

敵対的M & Aの議論盛んに

制度調査部
吉川 満

株式対価TOB、防衛策など

【要約】

1. 敵対的M & Aに関する議論が盛んになっている。
2. 次のような理由による。
 - 超メガバンクを目指す再編の中で敵対的M & Aの可能性が示唆されている。
 - ソトー、ユシロ化学に対するTOBのように、敵対的TOBの例が増えている。
 - 平成17年商法改正により、株式交換制度の使い勝手が良くなり、実質的に外国会社による日本会社の取得が可能になる。
3. しかし、にかかわらず、株式交換制度では敵対的M & Aはできない。
敵対的M & Aのためのもっとも便利な方法はTOBである。
4. 現時点では敵対的TOBに関する中でも、特に次の点について検討が行われている。
 - 取得会社の株式を対価としたM & A
 - 敵対的M & Aに対する防衛策

本レポートは、9月2日に登録した、「敵対的TOBのスキーム論議」を詳しくし、Q & Aの形に書き改めたものである。

Q1. 最近、敵対的M & Aの語を耳にする事が、ますます多くなったように思います。何故でしょうか。

A1.

- 確かに敵対的M & Aの語を聞く機会は多くなっている。これにはいくつかの要因がある。
- 第一に、超メガバンクを目指す再編の中で、敵対的M & Aが用いられる可能性が示唆されていること。
- 第二に、昨年未来のソトー、ユシロ化学をめぐる敵対的TOBのように現実に敵対的M & Aの例が近年徐々に増えていること。
- 第三に、平成17年商法改正により株式交換制度が使い勝手がよくなり、実質的に外国会社による日本会社の取得が可能になること。
- 第四に、「失われた10年」で長期にわたり株が下落した結果、敵対的TOBを実行しやすい株価水準になってきたこと。同時に投資家の目が厳しくなり、実質的に資本の空洞化に過ぎない「株式持ち合い」が大幅に解消してきたこと。（表参照）

TOB、現行の株式交換、平成 17 年改正後の株式交換の比較

	TOB（公開買付け）	現行の株式交換	平成 17 年改正後の株式交換
根拠法 対価	証券取引法 ・主に現金 ・株式などの有価証券も可能 (証取法 27 条の 4) (ただし、自社の株式(金庫株・新株)を対価に用いる場合、通常、時価より高く対象会社株の買付け価格を定めるので、いわゆる「有利発行」にあたり、株主総会の特別決議が必要) (注)	商法 ・買収する会社の株式(新株 or 金庫株) (交換比率の調整などのために交付金が出る場合あり)	会社法(仮称) ・買収する会社の株式(新株 or 金庫株) (交換比率の調整などのために交付金が出る場合あり) ・買収する会社の財産例)現金、(海外)親会社株式その他の株式
敵対的買収に使えるか	使える (ただし、上記の理由により、自己株式を用いた機動的な TOB を行うことはできない)	使えない (買収される会社の株主総会の特別決議が必要)	使えない (買収される会社の株主総会の特別決議が必要)
買収される会社の株主の売却・交換(TOB の場合は TOB に応じることは任意か、強制か)	任意	強制 (株主総会の特別決議がある以上、反対者も強制される)	強制 (株主総会の特別決議がある以上、反対者も強制される)
買収後の買収する会社と買収される会社の関係	100%の親子関係とはならないのが普通	100%の親子関係	100%の親子関係
個人が買収者となりうるか	可能	不可	不可
自己株式取得に使えるか	使える	使えない	使えない

(出所)大和総研制度調査部

(注)なお、金庫株を対価に用いて TOB を行うことは、買収する会社の立場からすると現物出資類似の方法による金庫株の処分である。しかし、法務省からこのような処分は想定していないとのコメントが出ており、現行商法下では困難と考えられている。もっとも、金庫株を持っていても、それを使わずに新株発行すればよいのであるから、実務上の障害となることはないだろう。平成 17 年の改正で、現物出資類似の方法による金庫株の処分については、手当てされるとの話がある。

もっともここに挙げたうち第三点の株式交換制度は、M & A に関心が集まる要因ではあるものの、直接には敵対的 M & A の手段とはならない。株式交換は被取得会社の株主総会の特別決議がなければ実行できない、友好的 M & A のための制度だからである。

Q 2 . 敵対的 M & A の手段という、具体的にはどのようなものがあるのですか。そのうちもっとも使い勝手のよいものはどれですか。

A 2 .

敵対的 M & A の手段として考えられるのは、委任状合戦を仕掛けるか、TOB を仕掛けるかである。委任状合戦を仕掛けるというのは、株主総会に経営権の移譲に関する議案を提出した上で、株主から議決権行使の委任状を集め株主総会の決議を得て、経営支配権を獲得してしまうことである。しかし、株主から委任状を集めるには相当の手間と時間を要し、この方法は必ずしも効率的とはいえない。

それよりは TOB を仕掛けたほうが効率的である。TOB であれば、実行すると決めたならば直ちに公告(新聞広告など)を行い、直後から買付を実行し、買付期間内に過半数の株式を集めれば、経営権を取得できるからである。新聞等の議論でも、敵対的 M & A という場合、具体的には敵対的 TOB を想定してそう述べている事が多い。

Q 3 . そうすると敵対的M & A の議論も、敵対的T O Bの議論が中心ということになりますね。具体的にどのようなポイントについて議論が行われているのですか。

A 3 .

検討の焦点となっているのは次の2点であると思われる。

取得会社の株式を対価としたT O Bの具体的スキーム

敵対的T O Bに対する防衛策

わが国においてはこれまでT O Bはもっぱら、現金を対価として行われてきた。しかし、三井住友FGはUFJHDとの株式交換比率(予定)を発表する一方で、敵対的T O Bの可能性をも示唆しているといわれる。となると三井住友FG(取得会社)の株式を対価としてT O Bが行われる可能性を当然、考慮に入れておかなければならないことになる。

特に問題となるのは、次のような点ではあるまいか。T O B、とりわけ敵対的T O Bにおいては取得価格は通常、時価よりも高く設定しなければ十分な株式は集まらないと考えられる。

これは(株式で対価を払う)取得会社から見れば株式を有利発行することにほかならないから、取得会社は株主総会で特別多数の決議を得ないと、株式対価のT O Bは実行できない。すなわち、実質的に経営権を得るに必要な数以上の株主の同意を得ないと、株式対価のT O Bは実行できない。米国では取締役会決議で有利発行を行うことが認められているのでこのような問題は無く、現実に株式対価によるT O Bも頻繁に行われている。「株主平等」の徹底とM & Aの迅速性の要請とをどう調和をとっていくかという問題は、これからわが国M & A実務の上で大きな課題となって行くかも知れない。

Q 4 . 敵対的T O B に対する防衛策としては、どのようなものが考えられているのか。何故、防衛策がそんなに重要になっているのか。

A 4 .

A 1 . で述べたように株価が下がり、持ち合いが解けた結果、敵対的T O Bが可能な状況となっている。そして現実に徐々に敵対的T O Bも増えてきている。これまでの日本市場とはその構造が違って来たのであるから、防衛策も本気で検討しなければならない。資本の空洞化である「株式持ち合い」への逆行が許されない以上、他の防衛策の開発が必要なのである。難しいのは、敵対的T O Bの抑止力が弱い措置を導入しても、当然効果は小さく、逆に強すぎる措置をとるとそれが原因となって株価に負担となることである。平成13年11月の商法改正で導入された新株予約券を用いる方法がいろいろ工夫されているようだが、まだこれといった決め手は無いように思われる。