

米国の反乗っ取り法の研究(Ⅰ)

吉 田 準 三

一、はしがき

日本では、三井、三菱、住友などの旧財閥系の企業集団と富士、第一勧業、三和の各銀行を中心とする企業集団が存在し、それらの企業集団に属する会社の間では、互に株式を持ち合う株式持合関係が形成され、それにより、集団としての結束を固め、協力し合っている。とくに、外部の者(乗っ取り屋や外国資本など)が、日本の大企業を買収あるいは乗っ取りにかかるときには、同一企業集団内の他の会社がそれに対抗するので、太平洋戦争終結後、日本の大企業が、その意に反して、力づくで買収・乗っ取られる、つまり、敵対的買収が行われることは、ほとんどなかった。それにより、日本の企業経営が安定し、戦後日本の経済成長が促進されたことは確かである。

しかし、株式持合関係は、互に相手の会社の株主になり合うことであり、株主総会で互に相手の会社の現在の経営者を信認し合うことになる。その結果、それらの会社間にもたれ合いの関係が生じ、時に、ある会社の経営者が不正・不法行為をしたときでも、それを株主としてとがめることを控える傾向も生んだ。それは、こちらがあちらを非難すれば、あちらもこちらを非難してくるかも知れないからである。

最近、そのような株式持合関係の解消を求める声が、いろいろな方面から上っている。とくに、中央大学の奥村 宏教授は、早くから、株式持合関係は資本の水増しになることと、もたれ合いになることを指摘され、それが株式会社の本質をゆがめ、大会社が大会社の株主になってい

る現状を法人資本主義と名づけ、法人資本主義は「死に至る病」にかかっているとされ、その病を癒すには、会社の持株規制、会社の株式持合規制を行い、会社の株主は個人株主または個人資本を集約した投資信託などの機関投資家に限るべきであると主張しておられる。個人株主中心の株式会社になると、株買占め、会社乗っ取りが起こるかも知れないが、それは資本の論理として当然の帰結であり、会社を乗っ取られないためには、高い経営成果をあげて、株主を満足させ、株主の支持を得るほかはない、というのが、奥村教授の主張である。(1)

しかし、すでに、かなり入り組んだ会社間の株式持合関係が形成されている現状から、個人株主中心の株式会社に移行するのは、単に法人持株や会社間の株式持合を規制する法律を制定するだけでは、企業経営と株式市場に混乱を惹き起こし、日本経済に打撃を与えることになりかねない。

さらに、株式持合による企業集団を解体すれば、株式買占めによる会社乗っ取りが盛んに行われることになる。もし、外部からの会社乗っ取りから経営権を防衛するために、株式の対抗買いをしたり、買い占められた株式を買い戻したりすれば、そのために多額の資金を調達しなければならなくなる。そのような資金調達は、生産の増強には役立たず、不生産的である。そして、何よりも、会社を乗っ取るぞと脅して、買い占めた株式を高値で売りつける、いわゆるグリーンマイル行為が横行する恐れがある。

そこで、株式持合を解消するためには、第一に、最近、経済団体連合

会（経団連）の今井会長が提案した「証券等健全化機構」のような受皿機関を設立し、それに一度持合株式を預託し、その機関の仲介で五年間ぐらゐの期間に、徐々に、株式持合を解消していく方向に進むべきである。

第二に、グリーンメール等によって不当な利益をあげる行為を禁止する法律を制定すべきである。実際に、米国においては、四〇州の会社法の中に、反乗っ取り条項（Anti-Takeover Provisions）が盛り込まれているとされている。⁽²⁾

この研究ノートでは、ニューヨーク州事業会社法の中の反乗っ取り条項を研究し、日本での反乗っ取り法制定の参考に供したいと考える。

二、米国のニューヨーク事業会社法の中の反乗っ取り条項

(1) 用語の定義

ニューヨーク事業会社法の中で用いられている用語には、固有の定義が与えられているものがあるので、それを示しておく。

①州内在住会社（Resident domestic corporation）⁽³⁾ 州内在住会社とは、

(A) ニューヨーク州事業会社法にもとづいて設立され、この州内に本店を置き、主要な事業活動をこの州内で行っている、かつ、(B) その議決権つき株式の少なくとも一〇パーセントがこの州内に居住している者によって利益を受けるために所有されている、右の(A)、(B)をともに満たす会社のことを意味する。

②利害関係のある株主（Interested Shareholder）⁽⁴⁾

利害関係のある株主とは、

(A) (i) 州内在住会社の発行済議決権つき株式の二〇パーセントまたはそれ以上を直接または間接に利益を受けるために所有している、あるいは、(ii) そのような州内在住会社の協力者あるいは共同者であるとともに、問題の日付の直前五年間のいつか、州内在住会社そのときの発行済議決権つき株式の二〇％またはそれ以上を直接または間接に利益を受けるために所有していた。ただし、

(B) ある人が利害関係のある株主であるかどうかを決める目的のために

は、そのような州内在住会社の議決権つき株式総数は、この節の第四項⁽⁵⁾の適用による人によって受益的に所有される株式数が含まれるべきである。

しかし、契約、取り決め、了解によって発行可能である株式数や、転換権、ワラント（新株引受権）、オプション（買付選択権）などの行使によって発行可能である株式数は含まれるべきでないという条件つきで、(B)の条件つきで、(A) (i) あるいは(A) (ii)を満たす人のことを意味する。

(2) 一九八六年改正ニューヨーク事業会社法の反乗っ取り条項⁽⁶⁾

州議会の一九八五年会期で可決された反乗っ取り条項は、州知事の拒否権に会って潰されたが、その後、新しい法案が州議会でも可決され、州知事の承認も得て成立した。

新立法は二重の性質をもっている。

第一は、株式公開買い付け開示法（The Security Takeover Disclosure Act）の既存の第十六条の下での情報開示をより一層増大させることを求めていることであり、同時に、判例法（Case law）の中で明らかになった制度上の欠陥を除去することを求めていることである。

第二は、セクション九百十二を改訂したことである。その改訂は、公開買い付けを申出た人がどのようにすれば州内在住会社の証券を取得してもよいかを規制し、かつ、買収後、企業結合を完結させる能力を制限するものであった。セクション五百十三は、セクション九百十二にしたがって州内在住会社が行うグリーンメール（乗っ取りの脅しをかけて、保有株式を高値で売りつける行為）を禁止するように修正された。

鍵となる敷居は、セクション九百十二のもとでは、買収される会社の議決権つき株式の二〇％の取得である。買収される会社の取締役会の事前の承認を得るか、五年間待つて利害関係のない株主（一〇％以上の株式を保有しない株主）の過半数の承認を得るかしない限り、公開買い付け申出人は、二〇％以上の議決権つき株式の取得ができない。さもなければ、慎重に決定された「公式価格」に影響を受ける株主全員に支払わなければならない。

この法令は、一九三四年証券取引法セクション十二のもとで登録された普通株のあるクラスを有する州内在住会社に適用される。非登録会社の法人設立認可書が提出された場合は別である。その他の適用会社は、その法令改正の延期効果にしたがって、その会社の付属定款の修正によって、適用除外を選択できる。

第十六条の修正は、とくに、一九三四年証券取引法セクション十四(d)にしたがわないときには、すべての株主を平等に扱うことと並んで、大部分、買付申出をした際の情報開示の増強に関するものである。

新しい情報開示は、買収される会社の事業所(office)の計画、ニューヨークにおける事業活動の計画、労働力の削減計画などを含んでいる。また、買付申出人の背景説明や公開買付に用いられる負債証券あるいは優先株への投資比率の説明書も要求される。

第十六条違反によって損害を受ける個人の、適当な弁護士費用を含んだ、個人的提訴権が創造される。

結び

中央大学の奥村 宏教授が主張されるような会社の持株規制、会社間の株式持合規制を行って、個人株主および個人資金を集約した投資信託などを株主とする株式会社に変更することには、二つの問題点がある。

その一つは、現在すでにかなり入り組んだ会社間の株式持合関係が成立しているもので、それを解消するためには、経団連の今井会長の提唱されている「証券等健全化機構」のような仲介機関を設け、それに持合株式を預託し、その機関の仲介で持合株式を相殺して解消していく必要があることである。個々の会社がばらばらに持合株式を市場に売出せば、株価暴落などの混乱を招く恐れがある。

株式持合を解消して、個人株主中心の株式会社にした場合の問題点のその二は、株式を買占め、会社を乗っ取るぞと脅して、その買占めた株式を高値で売り付け、不当な利益を得る、いわゆる「グリーン・メール」行為が横行する恐れがあることである。そのようなグリーン・メール行為を規制する法制を整備した上でないと、株式持合関係の解消は、証券市

場と企業経営に混乱を招く恐れがある。

この第二の問題点の解決法は、すでに、米国の証券取引法やニューヨーク州などの会社法の中に、グリーン・メール禁止条項や反乗っ取り条項が設けられ、株式公開買付(Takeover bid)の際に、買収される会社の取締役会の同意を得るか、五年間待つて、利害関係のない株主(持株比率一〇パーセント未満の株主)の過半数の同意を得ない限り、買収される会社の発行済株式総数の二〇パーセント以上を取得してはならないとされている。(一九八六年改正ニューヨーク事業会社法)

また、別に、「証券公開買付開示法」が制定され、その最近の修正では、買収後の事業所の計画、事業活動計画、労働力削減計画の開示が義務づけられるとともに、公開買付申出人の背景説明書や債券・優先株への投資比率の開示が要求されている。

M & A(企業の合併・買収)の盛んな米国でも、ある会社の取締役会や株主の意志に反した買収、いわゆる敵対的買収は容易には行えないようになっていたのである。

そもそも、太平洋戦争終結後の日本で、大企業集団が形成されたのは、国内の株式買占め、会社乗っ取り屋や外国資本による会社乗っ取りから経営権を守るために、各銀行の融資系列などの類縁のある会社間の株式持合が推進された結果である。したがって、反乗っ取り法制の整備によって、乗っ取りが規制されるなら、株式持合による企業集団の存在理由は弱まると思われる。そのために、米国の反乗っ取り法の研究は、おおいに役立つと思われる。なお、米国では、会社法が州ごとに異なる。ここでは、ニューヨーク事業会社法を中心に研究したが、今後、その他の州の会社法中の反乗っ取り法の研究を進めるつもりである。

注

- (1) 奥村 宏著「法人資本主義の運命」東洋経済新報社 一九九五年六月発行
- (2) マーク J. ロー著 北條裕雄・松尾順介監訳「アメリカの企業統治」一九九六年四月 東洋経済新報社 発行 V 頁 日本語版への序文
- (3) McKinney's Consolidated Laws of New York, Annotated, Book 6

Business Corporation Law, Section 801 to end p.89

(4) *ibid.* p.88

(5) *ibid.* p.85 第四項は、受益株主 (Beneficial owner) を定義する項で、実際に株式を所有している株主だけでなく、その協力者 (affiliate)、共同者 (associate) とともに、あるいは、それらの人びとを通して間接に株式を所有する人も含めるとしている。

(6) (3) の法律書の裏表紙の内側に取り付けられたポケットに収納された小冊子で、一九八六年以後の改正条項を解説つきで掲載してある。追録ポケット本の百十九頁〜百二十頁 1998 Cumulative Pocket Part p.119〜p.120