

『敵対的買収防衛策の動向と ライツプランに関する適法性判断基準の現状』

畑 中 明 輝

平成 17 年のライブドアによるニッポン放送株式の取得をきっかけに、敵対的買収という言葉が頻繁に聞かれるようになり、敵対的買収に対するかつてない関心が高まった。敵対的買収とは、現経営陣が反対する買収をいう。ライブドア事件の前にも、敵対的買収はあったが、敵対的買収はそう数が多いものではなかった。最初は敵対的買収であっても、最終的には合意の上の友好的買収になることも多かった。従来の日本においては、株式の持ち合いなどにより、安定株主をつくって敵対的買収を抑止していたために、敵対的買収は起こりにくかったかもしれない。そのため、日本における敵対的買収防衛論は活発といえるものではなく、敵対的買収の防衛策に関する事例も少なかった。近年、敵対的買収の防衛が活発になったものの、上のような事情から、主としてアメリカでの議論を参考にして敵対的買収防衛策をめぐる議論が重ねられることとなった。

また、立法の分野では、商法改正により、新株予約権制度が創設され、会社法の制定により株式および新株予約権の制度が大幅に改正された。これにより、日本においても新株予約権を利用した買収防衛策が本格的に利用可能となった。さらに、証券取引法についても、平成 18 年に公開買付制度の大幅な改正が行われ（金融商品取引法の成立）、企業買収に関する規律の整備が進められた。

次に、行政の分野では、平成 17 年 5 月 27 日に、経済産業省、企業価値研究会が「企業価値報告書」（以下、「報告書」という）を公表し、同日に経済産業省と法務省が「企業価値・株主共同の利益の確保または向上のための買収防衛策に関する指針」（以下、「指針」という）を策定・公表した。これらによって、どのような買収防衛策が適法であるかについての 1 つの基準が示された。

さらに、東京証券取引所は、平成 17 年 4 月に「買収防衛策に関する要請」、平成 18 年 1 月に「上場規制に関する要綱」（以下、「要綱」という）を公表し、平成 18 年 2 月には、上場規制の改定を行った。また、平成 17 年 4 月 28 日には、厚生年金連合会も「企業防衛策に関する株主議決権行使の判断基準」を策定した。

以上のような状況をふまえ、本稿では、まず、日本における敵対的買収防衛策の導入状況について紹介し、さらに、敵対的買収防衛策に関する適法性判断基準の現状を、主としていわゆるライツプランに関するものを中心に整理する。そこでは、行政機関や自主規制機関の示した判断基準を紹介、分析し、敵対的買収防衛策の適法性判断基準と敵対的買収防衛策をめぐる法的諸問題の整理を試みる。これによって、敵対的買収防衛策についての今後の研究に資することも目的とする。

第 1 章では、敵対的買収防衛策の導入状況として、現在までに導入されてきた敵対的買収防衛策の幾つかを簡単に紹介し、敵対的買収防衛策の動向と、企業による導入状況を取り上げる。

第 2 章では、敵対的買収防衛策の概要として、まず、有事導入型防衛策と平時導入型防衛策について述べる。有事導入型防衛策は差止め等の法的リスクが高く、また、導入に当たって時間的制約が存在することから発生するリスクもある。これに対して、平時導入型防衛策は、そのようなリスクが比較的小さい。したがって、企業は原則として、平時導入型防衛策（ライツプランなど）を導入すべきである。

次に、平時導入型防衛策であるライツプランの導入経緯と法的構成を検討している。ライツプランには、大別して、ニレコ型、信託型、事前警告型の 3 類型があり、各類型で新株予約権の発行時期、新株予約権の発行相手方などが異なる。ニレコ型は原則として違法と解されるところ、現在、多くの企業は事前警告

型を導入している。

第3章では、ライツプランの適法性を判断するために考慮すべき問題点を明らかにするために、まず、日本における米国流ライツプランの導入事例の第1号である「ニレコ事件」決定を素材にした。

ニレコ事件決定によると、取締役会決議で平時に導入されるライツプランが許容されるためには、ライツプランが株主の意思を反映していること、取締役会による恣意的な判断が防止される仕組みになっていること、そして、買収とは無関係な株主に不測の損害を与えないことなどの要件を満たさなければならない。しかし、株主尊重を強く要求すると取締役会決議限りでのライツプラン導入が難しくなる。また、どのような事情をもって「回復し難い損害」というのか。恣意的な判断が防止される仕組みとは、具体的にどのような仕組みなのか。そして、無関係な株主の不測の損害とはどの程度をもっていうのか。以上のような問題が生じる。

次に、その他の問題点として、買収者が新株予約権を行使できないとするなどの、権利行使権限条項が付された新株予約権の問題がある。このような差別的権利行使条項によって、一部の株主について新株予約権の行使を制限することは、株主平等原則に違反するのではないかという問題が生じる。

第4章では、日本におけるライツプランの適法性判断基準として、まず、「報告書」と「指針」の要点や、買収防衛策の三原則の趣旨と防衛策導入の具体例の関係をとり上げる。

企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則、事前開示・株主意思の原則、そして、必要性・相当性確保の原則（買収防衛策の三原則）を踏まえ、「報告書」は、合理的な買収防衛策の考え方、論理を明確にしている。また、「指針」は、敵対的買収防衛策設計の基本を、日本の法制度との整合性を確保しながら提示し、過剰防衛を排除することを目的としている。

次に、司法における敵対的買収防衛策の適法性判断基準として、ニッポン放送事件、ニレコ事件、そして、ブルドックスソース事件の各決定をとりあげる。敵対的買収防衛策は、第三者割当による新株発行から、新株予約権の発行に移行してきており、司法判断においても、ニッポン放送事件決定を契機として、判断基準の変更が見られる。

最後に、自主規制機関による敵対的買収防衛策の適法性判断基準として、東京証券取引所の新規上場基準と上場廃止基準を紹介する。株式公開は従来、大きな成長の可能性を持った企業も、一定の基準を満たしていないと公開できなかったが、近年、広く門戸が開かれ、多くの企業に株式公開の機会が与えられている。ただし、上場するためには、上場審査基準としての形式基準と実質基準の双方を満たす必要がある。東京証券取引所は、上場企業が敵対的買収防衛策の導入にあたって尊重すべきいくつかの義務（尊重義務）を定め、新規上場申請者が敵対的買収防衛策を導入している場合には、かかる尊重義務の遵守を上場審査における適格性の要件としている。また、敵対的買収防衛策の導入に係る上場廃止基準としては、敵対的買収防衛策によって株主の権利内容及びその行使が不当に制限されていると証券取引所が認めた場合に、上場が廃止されるという規制を挙げることができる。

第5章は、敵対的買収防衛策としてのライツプランについて全体的な再検討をする。「報告書」、「指針」、東京証券取引所、厚生年金連合会などが公表している、敵対的買収防衛策の適法性判断基準・ガイドラインなどを整理するとともに、判例による適法性判断基準を再考する。

行き過ぎた防衛策は問題であるとの指摘もあるように、敵対的買収は、必ずしも株主にとって望ましくないとは限らない。非効率的な経営陣の交替、あるいはシナジー効果の発揮できる企業の買収により、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からである。しかし、他方では、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、企業の将来の企業価値を損なうような敵対的買収もある。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。

確かに、敵対的買収防衛策をあえて導入しないのも企業にとって1つの選択肢である。しかし、防衛策を持たずに無防備でいると、急に敵対的買収を仕掛けられ、防衛策の検討や対応に追われ、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。これに対して、予め防衛策を持っていれば、無理な防衛策などによる企業価値低下を防止することができる。したがって、企業が敵対的買収防衛策を導入することを一概に否定すべきではない。むしろ、問題は、いかなる敵対的買収防衛策が適法・適正なものであるかを、明らかにしていく必要があるということである。本稿では、ライツプランの適法性判断基準をさまざまな観点から紹介・分析した。残念ながら、現在のところ、敵対的買収防衛策に関する様々な基準が提案されてはいるものの、確立された統一基準は無い。もっとも、随伴性のないライツプランや、デッドハンド型のライツプランなど、適法と考えるべきでない類型が次第に明らかにされてきているとともに、株主総会決議による導入など、適法性を担保するための要件も明らかにされつつある。最初に述べたように、日本において、この問題はまだ緒についたばかりであり、今後の判例の蓄積と学説の発展が期待される。