

# 企業価値研究会 企業価値報告書 ( 要 約 )

平成 1 7 年 5 月 2 7 日  
経 済 産 業 省  
経済産業政策局産業組織課

企業価値研究会（座長：神田秀樹東京大学教授）は、昨年9月から、企業価値向上につながる公正な敵対的買収防衛策のあり方について検討を行ってきた。研究会は、企業価値向上、グローバルスタンダード、内外無差別、選択肢拡大という4つの原則を踏まえながら検討を重ね、去る4月22日に「論点公開 ～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」を公表した。この論点公開に関しては、公表と同時にパブリックコメントの手続きを行い、19者、69件の意見が寄せられた他、パブリックコメント以外にも内外から多くのコメントを頂いた。企業価値研究会は、こうした意見を踏まえ、論点公開について再度検討し、必要な修正を加え、ここに「企業価値報告書」を公表する。

## 1．ルールなき弊害

日本においては、敵対的M&Aに対する経験が少ないこともあり、何が公正な攻撃方法で何が公正な防衛方法なのかといった点について、企業社会におけるコンセンサスが形成されていない。これを放置すれば、奇襲攻撃や過剰防衛が繰り返され、また、公正な防衛策の導入も躊躇され、企業価値を損なう買収提案を排除できない可能性（過少防衛）もある。したがって、敵対的買収に関して、企業社会における公正なルール形成を急ぐ必要がある。

## 2．欧米の経験

米国では、80年代以降のM&Aブーム以降、20年という月日をかけて、ライツプランを中心とした敵対的買収に関するルールを形成した。欧州でも、EU統合を契機として、約10年かけて、TOBルールを軸としたM&Aに関する統一ルールを形成した。制度的なアプローチは異なるものの、欧米に共通することは、企業価値を損なう敵対的買収を排除し、企業価値を高める敵対的買収には機能しないようなルールを確立している点にある。欧米の経験は、大買収時代を迎える日本にとって大いに示唆に富む。

### 3 . 日本で確立すべき敵対的買収に関する公正なルール

今後、日本でも、敵対的買収が増え、防衛策を導入する企業も増加すると見込まれるが、敵対的買収に関する公正なルールとして、以下の3つを提示する。

- (1) 会社法制上、欧米並みの防衛策（ライツプランや黄金株など）は導入可能であることから、防衛策に関する開示ルールの整備を急ぐ。
- (2) 防衛策の是非は、「企業価値基準」（企業価値への脅威の存在、防衛策の過剰性、取締役会の慎重かつ適切な行動）で判断する。
- (3) 過剰防衛を排除し、企業価値を高める合理的な防衛策となるよう、以下の原則を満たす。

防衛策は平時に導入してその内容を開示、説明責任を全うする。

防衛策は1回の株主総会の決定（委任状合戦の結果）次第で消却が可能なものとする。

有事における取締役会の判断が「保身目的」にならないよう、少なくとも以下のいずれかを満たすよう工夫する。

#### ・独立社外チェック型

- 防衛策の維持・解除に関する判断について、独立性の高い社外取締役や社外監査役などの判断を重視する仕組み

#### ・客観的解除要件設定型

- 防衛策の扱いに関して防衛策の解除要件（交渉期間や判断権者など）を予め極力客観的に設定し、買収提案に応じるか否かの判断をTOBによって株主に委ねたり、企業価値を高める可能性が高い買収への抵抗力を弱める仕組み

#### ・株主総会授権型

- 平時に防衛策を導入する時点で株主総会の承認を受け、有事における防衛策の消却方法（取締役会の判断基準や判断プロセスなど）について株主から授権を得る仕組み

### 4 . 日本の企業社会に期待される変化

政府は、会社法に基づく開示ルールを整備するとともに、日本の企業社会の関係者が尊重するルールとして、敵対的買収防衛策に関する指針（企業価値指針）を早急に策定すべきである。

日本の企業社会では株主重視の考え方や独立性の高い社外取締役が普及していないなど、企業社会のインフラが未整備で、防衛策が経営者の保身として濫用されかねないとの懸念もあるが、日本の企業社会の関係者が指針に準拠した行動をとることにより、企業社会のインフラの整備が進むだろう。