

日本における敵対的買収防衛策の導入

福本 葵

ライブドアのニッポン放送に対する敵対的買収や夢真ホールディングスの日本技術開発に対する敵対的買収等、M&Aに関する議論が喧しい。六月に国会を通過した現代化会社法も企業買収の環境を整備したものとなっている。八〇年代のアメリカにおいて盛んに行われてきた敵対的買収がいよいよ日本でも本格化しつつある。

敵対的買収に対して企業の経営陣は過敏に反応している。企業価値を損なう買収にはどのような対抗手段が取られることができるかが検討され、実際に敵対的買収の対抗策を導入する企業が増加している。

本稿では、ニレコが導入しようとしたライツプラン、実際に導入された西濃運輸の信託型ライツプラン、および松下電器産業の事前開示型の買収防衛策について検討したい。また、現在進行中の夢真ホールディングスの日本技術開発に対する敵対的買収についても、問題点を整理したい。

1 ニレコの「セキュリティ・プラン」

敵対的買収防衛策の中でも最も効果が期待されているのが、ライツプラン、いわゆるポイズンピルである。今年三月、一早くライツプランの導入を試みたのが、ジャスダック取引所上場の制御機器メーカーのニレコであった。しかし、ニレコはライツプランの導入に失敗した。なぜ失敗に終わったか。以下、ニレコの新株予約権発行差止仮処分判決を概観する⁽¹⁾。

(1) ニレコが導入しようとした「セキュリティ・プラン」の概要

平成一七年三月一四日、ニレコは取締役会にて「セキュリティ・プラン」導入を発表した。平成一七年三月三日の株主名簿上の株主に対し、その所有株式一株に対し二個の新株予約権を割当てるというものであった。新株予約権の行使に際して払い込む金額は一株につき一円、新株予約権の割当てには、手続開始条件があり、それは、ある者が発行済株式総数の二〇%以上を取得したことを取締役会が認識し発表したことであつた。⁽²⁾つまり、買収者が発行済株式総数の二〇%以上の株式を取得した場合、取締役会は三月三一日に株主であつた者に対して、新株予約権を割当て、その買収者の持分を稀釈させるものである。ニレコの「セキュリティ・プラン」は日本で始めてのライツプランの導入また、平時の導入として注目を浴びた。

(2) 訴訟の経緯

ニレコが発表した「セキュリティ・プラン」に対し、五月九日、株主であるケイマン諸島設立の投資ファンド、エスエフピー・バリエュー・リアライゼイション・マスター・ファンド・リミテッド（以下、SFPファンド）は東京地裁に新株予約権の発行差し止めを求める仮処分を申請した。六月一日には、東京地裁による仮処分決定がなされた。これを受け、ニレコは六月九日、東京高等裁判所に保全抗告申し立てを行ったが、同月一五日、東京高裁は保全抗告を棄却した。その結果、ニレコは新株予約権発行の中止を決定した。

(3) SFPの主張

SFPファンドは、法令違反と、以下述べる不公正発行との二側面から新株予約権の差し止めを請求した。東京

地裁は法令違反については全てを却下した。一方、不公正発行についてはこれを認め、SFPファンドの差止請求権を認めた。

SFPファンドはニレコの「セキュリティ・プラン」が不公正発行に当たるとして、以下のように主張している。まず、基準日以降の株主が発行済議決権付株式総数の二〇％を保有するにいたった場合、予約権の行使によりその保有割合が約七・二％にまで瞬時に稀釈化されるといふ絶大な効果を持つものであること、予約権の消滅事由自体が有事の適正な消却を担保しておらず、特別委員会による勧告制度も（イ）消却する旨の勧告に取締役会が従わない余地が十分に残されている、（ロ）取締役による情報操作を排しうる十分な調査権限は特別委員会には存在しない、（ハ）特別委員会の委員は株主代表訴訟等を通じた統制に服さない、（ニ）特別委員会は、社内規則上の組織に過ぎず、組織内容等が取締役の意図どおりに変更される可能性があるとしている。また、予約権行使に対する司法的救済手段がないこと、基準日以降の一般株主までもが稀釈化を余儀なくされ、株主の利益を不当に害すること、株主の意思を一切反映することなく決定されており、手続的適性を欠くことを挙げている。³⁾

（４）判旨

本件新株予約権発行が不公正発行と言えるかどうかについては、新株予約権発行が事前の対抗策として許容される要件について検討した。

敵対的買収の防衛策が導入される場面を以下の二つに分けて論じている。まず一つは、会社の経営支配権に現に争いが生じている場面である（いわゆる有事）。この場合、原則は、現経営陣の経営支配維持目的の場合や取締役の権限濫用の場合、不公正な発行として差止請求権が認められる。⁴⁾

次に会社の経営支配権に現に争いが生じていない場面（いわゆる平時、本件）、将来の敵対的買収によって経営支配権を争う株主が生じることを想定した新株予約権の発行は、緊急避難的行為として相当な対抗手段を取るべき必要性は認められない。事前の対抗策としての新株予約権の発行には、原則、株主総会の意思によって行うべきである。ところが、株主総会は機動的とは言いがたい。そこで、事前の対抗策として相当な方法による限り、取締役会の決議により新株予約権の発行を行うことが許容される場合もある、としている。

取締役会の決議により事前の対抗策として新株予約権の発行を行うための要件とは、①新株予約権が株主総会の判断により消却可能なものとなっていることなど、事前の対抗策としての新株予約権の発行に株主総会の意思が反映される仕組みとなっていること、②新株予約権の行使条件の成就が、取締役会による緊急避難的措置が許容される場合、すなわち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とともに、条件成就に関する取締役の恣意的判断が防止される仕組みとなっていること、③新株予約権の発行が、買収とは無関係な株主に不測の損害を与えるものではない、などの事前の対抗策として相当な方法によるものであることが必要としている。

そこで、本件新株予約権発行の事前の対策としての相当性について検討している。まず、①株主総会の意思が反映される仕組みについては、平成一七年六月の次期株主総会にお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、②条件成就に関する取締役会の恣意的判断防止の担保については、基準のうち、明確性を欠くものがあること、特別委員会の勧告に従わない余地を残していること、③株主に対する不測の損害を与えるおそれについては、権利落ち以降に株式を取得した株主は、その持分比率が三分の一まで稀釈されるリスクを負担することになるが、将来において二〇%以上の株式を取得する買収者が登場するか、いつ登場するかなど現時点で

は予想困難であり、このようなリスクを内包した株式投資は慎重にならざるを得ないこと、既存株主にとっては市場での高い評価での売却の機会を損なうことなどを挙げている。従って、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の差止めが認められるべきである、とした。

3 導入された事前警告型防衛策および三類型のライツプラン

ニレコの「セキュリティ・プラン」の差止めは今年六月に敵対的買収防衛策を打ち出した企業に多大な影響を与えた。判決に従うと、ニレコ型のライツ・プランは日本において導入困難である。では、どのような敵対的買収防衛策が導入可能か、早急に検討する必要がある。⁽⁴⁾

経済産業省は昨年九月一六日、企業価値研究会を設置し、話し合いを重ねてきた。同研究会は、今年五月二七日に「企業価値報告書」をまとめ、発表した。報告書の中で日本において導入可能な防衛策の第一番目にライツプランを挙げている。また、四月二八日、経済産業省はライツプランの三類型を発表した。⁽⁵⁾三類型とは、事前警告型ライツプラン、信託型ライツプラン（直接型）、および信託型ライツプラン（SPC型）である。また、今年六月の株主総会で承認を得て、多くの会社が導入したのが、事前警告型の防衛策である。⁽⁶⁾

事前警告型の場合、買収が企業や株主の利益を損ねると判断された場合には、対抗策が講じられる。その対抗策の中に、株式分割や新株の発行、新株予約権の発行が含まれる。⁽⁷⁾以下、松下電器産業と日本技術開発が導入した事前警告型と西濃運輸が導入した直接型信託型ライツプランについて見てみよう。

(1) 事前警告型

松下電器産業や東芝は、事前警告型の防衛策を採用した。松下電器産業は四月二八日、「大規模な買付行為に関する対応方針（ESVプラン）」の導入を発表した。会社や株主の利益を害するような買収が行われようとする場合は、相当な対抗措置を講じなければならない場合があるとしている。具体的には、議決権割合が二〇%以上とすることを目的とする大規模買付行為については、事前に買付者及びそのグループの概要、買付行為の目的及び内容、買付完了後に意図する経営方針及び事業計画などの情報の提供を求める。情報提供後、取締役会は、外部専門家の助言を受けながら取締役会としての意見をまとめて開示する。会社や株主の利益を害するものであると判断した場合には、相当な対抗措置を講じるというものである。

(2) 信託型ライツプラン（直接型）

西濃運輸が住友信託銀行と信託契約を締結して、導入したライツプランは信託型ライツプラン（直接型）である。その仕組みは、まず、西濃運輸と住友信託銀行と信託契約締結する⁽⁸⁾。次に、西濃運輸が住友信託に新株予約権を無償で発行する⁽⁹⁾。買収者の出現後、手続きを経て新株予約権を株主に配られることになった場合、住友信託から直接株主に配られる。

買収が開始されると、独立委員会が買収提案の内容についての事情収集、検討を行う。独立委員会により、買収が会社の利益に反しないと判断された場合には、独立委員会が取締役に信託型ライツ・プラン発動しないよう勧告し、取締役会は最大限尊重し最終決定を行う⁽¹⁰⁾。この場合、新株予約権は配布されない。一方、独立委員会により、買収が会社の利益に反すると判断された場合には、信託銀行から株主に新株予約権が配布される。

このような場合、新株予約権は、買収者出現後特定される株主に対し、特定時の株式保有数に応じて、一株につき一個の割合で配布される⁽¹¹⁾。次に買収者以外には新株予約権行使書に必要事項を記載の上、法令等上要求されるその他の書類を添えて払込扱場所に提出し、一株につき一円の行使価額を払い込むことによって新株引受権を行使できることとする⁽¹²⁾。これによって、買収者は自己の持分比率が低下し、自己の持株の価値が減少することとなる。

西濃運輸は先に述べたニレコの「セキュリティ・プラン」との相違について、まず、基準日以降に株主となった者に対しても、新株予約権が発行されるため、いわゆる稀釈化が起ころらず、不測の不利を蒙らせる恐れがないこと、株主総会において三分の二以上の株主の承認を得ること、新株予約権が行使できない場合は、これを消却すること、明確な基準を持つ独立委員会の設置、サンセット条項の存在⁽¹³⁾、取締役の任期を一年に短縮することなどを挙げている。

4 夢真ホールディングスと日本技術開発

(1) 経緯

導入の進む敵対的買収防衛策であるが、新たな問題が浮上している。夢真ホールディングス（以下、夢真HD）は、七月二〇日、総合建設コンサルティングの日本技術開発に対するTOBを開始した⁽¹⁴⁾。

これに先立って、夢真HDは、金融庁にTOBの訂正届出書を提出し⁽¹⁵⁾、七月二〇日付で受理された。この訂正には、株式分割がTOBの目的の達成に重大な支障となる場合には、TOBを撤回することまでが盛り込まれている。合わせて、夢真HDは二二日、日本技術開発が実施する株式分割差し止めの仮処分を東京地裁に申請し

た。⁽¹⁶⁾七月二九日、東京地裁は夢真HDによる株式分割差止め⁽¹⁶⁾の申し立てを却下した。⁽¹⁷⁾

(2) 問題の所在

夢真HDによる日本技術開発の敵対的買収によって、様々な問題が浮き彫りにされた。まず、①日本技術開発が株式分割を行った場合、夢真HDがTOBの買付価格を変更し、またTOBを撤回することは認められるか、②TOBの買付価格の変更が認められると、敵対的買収防衛策としての株式分割はほとんど効力を発しなくなる。これは日本技術開発と同様に事前警告型を採用している他の企業に影響を及ぼさないか、③日本技術開発は夢真HDがTOBを行っている最中に株式分割をするとしている。しかし、そもそも、TOB期間中の株式分割は認められるか、④もし、株式分割が認められるとすると、TOBの対象となるのは、TOBに応じた株主が持っている株数のみか、それとも株式分割後残りの四株も含むか、または、そのいずれでもなく、個別で交渉すべきものか、⑤TOB期間中の新株予約権の配布やその行使は認められるか、⑥金融庁の見解では、TOBの対象となるのは、株券のみではなく将来の株式を得る権利も含むとしている。これはTOB期間中の新株予約権もTOBの売買対象とするという解釈につながらないか、など枚挙に暇ない。

(3) 夢真HDの上申書

①買付価格の引き下げ、TOBの撤回が禁止されている理由

TOBは市場外での取引であり、⁽¹⁹⁾透明性を欠くことが懸念される。従って、買付者は株主に対し、売付けに応じるかどうかの判断をするための適切な情報開示をしなければならない。また、株主間での不平等が生じないよ

うにしなければならぬ。

また、証券取引法二七条の六第三項は、「買付け等の価格の引下げ」を禁じている。⁽²⁰⁾ その理由は、これを自由に認めると、応募株主にとって不利な結果となること、当該証券の流通市場での取引に大きな影響を与え、投資家の利益を侵害する危険性が大きくなることなどが上げられている。⁽²¹⁾ 意図的に高い買付価格を示して、相場を上げ、その後、買付価格を引き下げることによって、決済時には安価で買付株式を取得することができるとなると、応募した株主にとって不利であり、また、その行為は相場操縦に当たるからである。

更に、証券取引法二七条の一一は、公開買付を行う者が当該公開買付を撤回することを原則、禁じている。⁽²²⁾ 但しこれには例外があり、株券の発行者の業務または財産に関する重要な変更その他の公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情が生じたときは公開買付けの撤回等を行うことができる旨の条件を付した場合はこの限りでない。証券取引法がTOBの撤回を禁じる理由は、買付者が簡単に撤回できることになれば、安易な公開買付が行われ、株価操作に利用されることが心配されたからであるとしている。⁽²³⁾

② 変更、撤回を認めた金融庁の判断

本件の場合、公開買付開始前に株式分割が決定されていたため、最初から買付価格を株式分割後の理論価格としており、実際には期間中の引き下げは行われなかった。また、公開買付の期間も株式分割の基準日である八月八日から四営業日後の一二日としたため、株主は株式分割の権利を得た後に夢真HDに売却することができる。実際は上記の運びとなったが、夢真HDは七月一日に、公開買付中の買付価格の引き下げ、買付そのものの撤回が可能であるとする上申書を金融庁に提出し、七月二日、金融庁はこれを受理した。

夢真HDの主張は、TOB期間中に株式分割が行われることによる買付価格の引き下げは、応募株主の利益を害することがなく、また相場操縦の余地もないことなどから、証券取引法二七条の六第三項の趣旨に反しないとするものである。次に、公開買付の撤回について、「株式分割の分割比率に応じた買付価格の修正が認められないときには、公開買付を継続させることは買付者に分割前の価格で分割後の細分化された株式を買い付けることを強制するものであり、買付者に課題な損失およびリスクを負担させることとなる。」⁽²⁴⁾としている。

また、証券取引法施行法令第一四条第一項第一号は、公開買付の撤回が認められる場合を限定列挙している。撤回事由には、株式交換、株式移転、会社の分割、合併などが含まれる。が、株式分割が含まれてはいない。しかし、それは株式分割による買付防衛策が採られることを想定しなかったからにすぎずない、としている。従って、株式分割をこの列挙規定に「順ずる」ものとして、公開買付期間中に株式分割の基準日を設定した場合には、公開買付の撤回をすることができるよう、金融庁に判断を求めた。

平成一七年七月二一日、金融庁は訂正届出書を受理したため、夢真HDは平成一七年七月二二日、七月二〇日に出されていた公開買付公告の訂正を発表した。ここで「株式分割が本公開買付の目的の達成に重大な支障となる場合」⁽²⁵⁾には、公開買付を撤回するとされている。

5 まとめ

日本における最初のライツプラン導入を試みたニレコの「セキュリティ・プラン」は、失敗に終わった。これは、どのような防衛策が現在の日本において認められるかを示す先例となった。これを受け、多くの上場企業が導入可能な敵対的買収防衛策を検討し、その防衛策を六月の株主総会で承認を受けようとした。その中でも三類

型のライツプランと事前警告型の防衛策は多くの企業により導入された。しかし、ここに来て新たな問題が発生している。TOBの買付価格の引き下げやTOBそのものの撤回、TOB期間中の株式分割の是非等である。これらは防衛策を導入した企業に多大な影響を与えることとなる。

UFJホールディングスに対して三井住友フィナンシャルグループが行った経営統合の申し入れ、ライブドアのニッポン放送の買収提案、そして、夢真HDの日本技術開発の買収など、敵対的買収の本格化が始まっている。敵対的買収が日本において見られるようになったのは、ごく最近であり、判例その他、ルールも少ない。ルールのない状態では、奇襲攻撃とそれを恐れる過剰防衛が横行することとなる。今後、判例の積み重ねがなされ、ルールが形成されることが待望される。

また、新会社法では、外国会社からの買収を想定した三角合併も認める一方で、黄金株や複数議決権株式といった新たな敵対的買収防衛策を認め、防衛策のバリエーションを拡大している。実際の運営についても、敵対的買収とその防衛策のバランスが図られなければならない。

最後に、ライブドアのニッポン放送に対する敵対的買収の際も、夢真HDの日本技術開発の敵対的買収においても、株式分割、立会外取引、新株予約権など、これまで、商法や証券取引法が想定しなかった利用のされ方がなされている。法制度の隙間を掻い潜ったことこの方法は、相手方に、不測の損害をもたらし、事態に対応する準備が十分にできない状態に陥らせることとなる。これらについても、判例の積み重ねと同時に法制度に不備のある場合は、早期に改正しなければならないであろう。法改正によるまでもなく、制度変更が可能な場合は、更に早期の対応が必要となる。

- (1) 平成一七年(ヨ)第二〇〇五〇号 新株予約権発行差止仮処分命令申立事件、平成一七年六月一日、東京地方裁判所民事第八部 裁判長裁判官鹿子木康 『旬刊商事法務』No.一七三四、三七～四七頁。
- (2) ただし、取締役会は企業価値の最大化の観点から特に必要があると認める場合には、取締役会の決議をもって、事前に公表した上で、二〇%の割合を適切な範囲内で引き上げることができる。
- (3) これに対しニレコは本プランの導入により既存株主に過度の損害が生じるような特段の事情は認められないこと、地道な研究・開発の継続により初めて中・長期的に利益が出る同社のような会社では、本プランのような敵対的買収防衛策の導入こそが企業価値の増加に寄与するのであり、差し止められるとPBRの低さ、時価総額の少なさなどの理由でいつ敵対的買収に見舞われるか分からない状況に陥り、企業価値を毀損する恐れが高まり、別のプランを構築して六月総会に付議することも事実上不可能であつて、無防備状態が来年まで継続することになること。本プランのよいうなコストも低く、社会情勢に応じてスピーディに導入できる防衛策はとりわけ中小企業には必要で、それが否定される不利益はきわめて重大であることなどを主張した。
- (4) 例外として、株主全体の利益保護の観点から正当化する特段の事情、例えば、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がたい損害をもたらす事情がある場合、取締役は一種の緊急避難的な行為として相当な対抗手段を講じることが許容される。
- (5) これに対し、国税庁は課税方針を発表した。この結果、いずれも新株予約権取得時には課税されないこととなった。
- (6) ライツプランはいずれも敵対的買収者が登場した際に、その持分を稀釈化することを目的としている。一方、事前警告型は買収者からの奇襲を防ぎ、情報を提供させることによって交渉のテーブルに着かせる目的、いわば時間稼ぎを

- 主たる目的とするものである。
- (7) 従って、ライツプランの三類型のうち、事前警告型ライツプランは事前警告型対抗策の一つであるということができ
る。
- (8) ここで西濃運輸は委託者、住友信託銀行は受託者、株主が受益者となる。
- (9) 新株予約権は、買取者が現れて将来の株主に配られるまで、信託財産として住友信託銀行の手元で管理される。
- (10) 西濃運輸は、独立委員会は商法上、任意の機関であり、業務執行に関する権限を有していないため、「最終決定」を行
わず、「勧告」を行うこと、「最大限尊重」という表現は、実質的には、取締役会が独立委員会の「勧告」に従うこと
を意味しており、取締役の恣意が働く余地はないと説明している。
- (11) この株主には買取者も含まれる。
- (12) 買取者にはこれらの書類が交付されず、新株引受権を行使することはできない。
- (13) 新株予約権の効力は平成二〇年六月三〇日までの三年間であり、その後は見直される。
- (14) 七月一日、夢真HDがTOBを発表した当初の予定では、買付価格五五〇円、買付予定株数は三四九万株、買付期
間は八月九日までであった。これに対し、日本技術開発は、七月一八日、基準日を八月八日とする一対五の株式分割を
決議した。そこで、夢真HDはTOBの内容を変更した。変更後の買付価格は一一〇円、買付予定株数は当初の五倍、
買付期間を八月一二日まで延長した。
- (15) 証券取引法第二七条の八第一項
- (16) 一方、日本技術開発は、敵対的買取対抗策としての株式分割の効力がなくなったため、同日、今年一〇月二五日を基
準日として、一株につき一個の新株予約権を割当てる新たな買取防衛策を発表した。

(17) 判決では、本件の株式分割は「TOBが成功した場合の効果を、分割後の新株交付日以降に引き延ばすだけ」であり、

「著しく不公正な方法による新株発行」を禁じた商法一八〇条の一五以下の規定を類推適用できないとした。しかし、日本技術開発の行った株式分割について、「批判の余地がないではない」とし、TOB期間中の株式分割が常に認められるという訳ではなく、個別に妥当性が判断されることになる。八月八日を基準日としておこなわれる日本技術開発の株式分割の新株交付日は一〇月三日である。

(18) 金融庁の判断では、分割後の新株を含むとしている。七月二十九日の東京地裁の判決でも、これを支持しており、夢真HDは新株の買付けを予約することにより過半数の株式取得を目指す。

(19) 公開買付け(TOB)とは、証券取引法二七条の二第六項には、「この条において「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付け等の申込みの勧誘を行い、取引所有価証券市場外で株券等の買付け等を行うことをいう。」と規定している。

(20) 証券取引法二七条の六第三項「買付け等の価格の引下げ、買付予定の株券等の数の減少、買付け等の期間の短縮その他の政令で定める買付条件等の変更は、前二項の規定にかかわらず、行うことができない。」

(21) 近藤光男、吉原和志、黒沼悦郎『証券取引法入門』、商事法研究会、一九九五年、二〇一頁。

(22) 証券取引法二七条の一「公開買付者は、公開買付開始公告をした後においては、公開買付けに係る申込みの撤回及び契約の解除(以下この節において「公開買付けの撤回等」という。)を行うことができない。ただし、公開買付者が公開買付開始公告及び公開買付届出書において公開買付けに係る株券等の発行者の業務若しくは財産に関する重要な変更その他の公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情(政令で定めるものに限る。)が生じたときは公開買付けの撤回等を行うことがある旨の条件を付した場合又は公開買付者に関し破産手続開始の決定その他の政令で定

める重要な事情の変更が生じた場合には、この限りでない。」

(23) 近藤光男、吉原和志、黒沼悦郎『証券取引法入門』、商事法研究会、一九九五年、二〇一頁。

(24) 本件ではTOB期間中の買付価格の引き下げは行われなかった。上申書の受理によってTOB期間中の買付価格の引き下げが常に認められると解するのは、疑問である。

(25) 金融審議会は二八日、公開買付制度を議論する作業部会の初会合を開き、見直しを行うこととした。これに先立つ七月七日、自民党は、「公正なM&Aルールに関する提言」の中で、現行のTOBの問題点を指摘し、期間延長、買付価格の引き下げ、撤回についても条件付で認めるべきであるとしている。

(ふくもと あおい・客員研究員)