

# 企業価値研究会 企業価値報告書(概要)

1. 日本の企業社会の構造変化 (p1)
2. ルールなき弊害 (p2)
3. 世界のM&A市場と米国、EU、そして日本におけるM&Aルール (p3)
4. 企業価値向上のための公正なルール (p6)
  - (1) 日本において欧米並みの防衛策を導入する上での法制度上の課題 (p7)
  - (2) 防衛策の合理性の判断基準 (p8)
  - (3) 防衛策の合理性を高め、市場から支持を得るための3つの条件 (p9)
5. 企業価値指針の尊重が生み出す日本の企業社会の変化 (p11)
6. 制度改革の手順 (p12)

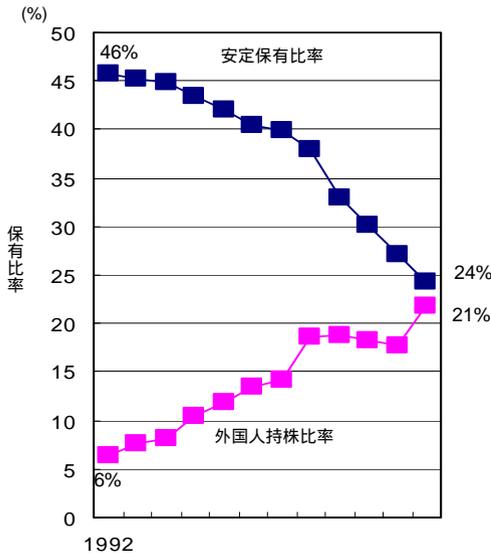
平成 17 年 5 月  
経 済 産 業 省

# 1. 日本の企業社会の構造変化

日本の企業社会の構造は、この10年で、持合の解消、会社は株主のものという意識の浸透など、大きく変化。このため、友好的買収のみならず、敵対的な買収も含め、大買収時代を迎えようとしている。

## 【日本の企業社会における構造変化】

### 株式持合の解消



出所:「株式持ち合い状況調査2003年度版」ニッセイ基礎研究所及び全国証券取引所による平成16年度株式分布状況調査より経済産業省が作成

### 時価総額の格差

#### 【日米時価総額格差】

・米国の時価総額は日本の約4倍

#### （個別企業別）

|          |                |     |
|----------|----------------|-----|
| ・ファイザー   | 30兆円 - 武田薬品    | 4兆円 |
| ・P&G     | 15兆円 - 花王      | 2兆円 |
| ・ウォルマート  | 24兆円 - セブンイレブン | 3兆円 |
| ・マイクロソフト | 33兆円 - キヤノン    | 5兆円 |

#### 【国内企業における業種間格差】

・国内企業間でも業種間で時価総額の格差は大きい。

#### （新興企業）

|        |                   |         |
|--------|-------------------|---------|
| ・ヤフー   | 4兆円 - 東京電力        | 3.5兆円   |
| ・楽天    | 1兆円 - 三菱重工        | 9,600億円 |
| ・ライブドア | 2,300億円 - 石川島播磨重工 | 2,200億円 |

#### （重厚長大産業）

### 「会社は誰のものか」や「買収」に対する意識の変化

#### 【「会社は誰のものか」という意識の変化】

(1995年の調査)

・回答者の97%が「ステークホルダーすべてのもの」と回答。

(2005年の調査)

・企業経営者及び機関投資家を対象にしたアンケートによると、回答者の約9割が「会社は株主のもの」と回答している。

#### 【買収に対する意識の変化】

・会社員を対象としたアンケートによると、回答者の約8割は外資による買収であったとしても、企業価値を高めてくれるのであれば構わないと回答している。

企業社会の構造変化を受けて、敵対的買収に対する懸念が増大している。

## 2. ルールなき弊害

しかしながら、日本では、敵対的買収に関する公正な攻撃方法や公正な防衛方法に関するコンセンサスがな  
 こうした「ルール不在の状況」を放置すれば、強圧的な買収攻撃や過剰防衛が繰り返され、また、過小防衛によって企業価値を損なう可能性がある。

### 【強圧的買収の例】 ソニー vs. SPJ

【TOB前のソニーの状況】

- ・各種繊維製品の染色加工
- ・無借金経営で、約200億円の流動資産を保有
- ・株価898円(TOB直前)、時価総額約100億円

03年春 SPJがソニーの経営者に友好的な買収を提案。

ソニー経営陣は拒否

- 12月19日 SPJが敵対的TOBを開始(1株1,150円)
- ・ソニーのホワイトナイト(NIF)が対抗TOBを実施。
  - ・SPJが買付価格を引き上げ(1株1,550円)、NIFは撤退。
- 2月16日・ソニーが株主配当を13円から200円に増額。  
 ・ソニーの株価が2,000円まで急騰。SPJは撤退。
- ・増配によるソニーの想定支出:約30億円(内部蓄積の約2割弱)
  - ・配当、株売却によるSPJの想定利益:約20億円

あわてて対応すると  
内部蓄積の流出を余儀なくされる。

### 【過剰防衛の例】 ニッポン放送 vs. ライブドア

【ニッポン放送の概要】

- ・ラジオ放送業
- ・フジ・サンケイグループの中核企業
- ・株価5940円(ライブドア買付当時)、時価総額2600億円

05年2月8日 ライブドアが時間外取引でニッポン放送の株を3割強取得(6050円で買収)

- 2月23日 ニッポン放送がフジテレビに新株予約権の割当てを公表(発行されればフジテレビの保有比率が6割強に)
- 2月24日 ライブドアが新株予約権の発行差し止め仮処分を東京地裁に申請

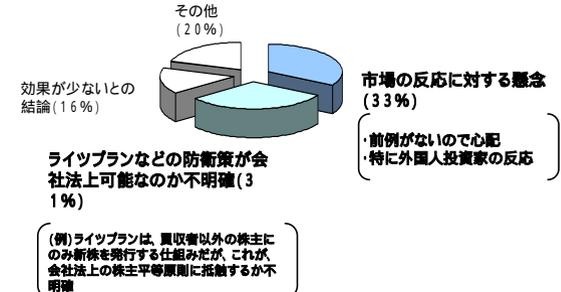
3月23日 東京高裁はライブドアの主張を認め、新株予約権の発行差し止めの仮処分を決定

過剰な防衛策を講じると  
裁判で違法とされる場合がある。

### 【過小防衛の懸念】

日本企業の多くは、ライツプランなどの防衛策について、「会社法上できないのではないか」、「市場の反発を招き株価が下落するのではないか」を心配して、導入を躊躇している。

### 自衛策の導入に踏み切れていない理由 (平成16年9月 経済産業省調べ)



強圧的な買収などに対して適切な防衛策を講じることができず、企業価値を損なうおそれがある。

日本においても、企業価値を高める敵対的買収には機能せず、企業価値を損なう敵対的買収は排除できる公正なルールの確立が求められている。

### 3. 世界のM&A市場と米国、EU、そして日本におけるM&Aルール

#### まずは、米国（80年代～）

80年代、第4期M&Aブームの中、敵対的買収が増加。奇襲攻撃、過剰防衛による混乱状況に。

司法判断、機関投資家のチェックによって、過剰防衛は淘汰。

こうした中で、ライツプランが最も合理的な防衛策として普及。

20年かけて、ライツプランを中心とした敵対的買収に関する公正なルールを形成。

#### 次に EU（90年代～）

90年代、EU市場統合を契機として、企業買収に関するルールの統一に着手。

米国で第5期M&Aブームを迎える中、欧州でも通貨統合を契機としてM&Aブームに。敵対的買収も増加。

2004年に「企業買収指令」を策定。全部買付義務を主としたTOBルールは各国強制適用。しかし、防衛策については、米国とのイコールフットイングを考慮に入れて、各国の裁量に委ねられることに。

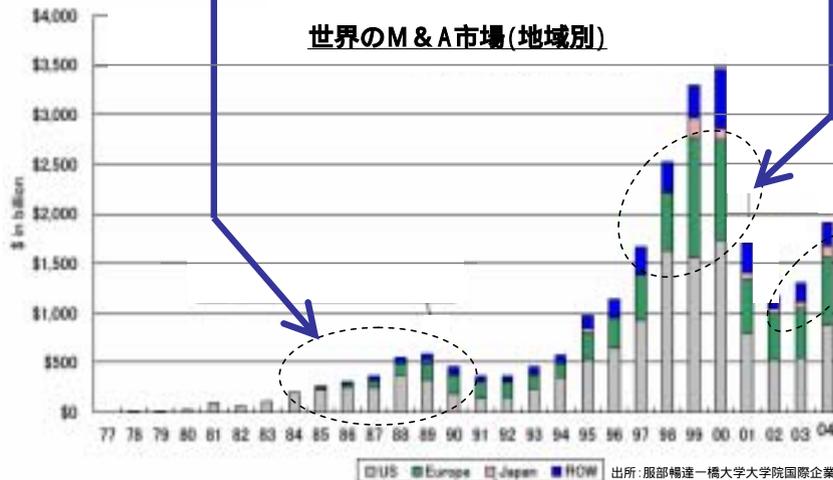
・約10年かけて、TOBルールを軸とした敵対的買収に関するルールを形成。  
 ・防衛策は、英国型（原則禁止）、ドイツ型（監査役会の承認により導入）、大陸諸国型（株主総会の承認により黄金株、複数議決権株式を導入）の3類型。

#### そして 日本（2000年代～）

90年代後半以降、友好的な産業再編型M&Aがブームに。

株式持合の解消、時価総額格差の拡大といった構造変化を背景に、敵対的買収に対する脅威も増大。

・大買収時代を前に、日本では、敵対的買収に関する公正なルールが不在。  
 ・現状のままでは、強圧的な攻撃、過剰防衛、過少防衛の懸念あり。



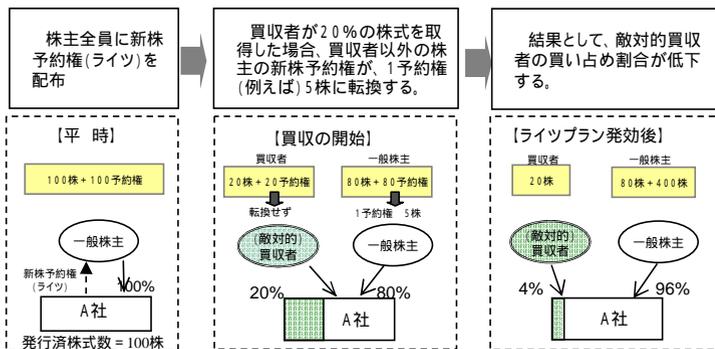
出所：服部暢達一橋大学大学院国際企業戦略研究科助教講演資料

# [欧米が採用している企業買収防衛の規律]

## 米国企業の対応

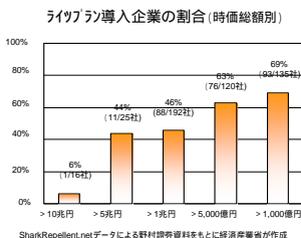
### ライツプラン（株主に権利を与える仕組みのこと）

買収者が一定割合の株式を買い占めた場合、買収者以外の株主に自動的に新株が発行され、買収者の株式取得割合を低下させる仕組み（いわゆるポイズンピル）。



- ・ライツプランがあると買収者は株の買い占めを行うことができないので、買収者はライツプラン（新株予約権）を消すよう経営者と交渉せざるを得なくなる。
- ・3週間で決着するTOBと異なり、この交渉は数ヶ月以上に及ぶ。
- ・現経営陣が、買収者よりも優れた経営を展開できることを株主に訴えかける十分な時間と機会を得ることができる。
- ・最終的には、委任状合戦で決着がつく。

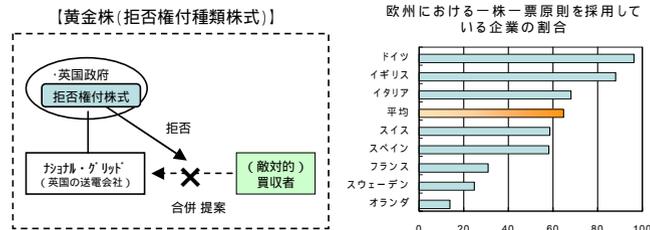
【導入状況】 米国企業の約6割が導入。時価総額1,000億円から5,000億円程度の企業の場合、約7割が採用。  
 【主な導入企業】 デル、ヤフー、ゴールドマン・サックス、モトローラなど  
 【主な事例】 YAHOO!  
 <ライツプラン導入に関するプレスリリース>  
 「ライツプランは、威圧的な買収や全ての株主に公正かつ適当な買収価格と条件を示さない買収を防ぐために導入するものである。」



## 欧州大陸諸国（フランスなど）の対応

### 黄金株、複数議決権株式など特殊な株式の活用

友好的な企業や創業者などに、合併や取締役の交替などに関する決定権のある種類株式（拒否権付種類株式）や複数の議決権を有する株式（複数議決権株式）を与える仕組み。



・拒否権付種類株式  
 【導入状況】 欧州各国を中心に導入。最近では日本でも活用例あり。  
 【主な導入企業】 ナショナル・グリッド（英国の送電会社）、国際石油開発（日本の石油開発の中核的企業）など

買収者は株式の買い占めに成功しても、合併をしたり、現経営陣を更迭できない。

## イギリスの対応（EUルールとして採用）

### 買収者に対する全部買付義務（TOB規制）

会社の支配権を取得する場合は、買付に対する株主の応募にすべて応じなければならない仕組み。

二段階買収（一段階目の買収で有利な価格を提示し、二段階目に不利な価格を提示する買収）のような強圧的買収を規制。

【導入状況】 英国、ドイツで導入。EUの企業買収指令により導入。

## [各国の法制度比較]

欧米諸国には、法制度面でのアプローチは異なるものの、敵対的買収に対する何らかのルールが存在。

- ・英 国 入口規制のみ（防衛策は禁止）
- ・ドイツ 入口規制 + 監査役会の承認を受けた防衛策
- ・大陸諸国 入口規制 + 黄金株、複数議決権株式など
- ・米 国 入口は緩やかだが、ライツプランなどの防衛策が発達

一方で、日本では、入口規制もなく、防衛策も発達していない状況。

|                  | 買収者に対する入口規制<br>(TOBルール、主に証取法)                        | 企業の防衛策<br>(主に会社法) |
|------------------|--|-------------------|
| 英国               | (全部買付義務)   | ×<br>原則禁止         |
| ドイツ              | (全部買付義務)   | 監査役会の承認があれば可能     |
| 大陸諸国<br>(フランスなど) | (全部買付義務)   | 黄金株、複数議決権株式など     |
| EU               | (全部買付義務)   | ×<br>原則禁止         |
| 米国               | (州規制法)<br>事業結合規制法: 33州<br>公正価格法: 27州<br>支配株式取得法: 27州 | ライツプランなど          |
| 日本               | ×<br>(全部買付義務×、州規制法×)                                 | ?                 |

問題点1: 強圧的買収が可能

問題点2: 過剰防衛が可能

## 4. 企業価値向上のための公正なルール

### 合理的な防衛策確立のための3つの論点

#### 欧米並みの防衛策を導入する上での法制度上の課題

現行商法においても欧米並みの防衛策は導入可能。  
会社法制の現代化で選択肢が拡大。  
それ故に、開示制度の創設が急務。

#### 防衛策の合理性の判断基準

株主平等原則や資金調達目的の有無で判断することは適当ではない。  
防衛策の合理性は「企業価値基準」で判断すべき。

#### 防衛策の合理性を高め、市場から支持を得るための3つの条件

平時から導入し、内容を開示する。  
委任状合戦で消却可能な設計にする。  
有事において取締役の恣意的判断がなされないようにする。

- 独立社外チェック型
- 客観的解除要件設定型
- 株主総会授權型

## (1)日本において欧米並みの防衛策を導入する上での法制度上の課題

欧米並みの防衛策は、現行商法の下でも導入可能である。また、会社法制の現代化により防衛策の選択肢が広がる。しかし、我が国では防衛策の開示制度は整備されていない。開示制度は、株主や投資家あるいは買収者が、防衛策導入の有無やその内容に応じて適切な行動をとるための基礎を提供するため、その整備が急がれる。

### [法制度について]

#### 1. 現行商法の下でも防衛策の導入は可能である

**ライツプランは、新株予約権を活用すれば導入できる。**

一定割合の株式を買い占めた買収者以外の株主に新株が自動的に発行され、買収者の議決権を希釈化する仕組み。

**黄金株は、種類株式を活用すれば導入できる。**

合併など重要事項に関して拒否権を有する株式を友好的第三者に発行する仕組み。

**複数議決権株式は、種類株式の単元株制度を活用すれば導入できる。**

創業者等の特定の株主が複数の議決権を持つ仕組み。

#### 2. 会社法制の現代化により防衛策の選択肢が広がる

**ライツプラン**

新株を対価として強制転換が可能に。

**強制転換条項付株式**

ライツプランに随伴性を付与することが可能に。

**黄金株**

譲渡制限が可能に。

しかし、  
開示制度は  
未整備

### [適切なルールの創設]

#### 1. 開示ルール

会社法令で開示を義務付け  
法務省

証券取引所における開示の義務付け  
4月に東京証券取引所などが防衛策に関する留意事項を公表。年内に制度化予定。

#### 2. 公正な防衛を促し過剰な防衛を規制するためのルール

ガイドラインの策定  
経済産業省・法務省、5月27日公表(「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」)。

証券取引所の上場規則  
4月に東京証券取引所などが防衛策導入に関する留意事項を公表。年内に制度化予定。

## (2) 防衛策の合理性の判断基準

---

### 1. 防衛策と株主平等原則との関係

企業価値を高めるために合理的な範囲内で利用される防衛策は株主平等原則に違反しない。

### 2. 防衛策と主要目的ルールとの関係

資金調達目的の有無だけで不公正か否かを判断することは不相当。「企業価値基準」より明確化すべき。

### 3. 防衛策の合理性は企業価値基準で判断

企業価値に対する脅威と防衛策の相当性で判断。

敵対的買収により企業価値が損なわれる脅威があること

【構造上強圧的な買収類型】 グリーンメール / 二段階買収

【代替案喪失類型】 経営者にホワイトナイトを探したり新たな経営提案を与える時間を与えない買収

【株主誤信類型】 株主が十分な情報がないままに、誤信して買収に応じてしまう買収

脅威に対しての防衛策が過剰でないこと

【強圧性がない】 特定の株主だけを優遇してはならない。

【排除性がない】 買収者の代替的な攻撃方法を排除してはならない。委任状合戦の遅延を目的とする措置を講じない。

慎重かつ適切な経営判断プロセスの確保

【検討に要した時間】 買収提案の分析・検討に要した時間が十分か

【外部専門家の分析】 外部専門家(弁護士やフィナンシャル・アドバイザーなど)による買収提案の分析が十分か

【第三者の関与】 社外取締役や社外監査役が十分関与したか

### (3) 防衛策の合理性を高め、市場から支持を得るための3つの条件

平時導入時

#### 【第1段階】 まずは平時に導入し、開示を行い、説明責任を全うする

平時に導入して、開示を行い、株主、投資家、将来の買収者の予見可能性を高める。  
経営戦略(財務改革、事業改革)とパッケージで提案し、株主、投資家、ステークホルダーの理解と納得を得る。

防衛策の設計

#### 【第2段階】 防衛策は1回の株主総会の決定次第で消却が可能な設計にする

買収者が**委任状合戦**で取締役会の過半数を占めれば、防衛策を消却可能とする

米国は2年の委任状合戦  
(3年任期、期差効果あり、解任制限)

日本は1年の委任状合戦  
(1・2年任期、期差効果なし・解任制限×)

#### 【第3段階】 経営者の保身ではないことを明らかにするための機能を追加する

取締役会決議で導入する場合

有事における維持・解除の是非を  
**独立性の高い社外取締役・社外  
監査役**の判断を重視

【独立社外チェック型】

(独立社外チェックの具体例)

独立性の高い社外取締役(社外監査役)からなる特別委員会が弁護士など外部専門家の分析・助言を基に消却・維持の意思決定に關与する

米国企業型

取締役会決議で導入する場合

企業価値を高める買収提案  
なら**自動的**に解除

【客観的解除要件設定型】

(解除要件の例)

株主に対する十分な情報、経営者に対する代替提案を提示する期間を提供した場合  
全株式・現金対価の買収で、外部専門家の分析を基に、社外取締役が意思決定に關与する

米国修正型

株主総会特別決議で導入する場合

導入時に**株主総会で授權**された  
消却プロセスで判断

【株主総会授權型】

(株主承認の例)

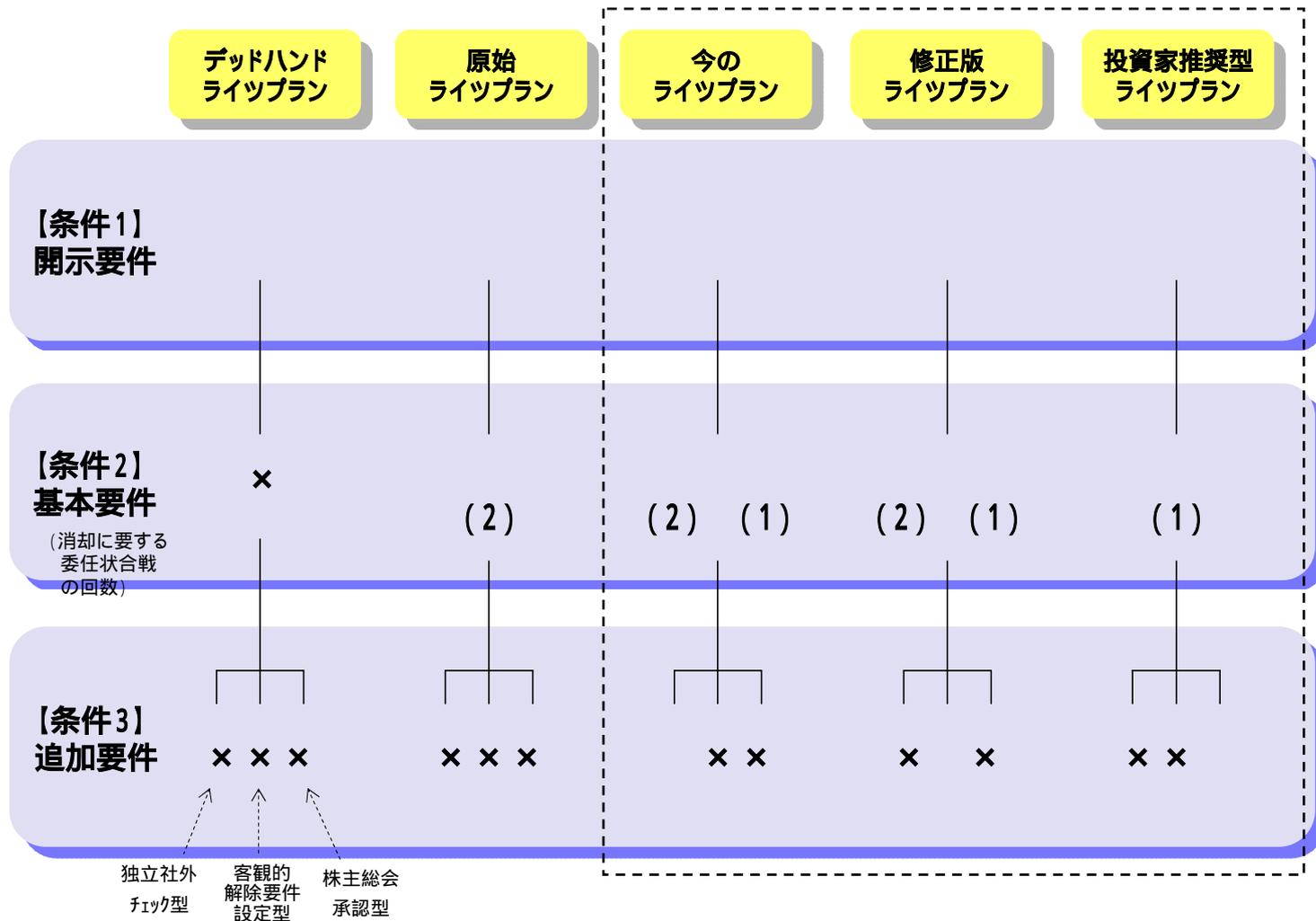
株主総会で定款変更の承認を得る。有事の際には定款で定めた消却基準(判断基準、プロセスなど)に従って防衛策の消却判断を行う。

機関投資家推奨型

有事における発動時

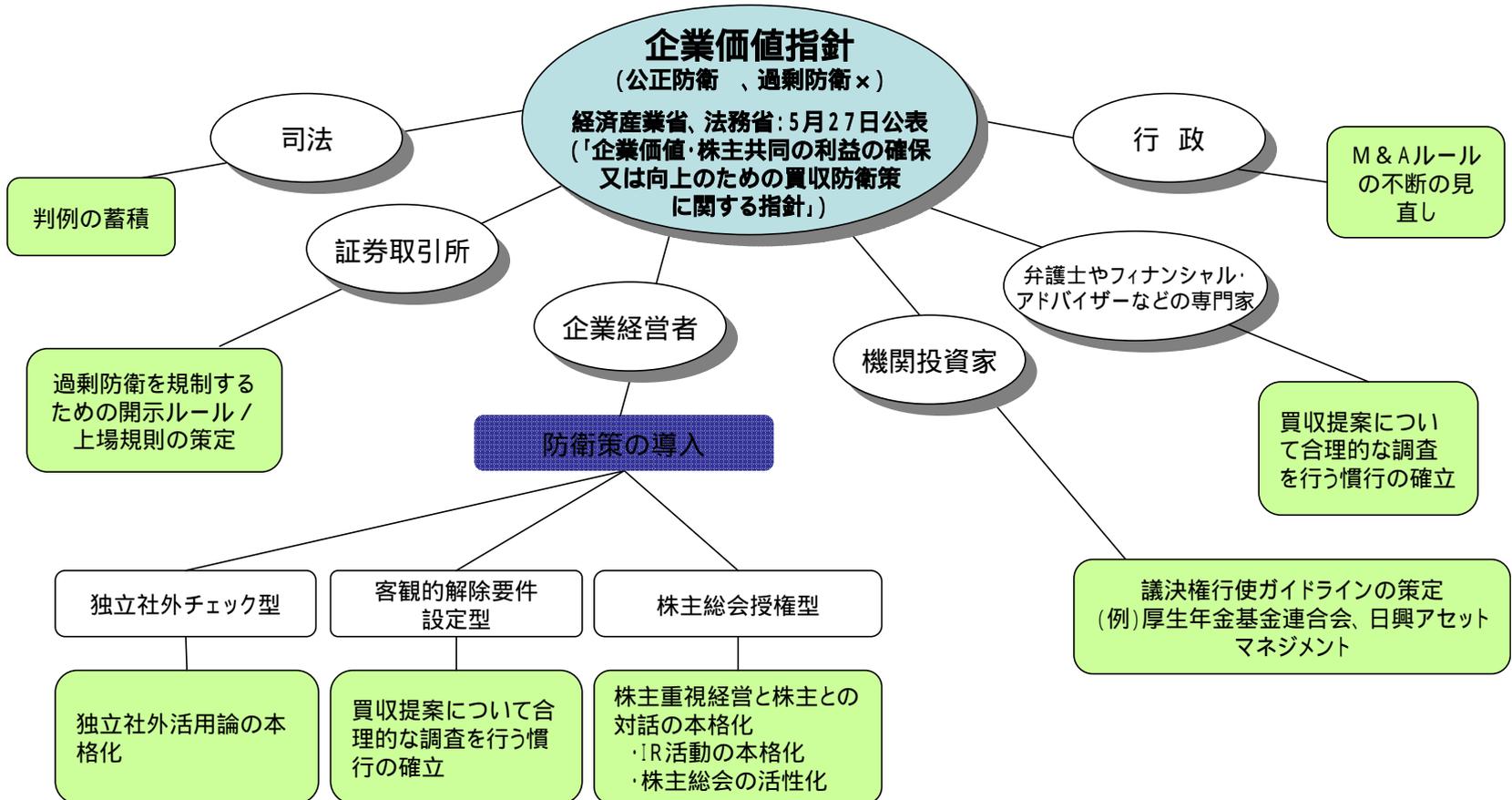
(参考) 日本の防衛策のスタート地点

[より合理性が高く投資家からも支持を得る方策からスタート]



## 5. 企業価値指針の尊重が生み出す日本の企業社会の変化

企業価値指針が、経営者、株主、投資家、証券取引所、弁護士やフィナンシャル・アドバイザーなどの実務家に尊重され、必要に応じて速やかに改訂されていくことで、日本の企業社会の行動規範が生まれ、これが日本の企業社会に変化をもたらす。



## 6. 制度改革の手順

### 第一段階: 過剰防衛防止、正当防衛容認

#### 1. 開示ルール

会社法令で開示を義務付け  
法務省(早急に)

証券取引所における開示の義務付け  
4月に東京証券取引所などが防衛策に関する留意事項を公表。年内に制度化。

#### 2. 公正な防衛を促し過剰防衛を規制するためのルール

##### ガイドラインの策定

経済産業省・法務省、5月27日公表(「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」)。

##### 証券取引所の上場規則

4月に東京証券取引所などが防衛策導入に関する留意事項を公表。年内に制度化。

#### 3. 会社法制の現代化

##### 会社法案等の審議

3月に国会提出。5月に衆議院で修正議決され、現在、参議院で審議中。

### 第二段階: 強圧的買収への対応

1. EU、英国のように全部買付義務を採用すべきか否か

2. 米国のように事業結合規制法等を採用すべきか否か

3. その他TOBルールの見直し