域社会、従業員その他の利害関係者を含むグループの企業価値が毀損される虞があることが明らかな場合など、取締役会が、本件新株予約権を一斉に無償で消却しない旨の取締役会決議を行うことを正当化する特段の事情がある場合」は、広範に過ぎ、明確性を欠く部分を含むことは否定できない<sup>33</sup>。

<sup>31</sup> 指針と合致した内容でこれを容認。

<sup>32</sup> 一方、ニレコのスキームにはないが、傍論として「敵対的買収者に対し事業計画の提案を求め、取締役会が当該買収者と協議するとともに、代替案を提示し、これらについて株主に判断させる目的で、合理的なルールが定められている場合において、敵対的買収者が当該ルールを遵守しないときは、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではないことを推認することができよう」として、株主・会社に必要な情報・時間を確保する目的については肯定的。

<sup>33</sup> 指針の代表例にはない事例に対しては厳しい判断を示している。ただし、ここではあくまでも取締役会決議による発行に限定した判断であることに留意が必要。

② 取締役会の恣意的判断の防止策

- ▶ 特別委員会メンバーの独立性は認められる。しかし、取締役会は特別委員会の勧告を最大限尊重するとしているが、勧告に従うことにより、債務者の企業価値が毀損されることが明らかである場合はこの限りでないとしており、勧告に従わない余地を残している。

③ 事前の対抗策としての新株予約権発行に株主総会の意思が反映される仕組み

- ▶ 株主総会における取締役の選任を通じて取締役会の構成を変更し消却を行うことが可能。
- ▶ しかし、新株予約権発行後の05年6月の株主総会で、新株予約権導入に関する定款変更は株主総会の議題として予定されていない。また、取締役任期は全員06年6月で05年6月期には新取締役の選任は予定されておらず、その他新株予約権の消却事由に株主総会が一定の決議を行うことなどは掲げられていない。したがって、05年6月に予定される次期株主総会において、新株予約権発行について、株主総会の意思を反映させる仕組みは設けられていないといわざるを得ない<sup>34</sup>。

④ 買収とは無関係な株主に不測の損害を与えない

- ▶ 本件プランは、①割当基準日以降、希釈化リスクにより投資対象としての魅力が減少し既存株主にとって価値が低下、②譲渡できない新株予約権の価値部分について投資回収の手段が制限される、などにより既存株主に不測の損害を与えていることは否定できないとしている<sup>35</sup>。

---

<sup>34</sup> 決定では、発行後に定時株主総会があるにもかかわらず、①新株予約権発行に関する定款変更もなく、②その時点で取締役の選解任の機会もなく、③新株予約権の消却事由について一定の決議を行う予定もないので、たとえ株主総会の判断で消却可能であっても、株主総会の意思が反映される仕組みとはいえないとしている。取締役会決議による新株予約権発行については、次期株主総会でなんらかの形で株主の意思を問う機会が必要と判断しているようである。

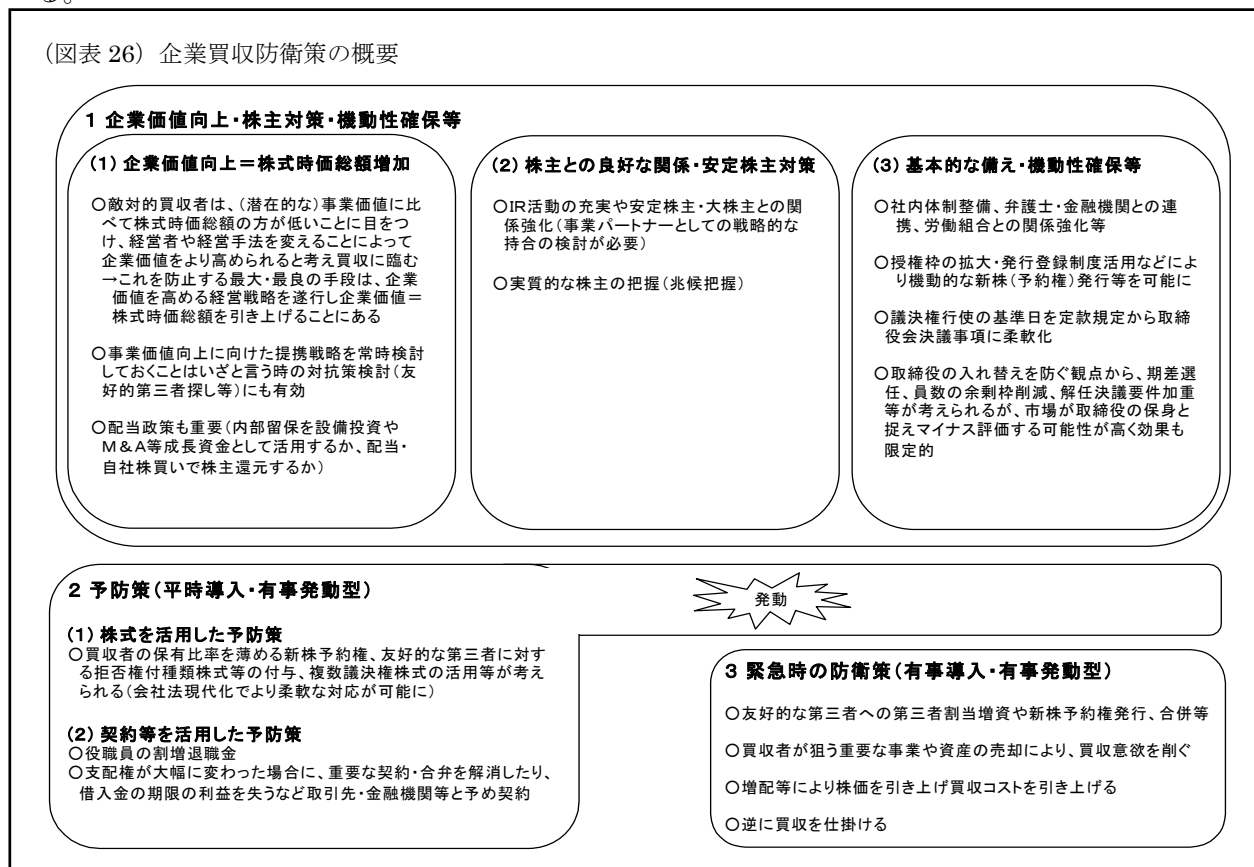
<sup>35</sup> 指針でも、本件のような場合、①基準日以降、株式を取得した新株主に不測の損害（希釈化）を与える可能性があり、②既存株主の保有する株式の価値を低下させるおそれがあり、さらに、③新株予約権を譲渡できない場合には当該価値低下分の資本回収の途を奪うこともあり得るなど、買収とは無関係の株主に不測の損害を与えうる、としている。また、東京証券取引所もこのようなスキームは投資者保護上適当でないとしている。

## 4. 各種防衛策の検討

### (1) 防衛策の概要

防衛策は、①企業価値向上に向けた各種施策や株主対策に加えて基本的な備えや機動性確保など常に検討しておくべき課題、②株式や契約を活用した敵対的買収者に対する対抗策、③敵対的買収を仕掛けられた後の緊急時の防衛策、の3つに大きく分けることができる。

(図表 26) 企業買収防衛策の概要



### (2) 企業価値向上・株主対策・機動性確保等

#### a. 企業価値向上

敵対的買収者は、(潜在的な)事業価値に比べて株式時価総額が低いことに目をつけ、経営者や経営手法を変えることによって、あるいは買収者とのシナジー効果を発揮させることによって企業価値をより高めることができると考えて買収に臨む。したがって、最大・最良の買収防衛策は、現経営陣が企業価値を高める経営戦略を遂行し企業価値を向上させ、株式時価総額を引き上げることである。

とかくライセンス・プランなど技術的な防衛策、すなわち守りにばかり目が行きがちであるが、企業価値・事業価値を高める攻めの戦略が最も重要である。攻撃は最大の守りになるわけである。同業他社との戦略・戦力の比較検討を行い自社の強み弱みを見極め改善するとともに、M&Aの可能性や提携戦略を検討するなど、成長戦略を描き実行することが重要である。また、様々なシミュレーションを行っておくことが、いざという時の対抗策検

討にも役立つものと思われる。

スティール・パートナーズに TOB を仕掛けられたソトーやユシロ化学工業の例を見てもわかるように、増配など株主から支持を得られる資本政策の実行は、株主時価総額を押し上げ、買収リスクを低下させる効果を発揮する場合がある。個々の企業の成長性・財務基盤などによって、内部留保を、①成長資金として設備投資や M&A に活用すべきか、あるいは②配当、自社株買いで株主に還元すべきか、③内部留保として蓄積すべきか、取るべき資本政策は異なるが、株主の支持を得られる資本政策を明確に打ち出すことも重要(他社を真似て配当を増やせば良いということではない点には留意が必要)である。

### **b. 株主との良好な関係・安定株主対策**

株式持合いの解消が進み、安定保有比率が大幅に低下する一方、外国人・個人の比率が上昇し株式の流動性が高まってきており、機関投資家や個人などの株主を意識した経営や情報開示・IR活動がこれまで以上に求められるようになってきている。

こうしたなか、安定株主や大株主との関係強化も課題となるが、敵対的買収者の提示する条件が有利な場合に、安定株主である事業法人にとって株主代表訴訟リスク等を勘案すると現経営陣に協力しにくくなってきている点にも留意が必要である。米国では、ホワイト・スクワイヤー<sup>36</sup>といわれる契約を前提とした安定株主があり、今後はわが国でも戦略的パートナー等との間で契約型の安定株主対策が検討される可能性もある。

また、信託銀行名義となっている株式等の実質的な株主の把握、あるいは株主の保有目的・投資方針の確認等に日頃から取り組んでおくことも重要である。

### **c. 基本的な備え・機動性確保等**

#### **(a) 基本的な備え**

敵対的買収はいつ仕掛けられるか分からない。したがって、日頃から、万一、敵対的買収を仕掛けられた場合に備えて、専門スタッフの確保など社内体制の整備、弁護士や金融機関など外部との連携を図っておく必要がある。また、日頃から労働組合等との信頼関係を構築しておくことも必要であろう。

#### **(b) 機動性確保**

新株発行枠を確保しておけば、株主総会で定款変更を行うことなく、取締役会決議によって新株・新株予約権の発行を行うことができ、急に敵対的買収を仕掛けられた場合でも対応策の選択肢が広がることから、授権枠<sup>37</sup>の拡大を予め株主総会に諮り、定款変更して

<sup>36</sup> 白馬の従者の意。現状維持契約（買増を制約、買収提案禁止、他者への株式の譲渡制限、転売時は会社に優先買取権等）を締結した 20%を超えない程度の株式を保有する安定株主。

<sup>37</sup> 会社が発行する株式の総数は定款記載事項とされており（商法第 166 条第 1 項第 3 号）、これを授権枠という。授権枠の範囲内であれば取締役会決議により、株主総会に諮ることなく、新株・新株予約権を発行することができる。授権枠を拡大する際の限度は、譲渡制限会社を除き、発行済株式総数の 4 倍

おくことが考えられる。また、TOB期間内に発行できるよう発行登録制度を活用することも考えられる。ただし、有利発行や著しく不公正な発行に該当すると裁判所が判断すれば新株発行の差止（後述）が認められる可能性がある点には留意が必要である。

また、株主総会の議決権が確定する基準日を取締役会決議で変更できるよう定款を変更し、敵対的買収者が基準日に議決権を確保した場合でも、基準日をずらし、その間に第三者割当増資等により買収者の議決権を希釈化する方法もある。備えとしては重要であろう。

（図表 27）機動性確保のための施策

機動性確保策	具体的な活用法等	是非を巡る議論等
授権枠拡大	第三者割当増資、新株予約権発行等を機動的に行えるよう、予め授権枠を拡大	新株・新株予約権の発行に際しては、有利発行にならないか、著しく不公正な発行にならないかについて留意が必要
発行登録制度	さらに、新株発行を機動的に行えるよう事前に発行登録	
基準日変更（取締役会決議化）	定時株主総会で議決権行使できる株主を確定する基準日を取締役会決議で変更できるよう定款を変更 （定款で基準日を設定しているケースが多い）	基準日（通常は期末）に大株主が現れた場合、基準日をずらしてその間に新株を友好的な第三者等に発行するなど、買収者の議決権を希釈化することが可能になる

#### d. 取締役選解任の防衛

仮に敵対的買収者が過半の議決権を取得したとしても、（図表 28）のように、取締役の総入れ替えをしにくくすることで、敵対的買収から防衛する方法もある。しかし、これまで述べてきたように、取締役の保身のための防衛策については、機関投資家をはじめとした株主の目も厳しく、またわが国においては実質的な効果も限定的<sup>38</sup>である。

（図表 28）取締役選解任の防衛

選解任の防衛	具体的な活用法等
取締役解任の決議要件の加重	解任決議要件を発行済株式総数の2/3以上とするなど加重する
取締役選任決議のための定足数の引上げ	定款により取締役選任決議の定足数を普通決議から緩和している場合に、決議の定足数を普通決議に引上げる（戻す）
取締役期差選任	取締役の改選期をずらし、買収者が一気に過半数の取締役を選任できないようにする
取締役の員数の余剰枠削減	取締役員数（定員）に余剰枠があると普通決議で取締役を送り込めることから、員数を取締役数の実態に合わせて減らす

会社法案において、取締役の解任決議要件が特別決議から普通決議に緩和されるのも、株主による取締役に対するチェック機能を働かせようとの流れであり、取締役の選解任を難しくする防衛策（除く員数の余剰枠削減）は時代の流れにも逆行し、株主の理解を得ることは難しいものと考えられる。

以内（同第 347 条）。

<sup>38</sup>米国では取締役の任期が3年であることから期差制を導入している企業も多いが、これは、機関投資家が絶対反対としている防衛策でもある。わが国では、取締役の任期は監査役設置会社の場合2年（1年にしている例も多い）、委員会等設置会社の場合、1年であり、実効性のある期差任期制を仕組むことは困難で効果は限定。



### (3) 平時導入・有事発動型の防衛策

#### a. 株式を活用した防衛策

株式を活用した防衛策は、以下の3つに分けることができる。

- ① ライツ・プラン：買収者が現れた場合に、「買収者以外の株主のみが行使できる新株予約権（＝ライツ＝権利）」により買収者の議決権を希釈化するタイプ
- ② 拒否権付種類株式（黄金株）：「合併や取締役の選解任などの重要議案に拒否権を持つ種類株式」を一部の友好的な第三者に付与するタイプ
- ③ 複数議決権株式：創業者等の特定株主の保有株式のみに多くの議決権を付与することにより経営権を維持するタイプ

このうち、ライツ・プランについては、米国で最もポピュラーな防衛策となっており、わが国でも一定のルールの下での活用が期待されている。厚生年金基金連合会も一定の条件を満たしたライツ・プランの導入に賛成するとしており、わが国における防衛策のスタンダードになる可能性は高い。具体的仕組みについては6章で詳しくみることにしたい。

#### (a) 拒否権付種類株式（黄金株）

拒否権付種類株式（黄金株）は商法上、株主総会の特別決議により導入が認められており、適法性の観点からの問題は少ない。

ただし、友好的第三者とはいえ、合併や取締役の選解任などの重要議案に対する拒否権という極めて強力な権利を付与するという点で活用する企業は限定的と思われる（会社法現代化によって譲渡制限を付与することができるようになると第三者に譲渡されるリスクはなくなる）。

また、機関投資家など株主から見ると、株主平等を侵害し、買収者以外の株主の利益をも損なうおそれがあり、企業価値向上に結びつく買収も拒否してしまう可能性があることから否定的な意見が多い点にも留意が必要である。東京証券取引所も、議決権行使による株主の意思表示が機能しないこととなるスキームの防衛策は、原則として投資者保護上適当でないとしており、厚生年金基金連合会も、黄金株や複数議決権株式の発行は原則として賛成できないとしており、「指針」でも公開会社はその採用に慎重であるべきとしている。

拒否権付株式の新株予約権を発行するという案も提示されている。これは、ライツ・プランと同様、買収者が現れた場合に、「重要議案に拒否権を持つ株式に転換できる新株予約権」を友好的な第三者に発行するタイプで買収者が現れるまでは拒否権が発生しないという点で改良されている。しかし、投資家等一般の株主からすると有事に株主としての権利（合併や取締役の選解任などの重要議案に対する議決権）が制限されることに変わりはなく、株主の理解を得られるかどうかには留意が必要である。

## (b) 複数議決権株式（スーパー・ボートンク・ストック）

複数議決権株式についても、株主総会の特別決議により認められており、適法性の観点からの問題は少ないが、拒否権付株式と同様、株主平等を侵害し、買収者以外の株主の利益をも損なうおそれがあることから否定的な意見が多い。東京証券取引所や厚生年金基金連合会の見解も前述のとおり原則賛成できないとしている。米国ではネット検索最大手のグーグルが04年8月の新規公開当初から、①一般に公開する普通株式と②経営者が保有する議決権が10倍の株式の2種類の株式を発行している例があるが、これは公開時にこうした条件を明らかにした上で一般株主を募っていることから例外的に認められているものである。ニューヨーク証券取引所も、新規上場の場合以外は、拒否権付株式や複数議決権株式を発行する会社の上場を認めていない。したがって、既に株式公開している会社の場合には、複数議決権株式を活用した防衛策は難しいと考えた方がよさそうである。

(図表 29) 株式等を活用した平時導入・有事発動型の防衛策（例）

予防策	具体的な活用法等	是非を巡る議論等
ライツ・プラン (ポイズンピル) (強制転換条項付新株予約権)	買収者が一定割合の議決権(20%等)を取得した場合などを発動事由として、買収者以外の株主が市場より安い価格で株式を取得できる権利(=ライツ=新株予約権)を株主に付与し、買収者の議決権を希釈化する防衛策	現行法では株式への強制転換はできないが、会社法現代化で可能となり、確実に新株転換を進めることが可能になる 発動までは、配当負担、償還義務、議決権割合の変動等の経済的負担が発生しない 株式への随伴性がないため、信託型を開発
強制転換条項付新株予約権付社債	強制転換条項付新株予約権付社債を友好的な第三者に発行し、買収会社が一定割合の議決権を取得した場合などに強制的に新株に転換するもの	新株予約権が株式に随伴性がないことから、随伴性のある社債で対応するもの 社債からの転換となるため、新たに株主に代金を求める必要がないのがメリット
第三者事前割当型新株予約権	買収者出現時に行使できる新株予約権を予め友好的第三者に発行し、買収者出現時には行使により買収者の議決権を希釈化	資金力があり信頼できる友好的第三者が必要 有利発行には留意
拒否権付種類株式(黄金株)	企業の合併・取締役選解任などの重要議案に拒否権がある種類株式を一部の友好的な株主に付与	現行法では譲渡を制限できないので第三者に譲渡されてしまい悪用されるリスクがあるが、会社法現代化で譲渡制限が可能となり、防止できるようになる
拒否権付種類株式の新株予約権	企業の合併・取締役選解任など重要議案に拒否権がある種類株式が発行される新株予約権を一部の友好的な株主に付与(買収会社が一定割合の議決権を取得した場合などに新株発行)	米国機関投資家は少数株主が拒否権を持ち一般株主の権利までもが制限されるとして原則反対。厚生年金基金連合会も原則反対。 特に取締役の選解任の拒否権については否定的な意見が多く市場の評価にも留意が必要
スーパー・ボートンク・ストック 複数議決権株式(種類株式)	創業者等の特定株主が複数の議決権を持つ株式を保有することで経営権を維持。わが国でも単元の異なる複数の種類株式を発行することで同様の効果を発揮できる	米国機関投資家は、経営者に絶対権限を与える防衛策に原則反対の立場で、複数議決権株式には批判的。わが国でも厚生年金基金連合会や東京証券取引所は否定的

## **b. 契約を活用した防衛策**

### **(a) 割増退職慰労金・退職金**

敵対的買収時に、役員が解任されたり、職員が退職した場合に通常時の何倍もの退職慰労金・退職金を支払う契約・規定を設け、買収コストを上げる防衛策である。米国では、役員の場合をゴールデン・パラシュート、従業員の場合をティン・パラシュート（ブリキの落下傘）と呼んでいる。ゴールデン・パラシュートは米国で導入例が多いが、機関投資家の中には、給与の2～3年分程度であれば経営陣の敵対的買収に対する徹底抗戦を防ぎ、企業価値向上に結びつく買収まで防衛してしまうことを防ぐ効果があるので株主総会の承認を条件に賛成とするところもあるようである。

ただし、わが国において退職慰労金は、監査役設置会社は定款または株主総会決議によって、委員会等設置会社は報酬委員会の決議によって定める必要がある点には留意が必要である。また、米国と比較してわが国の役員報酬や退職慰労金の額は低く、その数倍の割増が買収者にとって負担になるほどの買収コスト増加に結びつかない可能性がある一方、役職員にあまりにも多額の退職慰労金や退職金を買収防衛のために支払う契約を結ぶことについて株主の理解を得られるかという点にも留意が必要である。

### **(b) 買収価値を低下させる契約**

買収者が現れた場合に、自社の財務内容を悪化させ、あるいは重要なパートナーとの取引解消により事業価値を低下させる契約を結んでおき、買収者を牽制する防衛策がある。

プット・オプションは、銀行借入や社債発行に際して、経営支配権に変更があった場合、ただちに返済を迫られるような契約を予め締結しておき、財務内容悪化の可能性により買収者をけん制する防衛策である。ただし、他に資金調達手段を持つ会社を買収者である場合には、借り換え可能であり、効果は限定的なものとなる。

チェンジ・オブ・コントロールは、重要な契約<sup>39</sup>や重要な合弁のパートナーとの株主契約において、経営支配権に変更があった場合、相手方契約者が契約の破棄や見直し、合弁会社を買収することができるといった契約を結んでおくことにより、買収者にとっての企業価値を低下させる防衛策である。

こうした契約は、結果として会社の財務基盤や事業基盤を毀損する可能性があることから、取締役が、善管注意義務・忠実義務違反に問われ株主代表訴訟の可能性もあることには留意が必要であろう。

---

<sup>39</sup> 例えば、製品・原材料、コンテンツ等の供給契約や販売契約、スポンサー契約や放映権など様々な事業上の提携関係・取引関係が対象となる。

(図表 30) 契約を活用した平時導入・有事発動型の防衛策

予防策	具体的な活用法等	是非を巡る議論等
ゴールデンパラシュート	敵対的買収後に役員が解任された場合に、通常の退職時と比べ莫大な退職金が支払われる契約をあらかじめ役員との間で締結	退職慰労金は、監査役設置会社は定款または株主総会決議によって、委員会等設置会社は報酬委員会の決議によって定める必要がある点には留意が必要
従業員割増退職金 (ティンパラシュート)	敵対的買収時に、従業員などに多額の割増退職金が支払われるよう規定し、買収コストをあげる	取締役会決議で決定でき、取締役の自己保身として活用しにくい。
プット・オプション	銀行借入・債券発行に際して「対象会社の支配権に変更があった場合、ただちに期限の利益を喪失し、銀行等はただちに元金等の一括弁済を請求できる」といった条項を付して、財務状況の悪化の可能性を惹起させる	
チェンジ・オブ・コントロール 条項	重要な契約や重要な合弁のパートナーとの株主契約等において「支配権が大幅に変わる場合には、相手方契約者が契約の破棄・見直し、合弁会社の買取を行うことができる」といった条項を入れる	

#### (4) 有事導入・有事発動型の防衛策

ニッポン放送を巡る買収合戦で敵対的買収を仕掛けられてからの防衛策については、連日のマスコミ報道もあり一般の理解も広がっているので簡単に整理する。

大きく分けると以下の4つに分けることができるが、緊急時の防衛策は、検討時間が限られることもあり後手に回りがちで、新株・新株予約権の発行差止、取締役の善管注意義務・忠実義務違反に基づく損害賠償義務責任・株主代表訴訟等の法的リスクもあり、実際に発動できるか、発動したとして認められるか（差し止められないか）など、その実効性は必ずしも確実なものとは言えない。

##### ① 友好的な第三者の協力による防衛（第三者割当増資、ホワイト・ナイト、合併等）

- 友好的な第三者を短期間で探すことが難しいのに加えて、「有利発行」「著しく不公正な発行」として差止められるリスク、対抗 TOB で価格競争に敗れるリスク等がある

##### ② 重要な事業・資産の売却等による企業価値の低下（焦土作戦、クラウン・ジュエル等）

- 買収意欲を削ぐため、重要な事業・資産の売却により企業価値を低下させると、取締役の善管注意義務・忠実義務違反に基づく損害賠償・株主代表訴訟リスクあり

##### ③ 増配による株価引上げ

- 増配は効果がある場合もあるが、一時的なものでは効果は限定

##### ④ 逆に相手に買収を仕掛ける（パックマン・ディフェンス）

- 相手が上場会社の場合に限られる（ファンド、非上場の場合等不可）

(図表 31) 有事導入・有事発動型の防衛策

防衛策	具体的な活用法等	是非を巡る議論等
友好的第三者との連携		友好的な第三者を短期間で探すことは難しい面あり
第三者割当増資	発行済株式総数を増大させ、かつ安定株主を増大させる	有利発行に該当すると株主総会の特別決議が必要 主要目的ルール等による差止リスク
新株予約権の発行	友好的な第三者に新株予約権を発行することで、最終的には第三者割当増資と同様の効果が期待できる	
ホワイトナイト	友好的第三者に要請し、敵対的買収者よりも有利な条件でTOBをかけてもらい買収者を退ける	第三者の支配下で独立性を失う可能性 敵対的買収者よりも高い価格を示せなければTOB合戦で勝てない
第三者との株式交換・合併	友好的な他社との間で株式交換・合併を行う	株主総会の特別決議が必要 TOB 期間中の株主総会開催は難しくアナウンス効果で TOB に応じることを思い止まらせることを企図するケースが多い
違約金の取決め	友好的他社との株式交換・合併解消違約金を設定し、買収コストを高める	
買収企業価値の低下		
焦土作戦（クラウン・ジュエル）  （子会社の第三者割当増資・子会社株の長期貸株契約）	買収者が狙う重要な事業や資産（クラウン・ジュエル）の売却や多額の負債引受けにより買収者のメリットを減じる  （子会社に友好的な第三者に対する第三者割当増資を行わせ、支配権を喪失する手法、子会社株を貸株し、長期にわたり支配権を行使できないようにする方法等）	重要な財産の処分は取締役会決議で可能だが、取締役の善管注意義務・忠実義務違反に基づく損害賠償請求、株主代表訴訟等のリスクあり 営業譲渡の場合は株主総会の特別決議が必要
資産ロックアップ	重要な事業や資産を市場価格以下で一定の場合に取得することのできる権利を友好的な第三者に付与する	
増配等	増配等により株式の魅力を高め、株価を引き上げ敵対的買収コストを高める	一定の効果あり。ただし、中長期的な配当政策の見直しが必要
パックマン・ディフェンス	買収者に対して逆に買収を仕掛け、商法の規定で議決権が消滅する 25%以上の持合を目指す	相手が上場企業かつ自社より小規模の企業の場合などに限定（ファンドや非上場企業の場合活用できない）

## 5. 防衛策設計上の留意点

経済産業省が04年9月に行ったアンケート調査<sup>40</sup>では、経営者が防衛策を導入できない主な理由は、①市場の反応に対する懸念(33%)、②会社法上可能なのか不明確(31%)、③効果が少ない(16%)となっている。逆に言えば、市場から評価を得られ、商法・会社法上の問題がなく、敵対的買収に対して効果がある防衛策を求めていることの裏返しでもある。防衛策の検討に際しては、法的リスク・マーケットリスク(市場・株主の評価)と実効性に留意する必要がある。ここでは、商法・会社法上の論点、投資家等の考え方、「指針」「企業価値報告書」等を踏まえた上で、効果的で市場からも認められる防衛策の設計について検討する。以降のコメントは、法的解釈論が分かれる問題等については、実効性のある防衛策<sup>41</sup>を検討するという視点でより慎重なスタンスで整理することとする。

### (1) 商法・会社法上の留意点

#### a. 新株発行・新株予約権発行の差止

商法では、株主保護の観点から、違法あるいは著しく不公正な新株発行・新株予約権発行等によって株主が不利益を受けるおそれがあるときは、新株発行・新株予約権発行の差止<sup>42</sup>を請求できることとしている。差止事由は、①発行が法令・定款に違反する場合、または②発行が著しく不公正な方法により行われる場合であって、株主がそれによって不利益を受けるおそれがあることである。①法令・定款に違反する場合とは、取締役会の決議を欠く発行や株主総会特別決議を経ない第三者に対する有利発行<sup>43</sup>などであり、②著しく不公正な方法による新株発行とは、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、取締役会が、支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者側の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株等を発行することなどである。

株式を活用した防衛策を検討する際には、「有利発行」と「著しく不公正な発行」に当たらないような制度設計・手続きが求められることになる。

---

<sup>40</sup> 「企業価値報告書」より

<sup>41</sup> 敵対的買収者は、防衛策が事後的に裁判所などで否定される可能性があると考えれば、公開買付等を進めてしまう可能性が高い。したがって、防衛策の設計・策定に際しては、法的安定性に十分配慮する必要がある。

<sup>42</sup> 商法第280条ノ10、第280条ノ39第4項

<sup>43</sup> 株主総会特別決議を要する「特に有利なる発行価額」とは、既存の株主に経済的損失を蒙らせるような発行価額＝時価よりも低い発行価額。しかし、既存株主の保護という観点のほかに、新株発行による資金調達目的の達成可能性という観点からの考慮も必要。発行価額の決定から払込期日までの間(2週間)の株価低下の結果、新株発行による資金調達目的の達成が不可能になることを回避するために必要な限度で時価より低い価額で定められた発行価額は「特に有利なる発行価額」に該当せず、その必要な限度を超えた低い発行価額を指すと解される。具体的には、株式市場の動向、その会社の資産・損益の状況等に対する考慮が必要。一応の基準として、発行価額を決定する際の時価の10～15%を下回る程度まではそれに該当しないと解する見解がある。(前田 庸「会社法入門」)

### (a) 有利発行

ライツ・プランが有利発行に該当するかどうかについては、専門家の間でも意見が分かれるようである。この点について「指針」は、「買収者以外の株主であることを行使条件とする新株予約権を、株主割当て発行することは、取締役会の決議で行うことができる」として、権利行使できるのは買収者を除く株主ということでも、全株主に割当てるのであれば、第三者に対する有利発行には該当しないとの判断を示している<sup>44</sup>。「指針」が示されたことにより、取締役会決議による発行の道も残されることとなった。

これに対して、無償で発行された新株予約権の権利行使をすることができるのは買収者を除く株主ということになり、行使条件として平等性が実現されていない以上、有利発行に該当し、株主総会の特別決議が必要との考えもある<sup>45</sup>。新しい防衛策であるライツ・プランに関する判例も無く、最終的な判断は判例の積み重ねを待つしかないが、実効性ある防衛策にするためには、こうした法的リスクを極小化するように留意して設計する必要があるだろう。

### (b) 著しい不公正発行

これまでの判例では、資金調達の実効性が証明されれば、支配権維持が主要な目的ではない＝著しく不公正な発行ではない（主要目的ルール）とされる傾向が強く、資金調達目的であることをいかに説明し納得を得るかが重要であったが、新株予約権を活用した防衛策の場合、資金調達目的ではない発行が太宗を占めるものと考えられる。特にライツ・プランのように設計・導入時から敵対的買収に対する防衛策を謳っている場合は、資金調達目的との説明は難しい面がある。こうした場合に経営支配権維持が主要目的ではない＝企業価値の維持・向上が主要目的である、あるいは防衛策として行き過ぎたものではなく、企業価値の維持・向上に結びつくものであるとの裁判所判断を得るために、どのような手続き・仕組みであればいいのか、この点に留意した設計が重要なポイントとなる。

「指針」では、前述のとおり、3原則を示し、「著しい不公正発行」に当たらないための方策を示している。株主総会特別決議で承認を得ている場合には「公正な発行」とされる可能性が高いとし、一方、取締役会決議による導入の場合には、株主の意思による廃止の可能性を確保し、買収者以外の株主間で差別せず、発行時に過度に株主に財産的損害を生じさせず、取締役会の濫用防止のため、①客観的廃止要件の設定や②独立社外者の判断重視などの仕組みが組み込まれている必要があるとしている。ただし、「指針」は法的拘束力を持つものではなく、法改正を行うわけではないため、最終的には裁判所の判断に委ねられる点には留意が必要である。

<sup>44</sup> この場合でも、「当該新株予約権の内容が、買収者に過度の財産上の損害を生じさせるおそれがあるようなものである場合には、商法第280条ノ21第1項等の規定の脱法行為と判断されるリスクがあるので、新株予約権の内容について適法性を高めるための工夫を講じる必要がある」としている。

<sup>45</sup> 竹平征吾「希釈化型ポイズン・ピルの適法性—司法の役割とその限界—」商事法務 No1729

「著しい不公正発行」に関しては、前述の東京高裁の決定において、新たな立法がない場合であっても、事前の対抗策としての新株予約権発行が決定されたときの具体的状況・新株予約権の内容（株主割当か否か・消却条項が付いているか否か）・発行手続（株主総会の承認決議があるか否か）等といった個別事情によって、適法性が肯定される余地もあるとされていることも、「指針」と基本的に合致する。

#### **b. 取締役の善管注意義務（株主代表訴訟リスク等）**

敵対的買収を仕掛けられ緊急事態に陥ってからの防衛策の中には、焦土作戦のように企業価値を低下させることによって買収意欲を削ぐような手法もある。また、プット・オプションやチェンジ・オブ・コントロールのように買収者が現れた場合に企業価値が低下するような契約を予め結んでおく防衛策もある。これらは、買収者のみならず、その他の株主の持つ株式の価値をも低下させる可能性が大きく、これらの防衛策の発動あるいは契約締結を取締役会で決議する際、取締役は善管注意義務・忠実義務違反に基づく損害賠償、株主代表訴訟のリスクについても、専門家のアドバイスを得て十分検討するなど慎重な対応が必要であろう。

### **(2) 東京証券取引所の考え方**

05年4月21日に東京証券取引所は、「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項について」を公表し、将来の制度化も視野に入れていているとしている。具体的な留意事項は以下の4点。

#### **a. 十分な適時開示**

- ①防衛策導入の目的
- ②防衛策の発動・解除・維持の条件（行使条件・行使価格・発動時に発行される株式数に加えて買収者の提案等の諾否を判断する要件等）
- ③発動時の株主・投資者への影響（経済面・権利面の影響、手続き等）
- ④その他必要に応じ東証が求める内容

#### **b. 防衛策の発動・解除・維持の条件が不透明でない**

- 防衛策の発動・解除・維持の可能性・日程・手続等の条件を予め定める（内部の経営者の恣意的な判断のみで決定されるスキームは投資判断材料が不十分）

#### **c. 買収者以外の株主・投資者に不測の損害を与える要因を含むものでないこと**

- 例えば、導入時点の株主にライツ・プランの新株予約権を割り当てておく場合、その後の株式取得者は買収者の出現によって取得株式が希釈化し著しい損失を被る可能性があり、投資者保護上適当でない



#### d. 株主の意思表示が機能しない防衛策でない

- 議決権行使による株主の意思表示が機能しないこととなるスキームの防衛策（デッドハンド型防衛策）を導入した場合、その会社の上場株券は重要な権利が十分に備わっていないこととなり、上場物件（株式）としての適格性に欠け、原則として投資者保護上適当でない（明示的に示されていないものの、拒否権付株式と複数議決権株式は、買収者以外の株主の議決権の機能をも損なう可能性が高いことから、原則として認められないと考えた方がよさそうである）

### (3) 厚生年金基金連合会

厚生年金基金連合会は、05年4月28日に「企業買収防衛策に関する株主議決権行使の判断基準」を公表し、05年6月から適用するとしている。その判断基準は以下の2点。

#### a. 以下の条件を満たすライツ・プランの平時導入に賛成

- ①長期的な株主価値向上に資するものであることの十分な説明
- ②株主総会の承認
- ③有事における防衛策の発動・解除・維持について、①自社と利害関係を一切有しない社外取締役等によるチェックが行われる、または②防衛策の発動・解除・維持の具体的な条件が明確に定められており、経営者の恣意的な判断で決定される余地がない
- ④期間限定（2～3年）で更新時は改めて株主総会の承認を得る

#### b. 黄金株・複数議決権株の発行、デッドハンド型の防衛策などその他の防衛策については、株主利益を損うおそれがあるので、原則として賛成できない

### (4) 欧米の機関投資家の考え方

「企業価値報告書」は、欧米の機関投資家の議決権ガイドラインを分析し、防衛策の種類毎の評価を以下のように分析している。

- ①絶対反対の防衛策＝期差任期取締役制度
  - 経営者の解雇を制限し、委任状合戦の長期化をもたらす防衛策には絶対反対
- ②原則反対の防衛策＝複数議決権株式、黄金株
  - 株主の権利を希釈化することから原則反対
- ③条件付賛成の防衛策＝ライツ・プラン、ゴールデン・パラシュート
  - ライツ・プランは、事前の株主総会での承認を求め、期間を明確に定め（3年おき）、定期的チェック、独立社外取締役のチェック、長期的株価向上に役立つという説明責任などを条件として賛成
  - ゴールデン・パラシュートは、経営陣が敵対的買収に徹底抗戦するのを防ぐので、給与の2～3年分で、株主総会の承認を受けた場合は賛成

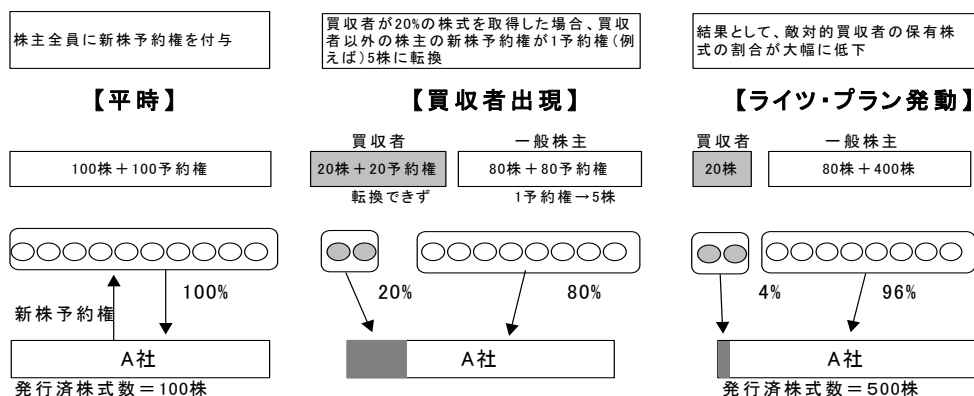
## 6. 信託型ライツ・プランの検討

### (1) 信託型ライツ・プランとは

#### a. ライツ・プランとは

ライツ・プランのライツとは権利、すなわち新株予約権を指す。具体的には、例えば敵対的買収者が20%以上の株式を買い集めた場合に、その買収者以外の株主のみが行使可能な新株予約権を予め付与し、買収者が現れると、買収者以外の株主に大量の新株を割り当て（例えば1株につき5株等）、買収者の持株比率を大幅に引き下げる仕組みである。

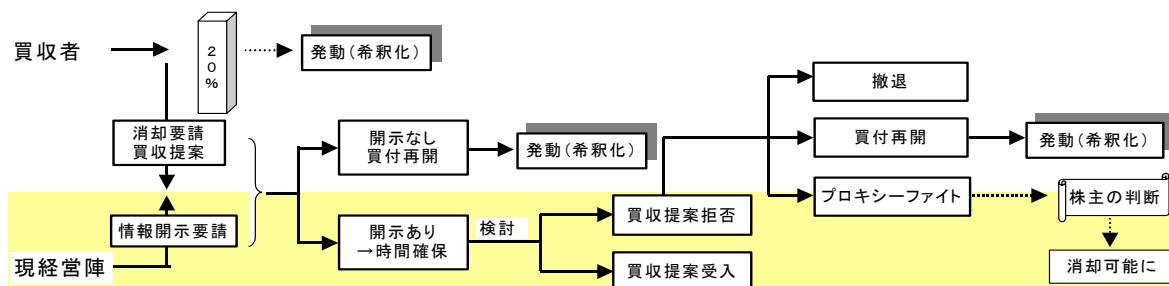
(図表 32) ライツ・プランの基本的な仕組み



ライツ・プランで想定される敵対的買収者・経営陣の対応プロセスは以下のとおり。

- ①買収者は保有株式が20%以上になると、新株予約権が行使され、自らの保有分のみが希釈化し経済的損失を負うことから、20%になる前にいったん買い集めを休止
- ②買収者はライツ・プランの消却を現経営陣に要請（同時に自らの買収提案の内容を説明）
- ③現経営陣は情報開示と検討時間の確保を要請し、(i)受け容れられれば提案を検討、(ii)開示がなく買付を再開したら発動
- ④現経営陣は買収提案を検討し、(ア)提案受入＝ライツ・プラン消却、(イ)買収提案拒否＝消却せず、のいずれかを判断
- ⑤消却しない場合、買収者は、(あ)撤退、(い)買付再開、(う)委任状合戦（プロキシファイト）による経営権掌握、を選択
- ⑥最終的には、現経営陣の経営提案と買収者の買収提案のどちらが優れているのか、委任状合戦等で株主が判断

(図表 33) ライツ・プランの流れ



## b. ライツ・プランのメリット

防衛策としてのライツ・プランのメリットは以下のとおり。

- ①買収者が現れ新株予約権が行使されるまでは、配当負担、償還義務、議決権割合の変動等の経済的負担が発生しない
- ②買収者以外の株主が損失を被らないスキーム
- ③買収者はライツ・プランの消却を求めて一旦踏みとどまり、買収提案の説明等を行わざるを得ない→現経営陣の交渉手段・時間を確保
- ④現経営陣の交渉手段・時間確保により買収プレミアム上昇が期待できる
- ⑤現経営陣と買収者の提案の比較でより企業価値が向上する可能性がある

## c. ライツ・プランの問題点

わが国では、新株予約権に株式との随伴性がないため<sup>46</sup>、新株予約権を予め付与しておく、株式の売買等によって、株主と新株予約権を付与された者が分離することになってしまう。新株予約権付与基準日後に株式を取得した株主（以下新株主）にとっては、新株予約権が付与されていない株式を持つことになるため、買収者が現れ、新株予約権が転換されると、買収者以外の新株主の保有株式も希釈化され、不測の損害を被る可能性がある<sup>47</sup>。

また、後述のとおり、現行税制においては、新株予約権を株主に対して直接付与した時点で課税関係が発生するため、平時に新株予約権を予め付与しておくスキームは株主の理解を得られない可能性が大きく、留意が必要である。

## d. 事前警告型と信託型ライツ・プラン

新株予約権が株式と随伴性がないという問題を克服する方法として、事前警告型あるいは信託型ライツ・プランの活用が有力視されている。

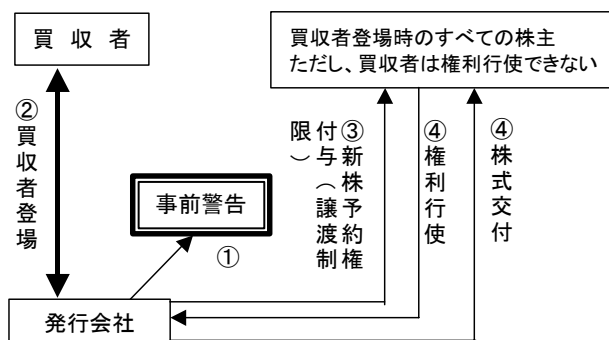
### (a) 事前警告型ライツ・プラン

平時のうちに、①ライツ・プランの内容を開示して事前警告を行っておき（この時点では新株予約権は発行せず）、②ある一定割合以上の株式を保有する敵対的買収者が現れた場合には、③事前警告に従って買収者のみが行使できない差別的行使条件を付した新株予約権を全株主に割り当て、④買収者以外の株主に時価よりも安い価額で新株を取得させ、買収者の持株割合を低下させるスキームである（次頁図表 34）。

<sup>46</sup> わが国では、商法上、「新株予約権付社債」の規定はあるものの、「新株予約権付株式」についての規定が無いことから、新株予約権には株式との随伴性はないと言われている。

<sup>47</sup> 東京証券取引所は、05年4月21日に公表した「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項について」で「新株予約権を防衛策導入時点の株主等に割り当てておくといったスキームでは、防衛策が実際に発動されると、新株予約権を保有していない株主は、買収者以外の株主であっても、保有している株式の希釈化による著しい損失を被る可能性がある」として、「このように買収者以外の株主・投資者に不測の損害を与える要因を含む防衛策の導入は、市場の混乱を招くものであり投資者保護上適当でない」としている。

(図表 34) 事前警告型ライツ・プラン



事前警告は行っているものの、予め新株予約権を発行しているわけではないため、発行差止請求のリスクが残る点には留意が必要である。取締役会決議により導入する場合の新株予約権発行差止めリスクについて「指針」は、「著しく不公正な発行」に該当するかどうかの判断基準を示している。

具体的には、株主による廃止の可能性を確保し、買収者以外の株主間で差別的取扱いをせず、発行時に過度に株主に財産的損害を生じさせず、取締役会の濫用防止策として、①客観的廃止要件の設定あるいは②独立社外者の判断重視の仕組みが組み込まれている場合には、「著しい不公正発行」に該当しない可能性があるとしている。

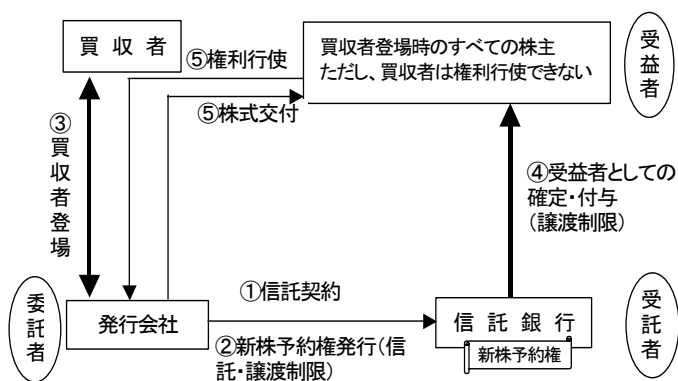
実際には、新株予約権発行決定時の具体的状況・新株予約権の内容・発行手続等の個別事情によって、適法性が判断されることになると思われるが、現状においては、判例もなく、法的安定性は必ずしも十分に高いとは言えない点には留意が必要である。

事前警告型ライツ・プランの場合、有利発行の問題にも留意が必要であろう。

(b) 信託型ライツ・プラン

平時のうちに、①②買収者のみが行使できない差別的行使条件を付した新株予約権を信託銀行に対して無償で発行し、信託銀行は、ある一定割合以上の株式を保有する敵対的買収者が現れた時点の株主(受益者)のために新株予約権を信託勘定内で管理する。③買収者登場(受益者確定)後、信託銀行は、④全株主(受益者)に対し

(図表 35) 信託型ライツ・プラン



て、管理していた新株予約権を無償で付与し、⑤買収者以外の株主に時価よりも安い価額で新株を取得させ、買収者の持株割合を低下させるスキームである。

信託型ライツ・プランの中には、①信託銀行に新株予約権を直接発行するスキーム(図表 35)と②一旦、SPCに新株予約権を発行し、SPCが信託銀行に新株予約権を信託するスキームがある。

## e. 信託型ライツ・プランのメリット

### (a) 随伴性の確保

信託型の場合は、敵対的買収者が現れて実際に発動する時点の株主を受益権者としており、株式と随伴移転しない新株予約権の弱点（株主と新株予約権者が分離してしまう点）を補ったスキームとすることができる。また、買収者以外の株主に対して平等に割り当てることから、買収者以外の株主にとっては希釈化による不測の損害を被ることがない。

### (b) 株主総会の承認・平時発行

新株予約権の発行決議は、新株予約権の行使によって発行される株式の総数が定款に定める授權枠の範囲内で、第三者に対する有利発行に当たらなければ、取締役会決議事項であり、商法上は株主総会の承認は必ずしも必要ない。

米国ではライツ・プランの導入は、（機関投資家が株主総会の承認を要請しているもの）取締役会決議で行われているケースが多いようである。米国の大企業の場合、社外取締役が約8割を占めており、ニューヨーク証券取引所では更に取締役の過半数が独立取締役<sup>48</sup>でなければならず、経営陣に対する取締役会のチェック機能が働く仕組みになっていると考えられているため、取締役会決議でライツ・プランの導入が認められている。

一方、独立社外取締役の員数が少ないわが国においては、取締役会に全権委任する形での防衛策について否定的な意見も多い。こうしたことも勘案すると、ライツ・プランの導入に際して、取締役会ではなく、株主総会の特別決議で予め株主の承認を得ておくことは株主や市場の理解を得るためにも重要である。

前述のとおり、ライツ・プランが「有利発行」「著しい不公正発行」に当たるかどうかは、専門家の間でも意見が分かれており、発動の実効性を確保し、防衛策として有効に機能させるという観点からも、ライツ・プラン導入時に株主総会特別決議による承認を得て定款に記載しておく方が安全である。「指針」でも株主総会で承認を得た場合には、「公正な発行」とされる可能性が高いとしている。

また、敵対的買収者が現れる前の段階、すなわち平時に既に新株予約権を発行しており、買収者以外の株主に不測の損害を与える可能性もないことから、新株予約権の発行差止リスクは極めて限定されたものになると思われる。

株主の意向を確認するために、例えば3年ごとに株主総会で再承認を得るなどサンセットルールを設けることにより、より合理性を増すことも検討すべきであろう（厚生年金基金連合会のライツ・プラン賛成の条件でもある）。

---

<sup>48</sup>ニューヨーク証券取引所の独立取締役の要件は、①現在および過去3年間、会社との雇用関係なし、②現在および過去3年間、本人・家族が会社から10万ドル以上の報酬を受けていない、③本人家族が会社の監査関係者ではない、④会社の売上の2%又は100万ドル以上の大口取引先の従業員ではないとなっており、親会社や連結子会社の関係者、親族、取引先関係者が独立取締役になることはできない。

### (c) 信託銀行の信用・機能の活用

信託銀行は、①受託に際して、発動・消却・維持の要件や判断プロセス等が実際に機能する内容か確認するとともに、②実際の発動や消却に際しては、予め定められた判断プロセスが実施されているか確認することから、スキームの信頼性が高まる。

また、実際に敵対的買収者が現れた時には、極めて短期間で株主確定・新株予約権付与・株式への転換・払込等の大量事務を円滑に行う必要が生じるが、こうした機能を持つ信託銀行が予めスキームのなかで管理事務を受託していれば、防衛策としての実効性も高まる。

## (2) ライツ・プラン設計上の留意点

### a. 設計上の留意点（整理）

ライツ・プランを防衛策として有効なものにするためには、法的リスク・マーケットリスク（市場・株主の評価）と実効性に留意する必要がある。

法的にも市場からも認められる防衛策の要件は以下のとおり。

- ①企業価値を毀損するような（株主にとっても悪い）敵対的買収を排除
- ②たとえ（現経営陣にとって）敵対的であっても企業価値の向上に結びつく（株主にとって良い）買収提案を排除しない
- ③判断するに十分な買収提案に関する情報と検討の時間を確保することを可能とするもの
- ④その判断に際して取締役が自己保身に陥らないような仕組みを備えていること
- ⑤実効性のある防衛策

ライツ・プランの設計にあたっては、企業価値を毀損するような敵対的買収を排除するとともに、株主や現経営陣が買収提案に関する十分な情報を得てしっかりと検討できる時間を確保することを目的としていることを明確に示す必要がある。そして、一定のルールに則った買収提案については、最終判断を委任状合戦などで株主に委ねるスキーム（消却可能）にすることで、企業価値の向上に結びつく買収提案を排除しない仕組みにすることが重要である。

また、取締役が自己保身に陥らないような仕組みを設計段階から組み込んでおくことも市場の信頼を得るためには重要である。現経営陣としては、自らの保身目的ではなく、企業価値の維持・向上のために、発動するということを、株主（あるいは裁判所）に説明し納得を得るため、予め判断プロセスを明らかにするとともに、判断のための情報収集、専門家の意見聴取、中立性確保のための工夫などを十分に行う必要がある。

買収者を一旦踏みとどませ、買収提案内容の開示や検討時間の確保を確実なものとするためには、その発動に実効性がなければならない。新株予約権の発行差止、取締役の善管注意義務違反・忠実義務違反、買収者以外の株主への経済的負担（税負担等）などのリスクが高く、実際の発動を躊躇せざるを得ない、あるいは差止の可能性が高いのでは、買収者はそれを見透かして、踏みとどまることなく買収を進めてしまい、防衛策として機能しなくなってしまう。

「指針」では、株主総会の承認を得た場合については、「通常、①株主共同の利益を確保し、向上させるものであることが推認され、②株主の意思に依拠し、かつ、③取締役会の権限濫用のおそれのない必要かつ相当な方法によるものと推認されるところと考えられるので、指針の示す3原則に合致し、公正な発行とされる可能性が高い」としており、取締役会決議のみで導入する場合に比べてあまり多くの条件を付していない。これは、株主総会で承認を得るためには当然に3原則を踏まえる必要があると考えているためであろう。したがって、株主総会の特別決議を経て導入する信託型ライツ・プランの場合でも、取締役会決議の場合と同様、①消却の可能性の確保、②買収者以外の株主間の平等、③取締役会の濫用防止策などは必要であると考えらるべきである。

## **b. ライツ・プラン設計上の工夫**

### **(a) 情報開示**

「企業価値報告書」は、潜在的な買収者や投資家、株主にとって重要な項目を分かりやすく提示するために、防衛策の開示制度の整備を提唱し、新株予約権等を活用した防衛策については、会社法令に基づいて営業報告書での開示を義務付けるべきとしている。また、同時に証券取引所の開示ルールの見直しも提言している。

「指針」も、株主・投資家・買収者の予見可能性を高め、株主の適正な選択の機会を確保するために、導入目的、防衛策の具体的な内容、効果（議決権の制限・変更、財産的権利への影響等を含む利益・不利益）などを具体的に開示すべきであり、商法・証券取引法や取引所規則で定められた最低限の開示ルールに従うだけでなく、営業報告書や有価証券報告書などを活用して自主的に防衛策の開示に努めることも、適法性を高め、株主・市場関係者の理解を得るため極めて重要としている。

さらに、東京証券取引所も、防衛策導入に際して、株主・投資者に対する十分な適時開示を求めている<sup>49</sup>。

ライツ・プランの目的が買収者を一旦踏みとどまらせることにあること、買収防衛策は株主・投資家の権利等にも大きな影響を与えるものであることを勘案すれば、導入目的、発動・消却・維持の要件、株主・投資家への影響等を分かりやすく十分に説明する必要があるのは言うまでもない。これらに加えて、現経営陣が企業価値向上に向けて、どのような戦略を描いているのかについても十分な説明をしていくことが重要となる。

### **(b) 発動・消却・維持要件の明確化**

ライツ・プランが、買収そのものを排除するものではなく、強圧的構造の買収を阻止するとともに、買収提案の検討に必要な情報と時間を確保し、買収者との交渉を有利に進めることを目的としたものであることを示すためにも、ライツ・プランの発動・消却・維持

---

<sup>49</sup>具体的には、①防衛策導入の目的、②発動・消却・維持の条件、③発動時に株主・投資者に与える影響等、④その他東証が求める内容について開示を求めている。

を決定する際の要件を定め、開示しておくことが求められる。要件の明示は、取締役の保身目的ではないことを示すという観点からも重要である。「企業価値報告書」は行使条件の例として、以下の3点をあげている。

- ①取締役会が買収に対する代替案を提示するために合理的な期間が存しないこと
- ②買収の取引の仕組みが買収に応じることを株主に強要するものであること
- ③買収条件（価格、時期、対価の質、違法性、取引実行の蓋然性等を含む）が会社の本源的価値に照らし不十分又は不適切であること

具体的にどのような場合に発動あるいは消却すべきか、以下のようにいくつかのパターンに分けて検討する必要がある。

#### ①強圧的構造の買収

- ▶ 買収者が取り下げない場合、発動（買収者は権利行使できず希釈化）

#### ②情報・時間不足の買収提案

- ▶ 買収者に情報・時間の提供を求め、応じない場合には発動
  - 情報提供に応じた場合には、提案内容を検討し、諾否を判断
  - 買収提案受け容れの場合、新株予約権を消却・維持
  - 買収提案を受け容れない場合、現経営陣の計画を示して委任状合戦等で株主の判断を仰ぐ

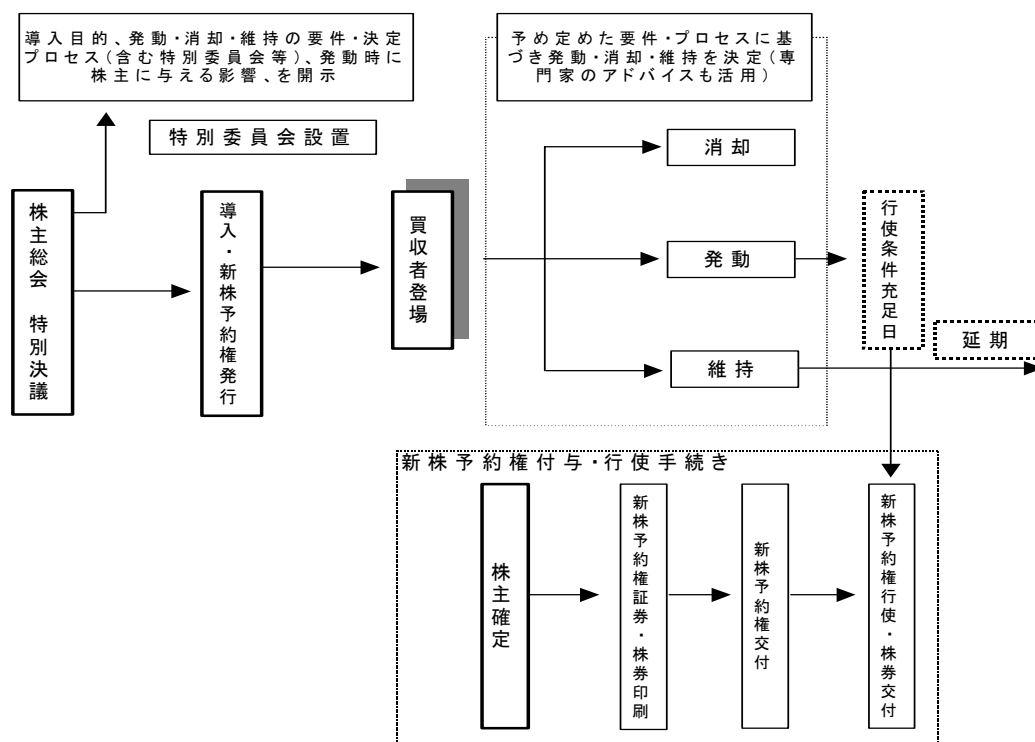
#### ③買収条件が不十分

- ▶ 買収者と条件交渉
  - 買収提案を受け容れる場合、新株予約権を消却
  - 買収提案を受け容れない場合、現経営陣の計画を示して株主の判断を仰ぐ

発動・消却・維持の要件の定め方もいろいろな形が考えられるが、一定割合以上の株式を保有する買収者が現れた場合あるいは TOB を仕掛けてきた場合には、それが判明した日から例えば 10 日後を行使条件充足日とすることを原則とし、予め定めた判断プロセスを経て行使条件充足日を延長できるようにする方法が、仕組みとしては望ましいように思われる。行使条件充足日までの期間をあまり長く取りすぎると、TOB が成立し、株主総会の基準日も到来してしまい、せっかく新株予約権行使により増やした議決権が総会の基準日に間に合わない（希釈化効果が働かない）といった事態も想定されるので注意が必要である。



(図表 36) ライツ・プランの手続きの流れ



### (c) 決定プロセスの明確化と特別委員会（中立性確保）

現経営陣の保身目的の防衛策ではないことを担保するためには、発動・消却・維持の要件の明確化とともに、その意思決定のプロセスを予め定めて開示し、そのプロセスの中に中立性を担保するための工夫（第三者チェック等）を盛り込んでおくことが重要である。

社外取締役が過半を占める会社では、取締役会の中立性が構造的に確保されるため、発動・消却・維持の決定を取締役会が単独で行うことも考えられる。

一方、社外取締役が少ない会社などでは、社外取締役や社外監査役、あるいは外部の専門家等により構成される特別委員会を設置し、その勧告を受けて、これを尊重した形で取締役会が決定する仕組みが考えられる<sup>50</sup>。この場合、勧告と異なる決定をする場合には、その旨を開示する取り決めにしておくことによって、透明性を確保することも考えられる。

加えて、フィナンシャル・アドバイザーや弁護士、会計士、税理士など外部の専門家の意見を徴するなど、より慎重な判断のための仕組みを設けることも重要である。

先述のとおり、信託銀行が受託者として実務面の取扱いを行うに際して、予め定められた判断プロセスに基づいて決定が行われているかをチェックすることになることも信託スキームの利点と言える。

<sup>50</sup>ニレコの新株予約権差止め請求に対する東京地方裁判所の決定では、勧告に従わない余地があるとして厳しい判断を示している点には留意が必要（下級審決定で異議申し立てもされていることから、今後の裁判所の判断にも留意を要する）

### (3) その他の留意点

#### a. 二段階買収リスク

ライツ・プランは一度発動してしまうと、別の敵対的買収者が現れ、TOB をかけられた場合に効果がなくなってしまう点には留意が必要である。中にはこうした点を突いて二段階買収を仕掛けてくるケースも考えられる。こうした場合に備えて、授権枠にライツ・プラン+ $\alpha$ の余裕を持つておくことも検討する必要があるかもしれない。

また、間違えて発動するようなことがないように注意する必要もあろう。

#### b. 基準日の問題

定時株主総会の基準日直前に、買収者が現れた場合など、ライツ・プランによる新株発行の前に定時株主総会の基準日が到来してしまうと、ライツ・プランはなんら効果を発揮しないことになってしまう。こうしたリスクを避けるために、ライツ・プラン導入と同時に、定時株主総会の基準日を取締役会が変更できるよう定款を変更しておくことも検討の必要がある。

### (4) 税制面の論点

ライツ・プランなど新株予約権を活用した防衛策の場合、新株予約権の発行によって課税関係が生じる可能性があり、留意が必要である。この点に関して、国税庁は「新株予約権を用いた敵対的買収防衛策に関する原則的な課税関係について」（05年4月28日）のなかで、原則として平時導入の際には課税関係は発生しないとしている<sup>51</sup>。具体的には、類型別に課税関係が整理されているが、以下のとおり（詳しくは補論2ご参照）。

#### a. 付与を受けた法人

平時導入時には原則として課税関係は発生しない。新株予約権を付与された時点で新株予約権の時価相当額（ブラックショールズモデル等により算出）の受贈益が生じる。その後、消却があった場合には、帳簿価額相当額の雑損が発生する（新株予約権の付与と消却が同一事業年度の場合には、結果として課税関係は生じない）。

#### b. 付与を受けた個人（除くSPC型）

新株予約権の付与時には課税関係は発生しないが、新株予約権を行使して新株を受け取る際には、株式の時価と権利行使価額（新株予約権を行使した際の払込金額）との差額に課税されることとなる。株式を売却した時点ではなく、新株予約権を行使して新株を受け取った時点で課税対象となる点には留意が必要である。なお、新株予約権行使時の課税関係の問題点については7章（4）をご参照いただきたい。

---

<sup>51</sup> 国税庁はあくまでも原則的な扱いを示したにすぎないので、実際のライツ・プランの設計にあたっては、国税庁調査部に事前照会を行う方が安全である。

### **c. 信託銀行・SPC**

信託銀行については、将来の株主を受益者としており、受託の段階では具体的に特定できないことから、発行会社が新株予約権を保有していると考え、課税関係は発生しないとしている。

一方、SPCについては、「原則として新株予約権の時価相当額を受贈益が生じるが、契約条件により課税されない場合がある」とし「新株予約権の時価算定に当たり、発行会社とSPCとの契約において、SPCが新株予約権を他の第三者に譲渡することが実質できない契約である等の価格マイナス要因等により、結果として、新株予約権付与時の時価が限りなくゼロに近くなる場合があり得る」としている。したがって、特にSPC活用型の場合には、課税関係について国税庁に事前照会を行うべきであろう。

### **(5) 2ステップの導入（事前警告型→信託型）**

既に株主総会が終了しており、株主総会の承認を得て防衛策を導入することが難しい場合には、（授權枠に余裕があれば）当面の対応として、取締役会決議により、事前警告型のライツ・プランを導入しておく方法もある。次期総会で信託型ライツ・プランに乗り換えることを前提に、「指針」で示された基準に合致したスキームを組んで、対応するわけである。2章で述べたとおり、会社法現代化を待たずとも敵対的買収を仕掛けられるリスクは現に存在しており、何らかの防衛策の導入を検討する必要があるものと思われる。

## 7. 企業買収に関する制度・ルール整備の動き

### (1) 会社法の現代化

05年3月に会社法の現代化法案が国会に提出されており、M&Aの活発化を促す改正と買収防衛策の選択肢を拡大する改正が盛り込まれている。一部修正のうえ05年5月17日に衆議院を通過しており、今国会で成立し、合併対価の柔軟化を除いて06年4月にも施行される見込みである。関連する主な改正内容は以下の通り。

- ①合併対価の柔軟化（P9参照）
- ②定款自治の拡大
- ③新株予約権の強制転換・種類株式の譲渡制限が可能に（P8参照）
- ④取締役選任決議を特別決議から普通決議に緩和（P7参照）

### (2) 防衛策導入に関するルール

#### a. 開示ルール

「企業価値報告書」は、会社法令に基づき営業報告書での開示を義務付けるべきと提唱しており、今後の動向が注目される<sup>52</sup>。

#### b. 東京証券取引所の指針策定

前述のとおり、東京証券取引所は「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項について」を公表し、年内にも制度化する方向との報道がなされている。開示ルール等がより詳細に示される可能性もあり、今後の防衛策検討に際しては留意する必要がある。

### (3) 企業買収等に関するルール

米国では80年代の敵対的企業買収の活発化とこれに対する防衛策の是非に関する判例の積み重ねが、敵対的企業買収のルールを形成してきた。わが国でも、買収者サイド、防衛サイド両者が守るべきルールを確立していく必要がある。今後検討すべき課題について論点を整理することとしたい。

#### a. 公開買付制度（TOBルール）の見直し

##### (a) 現行規制の概要

わが国では、有価証券報告書提出会社の「総株主の議決権の3分の1」を超える株式の買付を市場外で行う場合は、一部の例外を除いて、原則、公開買付によらなければならない、

<sup>52</sup> 「企業価値報告書」は、商法施行規則第103条第2項は、新株予約権について、当該年度内に有利発行されたものに関する情報は開示されるが、既発行の新株予約権については、①発行されている新株予約権の数、②目的となる株式の種類・数、③発行価格しか開示が義務付けられていない、として、敵対的買収への防衛策として発行する新株予約権などに関しては、重要な経営に関する事項であるため、新たに開示制度を設けることが妥当としている。

買付会社は、買付の目的、買付価格、買付予定株式数、買付期間（公開買付公告を行った日から20～60日）、公開買付代理人等について事前公告を義務付けられている<sup>53</sup>。また、買付価格の引下げ、買付予定株式数の減少、買付期間短縮などの買付条件は変更できない。

公開買付制度は、支配権の変動を伴うような株式の大量取得に際して、取得株価にプレミアムが付くことが一般的であることから、株主に対して買付条件等を開示し、平等に買付に参加できる機会を設け、もって株主平等を保障しようとするものである。

## (b) 立会外取引

05年2月8日、ライブドアはニッポン放送株式を、東京証券取引所の立会外（時間外）取引システムを活用して取得したが、これは取引所有価証券市場における取引であり、市場内取引に位置付けられるため、公開買付ルールが適用されなかった。東京高裁も、「公開買付制度の趣旨・目的に照らし相当性を欠くとみる余地があるとの一事をもって」と制度の趣旨からすると適切な取得方法ではないことを匂わせながらも、市場外買付には該当せず、証券取引法違反ではないとしている。

こうしたことを背景に、立会外取引のうち、相対取引に類似する取引については、買付後の株券等保有割合が3分の1を超える場合に公開買付規制を適用する証券取引法の改正法案が国会に提出されている。

## (c) 今後の検討課題

### ①公開買付期間

現行法上、公開買付期間は20日～60日とされているが、現経営陣や株主が買収提案の適否を判断したり、現経営陣が対抗案を提示するのに20日では短すぎることから、検討時間を確保するために最短期間を30日以上とすべきとの意見もある。

ライツ・プランの発動に際しては、株主の確定・新株予約権（印刷）付与・新株割当（印刷）・払込等の手続きが必要となるが、実務的に20日間で新株発行まで実施するのは極めてタイトなスケジュールであり、被買収会社の請求等によって延長できるような手当てを検討すべきものと思われる。

### ②買付条件変更ルール

一旦公開買付を開始すると、買収者は買付価格の引下げ、買付予定株式数の減少、買付期間短縮などの買付条件の変更をすることはできない。フジテレビはニッポン放送株の公開買付に際して当初は買付予定株数を50%としていたが、ライブドアが敵対的買収者として現れたことにより途中で25.06%に引下げを行った（ただし、買付予定株数を超えた応募があった場合でも全て買付を表明）。この変更が証券取引法で禁止されている買付予定

<sup>53</sup> 証券取引法第27条の2～27条の5

株式数の変更にあたるかどうかの一部で議論となった。この点について特に争いとはならなかったことから、明確な判断は明らかにはなっていないが、今後、こうした点も明確化していく必要があるだろう。

また、ライツ・プランなどの新しい防衛策が活用されるようになると別の問題も発生する。買収者が買付条件を公表して公開買付を開始した後、ライツ・プランの発動等により、株式が希釈化され株価が大幅に低下しても、買付価格等を変更できないのでは、買収者は買収に失敗するだけでなく、多大な経済的損失を被る可能性もある。このような場合に限定して買付条件を変更できるような手当ての検討も必要となろう<sup>54</sup>。この点については、「企業価値報告書」でも「ライツプランなどの防衛策が導入されることを前提としたTOBルールのある方についてどう考えればいいのか、といった論点も存在している」として残された制度改革の一つに挙げている。

## b. 大量保有報告・変更報告規制の見直し

### (a) 現行規制の概要

一般投資家保護のため、特定投資家が大量に株式を保有している場合に（5%超）その事実を情報公開する制度を大量保有報告制度（5%ルール）という。①株券・新株予約権付社債券等の実質的な保有割合（自己名義・他人名義、共同保有分を含む）が5%を超えた場合には、大量報告書を、②大量保有者になった後に、株式保有割合が1%以上増減した場合等には変更報告書を、原則、5営業日以内に提出しなければならない。

大量保有報告書で開示すべき事項は、保有者および共同保有者の住所・氏名・事業内容、株券保有割合・取得資金に関する事項、保有目的、最近60日間の取得・処分の状況等となっている。

なお、証券会社、銀行、信託会社、保険会社、証券投資信託の委託会社、投資顧問業者のような機関投資家については、もっぱら資産の運用方法として株式を頻りに売買していることから、会社の事業支配を目的としない株券については、特例として開示までの期間が緩和されている。

(図表 37) 大量保有報告・変更報告制度

取得・売買主体	行為	報告期限
事業会社・個人投資家など（一般ルール）	株を新たに5%以上取得	5営業日以内
	5%以上保有した状態で1%以上増減	5営業日以内
証券会社・銀行・投資顧問業者など（特例）	株を新たに5%以上取得	最大3か月半以内
	5~10%保有した状態で1%~2.5%の増減	最大3か月半以内
	5~10%保有した状態で2.5%以上の増減	翌月15日まで
（特例の除外）	10%超保有した状態で1%以上増減（ただし1回の売買で10%以下になれば特例適用可能）	5営業日以内

<sup>54</sup> 米国では、買収者は、公開買付の成立条件として、関係当局の許認可、ライツ・プランが消却されることなどの停止条件を設定することが認められている。

## (b) 論点

ニッポン放送の買収合戦のさなか、MACアセットマネジメントが保有していた18.57%のニッポン放送株式がライブドアとフジテレビのどちらの陣営に譲渡されるのかは買収合戦のカギを握るものでその帰趨が注目されていた。しかしながら、前述の機関投資家の特例により、2月中に15.13%を売却していたにもかかわらず、3月15日まで売買の実態はわからず、市場の透明性という点で問題を残した形となっている。

## c. 二段階買収・グリーンメール等に対する規制の検討

### (a) 欧米主要国の規制

欧州では、第一ステップの買付条件を有利にし、第二ステップを不利にして、株主に売り急がせる二段階買収を入り口段階で規制するため、厳しいTOB規制を課している。

英国では、会社の支配権(30%)を取得する場合には、全株式に対して現金で買付提案しなければならないとして部分的なTOBを禁止し、強圧的な二段階買収を抑制している。また、買収者に100%買付を完了できるファイナンスの裏づけも要求している。一方で防衛策には慎重とされており、導入実績は少ないようである。

ドイツでは、従来は安定株主に加えて複数議決権株式や議決権制限株式を活用して防衛してきていたが、90年代に開放的な資本市場形成を目指して複数議決権株式や議決権制限株式が廃止され、02年には英国型の全部買付規制を導入した。なお、平時導入・有事発動型防衛策については、株主総会の承認を得れば認められている。

04年に成立したEU企業買収指令でも、全部買付義務を強制適用する一方、防衛策の採用は原則禁止としながらも各国の裁量に委ねられている。

米国では、買い集めた株式を会社に高値で買収を求めるグリーンメールを防止するための規制・税制が設けられている。NY州では、グリーンメイラー対抗規定として、会社が、取締役会・株主総会での総議決権の過半数の承認なしに、所有期間が2年未満の10%超の持株比率を有する大株主から市場価格より高い価格で自社株買いすることを禁止している。また、税制面でも、株式所有期間が2年未満のグリーンメイラーが発行会社に高値で買収させたことによってあげた利益に対し、当該利益の50%を所得税・法人税とは別に課税している。

## (b) 論点

わが国でも、証券取引法第164条の規定により、上場会社等の役員・主要株主がその職務・地位により取得した秘密を不当に利用することを防止するため、6ヶ月以内に反対売買を行うことにより利益を得たときは、たとえインサイダー取引と無関係な取引でも、会社の請求によってその利益を会社に返還しなければならないとしており、短期売買益を狙ったグリーンメールの場合も主要株主として適用対象となり一定の防止効果があるものと

思われる。

欧州で一般的な全部買付義務については、一部株式の取得等による緩やかな提携を模索するような場合にネックとなる可能性もあり、慎重に検討する必要がある。

#### d. 株主確定手続

買収者が現れた場合には、新株予約権を管理している信託銀行は、基準日を定めた上でその時点の株主を確定し、新株予約権を付与しなければならない。株主確定のためには、証券保管振替機構からの実質株主の通知が欠かせないが、「株券等の保管及び振替に関する法律」第 31 条に本スキームに対応する規定がないため対応できない状況にある。すなわち、株主総会の議決権行使や配当、株式分割、新株予約権発行時に実質株主の通知を行うことは規定されているが、既に会社が発行し信託銀行が管理している新株予約権の受益権を株主に付与するため実質株主の通知を行う旨の規定が無く、対応できないというわけである。

法改正等によりこの点を改善しないと、実際に株主に新株予約権を付与するために、株主総会開催を決定するか、株式分割あるいは配当をしなければならなくなってしまう。必要も無いのに株主総会を開催することはできないし、新株予約権を発行しようという時に株式分割を行うことも合理的ではない。また、敵対的買収があったからといって急に配当するというのも変な話である。これでは、実効性のあるライツ・プランには成り得ないわけで、なんらかの法的手当てが必要となろう。

#### (4) ライツ・プランに関する課税関係

前述のとおり、現行税制におけるライツ・プランの課税上の取扱いについては、国税庁から原則的な考え方が示されており、平時は非課税となることが明らかとなり、制度設計に際して参考となる。しかし、あくまでも現行税制を前提としていることから、いくつかの問題点が浮かび上がる。特に個人株主への影響には留意する必要がある。すなわち、新株予約権を行使し<sup>55</sup>新株を入手した時点で（株式を売却して売却益が実現しているわけでもないにもかかわらず）、株式の時価と権利行使価額（新株予約権を行使した際の払込金額）との差額に課税されることになってしまう。

さらに問題となるのは、新株予約権の行使により新株が発行されると従来から持っていた株式は希釈化し、当然、一株当たりの価値が低下するが、あくまでも割当てられた新株の時価と権利行使価額の差額が課税の対象で、既存株式の価格低下が考慮されない点にある。株主が新株予約権の行使によって得た総合的な利益以上に課税対象が広げられているということになってしまうわけである（図表 38 参照）。

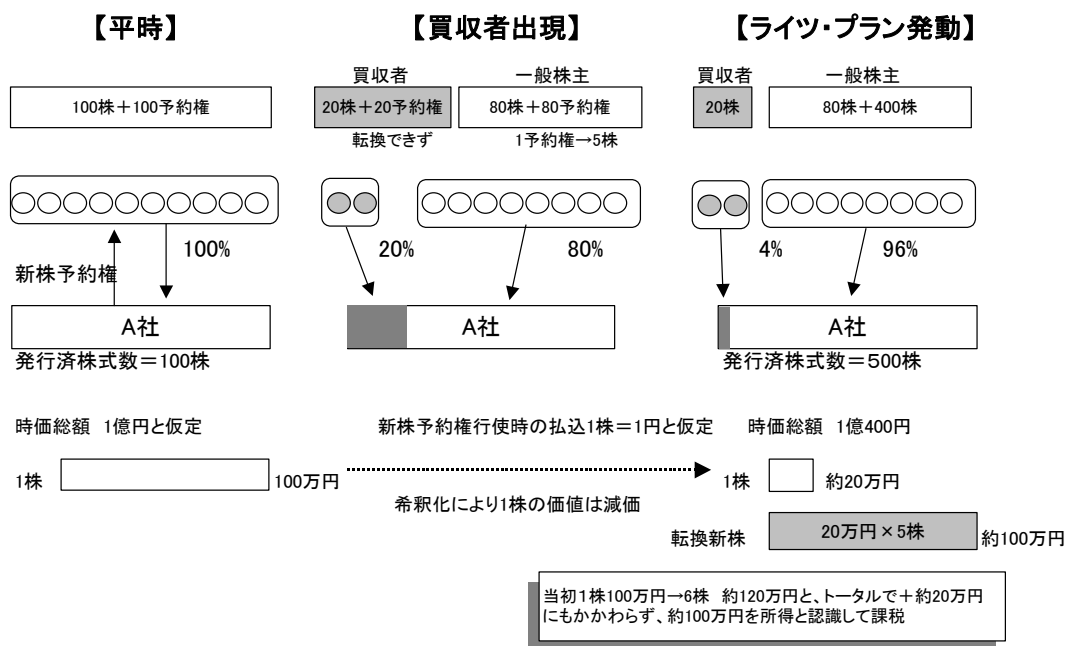
米国でもライツ・プランが実際に発動された例は間違えて発動した 1 件のみと言われて

<sup>55</sup> 会社法が成立すると強制転換型が多くなるものと思われ、株主の意思にかかわらず新株予約権を行使することも可能となる



おり、実際には問題にならないとの意見もあるが、発動すると株主に経済的な負担がかかることを前提にするとライツ・プラン自体が発動しにくいものと見なされ、買収者が一旦踏みとどまらない可能性もある。伝家の宝刀もさびて使えないと知られてしまっは抑止力が働かないわけである。今後、税制面の手当てについても課題となろう。

(図表 38) ライツ・プランの課税上の問題点



## 8. 終わりに

グローバル化・情報化の急速な進展など経済・社会構造が大きく変化するなかで、各企業が「選択と集中」に取り組んでおり、一方では、世界的金余り状態の中、国内外の投資ファンドに資金が集まっていることから、今後、敵対的買収をも含めた M&A は益々増加するものと思われる。

こうしたなか、「企業価値報告書」がまとめられ、「指針」が示されたことで、現経営陣の保身目的ではなく、一定の歯止めがかかった防衛策の導入により、株主と現経営陣が判断するための情報と検討時間を確保し、あるいは強圧的な明らかに問題のある敵対的買収を排除するための方策を持つことは許容されるとのコンセンサスが出来上がりつつある。

企業の置かれている状況によって相応しい防衛策は異なるが、一般的に導入可能で法的に安定しているものの一つとして、株主総会特別決議により承認された、信託型のライツ・プランがある（既に株主総会が終了している場合には、事前警告型のライツ・プランを導入し、次期株主総会で信託型ライツ・プランに乗り換える方法もある）。

防衛策の導入に際しては、企業価値を損なうような買収を防ぎ、企業価値向上に結びつく買収は拒否しない仕組み、取締役の保身目的にならないような工夫が必要とされている。この点について、最終的には裁判所判断に委ねられるものの、「指針」が適法性・合理性の判断基準を示したことの意義は大きい。防衛策の設計に際しては、「指針」および「企業価値報告書」に沿ったものかどうかをよく確認し、金融機関や弁護士など専門家のアドバイスを得て、法的リスクを極小化するとともに、株主や市場からも理解を得られるマーケットフレンドリーなものにしていく必要がある。こうした防衛策が結果的には最も強力な実効性のある防衛策になるものと思われる。また、実際に買収提案がなされた場合には、しっかりと情報収集を行い、提案内容を十分に検討した上で、その適否を真摯に判断し、その判断の根拠・プロセスを株主に対して示していくことも重要になる。このようなプロセスを積み重ねることが企業価値を高めることにもつながる。

防衛策は、あくまでも買収者を一旦踏みとどまらせるためのものであり、問題のある買収提案でない限り、その後の最終的判断は株主に委ねられる。この時に経営陣に要求されるのは、買収提案以上に企業価値を高める戦略を株主に対して説明し納得してもらうことができるかどうかである。その時になって、どんなに素晴らしい戦略を示しても、それまでの業績に対して株主が納得していなければ、評価を得られない。敵対的買収者が現れる前から、企業価値の向上に取り組んでいないと信頼を得られないわけである。

防衛策導入の検討を機に、グローバルな視点で、自社の強み弱みについて、業界他社との比較、地域における販売力、技術力、サプライチェーンなど様々な観点から十分分析し、更なる成長戦略を描くために、どのような戦略・施策が必要なのか、M&A や提携戦略も含めて検討することこそが、最大最強の買収防衛策になると言っても過言ではない。

以上

## 【補論1】ライブドア・フジテレビによるニッポン放送の買収合戦における制度面の論点

05年2月8日にライブドアがニッポン放送株式35%を取得したことを契機に、フジテレビグループと経営支配権争奪戦がスタートし69日間にわたる攻防がマスコミを賑わし、買収防衛の是非を巡る議論や具体的な防衛策など、企業買収の専門用語がお茶の間にまで浸透することとなった。また、①ライブドアがTOBを行わず立会外取引で株式を大量取得したこと、②ニッポン放送が対抗策としてフジテレビを引受先とする大量の新株予約権を発行したこと、③大量保有報告の開示の遅れ、④焦土作戦など有事導入・有事発動型の防衛策の是非などについて活発な議論が行われ、企業買収および防衛策のルール作りのスピードアップを促した。以下に攻防の経緯とそこから発生した問題点・論点等について一表にまとめる。

日付	事象	論点ほか
1/17	<b>フジテレビ、ニッポン放送に対するTOB発表</b> （目標株数50%、期間1/18～2/21）	
	フジテレビ、第三者割当CB800億円発行決定（割当先：大和証券SMBC）	サウスの大量保有報告書提出遅延（2/8提出）
1/19～21	ライブドア、カスイー・スタンセットマネージメント・インクからニッポン放送株取得（2.63%）	
2/8	<b>ライブドア、立会外取引でニッポン放送株大量（29.6%）取得（→35%に）</b> 第三者割当CB800億円発行決定（割当先：リマングラフーズ）	<b>立会外取引による大量取得の是非</b>
2/10	<b>フジテレビ、目標株数引下げ（50%→25%）</b> 、期間を3/2（その後3/7）まで延長	TOB買付予定株数引下げの合法性
2/23	<b>ニッポン放送、第三者割当の新株予約権発行決議</b> （割当先：フジテレビ）	
	ニッポン放送、フジテレビ株式220千株（8.6%）を大和証券SMBCに貸株（～07/3/15）	<b>新株予約権発行の差止請求（著しく不正な発行に該当する可能性）</b>
2/24	ライブドア、ニッポン放送の新株予約権発行の差止めの仮処分を申立て	
3/3	金融審議会、TOB規制強化について了承	
3/7	<b>フジテレビのTOB成立、36.47%確保</b>	
3/9	ニッポン放送がライブドア傘下に入った場合のフジサンケイグループ各社の取引中止表明は、独占禁止法に抵触しないと公正取引委員会委員長が言及	
3/10	東京証券取引所、CB発行後間もない株式分割等の自粛要請	株式分割に株価操縦利用懸念
3/11	<b>東京地裁、ニッポン放送の新株予約権発行を差止め（仮処分命令）</b> ニッポン放送、決定を不服として保全異議の申立て	
	ライブドア、ニッポン放送全役員に対し、資産売却しないよう要請	<b>焦土戦術の妥当性</b>
3/14	ニッポン放送、ポニーキャニオン株売却を検討（報道） 金融庁が証券取引法改正案（TOB規制強化等）を国会提出	
3/15	<b>村上ファンドのニッポン放送株保有比率が3.44%に低下したことが判明</b> <b>フジテレビ、配当引上げを発表</b>	<b>大量保有変更報告書提出時期（特例）の妥当性</b>
3/16	ライブドア、議決権ベースでニッポン放送株の50%超を確保との報道 東京地裁、ニッポン放送の申し立てた保全異議を却下 ニッポン放送、東京高裁に保全抗告	
3/22	フジテレビ、500億円の株発行登録枠を設定	
3/23	東京高裁、ニッポン放送の抗告棄却	
3/24	ニッポン放送、フジテレビ株353千株（13.9%）をソフトバンク・インベストメントに貸株（～10/4/1）	
3/25	ライブドア、議決権ベースでニッポン放送株の50.21%確保	
4/4	東宝、フジテレビ株式36千株（1.4%）取得（7.2%に）（フジテレビ、約50社に安定株主要請）	
4/18	<b>フジテレビ・ライブドア基本合意</b> （ニッポン放送株式を保有するライブドア子会社のフジテレビへの譲渡・フジテレビのライブドアへの資本参加・両社の業務提携）	

## 【補論2】 ライツ・プランの原則的な課税関係（国税庁見解）

国税庁は05年4月28日に「新株予約権を用いた敵対的買収防衛策に関する原則的な課税関係について」見解を示している。ポイントは以下のとおり。

いずれのスキームも、発行会社、信託銀行には原則として課税関係は発生しない。

### （1）事前警告型・直接信託型

株主には、平時導入時および買収者登場時には課税関係は生じない。

法人株主の場合、新株予約権付与時に、新株予約権の時価相当額を受贈益が生じ、個人株主の場合、新株予約権付与時には課税関係が生じないが、新株予約権を行使すると、株式の時価と権利行使価額の差額に課税される。この場合の問題点はP61のとおりである。

区 分	付与された法人株主	付与された個人株主
①事前警告 ②信託契約・新株予約権の発行	—	—
買収者の登場・決裂	—	—
新株予約権の付与	新株予約権の時価相当額を受贈益が生ずる(注)	(所得税法施行令第84条) ↓
新株予約権の行使	—	株式の時価と権利行使価額（新株予約権を行使した際の払込金額）との差額に課税される

(注)新株予約権を所有している場合に、消却等があったときには、付与を受けた法人において帳簿価額相当額の雑損が生ずる。その消却等が受贈益の生じた事業年度と同一事業年度である場合には、結果として課税関係は生じない。

### （2）SPC 信託型

SPC に新株予約権を付与する際、原則として受贈益が生じるが、譲渡制限等により実質的な価値が限りなくゼロに近づき課税されない場合もあり得るとしており、税務面の取扱いについて事前照会しておいた方がよさそうである。株主には、新株予約権がSPC から譲渡されるまで課税関係が生じないが、譲渡された段階で、法人株主は、新株予約権の時価相当額を受贈益が、個人株主は、新株予約権時価相当額の経済的利益が生じたものとして課税される。

区 分	S P C	譲渡を受けた法人株主	譲渡を受けた個人株主
新株予約権の付与	原則として新株予約権の時価相当額を受贈益が生ずるが、契約条件により課税されない場合がある(注1、2)	—	—
管理信託の設定	—	—	—
買収者の登場・決裂	—	—	—
SPC から株主への(新株予約権)譲渡	契約条件によりSPCに寄附金課税は生じない(注3)	新株予約権の時価相当額を受贈益が生ずる(注2)	新株予約権の時価相当額の経済的利益が生ずる
新株予約権の行使	—	—	—

(注)1. 新株予約権の時価算定に当たり、発行会社とSPCとの契約において、SPCが新株予約権を他の第三者に譲渡することが実質できない契約である等の価格マイナス要因等により、結果として、新株予約権付与時の時価が限りなくゼロに近くなる場合がある  
 2. 事前警告型・直接信託型と同じ  
 3. SPCから株主に譲渡する際の時価と付与時の時価との差額が譲渡損益と認識されるとともに、株主に譲渡する際の時価が費用・損失と認識されることから、結果として、付与時の受贈益に見合う費用・損失が生ずる。

## 参考文献

- 経済産業省 企業価値研究会『企業価値報告書』『論点公開～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～』
- 武井一浩・太田洋・中山龍太郎『企業買収防衛戦略』
- 新谷勝『敵対的企業買収』
- 野村證券株式会社 IB コンサルティング部編『敵対的 M&A 防衛マニュアル』
- 前田庸『会社法入門』
- 神田秀樹・武井一浩『新しい株式制度』
- 岸田雅雄『証券取引法』
- 中村芳夫・武井一浩『速報 新・会社法』
- 西村総合法律事務所編『M&A 法大全』
- 太田洋・今井英次郎『米国各州における企業買収立法の最新状況（上・下）商事法務 1722・1723』
- 神田秀樹『M&A 法制の国際比較とわが国の会社法』商事法務 1731』
- 三笠裕『外資による日本企業の買収と対応策』商事法務 1731』
- 武井一浩『企業価値研究会における買収防衛策の法的インフラ整備』商事法務 1731』
- 神田秀樹・日下部聡・村田敏一・武井一浩『企業買収防衛策をめぐる法的論点と実務上の対応』（座談会）
- 尾鷲弘正『ポイズンピル信託の仕組みと留意点』経理情報 No1084』
- 大崎貞和『ニッポン放送をめぐる経営支配権争奪と資本市場法制』資本市場クォーターリー2005Vol.8-4（野村資本市場研究所）
- 週刊金融財政事情 特集「企業防衛ルールの形成」2005.5.16』
- 竹平征吾『希釈化型ポイズン・ピルの適法性－司法の役割とその限界－』商事法務 1729』
- 江頭憲治郎・西川元啓・米正剛・川端久雄『会社法の現代化で M&A はどう変わるか』MARR 05 年 1 月号』