

大買収時代の到来

—敵対的TOBは悪か—

A Coming of a 'M & A' period

- Is a hostile TOB wrong? -

山 城 将 美

- I はじめに
- II M&A（企業の合併・買収）時代の到来
- III 敵対的TOBは悪か。
- IV 敵対的TOBはコーポレート・ガバナンスの観点からどう評価されるべきか。
- V むすびにかえて（会社は誰のものか）

I はじめに

—昨年（平成16年）以降、ライブドアによるニッポン放送、村上ファンドによる阪神電鉄買収の動きが連日メディアに取り上げられたことから、本来純然たる企業活動の一環として行われるM&A（企業の合併・買収）が、広く一般国民の関心をも引くことになった。ライブドアや村上ファンドの動きが、新興のマネー集団による「会社乗っ取り」と映り、興味半分に関心を寄せた向きもあったのではなからうか。

しかし、ライブドアや村上ファンドの会社乗っ取り劇は、バブル経済崩壊の頃からはじまった滔々たる企業再編の動きの中で咲いたあだ花であって、これらの動きによってM&Aが加速されたといったものではない。

本研究会では、M&A（企業の合併・買収）が急速に進展しつつある現状とその背景をさぐりながら、M&Aの有力な手法の1つであるTOBに焦点を当ててその意義について考えてみたい。そして、たとえ「敵対的」ではあっても、TOBには一定の評価すべき側面があること、またコーポレート・ガバナンスの観点からもプラスに評価されるべき側面があることにつ

いても考えてみたいと思う。

II M&A (企業の合併・買収) 時代の到来

バブル経済が崩壊し、経済のグローバル化が一層進展するのに伴い企業の再編は国内だけでなく世界規模で行われつつある。改正前商法(会社法)は、早くもこの動きに平仄を合わせるように、平成9年頃から着々と規定を整備しつつ今日に至っている。

これを時系列に従って簡単に述べると、平成9年の合併手続の簡易化、同年の持株会社の法認(独禁法改正)、平成11年の株式交換制度の導入、平成12年の株式分割制度の導入、平成14年の金庫株の解禁など、いずれも企業再編を念頭においた改正が連続的になされている¹⁾。今年5月に施行された新会社法も、これらの企業再編法制を受け継ぎ、さらにこれを促進するよう整備されつつあることは言うまでもない。そして、企業の再編も年々増加の一途をたどっていることは周知の通りである。

ところで、M&Aを論ずる場合、大前提として、株式譲渡自由の原則が株式会社制度を維持するために認められている一大原則であることを確認しておく必要がある。株式会社は株主有限責任を前提に成り立つ企業システムであり、会社債権者に対する担保はそこに集積された財産のみである。したがって、一旦株主によって投資された財産はいかなる理由があっても株主に直接返還されることは許されない。しかし、株主の立場からすれば、必要に応じて投下資本を回収する途がなければ気軽に投資できないというジレンマに陥る。この矛盾を解消するのが株式譲渡自由の原則である。すなわち、投下資本を回収するには株式を他に譲渡すればよいのである。ただし、中小規模の株式会社(閉鎖会社)においては、支配権維持という別の要請が働くので例外的に株式の譲渡を制限することも許されている。

1) 山城将美「企業再編時代の到来—会社法の現在、そして未来—」『転換期の法と政治』(沖国大公開講座9所収)参照。

株式の譲渡が自由である以上、株式の取得も自由であるということになる。したがって、ある投資家が特定の企業にねらいをつけて、その会社の株式を大量に買い集め、結果その企業を自らの支配下に置いたとしても、これを非難することはできないという理屈が成り立つ。すなわち、企業の買収は基本的には悪ではない。しかし、これが野放図になされると、「弱肉強食」を許すことになり、株式会社存立の基礎である自由競争システム（資本主義体制）を破壊することになり元も子もなくしてしまう。そこである程度の歯止めが必要となってくる。株式の取得は全く自由であるが、それは一定のルールの中で行われるべきであるというのはこのことである。

株式の取得が自由である以上、M&A（企業の合併・買収）を含めた企業の再編はむしろ経済合理主義の観点から避けられないものとなる。

しかし、ライブドアや村上ファンドによる法網をうまく潜るような方法による企業の買収活動は、結果的には経済秩序を乱し、是認されるものではない。

ライブドアは、東京証券取引所の通常の取引時間（午前9時～11時、午後0時半～3時）内ではなく、時間外（午前8時20分～9時、午前11時～午後0時半、午後3時～4時半）の取引によりニッポン放送株式を買い集め最終的には同社株の35%を保有するに至った。時間外取引というのは、大量の株式を売買する投資家が株価に影響を与えずに効率よく売買できるように設けられたものであり、生命保険会社などの機関投資家の売買や自社株買い、持ち合い株の解消などに使われるものである。すなわち、証券会社を通じた相対取引に近いのである。しかし、東証のネットワークシステムを通じているので、市場内取引となり、TOBが義務づけられていない。ライブドアはそこに目をつけたのである。

一方、村上ファンドはどうか。

村上ファンドは、機関投資家は提出期限が最大3ヶ月半猶予されるという大量保有報告書の特例制度を利用し、また、市場内と市場外の取引を組み合わせるなどしながら阪神電鉄株の3分の1超を取得した。この方法に

よる株式取得は、今年6月の金融商品取引法制の確立によって今後禁止されることになっている。しかし、村上ファンドが行った時点では「違法ではない」と判断された。いわば、「やったもの勝ち」「はやいもの勝ち」になっている。

「5%を超える大量の株式を誰が持っているのかは、市場にとって非常に重要な情報だ。村上ファンドはそれが表にでないよういろいろ工夫して、阪神電鉄株の時はいきなり3分の1超に出てきた。村上元代表は、アンフェアな市場をわざとつくっていた。彼の言う「株主価値の最大化」は「自分の株主価値の最大化であって、他の株主はどうでもいいという思想だ」(上村達男早稲田大学教授・読売06/6/20)、と批判されている。

その後、ライブドアの堀江代表が粉飾決算容疑で、また村上ファンドの村上代表がライブドアがらみのインサイダー取引疑惑で逮捕されるという刑事事件に発展するに及んで胡散臭い印象を倍加させる結果となっている。

以上のように、ライブドアや村上ファンドの買収活動は、直接法の規定に違反してはいないが、「倫理性」という側面からは大いに批判されてしかるべきである。しかし、法の規定に従って堂々となされるM&Aとその方法としてなされるTOBは、このような反倫理的な方法を排除する目的をもった制度なのである。買収を通じて、非効率的な経営が淘汰され、雇用機会が拡大されることになれば、国民経済的観点からも意義を有するものとなる。

企業再編の動きは今や時代の趨勢となっている。一部メディアは、早くも「大買収時代」の到来を予測し、自動車、スーパー、鉄鋼などの企業にも波及するであろうと見ている。現に、わが国の基幹産業である鉄鋼業界第1位の新日鉄ですら、買収防衛策の一環として韓国の鉄鋼大手ポスコとの資本・業務提携の拡大を検討していることが報道されている(9月5日付日経)。

最新の報道によれば、今年になってTOBが急増し、2006年はすでに48件と05年を上回り、金額は2.5倍の1兆5千億と過去最高に達したとされ

る（11/23付日経）。

M&Aの活発化に伴いこれを促進するための助言会社まで出現し、この種の企業自体が上場されるなど、まさに「大買収時代」の到来を予告するような現象である²⁾。また、単なる助言にとどまらず買収資金の貸し付けを行う企業も登場している³⁾。

Ⅲ 敵対的TOBは悪か。

村上ファンドの株買い占めに端を発した阪神株問題は、「阪急阪神ホールディングス」の発足といういわば「偶然の産物」を残すという形で一件落ち着いた。これは、阪急側が仕掛けたTOBに阪神側が乗るという形で、すなわち「友好的」TOBが成立したケースである。しかし、今年6月に王子製紙や青木ホールディングスによって仕掛けられた「敵対的」TOBは、ともに失敗に終わっている。これらの両ケースについては、メディアが連日、経過を詳細に報道したこともあって敵対的TOBとは何かについて国民一般が真剣に考える契機になったという点で特筆されるべきであろう。

TOB (take over bids) というのは「株式の公開買い付け」のことで、買収しようとする企業の株式を市場から買い集める手法の1つであり、世界的に広く行われている。

2) M&A助言会社というのは、事業や株式の譲渡を希望する企業と、買い手企業の間を取り持つ仲介を業とする会社である。譲渡側企業から依頼を受けた場合、価格算定などで企業評価を行った上で、買い手側への提案、条件交渉の調整を手掛ける。助言会社は買収を希望する企業に対し、株式公開買い付け（TOB）などの買収方法や資金調達手段をアドバイスする。案件が成功した場合は買収金額の数%を成功報酬として受け取る。会社を売ることが『恥』という意識が変わり、事業承継の解決策としてM&Aへの関心が高まっているといわれる。中小企業経営者からの相談は月間60~70件もあり、借入金の個人保証などを残したまま子供に会社を継がせるよりも、第三者に会社を売却し、現金化して相続させたいとの声も多いという。阪急・阪神の統合も助言会社が仲立ちしている（10/8付琉球新報）

3) 後述の王子製紙による北越製紙への敵対的TOBでは業界2位の日本製紙が参戦しているが、同社はM&A仲介でトップ実績を持つ米系証券のモルガン・スタンレーに助言を依頼している。また、王子側には野村がつき買収戦略を練る一方で、グループのノン・バンク、野村キャピタル・インベストメントが千4百億円にのぼるTOB資金をお膳立てし、知恵とカネの両面で支援している（8/4付日経）。

企業買収や経営権取得を目指す投資家が企業の株式を大量に取得する際、買い付け株数や価格、期間などを公表する制度である。市場内で株式を買い集めると時間がかかる上、価格が上昇する可能性もある。一方、市場外で少数の大株主と相対で株式を買えば効率的だが、一般の投資家には取引の内容がわかりにくく、公正さに欠ける恐れがある。株式を大量に保有し企業に大きな影響力を持つ大株主が代わると、経営も大きく変わる可能性があるので一般の株主に対して前もって公開しておく必要がある。したがって、企業の3分の1を超える買収を目指す場合は公表させて、他の株主に選択の機会をあたえようとするわけである。このため、証券取引法は透明性・公平性を確保するため、市場外で上場企業の3分の1超の株式を取得する場合、TOBを義務づけている。すなわち、TOBはあくまでも株主保護のための制度なのである。

TOBが行われると、買収側から経営方針や買い取り価格が示されるから、納得すれば期間内に売却に応じればよい。しかし、買収に反対する大株主が買収に反対したり、企業側が対抗策を講じるなどして買収側が最初に示した割合まで株を取得できなければTOBは失敗ということになり、すべてが白紙に戻る。

敵対的 (hostile) という言葉は、語感としてマイナス・イメージがつきまとう。しかし、ここで敵対的というのは、仕掛けられた相手方企業が企業としてこれを歓迎せず種々の対抗策を講じる挙に出るにもかかわらずTOBを強行する場合である。相手方企業が賛意を表さないにもかかわらず、これを強行する背景には、合併・買収によって双方が生き残る道はこれしかない、あるいはこの道を行くことが最善であるという合理的な理由がなければならない

ところで、日本では、過去に敵対的TOBが成功した例はない。前述のように、今年の夏、連日メディアに取り上げられた二つのケース、王子製紙が北越製紙に仕掛けた敵対的TOBとAOKIホールディングスがフタタに仕掛けた敵対的TOBはともに失敗に終わっている。

7月23日、製紙業界最大手の王子製紙が、同6位の北越製紙に対して

TOBを実施して経営統合する方針を明らかにした。実現すれば王子の世界シェアは世界7位から5位へと高まる。これに対し、北越は先に三菱商事への第三者割当増資を公表しており、王子の統合提案を拒否した。更に、「王子の動きは、業界秩序を乱す恐れがある」として、業界2位の日本製紙が王子の独走を阻止すべく北越株を取得して、この敵対的TOBの攻防に参戦した形となった。結局、8月26日、王子製紙は北越へのTOB成立を事実上断念することとなった。TOBに応じる株主が4割にも満たない見通しとなり、買い付け価格などTOBの条件を変更しても、北越を経営統合するという当初の目標が達成困難になったと判断されたためである。

また、ほとんど同時に進行していた紳士服業界2位のAOKIホールディングスが5位のフタタに対して仕掛けたTOBも、AOKIの敗北に終わっている。業界4位でフタタ筆頭株主のコナカが株式交換などでフタタを100%子会社として年内にも経営統合することになったためである。

これらの事例から明らかになったことは、敵対的TOBが仕掛けられると、まず相手方企業の経営陣は理由の如何にかかわらず本能的・反射的に防御の姿勢に入る。「小さいながらも楽しいわが家」に君臨してきた経営陣は買収されると自らの地位がどのように保障されるかに最大の関心をはらうことになる。また、従業員にとっても企業の合理化が行われリストラにあうのではないかという不安を抱く⁴⁾。かくして、経営陣・労働者側一体となって、TOBに抵抗しようとする。ここでは、終身雇用制度を旨とする日本企業の特質が端的にあらわれることになる⁵⁾。

4) リストラに会わないまでも、職務環境の変化によって飲み込まれた企業の社員たちの心の病が顕著に現れていることが報道されている。同報道は、「M&Aにスピード経営、成果主義—。日本企業は市場原理を新たな座標に掲げて、世界の一线に戻ってきた。だが、その背後で多くの社員が少しずつ病み始めている。一見丈夫に見える柱がシロアリに食われるように、企業も内部から崩れは始めているのかもしれない」と結んでいる（10/18付琉球新報）。長年慣れ親しんできた終身雇用制度が崩壊していく過程に生ずる必然の現象なのであろうか。

5) 終身雇用制度については、従来さまざまに議論されてきた。日本の高度経済成長期には、日本型の長期安定雇用こそ成長を支える礎であるともてはやされた。今や一転、経済成長の衰えとともに終身雇用制は諸悪の根元のようにいわれたりしている。この点、富山氏の次の

一方、業界の上位企業が下位企業を買収することになると、業界全体のバランスが崩れることを懸念する残余の企業が結束してその阻止に動くことになる。かくして、業界全体に再編の連鎖が起こってくる⁶⁾。

IV 敵対的TOBはコーポレート・ガバナンスの観点から いかに評価されるべきか。

前述のように、わが国で敵対的TOBが成功した例はない。しかし、TOBは、たとえ失敗に終わっても、これを受け入れない経営者側に強烈なインパクトを与えるのは間違いない。自らの地位の安泰をはかることを反対理由とするわけにはいかない。経営者は株主によって選任されその負託に答えて株主の利益のために誠心誠意尽くす義務を負っているからである。そこで、合理的な反対理由をみつけなければならなくなる。

すなわち、仕掛けられたTOBが強烈な外圧となって経営者側に迫ってく

指摘は大いに参考になる。

「ここでの本質的な問題は長期雇用の是非ではなく、ビジネス（製品市場）と経営者、従業員（人材市場）の時間軸や想定される関与の期間が、統治機能を担っている資本市場との間でズレている点にある。株主のカネのおかげで収益を上げている実感も実態もないのに、企業価値の中長期的な持続的向上には無関心の株主が、やれ手元現金を取り崩せ、配当額を増やせと叫び、最後にはM&A（企業の合併・買収）のように企業の生死さえ決める権限を持つ。経営者と従業員が共通の理不尽感、不条理感をもつのはある意味、時代の必然なのだ」（富山和彦・7/7付日経）。

- 6) 村上ファンドによる阪神電鉄株買収に端を発し、その置き土産として出現した「阪急・阪神ホールディングス」も連鎖的再編の1つである。また、王子製紙の北越買収の連鎖反応として、製紙業界2位の日本製紙と4位のレンゴーとの資本・業務提携も報道されている（11/19付日経）。続いて業界8位の東海パルプと同12位の特種製紙は、来年4月に共同持株会社を設立し、経営統合することで基本合意したと正式に発表された（11/22付日経）。しかし、買収提案に対して最終の判断権を有しているのは、原則として経営者や従業員ではなく株主である。企業が買収されたからといってそれが即「悪」ということにはならない。買収によって企業価値が上がるのであれば、株主がそれを選択したからといって非難されるいわれはない。ただし、企業価値を客観的に正確に判断するのは簡単ではない。そこで、買収対象となった企業の経営者に期待されているのは、株主に代わって買収提案の良否を判断し対抗措置をとることではなく、判断権者である株主が十分な情報（それには経営者の意見や代替案も含まれる）に基づき自由な判断ができるような環境を作ることであろう（藤縄憲一・11/2付日経）。

ることになるから、敵対的TOBは、個別企業におけるコーポレート・ガバナンス（企業統治）の上でも重要かつ強力な役割を果たすことになる。

例えば、敵対的TOBをはねつけた北越やフタタの経営陣は、統合を上回る企業価値を生み出す責任があり、このことを株主にしっかりと説明する責任があろう。その点、北越は王子に対抗して韓国大手の製紙会社と提携し、設備の統合を目指すことを明らかにしている（8/28付日経）。また、フタタもコナカとの統合によって活路を見いだすことになった。

一方、TOBを仕掛けた側の王子やAOKIホールディングスも再編に失敗したからといって単にゼロに戻るのではなく、再編を仕掛けた事情を克服するための努力が要請される。次に、友好的なTOBが成功したとしても、それを受け入れた経営陣に対して重い責任がのしかかる。

たとえば、村上ファンドの株買い占めに端を発して、「阪急阪神ホールディングス」が誕生した。しかし、新会社の経営陣には株主価値の向上という重い課題が残されることになった。阪急が経営統合に先立って実施したTOBは、1株950円で阪神株の63.7%を取得したが、その後阪神株はじわじわ下がり、阪急側には310億円強の株式評価損が出たとされている。「輸送サービス会社はそれぞれ独自の企業文化を持ち、労働組合も強力である。それだけに統合を軌道に乗せるには、両社経営陣の結束と強力なリーダーシップが不可欠となる」と指摘されている（6/30付日経社説）。

このように、TOBは敵対的であれ友好的であれ経営陣に対して緊張感をもたらすものであり、安逸を貪る経営者への警鐘となる。

V むすびにかえて（会社は誰のものか）

TOBは、「会社は誰のものか」という会社法上の古くて新しい命題に答えをだすための材料を提供している。

TOBが仕掛けられると、経営者や労働者が素早く反応することになるが、それが敵対的になされる場合は特に多くの軋轢を生む。これを受け入れるか否かの最終判断権は株主が有しているのは明らかであるが、現に企業経

営に携わっている経営陣や従業員の立場を無視して強引に押し進めることになれば、前述のとうにその後の経営に不協和音を生じることにもなる。この問題の根底には、社員権論にかかわる重い理論的課題が残されている。

追記：

本稿は、去る10月13日（06年）に行った沖縄法政研究所第22回研究会での口頭発表の内容を本誌掲載用書き改めたものである。発表後に報道された記事なども適宜付け加えた。