

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

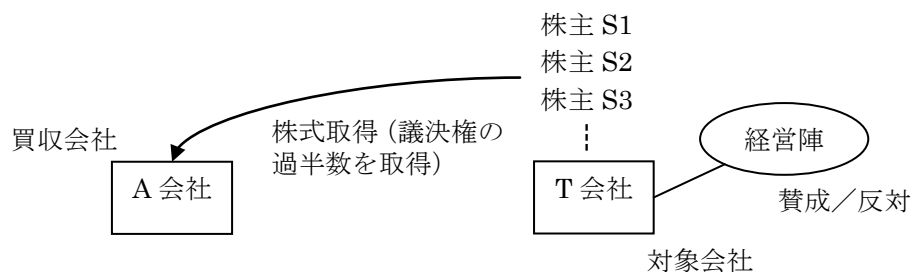
(2)提携：合弁会社（ジョイント・ベンチャー）設立、様々な契約（会社 467 I ④）

(3)再編

5-2. 買収

5-2-1. 買収と株式の取得

(1)株式を取得することの意味



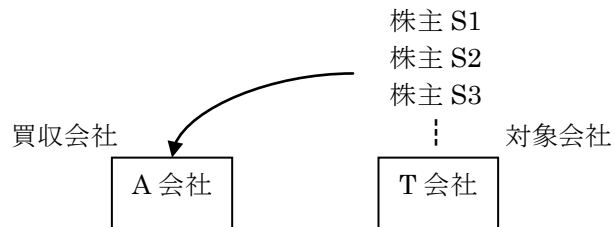
* 敵対的買収と株式の取得 (5-1(1)参照)

株式の取得と企業提携

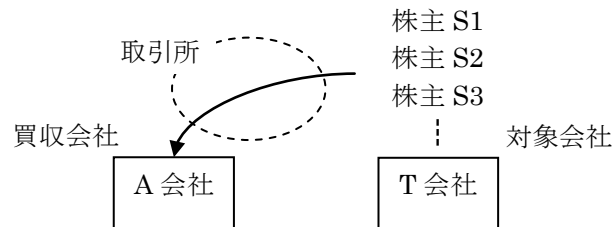
企業提携関係の樹立のために一方が他方の株式を取得することも多い
 A 会社が T 会社の大株主に
 →A は T の事業リスクの一部を負担=A は T の経営について発言権

(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

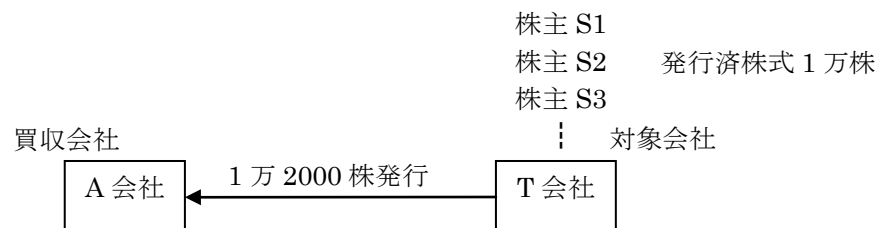


(b)株式の譲受け(その 2) : 市場 (取引所) での買付け



(c)株式の譲受け(その 3) : 公開買付け (5-2-3)

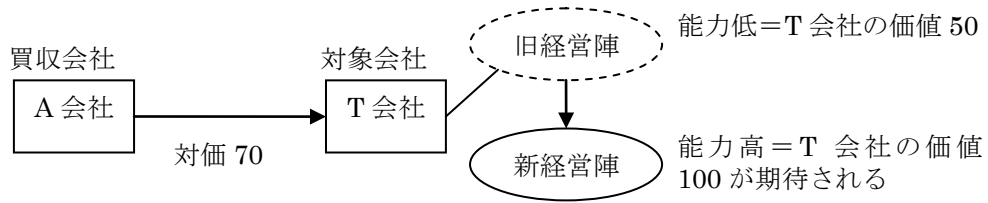
(d)株式の発行 (第三者割当増資) [テキスト 9 章 2 節 3] (→「企業ファイナンス法」)



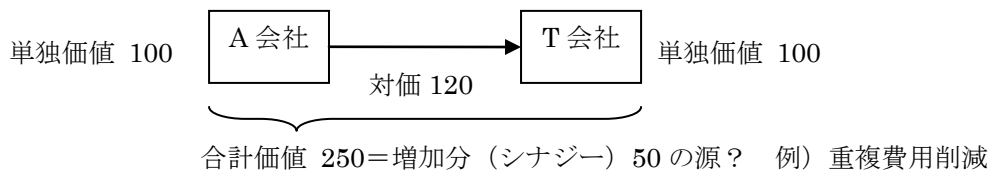
* 防衛策として用いられることも (→5-3-2(1))

5-2-2. 買収の経済的機能

(1) 経営陣の交代による価値の向上

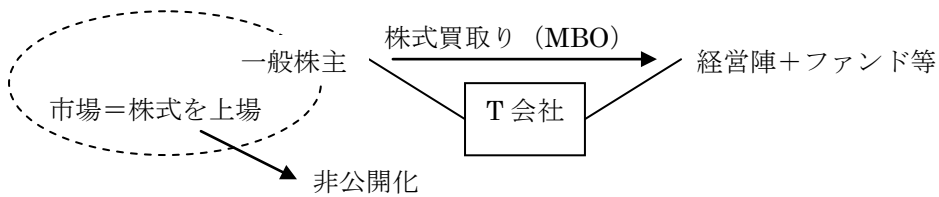


(2) シナジー



(3) 新規分野への参入

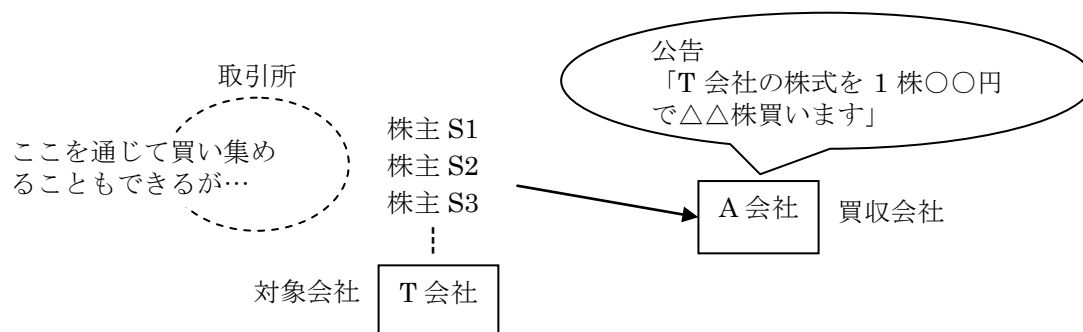
(4) MBO (Management Buyout) ・非公開化 [テキスト Column9-6]



5-2-3. 公開買付け

(1) 公開買付けの意義と規制

公開買付け（金商 27 の 2VI）



買付予定数

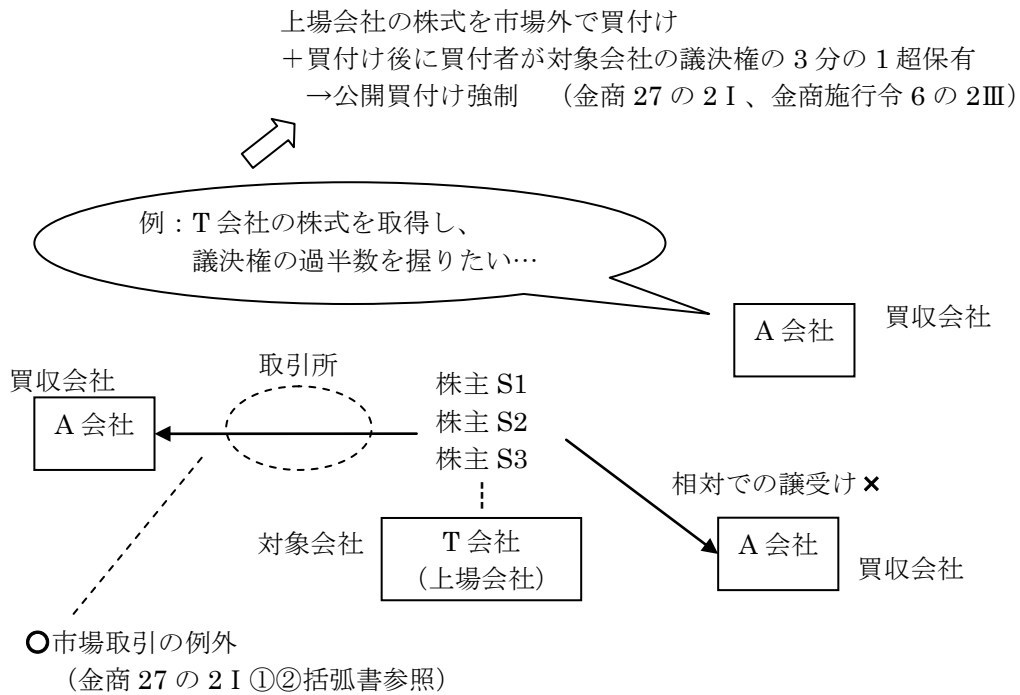
——対象会社の株式を一部だけ買い付けることも可：応募数 > 予定数 → あん分比例

市場買付けに比したメリット

(b) 金商法の規制

- ・ 公開買付けの手続き [テキスト 9 章 2 節 2 (1)]
- ・ 情報開示 [テキスト 9 章 2 節 2 (2)]
- ・ 下記(2)

(2)公開買付けをしなくてはならない場合 [テキスト 9章 2節 2 (3)]



このような規制がある理由

5-3. 買収防衛策

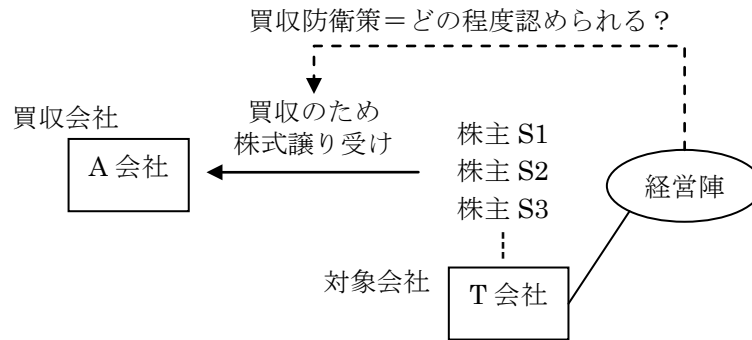
5-3-1. 敵対的買収と防衛策

(1)敵対的買収の興隆と買収防衛策の広がり

	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

防衛策についての開示規制 (会社則 118③)

(2)防衛策を考える視点 [テキスト9章5節 1 5]



(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

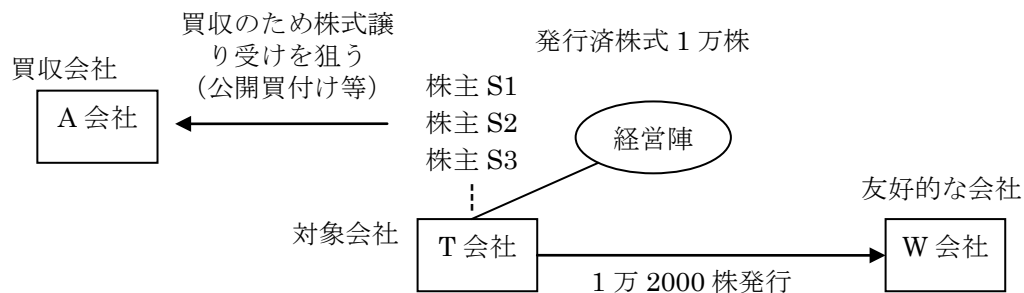
- ・ 能力、情報、意思決定コスト
- ・ 買収が常に望ましいわけではない

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。

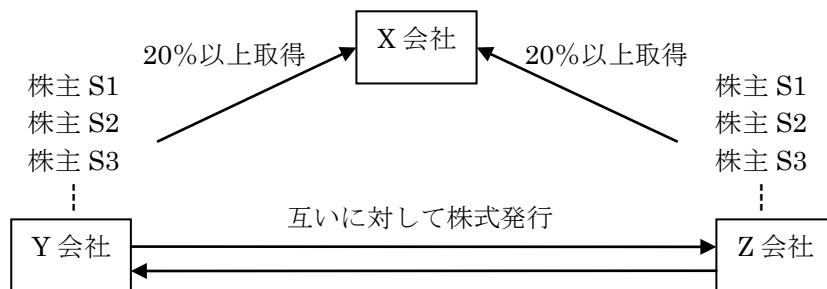
5-3-2. 防衛策をめぐるルール

(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正な方法によるものだとして、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、その新株発行は不正発行にあたるというべきであ [る] …。」

買収者=会社 210② (株式の不正発行) にもとづいて差止め請求

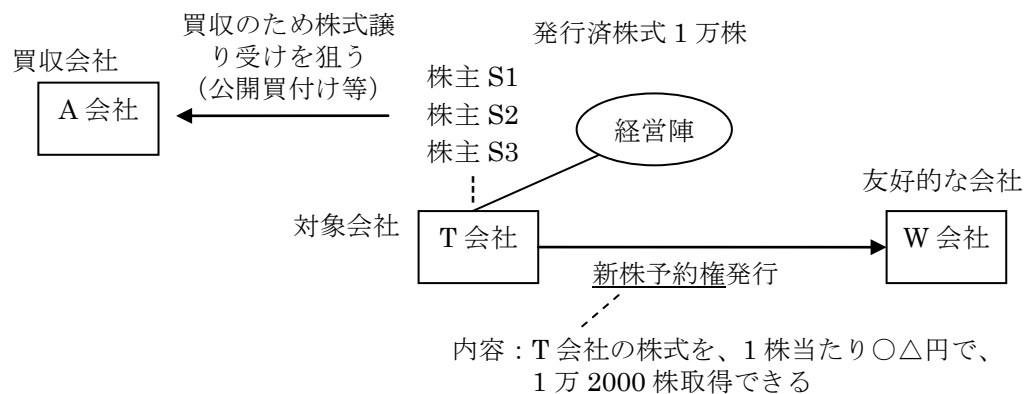
→主要目的ルール 資金調達目的 / 支配権維持目的

主要目的ルールの問題点

(2)近年の展開

(a)背景

①新株予約権（会社2 ㊦参照）による防衛策

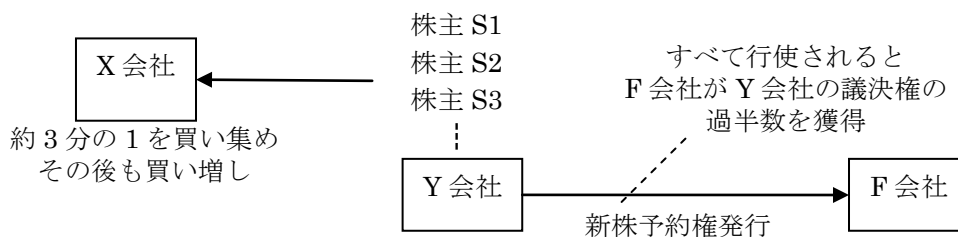


②「どういう場合に支配権維持のための行動が認められるべきか」を正面から議論

(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 23Ⅱ）を求めた。これに対して Y 会社は、X 会社を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 会社を買収されることにより、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

「…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）？

→主要目的ルール+その例外

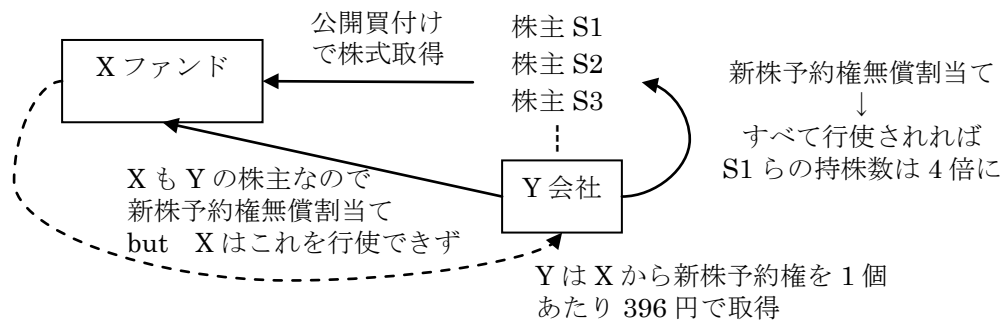
(c)ブルドックソース事件

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

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。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 民集 61-5-2215

「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ふことはできない。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。」

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?

→差別的取扱いが認められる場合

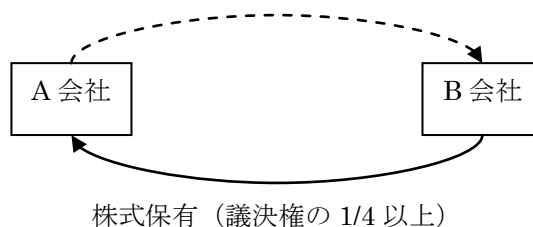
: 差別的取扱いの ①必要性 (買収者による企業価値のき損) + ②相当性

*①については株主総会の判断を重視

(d)防衛策をめぐるルールの傾向

(e)相互保有規制 (会社 308 I 括弧、会社則 67) [テキスト 4 章 2 節 4 (1)(b)]

これについて A に議決権 × ———— 株式保有

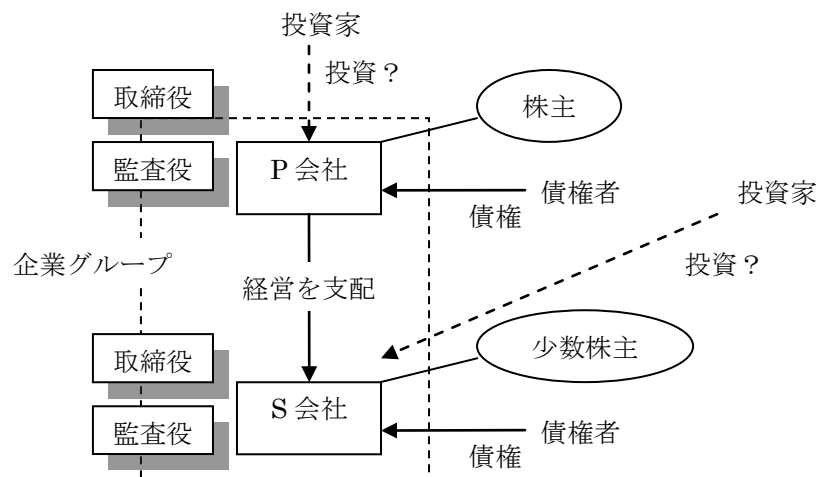


5-4. 企業グループに関する規制

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

ある会社（親会社）が他の会社（子会社）の経営を実質的に支配

(2)会社の親子関係によって生じる問題



(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.

* 法制審議会会社法制部会 (<http://www.moj.go.jp/shingi1/shingi03500005.html>)

: 親会社株主の保護、子会社少数株主の保護についても議論