

5. 買収と企業グループ

5-1. 企業の買収・再編

(1)買収（買収される会社：対象会社、買収する側：買収者〔会社であれば買収会社〕）

	対象会社自体またはその事業を取得	対象会社の株式を取得
敵対的買収・友好的買収両方		株式の取得
友好的買収のみ	事業譲渡 合併 会社分割	株式交換 株式移転

* 買収会社が子会社を設立し、子会社を通じて以上の方法を用いる場合もある

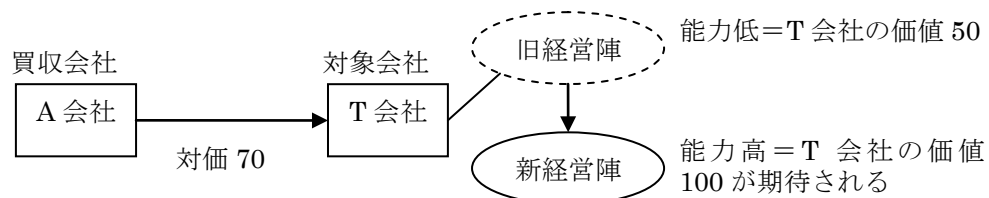
(2)提携：合併会社（ジョイント・ベンチャー）設立、様々な契約（会社 467 I ④）

(3)再編

5-2. 買収

5-2-1. 買収の経済的機能

(1)経営陣の交代による株主価値向上

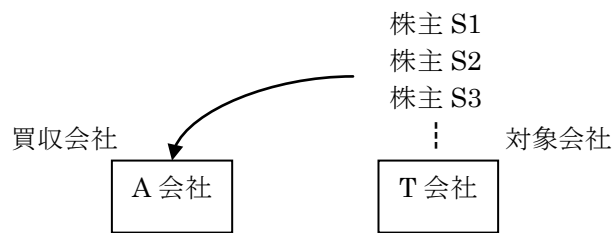


株式の取得と企業提携

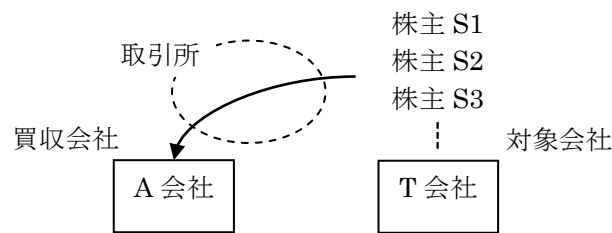
企業提携関係の樹立のために一方が他方の株式を取得することも多い
 A 会社が T 会社の大株主に
 →A は T の事業リスクの一部を負担=A は T の経営について発言権
 ＊以下の説明は企業買収・企業再編を前提にするが、企業提携にも妥当

(2)株式を取得する方法

(a)株式の譲受け(その 1) : 相対での譲受け



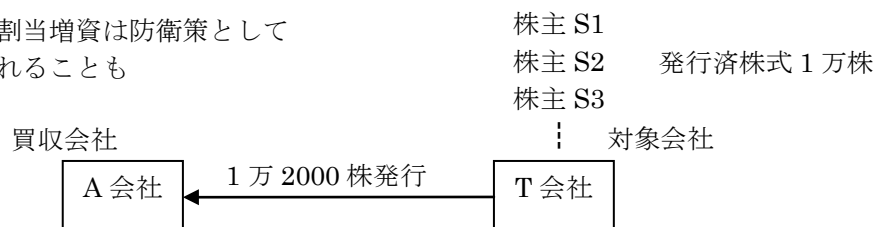
(b)株式の譲受け(その 2) : 市場（取引所）での買付け



(c)株式の譲受け(その 3) : 公開買付け (5-2-3)

(d)株式の発行（第三者割当増資）[テキスト 9 章 2 節 3]（詳細は「企業ファイナンス法」）

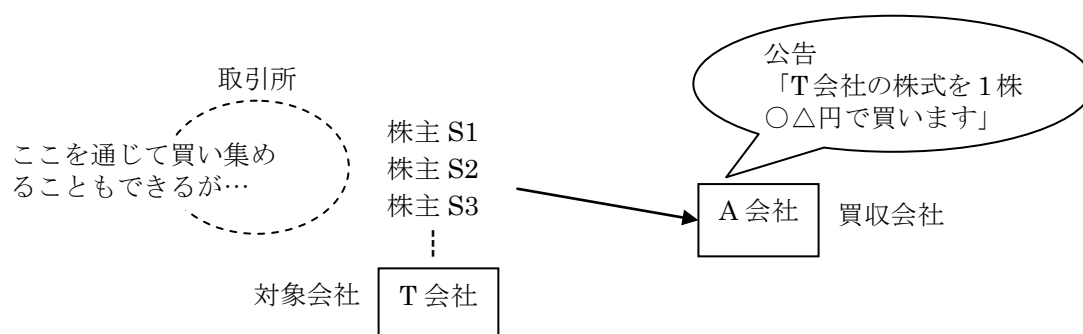
* 第三者割当増資は防衛策として
 用いられることも



5-2-3. 公開買付け

(1) 公開買付けの意義等

(a) 意義（金商 27 の 2VI）



(b) 公開買付けを用いる理由

(c) 買付けの対象

対象会社の株式全部 or

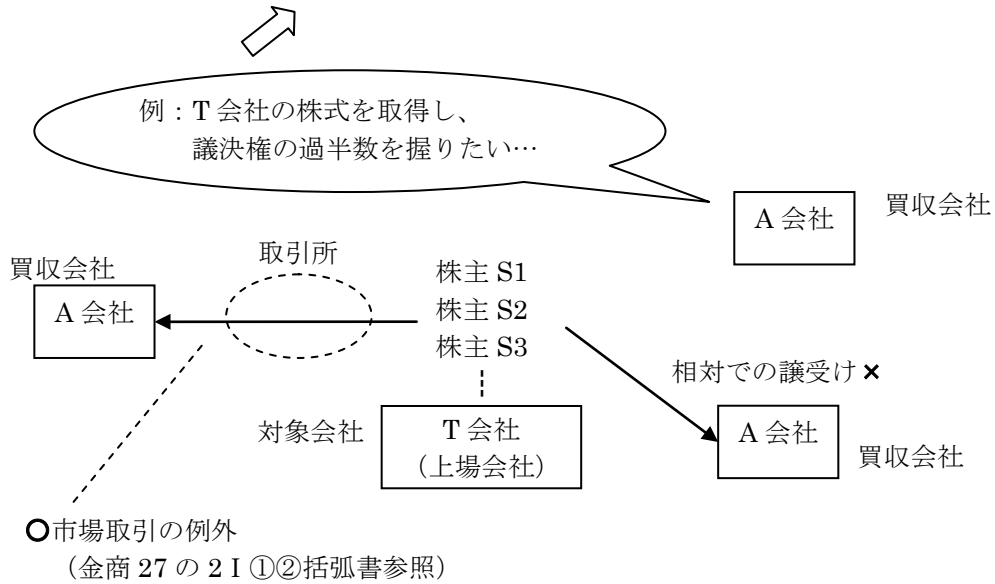
あらかじめ定めた予定数： 応募数 > 予定数 → あん分比例

* 例外 = 応募数全部を買付ける義務 [テキスト 9 章 2 節 2 (1)]

(d) 情報開示 [テキスト 9 章 2 節 2 (2)]

(2)公開買付けをしなくてはならない場合

上場会社の株式を市場外で買付け
 +買付け後に買付者が対象会社の議決権の3分の1超保有
 →公開買付け強制 (金商27の2I、金商施行令6の2III)



このような規制がある理由

*以上のルールには、理論的には問題も [テキスト Column9-5]

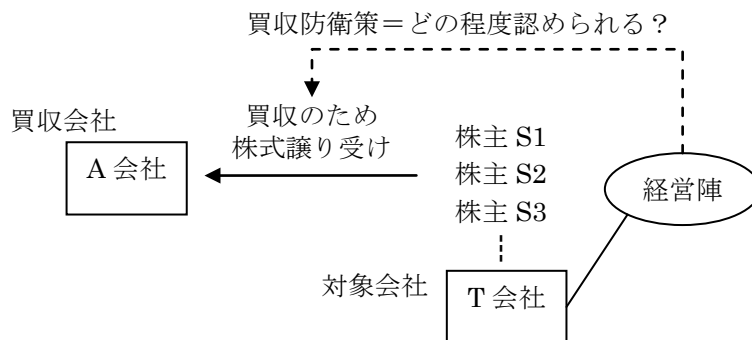
5-3. 買収防衛策

5-3-1. 敵対的買収と防衛策

(1)敵対的買収の興隆とその背景

	before	after
株式所有構造	金融機関・事業会社による株式所有、株式持合い	外国人機関投資家増加、株主の積極主義
会社の目的	従業員をはじめとする様々な利害関係者の利益の増進	株主価値・株主利益がより重視
経営陣に対する監督・責任追及	弱い	代表訴訟増加 (←H.5 商法改正)、コーポレート・ガバナンスをめぐる動き

(2)防衛策を考える視点 [テキスト9章5節15]



(a)防衛策は認められないという考え方

・会社支配権市場の規律効果

・経営者の利益相反

(b)ある程度防衛策は認められるという考え方=取締役会は場合により買収を拒否できる

・能力、情報、意思決定コスト

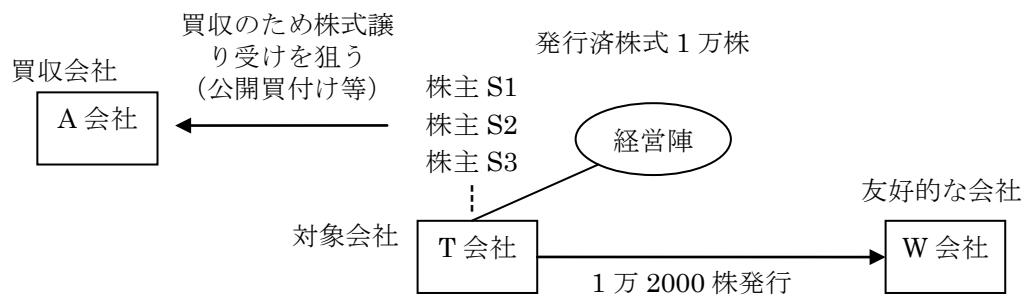
・買収が常に望ましいわけではない

事例 5-a 従業員から株主への価値移転

東証一部上場会社である T 会社はこれまで、従業員が会社に定着し、また、特殊な熟練を形成するよう、次のような経営政策を採用してきた。(1)利益の配当額は事業年度によってあまり変動させず、かつ、低めに据え置く。(2)これによって留保した利益は、会社の事業の拡張や、次の(3)のように用いる。(3)従業員の賃金体系は低めに据え置き、その代わりに、従業員の福利厚生のために多額の支出を行う。また、退職金を多めに支払う。A 会社は、T を買収するために、時価よりもかなり高い価格での公開買付けを開始した。A は、T を買収した後は、不要な資産を売却するなど A の事業内容を大幅にリストラチャリングし、余剰資金の多くを配当に回し、従業員を大量に解雇して (退職金は低めにする)、T を買収したことによる収益を上げる予定である。

5-3-2. 防衛策をめぐるルール

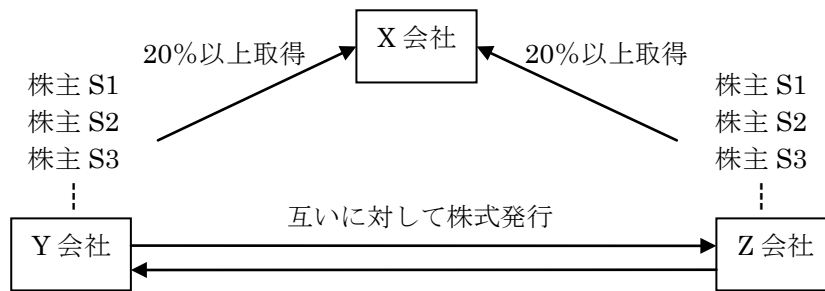
(1)株式の発行 (第三者割当増資) による防衛策 [テキスト 6 章 2 節 3 (1)(c)、9 章 2 節 3]



事例 5-b 防衛策としての第三者割当増資

Y 会社・Z 会社は、ともに、スーパーマーケットを事業とする東証一部上場会社である。X 会社は、Y・Z の株式のそれぞれ 20% 以上を取得し、さらに株式を買い進めようとしている。Y・Z は、X による買収に対抗するために業務提携を合意し、Y の取締役会では Z を株式引受人とする株式の発行を、Z の取締役会では Y を株式引受人とする株式の発行を決議した。これによ

って、Y・Zは互いの発行済株式総数の20%を保有することになる。Xは、このような株式の発行は著しく不公正な方法によるものだと、Y・Zによる株式の発行の差止めを求めた。



東京地決平元・7・25 判時 1317-28

「株式会社においてその支配権につき争いがある場合に、従来の株主の持株比率に重大な影響を及ぼすような数の新株が発行され、それが第三者に割り当てられる場合、その新株発行が特定の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであるときは、その新株発行は不公正発行にあたるというべきであ[る] ...。

これを本件新株発行についてみるに、...業務提携の機運は従来からまったくなかったわけではないものの、...それが真剣に話し合われたことはなく、...本件業務提携にあたり...従来の発行済株式総数の 19.5 パーセントもの多量の株式を割り当てるのが業務提携上必要不可欠であると認めることのできる十分な疎明はなく、しかも、本件新株発行によって調達された資金の大半は、実質的には、[Y・Zの互い]が発行する新株の払込金にあてられるものであって、... [XがY・Z]の経営に参加することが[Y・Z]の業務にただちに重大な不利益をもたらすことの疎明もないことからみると、...本件新株発行は、[X]の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的とするものであり、...本件新株発行は著しく不公正な方法による新株発行にあたるというべきである。」

買収者＝会社 210②（株式の不公正発行）にもとづいて差止め請求

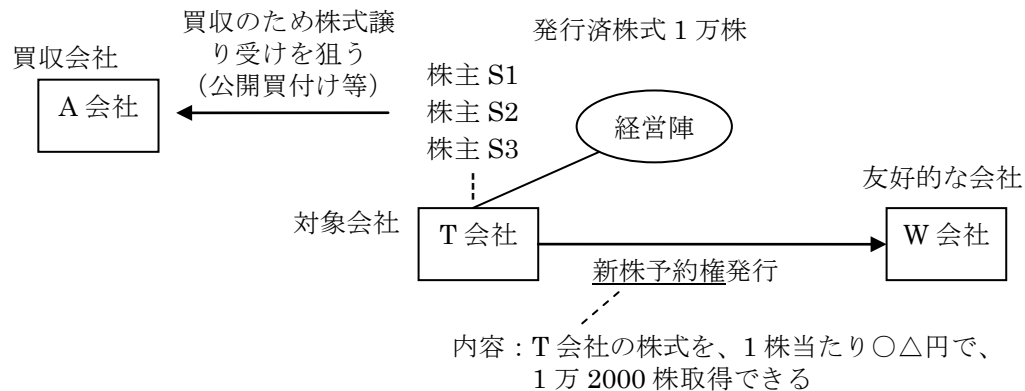
→主要目的のルール 資金調達目的 / 支配権維持目的

主要目的のルールの問題点

(2)近年の展開

(a)2つの背景

①新株予約権（会社2 ㉑）による防衛策

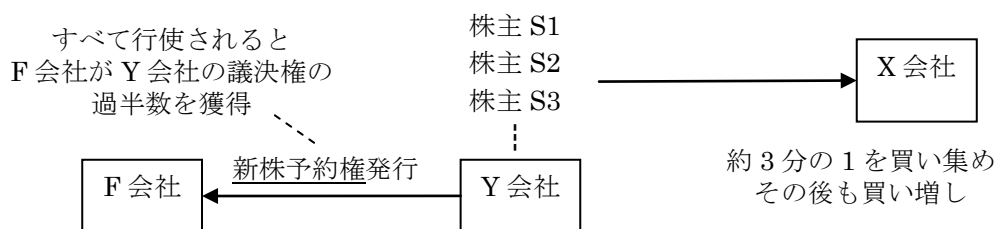


②「どういう場合に支配権維持のための行動が認められるべきか」を正面から議論

(b)ニッポン放送事件

事例 5-c 防衛策としての新株予約権発行 [テキスト Case9-3 を一部修正]

X 会社は、上場会社である Y 会社の買収を目指して、同社の発行済株式総数の約 3 分の 1 を市場で買い集め、さらに買い増しを進めていたところ、Y 会社の取締役会は、同一の企業グループに属する F 会社に対して新株予約権の発行を決議した。当該新株予約権は、そのすべてを行使すれば Y 会社の議決権の過半数を獲得するほどの規模であった。X 会社は、当該新株予約権の発行の差止めの仮処分（会社 247、民保 23 条 2 項）を求めた。これに対して Y 会社は、X 会社が買収後に行おうとしている事業の計画は非現実的であり、Y 会社の従業員や主要取引先も買収に反対していることから、X 会社による買収は Y 会社の企業価値を棄損するものであり、むしろ F 会社を買収することにより、Y 会社の企業価値は高まる、と主張した。



東京高決平 17・3・23 判時 1899-56

「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というべきである。したがって、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というべきである。」

「もっとも、...例えば、株式の敵対的買収者が、①真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ株価をつり上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる目的で株式の買収を行っている場合（いわゆるグリーンメイラーである場合）、②会社経営を一時的に支配して当該会社の事業経営上必要な知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先や顧客等を当該買収者やそのグループ会社等に移譲させるなど、いわゆる焦土化経営を行う目的で株式の買収を行っている場合、③会社経営を支配した後に、当該会社の資産を当該買収者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で株式の買収を行っている場合、④会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券など高額資産等を売却等処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるかあるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って株式の高値売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合など、当該会社を食い物にしようとしている場合には、濫用目的をもって株式を取得した当該敵対的買収者は株主として保護するに値しない。」

「したがって、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取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、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止めることはできない。」

新株予約権の発行は不公正発行（会社 247②）？

→特徴 1：主要目的ルール

特徴 2：その例外（具体例＝①～④ but...）

(c)事前警告型防衛策

東京高決平 17・3・23 判時 1899-56

「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...・発行手続...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。」

買収防衛策をめぐるガイドライン

- ・ 企業価値研究会「企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」(2005年5月27日)
- ・ 経済産業省・法務省「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」(2005年5月27日)

防衛策についての開示規制（会社則 127）

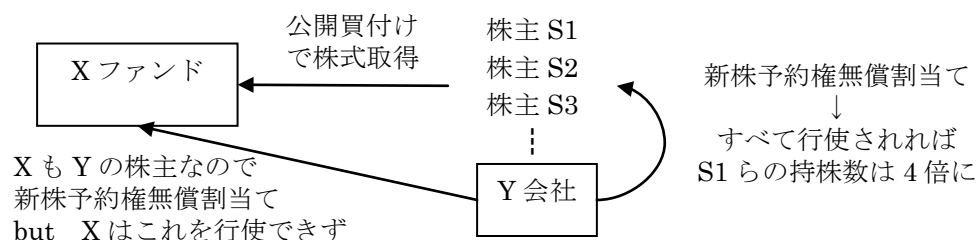
(d)ブルドックスソース事件

事例 5-d 防衛策としての新株予約権無償割当て

Y 会社はソース等の製造販売を事業とする東証 2 部上場会社である。投資ファンド X は、Y の株式を約 10%保有していたが、Y の発行済株式全部を取得するため、公開買付けを開始した。これに対して Y の取締役会は、防衛策として、次のような新株予約権の無償割当てを定時株主総会に付議することにした。

- ・ 株主全員（X も含む）に 1 株あたり 3 個の新株予約権を無償で割り当てる
- ・ 新株予約権を行使すれば、1 個あたり 1 円を払い込み、Y 株式 1 株を取得できる
- ・ しかし、X とその関係者は、新株予約権を行使できない
- ・ その結果、X とその関係者を除く株主が新株予約権をすべて行使すれば、それらの株主の持株数は 4 倍になる。他方で、X とその関係者は新株予約権を行使できないので、持株数は変わらない
- ・ Y は、X が有する新株予約権を 1 個あたり 396 円で取得することができる

定時株主総会（X も議決権を行使）は、議決権総数の 83.4%の賛成によって上記無償割当てを可決した。その後、Y の取締役会は、X の申入れがあれば、Y は、X が有する新株予約権を上記の価格で譲り受ける旨を決議した。X は、上記無償割当ては株主平等原則に違反し、また、著しく不公正な方法によるものだとして、差止めを求めた。



最決平 19・8・7 金判 1273-2

「株主平等の原則の趣旨は、新株予約権無償割当ての場合についても及ぶ...。」

「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展が阻害されるおそれが生ずるなど、会社の企業価値がき損され、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ような場合には、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが 衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、これを直ちに同原則の趣旨に反するもの ということとはできない。そして、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値が

き損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることに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ものであるところ、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在しなかったり、虚偽であったなど、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。」

「本件総会において、本件議案は、議決権総数の約 83.4%の賛成を得て可決されたのであるから、[X] 関係者以外のほとんどの既存株主が、[X] による経営支配権の取得が[Y] の企業価値をき損し、[Y] の利益ひいては株主の共同の利益を害することになると判断したものであることができる。そして、本件総会の手続に適正を欠く点があったとはいえ、また、上記判断は、[X] 関係者において、発行済株式のすべてを取得することを目的としているにもかかわらず、[Y] の経営を行う予定はないとして経営支配権取得後の経営方針を明示せず、投下資本の回収方針についても明らかにしなかったことなどによるものであることがうかがわれるのであるから、当該判断に、その正当性を失わせるような重大な瑕疵は認められない。」

「[X] 関係者は、本件新株予約権に本件行使条件及び本件取得条項が付されていることにより、当該予約権を行使することも、取得の対価として株式の交付を受けることもできず、その持株比率が大幅に低下することにはなる。しかし、... [X] 関係者は、本件取得条項に基づき [X] 関係者の有する本件新株予約権の取得が実行されることにより、その対価として金員の交付を受けることができ、また、... [X] 関係者は、その有する本件新株予約権の譲渡を [Y] に申し入れることにより、対価として金員の支払を受けられることになるところ、上記対価は、[X] 関係者が自ら決定した本件公開買付けの買付価格に基づき算定されたもので、本件新株予約権の価値に見合うものということができる。これらの事実にかんがみると、[X] 関係者が受ける上記の影響を考慮しても、本件新株予約権無償割当てが、衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められない。」

新株予約権の無償割当て（会社 277）は 株主平等原則（会社 109 I）違反？
不公正発行（会社 247②類推適用）？

→特徴：差別的取扱い、株主総会の判断

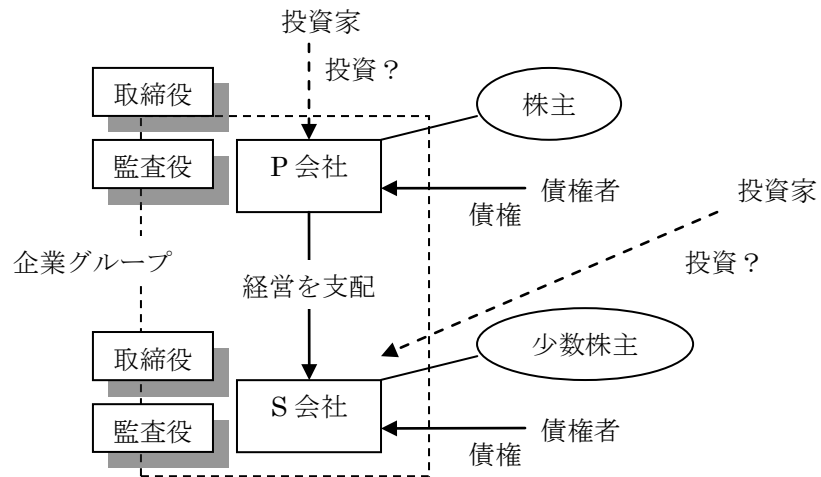
特殊性 1：株主総会の賛成

特殊性 2：買収者への補償

5-4. 企業グループに関する規制

(1)親会社と子会社（会社 2③④、会社則 3・4） [テキスト Column1-11]

(2)会社の親子関係によって生じる問題



(a)子会社側の問題

(b)親会社側の問題

(c)投資家にとっての問題

(3)企業グループの運営についての規制 [テキスト Column1-12]

連結計算書類（会社 444）（3-2-3）、子会社の帳簿の閲覧（会社 433Ⅲ）（3-4） etc.