

# 会社法で可能となる 新型ポイズン・ピル

制度調査部  
横山 淳

## 【要約】

2005年6月に新しい会社法が可決・成立した。新しい会社法の下では、新型ポイズン・ピルが可能となる。

例えば、取得条項付新株予約権を活用して、敵対的買収者の議決権を強力に希薄化させるスキームが可能となる。

ただし、そもそも導入した新型ポイズン・ピルに「防衛策の合理性」が認められなければ、訴訟となった場合に、裁判所に否認される可能性がある点は留意する必要がある。

## 1. はじめに

商法等を大幅に改正する「会社法」が、2005年6月29日に可決・成立した。その主要部分は、来年5月頃の施行が見込まれている。「会社法」の改正事項は多岐に渡っているが、企業の企画・総務・法務等の担当者の間では、M&A防衛策、特にポイズン・ピルに関する改正に対する関心が高い。

ポイズン・ピルは、言うまでもなく、法律上、学問上の公式な用語ではなく、いわば「俗語」である。そのため、公的、統一的な定義が存在する訳ではない。ただ、一般には、敵対的買収者が一定の割合の株式を買い占めた場合に、株式関連の制度を活用して、その敵対的買収者の議決権割合を低下させるための仕組みと理解されている。

わが国で、ポイズン・ピルを導入しようとするれば、「新株予約権」を利用するスキームと「種類株式」を利用するスキームが考えられる。本稿では、便宜的に、それぞれのスキームを「新株予約権型ポイズン・ピル」、「種類株式型ポイズン・ピル」と呼ぶ。

以下、それぞれのスキームについて、仕組みの概要と、会社法によってどのような新型ポイズン・ピルがM&A防衛策として導入可能となるかを紹介する。

## 2. 新株予約権型ポイズン・ピル

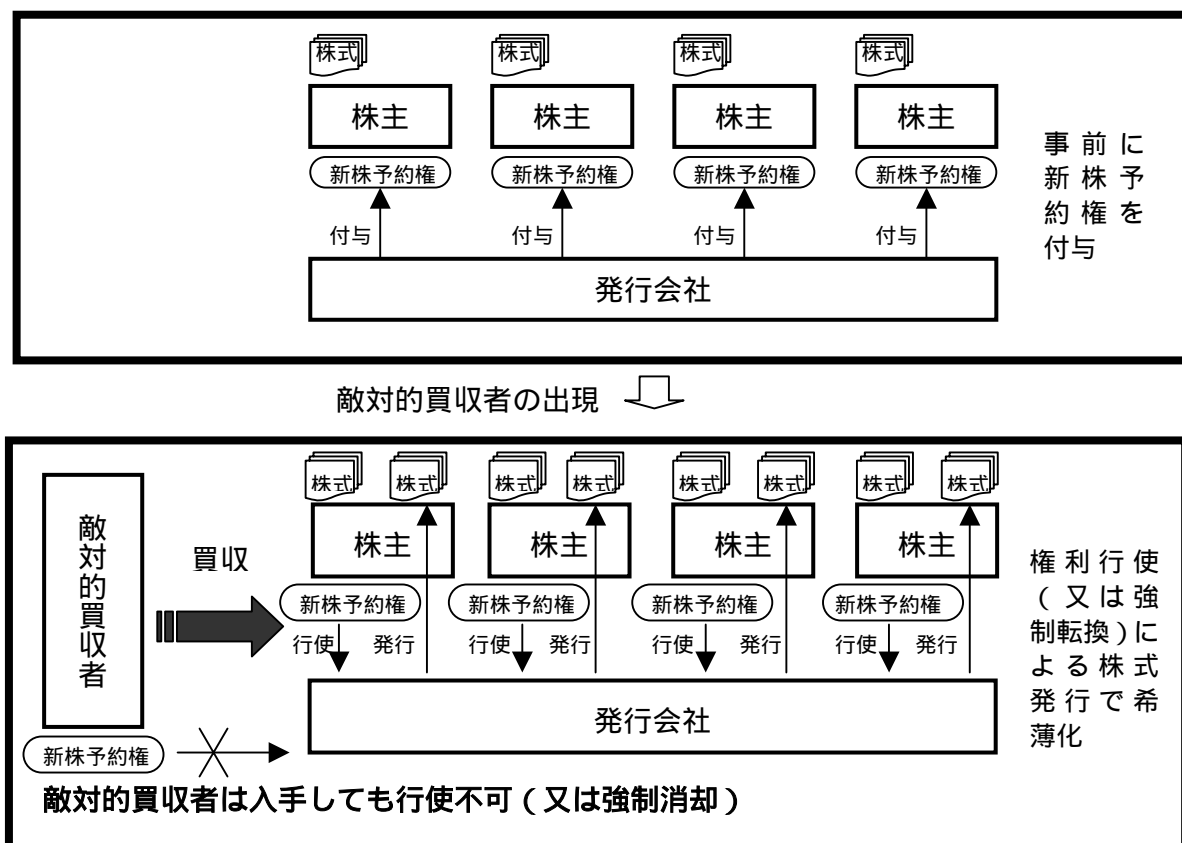
### (1) 新株予約権型ポイズン・ピルとは

新株予約権型ポイズン・ピルの仕組みは、敵対的買収が発生した場合に、有利な行使価格で株式を取得できる新株予約権を、事前に株主に付与するというものである。

具体的には、敵対的買収が仕掛けられた場合に、権利行使が可能となるという条件を付けた新

株予約権を、敵対的買収者以外の株主に付与（又は敵対的買収者は権利行使不可という条件で付与）しておくのである。仮に、敵対的買収が発生すれば、敵対的買収者以外の株主は、事前に付与された「新株予約権」を行使して有利な価格で株式を取得することができる。その結果、敵対的買収者以外の株主による権利行使が行われ、大量に株式が発行されるため、敵対的買収者の議決権比率が下がることとなる（図表 1）。

図表 1 新株予約権型ポイズン・ピルのイメージ



## (2) 会社法の下では「取得条項付新株予約権」を利用可能

従来の商法の下でも、新株予約権型ポイズン・ピルの導入は可能である。事実、新株予約権を信託する形態のいわゆる「信託型ポイズン・ピル」を既に導入した企業も存在する。

会社法の下では、「取得条項付新株予約権」制度を活用して、敵対的買収者の議決権をより強力に希薄化させるポイズン・ピル（新株予約権型）のスキームが実現可能となる。

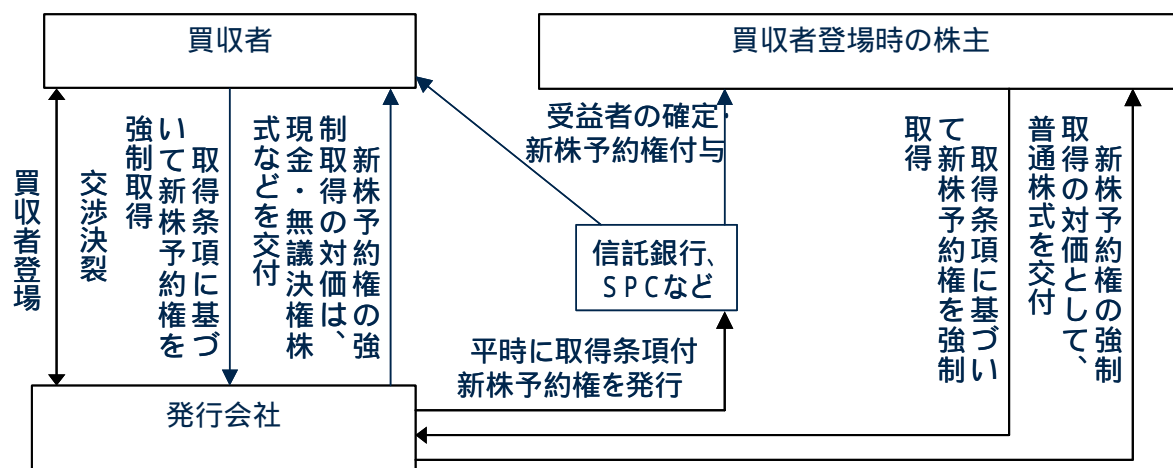
「取得条項付新株予約権」とは、一定の事由が生じたことを条件に発行会社が（強制的に）取得することができる新株予約権のことである（会社法 236 七）。会社は、予め決定方法を定めていれば、対象となる取得条項付新株予約権の全てを取得せずに、その一部のみを取得することができる（同八）。また、会社が取得条項付新株予約権を取得する際には、その保有者に対して金銭のほか、その会社の株式、社債などを対価として交付することも可能である（同二～チ）。

### (3) 取得条項付新株予約権を利用したポイズン・ピルの例

取得条項付新株予約権を活用すれば、事前に付与しておいた新株予約権を、付与対象者（具体的には、敵対的買収者以外の株主）の意思に関わらず、強制転換（強制権利行使）させて株式を交付する、といったスキームが可能となる。

その具体的なイメージを示すと図表2の通りである。なお、新株予約権と株式の随伴性を確保するため、この例では信託型ポイズン・ピルを前提としている<sup>1</sup>。

図表2 取得条項付新株予約権を利用したポイズン・ピルの例



予め、平時に取得条項付新株予約権を信託ないしSPCに対して発行しておく（ ）。取得条項の内容としては、敵対的買収者<sup>2</sup>が出現した場合に、それ以外の株主から会社が新株予約権を取得し、その対価として株式を交付する旨を定めることとなるだろう。

敵対的買収者が現れて交渉が決裂した場合（ ）、ポイズン・ピルが発動する。まず、信託の受益者を確定して、新株予約権を付与する（ ）。その後、速やかに、会社は取得条項に基づいて新株予約権の（強制）取得を決定する（ ）。そして、（強制）取得した新株予約権の対価として、その会社の株式を交付する（ ）。その結果、会社は、株主側の手続や対応を待つことなく、一気に敵対的買収者の議決権比率を希薄化できることとなる。

加えて、敵対的買収者が入手した新株予約権を利用できないように、強制的に消却してしまうスキームも可能となる。具体的には、新株予約権を敵対的買収者が保有することになった場合は、金銭等を対価として取得・消却できる条項を設けるのである（ ）。これによって、敵対的買収者の手に渡ってしまった新株予約権を利用されないように消却することができる。

<sup>1</sup> ポイズン・ピルなどの買収防衛策は、平時導入が原則である。その一方で、ニレコのポイズン・ピルに対する東京地裁決定（2005年6月1日）が示すように、実際に権利行使ができるのは、敵対的買収者が出現した時点の株主でなければならない。従って、ポイズン・ピルの導入後、株主の異動があれば、それに合わせて新株予約権も移転するスキームを作る必要がある（随伴性）。現時点では、こうした条件を充たすスキームは、事実上、「信託型ポイズン・ピル」以外には考えにくい。

<sup>2</sup> 具体的には、一定割合（例えば20%）以上の割合の株式等を保有する者、又は一定割合以上の株式等を保有することとなる公開買付けを行う者などが想定される。

### 3 . 種類株式型ポイズン・ピル

#### (1) 種類株式型ポイズン・ピルとは

敵対的買収者の議決権を希薄化させる方法としては、新株予約権型ポイズン・ピルのように敵対的買収者以外の株主の保有株式数を増加させるのが一般的である。しかし、理論上は、直接、敵対的買収者の保有する議決権数を減少させるという方法も考えられる。これが種類株式型ポイズン・ピルである。

具体的には、予め、その会社の株式について、種類株式制度を活用して、敵対的買収者の保有する（議決権のある）株式を、会社の判断で強制的に無議決権株式に転換できるという条項を設けておく。仮に敵対的買収が発生すれば、会社は予め定められた条項に基づいて、敵対的買収者が保有する株式を無議決権株式に強制転換する（図表3参照）。その結果、敵対的買収者は、会社に対する支配権を及ぼすことができなくなる。

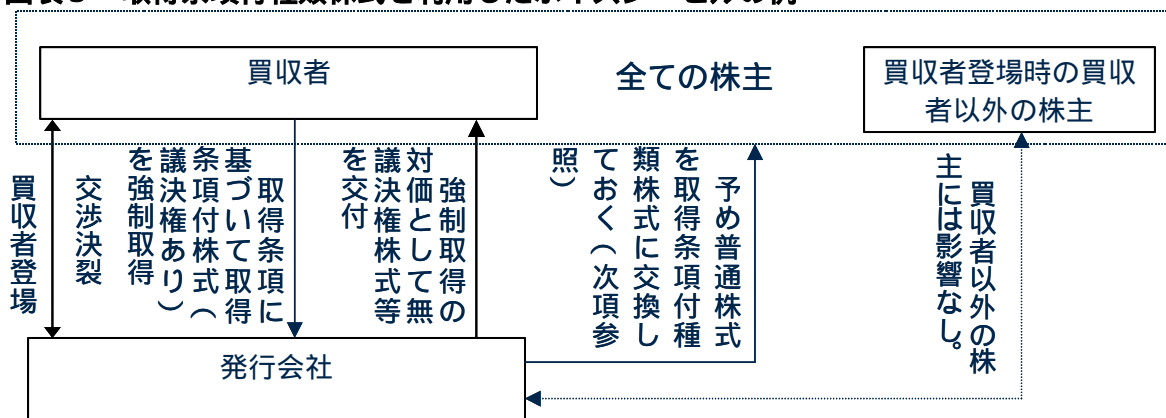
#### (2) 取得条項付種類株式を利用したポイズン・ピルの例

会社法の下では、種類株式型ポイズン・ピルは「強制転換条項付株式」の制度を活用すれば導入可能である。

「取得条項付種類株式」とは、一定の事由が生じたことを条件に発行会社が、強制的に取得することができる株式のことである（会社法29）。会社は、予め決定方法を定めていれば、対象となる取得条項付種類株式の全てを取得せずに、その一部のみを取得することも可能である（会社法108 六イ、同107 三八）。また、会社が取得条項付種類株式を取得する際に、その保有者に対して金銭等を対価として支払うことも、その会社の別の種類株式などを対価として交付することも可能である（会社法108 六ロ）。

この制度を用いれば、敵対的買収が発生した場合に、予め設けられた取得条項に基づいて、敵対的買収者の保有する議決権のある株式を会社が強制的に取得し、議決権制限株式を交付するという仕組みを構築することができる（図表3）。

図表3 取得条項付種類株式を利用したポイズン・ピルの例



ただ、こうした仕組みは、従来の商法の下でも「強制転換条項付株式」（商法222の8）を利用すれば、理論上、導入することは可能であった。しかし、既存の上場会社がこうしたスキームを実際に導入することは困難であった。既存の上場会社は、既に普通株式を発行している。こうした会社が、種類株式型ポイズン・ピルを導入するためには、既に流通している普通株式全部に強制転換条項を付けなければ意味がない。ところが、既存の普通株式を強制転換条項付

株式に変更することは、株主全員の同意が必要と考えられている。そのため、株主数が多く、分散している上場会社が実施することは不可能であった。

会社法の下では、株主全員の同意がなくても、普通株式を取得条項付株式に切り替えることが可能になるため、こうした問題は解消される。

### (3) どうやって普通株式を取得条項付種類株式に切り替えるか

会社法の下でも、普通株式を取得条項付種類株式に直接転換するには、株主全員の同意が必要である（会社法 110、111）。その意味では、従来の商法と同様である。

しかし、普通株式を全部取得条項付種類株式に転換するのであれば、株主総会の特別決議で行うことができる（会社法 111）。「全部取得条項」とは、その対象となる株式について株主総会の特別決議によって会社がその全部を取得するという条項である（会社法 108 七）。

そこで、普通株式を一旦、全部取得条項付種類株式に転換して全部取得する。その上で代わりに取得条項付種類株式を割り当てるのであれば、実質的に株主総会の特別決議で実施可能と考えられる（会社法 111、171）。具体的には、次のような手順となるだろう。

#### 取得条項付種類株式の発行を可能とする定款変更

定款変更により取得条項付種類株式の発行を可能とする（会社法 108 六）。取得条項の内容としては、敵対的買収者が出現した場合に、その者から会社が株式を取得し、その対価として議決権制限株式を交付する旨を定めることとなるだろう。

#### 普通株式に全部取得条項を付ける

会社法の下では、普通株式に「全部取得条項」を設けるのであれば、株主総会の特別決議によって行うことが可能である。全部取得条項の内容としては、（旧）普通株式 1 株につき、新たな取得条項付種類株式 1 株を割り当てる旨を定めることとなるだろう。

#### （旧）普通株式の全部取得と取得条項付種類株式の交付

株主総会の特別決議に基づいて、会社は、全部取得条項が付いた（旧）普通株式を全部取得する（会社法 171）。その際に、予め定めた「全部取得条項」に基づいて、取得条項付種類株式が株主に交付される。

#### （旧）普通株式の消却

会社が取得した（旧）普通株式については、いわば「金庫株」の状態となる。そのまま、会社が保有し続けることも不可能ではないが、種類株式型ポイズン・ピルの機能を確実にする観点からは、消却して社外に流出する可能性を絶っておくことが考えられよう。

#### (4)残された問題～上場基準等～

このように、会社法の下では、既存の会社が種類株式型ポイズン・ピルを導入する際の法律上の制約が実質的に解消されることとなる。その意味では、種類株式型ポイズン・ピルの導入が容易になるということができる。ただ、実際に種類株式型ポイズン・ピルを導入するためには、別の障害が残っている。具体的には、証券取引所の上場基準等である。現行の上場基準等は、あくまでも普通株式の上場を前提としている。仮に上場会社が、種類株式型ポイズン・ピルを導入すれば、上場が維持できなくなる可能性が高いのである。

今後、種類株式型ポイズン・ピルを導入した企業の取得条項付種類株式について、普通株式同様に上場が可能となるのか、証券取引所の対応に注意する必要があるだろう。

## 4. 「防衛策の合理性」の確保が前提条件

本稿では、会社法によって可能となる新型ポイズン・ピルを具体的なスキームを例示して解説した。ただ、そもそも、法律上、ポイズン・ピルが使いやすくなったとしても、実際に、それが裁判などで認められるかどうかは別問題である。

導入した防衛策が、裁判などで差止めや無効と判断されないためには、単に、特定の条文に違反していないというだけではなく、「防衛策の合理性」が認められなければならないためである。経営者の保身を目的とした防衛策に、こうした「合理性」が認められないことは言うまでもない。

新型ポイズン・ピルを導入するに当たっても、過去の判例、法務省・経済産業省のガイドライン（「企業価値・株主共同利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」）、東証の要請（「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意点について」）などを踏まえて、企業価値の向上に資する仕組みを構築する必要があることを忘れてはならない。