



## 敵対的買収に備えて ～あなたの会社は大丈夫ですか～

### 1. 敵対的買収は突然始まる

インターネット関連の学生ベンチャー・ビジネスとして 1996 年に立ち上げられた A 社は、2005 年 2 月 8 日、ラジオ放送 B 社が発行している株式の 30%を超える量を取得した旨突然発表し、同時に 50%まで買い増ししていく意向であることを表明した。A 社が一举に大量の B 社株を取得できたのは、東京証券取引所の時間外取引によるものだったが、A 社が突然筆頭株主に躍り出たことは B 社にとって寝耳に水のことだった。

もともとラジオ放送 B 社は子会社としてテレビ放送 C 社を持っていたが、両社が所属する企業グループを実質的に運営しているのはテレビ放送 C 社であるという資本のねじれがあった。同企業グループはこうした資本のねじれ現象やその他の問題を解消すべく、B 社株取得策を種々講じていた。そうしたこともあって、A 社による B 社株取得はその手法、取得株数ともに世間の意表をつくものだった。

この例でも、敵対的買収は突然始まった。

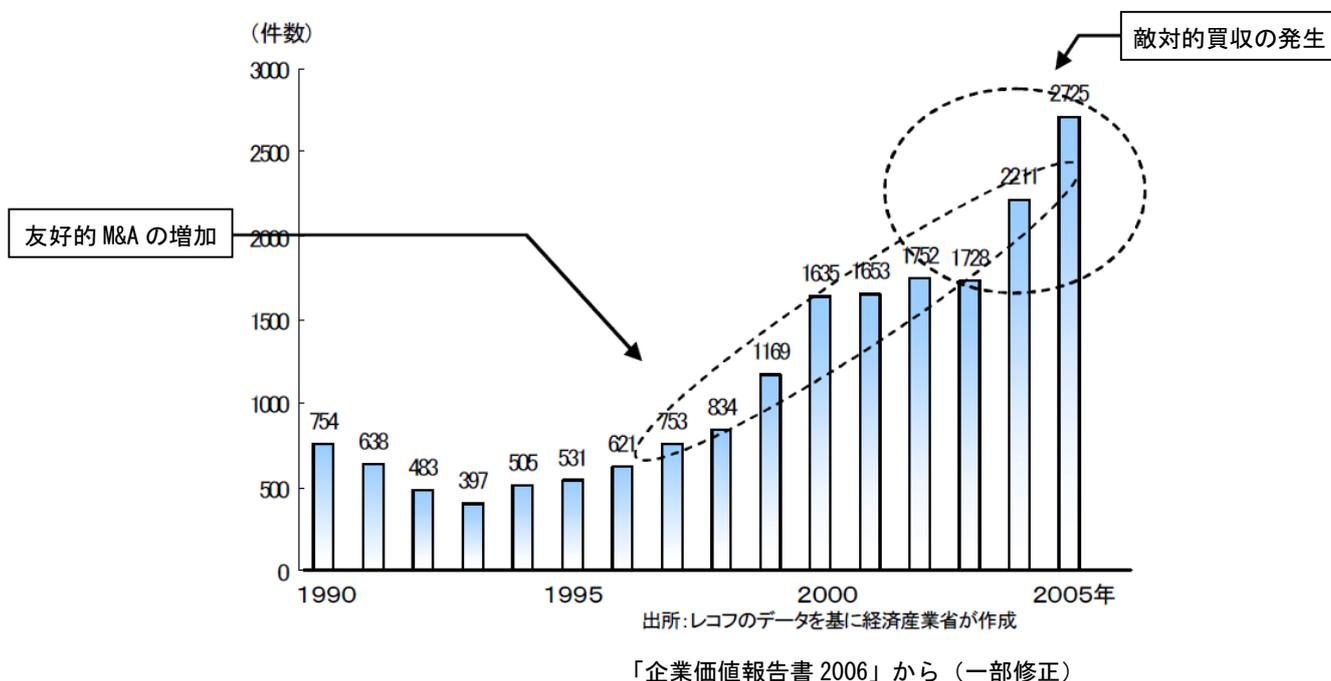
### 2. 日本における M & A の背景

従来から企業の買収は珍しくないが、戦後の日本においては諸外国に比べ、敵対的買収はさほど一般的なものではなかった。日本企業社会独特のものとして、企業間における株式の「持ち合い」が行われ、相互に友好的な関係を保つとともに第三の企業に対しては共同で対抗してきたからである。しかし、今日ではこうした企業資産維持の形態が減ってきており、浮動株の比率が増大した結果、企業経営の安定性が低下しているといえる。

そもそも低成長下において企業が生き残るためには、企業戦略の合理的な実現が重視されるようになってきている。そうした中で、中長期的なビジョンを具体化するために必要な経営戦略の一環として、他企業の買収が見直されている。つまり、新規事業分野への進出やシェアの拡大が手っ取り早く達成できること、業種の組み合わせによってシナジー効果が得られること、経営革新をもたらす経営に規律を与えられること、企業価値が上がること、等から特に新興企業の若手経営者に企業買収の抵抗感が少なくなっているといわれる。

また、こうした状況に加え、世界的な「金余り現象」が投資ファンドの資金力を高めていることがあり、外資による買収の脅威が一層高まっている。企業価値研究会（2004 年に経済産業省が設置）が 2006 年 3 月にまとめた「企業価値報告書 2006」によると、日本における 2005 年の M&A は 2,725 件で、10 年前に比べて約 5 倍と大幅に増加している。（下図参照）さらに同報告書は、ここ数年敵対的買収が増加する兆しがあると指摘している。2006 年 5 月 1 日に施行された会社法では 2007 年 5 月から「三角合併」の解禁を予定しており、外国企業が日本の子会社を通じて従来より容易に日本企業を買収できる環境が整うこととなる。

このように、敵対的買収はもはや欧米特有のものではなく、いつわが身に降りかかってきてもおかしくないといえる。特に、フィナンシャル・バイヤーにとって魅力的な多くの資産を有する企業は、常日頃から防衛策を検討しておく必要がある。



### 3. こんな会社は注意が必要

敵対的買収の対象として狙われやすい会社とは、端的に言えば買収者にとって魅力のある会社といえる。言い換えると投資額を上回る利益が確実に得られる企業がこれに該当する。

一例を挙げれば、特殊なノウハウや技術力、優れた人材を有しており市場支配力が高い企業がそうだ。つまりそうした企業は企業価値が高いといえ、ブランドなどの無形資産、事業免許などの営業権もその企業価値を形成する。このように安定収益を得られる素地を有しているながら、株価が割安にとどまっている会社が狙い目となる。特に、株式の持ち合いの解消などにより安定株主比率が低下したり業界再編が行われている業種では、買収の対象となる可能性が高まる。株価が割安にとどまる理由は種々あるが、収益に比べ株主配当が低い、IRによる適正な株価の形成努力が十分になされていないことなどが挙げられる。

他の例では、過剰な資金や運用資産を有しており、それが有効に活用されていない会社が該当する。この場合も会社が持つ価値に対して株価が割安な場合に買収の危険が高まる。買収後に会社を清算しても差益が残るからである。このように余剰資金が過大な場合や遊休資産がある会社は、一般株主に対して十分経営責任を果たしていないとして批判されても仕方がないといえる。また、そうした点が敵対的買収者の狙いでもある。

### 4. 対抗策の実施は慎重に

敵対的買収から会社を護るためには種々の対策があるが、いわゆるゴールデン・パラシュート<sup>※1</sup>、第三者割当増資、黄金株<sup>※2</sup>など一般に十数種類の手法があげられている。これら対抗策の狙いは会社の資産を大幅に減らして買収のうまみをなくす、敵対的買収者の株式保有率を下げる、株主総会における拒否権を確保する、の3種類に大別することができる。こうした対抗策の多くは日本でも適法であるとはいえ、一般株主の利益を保護する観点から従来適用に当たっては厳しく制限されてきた。買

取者側からの差し止め訴訟や仮処分における裁判所の判断、あるいは証券取引所による上場廃止基準への該当がそれである。

2006年5月の会社法の施行により一部の制限が緩和されたものの、対抗策の採用に当たっては善管注意義務の観点から十分な研究が必要なことには変わらない。例えば、巨額の新株予約権発行を差し止めた仮処分の保全抗告に対して東京高裁は、2005年3月23日、経営支配権を確保することを主要な目的とする新株予約権の発行は著しく不公正な方法に該当する旨の決定をしている。同時に、同高裁は、株主全体の利益の保護という観点から特段の事情がある場合には例外的に、経営支配権の確保が主目的であっても不公正な発行に当たらないとも述べて、次の4点を例示した。それらは、いわゆるグリーンメーラー<sup>※3</sup>、焦土化経営<sup>※4</sup>、会社資産の流用、高価売り抜けなど、会社を食い物にしようとしている買収者に対抗する場合だとしている。

また、経済産業省と法務省が共同で示した2005年5月27日の「買収防衛策に関する指針」では、防衛策実施の条件として次の3点を挙げている。すなわち、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、必要性・相当性確保の原則がそれである。

このように、対抗策の実施に当たっては、最近の各種判例による適法性・違法性の検討、ガイドラインとの適合性検討のほか、投資家からの評価低下、企業価値の毀損に結びつかないよう注意が必要である。要は、過剰防衛策にならないこと、現経営陣の保身にならないこと、ステークホルダーに不利な状況にならないことが重要だといえる。

※1：敵対的買収の結果会社役員が解任された場合に巨額の退職金を支払うことを予め決めておき、財務状態を直ちに悪化できることを知らしめることにより、買収意欲の低下を狙う手法。

※2：合併等、重要な決議事項において拒否権を発動できる株式。

※3：株式を買い集め、高値で引き取りを迫る人、組織、団体等。

※4：会社を一時的に支配し、支配した会社の資産（従業員、ノウハウ、知的財産権、取引先等）を吸い上げ、支配された会社の価値を失わせること。

## 5. 敵対的買収に備えて

敵対的買収に対しては、それが明らかになった後の対抗策に加え、事前の措置も重要である。前述のように新会社法ではいくつかの手法に対する規制が緩和されている。

また、極力早期に買収の兆候を把握することも重要だ。そのためには常日頃から実質株主の状況を把握しておくことや自社の株価・出来高、立会外取引の有無などに注意しておくことが必要である。株主名簿等の閲覧請求や取引先・第三者からの突然の照会があった場合などにはその背景にも留意する必要がある。つまり、自社の経営の現状を分析して相対的リスクを把握するとともに、自社株の状況やバイヤーの動向に関する情報収集が重要といえる。

同様に、ホワイトナイト候補を想定しておいたり、敵対的買収対策に関するマニュアルを整えておくことも重要だ。しかし、何よりも肝要なのはコーポレート・ガバナンスの徹底を図ることだといえるだろう。株主、従業員、取引先、さらには行政、地域社会との信頼関係を醸成するとともに、適正な利益の還元を図り、安定株主を確保することである。急激な株価下落による時価総額の低下を防止するには製品安全、品質管理はもとより、災害対策やコンプライアンス体制の確立も重要である。このように総合的に企業価値を高めることが敵対的買収対策の根幹といえるだろう。

なお、一旦敵対的買収を仕掛けられれば、事務経費面でも多額の費用がかかることを踏まえておく必要がある。弁護士、公認会計士等の専門家との相談費用、株主等に対する意見表明費用、実質的な

株主を調査する費用、臨時株主総会開催費用、等々がそれだ。こうした費用を想定して、それを担保する適切な保険商品を契約しておくことも企業価値を高める諸施策の一環といえるだろう。

以 上

参考図書：前田陽司 他「M&Aと企業防衛」（2005年 秀和システム）

あずさ監査法人「会社法ガイドブック」（平成18年 清文社）

新谷 勝「敵対的企業買収」（平成17年 税務経理協会）

高谷信一郎「ポイズンピルがわかる本」（2005年 かんき出版）

（第116号 2007年2月発行）