

事業結合規制法の全容

< 増補版 >

制度調査部

吉川 満

【要約】

- 事業結合規制法については、政府・自民党は、秋の臨時国会での導入を検討中である。
- 具体的には次のテーマを取り上げた。
 - わが国における敵対的企業買収防衛策導入の現状
 - 事業結合規制法は要するにどんなものか
 - 買収防衛州法と第一・第二・第三世代
 - 第二・第三世代は合法
 - 第二・第三世代の買収防衛州法の四類型

【わが国における敵対的企業買収防衛策導入の現状】

- ・ 現実に経済産業省に事務局を置く『企業価値研究会』は報告書をまとめ、これに判例や学説の流れを加えて、経済産業省と法務省は共同で、5 月 27 日に『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』を発表した。これと相前後して国税庁は、いくつかの種類のポイズンピルに対して税法上の扱いを明らかにし、金融庁もゴーサインを出した。これらは企業が平時に導入する防衛策をめぐる考え方の整理であったが、具体的に 6 月末の株主総会においてはイーアクセス社、西濃運輸、など数社が、信託型ポイズンピルを導入する予定となっている。ほかにも取締役人数の削減、授權株式枠の拡大、株主還元強化(増配・自己株取得)などの防衛策を導入する企業は多数に上った。
- ・ 他方、6 月中にも成立が予定されている新生の『会社法』典は、新設する取得条項付株式や取得条項付新株予約権を用いてさらに多様なポイズンピルも導入できるようにしている。『ライブドア対ニッポン放送』事件により防衛策の必要性が痛感されてから、2005 年の株主総会シーズンには間がなかった嫌いがあるので、2006 年の株主総会シーズンにはポイズンピルを導入する企業数は、さらに増加・本格化すると見込まれている。
- ・ もっとも敵対的買収の防衛策を法律上設けようという議論は、これだけではない。3・4 月頃には、政府・自由民主党が秋の臨時国会で『事業結合規制法』の導入を準備している、との記事が新聞で報じられた事があった。本章のテーマはこの『事業結合規制法』とはどのようなものか、その全容を明らかにすることである。次章ではまず、米国に存在する『事業結合規制法』の表面的な内容を明らかにする。

【事業結合規制法は要するにどんなものか】

- ・ 『事業結合規制法』とは米国の 30 数州が州法で導入している、事業結合を制限する内容の規制である。原語では BUSINESS COMBINATION STATUTES と言い、『事業結合規制法』とは、まさにこれを直訳した言葉である。原語では MORATORIUM STATUTES と言うこともあり、筆者は 20 年近く前、雑誌で『事業結合規制法』を論ずる際、モラトリアム法の名を使った事がある。

- ・それでは米国のデラウェア州、ニューヨーク州、その他の州に『事業結合規制法』と言う法典があるかという、そうした名の法典は実は存在しない。『事業結合規制法』とは、デラウェア州会社法では 203 条、ニューヨーク州事業会社法で言えば 912 条を指してこう呼ぶのである。BUSINESS COMBINATION STATUTES の STATUTES とは、法典を指しているのではない。むしろ『～規定』と言う場合の規定に当たる語と考えたほうがしっくりくる。つまり、BUSINESS COMBINATION STATUTES とは、『事業結合規制規定』と言った意味と考えればよいのである。
- ・次に、それではそうした『事業結合規制規定』がどういう法典の中に置かれているかという、先程みたように、デラウェア州でもニューヨーク州でも会社法典(各州の会社法典名には細かい異同はあるが。)の中なのである。ほかの州でもほぼ例外なく、会社法典の中に置かれている。つまり、この事が示しているのは、『事業結合規制法』は会社法(証券取引法や独占禁止法ではなく)の原理に従って、事業結合を規制する内容だということである。政府と自民党が今秋、『事業結合規制法』の導入を考えていると言うことは、成立したばかりの『会社法』を秋にも改正しようと考えていることになる。
- ・さてそこで『事業結合規制法』の内容であるが、米国各州の当該既定から大要をまとめると、次のようになる。

取得者が対象企業の株式の一定比率以上を取得した場合には、当該株式取得について、もしくは取得者による対象企業の買収・合併について利害関係のない取締役からなる取締役会の承認がない限り、一定期間、取得者による対象企業の取得・合併を禁止するという内容
一定期間としては、5 年もしくは 3 年と定められる例が多い
NY 証券取引所上場企業、あるいはフォーチュン大企業 500 社リスト採用企業の約半数が本社を置いているデラウェア州のほか、ニューヨーク州もモラトリウム法を採用している。

【買収防衛州法と第一・第二・第三世代】

州が買収防衛法を作ったいきさつ

- ・『事業結合規制法』は米国では第三世代の買収防衛州法と呼ばれている。その意味をまず明らかにしておこう。
- ・米国ではこれまで 5 回の M&A ブームがあった。第一次は 1895 年から 1905 年にかけてであった。第二次は大恐慌時代に重なる 1925 年から 1930 年頃であった。第三次は 1960 年から 1970 年頃となった。第二次から間が空いたのは、大恐慌さらには第二次世界大戦を経たためである。第四次は 1980 年頃から 1990 年頃、さらに第五次は、1995 年頃から現在まで続いている。
- ・ところで米国の M&A の歴史の中で、以上の 5 回のブームは、何れも現在に至る大きな特徴を持ち、また痕跡を残したのであるが、第 3 次ブームは特に委任状合戦に代わって株式公開買付の手段が用いられた点で、大きく特徴付けられる。制度面からいえば 1968 年には証券取引所法が改正され、いわゆるウィリアムズ・アクト(公開買付の規定、株式大量保有開示の規定などを含む。)が制定された。同時に敵対的買収の多発により、企業秩序が乱れることを恐れた各州は、州法レベルでの敵対的買収規制を行うようになったのである。
- ・この時期に各州が導入した買収防衛州法は通常、『第一世代の買収防衛州法』と呼ばれている。しかし『第一世代の買収防衛州法』は、結論から言うと違憲・無効であった。何故なら『第一世代(以下、第一世代の買収防衛州法をこう呼ぶ)』の中心をなす規定は、州当局が認可するまで公開買付に待機期間を設定する事ができる旨の規定、並びに 州当局による公聴会の開催を認める規定だったからである。これらは証券取引所法の原理による規制であるが、証券取引所法は連邦の管轄であって、州の管轄ではないからである。このことを明らかにしたのが、『エドガー対マイト』事件である。
- ・米国連邦最高裁判所は 1982 年 6 月 23 日、当時のイリノイ州の買収防衛州法を違憲とする判決を下した。判決において、公開買付の待機期間の設定と、州当局による公聴会の開催とについては、はっきりと違憲との判断が示された。そのため、他州のものを含め「第一世代の買収防衛州法」

は全て違憲である疑いが濃厚となったわけである。この事例の後、他州においても同旨の判例が相次いだ。こうして州レベルの買収防衛規制を証券取引所法的な観点から行うことは不可能であるということが明らかとなったわけである。

- ・こうした事態に直面して、州議会は証券取引所法的な観点とは別の観点、すなわち、会社法的な観点からの M&A 規制を内容とする法律を制定するようになった。その第一号は、前述「エドガー対マイト事件」が出されたのと同じ 1982 年の 11 月 18 日に制定されたオハイオ州の M&A 規制法である。(注)

(注) オハイオ州の新 M&A 規制法は、いわゆる「支配株取得法」に分類される。

- ・これに続いて多数の州が、会社法的な観点からの M&A 規制を内容とする法律を制定するようになった。これらの法律は、「エドガー対マイト事件」判決を参照した上で、違憲問題が生じないように内容が工夫されているので、「第一世代」とは性格が大きく異なる。そこでこれらの新しい M&A 規制法は、通常「第二世代の買収防衛州法」と呼ばれている。

【第二・第三世代は合法】

- ・『エドガー対マイト』事件判決の後作られた、買収防衛州法のことを第二世代の州法という。しかしその後もしばらくは買収防衛州法の合憲性を巡る訴訟が相次いだ。そしてすでに『エドガー対マイト』事件判決がある以上、買収防衛を規制する手段として証券取引所法ではなく、会社法の原理を利用するようになったのである。
- ・次にエポック・メイキングな判決として残っているのは、『CTS 対ダイナミックス』事件である。
- ・「CTS 対ダイナミックス事件」とは、支配株式取得法の合憲性が争われたケースである。この事件では、1986 年 3 月 4 日、インディアナ州会社法の改正により導入・施行された同州の支配株式取得法(Control Share Acquisitions Statutes 以下 CSA と略)が問題となった。同州 CSA によれば、何人も一定の条件を満たす株式公開会社の議決権付証券の 20%、33.3%、50%を取得することになる場合には「支配株式」を取得することになる。しかし支配株式を取得しても、同時に議決権が取得できるわけではない。各種別株式の株主のうち、利害関係を有しない者の過半数により承認された場合に限り議決権が認められる。株主は次の定時株主総会か臨時株主総会において、当該支配株式に対し議決権を付与するかどうかの決定を行う。買い手は「取得者通知書」を提出すれば、総会費用の支払いを条件に、当該会社の経営陣に対し、50 日以内に臨時株主総会の開会を要求することができる。株主が支配株式に対し議決権を付与する決定を行わない場合には、当該会社は買い手から公正な市場価格で買い戻すことができるが、当該会社は、買戻しを義務づけられているわけではない。買い手が「取得者通知書」を当該会社に提出しないならば、定款に定めがあることを条件に、当該会社は、買い手による最後の買付から 60 日を経過した以後は、いつでも支配株式を買い戻すことができる。
- ・同法が施行されてから 6 日後の 1986 年 3 月 10 日、ダイナミックス社は、インディアナ州を根拠法とする CTS 社の株式を対象に 100 万株の公開買付を行うと発表した。ダイナミックス社はそれまで CTS 社の株式の 9.6%を所有していたが、公開買付が成功すれば CTS 社の株式の 27.5%を所有することになるはずであった。この公開買付をめぐる両社の攻防に関連して、インディアナ州の支配株式取得法の合憲性が争われたのが、「CTS 対ダイナミックス事件」であった。この事件に関しては一審、二審とも同州の支配株式取得法は違憲・無効との判断を下した。しかし、最高裁は同州の支配株式取得法は合憲であると結論した。1987 年 3 月 2 日の事である。
- ・この『CTS 対ダイナミックス』事件に関する連邦最高裁判決が出た後で導入された買収防衛州法は『第三世代』と呼ばれる。結論から言うと、第二世代と第三世代の買収防衛州法は合憲・有効なのである。

【第二・第三世代の買収防衛州法の四類型】

- ・結局、第二世代・第三世代の買収防衛州法は表 1 の四類型が定着したのだが、現在わが国の政府・自民党が導入を予定しているのは新聞によれば『事業結合規制法』と言うことである。四類型のうちで比較的規制の形式が簡単であるとともに、はっきりといわゆる高圧的な二段階買収以外の買収にも有効である事が特徴と言えよう。

表1 M&Aを規制する主要な第二・第三世代米国州法の類型

主たる類型	内 容
公正価格法 (Fair Price Statutes)	・同法の対象とする企業買収・合併において、株主に対して支払われる対価が同法の定める一定の「公正価格」基準を充たさない場合には、当該買収・合併について株主の特別多数の承認を必要とする内容 ・「二段階買収」の規制が主目的 ・特別多数としては80%を要求する場合が多いが、95%を要求する例もある
公正価格での株式買取請求権法 (Fair Price Put Statutes)	・取得者が対象企業の株式の一定比率以上を取得した場合に、残りの株主がその保有株式について法定の公正価格で買い取るよう、取得者に対して請求する権利を付与する内容
支配株式取得法 (Control Share Acquisition Statutes) (略称：CSA)	・取得者が対象企業の株式の一定比率以上を取得した場合には、対象企業の残りの株主の過半数が取得者に議決権を与えることに同意しない限り、その株式に伴う議決権の取得が認められないという内容 ・インディアナ州のCSAについては、1987年4月21日の「CTS対ダイトミックス・コーポレーション・オブ・アメリカ事件（通称『CTS事件』）」に関する連邦最高裁判法が合法性を確認
事業結合規制法 (Business Combination Statutes) 〔モラトリウム法 (Moratorium Statutes)〕	・取得者が対象企業の株式の一定比率以上を取得した場合には、当該株式取得について、もしくは取得者による対象企業の買収・合併について利害関係のない取締役からなる取締役会の承認がない限り、一定期間、取得者による対象企業の取得・合併を禁止するという内容 ・一定期間としては、5年もしくは3年と定められる例が多い ・NY証券取引所上場企業、あるいはフォーチュン大企業500社リスト採用企業の約半数が本社を置いているデラウェア州のほか、ニューヨーク州も事業結合規制法(モラトリウム法)を採用している。

(出所)大和総研作成

・以下、参考までに事業結合規正法の合憲性を確定した米国の判決を紹介する。(表2)

表2 M&Aを規制する主要な第二・第三世代米国州法の類型と採用州

主たる類型	採 用 州
公正価格法 (Fair Price Statutes)	コネチカット州、フロリダ州、ジョージア州、イリノイ州、ルイジアナ州、メリーランド州、ミシシッピ州、ノース・カロライナ州、ペンシルバニア州、バージニア州、ワシントン州、ウィスコンシン州
公正価格での株式買取請求権法 (Fair Price Put Statutes)	メイン州、ペンシルバニア州
支配株式取得法 (Control Share Acquisition Statutes) (略称：CSA)	アリゾナ州、フロリダ州、ハワイ州、アイダホ州、カンザス州、ルイジアナ州、メリーランド州、マサチューセッツ州、ミガン州、ミネソタ州、ミズーリ州、ネブラスカ州、ネバダ州、ノース・カロライナ州、オハイオ州、オクラホマ州、オレゴン州、サウス・カロライナ州、テネシー州、ユタ州、バージニア州
事業結合規制法 (Business Combination Statutes) 〔モラトリウム法 (Moratorium Statutes)〕	アリゾナ州、コネチカット州、デラウェア州、ジョージア州、アイダホ州、イリノイ州、インディアナ州、カンザス州、ケンタッキー州、メイン州、メリーランド州、マサチューセッツ州、ミガン州、ミネソタ州、ミズーリ州、ネブラスカ州、ニュージャージー州、ニューヨーク州、ペンシルバニア州、サウス・カロライナ州、テネシー州、バージニア州、ワシントン州、ウィスコンシン州、ワイオミング州

(出所)大和総研作成

(注)本表は信頼のできる複数の資料をもとに作成した

・事業結合規制法が訴訟で争われたのは「アマンダ対ユニバーサル・フーズ事件」である。1988年12月、アマンダ・アクイジション社は、ウィスコンシン州に本拠を置くユニバーサル・フーズ社を対象とした公開買付計画を発表した。これに伴って争われたのが、ウィスコンシン州の事業結合規制法の合憲性であった。同法は、同州に本拠を置く会社の株式の10%以上を取得することになった株主に対しては、その後三年間は、当該会社と合併その他いかなる事業上の結合を行うことも禁止している。一審、二審とも同法を合憲と認めたが、アマンダ・アクイジション社はこれ

を上告した。しかし、1989 年 11 月 6 日連邦最高裁はこれを却下したため、同法は合憲かつ有効であるとす連邦第七巡回区控訴裁判所の判決が確定したのである。

表 3 事業結合規則規定対照表

	デラウェア州	ニューヨーク州
条文	203 条	912 条
規制の内容	株主が利害関係株主となった日の後 3 年間はその利害関係株主と企業結合を行ってはならない。	株主が利害関係株主となった日の後 5 年間はその利害関係株主といかなる企業結合も行ってはならない。
利害関係株主	会社の議決権のある社外株式の 15% 以上の所有者 会社の関係者 ^{注1} ・提携者 ^{注2} であり、かつ、直前の 3 年以内のいずれの時点でも会社の議決権のある社外株式の 15% 以上の所有者であった者 上記、の関係者・提携者	会社の議決権のある社外株式の 20% 以上の受益的所有者 会社の関係者 ^{注1} ・提携者 ^{注2} であり、かつ、直前の 5 年以内のいずれの時点でも会社の議決権のある社外株式の 20% 以上の所有者であった者
企業結合	会社もしくはその子会社の吸収合併又は新設合併 会社の全資産(連結)・時価総額の 10% 以上の価値を持つ資産の利害関係株主への売却、賃借、抵当権・質権設定、移転等 会社もしくはその子会社の利害関係株主への新株発行等 利害関係株主の持株比率が増加する取引 利害関係株主への財務上の援助	会社もしくはその子会社の吸収合併又は新設合併 会社の全資産(連結)・時価総額の 10% 以上の価値を持つ資産の利害関係株主とその関係者・提携者への売却、賃借、抵当権・質権設定、移転等 会社もしくはその子会社の利害関係株主とその関係者・提携者への新株発行等 利害関係株主とその関係者・提携者との合意による清算・解散 利害関係株主とその関係者・提携者との合意による株式分割等、親子会社合併で、利害関係株主とその関係者・提携者の持株比率が増加する取引 利害関係株主とその関係者・提携者への財務上の援助
適用除外 ^{注3}	その株主が利害関係株主となる前に取締役会が企業結合又はその株主が利害関係株主となった取引を承認した場合 利害関係株主が会社の社外議決権株式の 85% 以上を取得した場合 その株主が利害関係株主となった日以後に、企業結合が取締役会で承認され、かつ、当該利害関係株主以外の社外議決権株式の 3 分の 2 以上の賛成を得た場合 会社が市場で取引されている(又は 2000 人を超える株主に所有されている)議決権株式を発行していない場合	その株主が利害関係株主となる前に取締役会が企業結合又はその株主が利害関係株主となった株式買付を承認した場合 非上場会社等の場合 その株主が利害関係株主となった日後 5 年経過後も、上記の場合の他、株主総会で当該利害関係株主とその関係者・提携者以外の社外議決権株式の過半数の賛成を得た場合やその会社の普通株主に交付される現金その他の資産の 1 株当たりの価額が一定水準以上である場合等以外のいかなる企業結合もできない。

(出所)大和総研作成

(注 1)「関係者」とは、直接・間接に他の者と支配・被支配・共通支配の傘下にある者。議決権のある社外株式の一定比率(デラウェア州は 20%、ニューヨーク州は 10%)以上の所有者は、特に反証が無ければ支配を有すると推定

(注 2)「提携者」とは、取締役・構成員、議決権株式の一定比率(デラウェア州は 20%、ニューヨーク州は 10%)以上の所有者である会社又は団体、一定の信託、親族・配偶者等

(注 3)その他、原始定款で適用を除外している場合、株主総会の過半数の議決による定款又は業務規定の変更で適用を除外する場合(デラウェア州は決議後 12 月後、ニューヨーク州は 18 月後までは効力生ぜず