

平成21年1月6日・13日
京都大学「アセットマネジメントの実務と法」
立命館大学 村田 敏一

機関投資家とM&A

- 敵対的企業買収と買収防衛策を中心に -

I. M&Aとその法的形態（手法）

*合併、会社分割、株式交換、株式移転、事業譲渡は、すべてその前提として、基本的に契約や計画が必要であるため、法律論としては、例えば敵対的な合併といったものは観念出来ない。

*他に、市場での株式の買い集め、第三者割当による募集株式の発行、金融商品取引法上の株式公開買付がM&Aに用いられる。

*敵対的買収の場合、公開買付から入ることが一般的と言われるが、実は、我が国で公開買付による敵対的買収が成功した事例は基本的にはない（もっとも何をもって成功と言うかの問題はあある）。

*ほとんどの公開買付は、友好的な組織再編の手法として活用されている。

II. 背景の理解

*何故、近年、敵対的買収と買収防衛策がこれほど議論を呼ぶようになったのか。

—実務的側面：

①持合い株式・安定株主比率の減少傾向による日本企業の敵対的買収への備えの脆弱化。

三市場一部上場企業の株主構成の推移（ニッセイ基礎研究所）

「株式持合」

1990年	14.97%	2000年	11.64%	2006年	8.65%
-------	--------	-------	--------	-------	-------

「機関投資家」

1990年	7.95%	2000年	12.23%	2006年	21.81%
-------	-------	-------	--------	-------	--------

「金融機関（株式持合除く）」

1990年	6.23%	2000年	4.43%	2006年	2.66%
-------	-------	-------	-------	-------	-------

・持合い株式と安定株主の相違は？大きく言うと、株式持合いや、安定株主の減少を、外国人株主を中心とする機関投資家の増加で代替した形。

・株式持合い比率の低下による敵対的買収への防衛力の低下が指摘されることが多いが、むしろ、敵対的買収の主体となるアクティブな株主の増加の要因が大きい。

②バブル崩壊後の我が国の企業の状況

- ・ 厳しいリストラ等の経営努力による収益力の回復→その果実を掠め取ろうという動き。
- ・ なお格差の大きい日米での株主還元性向（株主配当＋自社株取得・消却）比率
- ・ 一部の企業に見られる内部留保・含み資産の厚さと株主還元率の低さのギャップ
→敵対的買収の標的に

③足元の状況は？

- ・ 株式持合いの限定的な復活傾向→企業の当然の行動（良い持合いと悪い持合い）
戦略的提携関係と資本効率の観点（新日鉄とミットイル）
- ・ 防衛側：企業業績の急低下、株式市場の低迷→買収対象としての魅力の低下
- ・ 買手側：世界的な金融危機とファンドへの打撃→敵対的買収どころではない。
- ・ 結局、敵対的買収騒動は、一時の徒花だったのか？
(虎は死して皮を残す。敵対的買収は終息して「指針」と判例を残す。)

④そもそも我が国で、敵対的買収は活発に行われたのか？

- 旺盛なM&A活動の水準から見れば、敵対的買収などほんの僅か。
- ごく僅かの敵対的買収事例がマスコミ等で騒がれただけ。
- M&Aとは、もともと精密な脳神経外科手術にも例えられる。無理やり買収してもその後、うまくいかないというのは、常識。
- 金融危機・株価低落を受けた今後も、M&Aの水準自体は高水準の持続が展望される。（さらなる選択と集中の推進。リストラ圧力、海外市場へ活路を求める）

⑤結局、我が国では、(友好的) M&Aは、今後とも高水準が見込まれるが、敵対的なM&Aは、(過去も含めて) それ程生起しないものと展望される。

—理論的側面：

- ① いわゆる株式会社のステークホルダー論の再活性化。
→株主利益最大化原則の評価。企業の社会的責任論との交錯。
→しかし、我が国会社法の条文からは、法的には答えは明らか。
- ② 株主利益最大化原則の評価→妥当。これを放棄したときの弊害の発生。
- ③ 新会社法（平成17年会社法）の成立・施行と敵対的買収防衛策
→一連の判例法理は、まさに新会社法の国会審議の前後から、完全施行直後の時期に集中的に形成。（ニッポン放送事案、ニレコ事案、日本技術開発事案、ブルドックソース事案）
- ④ もともと新会社法は、買収サイド・防衛サイドに中立的なはず。
→本当か？冷静に観察すると、防衛側に有利に見える（種類株の多様な設計の許容、取得条項付き新株予約権による防衛策設計の精度の向上等）。
→対価の柔軟化、三角合併の許容が敵対的買収に有利との主張は、少なくとも法的には失当。：敵対的三角合併など、法律論的にはあり得ない。
- ⑤ 一連の司法判断を通じ、主要目的ルールと新株予約権、差止めの対象となる著しく

不公正な発行の解釈、株主平等原則（会社法109条1項）の解釈が明らかとなった。

III. 敵対的企業買収とは何か：友好的買収との相違点

* 敵対的買収 v s 友好的買収（誰にとって敵対的か）

→「指針」における敵対的買収の定義：「経営者にとって好ましくないものによる買収」（ボーダフォン・エアタッチ社対マンネスマンの事例）

* 良い買収 v s 悪い買収（良い－悪いの意味）：キー概念は企業価値の向上の観点

→では、企業価値とは何か？

* 内－内型、内－外型、外－内型、外－外型（最も活発なのは内－外型）

* 平時と有事

→「指針」は平時導入のもののみを射程内に。「指針」によると「平時」とは、「買収が開始される前に導入されるもの。」

* 企業価値を高める買収と企業価値を減少させる買収

→企業価値とは何か？ 企業価値と株主共同の利益：企業価値の4つの側面（短期の株主価値・長期の株主価値・他のステークホルダーも考慮した価値、株価）
株主利益最大化原則との関係

→「指針」での定義：会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長性等株主の利益に資する会社の属性又はその程度。

* 「導入」と「発動」（差別的行使・取得条件付き新株予約権につき微妙な問題が発生）

IV. 国際的に見た日本の関連法制の位置づけ

* 1980年代半ばの米国と2000年代半ばの日本

* 1980年代半ばの米国では、濫用的な敵対的企業買収が多く生じた。

→多様な防衛策の「発明」とライツ・プランの優位性。

→ライツ・プラン（ポイズンピル）とは：買収者が一定割合の株式を買い占めた場合（典型的には20%程度）、買収者以外の株主に自動的に新株が発行され、買収者の株式取得割合が低下する仕組み。

→他の防衛策：ゴールデン・シェア、ゴールデン・パラシュート、ゴーイング・プライベート（MBO）、ホワイト・スクワイヤー、シャークリペラント（定款）スタグガード・ボード、ホワイト・ナイト、パックマンディフェンス、クラウンジュエル、増配、・・・

→デラウェア州会社法上の判例の展開：ユノカル判決（1985年）、レブロン判決（1986年）、タイム判決（1986年）：買収の強圧性と対抗策の相当性

→「ライツ・プラン」の優位性とは？：既存少数株主へのダメージが少ない。交渉の道具（実際には発動されないものとしての）としてのライツ・プラン、株主が

買収者と現経営者の何れが企業価値を高めるかにつき判断するための、時間と情報を確保するための手段としてのライツ・プラン。

*日本の政策課題：対内投資の促進、重要技術等の防衛による国際的産業競争力の維持、雇用水準の確保→これら政策課題の同時達成のための制度設計の必要性

*米国型 v s 欧州型 v s 日本型（会社法制と証券法制の交錯）

①米国型：公開買付に全部買付義務はなし。取締役会権限による買収防衛策導入の広範な許容と司法による積極的事後審査（但し、米国のライツ・プランは消却が前提）、取締役の強い信認義務。

②欧州型：公開買付に原則、全部買付義務あり。防衛策の導入の難易度は国により区別。（英国では、パネルが判断）

③日本型：公開買付の全部買付義務は限定的。防衛策のメニューは多彩。導入については株主総会の意思を重視。財産権の保障を重視。

→優れた「日本型」の設計：株主意思の重視は、機関投資家の意思に沿う（投資促進）、株主意思の尊重は、株主の多数を経営陣が握れば、決定的な買収者の撃退が可能に。：その為の株主還元策の充実が好循環を招く。

・機関投資家と経営者の妥協の産物との見方も。

V. 買収防衛策に関する「指針」（経済産業省・法務省 2005年5月）の意義

*何故この時期に指針が出たのか。：新会社法の国会審議、ライブドア事件。

*「指針」を読み、内容の重点を理解する。（ただしその射程は平時導入）

①構成：前文、定義、背景、原則、趣旨、具体例、解説

②三原則：1. 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則

（株主共同の利益に対する明白な侵害をもたらす買収の4類型、強圧的二段階買収、代替提案喪失類型）

2. 事前開示・株主意思の原則

機関権限分配秩序：株主総会特別決議、株主総会普通決議、取締役会決議

3. 必要性・相当性の原則

相当性に関する留意点：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

→「指針」と株主平等原則の解釈、新会社法と株主の財産権保護、（募集株式の有利発行規整とのアナロジー：株主総会特別決議との関係）

③株主総会の決議により新株予約権等を発行する場合→「推認」の効果

④取締役会の決議により新株予約権等を発行する場合→主要目的ルールとの関係
消却条件の客観性と社外者・独立社外者の関与の度合いの相補的關係

「推認」の効果は無し。

株主への過度の財産的損害発生の回避（ニレコ型の否定）

- * 「企業価値報告書」（2005年5月）と「指針」の整合性
- 「指針」には法務省が関与。「報告書」は経済産業省単独
- 「報告書」では、①独立社外チェック型、②客観的解除要件設定型、③株主総会授權型、が並列的に記載
- 「指針」では、株主総会判断に「推認」の効果を与え、他のタイプから差別化。（機関権限分配秩序論との整合性）

V. 「指針」後の買収防衛策スキームの展開

1. 事前警告型 2. 信託型 3. ワクチンプラン

- * 我が国における「防衛産業」の隆盛：大手ローファーム主導での買収防衛スキームの開発（「防衛産業」の隆盛）
- * 導入時の株主判断と発動時の株主判断
- * 公開買付との関係→公開買付と委任状争奪合戦

- * 現在の日本の上場企業の導入状況：ライツプランの中で、事前警告型が主流に
- 「事前警告型」とは。弱毒型。多くのヴァリエーション。
- 一般的には、「一定比率以上の当該会社株式を取得しようとする者に対し大量取得の目的や取得後の経営方針の提供を求め、それに応じない場合等につき差別的行使（取得）条件付き新株予約権を株主に無償割当てする旨を機関決定し、濫用的敵対買収者に警告を発する防衛策」とされる。
- 500社程度の上場企業が導入（導入率8%程度）
- ライツ・プラン廃止の動きも（資生堂）：株価への影響

- * 新たな持合い、安定株主対策への賛否（日本企業の配当性向・株主還元性向の向上）
- * 発動されないライツプラン（米国）と発動されてしまうライツプラン（日本）
- 実は、こうした対比自体が法律論としてはナンセンス。

VI. 判例の展開

1. ライブドア v s ニッポン放送（有事導入）

論点：・新株予約権と主要目的ルール

- ・いわゆる東京高裁4類型（濫用的買収者）：グリーンメイラー他例示列挙
- 「指針」でも基本的に踏襲。
- ・緊急避難措置としての取締役会権限による買収防衛を許容（主要目的

ルールの射程外に)

- ・買収による回復し難い損害の発生につき、会社側に立証・疎明責任を配分
「敵対的買収者が真摯に合理的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立証、疎明した場合には、会社の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような新株予約権の発行を差し止めることはできない。」(東京高裁決定)
- ・いわゆる「新経営判断原則」：裁判所が判断する時は？
裁判所が判断しない場合の判断者→株主(経営判断原則では取締役会)

2. ニレコ事件(省略)(平時導入)

3. 夢真 v s 日本技術開発(省略)

4. ブルドック・ソース v s スティール・パートナーズ(有事導入)

→最高裁決定のポイント(平成19年8月7日);初の最高裁判断

論点:新株予約権の無償割当てと会社法247条の類推適用

- ・新株予約権の不公正発行
- ・株主平等原則(その趣旨)
→3つの見解の対立(「指針」=形式説、石綿弁護士、吉本・末永他)
- ・株主意思の重視と、財産権の保障

「特定の株主による経営権の取得に伴い、会社の企業価値が毀損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることとなるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきところ、株主の判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである。」(最高裁決定)

批判:公開買付で表出される株主意思との関係

会社による買収者からの新株予約権の買取(財産権保障)と株主総会特別決議の関係(買収を促進し、買収者に負けがなくなってしまう。)

取締役の善管注意義務・忠実義務との関係。

→経済産業省の企業価値研究会での検討(「指針」改定はなし)

VII. 機関投資家とM&A

*平時のスタンス

企業の敵対的買収防衛策導入に対する対応

→大前提は「指針」や判例を踏まえ、差し止めリスクがないかどうかにつき判断。

→企業からの事前個別説明の際は、インサイダー規制に留意が必要。

→株価に与える影響についても見極め。

→株主総会での定款変更を伴う場合は、議決権行使もあり得る。

- (取締役の解任要件の引き上げ、授権枠の拡大についてもネガティブな反応を示す機関投資家が多いものとされる)
- 取締役会で導入が決定される場合は、他の株主総会議案（例えば、取締役選任議案）で反対する機関投資家もある。
- もちろん、（一部）売却も選択肢。

*有事のスタンス

- （敵対的な）公開買付への対応は微妙。公開買付の期末まで、様子見することが妥当。買付価格が高い場合は、一部応じることも合理的。
- あまりイン・プレイの期間が長いことは好まない。
- その意味で、情報の非対称性の解消には、十分は公開買付期間と各当事者からの十分な情報提供が必須というドグマに対しては懐疑的。

*機関投資家への責任ある判断を求める一部論調について。

- 投資家の責任はパフォーマンスの確保：何が「責任」なのか？

*金融商品取引法の改正と大量保有報告書の問題。

- 発端は、企業の敵対的買収への過剰な警戒感。
- 頻繁な機関投資家の手口の開示は、個人投資家等の「ただ乗り」（提灯担ぎ）を増化させ、機関投資家のパフォーマンスの低下要因に。
- （機関投資家の地道な、銘柄分析努力を減殺する。）

以上