

企 業 価 値 報 告 書

～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～

平成17年5月27日

企業価値研究会

企業価値報告書 ～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～

目 次

はじめに	・・・ 4
第1章 日本におけるM&A市場の今後と課題	・・・ 8
1. 世界のM&A市場の形成 ～米国、EU、そして日本へ～	・・・ 8
2. 敵対的M&Aの現状	・・・ 10
3. 日本におけるM&Aはこれまでどう変わり、これからどう変わるか	・・・ 11
4. 敵対的M&Aに関する公正なルールの不在	・・・ 14
(1) 日本の企業社会の構造変化	・・・ 14
(2) 敵対的買収に対する脅威の高まり	・・・ 19
(3) ルールなき弊害	・・・ 20
5. 企業価値研究会の問題意識 ～敵対的買収に関する公正なルール形成～	・・・ 23
第2章 敵対的M&Aと防衛策の手法と経済的な効果	・・・ 24
第1節 敵対的M&Aの手法と法制度	・・・ 24
1. M&Aとは	・・・ 24
(1) 合併、株式交換、三角合併	・・・ 24
(2) 新株引受と営業譲渡	・・・ 26
(3) 買収	・・・ 27
2. 敵対的M&Aの手法	・・・ 28
3. 敵対的買収と防衛策を取り巻く法制度	・・・ 29
第2節 敵対的買収と防衛策の効果と弊害	
(敵対的買収と防衛策の経済学)	・・・ 30
1. 敵対的買収の企業改革促進効果	・・・ 31
2. 敵対的買収による弊害の類型	・・・ 31
(1) 構造上強圧的な買収	・・・ 32
(2) 代替案喪失と株主誤信	・・・ 33
3. 敵対的買収と企業価値	・・・ 34
4. 経済合理的な買収防衛策となるための条件	・・・ 37
第3章 欧米における敵対的買収に関するルール	・・・ 39
第1節 欧州における敵対的買収防衛策	・・・ 40
1. 英国における企業買収ルール	・・・ 40
2. ドイツの新たなアプローチ	・・・ 42
3. 黄金株、複数議決権株式等の特殊な株式の活用	・・・ 43

4. EU企業買収指令	・・・44
第2節 米国における敵対的買収防衛策	・・・46
1. M&A先進国の米国で開発された多様な防衛策	・・・46
2. 過剰防衛を淘汰した司法の判断	・・・48
3. 機関投資家の防衛策に対する評価基準	・・・54
4. ライツプラン	・・・58
（1）ライツプランとは	・・・58
（2）敵対的買収局面におけるライツプランの働き	・・・59
（3）ライツプラン、3つの効果	・・・59
（4）減少しつつあるとはいえ米国企業の過半数がライツプランを導入	・・・62
（5）ライツプランの修正と進化	・・・63
5. 米国における経験から日本が得られる示唆	・・・65
第4章 日本で確立すべきこと ～企業価値向上のための公正なルール～	・・・74
第1節 [法制度] 日本において欧米並みの防衛策を導入することは可能か	・・・75
1. 日本において導入可能な防衛策	・・・76
（1）ライツプラン	・・・76
（2）いわゆる黄金株や複数議決権株式	・・・78
（3）定款変更による防衛策	・・・78
2. そこで防衛策に関する開示制度の創設が必要である	・・・79
（1）営業報告書での開示を義務付ける	・・・80
（2）証券取引所の開示ルールの見直しを期待する	・・・80
第2節 [基準] 防衛策の合理性はどのような基準で判断すべきか	・・・81
1. 買収防衛策と株主平等原則の関係	・・・81
2. 買収防衛策と主要目的ルールとの関係	・・・82
3. 防衛策の濫用を防ぎ合理性を確保するための「企業価値基準」の確立	・・・83
（1）敵対的買収が会社に及ぼす脅威の範囲	・・・84
（2）防衛策の過剰性の判断基準	・・・85
（3）慎重かつ適切な経営判断プロセスの重視	・・・86
第3節 [工夫] 防衛策の合理性を高め、市場から支持を得るための工夫	・・・87
1. 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	・・・88
2. 防衛策は1回の株主総会の決定次第で消却が可能なものとする	・・・89
3. 有事における判断が「保身目的」にならないよう最大限の工夫をする	・・・91
（1）独立社外チェック型 ～米国の主流～	・・・92
（2）客観的解除要件設定型	・・・95
（3）株主総会授権型 ～機関投資家が推奨する類型～	・・・97
第4節 企業価値指針の策定と残された制度改革	・・・98
第5章 日本の企業社会のインフラ	・・・101

1. 日本の企業社会に期待される変化	・・・101
2. 長期的な企業価値向上に向けたコンセンサスの形成	・・・105
おわりに	・・・107
添付1：企業価値研究会 委員名簿	・・・108
添付2：企業価値研究会における調査事項	・・・109
添付3：企業価値研究会 審議経過	・・・110
参考資料1 米国企業における防衛策の導入状況	・・・112
参考資料2－① ライツプランの類型について	・・・119
参考資料2－② 新株予約権を用いた敵対的買収防衛策に関する原則的な 課税関係について（法人税・所得税関係）	・・・124

はじめに

日本の企業社会の構造は大きく変わりつつある。持合の解消が進み、会社は株主のものとする考え方や株主の声に十分配慮した経営が浸透し、また、敵対的買収や外資に対する理解も深まりつつある。こうした中で、企業買収と言えば友好的な買収、すなわち経営陣同士が合意して行うものであるとのかつての常識が崩れ、敵対的な買収も生じうる環境になりつつある。

世界的な潮流を見れば、最初に、企業支配権市場としてのM&A市場が確立したのは80年代の米国であり、その後、EU統合の中で90年代後半にEUにおいてもM&A市場が形成されるようになった。そして21世紀に入り、日本においても本格的なM&A市場が形成されつつある。

市場が経済的な効果を上げるためには、市場参加者が尊重し遵守すべき行動規範が必要とされる。特に、企業支配権市場は、通常の商品の売買市場とは異なり、数多くの利害関係者が絡み合う企業の支配権を巡る売買市場であり、公正な市場ルールが要求される。企業の価格は企業価値であり、企業価値とは企業が利益を生み出す力に基づき決まる。企業が利益を生み出す力は、経営者の能力のみならず、従業員などの人的資本の質や企業へのコミットメント、取引先企業や債権者との良好な関係、顧客の信頼、地域社会との関係などが左右する。株主はより高い企業価値を生み出す経営者を選択し、経営者はその期待に応じて多様なステークホルダーとの良好な関係を築くことによって企業価値向上を実現する。敵対的な買収の局面で問われるのは、買収者、経営者のどちらがステークホルダーとの関係も考慮に入れた上でより高い企業価値を生み出すことができるかという点に他ならない。企業の支配権については、通常の商品に比べれば、格段に豊富な情報が株主に提供されないと、正しい選択を行うことが難しく、また、誤った選択をした場合の経済的・社会的損失が大きい。企業価値を損ねる敵対的買収を排除し、企業価値を向上する敵対的買収には機能しないような防衛策のルールが望まれる所以である。

企業支配権市場における世界共通のルールとしては公開買付（TOB）ルールがあり、買収者に対して買収価格を公平に全ての株主に提供することを求めている。これに加えて、米国やEUにおいては、敵対的なM&Aをも射程に入れたルール形成がなされ、奇襲攻撃や過剰防衛を防止するメカニズムが確立しつつある。英国では、全部買付義務を課して弊害が大きい二段階買収を入り口段階で規制している。ドイツでは、全部買付義務に加えて、監査役会の承認で防衛策を導入することを認めている。欧州の大陸諸国は株主総会の承認を得た上で黄金株や複数議決権株式のような対応を講じている。EUは、各国ばらばらのルールの統一を試み、全部買付義務に関しては域内共通のルールとして導入する方針を決めた。米国では、80年代に多様な防衛策が編み出された中で、司法判断や機関投資家の

監視の結果、取締役会の決定で防衛策を導入し、独立性の高い社外取締役がその運用を監視するという慣行が確立している。各国とも、制度的な根拠は異なるが、試行錯誤や妥協を重ねながら、敵対的買収に関するルールの形成に努めている。

翻って日本は、敵対的買収に関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、企業社会の関係者が共有する行動規範が形成されていない。こうしたルール不在の状況を放置すれば、奇襲攻撃や過剰防衛が繰り返され、本来は、企業価値を向上するためのメカニズムである敵対的な買収の効果が十分発揮されないこととなる。

敵対的買収に対する防衛策は、適正に用いられれば企業価値の向上に役に立つものになる一方で、経営者の保身に使われる可能性も高い。会社法制が整備されることにより、買収防衛策として採りうる手段が増える中、緊急時に過剰な防衛策が講じられる懸念がある一方で、市場からの評価を心配して合理的な買収防衛策すらも導入できないという過小防衛の懸念もある。

それ故、企業価値研究会（座長：神田秀樹東京大学教授）の目的は、我が国の企業社会が共有すべき、敵対的買収に関する公正なルールの形成を促すことにある。

企業価値研究会は、昨年9月から活動を開始し、敵対的買収に関する知恵と経験の不足を補うべく、まずは、欧米におけるルール形成の経験を丁寧に跡づけることから作業を開始した。各国の制度的な現状、企業の動向、司法判断、機関投資家の判断など、調査事項は多岐にわたった。また、研究会の開催と平行して、経営者、実務家、機関投資家、海外の関係者と非公式に数多くの意見交換を重ねてきた。防衛策に関しては、企業社会のルールそのものであり、企業統治の議論と密接不可分であることも判明した。

企業価値研究会は、**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**を念頭に置きながら検討を進め、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。論点公開では、単に防衛策の合理的な設計のみならず、防衛策の導入の是非を契機に期待される日本の企業社会の変化の方向に関しても提案した。

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ている。また、パブリックコメント以外にも内外から多くのコメントが寄せられるとともに、期待が表明されている。欧米の経験を踏まえ株主利益にも配慮した公正なルールを提案しているとの評価や、日本の企業社会が企業統治の面で遅れているので論点公開の提案が日本の中で根付かない可能性を指摘する意見もあった。防衛策

のルールを策定する前に企業統治のルールの形成が先ではないかとの批判もある。また、東京高裁及び東京地裁は、企業価値を防衛するかどうかを争点とした事案について新たな司法判断を提示したが、その中で、平時導入・有事発動型の防衛策について公正なルール形成に期待する旨述べたことも特筆に値する。

企業価値研究会は、こうしたコメントや批判、期待を真摯に受け止め、先に公表した論点公開について再度検討し、必要な修正を加え、研究会として「**企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～**」を取りまとめ、公表する。この企業価値報告書は、100頁を超える報告になっているが、M&Aの歴史、手法、欧米のルール、日本における公正なルール、そして企業社会のあり方について、丁寧に書き下ろしている。

また、行政に対しては、本報告書に沿った「**企業価値指針**」の策定、指針改定の場の設定、防衛策に関する開示ルールの創設などの緊急を要する制度改革を急ぎ、残された検討課題にも早期に取り組むべきことを提案している。経営者や機関投資家などには、企業社会のルール形成に向けた積極的な対応も要請した。以下、企業価値報告書のポイントを紹介する。

第1章のテーマは、「日本におけるM&A市場の今後と課題」である。企業支配権市場としてのM&A市場の形成の歴史、敵対的買収の現状、日本におけるM&A市場の形成の過程を紹介し、日本の企業社会には、敵対的M&Aに関する公正なルールが不在であることが提示され、その形成を急ぐべきことが強調される。

第2章のテーマは、「敵対的M&Aと防衛策の手法と経済的な効果」である。M&A、特に敵対的M&Aに関する手法と関連する法制度を整理した上で、敵対的買収の経済効果、買収防衛策が経済合理性を満たすために兼ね備えるべき要件、すなわち、企業買収に伴う情報不足を解消するようなメカニズムが要請されることを明らかにする。

第3章のテーマは、「欧米における敵対的買収に関するルール」である。日本がこれから敵対的M&Aに関するルールを形成する上で、欧米先進国の経験は示唆に富む。英国、ドイツ、大陸諸国における多彩な考え方を紹介し、EUにおける企業買収ルール統一の試みと妥協点を紹介する。日本から見れば厳しいTOBルールが採用されており、今後の検討課題を示唆している。

次いで、米国の経験を紹介する。20年前の米国は、奇襲攻撃や過剰防衛が横行し、今の日本とよく似た状況にあったとも言われている。米国の経験に学ぶべきは、混乱の中から、司法判断や機関投資家の圧力などを受けて、過剰防衛は淘汰され、企業価値向上を基準としたルールが形成された点にある。ライツプランは米国で最も普及している防衛策であるが、その仕組みそのものもさることながら、ライツプランが司法判断や機関投資家の

チェックを受けて、どう変遷し、いかなる設計（工夫）が企業価値向上に貢献すると見られているのかがポイントである。こうした工夫は、いかなる防衛策においても応用が可能であり、日本におけるスタートポイントを設定する基準となろう。

第4章のテーマは、「日本で確立すべきこと ～企業価値向上のための公正なルール～」である。防衛策は、原則株主が判断すべきであるが、有事においては時間的・制度的な制約もあるため、取締役会の決定で行わざるをえないが、この判断が、経営者の保身ではなく企業価値向上のために行われたことを確保しなければならない。このためには、その導入から発動に至るまでのプロセスで、株主全体の利益が極力反映されるような様々な工夫をこらさねばならない。そこで、第4章では、法制度、基準、工夫の3つの側面で具体的な提案を行った。

- ①日本の会社法制上、欧米並みの防衛策が導入可能であり、それが故に防衛策の開示ルールの整備が急がれる。
- ②防衛策の是非は、企業価値基準で判断すべきであり、その内容は、企業価値や株主の適正な判断への脅威の存在と、防衛策の相当性、取締役会の慎重かつ適切な行動の3つから成る。
- ③防衛策の設計に当たっては、平時導入と開示義務、消却可能性と委任状合戦の確保、有事における経営者判断の恣意性排除のための工夫（独立社外チェック、客観的解除要件設定、株主総会授權のいずれか）の3つの要件を満たさねばならない。

行政に対しては、以上のような提案を企業価値指針として定めて、企業社会で尊重される指針として機能するよう求めるとともに、強圧的な買収への規制的な手法の是非などが今後の主な検討課題であることを提示する。

第5章のテーマは、「日本の企業社会のインフラ」である。企業社会のインフラの整備が先か、防衛策のルールが先かという議論がある。今回提示した企業価値報告書に沿って企業価値指針が策定され、それが経営者や株主、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共有され、尊重されるならば、防衛策の導入を契機にして、日本の企業社会は、企業価値を向上する上で有益な大きな変化を起こすであろう。株主重視、社外活用論、機関投資家の積極的な活動、長期的な企業価値向上に向けた経営者と投資家のコンセンサスの形成などである。

ルールなき状態から、公正なルールを共有する状態に変えることが、企業価値研究会の意図である。来るべき本格的M&A時代に備えて、この企業価値報告書が、企業、株主、投資家、行政、司法において尊重され、改訂され、進化することで、日本の企業社会の行動規範となることを期待したい。

第1章 日本におけるM&A市場の今後と課題

公開株式会社は、株式を通じて多数の者から資金を集めて、専門能力のある経営者に経営を委ねることにより、事業を効率的に展開する仕組みである。他の事業体と比較して、専門能力のある経営者に対して株主が収益向上に向けた圧力をかけることにより、経営革新が進む効果が大きく、現に会社形態の中で、公開株式会社は最も普及した組織形態となっている。公開株式会社は、株式譲渡の自由を原則としているため、現経営陣よりも優れた経営能力を有する者が株式を取得し、経営者を変更することが可能な制度となっている。そのため、市場での判断に基づいて、経営支配権が変更されることとなる。経営支配権の変更は、株式の取得によって行われるが、現経営陣の同意が得られる友好的な場合もあれば、同意が得られない敵対的な場合もある。その手法がM&A（合併（Mergers）と買収（Acquisitions））である。

M&A市場とは企業支配権の市場ということもできるが、このM&A市場は米国でまず発達し、90年代後半には欧州通貨統合を契機に欧州に、さらに、現在、日本においても形成されつつある。これに対して、日本のM&A市場を規律する制度慣行は、90年代後半に友好的なM&Aに関するルール整備が精力的になされたものの、敵対的なM&Aに関するルールの整備は不十分であり、これが混乱を招いていると言える。

1. 世界のM&A市場の形成¹ ～米国、EU、そして日本へ～

世界のM&Aの動向は、常に米国がリードしてきた。19世紀末から20世紀初頭にかけて第1期M&Aブームが起こった。様々な産業において水平的な合併が行われ、USスチール社やAT&T社、ゼネラル・モーターズ社、デュポン社、ゼネラル・エレクトリック社などの巨大企業が誕生した。20年代に第2期M&Aブームが起こり、鉄鋼、石油、電力などに続き、自動車、航空機、映画、ラジオ、電機などの産業で多くの合併が行われ、29年のブラックマンデーにより終了した。第3期のM&Aブームは60年代に起こった。USスチール社によるマラソン・オイル社の買収など、多角経営を目指した買収が多く行われ、多くのコングロマリット企業が誕生することとなった。

そして、80年代に第4期のM&Aブームが到来し、この中で現在に通じる敵対的M&Aに関するルールが形成された。この時期のM&Aは、レーガン政権により行われた規制緩和²や金融技術の発達などを背景に、LBO³という手法を活用した買収が

¹ 本章においてM&A金額については、トムソンファイナンシャル社調べ。

² 航空、銀行などの業界や公益事業分野で規制緩和がなされた。

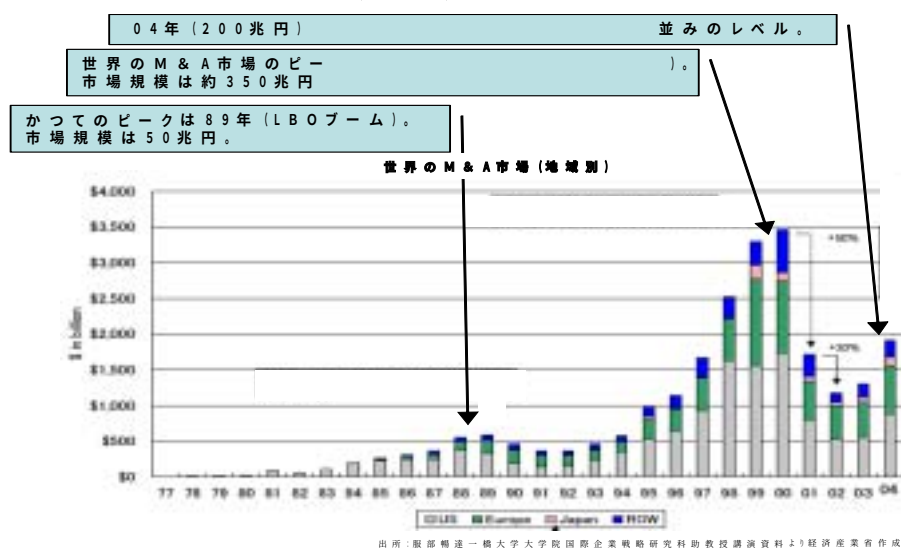
³ Leveraged Buyout の略。買収先の資産と将来のキャッシュ・フローを担保に買収金額を調達する仕組み

盛んに行われるものであった。コングロマリットディスカウントの解消を目指した事業の分割、売却が多く行われた。また、敵対的な買収が数多く行われたのもこの時期の特徴であり、強圧的な敵対的買収に対応するため、ライツプラン⁴など様々な買収防衛策が開発された。奇襲攻撃⁵、過剰防衛という混乱が生じたものの、その後の買収防衛策を巡る司法判断の積み重ねや機関投資家の圧力によって、敵対的M&Aに関するルールが共有されていったと言われている。

その後、90年代後半に第5期のM&Aブームが生じた。米国におけるITバブルが背景の一つであるが、欧州通貨統合を契機にした欧州におけるM&Aブームが重なった点も見逃せない。米国では一般的であった敵対的M&Aが、欧州企業同士でも生じるなど、米国から欧州へとM&Aの潮流が一般化した時期とも言える⁶。

世界全体で見れば、00年のM&A金額は3.5兆ドル、約350兆円となり過去最高を記録した後、ITバブルの崩壊によりいったんは減少したものの、03年以降は増加に転じ、再びM&Aブームの兆しがある。

(図1-1) 世界のM&A市場



のこと。

- ⁴ 典型的には、会社が平時に新株予約権を株主に配っておいて、敵対的買収者が例えば2割の株式を買い占めれば、買収者以外の株主に大量の株式を発行して買収者の持株比率を劇的に低下させる仕組み。詳細については第3章第2節参照。
- ⁵ 例えば、サン社が医療機器販売メーカー大手のベネトン・ディッキンソン社に対して不意に買収攻勢をかけるために、自社の子会社にベネトン社の大株主28名(総株式の35%を所有)に対して密かに株式の買い取りを提案させた。その際、株主には提案を検討する時間が与えられたが、長くて一晩、短い場合30分しか与えられなかった。(「ブルース・ワッサーズタイン「ビックディール(上)」(日経BP、95年)255頁)
- ⁶ 服部暢達「実践M&Aマネジメント」(東洋経済新報社、04年)12～14頁

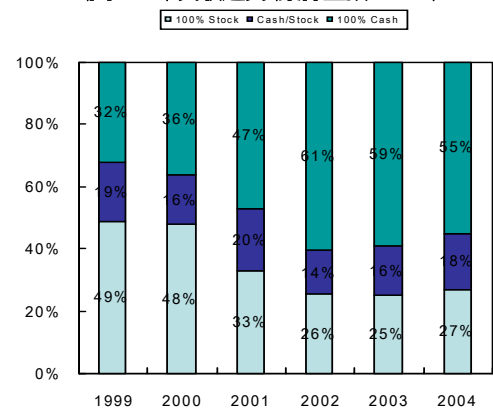
地域別に見ると、米国が4～5割、欧州が3～4割を占めているが、日本も99年以降は世界のM&A市場全体の4～6%を占めるまでになっている。M&A市場は、80年代に米国で、90年代後半に欧州で形成されたが、21世紀に入り日本⁷もM&A市場を形成しつつあると言える。日米欧と世界的にM&A市場が拡大する中で、国境を越えたM&A案件⁸も全体の約3割を占めるに至っている。案件も大型化し、買収通貨（買収する際の対価）としても、現金のみならず、株式（新会社や買収会社の株式）もよく活用されるようになっており、約5割が現金による買収、2割が現金と株式を併用した買収、残りの3割が株式による買収となっている。

（図1-2）内国案件とクロスボーダー案件



出所：服部暢達一橋大学大学院国際企業戦略研究科助教授講演資料

（図1-3）買収通貨（案件金額ベース）

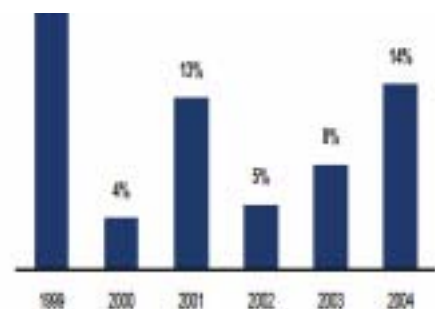


出所：服部暢達一橋大学大学院国際企業戦略研究科助教授講演資料

2. 敵対的M&Aの現状

ところで、先に述べたとおり、企業買収には、対象会社の経営陣が合意している「友好的買収」と、対象会社の経営陣が反対している「敵対的買収」がある。敵対的買収が全M&Aに占める割合は、ここ数年平均1～2割で推移しており、99年に最高額となった後⁹いったん減少したが、ここ数年は、M&A自

（図1-4）敵対的買収の全体に占める割合



出所：服部暢達一橋大学大学院国際企業戦略研究科助教授講演資料

⁷ 99年～04年の平均データ。

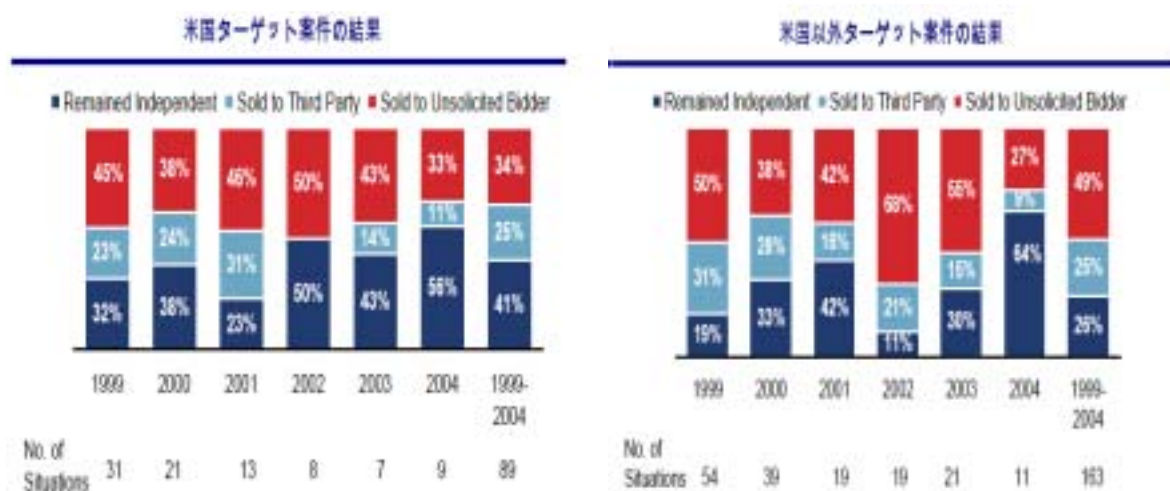
⁸ これをクロスボーダー案件という。

⁹ 99年は大型の敵対的買収案件が多く行われた年であった。例えば、英国の通信会社であるボーダフォン社によるドイツの鉄鋼会社と通信会社のコングロマリットであるマンネスマン社の買収（買収金額 2,028億ドル。史上最高の敵対的M&A案件）や米国の大手製薬会社のファイザー社によるワーナーランバート社の買収（買収金額 888億ドル）などがある。99年の敵対的買収は8,580億ドルとなり、過去最高額となった。

体の増加に伴い増加している¹⁰。

敵対的買収の成功率は、米国企業をターゲットとした場合、およそ35%が成功、40%が失敗、残りの25%が第三者（ホワイトナイト）に買収される結果となっている。欧州企業をターゲットとした場合、およそ50%が成功、25%が失敗、残りの25%が第三者（ホワイトナイト）に買収される結果となっている。欧州企業に比べ米国企業を対象とした敵対的買収の成功率が低くなっている。

(図1-5) 敵対的買収の結果



出所：服部暢達一橋大学大学院国際企業戦略研究科助教授講演資料

3. 日本におけるM&Aはこれまでどう変わり、これからどう変わるか

ここで日本のM&Aの歴史を振り返っておこう。ここ四半世紀の日本におけるM&Aの動向は、大きく分けて、バブル期、90年代後半、現在の3つの時期に区分できる。

(80年代後半 ～バブルと敵対的な株の買い占め～)

日本のM&Aは、80年代後半のバブル期に増加した。この時期のM&Aは、仕手筋による不当な株価操縦による株式の売り抜けや、いわゆるグリーンメール¹¹が横行したところに特徴がある。

¹⁰ 04年の敵対的買収は、2,620億ドル（前年比131%増）であった。

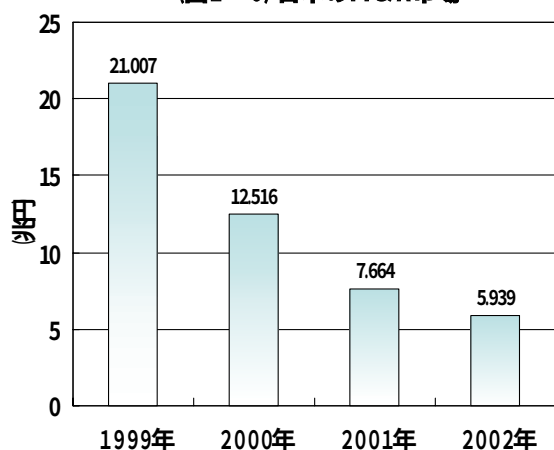
¹¹ 対象会社の株を買い占め、その株式を高値で買い戻すことを会社側に要求すること。なお、グリーンメールという名前の由来は、ドル紙幣の緑色とブラックメール（脅迫状）を連想させたものである。（野村證券株式会社IBコンサルティング部「敵対的M&A防衛マニュアル」（中央経済社、04年）20頁

これに対して、対象会社は、株式持合や、新株をホワイトナイトに発行すること（第三者割当増資）で対抗した。第三者割当増資による対抗策には判例も形成され、新株の発行が資金調達を主要な目的としたものである場合は、支配権維持が主目的とは言えず適法であるとの「主要目的ルール」が確立した。

（９０年代後半 ～産業再編型M&A～）

バブル崩壊後、日本のM&A市場は低迷したが、９０年代後半から日本でも多くのM&Aが行われるようになった。その背景には、M&Aに関する大きな制度改革が行われたことがある。持株会社の解禁¹²（９７年）や会社法制の改革¹³（９７、９９年）、企業組織再編税制の整備¹⁴（０１年）、連結納税制度¹⁵の導入（０２年）、改正産業再生法¹⁶の施行（０３年）などが典型である。この時期のM&Aは、銀行や素材産業など幅広い業種において、同業他社同士の大型再編が中心であった点、外資が関与した例もあった点、さらには、いずれも友好的なM&Aであった点が特徴である。

（図１－６）日本のM&A市場



出所：服部暢達「実践M&Aマネジメント」（東洋経済新報社、2004年）より
経済産業省作成。

（図１－７）主な産業再編

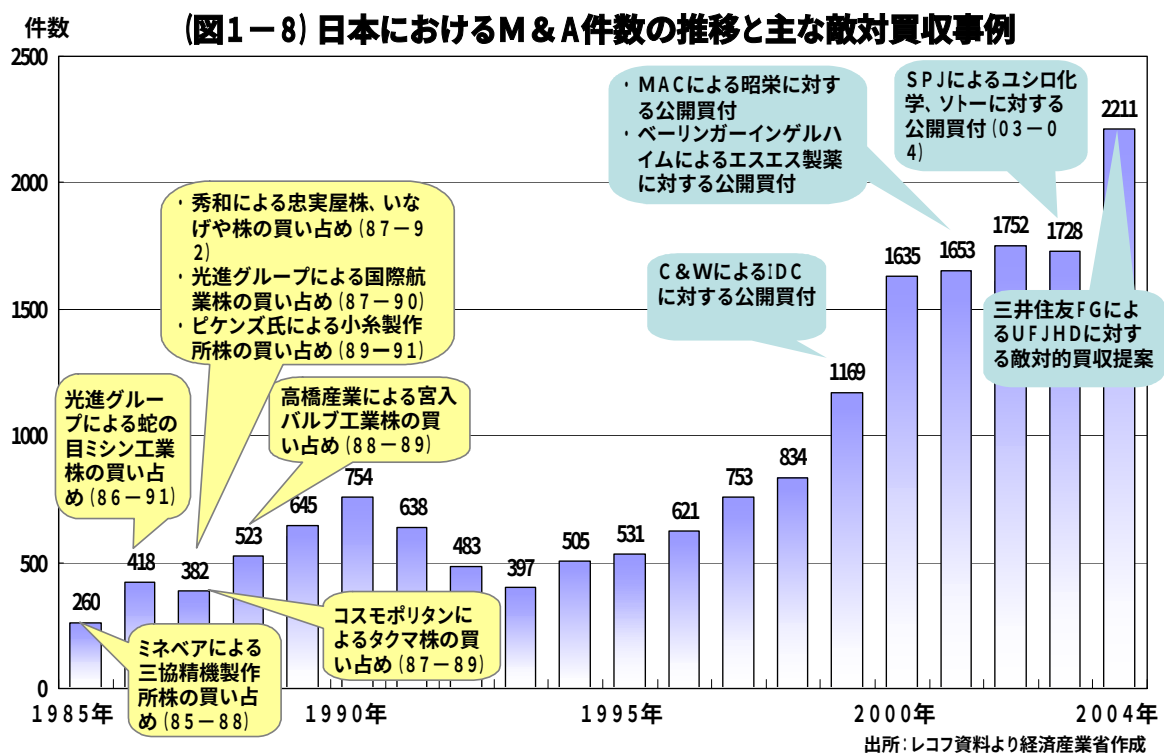
- 自動車業界
1996年以降、日産、三菱、マツダに欧米資本が参入。5大グループに集約。
- 鉄鋼業界
2002年8月のNKKと川崎製鉄の経営統合及び同年11月の新日鐵・住金・神戸連合の結成により2大グループに集約。
- 紙・パルプ業界
2001年以降、3度の大きな企業再編。2大グループに集約。
- セメント業界
1990年代に2度の大きな企業再編。3大グループに集約。
- 通信業界
1990年代後半以降、再編が加速化し、4大グループに集約。
- 流通業界
2002年以降、ウォルマートが西友を買収（02）、そごうが西武と経営統合（03）、マイカルがイオングループと統合（03）など再編が加速。
- 石油業界
1999年以降、再編が加速化し、4大グループに集約。

出所：各種資料より経済産業省作成

- 12 日本では、純粋持株会社（本業を持たずに他社の事業会社を支配する会社）の設立は、事業支配力が過度に集中するおそれがあるとして独占禁止法で禁止されていたが、９７年に解禁された。持株会社制度は、企業グループ内の再編や企業間の経営統合などに活用されている。
- 13 ９７年には合併制度の簡素化が図られ簡易合併制度などが導入された。９９年には株式交換・移転制度が導入され、完全子会社化や親会社を容易に設立できる仕組みが創設された。
- 14 ０１年の会社分割制度の導入に伴い、組織再編のための税制が整備された。これにより、グループ内や共同事業の場合、経済実態に実質的な変化がない（＝移転される資産の支配の継続がある）合併や会社分割に際して、株式の転換に伴い発生する株主課税、企業間の資産移転で発生する譲渡益課税の繰り延べが認められた。
- 15 グループ内の個々の法人の所得と欠損を通算して法人税を納める制度。
- 16 産業活力再生法（産業活力再生特別措置法）は、組織再編や増資等によりコア事業を強化することにより企業全体の生産性の向上を目指す取組みを支援する目的で９９年に制定された。さらに、０３年の改正では「過剰供給構造問題」や「過剰債務問題」に対応するため、他社から譲り受けた事業の生産性を向上させる「経営資源再活用計画」等支援対象となる取組み（計画類型）を追加するとともに、簡易組織再編の対象拡大や金銭・他社株式を対価とする合併等を認めるなど組織再編等を行いやすくするための支援措置の拡大を行った。

(00年以降 ～日本の企業社会の流動化と大買収時代の予兆～)

90年代には500件程度で推移していたM&A件数は、00年以降は大幅に増加し、04年は2,211件と10年前に比べて約4倍となった¹⁷。依然として、友好的なM&Aが主流であるものの、特にここ数年は、バブル期以降は沈静化していた敵対的な買収が増加する兆しがあるところに特徴がある。外資による非友好的な買収(01年、ベーリンガーインゲルハイム社によるエスエス製薬の買収)、外国系ファンドによる敵対的TOB(03年、スティール・パートナーズ・ジャパンによるユシロ、ソトーに対する敵対的TOB¹⁸)、国内企業による敵対的な買収提案(04年、三井住友フィナンシャルグループのUFJホールディングスに対する買収提案)、国内企業による敵対的買収(05年、ライブドアによるニッポン放送に対する敵対的買収)などである。対象企業が試みる防衛手法も、増配、種類株式(拒否権付き株式)、新株予約権の第三者割当といった具合に多様化している。



¹⁷ 「marr 2月号」株式会社 レコフ 7頁

¹⁸ Takeover Bit の略

4. 敵対的M & Aに関する公正なルールの不在

(1) 日本の企業社会の構造変化

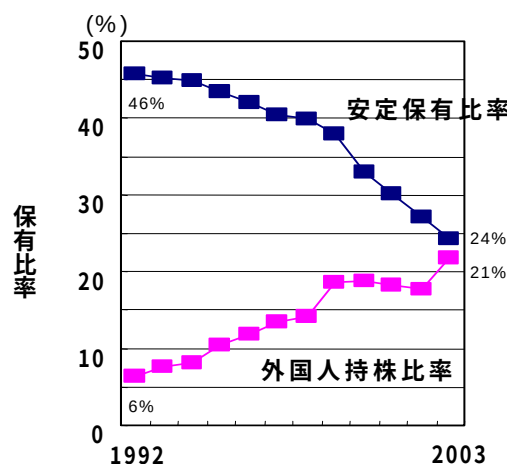
日本において敵対的買収が増加する兆しがある背景には、企業社会の構造変化があげられる。株式持合構造の劇的な解消（ここ10年間で安定保有比率が半減）、株価の内外格差（日米の時価総額格差は約4倍）や業種間格差（IT関連の振興企業群と重厚長大産業との時価総額の格差）、敵対的買収や外資による買収に対する抵抗感の減少、株主主権的な企業観の台頭の4つを指摘しておきたい。

(株式持合の解消)

海外の機関投資家から企業価値研究会に寄せられた意見の中に、日本では、株式持合が強固に機能しており、また、敵対的な買収があまり起こっていないにもかかわらず、買収防衛策を導入することは過剰ではないかというものもある。しかし、現実は大いに異なっている。

日本企業の株主構成は、安定保有比率¹⁹についてみると、92年には46%あったが、時価会計制度の導入や不良債権処理に伴う金融機関による保有株式の売却などにより、この10年間で大幅に減少し、03年には24%とほぼ半減した²⁰。その一方で外国人持株比率は、92年にはわずか6%であったが、03年には21%と大幅に増加している²¹。

(図1-9) 安定保有比率と外国人持株比率の推移



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

¹⁹ 安定保有比率とは、調査対象株式総量のうち、安定保有株式（持合株式、金融機関が保有する株式、事業会社が保有する金融機関株式、親会社などに関係会社として保有されている株式）の割合。なお、持合株式とは、2社間で相互に相手方株式を保有していることが確認された株式のことをいう。

²⁰ ニッセイ基礎研究所「株式持ち合い状況調査2003年度版」

²¹ 全国証券取引所による平成16年度株式分布状況調査

外国人持株比率については、企業や業種によって状況が大きく異なる。化学、製薬、電気機器、精密機器、保険業、不動産といった業種の時価総額上位企業では外国人持株比率が平均よりも高い。また、個別企業ごとに見ると、キヤノンやHOY Aなど外国人持株比率が5割を超えているところもある。

安定保有比率の低下により、外国人持株比率が上昇するなど株式の流動性が高まっており、敵対的買収者が株式を買い占めやすい状況になっている。

日本企業がこれまで平時に講じてきた防衛策は、株式の持合であり、敵対的買収者が高値を付けても、長期的関係を重視する安定株主は買収者に株を売ることはしなかった。しかしながら、現在では、時価よりも高い価格で買い付ける敵対的な買収者が現れた時に、なお、これに応じないとする安定株主は減少してきている。

なお、米国においても、ホワイト・スクワイヤー（白馬の従者、15%程度の株式を所有する株主）という安定株主対策があるが、これは現状維持契約²²を締結した上で行われており、有事の際にも機能するような仕組みになっている。

（時価総額の格差）

04年8月時点の日本の東京証券取引所（東証）一部上場企業の時価総額と米国ニューヨーク証券取引所上場企業の時価総額を比較すると、東証は3兆1149億ドル²³であるのに対し、米国ニューヨーク取引市場は1兆2317億ドルとなっており約4倍の格差がある²⁴。これは、更に各業種別でみると、医薬品（7.1倍）、保険（6.7倍）、食料品（6.2倍）などで格差が広がるものがある。また、個別企業ごとに見ると、例えば、武田薬品工業の時価総額が約4兆円であるのに対し、ファイザー社は約30兆円と7倍以上の差がついている²⁵。このような時価総額の格差により、外国企業による敵対的な買収の懸念や心配を表明する企業関係者が増加している。また、国内を見ても、IT関連などの新興企業と電力・機械などの伝統的企業の時価総額の格差は大きい。例えば、ヤフーの時価総額は約4兆円で、国内最大の電力会社である東京電力の時価総額（約3.5兆円）よりも高い。

²² 現状維持契約の典型的な内容としては、①株式の買い増しを制約する、②発行会社の事前の承認なしに買収提案等を行うことを禁止する、③株式の譲渡制限を行う、④株式を転売しようとする場合に発行者に対し優先買取権を付与する、などがある。

²³ 1ドル＝110円で換算。

²⁴ 当然のことながら、為替レートや日々の株価の変動で変動する。

²⁵ 04年7月8日終値ベース。

(図1-10) 日米の時価総額格差

(全体) ・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

日米間における時価総額の格差の要因としては、資本生産性の差（日米企業のP E R²⁶は、約20倍程度となっており、ほとんど差がないが、日本企業の03年度株主資本利益率²⁷（R O E）は6.6%だが、米国企業は12.5%と約2倍の格差がある²⁸。）や配当性向²⁹の低さがあげられる。

日米企業の配当性向は、94年度には日米とも38%であったが、03年度では米国が33%であるのに対し、日本は21%と10%以上の差がついている³⁰。この背景は、日本企業が純利益の伸びに応じて配当額を十分に増やしてこなかったことにある³¹。理論的には株価は配当に対して中立であるとされているが³²、増配は、その企業の財務戦略明確化のメッセージとなるため、比較的株価にプラスの影響を与えるといわれている³³。

(買収などに対する意識の変化)

かつての日本では、買収は経営危機に陥った企業を救済するために行われることが多かったため、買収に対してアレルギーを持つ者が多かった。しかし、ここ10

²⁶ 株価収益率のこと。株価を一株当たりの当期利益で除して算出する。20倍程度が適正とされている。

²⁷ 当期純利益を前期及び当期の株主資本の平均値で除したもの。株主資本（資本金、資本準備金、利益準備金及びその他剰余金の合計）を元手として、1年間でどれだけ利益を上げたかをみる企業の経営効率を測定する指標の一つ。

²⁸ (日本) 生命保険協会調べ、対象は上場・店頭企業（金融除く）。
(米国) 商務省「Quarterly Financial Report」

²⁹ 1株当たり配当額を1株当たり当期純利益で除したもの。

³⁰ 生命保険協会「平成16年度 株主への利益還元状況等について」

³¹ 日米ともに94年～03年度までの間に企業の純利益は約2.5倍になったが、配当総額は、米国企業では約2倍になっているのに対し、日本企業では約4割しか増えていない（出所：生命保険協会「平成16年度 株主への利益還元状況等について」）。

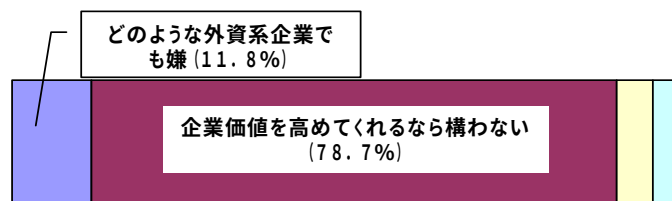
³² 日興シティグループ証券株式会社 藤田勉ディレクター作成資料（「1961年、MM理論で著名なミラー、モジリアーニ両教授は、一定の条件を満たした場合（①株式の配当、売買損益に関して、税制上の有利、不利は存在しない、②株式の売却コストが発生せず、流動性が保証されている、③株式発行コストが存在しない、④企業の投資、営業、資金調達において配当政策が影響しない、⑤経営者は剰余資金を合理的、かつ賢明に投資、又は運用する）、配当と株価は無関係であるという論文を発表した。これを『配当無関連命題』という」。具体的には、内部留保した場合の一株当たりの株式価値は、内部留保せずに配当に回した場合の一株当たりの株式価値に配当を加えたものとイコールになる。）

³³ 出所：日興シティグループ証券株式会社 藤田勉ディレクター作成資料。

年ほどでM&Aの件数が大幅に増加し買収が一般化したこと、また、日産自動車の
ように、買収の結果、企業経営の効率化が図られ再生した事例も出てきたことなど
から、買収への否定的なイメージは減少しつつある。

日本経済新聞の調査³⁴によると、従業員の78.7%が、外資による買収であっ
ても、企業価値を高めてくれるなら構わないと回答しており、買収によって一番影
響を受けることになり得る従業員であっても、外資によるものを含めて企業買収に
対するアレルギーが減少している。

**(図1-11) あなたの勤めている会社が外資系企業に買収されることになったら
どう思いますか？(対象者は会社員696名)**



出所: 2004年10月18日 日本経済新聞(朝刊) 13面

では、敵対的買収の場合はどうか。先に指摘したとおり、日本における敵対的買収は、90年代初めごろまではいわゆる「グリーンメール」や株式の取引により上昇した株価を高値で売り抜けることを目的としたものが大半であったため、「敵対的買収者＝乗っ取り屋」という否定的なイメージが大変強かった。

しかし、現在では、敵対的買収だからといって必ずしも否定的に考えられているわけではない。日本経済新聞の別の調査³⁵によると、回答者の約4割が敵対的な買収により自分の勤めている企業の経営者が代わった場合、経営方針を聞いてから対応を考えると回答しており、敵対的な買収だからといって感情的に反応をするのではなく、その経営方針が妥当なものかどうか見極めた上で判断しようとするようになってきている。

(会社は誰のものかという意識の変化)

会社をモノのように売買することについては批判があり、それに関連して、会社は誰のものか、という深遠な問いがある。

我が国の会社法制を基にして考えると、法律的には、株式会社は株主のものであることは言うまでもない。しかしながら、会社は、従業員や地域社会など、既に会

³⁴ 04年10月18日 日本経済新聞(朝刊) 13面

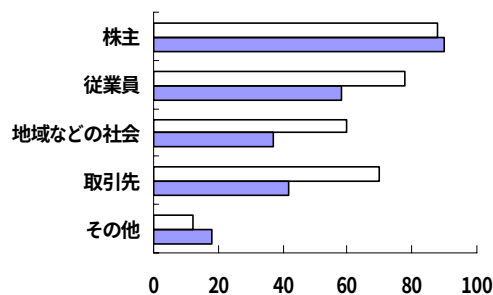
³⁵ 05年 3月21日 日本経済新聞(朝刊) 13面

社に対して関係投資を行っている、いわゆるステークホルダーのものでもあり、どちらも真実であると言える。

日本においては、従来から、会社は株主のものというよりも、むしろ従業員や取引先、地域社会といったステークホルダーのものであるという考え方が強かった。

例えば、95年に発表されたある調査³⁶によると、「会社は誰のものか」という質問に対して、米国では約8割弱、また、英国では約7割の者が「株主」と回答したのに対して、大陸欧州諸国のドイツやフランスでは、約8割の者が「ステークホルダー全て」と回答していた。また、日本においては、97%の者が「ステークホルダー全て」と回答していた。しかしながら、10年たった今では状況は大きく異なっている。今年3月、日本経済新聞社が行った経営者と市場関係者を対象としたアンケート³⁷によると、「会社は誰のものか」という問いに対して、経営者と市場関係者の約9割は株主のものであると回答しており、アンケート結果によれば、「会社＝株主のもの」という考え方が日本においても重視されるようになってきている。

(図1-12) 会社は誰のものか



出所:2005年3月13日 日本経済新聞(朝刊)1面より経済産業省作成

また、別のアンケート調査³⁸によると、ニッポン放送による新株予約権の発行の差し止めを認めた東京地裁の決定について、回答者の約8割が「妥当」と回答し、また、フジテレビが負けるに至った理由として、回答者の約5割が「株主の利益を軽視しているとの印象を与えた」と回答しており、日本においても、買収局面においては、まず、株主を重視すべきという考えが浸透してきているといえる。

³⁶ 出所『Whose Company is it? The Concept of the Corporation in Japan and the West』Masaru Yoshimori (95年)

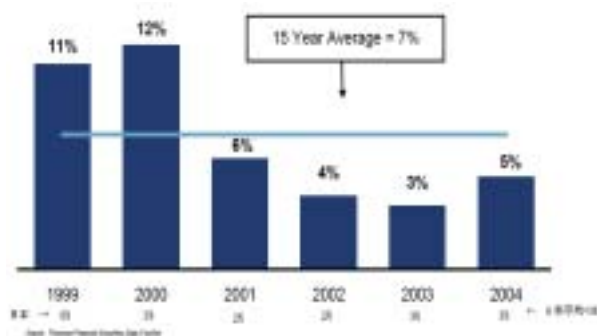
³⁷ 05年 3月13日 日本経済新聞(朝刊) 1面

³⁸ 05年 3月21日 日本経済新聞(朝刊) 13面

(2) 敵対的買収に対する脅威の高まり

日本のM&A市場は、株式市場の時価総額比で見れば米国の約半分の水準の3%にとどまっていることから、今後、我が国のM&A市場が拡大する余地は大きいと考えられる³⁹。今後も、企業社会の流動化が続くとすれば、M&Aが増加する中で敵対的買収も増勢をたどると見込まれる。

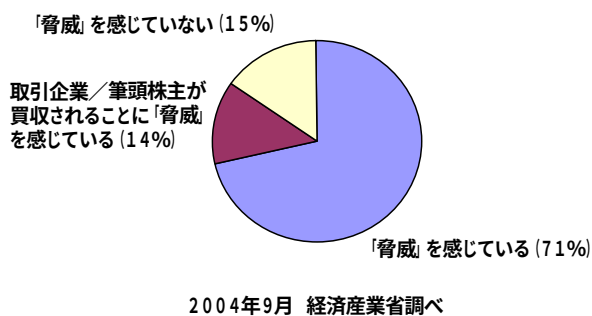
(図1-13) 株式市場時価総額に対するM & A総額の比率 (米国)



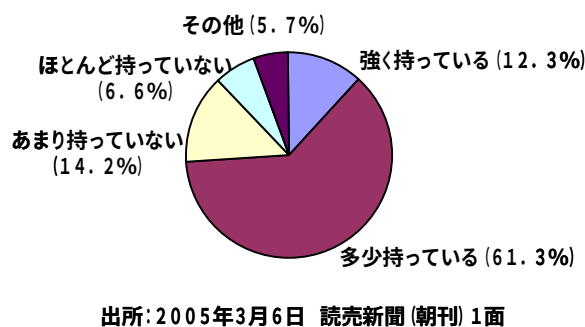
出所: 服部暢達 一橋大学大学院国際企業戦略研究科助教授講演資料

このため、日本でも敵対的買収に対する懸念が高まっており、企業経営者の約7割が敵対的買収に対して脅威を感じている⁴⁰

(図1-14) 敵対的買収に対する脅威



(図1-15) 敵対的M & Aに対する危機感



敵対的買収に対する脅威の高まりは、経営者に対する規律として確実に機能し始めている。04年度の上場企業における配当と自社株買いなどの株主への利益配分

³⁹ トムソンファイナンシャル社調べ

⁴⁰ 04年11月、日本経団連は「企業買収に対する合理的な防衛策の整備に関する意見」を出し、近年の株式持合解消や株式市場の低迷による時価総額の低下等により、企業価値を毀損する恐れのある買収への懸念が高まっているため、我が国においても、企業価値を毀損する恐れのある買収に対し一定の歯止めを設け、国際的なイコール・フットイングを実現する観点から、会社法制の現代化と併せて、企業買収に対する合理的な防衛策を早急に整備すべきであるとしている。

は、約6兆円に達し、過去最高となる見通しとなっている⁴¹など、日本企業において株主還元を重視する施策が講じられるようになってきている。

(3) ルールなき弊害

(敵対的買収に対する知恵と経験の不足)

他方で、日本においては、敵対的なM&Aに関する経験が不足しており、いかなる対応が適法であり、企業価値を高め株主利益を守るために妥当か、すなわち合理的な対応とは何かという知恵も不足している。これまで、日本企業にとっては、「平時導入・有事発動型の防衛策」としてはまさに株式持合の慣行そのものが、「有事導入・有事発動型の防衛策」としては新株の第三者割当増資が、典型的な敵対的買収防衛策であった。しかしながら、持合解消が進展した結果、有効な平時導入・有事発動型の防衛策がなくなりつつある状況にある。また、有事導入・有事発動型の防衛策については、取締役会の判断により、友好的な第三者に新株を大量に発行して買収者の持株比率を低下させるなどの対抗策をあわせて導入してきたが、こうした事後的な取締役会による過剰な防衛策は、「著しく不公正」であるとして違法とされる場合があるし、投資家の予測可能性の観点からも上場企業としてあまり適切な行為であるとは言えない。

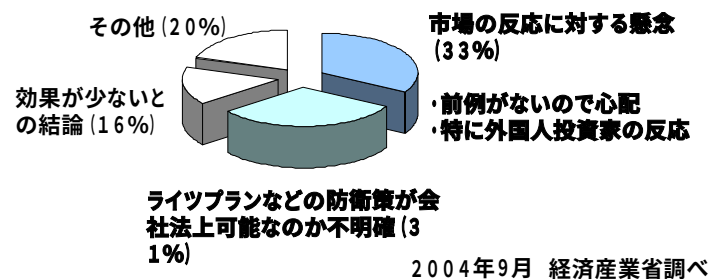
(図1-16) 日本における敵対的買収の経験

[株式持合による敵対的買収への対抗事例]	[第三者割当増資による敵対的買収への対抗事例]
＜買収が成立しなかった例＞ ○ミネベアによる三協精機株式の買い占め (1985～88年) ・ベアリングの大手ミネベアが、精密機械メーカー三協精機製作所の発行済み株式19%を取得。その後、1対1の対等合併を提案。 ・これに対し、三協精機は、提案を拒否。防衛手段として、金融機関や取引先による安定株主工作を回り、60%程度の安定株を確保。ミネベアは、安定株主である金融機関などの取り崩しが困難であったことから、合併を断念。株式を売却。 ○ブーンカンパニー (ビケンズ氏) による小糸製作所株の買い占め (1989～91年) ・小糸製作所の発行済み株式の20.2%を取得し筆頭株主となったブーンカンパニーは、株主総会において自派の取締役の選任や増配を要求したがすべて否決。 ・ブーンカンパニー所有の小糸株が購入先の麻布建物グループからの融資により購入されたものと判明したため、ブーンカンパニーは小糸製作所の買収を断念。 ○MACによる昭栄に対するTOB (2001年) ・株式持合比率が約72%の昭栄に対して、2001年1月にMACが公開買付 (買付価格:1000円、約14%のプレミアム) を実施。 ・大株主はMACが提示した価格が昭栄の本来価値を反映していないとして買付に応じなかったため、MACの取得した株式割合は6.5%にとどまった。 ＜買収が成立した例＞ ○英C&W→国際デジタル通信 (IDC) (1999年) ・1999年5月から6月にかけて、英ケーブル・アンド・ワイヤレス (C&W) が、筆頭株主となっている国際デジタル通信 (IDC) に対する公開買付を実施。発行済み株式の97.69%を取得し子会社化した。	＜裁判で認められた例＞ ○コスモポリタンによるタクマ株の買い占め (1987～89年) ・元暴力団幹部を社長とする投資グループ、コスモポリタンは、タクマ株の36%を取得し、タクマに対し、社長の解任などを議題とする株主総会を開催するよう圧力をかけた。 ・これに対し、タクマはコスモポリタンの要求を無視した上で、新製品開発や海外事業の促進を目的として、住友銀行などに対し第三者割当増資を実施。 (コスモポリタンの持株比率は29%に減少) ・コスモポリタンは第三者割当増資の差し止めを求め提訴。大阪地裁は新株発行に合理的な理由があるとしてこれを却下。その後、コスモポリタンは株価暴落を受け資金繰りが悪化し、破産。タクマ株式は市場で売却された。 ○高橋産業による宮入バルブ製作所株の買い占め (1988年～89年) ・中堅バルブメーカーの高橋産業が宮入バルブ株の50.1%を取得。これに対し、宮入バルブは二度にわたり、第三者割当増資を行い対抗。 ・高橋産業は二度とも差し止め請求を行うが、裁判所はいずれも資金需要があるとして却下。この結果、高橋産業の保有率が40%に低下。高橋産業は宮入バルブの買収から撤退。 ＜裁判で認められなかった例＞ ○秀和による忠実屋、いなげや株の買い占め (1989～91年) ・不動産会社の秀和は、流通業界の再編を目指し、忠実屋 (33%)・いなげや (21%) 株を購入。忠実屋・いなげやは、これに対抗し、それぞれに対して20%にあたる第三者割当増資を実施。秀和は、この増資に対し「新株発行の差し止め」仮処分を申請。 ・判決は、忠実屋・いなげやのそれぞれに対する新株発行は正式な手続きを得ていない有利発行であり、特定の株主の持株比率を低下させることだけを目的とした不正発行であるとして差し止めを命令。最終的には、秀和は忠実屋株をダイエーに、いなげや株をイオンに売却。 ○パナースなどによる宮入バルブ製作所に対する委任状合戦 (2004年) ・パナースなどの投資グループは、宮入バルブ株式の37%を取得。 ・これに対して宮入バルブは、第三者割当増資実施。投資グループは有利発行であるとして差し止め請求を行い、裁判所はこれを認め差し止め命令。 ・その後、投資グループは宮入バルブ株式を55%まで買い増し。臨時株主総会を招集し、社長解任決議などが特別決議にて可決となり、投資グループの押す新社長が就任した。
[増配による敵対的買収への対抗事例] ○SPJによるユシロ、ソトに対する公開買付 (2003～04年) ・03年、米国の投資ファンドであるスティールパートナーズ (SPJ) は、ユシロ、ソトに対し同時に公開買付を実施。 ・これに対し、ユシロは増配で対抗。ソトは当初、国内の別のファンドをホワイトナイトとする対抗TOBを行うが、SPJが提案価格をつり上げたため増配により対抗。 ・この結果、ユシロ、ソトともに株価がTOB前の倍以上に高騰したため、TOBに応じる株主がほとんど現れず、公開買付失敗。	

出所: 各種資料より経済産業省作成

他方、米国企業の多くが導入している平時からの防衛策（ライツプラン）に期待が集まるが、日本には明確なルールがなく、日本の多くの企業は「会社法制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」などの理由から導入に踏み切れていない。いかなる防衛策が企業価値を高めるのか、また、いかなる防衛策は経営者の保身を助長するのか。こうした点に関する企業社会の新たな常識とこれを支える制度設計を急がないと、過剰防衛、過剰攻撃の弊害が繰り返されると考えられる。

(図1－17) 防衛策を導入できなかった理由



ニッポン放送による新株予約権発行に関する東京高裁・地裁の一連の決定⁴²（以下「東京高裁・地裁決定」という。）では、買収者が出現してから講じる防衛策（有事導入・有事発動型の防衛策）は原則違法であると判示したが、平時導入型の防衛策の適法性には工夫の余地があるとしており、公正なルールの形成への期待が表明されている。また、経営者の多くも市場と買収者双方から納得されるような防衛策を求めている。内外のマスコミも、敵対的買収騒動の中から、公正なルール形成が

⁴² ニッポン放送による新株予約権の発行について、05年3月11日、東京地裁は、「取締役が現に支配権を争う特定の株主の持分比率を低下させ、現経営陣の支配権を維持することを主要な目的として新株等の発行を行うことは、会社の執行機関にすぎない取締役が会社支配権の帰属を自ら決定するものであって原則として許されず、新株等の発行が許容されるのは、会社ひいては株主全体の利益の保護の観点からこれを正当化する特段の事情がある場合に限られるというべきである」とし、ニッポン放送による新株予約権の発行は、「フジサンケイグループに属する経営陣による支配権の維持を目的とするものであり、なお、現経営陣の支配権を維持することを主たる目的とするものというべきで」あり、不公正発行に当たるとして発行差止の仮処分決定をした。なお、地裁決定では、平時導入型の防衛策については、「敵対的買収に備えて、会社として事前にどのような措置を講ずることが許容されるのか、その内容、基準、社外取締役の関与、株主総会の承認など導入に際しての手順については、現在、有識者により様々な場において検討がなされているところであり、今後、議論が進化し、会社ひいては株主全体利益の保護の観点から公正で明確なルールが定められることが期待される」と指摘している。

これに対し、ニッポン放送は東京高裁に保全抗告したが、同年3月23日、東京高裁は「(ニッポン放送による)新株予約権の発行は、(中略)会社の経営支配権に現に争いが生じている局面において、株式の敵対的買収を行って経営支配権を争う債権者(ライブドア)等の持株比率を低下させ、現経営者を支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主であるフジテレビによる債務者(ニッポン放送)の支配権を確保することを主要な目的として行われたものである」とし、不公正発行に当たるとして、東京地裁の決定を支持し保全抗告を棄却した。なお、東京高裁の決定においても、平時導入型の防衛策について指摘があり、「事前の対抗策としての新株予約権が決定されたときの具体的状況・新株予約権の内容(株主割当か否か、消却条項が付いているか否か)・発行手続(株主総会による承認決議があるか否か)等といった個別事情によって、適法性が肯定される余地もある」としている。

生まれることを期待する論調が主流となりつつある⁴³。総じて言えば、敵対的買収者の提案と経営陣の経営方針、あるいは経営陣が意図した提携方針の優劣を巡り、買収者と経営陣が株主の前で向き合いながら、企業価値向上を実現する腕前に関して交渉する、こうした交渉を実現する防衛策こそ求められていると言える。

(欧米における敵対的M&Aのルール形成の経験)

この点に関して、米国やEUの経験は示唆に富むものである。米国では、第四次M&Aブームが起こった80年代、ルールなきまま奇襲攻撃や過剰防衛が横行し、敵対的買収による弊害と混乱が生じたと言われている。それから20年、立法努力や司法判断、機関投資家の台頭などにより、奇襲攻撃や過剰防衛は淘汰され、合理的な敵対的M&Aのルールが企業社会に根付いていった。企業の売買は原則自由としながらも、そのルールが試行錯誤を繰り返しながらも明確に確立しているのが米国の知見とも言える。EUにおいてもまた同様であり、EU統合という大目標に向かって、M&Aルールの統一が試みられ、理想的とは言えないまでも一定のコンセンサスが形成されつつある。

(友好的M&Aルールから敵対的M&Aルールを含めた総合的なルールの形成)

翻って日本の現状を見れば、M&Aといえば友好的なものとの前提で、各種のM&A関連制度の改革を積み重ね、90年代末にはその成果が企業の枠を超えた大型の産業再編として結実したが、敵対的M&Aに関しては例外的な現象ということで抜本的な制度慣行の見直し作業がなされてこなかった。米国に遅れること20年、EUに遅れること10年たった現在、大買収時代の予兆がある今こそ、敵対的M&Aをめぐる攻防が企業価値の向上につながるために、どのようなルールが買収サイド、防衛サイドに適用されるべきなのか、株主や投資家の理解を得ることができ、違法となる可能性が低い防衛策とはどのようなものなのか、こうした問いかけに真剣に応

⁴³ 新聞各紙は、社説において企業買収に関する公正なルール形成の必要性を主張している。例えば、朝日新聞は「日本企業も買収の波に洗われている。経営陣はどこまでの対抗策が許されるのか、どこからは禁じ手なのか。明確な線引きや、踏むべき手順などの整備が求められる。『会社、ひいては株主全体の利益の保護の観点から公正で明確なルールが定められることが期待される。』東京地裁が注文した通りだ。」(05年3月12日 朝日新聞(朝刊)3面)と主張している。

また、読売新聞は「『(防衛策の)その内容、基準、手順については現在、有識者により検討されており、議論が深まって公正で明確なルールが定められることが期待される』。これは、企業買収をめぐる法やルールの不備の解消を、司法が求めたものと言っている。(中略) 敵対的買収を想定し、事前に用意した企業防衛策は(有事の対抗策とは)違う。平時の備えが必要だ。」(05年3月12日 読売新聞(朝刊)3面)と主張している。

また、海外プレスにおいては、「(経済産業省が策定する)ガイドラインが実施されれば、日本経済は敵対的買収に対して国際的に認められた多様な防衛策を講じることができるようになる。」(05年3月22日 フィナンシャルタイムズ11面)などがある。

えていく時期に来ていると言える。

5．企業価値研究会の問題意識 ～敵対的買収に関する公正なルール形成～

企業価値研究会は、昨年9月から合理的な防衛策のあり方について検討を重ねてきたが、その目標は、日本の企業社会に公正な敵対的M&Aのルールをより早く根付かせることにある。企業価値向上（防衛策は、経営者の保身のためのものではなく、企業価値向上を図るためのものである。）、グローバルスタンダード（欧米各国において採用されている防衛策と同等なものとする。）、内外無差別（防衛策においては、内外の資本を同一に取り扱うこと。）、選択肢の拡大（国による直接の規制などではなく、経営者と株主の双方にとって選択しやすい方策を提示すること。）といった原理原則が満たされるような公正なルール形成を実現することが大事である。以下では、総点検すべき制度の全体像を概観し（第2章）、欧米の経験を丹念に跡づけた上で（第3章）、日本における公正なルール（第4章）と企業社会のインフラのあり方（第5章）を提示する。

第2章 敵対的M&Aと防衛策の手法と経済的な効果

第1節 敵対的M&Aの手法と法制度

第1章で述べたとおり、世界的にM&A市場は拡大傾向にあり、それに伴い、敵対的買収も増加している。M&Aが拡大基調にある日本においても、敵対的買収は増加すると考えられる。

しかし、日本においては、合併など友好的なM&Aに関するルールは確立しているが、敵対的買収に関する公正なルールは確立していない。では、敵対的買収に関する公正なルールとはどのようなものであろうか。こうした議論を展開する前提として、まず、どのような制度がM&Aに関係しているか整理することとしたい。

1. M&Aとは

M&Aとは、Mergers & Acquisitions（合併と買収）の略であり、買収企業が対象企業への経営参加⁴⁴や経営を取得⁴⁵するための取引のことをいう。M&Aの手法としては、その定義どおり、「合併」と「買収」に大別される。

「合併」には、2社を1社に統合する文字どおりの「合併」と、「株式交換」や「三角合併」を使った対象会社の子会社化の2つがある。これらは、ともに会社組織の再編を伴う行為（組織再編行為）であり、株主総会の承認が必要で、会社法制に定める規定に沿って行われる。組織再編行為にまでは至らない（つまり買収会社や対象会社の会社組織は変わらない）が、買収会社が対象会社の経営を色濃く支配する手法もある。対象会社の新株を買収会社が引き受けて資本提携関係を深める「新株引受（資本提携）」や、買収会社が対象会社から関連する事業部門だけを引き受ける「営業譲渡」などが典型である。

他方、「買収」とは、株主の支持を集めることであり、手法としては、TOBなどによる株式の買い占めや、委任状合戦による経営陣の入れ替えが活用される。

（1）合併、株式交換、三角合併

会社法制に基づく組織再編には、2つの会社が1つの会社になる「合併」と、相手会社を完全子会社化する「株式交換」や「三角合併」がある。これらの手

⁴⁴ 対象会社の筆頭株主になること。

⁴⁵ 経営権の取得には、取得株式比率に応じて、以下の段階がある。①合併や経営陣に関する拒否権の取得（株式の3分の1超を取得した場合）、②子会社化（株式の過半を取得した場合）、③完全子会社化（株式の全部を取得した場合）。

法は友好的なM&Aにおいて利用されるものである。日本企業同士の場合はいずれの方法も可能であるが、外国企業との合併については、会社法制の現代化によって三角合併が活用できるようになる。

(合併)

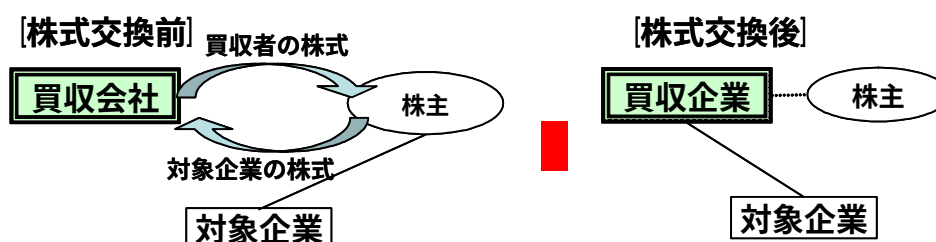
合併は、M&Aの基本であり、会社法制上の合併制度を用いて、買収会社と対象会社が1つの会社になることをいう。両社の経営陣が合併契約を締結し、さらに両社の株主総会の特別決議（総株主の議決権の過半数を有する株主の出席で3分の2以上の賛成）が必要となる（簡易なものを除く）。対象会社を合併で吸収することにより、必要な経営資源を束ね、機動的な経営が可能となる。また、合併行為に関しては、旧会社から新会社への資産の移転、旧株式から新株式への転換に関して、課税の繰り延べ措置が受けられる。他方で、株主総会の承認が必要となるため手続に時間がかかり、対象会社の隠れた債務なども引き継がなければならないというリスクもある。

(株式交換)

株式交換は、対象会社を完全子会社化する仕組みである。対象会社の株主は、対象会社の株式と買収会社の株式を交換し、買収会社の株主となる。合併と同様に、両社の経営陣同士が株式交換契約を締結して、株主総会の特別決議が必要となる。なお、株式を対価にしたTOBも株式交換と呼ばれることもあるが、その仕組みは全く別である点に注意する必要がある。

松下電器産業による松下通信工業等の完全子会社化（02年）など、日本では子会社上場を見直す際の有力ツールとされているが、それ以外にも、合併では自動的に譲渡できない契約上の権利を対象会社が保有したい場合や、合併によって対象会社の隠れた債務を引き継ぐリスクを避けたい場合などに活用される。

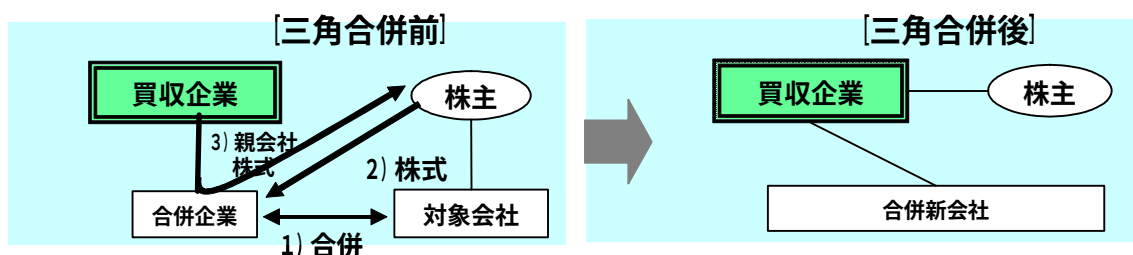
(図2-1) 株式交換の仕組み



(三角合併⁴⁶⁾)

株式交換制度は日本独自の制度であり、海外では買収会社が対象会社を子会社化する場合には三角合併かそれと類似した制度が用意されている。三角合併とは、買収会社の完全子会社が対象会社と合併する際に、対象会社の株主が、対象会社の株式と買収会社の株式を交換し、買収会社の株主となる仕組みである。三角合併の手続は、合併と同様、合併契約を経営陣同士が締結し、株主総会の特別決議が必要である⁴⁷。三角合併のメリットは、株式交換制度と同じであるが⁴⁸、主として、外国会社が日本企業を完全子会社化する場合や、逆に、日本企業が外国企業を完全子会社化する場合に活用される。

(図2-2) 三角合併の仕組み



(2) 新株引受と営業譲渡

合併など異なり会社の形が大きく変わるわけではないが、買収会社が対象会社の経営権を取得する手法として、新株引受（資本提携）と営業譲渡がある。組織再編行為に比べると、対象会社の少数株主が残ることにはなるが、この手法によるM&Aは、原則取締役会の決定のみで可能であり、機動的に実行できる点に特徴がある。

(新株引受(資本提携))

買収会社が対象会社と合意して、対象会社が行う増資を引き受けることを言う。第三者割当増資を引き受けるとも言う。有利発行（買収会社に時価よりも特に有利な価格で新株を引き受けてもらう）ならば、対象会社の株主総会の特別決議が必要だが、有利発行でない場合には、発行済株式の4倍の範囲内で、定款に定めた枠内の増資であれば対象会社の取締役会の決議のみで発行でき

⁴⁶ 三角合併は、産業活力再生法により一定の要件を満たした場合、現在でも行うことができる。

⁴⁷ 会社法制の現代化により、三角合併制度が導入されることとなるが、その際、流動性の低い株式を活用する場合には、特殊決議（総株主の過半数かつ総議決権の3分の2以上の賛成）が必要となる。

⁴⁸ 合併、株式交換は、一定の要件を満たせば、課税の繰り延べがあるが、三角合併にはない。課税取引となると三角合併は事実上使えない制度となるため、今後の検討課題である。

る。対象会社の少数株主が残るので、買収会社の意向が完全には反映できないというリスクもあるが、緩やかな提携を目指す場合には適した手法である。また、この手法は、外国会社であっても活用可能であり、日産自動車・ルノー社の資本提携（９９年）もこれに当たる。

（営業譲渡）

買収会社が対象会社の事業の一部分（会社の資産、従業員、商権等が一体となった営業）を譲り受ける手法である。事業の一部分が会社の重要資産の場合、株主総会の特別決議が必要となるが、そうでない場合は、取締役会の決議のみで行うことができる。対象会社のどの資産を譲り受けることにするかを慎重に選択したいときに活用される。また、外国会社も活用可能で、日本リースからのGEキャピタルに対するリース事業の営業譲渡（９９年）が典型例である。

（３）買収

買収の手法としては、株の買付と委任状合戦がある。組織再編行為と異なり、買収会社が対象会社の経営陣とM&Aに関して合意する必要がない。また、対象会社の支配権を獲得するための株の買付は、通常TOBによって行われる。

（TOB）

TOBとは、買収者が上場している対象企業の株式を、市場の外で、買付条件を明示しながら株主から直接購入する行為をいう。このTOBのルールは証券取引法によって定められており、買付後の持分比率が3分の1を超える場合にはTOBによらなければならない。買収者は、買付期間、数量、価格などを開示することが求められる。買付期間は、20日から60日以内で買収者が任意に定めることができ、買付期間を最短3週間とすることもできる。

TOBは、友好的な買収者も敵対的な買収者も、さらには外国会社も利用可能であり、対価の制限もない。現金でも自社株でも構わない⁴⁹。松下電器産業による松下電工の買収（04年）は友好的な現金TOBであり、海外では、英国ボーダフォン社による独マンネスマン社の買収（00年）のように、株式TOBも行われている。

なお、TOBは、合併などに比べれば株主総会の承認などの手続きが不要であ

⁴⁹ なお、江頭憲治郎東京大学教授は、「株式を対価としたTOBをやるには、新株発行や自己株使用かですが、どちらも、今の法制では難しい点があります。新株発行ならできないわけではないのですが、例えば時価500円に株を時価800円の新株を交付すると、新株の有利発行だとして訴訟になる可能性が強い。」とコメントしている。（エコノミスト臨時増刊05年4月11日号15頁）

るが、TOBだけでは少数株主を完全に排除することができない場合があること、TOB取引には株主に課税されることといった限界がある。

(委任状合戦)

現経営陣から経営権を奪う方法としては、株式の買付けの他に、株主から委任状（議決権行使に関する代理権を証する書面）を集め、株主から委任された議決権を行使することによって、取締役を交替させ、経営権を取得する方法がある。これを委任状合戦という。日本では、委任状合戦については、その勧誘方法について証券取引法において規律されている⁵⁰。

なお、委任状合戦による経営権の移動は日本ではほとんど行われていないが、米国においては、TOBが盛んになる以前には、委任状合戦が唯一の方法であったといわれている。

2. 敵対的M&Aの手法

ここまで見てきたように、M&Aの手法は、①合併、株式交換、三角合併、②新株引受、営業譲渡、③買収という3つの類型に整理できるが、それでは、敵対的M&Aにおいてはどの手法が用いられるのだろうか。

(敵対的M&AはTOBから始まる)

敵対的なM&Aとは、買収会社が提案するM&Aに対象会社の経営陣が反対しているもののことを言う。したがって、対象会社の支配権を巡った争いとなり、基本的には、「買収」の手法が用いられる。委任状合戦がほとんど行われていない我が国においては、敵対的M&AはTOBから始まるといってよい。

ただし、米国における敵対的M&Aでは、買収防衛策が普及した90年代以降、TOBと平行して委任状合戦も活用されるようになっていく⁵¹。それは、TOBだけでは買収という目的を達成することが困難なためである。例えば、ライツプランはTOBによる買収コストを大幅に引き上げるので、単にTOBをかけただけ

⁵⁰ 証券取引法によると、委任状勧誘を行う場合、勧誘対象者に対して委任状の用紙及び参考書類（株主総会に提出される議案、勧誘者の氏名又は名称、住所、議決権の数）を交付し、前記の書類の写しを金融庁長官へ提出しなければならない。ただし、勧誘者が10名以下の場合、新聞広告による勧誘の場合などは提出不要（証券取引法194条。同法施行令36条の2）。

⁵¹ 例えば、ウェアハウザー社による敵対的TOBに対して、ウィラメット社はライツプランを消却しなかったため、ウェアハウザー社は、委任状合戦により、ウィラメット社の取締役の3分の1を自派の取締役に交替させた例がある。なお、最終的には、14ヶ月に及ぶ交渉の結果、買収価格が当初の1株当たり48ドルから55.5ドルまで引き上げられたため、ウィラメット社の取締役会は買収に合意しライツプランを消却した。（参照：マーティンリプトン、手塚裕之＝中山龍太郎＝太田洋＝岡田早織訳「ポイズン・ビル、投票、そして教授達―再論」下 24頁～25頁（商事法務1644号、02年）

では買収に巨額の費用がかかってしまうことになるが、委任状合戦で取締役を交替させれば、ライツプランを消却して、対象会社の株を妥当な価格で買い占めることができる。したがって、我が国においても、防衛策の普及に伴い、敵対的M&Aの局面で委任状合戦が活用されるようになる可能性が高い。

(TOBから合併へ)

また、敵対的買収者が、対象会社の吸収合併や子会社化を意図する場合もある。この場合は、敵対的買収者は、最初にTOBで株を買い占め（買収）、経営陣を入れ替えた後、合併や株式交換、三角合併、資本提携、営業譲渡を行うことになる。例えば、敵対的買収者が対象会社を完全子会社化する場合には、第一段階目でTOBを行い、その後、第二段階目で株式交換制度（国内企業同士の場合）や三角合併制度（外国企業が日本企業を子会社化する場合）を使うことになる^{52 53}。

このように、敵対的M&Aは、対象会社の経営陣の合意が得られないために、まずはTOBなどによる「買収」に始まるが、経営陣の交替に成功すれば、その他のM&Aの手法も活用することとなる。

3. 敵対的買収と防衛策を取り巻く法制度

では、敵対的買収に対する防衛策にはどのような法制度が関係しているのだろうか。

まず、敵対的M&AはTOBから始まる。その意味で、攻撃側（買収者）を規律する仕組みとしては、基本的には証券取引法ということになる。

一方で、敵対的買収防衛策とは、こうした敵対的買収者の買収行為や買収成功後の二段階目の合併などに制限を加える行為であり、主として会社法制や証券取引法上のツールが活用される。

例えば、英国、ドイツのように、TOB規制において、会社の支配権を取得する場合（議決権の30%以上を取得する場合）には買付に対する応募に全て応じなければならないという全部買付義務を課している国もある。二段階買収などを入り口で規制する対応であり、これは主に、証券取引法の枠組みの中で、攻撃側（買収者）を規律する方向でルールが形成されている例とも言える。

⁵² すなわち、株式公開買付（TOB）により株式を3分の2以上取得することにより、会社の支配権を握った後、取締役を交替し、その取締役会と三角合併契約を結び、株主総会の特別決議を経て、完全子会社化することができる。

⁵³ なお、会社法制の現代化で三角合併制度が導入されるが、こうした敵対的買収者による第一段階＝TOB、第二段階＝三角合併という手法に対して、日本企業が有効な防衛策を講じる準備期間を設けるために、三角合併制度の施行期日を1年間遅らせることになっている。

これに対して、欧州のなかでも、フランスなどの大陸諸国のように種類株式を活用した黄金株などで対処している国もある。また、米国のように新株予約権を活用したライツプランによってTOBを制限している国もある。さらに、米国の各州では、敵対的な買収者が株の買い占めにより経営権を獲得した場合には、その後の合併などの組織再編を数年間にわたり禁止する制度や議決権を制限する制度が講じられている⁵⁴。これは、主に会社法の枠組みの中で、企業側に一定の防衛手段を認め、敵対的なM&Aをある程度制限する方向でルールが形成されている例とも言える。

このように、敵対的M&Aに関する制度は幅広く、かつ、相互に連動している。そこで、次節では、敵対的M&Aの効果と弊害について検証を行う。

第2節 敵対的買収と防衛策の効果と弊害（敵対的買収と防衛策の経済学）

敵対的買収の脅威は、経営に規律を与え、経営革新をもたらす。この点は、日本の経営者にも共有されている⁵⁵。敵対的買収への脅威を否定する必要はない。また、敵対的買収によって企業価値が高まる場合もあり、こうした買収まで阻止するような防衛策は認めるべきではない⁵⁶。

ところが、敵対的買収の弊害もよく指摘される。ニッポン放送の新株予約権発行に関する差し止め訴訟における東京高裁決定⁵⁷でも、弊害ある敵対的買収類型を4つ

⁵⁴ この他、外国資本によるM&Aに関する規制がある。我が国の外為法では、外国企業等が航空機産業や武器産業などの規制業種について10%以上の株式を取得する際には、事前届出を必要とし、国家安全保障上の観点から問題がある場合は、関税・外国為替等審議会の意見を聴取した上で、変更又は中止の勧告命令を行うことができる。また、通信、放送鉱業、航空運輸などの業種については、それぞれの個別業法により外国資本による株式の取得について一定の規制がなされている状況にある。また、電気事業、ガス事業、鉄道事業などの個別業法においては、事業者たる法人が合併や分割を行う際には主務大臣の認可を受けなければその効力が生じないとされている。なお、外資規制や個別業法による規制については、敵対的な買収だけでなく友好的な買収であっても適用される。

⁵⁵ 例えば、日本経団連の奥田会長は、経営者は、これからは敵対的買収が常に行われるという緊張感をもって経営を行うべきであるという旨の発言をしている。

⁵⁶ 欧米の機関投資家の議決権行使ガイドラインにおいて、その旨が明らかにされている（詳しくは第3章を参照）。

⁵⁷ 他の株主の利益を毀損する買収の4類型（05年3月23日 東京高裁決定）

第1章において述べたニッポン放送による新株予約権発行の差し止めの仮処分決定に関する東京高裁決定では、以下のような形態の買収については、それを放置すれば他の株主の利益が毀損されることが明らかであり、取締役会が対抗手段として買収防衛策を講じることが許されることがあると指摘している。

①真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ株価をつり上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる目的で株式の買収を行っている場合（いわゆるグリーンメーラーである場合）

②会社経営を一時的に支配して当該会社の事業経営上必要な知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先や顧客等を当該買収者やそのグループ会社に委譲させるなど、いわゆる焦土化経営を行う目的で株式の買収を行っている場合。

③会社経営を支配した後に、当該会社の資産を当該買収者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で株式の買収を行っている場合。

④会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券など高額資産等を

例示して、これを避けるための防衛策は有事導入型であっても例外的に適法となる余地があるとしている。

そこで、本節では、まず敵対的買収による効果と弊害について整理を試みる。そして、敵対的買収の効果を見極める上でのキーワードとなる「企業価値」を巡る考え方を踏まえながら、経済的な観点から見た合理的な防衛策とは何かについて言及する。

1. 敵対的買収の企業改革促進効果

現経営陣よりも能力のある買収者が企業買収を進め、経営革新を実行して企業価値を高める場合もある。また、敵対的買収に備え、緊張感を持って経営に当たることそのものは、より企業価値を高める上で必要なことと言える。敵対的買収への懸念が増大すること自体は、経営の規律を高める努力を促す効果があると言える。事実、敵対的買収への対応策として、株価を高める経営努力を掲げる経営者も多い。敵対的買収の脅威が高まるほど、企業はこれに備えて、配当政策や自社株買いなどの株主還元施策の強化、事業戦略や財務戦略の見直しなど、時価総額を高める経営努力を講じることとなる。公開株式会社は、こうした資本市場による監視の中で経営革新への圧力を受けるところにその良さがあると言ってもよい。また、敵対的買収によって、企業価値が向上した事例もある。例えば、サマーズ氏は、ブーン・ピケンズ氏による Plateau Petroleum 社の買収を、敵対的買収により効率的な資源配分が行われて社会全体が利益を得た事例として挙げている⁵⁸。敵対的買収だからこそ現経営陣では成し得ないであろう大胆な経営資源の選択と集中が可能となり、これによって企業価値も高まるというわけである。

2. 敵対的買収による弊害の類型

各々の企業には、その企業が生み出す企業価値が存在しており、経営者はそれを維持・向上することによって、その責務を果たしていると言える。その際の企業価値という概念は、企業が生み出す将来の利益の合計と考えられ、経営者は、その中に、従業員や顧客、取引先あるいは地域社会など幅広いステークホルダーとの関係が企業価値に与える影響も考慮に入れて判断を行うことが通例である。

売却等処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるかあるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って株式の高値売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合。

⁵⁸ Plateau Petroleum 社の従業員 1 万人は解雇されたが、同じ賃金レベルで再就職でき、また、数多くの取引を解消したが、その取引先はすぐに別の取引先を見つけ、取引額も変化しなかった。結果として同社の株価は 25% 上昇したとされている。(出所: Andrei Shleifer = Lawrence H Summers, Breach Of Trust In Hostile Takeover (87))

これに対して、敵対的買収者は現経営陣とは異なる経営戦略をとり、企業価値を高めようとする。したがって、敵対的買収を経営者は脅威と解釈しがちであるが、そのすべてが企業価値を損なうというものではない。しかしながら、買収者の手法の中には、グリーンメールや二段階買収のように株主の判断を構造的に誤らせる類型があることも指摘されているし、現経営陣の経営提案よりも企業価値を損なう可能性のある買収提案があることも事実である。そこで、欧米において確立している企業価値に対して脅威となる敵対的買収について整理すると、以下のようになる。

(1) 構造上強圧的な買収

敵対的買収の中にも、買収目的や手法が構造的に株主の利益や会社の利益を損なうものがあり、その典型は、グリーンメール、二段階買収である。

(グリーンメール)

株式を買い占め、その株式を会社側に対して高値での買い取りを要求する行為のことをいう。このため、グリーンメールは、買収者のみが他の株主の損害の上で利得を得る買収であり、企業価値を損なうのは明らかである。石油会社ガルフ社の買収の際に、買い占めた株式をその身売り先であるシェブロン社に高値で引き取らせたブーン・ピケンズ氏などは、グリーンメーラーと言われている。

(二段階買収)

最初の買付条件を有利に、二段階目の買付条件を不利に（あるいは明確にしないで）設定するような行為のことをいう。すなわち、最初の買収に応じなければ不利益を被るような状況を作り出し、株主に売り急がせる買収手法である。

例えば、最初の買付で総株式の3分の1までの部分買付を、現金を対価として時価よりも高い値段で行い、二段階目での買付、つまり残りの3分の2についてはジャンクボンド⁵⁹を対価として支払う、あるいは、未公開化する予定である、あるいは、明確な方針を示さない、というような不利な条件を提示する。こうなると、将来の株価はX割以上に上昇すると信じていて、本当はX割高程度の買付価格では売却するつもりがない株主であっても、敵対的買収が成功して二段階目になるとさらに不利な条件を押しつけられると予想して、売り急ぎを余儀なくされてしまう。また、ユノカル石油に対するブーン・ピケンズ氏の

⁵⁹ 債権回収の可能性が低い債権のこと。

買収提案が有名である。これは、第一段階目の買収には現金で買い付けるが、二段階目の買付はジャンクボンドで支払うというものであり、裁判所も、これを株主に第一段階目の買収に応じざるを得ないような圧力をかける強圧的な買収手法として明確に認定した。日本でも、スティー爾・パートナーズ・ジャパン（SPJ）のソトーへの買収提案がこれに該当するのではないかとの指摘がある。SPJはソトーの株主に、3分の1を上限としてプレミアム付きで現金で買い付けるとのTOB提案を行ったが、買収が成功すれば上場廃止基準に抵触する可能性が高いとも表明していた。これにより、株主は、上場廃止になり株式の換金性が損なわれるリスクを考えて、買収価格に不満であっても売り急がざるを得ない状況に追い込まれたと言われている。

（２）代替案喪失と株主誤信

米国の判例では、先に述べた強圧的な買収のみならず、全株式に対する現金を対価とする買収提案であっても、弊害がありうるとしている。株価が低迷するなどの中で価格が不適切な買収提案が行われ、代替案を提示する余裕を与えないような類型（代替案喪失類型）、株主が情報不足で現経営陣の経営よりも相対的に劣る敵対的買収提案が成立するおそれがある場合（「株主誤信類型」）の2つであり、ともに企業価値に対する脅威をもたらすとされる。

（代替案喪失類型（機会損失類型））

経営陣に代替案を提示する時間的余裕を与えないような買収類型。例えば、株価が低迷する中で買収提案がなされ、買収価格は不適切だが、事前に買収者が現経営陣と十分な協議を行うことなく、いきなりTOBを仕掛けるようなケースの場合、現経営陣がより優れた代替案を提示する機会が失われ、結果的に株主の利益も損なわれることになる。買収者の提案が全株式に対する現金による買収提案であっても、現経営陣に代替案を提示する時間的な余裕が与えられる方が、企業価値の向上を図る上でも有効である。

（株主誤信類型）

企業価値を損なう買収提案であるにもかかわらず、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類型である。例えば、企業の将来の成長性や過去の投資の効果、さらには買収者の提案内容が不明確な場合には、株主が十分な情報がないまま買収価格の高低のみで判断を行い、企業価値を相対的に損なう提案が成立する可能性がある。ステークホルダーから株主への所得分配を目的とする買収提案は、短期的には株主価値を上げるが、企業価値にはマ

マイナスの影響を及ぼす。しかし、株価がこうした企業価値へのマイナス効果を正確に反映しない場合には、株主が誤って企業価値を損なう買収提案に応じるような場合がある。

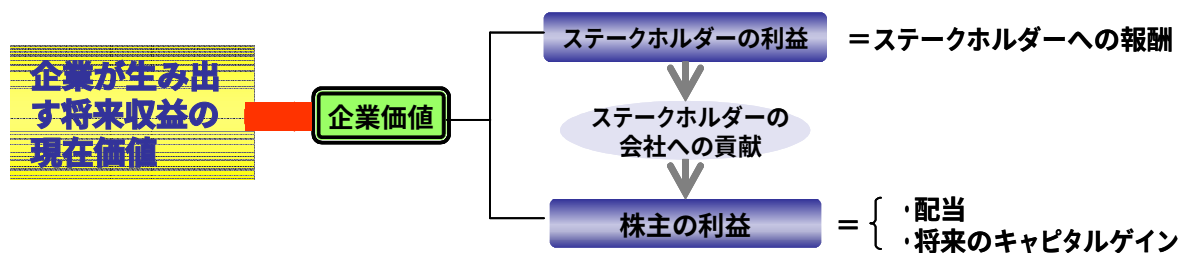
3. 敵対的買収と企業価値

以上のように、敵対的買収の効果と弊害を整理した。しかし、実際には、その敵対的買収が企業価値を高めるものなのか、損なうものなのかを見極めることは難しい。そもそも企業価値とは何なのか、企業価値を高める敵対的買収をどう見極めたらよいのか。これは、買収防衛策の合理性を明らかにする上でも重要な論点となる。こうした議論の背景にある考え方をここで整理しておきたい。

(企業価値とは)

企業価値とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう。換言すると、会社が生み出す将来の収益の合計のことであり、株主に帰属する株主価値とステークホルダーなどに帰属する価値に分配される。企業価値は将来の値の予測値であり、将来の様々な要因によって容易に変化する。したがって、これを正確に測定することは難しい。

(図2-3) 企業価値とは



しかし、市場が完全ならば、その資産や負債といったバランスシートを前提として現経営陣の戦略の下で会社が将来生み出す収益が企業価値として株価に反映される。株価が現経営陣の生み出す将来収益を正しく予想して形成されているとすれば、買収者がそれよりも高い価格で株式を買い付ける提案をするということは、買収者に将来利益をより高める自信があることに他ならず、こうした時価を上回る買収提案は拒否してはいけないという結果となる。

また、ステークホルダーの取り分が一定の場合には、株式価値（株主の取り分）を高めることが企業価値を高めることと同義になる。

しかしながら、株価は企業価値から乖離する場合もある。また、株主価値は企

業価値に一致しないので、株主価値を増やすことが企業価値を高めることにはならない場合もある。

(株価と企業価値との乖離)

株価が企業価値を正確に表すのは市場が完全な場合のみである。将来収益を左右する貴重な情報は、市場には流通していない可能性があり、本当の企業価値は株価と乖離しているのが一般的である。例えば、企業の将来性を左右するような不利な情報について、現経営陣は知っているが市場では共有されていない場合、株価は企業価値を上回る。粉飾決算などの効果はこれである。逆に、企業の将来性を左右する有利な情報について、現経営陣は知っているが市場では共有されていない場合、株価は企業価値を下回る。研究開発や設備投資、人材投資などの効果がこれに該当する。また、相場の変動は企業価値の変動よりも激しいのが一般的で、趨勢的には株価は企業価値を正しく評価するとは言えても、ある場合には株価は企業価値を過小評価し、ある場合には過大評価している場合が多いとも言える。

株価が過小に評価されている場合に、企業価値よりも安値でTOBをかけて利ざやを稼ぐことは可能である。事実、TOBの過程で買収者の買付価格が改訂されることもよく見られる現象である。スティー爾・パートナーズ・ジャパンによるソトーに対する敵対的TOBの場合、当初の買付価格は1株1,150円であったが、ホワイトナイトによる対抗TOBが行われた結果、最終的には1,550円まで引き上げられた。また、オラクルによるピープルソフトに対する敵対的TOBの場合では、ピープルソフトがライツプランを導入していたため、その消却を巡って約1年半に及ぶ交渉が行われた結果、当初の1株16ドルの買付価格が最終的には26.5ドルまで引き上げられた。交渉を重ねることで株主にとってより有利な価格が実現する場合がある。

このように、買収価格が株価を上回っているからといって、買収者が実現しようとする企業価値が現経営陣の企業価値を上回る保証はないことになる。市場が不完全で情報に非対称性がある場合には、買収者が株価を上回る買収価格を提案していたとしても、常に企業価値を高めようと切磋琢磨する経営陣が生み出す企業価値を上回る保証はないのである。

(株主価値と企業価値の乖離)

企業価値は、株主価値とステークホルダーに帰属する価値の合計であり、株主価値と企業価値は同じではない。このため、ステークホルダーから株主に所得移転だけを行う買収提案は、株主にとってメリットがあるように見えるが、企業価値には中立的であり、長期的にはマイナスになる可能性がある。従業員が期待し

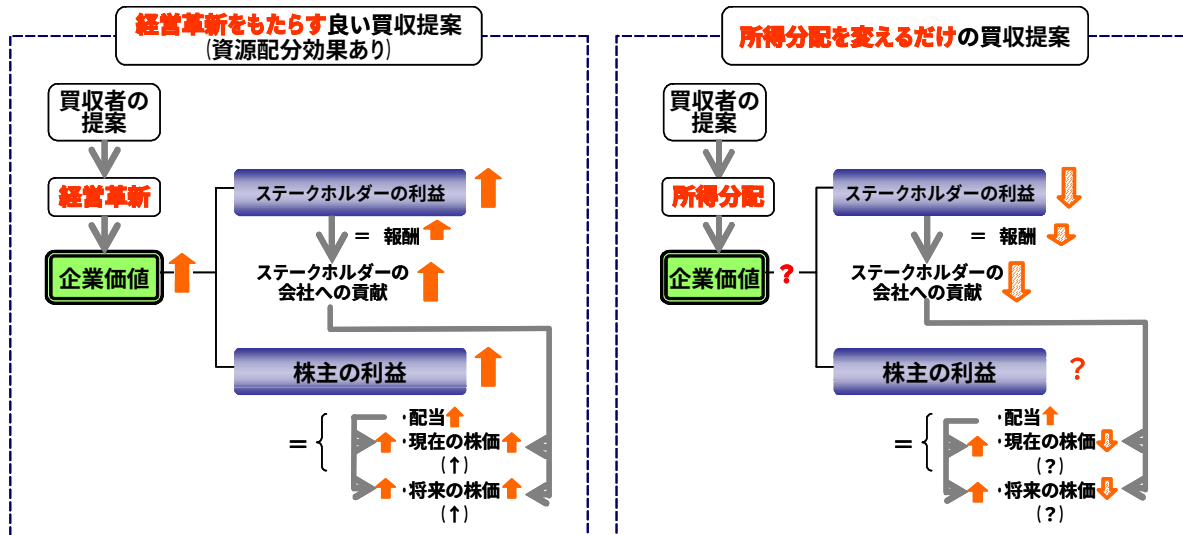
ていた報酬や雇用機会が、株主への所得移転の原資を捻出するために削減されるようであれば、従業員などが会社へ貢献する意欲を阻害し、企業固有の投資行動を抑制する結果となる。信頼への裏切り効果とも呼ばれる。例えば、単に内部留保や従業員への賃金あるいは雇用削減を行って配当を増加させる買収提案の場合、ステークホルダーの会社に対する貢献を低下させるので、長期的にみれば企業価値を損なう可能性がある。また、LBOの場合、買収後、経営革新を実行してキャッシュ・フローを上げて借金返済に当たるケースは、買収企業の企業価値を経営革新により向上させると評価できるが、買収後、解雇や資産売却で返済資金を確保するケースは、企業解体による所得分配のみを狙った提案であり、企業価値を損なう結果となる可能性が高い。80年代の米国のM&Aブームは、第1章で述べたとおりLBOによるものであり、多くの買収者の収益は、対象企業の従業員の解雇と資産売却によるものと評する向きもある⁶⁰。

(相対比較の重要性)

このため、企業価値を、一回限りで提示される買収価格と株価の比較のみで判断することは、かえって企業価値を損なう提案を採用する危険をはらむ。例えば、株価が企業価値を下回って一時的に低迷している状況の中で、企業価値を下回る安値で（しかし株価よりも高値で）株式を買い占め、資産を売却して利益を稼ぐことも可能である。こうした相場の過度な変動を利用した買収提案の場合、往々にして企業価値を損なう提案が実現する可能性も否定できない。買収価格の水準が同じでも、一方の買収提案は、従業員を解雇して株主への配当を増やすという提案で、他方の買収提案が、経営革新を行うことをベースにしている、解雇ゼロで配当を増やすというものであったとしよう。前者の買収提案は、所得分配を変更するだけで、企業価値に対しては短期的には中立的であるが、長期的には損なわれる可能性が高い。なぜならば、先に述べたように、ステークホルダーへの分配を下げると、彼らの企業への貢献が下がり、将来的な収益が下がる可能性があるからである。したがって、買収価格が株価に比べてどれ程高いかという情報に加えて、敵対的買収者の買収提案と現経営陣の経営提案の内容が株主に十分開示されることが重要となる。企業価値は株価だけで判断できるものではなく、敵対的買収が企業価値を高めるかどうかの判断は、結局のところ買収提案と経営陣の経営提案の相対比較に寄らざるを得ない。

⁶⁰ Shleifer-Summers の論文においては、LBOや節税目的の買収の場合、買収プレミアムの多くがステークホルダーが利益を移転したものとなることが論理的にあり得ることが示されている。(Andrei Shleifer = Lawrence H Summers, Breach Of Trust In Hostile Takeover (87))

(図2-4) 企業価値は相対比較により判断



4. 経済合理的な買収防衛策となるための条件

では、どのような買収防衛策であれば経済的にも合理的であるといえるのだろうか。買収防衛策が現経営陣の提案、買収者の提案の相対比較を可能とするように仕組みられているのならば、合理的なものとして正当化されるであろう。以下では経済的な合理性を有する防衛策となるための条件を提示する。

(買収防衛策が経済合理的なものとなる要件)

敵対的買収の脅威には経営の規律を確実に高める効果がある。他方で、敵対的買収には、グリーンメールや二段階買収など構造上の強圧性がある場合や、企業価値を相対的に向上させる効果がないものもある。このため、強圧的な買収提案や、現経営陣に委ねた場合よりも企業価値を損なうような買収提案を排除するために防衛策が機能すれば、それは合理的なものとなる⁶¹。また、合理的な期間の中で、株主に対して現経営陣、買収者の双方から企業価値を左右する必要な情報が十分開示されることを促すような仕組みになっていれば、その防衛策は企業価値を高めるものと評価されよう。例えば、TOBという仕組みは、比較的短期間に、買収価格を主たる情報として買収提案の妥当性を判断するメカニズムである。これに対して、買収防衛策が、TOBという仕組み以上に、情報の非対称性の解消を通じて買収者の経営提案と現経営陣の経営提案の相対比較を可能とする機会

⁶¹ 東京高裁の決定でも、弊害ある敵対的買収類型を避けるための防衛策は、有事導入であっても適法となる余地があるとしている。

を株主に与えるメカニズムとなっていれば、経済合理性を有すると言えるであろう。また、こうした防衛策は、強圧的な買収であるグリーンメールや二段階買収という明らかに企業価値に弊害をもたらすであろう買収手法を排除する上でも有効である。さらに、防衛策が委任状合戦で解除可能であるならば、TOBと委任状合戦が併用され、数ヶ月を限度として（米国では1年数ヶ月を限度として）株主の支持を集めるために、買収者、現経営陣双方から有益な情報が開示される。その結果、情報の偏在が解消され、より正確な企業価値の見極めが可能となり、最終的には、優れた経営提案を株主が選択することができるようになる。こうした防衛策であるならば、TOBというルートと平行して用意することも合理性があると評価できよう。一方で、解除することができない防衛策は、企業価値を確実に損なう結果となり、情報の非対称性が解消されてもなお解除することができないため、買収コストを過剰に引き上げる結果ともなる。それゆえ、防衛策は解除可能とすべきとの要件は必要最低限の条件となる。また、企業価値を判断するのに必要な情報が株主に提供されれば、なるべく速やかに防衛策が解除できるような設計が望まれる。

（防衛策の経済合理性を高める要件）

問題になるのは、企業価値基準に基づいて誠実に経営者が防衛策を運用するかどうかである。経営者が自己の地位を守るために企業価値基準を隠れ蓑にして防衛策を活用すれば、防衛策は企業価値を損ねる結果となる。経営者の行動が持つこうした利益相反の問題は、あらゆる種類の経営判断につきまとう問題でもあり、株式会社制度が所有と経営の分離を前提としているが故の問題であるともいえる。この意味で、防衛策の設計は優れて企業統治の制度設計に帰着する課題とも言える。そして、欧米では、日本よりも活発な敵対的なM&Aが生じている環境の中で、経営者の保身とならず企業価値の防衛となる多様な工夫が試行錯誤の上で開発されてきた歴史があり、我が国がこのタイミングでこれを学ぶことには大きな意義がある。

第3章 欧米における敵対的買収に関するルール

第2章では、敵対的買収には効果だけではなく、弊害があることも提示した。本章においては、欧米における防衛策の実態について検証し、敵対的買収に関してどのようなルールが確立されているのか明らかにしたい。

欧州では、英国におけるTOBルールのように**強圧的買収を入り口段階で規制**するというアプローチもある。大陸諸国の黄金株のように**株主総会での承認を前提に強力な防衛策を許容**するというアプローチもある。また、米国のように**防衛策は経営者の判断で導入するが、独立社外取締役が経営陣の運用を監視**するというアプローチもある。よって立つ制度は異なるし、各国とも防衛策の合理性をめぐる完璧な仕組みが確立しているわけではないが、企業社会におけるある種の常識が確立しているといえる。

こうした欧米の知恵と経験を学ぶことは、日本が合理的な企業買収のルールを確立する上での示唆となる。

(図3-1) 企業買収を規律する各国の法制度比較

		日本	米国	EU	英国	ドイツ	フランス
各国の考え方		●強圧的な買収に対しては、TOB規制ではなく、会社側の防衛策で対応。	●強圧的な買収に対しては、TOB規制ではなく、会社側の防衛策（主としてライツプラン）で対応。 ●別途、各州法に事業結合制限法などがある。	●厳格なTOB規制で強圧的な買収を排除。 ●会社側の防衛策は原則禁止。 ●ただし各国の裁量も可。	●厳格なTOB規制で強圧的な買収を排除。 ●会社側の防衛策は原則禁止。	●厳格なTOB規制で強圧的な買収を排除。 ●監査役会の承認があれば防衛策は可。	●厳格なTOB規制により強圧的な買収を排除。 ●会社側が複数議決権株式などを活用。
買収者に対する規律	TOB規制 （会社の支配権を取得する場合は、株主全員に同一価格を提示することを求める規制）	証券取引法 ○	証券取引所法 ○	企業買収指令 （06年5月までに各国で法制化） ○	City Code （自主ルール） ○	企業買収法 （2002年施行） ○	証券取引法 ○
	全部買付義務 ●会社の支配権を取得する場合は、買付に対する応募にすべて応じなければならない。 ●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）	×	×	○	○ 9割は例外との指摘あり	○	○
主な防衛策	有事導入・有事発動型の防衛策 （例：第三者割当増資）	会社法 ○	会社法 ○	×	×	○ （原則禁止・監査役会の承認があれば可能）	—
	平時導入・有事発動型の防衛策 （例：ライツプラン、黄金株、複数議決権株式）	ライツプラン、黄金株など ○	ライツプランなど ○	×	×	×	○ （複数議決権株式を活用）

第1節 欧州における敵対的買収防衛策

欧州各国の防衛策は多様である。欧州の中には、オランダのように敵対的買収防衛策を容認していると言われる国もあれば、英国のように防衛策の導入に対して非常に厳格であると言われる国もある。英国では、TOB規制の中で強圧的な買収手法である二段階買収について規制している。ドイツでは、英国と同様のアプローチを採用しているが、監査役会の同意があれば有事導入型の防衛策を採用することができる。大陸諸国では、種類株式（黄金株、複数議決権株式）が採用されており、フランスやオランダ、北欧では1株1議決権の原則に従う企業は3割に満たない。EUでは、EU全体でのM&A市場を形成するために、各国の企業買収に関するルールを統一しようと試みたが、各国の意見の対立もあって、各国の裁量に任されるという妥協的な解決に至っている。

1. 英国における企業買収ルール

英国は、敵対的買収防衛策に関して非常に抑制的であると評価される。取締役会の決定で広く防衛策を講じることができる米国と大きく異なり、防衛策の導入には、株主総会の承認を要することが原則とされている⁶²。しかし、下記に述べる全部買付義務及び部分的TOB禁止等の規制の存在、パネル⁶³と呼ばれる自主機関による企業買収に対する柔軟な対応など、二段階買収など企業価値を損なう敵対的買収に対処する相応のインフラは存在している。なお、**複数議決権、議決権制限など定款変更を要する防衛策は、株主総会の特別決議（75%の同意）を得れば導入は可能だが、導入実績は少ない。**

⁶² 企業買収の手法として、日本では、合併、会社分割、株式交換などの手法があるが、英国では合併等が手続的問題等からめったに使われることがなく、企業買収の手法において株式譲渡の占めるウェイトがきわめて高い。それだけに、英国の立法当局も、株式の自由譲渡性を確保する法的手当ての整備に力を注いできている（浜田道代「国際的な株式公開買付けを巡る法的問題」証券研究第102号（92年）77頁）。敵対的買収への抑制措置に慎重な姿勢の背景には、株式売買を通じた友好的買収までもが抑制されることへの懸念があると評価することもできよう。

⁶³ 英国の会社法はTOBに関連する諸規定を有するものの、これを包括的に規整する特別の規定を有しないため、実際上の規律は、主として自主機関である「公開買付及び合併に関するパネル」（パネル）の運用に関する「公開買付及び合併に関するシティ・コード」（シティ・コード）によって行われる。シティ・コードは、60年代に頻発した敵対的買収における株主に対する強圧的行動その他の濫用的行動に対応するための規制措置として定められたものである。パネルは、イングランド銀行総裁の賛助の下で運営され、その構成員は、議長1名、副議長2名、産業界から任命される独立構成員3名と、①英国保険者協会、②投資信託会社協会、③個人顧客投資マネジャー・株式ブローカー協会、④英国銀行家協会、⑤英国産業連合会、⑥イングランド及びウェールズ勅許公認会計士協会、⑦投資顧問協会、⑧ロンドン投資銀行協会、及び⑨年金基金全国協会の9機関から選定された11名（⑧のみは3名を選出）の合計17名である。

(全部買付義務及び部分的TOBの禁止)

買収者が議決権の30%以上を取得した場合には、全部買付義務が課せられる。しかも対価は原則として現金を用いなければならない。また、英国では部分的TOBが原則として禁止されており、TOBによる支配権取得を行おうとする者は、一部だけ買い付ける提案をすることは原則としてできず、全株を対象としたオファーをしなければならない。

以上のような規制を中心としたシティ・コードの規律の効果として、買収者には資金的裏づけの確保が求められ、二段階買収は抑制されているという評価が可能である。

ただし、買収者及び会社関係者以外の株主の過半数の承認があった場合や、会社が重大な財政危機にあって、新株発行や第三者（救済者）による買収でしか会社を救済できない場合など、パネルが認めた場合には、全部買付義務は免除されることがある。全体で見れば、約1割が全部買付義務に従う案件となっている。

(買収者の資金裏付け規制)

買収者は、100%の買付を完了できるファイナンスの裏付けが求められる。具体的には、①買収者は、買収に伴う対価の資金源について、金融機関からの保証を受けた上で買収公告書を用いてそれを公開しなければならない、②この資金調達に関する責任は、買付申込者のフィナンシャル・アドバイザーにも連帯して課されることになっている。

なお、日本のTOB規制では、資金の裏付けに関しての情報を自ら提供することは必要であるが、英国のように金融機関からの保証や、フィナンシャル・アドバイザーの連帯責任のような厳密なものは要求されていない。

英国の対応は、TOBの要件を厳格に絞り、強圧的な買収に規制をかけるかわりに、会社法による防衛策には抑制的である。こうした対応は、TOBに関し厳格な規制はないが、会社法に基づく広範な防衛策が認められる米国の対応とは大きく異なる。この背景には、両国におけるM&Aルール形成過程そのものが、根本から異なっていることが大きな要因とされているが⁶⁴、英国においても、TOB規制という手段こそ異なるが、敵対的M&Aに対する規律を整備していることには変わりはない。

⁶⁴ 英国では、合併手続きが未整備なことからTOBが経営権の取得の方法として古くから利用されていたが、50年代にTOBを利用した敵対的買収が急増したことをきっかけに、TOBに関する法的規制が急速に整備された。これに対し、米国では合併制度が経営権の取得の方法として有効に活用されていたため、TOBに関する規制はほとんどなく、67年に制定されたTOBに関する規則（ウィリアムズ法）においても、内容は買収者、経営者それぞれにとって中立的であり、TOBのブームを抑制する効果はなく、米国では各州法による規制や、企業独自の防衛策が発達することとなった。

2. ドイツの新たなアプローチ

ドイツでは、かつての日本と同様、伝統的に銀行や保険会社が安定株主となっていたことから、敵対的買収は生じにくかったと言われている。加えて複数議決権株式、議決権制限株式など、種類株式を活用した防衛策も敵対的買収に対して有効に機能してきた。しかしながら、90年代に入り、EU全体での企業買収指令に関する検討が始まったことを契機として、方針は大きく転換された。95年にドイツ財務省の証券取引所専門家委員会により、支配権を所有した者に他の株主全てに対する買付提案義務などを内容とする「支配獲得規則」という自主規制が導入され、更に98年には、より開放的な資本市場の形成を目的として、ドイツ株式法が改正され複数議決権株式や議決権制限株式などが廃止された。ところが、支配獲得規則については、法的拘束力を有するものではなかったことから、全部買付義務に従うことに難色を示す企業が続出し、規制を遵守する企業は少なかった。さらに、鉄鋼会社・通信会社のコングロマリットであるマンネスマン社が00年に英国の通信会社ボーダフォン・エアタッチ社により敵対的に買収された⁶⁵ため、これを契機として、ドイツ政府は、企業買収全般に関するルールについて集中的に検討を行い、以下の4点を特徴とする企業買収法⁶⁶を02年に制定した⁶⁷。なお、企業買収法制定後も**複数議決権株式、議決権制限株式は従来通り禁止**されている。

①英国型の厳しい全部買付規制を導入する⁶⁸。

②平時導入・有事発動型の防衛策については、株主総会の承認を経て最大18ヶ月間授權を可能とする（ただし、有事の際の発動には監査役会の同意が必要）。

③有事導入型の防衛策も、監査役会⁶⁹の承認により導入を可能とする⁷⁰。

⁶⁵ マンネスマ社は、ドイツ企業には珍しく、その株主の7割は外国人であり、かつ、買収者であるボーダフォン・エアタッチ社の説得に応じて株主が次々と買収賛成に転じることとなり、安定株主対策による防衛が機能しなかったと言われている。これは、敵対的買収に対する、株式持合などの安定株主対策のみによる防衛に限界があることを示唆する一例と言えよう。

⁶⁶ 正式名称は、「有価証券の取得及び企業買収に関する法律」である。

⁶⁷ 複数議決権株式、拒否権付株式、議決権制限株式については、雇用増大のためのグローバルな資本市場政策を目的として98年に成立した「企業領域における統制及び透明化のための法律」によるドイツ株式法等の改正により禁止され、03年6月を持って失効することとなった。

⁶⁸ ドイツの企業買収法では、議決権の30%以上を取得した場合、又は結果として30%以上の保有となった場合には、対象会社の全発行済株式に対して買付提案を行わなければならない。その価格は、TOB公表前の3ヶ月間に買収者により支払われた買付価格以上で、3ヶ月間の平均時価が買収者の買付価格よりも高い場合は、平均時価以上でなければならない。また、この対価は原則として現金又は流動性のある株式とされるが、一定の場合には現金対価を伴うべきものとされている。

⁶⁹ ドイツでは取締役を選任する機関として監査役会を設置している。

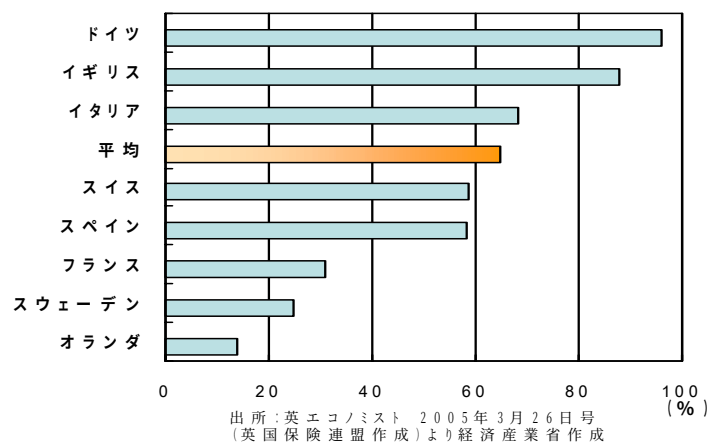
⁷⁰ この他、①通常の事業活動の一環で経営者が行う行動、②ホワイトナイトを探す行動、についても有事の際の防衛措置として認めている。

ドイツは、英国型の厳しいTOB規制の採用、有事における監査役会承認型の防衛策の許容、複数議決権などの禁止など、新たな防衛策体系を用意したともいえる。特に、監査役会の構成員は、半数は株主総会が指名し、4分の1は労働組合から、さらに残りの4分の1は一般労働者から選任されるため⁷¹、ステークホルダーの利害が防衛策に色濃く反映される仕組みになっているとも言える。

3. 黄金株・複数議決権株式等の特殊な株式の活用

英国、ドイツではこのようなTOB規制をベースにM&Aのルールを整備しているが、フランスなどの欧州の大陸諸国においては、黄金株や複数議決権株式など特殊な株式を用いた防衛策が伝統的に用いられている。**1株1議決権原則に従う企業は**、英国やドイツではほぼ100%だが、欧州全体では約3分の2にとどまっている。特に**フランスや北欧では3割程度となっており、また、オランダについては2割に満たない結果**となっている。例えば、フランスにおいては、株式を長期に保有する株主には複数議決権を与える仕組みや、2割以上株式を取得した株主には15%未満の議決権しか与えない議決権制限株式の制度が種類株式により導入されている。また、オランダにおいては、現経営陣に対して友好的な基金に対して黄金株を発行することで、敵対的買収に対し、防衛を図ることが可能となっている。

(図3-2) 欧州における一株一票原則を採用している企業の割合



⁷¹ 従業員側の代表は、従業員数500人以上2000人以下であれば3分の1となる。

4. EU企業買収指令⁷²

このように、欧州では、各国がそれぞれの法制度や社会基盤に応じて、防衛手法を発達させてきたが、70年代から企業買収に関するEUレベルでの検討が始まった。この動きは、EU域内における市場統合が92年に決まったことを契機に加速し、89年には、初めてEUにおける企業買収指令案が作成された。しかしながら、加盟国間の調整は困難を極めた。当初案は英国型の厳しいTOB規制と防衛策の原則禁止を軸とする内容であったが、ドイツやフランスなどの大陸諸国の主張が通り、96年修正案では各国制度の選択制となった。しかし、この案については、英国が強硬に反対し、99年修正案では、対象企業の取締役は株主の同意が無い限り、一切の防衛措置を禁じる案となった。ところが、00年にドイツのマネスマンが英国のボーダフォンに敵対的に買収されたことを受け状況は再度変わり、ドイツ出身議員などから「ライツプランを採用している米国とのイコール・フッティングを確保されていない」として強い反対が起こった結果、防衛策の内容は、英国型に準拠したEU原則に従うか、各国独自の制度を採用するかは選択制とされ、04年に14年間の歳月をかけようやくEU企業買収指令が成立した。04年に最終的に成立したEU企業買収指令の特徴は、以下のとおりである。

①全部買付義務は強制適用

会社の支配権を取得する場合には、全株式に対して買付提案をしなければならない。その価格は一定期間（6ヶ月以上12ヶ月以下の範囲で加盟国が決定する期間）に同一証券に対して支払った最高価格でなければならない。また、対価は原則として現金又は流動性のある証券でなければならない。TOBを行うためには、100%買付を完了できるファイナンスの裏付けが必要となる。

②買収防衛策については原則禁止（中立義務）

TOB期間中は、ホワイトナイトを探す以外の防衛策は、株主総会の同意を得ない限り実施できない。平時に防衛策を導入しておいても、有事の際には株主総会の承認又は確認が必要である。

③防衛策はTOB時に失効（ブレイクスルールール）

議決権制限株式や複数議決権株式、株式譲渡制限は、TOB時には効力を失う。買収者が75%以上の株式を取得した場合には、この他の防衛的措置も効果を失

⁷² Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids (Takeovers Directive と通称される。)

う。

④中立義務とブレイクスルー規則の採用は各国の裁量

全部買付義務は強制採用だが、②の中立義務、③のブレイクスルー規則は各国が採用するかどうかは任意である。

⑤武器対等原則

加盟国がEU企業買収指令（②③）を選択した場合でも、その国の企業が、EU企業買収指令を選択していない国の企業から買収を受けた場合には、当該企業が防衛策を導入することを可能とする。

欧州においては、長期間模索した結果として、妥協の産物ではあるものの、企業買収に関する一定のルールが成立した。厳しいTOB規制を課すことをベースに、さらなる防衛策の採用は各国の裁量に委ねられる。加盟国は、06年5月までに自国の法制化を完了すべきとされ、大陸諸国における種類株式を活用した防衛策や、ドイツにおける監査役会承認型防衛策は残されるのではないかとと思われる。

第2節 米国における敵対的買収防衛策

米国では、80年代以降に多くの敵対的買収に対する防衛策が開発されたが、20年間の歴史を重ねる中で、司法や機関投資家によるチェックが行われた結果、合理性の無い防衛策については次第に淘汰され、現在ではライツプランが最も合理性のある防衛策として普及している。

本節では、まず米国において開発された多様な防衛策を整理し、司法がどのようにして過剰な防衛を淘汰してきたか、機関投資家が防衛策に対してどのような評価を下してきたのかを把握した上で、米国において最も典型的な防衛策となっているライツプランがどのように効果を持ち、どのように進化してきているのかについて確認する。適法性基準、妥当性基準の双方が未確立の日本において合理的な防衛策に関するルールを構築する上で、大きな示唆をもたらすであろう。

1. M&A先進国の米国で開発された多様な防衛策

米国では、80年代の第4期M&Aブームの際に、敵対的買収に関する多様な攻撃手法が開発され、一方、多様な防衛策も開発された。奇襲攻撃も過剰防衛も出現する中で、次第に、司法判断が積み重ねられて適法となる防衛策の範囲が明確にされ、機関投資家の監視の中で合理的な防衛策の範囲が確定していった。

買収サイドを規制するのは証券取引法上のTOBルールであるが、米国におけるTOBルールは、68年ウィリアムズ法によってその基礎が確立している。これによって、数日間の買付期間で、先着順で買付けるといった手法が排除されるとともに、買収者に対する開示規制⁷³とTOBに関する監督権限が米国証券取引委員会(SEC)に付与された。SECは、TOBであるかどうかを過去の判例を基に判断しており、一定期間、プレミアムのついた固定的な買付条件で相当部分の買付を積極的に勧誘するような場合がそれに該当する⁷⁴。

米国の証券取引規制は、敵対的買収が頻発した80年代においても基本的に改正されることはなく、英国のような全部買付規制は導入されなかった。この結果、弊

⁷³ 開示規制は米国の取引所法13条(d)項、14条(d)項(1)号に定められている。13条(d)項では、買収者が対象企業の5%を超える株式を取得した場合に、SEC、証券取引所、対象会社に「資金の出所」「保有株式数」「保有の目的」等を開示しなければならないことを定めている(5%ルール)。また、14条(d)項(1)号では、5%を超えるTOBを行う場合、開始と同時に届出書をSECに提出し、対象会社へ送付する必要があると定めている。

⁷⁴ SECは、以下の8つの要素を考慮してTOBであるかどうかを判断することとなる。①一般株主に対する積極的に広範な勧誘か否か、②発行者の株の相当な部分の買付か否か、③市場価格を超えるプレミアムが支払われるか否か、④比較的固定的な買付条件が付いているか否か、⑤最低買付株数の条件と最高買付株数の設定がなされているか否か、⑥買付期間が限定されているか否か、⑦株主に対する売却圧力が存在するか否か、⑧購入計画が事前に公表されているか否か(急速な株式の蓄積の前又は同時に行われる取得か否か)。

害のあるような敵対的買収（二段階買収やグリーンメールなど）に対して、企業のイニシアティブで多くの防衛策が開発された。攻撃サイドは、TOBや委任状合戦で攻撃を開始し、買い占め後の合併にまで進むことになるが、これに対して開発された防衛策は、①TOBや委任状合戦への免役を高める安定株主工作、②TOBに関する買収者のコストを上げる防衛策、③委任状合戦のコストを上げる防衛策、④二段階目の吸収合併や子会社化などの事業結合を規制する防衛策、⑤有事の緊急導入型の防衛策といった5つの種類が発達した。

詳細は別表（表3－1、表3－2）に紹介するが、⁷⁵

- ①安定株主工作の典型が、ホワイト・スクワイヤー（白馬の従者、15%程度の株式を保有する安定株主）やESOP（従業員持株会）、
- ②TOBのコストを上げる防衛策の典型が、ライツプラン（後述）やスーパー・ポーティング・ストック（複数議決権株式）、
- ③委任状合戦のコストを上げる防衛策の典型が、スタガードボード（取締役の任期を3年にして任期をばらばらにする期差任期条項）や取締役の解任制限（任期途中の解任に正当理由を付与する条項）、
- ④二段階目の結合を規制する防衛策の典型が、スーパー・マジョリティ（敵対的買収後に行われる事業結合について株主総会の決議要件を加重する条項）や公正価格条項（加重した事業結合決議要件を公正な価格での事業結合については除外する条項）、
- ⑤有事の緊急導入型防衛策の典型が、ホワイトナイト（増資などの引き受けを行う友好的買収者）やクラウンジュエル（重要資産の売却）、これを大規模に展開する焦土戦略などである。

なお、③と④は定款変更で特別な条項を設ける方策であり、総じてシャーク・リペラント（鮫よけ）とも呼ばれている。また、こうした多様な自衛策のうち、③と④は、州法によって一般ルールとして採用されており、これが企業買収規制法（表3－3参照）と呼ばれるものである。

80年代後半に開発されたこうした防衛策は、経営者の保身のために利用されているものとして提起された数多くの訴訟においてその適法性が争われるとともに、機関投資家の台頭によって経営者の保身につながるような防衛策は市場で支持されなくなることによって、淘汰が進展している。こうした司法判断や機関投資家の判断基準が整備される中で、より合理性の高いライツプランが防衛策のスタンダードとして生き残る結果となった。

⁷⁵ なお、最近の米国企業における主要な防衛策の導入状況については、巻末参考資料1を参照。

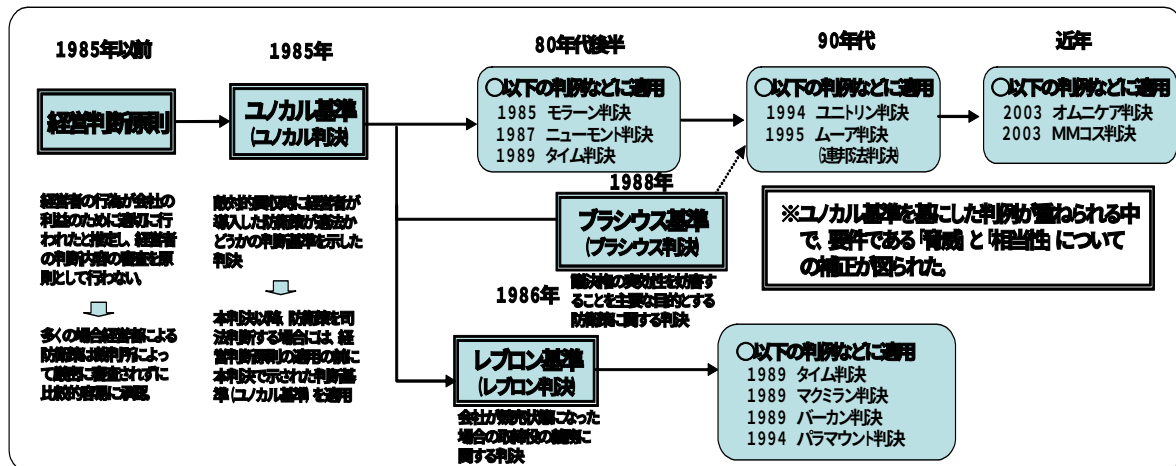
そこで、以下では、**米国の司法判断から、適法性の基準（２．過剰防衛を淘汰した司法の判断）を、機関投資家の判断から妥当性の基準（３．機関投資家の防衛策に対する評価基準）を、ライツプランの進化から企業社会のインフラのあり様を探る（４．ライツプラン）** こととしたい。

２．過剰防衛を淘汰した司法の判断

（ユノカル基準）

米国では、米国企業の過半が法令上の根拠地として選択しているデラウェア州において、防衛策の適法性を巡る多くの判例が８０年代後半に示されている。このうち、８５年にデラウェア州最高裁判所が出したいわゆる「ユノカル判決」は、２０年近く経った現在に至るまで、ユノカル基準と呼ばれ、防衛策の適法性基準を示した判例として確立した地位を占めている。ユノカル基準は、８５年以降、デラウェア州における買収防衛策に関する判例１４０件に適用され、引用されており、うち４０件は州最高裁の判決である。ユノカル基準が確立するまでは、経営者が会社を守るために講じた様々な防衛策に関する司法判断は、「経営判断原則」（Business Judgment Rule）と呼ばれる基準が適用されてきた。経営判断原則とは、経営者の行為は会社の利益のために適切に行われたと推定し、経営者の判断内容の妥当性について裁判所は審査しないというものであった。このため、防衛策の導入が会社に損害をもたらす結果が生じた場合でも、経営者の責任が直ちに問われることはなく、多くの場合、経営者による防衛策は裁判所によって厳密に審査されず、比較的容易に承認されてきた。しかしながら、防衛策には常に経営者が保身目的で行う可能性が付きまとう。そこで、ユノカル判決では、「敵対的買収のように会社支配への脅威が関わる局面では、取締役には会社や株主のためではなく、自己の会社における保身を目的として行動する可能性が常に存在し、取締役による客観的な決定が困難になるため、経営判断原則の適用を受ける前に、取締役が自ら、①敵対的買収が対象企業の経営や効率性に対し脅威があると信じるに足りる合理的な根拠があること、②防衛策が脅威との関係で相当なものであったことを立証する義務がある」と判断した。防衛策に関する経営者の判断は、経営者自身の保身のために行われる可能性があるため、買収によって企業価値が損なわれる脅威があると信じるに足りる合理的な根拠があり、講じた防衛策が過剰なものではないことを経営者が立証して初めて適法となる、とされたのである。また、この経営者が行う立証分析には、「買収価格の水準や買収対価の質、買収の性質やタイミング、違法性の問題、ステークホルダーへの影響」などを含むことができ、「誠実に行動し合理的な調査を行ったことで充足される」とされている。以下では、脅威の範囲、過剰性の判断基準、慎重かつ中立的な経営判断プロセスについて、解説する。

(図3-3) 米国における防衛策を巡る司法判断の変遷



出所:各種資料より経済産業省作成

(敵対的買収が会社に及ぼす脅威の範囲)

脅威とは、敵対的買収が成功した時に発生するであろう会社の効率性に対する脅威を指し、その範囲は比較的広く考えられている。第一の類型は、グリーンメールや二段階買収などに代表される「**構造上強圧的な買収類型**」である。グリーンメール目的の買収は、買収者のみが他の株主の損害の上で利得を得る買収であり、企業価値を損なうのは明らかである。二段階買収は、株主が買収価格は不十分だと考えていても、二段階目の買収条件が不利であったり、不明確であったりすることで、売り急いでしまう結果をもたらす。結果的に企業価値を損なう買収提案であっても成立する可能性があり、脅威をもたらす類型と考えられている。脅威の類型はこうした類型にとどまらない。例えば、全株式・現金対価の買収提案の場合、構造の強圧性はないが、買収価格が低すぎる、あるいは、買収後の経営提案が不適切である場合には、株主全体の利益や会社の効率性に対する脅威とみなされる。買収価格が不適切で経営陣が代替的な提案を探す時間的な余裕がない場合には、「**機会損失類型 (代替案喪失類型)**」と呼ばれている。全株式・現金対価の買収提案であっても、事前に関買収提案の交渉を申し込むことなく、いきなりTOBをかけることにより、経営者に対してより有利な条件で会社を購入してくれるホワイトナイトを探したり、新たな経営提案を行う時間的な余裕を与えたりしないようなケースである。株主がより有利な代替提案を検討する機会を奪い、結果的に企業価値を損なう可能性が高いとされる。企業買収を損なう買収提案であるにもかかわらず、株主が情報のないままに誤信して買収提案に応じてしまう場合は、「**株主誤信類型**」と呼ばれている。第二章でも述べたように、企業価値とは企業が生み出す将来の利益の合計であり、これを左右する多くの要因がある。米国の判例では、経営者の長期的な業績見通し、提携効果、過去に行った投資の効果、ステークホルダーへの影響などが勘案される。企業価値を左右する重要要素が買収後の経営提案でどう扱われるのかが重

視されるわけである。

(防衛策の過剰性の判断基準)

防衛策の過剰性の司法判断に当たっては、脅威との関係で相当な手段であることが要請される。**防衛策の相当性は、株主が経営陣の提示する対抗策に応じることを強要するかどうか（防衛策の強圧性）、株主が買収者の提案を受け入れる別途の方策をも閉ざすかどうか（防衛策の排除性）が重視**され、強圧的でも排除的でもなければ過剰防衛でないと判断される。そして、こうした相当性の判断は、脅威類型ごとに異なるとされ、大胆に要約すれば、次のようになる。まず、グリーンメールや二段階買収の場合、構造上強圧的な買収類型とさ絶対的に問題となる買収である。このため、相当広範囲な防衛策が許容され、場合によっては委任状合戦を否定するような排他的な防衛策ですら許容される余地がある。機会損失類型の場合は、代替案を提示するのに必要な時間を提供する範囲内で防衛策が許容される。株主誤信類型の場合は、防衛策の相当性は厳格に認定され、株主の選択肢を排除したり、株主の選択を強要したりする防衛策は相当性を欠くとされる。**強圧性や排除性を持たない防衛策の基本要件は、買収者以外の株主は平等に扱うことと、委任状合戦で防衛策を消却できることに求められる。例えば、消却条項が付与されたライツプランは、①買収者以外の株主を平等に扱うので強圧性がなく、②消却条項により株主（買収者）に委任状合戦という選択の道が残されるので、原則過剰ではないとされる。**これに対して、防衛策を導入した経営者でないと消却できない防衛策（デッドハンド条項⁷⁶やノーハンド条項⁷⁷、場合によってはスローハンド条項⁷⁸）は、グリーンメール対策や部分買収対策には適法とされる余地はあるが、一般的には違法となる。また、買収者の**委任状合戦を著しく妨害する目的で行う防衛策**（有事に際して取締役会の定数を増加し株主の議決権行使を妨げようとする場合など）は、経営者の保身を助長するものとして過剰とされている（ブラシウス基準⁷⁹）。また、経営者が会社

⁷⁶ ライツプランの消却に関し、敵対的買収者が選任した新任取締役による消却を不可能とする条項であり、具体的にはライツプランの消却は、ライツプラン採用当時の取締役又はその同意により後継者として選任された取締役以外の者によっては行うことができないとする条項。

⁷⁷ デッドハンド条項の変種であり、典型的にはライツプランを導入した取締役が対象企業の取締役会の過半数を占めなくなった場合には、いかなる取締役会もライツプランを消却できなくすることを内容とする条項。

⁷⁸ デッドハンド条項やノーハンド条項に、ライツプランの消却が制限される期間を所定の期間内に限定する旨の定めが付されたものをいい、一定期間（例えば6ヶ月ないし180日間）中のみ、新任取締役等によるライツプランの消却を制限することを内容とする条項。

⁷⁹ ライツプランが防衛策として用いられており、取締役が買収者の提案に対して反対している場合、買収者はこれを乗り越えるためには年1回の株主総会場で株主に委任状合戦によって働きかけ、取締役を交替させる必要がある。この際、ライツプランを導入した取締役でなければ、これを消却できない設計にしてある場合などには、取締役を交替したとしてもライツプランを消却できず、株主の議決権の行使を妨害することになる。株主の議決権は、株主による取締役のコントロールを維持する基本的な権利であり、これを制限するような防衛策に対しては、裁判所による更に厳しい審査が必要とされており、取締役は防衛

をホワイトナイトなどに売却している中で敵対的買収者が現れた場合には、会社の売却価格を上げることが取締役の責務とされ、ホワイトナイトとの提携を有利にするような防衛策を取締役が導入することは、過剰防衛とみなされて違法とされている（レブロン基準⁸⁰）。

（慎重かつ中立的な経営判断プロセスの重視）

買収に脅威があったと信じた取締役が、過剰でない防衛策を講じたことを立証する際には、上記のような脅威の内容の証明や防衛策の内容の妥当性を証明する際に、**脅威があると信じ、防衛策を講じた経営判断を決定するに至ったプロセスの慎重性・中立性が重視**される。脅威の内容面では、構造上強圧的な買収であれば、それまでの買収者の経歴や評判、買収手法などが、株主誤信類型であれば、現経営陣の

策の合理性を強く立証しない限り違法となることとなる。

⁸⁰ レブロン判決（86年）は、ロナルド・ペレルマン氏（食品会社パントリーブライド社社長）によるレブロン社（化粧品会社）に対する敵対的買収事例。買収者は、大型の企業買収を複数手がけた実業家であり、他のLBO専門事業家と異なり、経営の細部に強いこだわりがあった。本件も当初は友好的買収ということで、ライツプランの消却を条件とする全株式対象の現金による買収を提案していた。レブロン社は経営多角化をしたものの業績も株価も低迷しており、経営者は買収者に対する対抗措置として、ホワイトナイトに対して、クラウン・ジュエル・ロックアップ条項、違約金条項を含む契約を締結。判決では、ひとたび会社を現金で売却することを決定した場合、取締役は防衛策を講じてはならず、短期的な価値の最大化を図らなければならないとされ買収者が勝訴した。

対象会社がホワイトナイトとの資本提携契約に同意した段階で、買収者が現れて対象会社が買収者とホワイトナイトとの競売状態となった場合などで、会社が売却の局面にあると判断される場合には、取締役は防衛策を講じてはならず、買収者とホワイトナイトを競わせて、売却価格の最大化を図らなければならないとされる。

この場合に、会社が売却の局面と判断される場合とは、以下のような局面を言う。

①経営陣が、会社自体の売却や会社の分割を含む再構築を行うことを決定した場合。

例えば、レブロン判決の際には、買収者からの敵対的買収を受けていた対象会社の取締役会が、経営陣に対してホワイトナイトであるフォーストマン・リトル社に対して会社を売却する交渉権限を与えた時点で、会社は売りに出されたと判断された。

なお、アイバンホーパートナーズ社から敵対的買収を受けたニューモント社の事件では、筆頭株主であるゴールドフィールドズ社によるニューモント社の株式買い増しで対抗したが、この際、ゴールドフィールドズ社との間で現状維持契約（ゴールドフィールドズ社はニューモント社株式を49.9%までしか買い増しできない、など）を締結し、会社を売却しない意思を明確に示していたため、会社は売りに出されたと判断されなかった。

つまり、経営者が会社を売却する意思がないことを明確に示している場合であれば、売却の局面ではないと判断される。

②支配権の移動を伴う組織再編があり、再編後の会社に支配株主が生じる場合。

例えば、QVC社による映画会社のパラマウント社への買収の場合には、QVC社からの買収を恐れたパラマウント社がホワイトナイトであるバイアコム社との合併を計画したが、この場合、バイアコム社に存在した支配株主が、そのまま新会社の支配株主となり、実質的にはバイアコム社の支配株主にパラマウント社が売却されたのと同様の状態となり、パラマウント社の既存株主が少数株主に転落することから、会社は売りに出されたと判断された。

一方、パラマウント社から敵対的買収を受けたタイム社は、ワーナー社との合併により対抗したが、ワーナー社との合併契約では、合併後の会社の株式が多数の株主の間で拡散して保有されることから、会社は売りに出されたと判断されなかった。

つまり、再編後の会社に支配株主が生じない場合であれば、売却の局面ではないと判断される。

経営方針と買収者の経営提案、特に経営者が重視する企業の強みへの影響（例えば、企業の競争力の源泉・根幹となっている人的資本の蓄積・信頼関係への影響も考慮）、機会損失類型では、買収者が会社を提供した交渉機会の有無やその長短などが重要な判断要素となる。また、防衛策の内容の妥当性を証明する際には、その防衛策の設計に加えて、その防衛策を導入し、維持・発動するに至った経営判断のプロセスが重要な要素となる。すなわち、敵対的買収が対象企業の経営や効率性に対し脅威であることを認定し、防衛策が脅威との関係で相当なものであることを立証するためには、単にその判断が内部経営者限りで恣意的になされたのではなくて、

- ・ 検討にどれだけ十分な時間を費やしたか、
- ・ 買収提案の分析や防衛策の設計などについて外部専門家（フィナンシャル・アドバイザーや弁護士など）の助言をどれだけ丁寧に求めたか、
- ・ 社外取締役など中立的な者がどの程度の情報を基に、どのくらい時間をかけて防衛策導入・発動の意思決定に関与したか、

といった判断プロセスの慎重性や中立性が重視される。

今般のニッポン放送による新株予約権の発行差し止め訴訟に関する東京高裁決定でも、企業価値を損なうか否かという中身の判断を裁判所が行うのは難しいとされているが、米国においては、同様に中身の判断を裁判所が行うのは難しいといった事態への現実的な対処として、こうした慎重かつ中立的な取締役の行動が重視されるのである。また、こうした取締役の行動の慎重性・中立性を求めることによって、取締役の保身的な要素が効果的に排除されることとなる。

(図3-4) 米国における主要判例

[事業会社による敵対的買収]	[それ以外の買収者による敵対的買収]
経営者が勝訴 <タイム判決:1989年> パラマウント(映画) VS タイム(出版) ○パラマウント社(映画会社)による、タイム社(出版会社)に対する敵対的買収事例。 ・買収者は、世界規模で競争力を高めることを目的として金株式を対象とした現金による買収を提案。 ・経営者は、買収者の提案前に別会社との合併に合意済、合併の防衛策として、契約の中に自動的株式交換契約、ノーショップ条項などを導入。また、買収者が現れたことから、合併から公開買付に変更。 [判決:防衛策を容認] ・取締役は慎重に検討し上げられた会社の計画を短期的な株主利益のために放棄する義務を負わない。防衛策は合併後の新会社を買収することを妨げるものではない。 <ユニトリン判決:1994年> アメリカンゼネラル(金融) VS ユニトリン(保険) ○金融サービス全般を取り扱うアメリカンゼネラル社による、ユニトリン社(保険会社)に対する敵対的買収事例。 ・買収者は、潤沢なキャッシュフローを武器に買収による業務拡張を圖っており、本件においても金株式対象の現金による買収提案を行った。 ・経営者は、ライツプラン及び付置定款の改正による株主提案権行使の事前通知制度を導入。更に社外株式の約20%を上限とする株主買戻しを実施。 [判決:防衛策を容認] ・株主が会社の真の価値を知らずに不十分な提案に応じる可能性がある。防衛策は合理的なものでなく、合理性の範囲内にある。 買収者が勝訴 <マクミラン判決:1989年> マックスウェル(出版) VS マクミラン(出版) ○英国の出版会社であるマックスウェル社による米国の出版会社であるマクミラン社に対する敵対的買収事例。 ・買収者は、ドル安と欧州の成熟化を背景に、米国の出版界への進出を企図。 ・新聞・出版事業を基に、パルプの生産から編集、印刷までの垂直統合した経営の模範と位置づけ、金株式を対象とした現金による買収を提案。 ・経営者は、KKR社(投資専門会社)ホワイトナイトとしたMBOを対抗策として実施。提案は少数株主に対しては劣後債や新会社の株式を対価とするものであった。 ・また、経営者がホワイトナイトに対して、買収者の提案価格などを告知するなど差別的な対応を図った。 [判決:防衛策を容認] ・利害関係を有する経営者がホワイトナイトに対してのみ重要な情報を与えたことは明らかな開示義務違反。そのような状況で行われた取締役の決定は覆められない。 <パラマウント判決> QVC(ケーブルテレビ) VS パラマウント(映画) ○QVC社(ケーブルテレビ)による、パラマウント社(映画会社)に対する敵対的買収事例。 ・買収者は、映像ソフトの製作から流通までの垂直統合を目指すとして、金株式の過半数の取得を目的とした二段階買収を実施。(二段階目は金株式を対価。) ・経営者は、買収者による買収を懸念し、別会社と合併契約を締結。その中にはノーショップ条項や違約金条項などを含んでいた。 [判決:防衛策を容認] ・防衛策が株主への最善価値の実現の妨げになるのは明らかだったにもかかわらず、取締役金が買戻しのための努力をしなかったのは委任者義務違反。	経営者が勝訴 <ユノカル判決:1985年> ブーン・ビケンズ(グリーンメーラー) VS ユノカル(石油) ○ブーン・ビケンズ(石油会社:メサ社)によるユノカル社(石油会社)に対する敵対的買収事例。 ・買収者はユノカル社以前に複数の石油会社に対してグリーンメーラーを実施。 ・ユノカル社に対しては二段階買収を提案。(二段階目についてはジャンク債を対価) ・経営者は、買収者が株式の過半数を買い占めた場合、残りの株式の49%を買収者を除く株主から、買収者の提案よりも高値で買収することを提案。 [判決:防衛策を容認] ・買収者がグリーンメーラーと認定。買収者の提案は強圧的で価格が不十分。対抗措置が合理的であったと容認。 <ニューモント判決:1987年> ブーン・ビケンズ(グリーンメーラー) VS ニューモント(鉱山) ○ブーン・ビケンズ(投資会社:アイバン・ホーパート・ナース社)によるニューモント社(鉱山会社)に対する敵対的買収事例。 ・買収者は、ユノカル判決においてグリーンメーラーとして指摘。 ・TOBによる過半数買収の後、部門の大半を売却・再編することを計画。 ・経営者は、特別配当を実施し、その配当を以て大株主がニューモント社の株式を買付することで対抗。 [判決:防衛策を容認] ・買収者がグリーンメーラーと認定し、買収者の提案は強圧的で価格が不十分。対抗措置により株主が二段階買収に応じることを避けることが可能となったと容認。 買収者が勝訴 <レブロン判決:1986年> ロナルド・ベレルマン(実業家) VS レブロン(化粧品) ○ロナルド・ベレルマン(食品会社:バントリー・プライド社)によるレブロン社(化粧品会社)に対する敵対的買収事例。 ・買収者は、大型の企業買収を後援手がけた実業家であり、他のLBO専門事業家と異なり経営の細部への強いこだわりがある。本件も当初は友好的に提案。 ・ライツプランの売却を条件とする金株式対象の現金による買収を提案。 ・レブロン社は経営多角化しており業績も株価も低迷。経営者は買収者に対する対抗措置として、ホワイトナイトに対し、クラウン・ジュエル・ロック・アップ条項、違約金条項を含む契約を締結。 [判決:防衛策を容認] ・ひとたび会社を現金で売却することを決定した場合には、取締役は防衛策を講じてはならず、短期的な価値の最大化を図らなければならない。

出所:各種資料より経済産業省作成

(日本への示唆 ～企業価値の実質と行動の慎重性)

米国では、敵対的買収に対する防衛策を講じる上では、取締役が考慮することができる要素は、ステークホルダーへの影響も含めて非常に幅広い。また、取締役の誠実な行動、合理的な調査が重視されている点はもっと注目されてよい。米国の司法判断は、企業価値が買収によって向上するかどうかは優れて専門的な判断であり、経営陣の判断が尊重されるとしながらも、その行動には保身目的という問題が付きまとうので、経営陣の判断が形成された行動の慎重さや合理性を求めることで、保身行動を抑制するという現実的的回答を与えている。また、このことは、裁判沙汰になっていない平時の局面で、防衛策を企画する経営サイドへの教訓として非常に意義が深い。すなわち、企業価値向上のために守るべき実質的な内容があり、かつ、防衛策に関する慎重で中立的な行動が求められるということである。これを実現するための具体的な方策は、第4章で提案する。

次に、企業に対して資金を提供する立場の機関投資家が、防衛策をどのように評価しており、どのような仕組みであれば、機関投資家が受け入れ易い防衛策となるかについて述べる。

3. 機関投資家の防衛策に対する評価基準

司法判断を要約すれば、買収者以外の株主を平等に扱い、委任状合戦の道を残せば防衛策は適法ということになる。しかし、機関投資家は、より厳格な内容を防衛策に求めている。防衛策は、適法であると同時に、株主や投資家の理解と納得を得る妥当なものでなければならない。そこで、以下では、英米の機関投資家が防衛策全般に関していかなる意見を持っているのかを分析する。一般に機関投資家は無条件で防衛策に賛成はしないが、長期的な株価や企業価値を向上させる工夫をこらしてあれば、条件付で賛成する。機関投資家が、どういう条件ならば長期的な株価向上の観点から防衛策を容認するのかを分析することにより、今後日本で防衛策を導入する際のベンチマークを提供することとしたい。

(機関投資家の属性)

米国では、資金提供者である投資家は、年金基金や生命保険などの機関投資家と個人投資家に大別される。同じく米国では、個人投資家の株式保有率は約4割であり、日本の2倍近い保有状況となっている。一方、機関投資家については、公務員共済年金基金、民間年金基金、投資信託、保険会社に大別できるが、このうち最も議決権行使に積極的なのは公務員共済年金基金で、資産総額が10兆円を超えるカリフォルニア州公務員退職年金（カルパス）などのように、自ら議決権行使ガイドラインを作成し、企業経営に対して、強い意思表示を行う株主として広く知られる機関も存在する。

また、信託銀行や投資顧問のように、機関投資家から提供された資金を運用する機関⁸¹においても、詳細な議決権行使ガイドラインを設け、これに基づいた議決権行使を実施する機関も多く存在する。

この他、機関投資家向けに議決権行使の助言・代行を行うISS（Institutional Shareholder Services）のような専門機関も存在し、これらの専門機関に議決権の行使を委任したり、これらの機関のガイドラインをベースとして議決権の行使を行ったりする機関投資家や運用機関も存在する。

(アンケートに見る機関投資家の防衛策に対する見方)

欧米の機関投資家や運用機関は、一律に防衛策に反対しているのではない。

⁸¹ 運用機関は、投資家から提供された資金を運用する機関である。実際に資金の投資先を選択し、運用を行う運用受託機関と、運用の手続き面での管理を行う運用管理受託機関に分別され、株主名簿に登録されるのはこの運用管理受託機関となる。また、近年では管理専門の信託銀行の業務開始により、日本では3つの運用管理会社（日本トラスティ・サービス信託銀行、日本マスタートラスト信託銀行、資産管理サービス信託銀行）への集約化が進行しており、株主名簿による実質株主の特定が困難になっている主要原因となっている。

防衛策に関する欧米の機関投資家へのアンケート調査⁸²によれば、米国の20の機関投資家は全て**条件付で賛成**するとしており、反対は皆無である。英国の20の機関投資家は、3割は反対であるが、7割は条件付で賛成している。条件の内容であるが、**総会の事前承認、期限の設定、消却可能とすることの3つ**が多い。また、英国の機関投資家は、「株主価値の希薄化も考慮に入れて個別判断する」、「全ての案件の状況なども考慮し、個別判断する」などの回答もあり、ケースバイケースの対応がより色濃く示されている。

(議決権行使ガイドラインに見る機関投資家の見方)

欧米の機関投資家の中には、議決権行使ガイドラインを公表している機関もある。

その中には、防衛策の種類毎に評価を明らかにしているものがあり、これを分析すると、絶対反対の防衛策、原則反対の防衛策、条件付きで賛成の防衛策の3つに分けることができる。**ライツプランなどのように、経営者が買収者と会社の長期的な価値や株主全体のために交渉する力を与えるような方策は条件付きで賛成**しているが、スタガードボード(期差任期取締役制度)のように**経営者の解雇を制限し、委任状合戦の長期化をもたらす防衛策は絶対反対**としている。

①絶対反対の防衛策＝期差任期取締役制度

期差任期取締役制度については、「ライツプランなど他の防衛策との併用で自由市場における大きな障害となる」(T I A A－C R E F)、「年1回の取締役選任こそが取締役のパフォーマンスを向上させる」(フロリダ州投資委員会)、「株主が年1回、取締役を選任する権利を減らし、長期的企業価値を向上させる取引を阻害する」(A F L－C I O)などとして、導入については絶対反対とする投資家が多い。

②原則反対の防衛策＝複数議決権株式、黄金株、特別多数条項

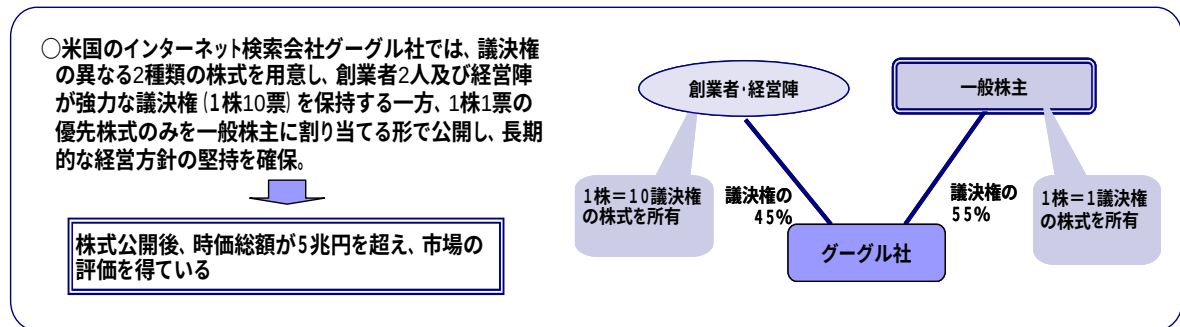
複数議決権株式については、「株主の権利を希薄化する可能性があること」(ウィスコンシン州投資委員会)、株式内容決定の取締役会授権(白地株式)については「株主の権利を希薄化し、取締役が配当、議決権などに関する株主の権利を決めることになること」(フィデリティ)から原則反対としているが、例外として「目的が株主の利益や長期的な企業価値向上であること」を条件として、賛成する場合もあるとしている。

また、特別多数条項については、「少数株主が拒否権を持つことで、株主の権利が制限されること」(フィデリティ)などから、原則反対としているが、「絶

⁸² この調査は、特に日本企業に限ってその採用に関する考え方を調査したものではない。

対的な支配株主がいる場合の少数株主の保護を目的としている場合」(T I A A－C R E F、A F L－C I O) など、限定的な条件下での導入であれば賛成としている機関も見られた。

(図3－5) 複数議決権株式が市場に評価された事例



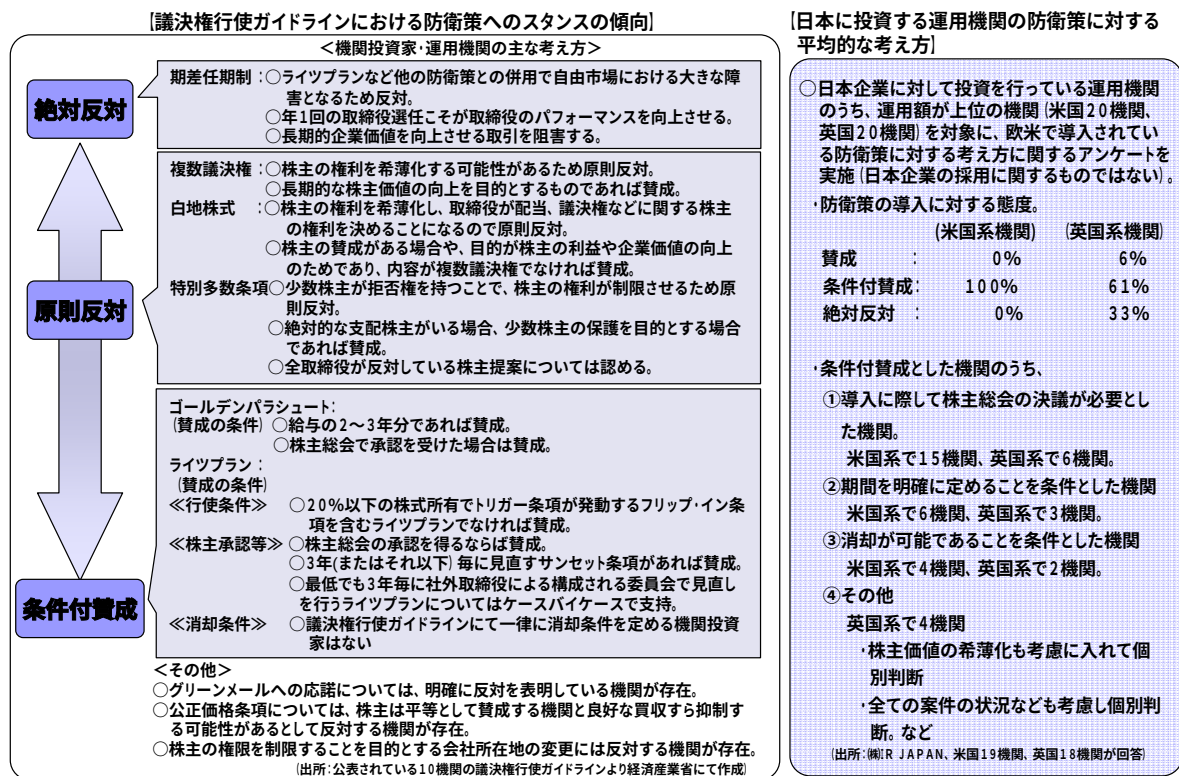
出所:各種資料より経済産業省作成

③条件付賛成の防衛策＝ライツプラン、ゴールデン・パラシュート

ライツプランについては、導入に当たってほとんどの機関投資家が事前の株主総会での承認を求めており(T I A A－C R E F、カルパースなど)、期間を明確に定め(3年おきなどが典型)、定期的にチェックすること(T I A A－C R E F、フィデリティなど)、独立社外取締役が防衛策延長のチェックを定期的に行うこと(ウィスコンシン州投資委員会)、長期的な株価向上に役立つという説明責任を果たすこと(T I A A－C R E F)などを賛成の条件として上げている。

また、ゴールデン・パラシュートについては、経営陣が敵対的買収に徹底抗戦するのを防ぐので、給与の2～3年分であり、株主総会の承認を受けた場合は賛成とする機関投資家がある(ウィスコンシン州投資委員会、フロリダ州投資委員会)。

(図3-6) 防衛策導入に対する欧米機関投資家の評価



(日本への示唆 ～長期的な株価向上につながる防衛策とすることが大事)

機関投資家のこうした防衛策の評価の背後には、防衛策が守るべきものは長期的な株価や企業価値であるとの認識がある。例えば、英国の機関投資家ハーミーズのガイドラインでは「敵対的買収状況においては、既存の経営陣や役員会がその企業の株主にとっての長期的利益を実現しようと確信できることを前提として、既存の経営陣を通常支持します」となっている。また、米国労働総同盟産別会議(AFL-CIO)のガイドラインでは、「ライツプランの評価をする際には、長期的企業価値の向上に資するか否かを考慮すべき」、「長期的な株主価値の向上を目的とする買収提案に対しては好意的に対応すべき」などと明示されている。日本においても厚生年金基金連合会のコーポレート・ガバナンス原則において、「企業の目的は、長期間にわたり株主利益の最大化を図ることである」と明示されていることや、地方公務員共済組合連合会のコーポレート・ガバナンス原則でも「連合会が株式を保有する目的は、株式保有を通じて長期的にその財産価値を増殖し、組合員の利益に資することに他ならない」とされており、議決権行使を行う際の基準は長期的な企業価値の向上であると言える。長期的な企業価値向上のためには、ステークホルダーに対する一定の配慮も必要としており、ハーミーズ社のガイドラインでは「長期的な観点から経営されている企業は、従業員、関係業者、また顧客との円滑な関係を築き、倫理的に活動し、環境や社会全体を尊重することが目標を達成するために

必要なことであると確信する」とされている。こうした機関投資家の考え方については、米国の司法判断によって示されてきた考え方とも一部合致する部分がある。米国の多くの著名な裁判官・弁護士・法学者などで構成される米国法律協会のガイドラインでは、「（敵対的買収局面における取締役の行為については、）株主の長期的利益を著しく害することにならない限り、会社が適法な関係を有する（株主以外の）諸利益を考慮することができる。」と、明確にステークホルダーの利益についても考慮できるとの見解を示している。防衛策が企業価値の長期的な向上に貢献するものであるならば、また、従業員や取引先との連携などいわゆるステークホルダー重視の経営が企業価値を高め、それが株主利益に還元される説得力があるならば、長期的な株価収益を求める機関投資家の理解と支持を得ることは可能であると考えられる。ここで紹介した機関投資家の判断基準は、現経営陣の企業価値向上に向けた説得力ある経営戦略と、十分な説明責任が防衛策の正当性を確保する上で不可欠であることを示唆している。米国の機関投資家は、総会の事前承認や期限設定、独立社外取締役の定期的なチェックを条件にライツプランを比較的合理的であると見ている。それでは、ライツプランとはどのような仕組みで、どのような効果を持ち、どのように米国において発達してきたのだろうか。

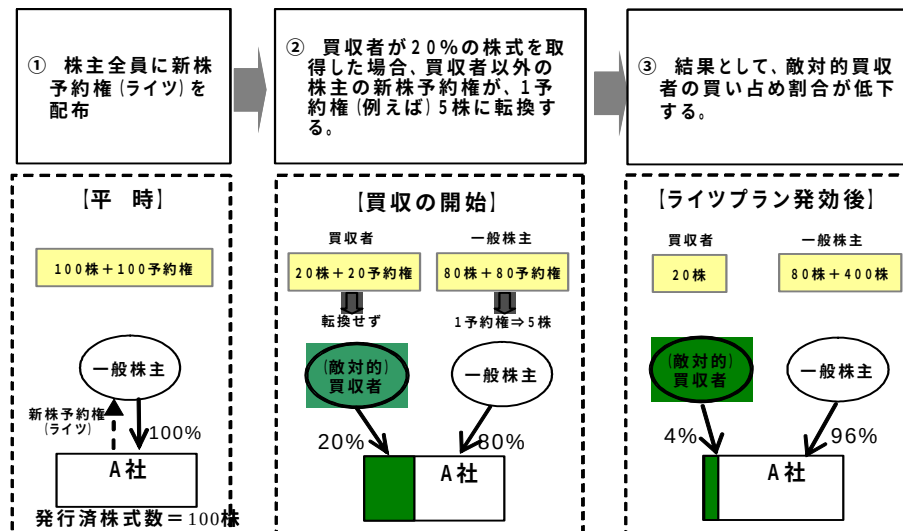
4. ライツプラン

（1）ライツプランとは

ライツプランのライツとは、株主に新株を与える権利のことを言う。そして、ライツプランとは、典型的には、会社が平時に新株予約権を株主に配っておいて、敵対的買収者が例えば2割の株式を買い占めれば、買収者以外の株主に大量の株式を発行して買収者の持株比率を劇的に低下させる仕組みである⁸³。

⁸³ 買収企業が対象会社を飲み込めば買収企業に毒が回ると言うことで、俗称、ポイズンピル（毒薬）とも呼ばれている。

(図3-7) 新株予約権を利用したライツプランの仕組み



(2) 敵対的買収局面におけるライツプランの働き

ライツプランを平時に導入した企業に敵対的買収がかかった場合に起きることは、以下のとおりである。

- ①買収者はトリガー（発動条件）を引く前に立ち止まる。（したがって、有事になっても実際は発動することは皆無。米国では手違いで発動された一件のみしか実績はない。）
- ②買収者は、取締役会に対して自らの買収提案の良さを説明して、ライツプランの消却を交渉する。
- ③取締役会は、買収者の買収提案を判断して、消却か否かを判断する。
- ④現経営陣の経営方針が企業価値を上げることができると取締役会が判断すれば、取締役会はライツプランを消却しない。この場合、買収者が撤退しなければ、買収者は経営陣及び取締役会の交替を求めて委任状合戦を開始する。
- ⑤経営陣の経営提案と買収者の買収提案のどちらが優れているのか、委任状合戦によって株主が判断して決着する。

(3) ライツプラン、3つの効果

ライツプランの効果としては、以下の3つが指摘されている。

(平時の企業価値や株価には影響しない)

ライツプランは平時に導入され、敵対的買収者が出現するまでは企業価値になんら変化をもたらさない。有事になっても、現経営陣と買収者がその消却の

是非を巡って交渉を始めるので、実際に発動されることはない。複数議決権株式や黄金株、クラウンジュエルや第三者割当増資のように特定の株主を優遇するわけでもない。このため、平時導入時に株価が影響を受けることはなく、実証分析でもこのことは確認されている。例えば、90年以降にライツプランを導入した企業のうち、時価総額上位10社のライツプラン導入による株価への影響を検証した結果、ライツプラン導入日以降、株価が降下したケースは4件、導入日以降、株価が上昇したケースは3件、導入日前後で特徴的な傾向が伺えないケースは3件となっており、一般的な特徴は伺えなかった。この結果からも、ライツプラン導入による株価への影響は、企業毎の要因に寄るところが大きく、影響は無いものと言える⁸⁴。なお、複数の防衛策を兼ね備えると投資家からネガティブな評価を受けて長期的な株価に影響するとの実証分析もある。期差制や解任制限などと合わせて導入する場合には注意が必要である。

(株主を前に買収者と現経営陣が交渉する時間と機会を確保する)

ライツプランを平時から導入しておくことで、買収者は株の買占めができないことから、いったん足を止め、取締役会にライツプランを消却してもらうように交渉を行う。その結果、現経営陣の提案が勝れば買収者は買収を諦め、立ち去ることになり、買収者の提案が勝れば取締役会はライツプランを消却し、買収を受け入れることとなる。

米国では、ライツプランの司法判断が定着するまでは、訴訟で争われていたが、その後、司法判断が定着してからは、訴訟で争われることは少なくなっている。司法の判断ではなく、株主の判断が尊重されることもライツプランの効果と言われている。

(有事の買収プレミアムを上げ、企業価値をより向上する提案を実現する)

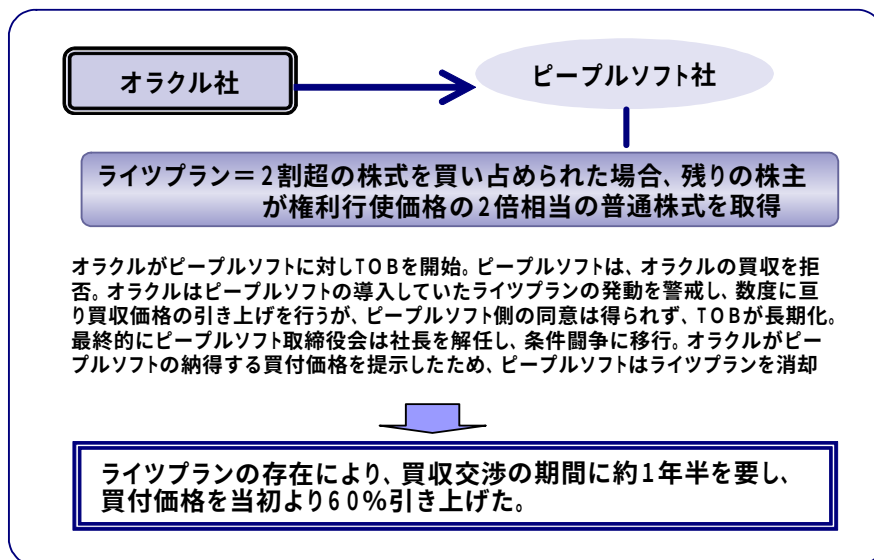
通常、敵対的TOBをかけられた場合、株主は1ヶ月前後で株式売却の判断を迫られるが、ライツプランの導入により、現経営陣と買収者による交渉の過程で、株主に対して現経営陣、買収者双方が、その経営戦略を積極的に説明して支持を取り付ける努力を行うことになり、結果として株主にとっても優れた経営提案が採用され、企業価値を高める結果になる。このため、長期的な会社経営に関心のない買収提案を退けることもできる。この結果、企業の将来的な成長可能性を重視することが可能になり、その中で、ステークホルダーの利益も考慮することが可能となる。

さらに、ライツプランは、有事の株価にはプラスに働く。ライツプラン導入に

よる効果としては、「ライツプランを導入していた場合に、買収がかかった際の買収プレミアムが1割程度上昇する」との実証分析がある。例えばジョージソン・シェアホルダー⁸⁵の調査によれば、92年から96年の間におけるライツプランを有した企業は買収時のプレミアムが8%高い、J. P. モルガンの調査によれば93年から97年までは10%、97年から00年までは4%買収時のプレミアムが高い、また、野村証券による01年から04年までの調査によれば、買収時のプレミアムが10%高いとの結果が示されている。⁸⁶

実際に、ライツプランが導入されていたことで、02年のウェアハウザー社によるウィラメット社に対する敵対的買収の場合には、約14ヶ月間の交渉の結果、買付価格が16%上昇している。また、直近では、04年のオラクル社によるピープルソフト社の買収の際に、ライツプランの存在により、買収交渉の期間に約1年半を要し、買付価格が当初より60%引き上げられている。

(図3-8) ライツプランが買収交渉の時間を作り、買収条件を引き上げた例



出所：各種資料より経済産業省作成

⁸⁵ 米国の大手IR会社

⁸⁶ ①92年～96年、2.5億ドル超の買収(319件)では、8%買収時のプレミアムが高い。(Georgeson Shareholder, Mergers&Acquisitions: Poison Pills and Shareholder Value/1992-1996(1997))
 ②93年～97年、50%の株式が取得された5億ドル超の買収(300件)では10%買収時のプレミアムが高い。(J.P. Morgan&Co, Median Control Premiums: Pill v No Pill(July 1997))
 ③97年～00年、10億ドル超の買収では4%買収時のプレミアムが高い。(J.P. Morgan&Co, Median Control Premiums: Pill v No Pill(May 2001))
 ④01年以降、2億ドル以上の敵対的買収では10%買収時のプレミアムが高い。(野村証券「企業価値研究会」(経済産業省)提出資料、Bloomberg 収録買収案件)

(4) 減少しつつあるとはいえ米国企業の過半数がライツプランを導入

(ライツプラン廃止の動き)

ライツプランについては、ここ数年、個人株主が廃止提案を行い株主の過半が賛成に回る場合や、時価総額が向上して敵対的買収の危機が少なくなった企業の中には廃止するところまでできている。⁸⁷

S & P 500企業における過去3年のライツプランの廃止企業は、7件(02年)、13件(03年)、10件(04年8月まで)となっているが、その一方で依然として導入する企業も存在している(9件(02年)、3件(03年)、1件(04年))⁸⁸。

例えば、00年以降にライツプランを廃止した企業のうち、時価総額の高い企業の動向について述べれば、製薬会社のファイザーでは、将来再びライツプランを導入する場合には、株主総会の承認を事前に得る方針を示した上で、自ら期限前に繰上廃止した。また、コンピューター製造業のヒューレット・パッカードも、コンパックとの合併に関する株主総会にて、合併後のライツプラン廃止を打ち出し、自ら期限前に繰上廃止したが、将来再びライツプランを導入する場合には、「株主の利益にならない買収提案である場合を除き」株主の事前承認を得るとしている。石油会社のシェブロン・テキサコでは、株主による事前承認を求める株主提案を考慮した独立取締役からなる指名委員会による廃止提案を受け、期限前に自ら繰上廃止した。

(なお依然として過半数の企業が導入)

しかし依然として米国企業の6割がライツプランを導入している。特に時価総額が小さい企業ほど導入に積極的であり、時価総額が1,000億円~5,000億円程度の企業の場合には、約7割の企業がライツプランを導入している。

業種別に見た場合、特にIT電子・電機業界やソフト業界において多く導入されており、デル、ユニシス、ゲートウェイ、ゼロックス、オラクル、ヤフーなどの企業が導入している。また、イーライリリー、モトローラ、ジレット、ギャップ、ハーレイダビッドソン、ムーディーズなど、多くの米国主要企業が導入している。⁸⁹

一方、ライツプランを廃止した企業の中には、必要な場合は株主総会の承認を

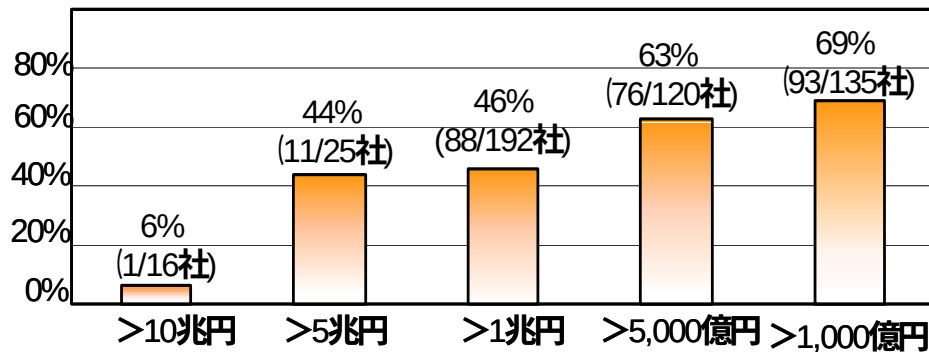
⁸⁷ 05年3月、ネットワーク機器最大手の米シスコシステムズが、08年6月まで期限のライツプランを前倒して廃止。

⁸⁸ 企業価値研究会提出資料(野村證券)。

⁸⁹ 導入の際の企業側の目的としては、ヤフーのプレスリリースに見られるような「ライツプランは、威圧的な買収者による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」等の表現を行うことが一般的である。

経て再導入する旨を表明している企業も多い。

(図3-9) ライツプラン導入企業の割合(時価総額別)



SharkRepellent.netデータによる野村証券資料を基に経済産業省が作成
(04年8月末データ)

(5) ライツプランの修正と進化

(違法とされたデッドハンド条項付ライツプラン)

ライツプランは、TOBには効果的だが、委任状合戦には効果がない。委任状合戦で買収者がその推薦する取締役を送り込んでライツプランを消却することができるからである。そこで、米国では、新たな取締役は消却権限がないとする条項(デッドハンド条項、ノーハンド条項)を付けて委任状合戦も無効にするライツプランを導入する企業も現れた。デッドハンド条項付ライツプランは、97年にはライツプランを導入する会社1,600社のうち280社において導入されていたとされる⁹⁰。また、州法でこれを合法とするところもある。ところが、こうしたデッドハンド条項は司法判断で違法とされたことから⁹¹、以降、デッドハンド条項付ライツプランが用いられることは少なくなった。

(依然多くの企業が期差制を導入)

こうした司法判断によって、**米国の標準的なライツプランは、委任状合戦で消却できるように設計することが基本となったが、委任状合戦のコストを上げるために期差制も併用する場合が多い**。取締役の任期を3年とし任期をずらして任期途中の解任を制限することで、最低2回の株主総会を経ないと防衛策を解除できない仕組みを導入しているのである。

⁹⁰ Thomas E.L. Dewey, Loosening the Grip of the Dead Hand, Wall St. J., Aug. 24 1998

⁹¹ デラウェア州の衡平法裁判所における98年の「ツール・ブラザーズ」判決において、新任取締役の会社経営権限や株主のライツプランを消却させる株主の権利を不合理に制約するとして違法とされた。さらに、翌99年にはデラウェア州最高裁判所におけるクイックターン判決において、消却できない期間を明確に定めることで効果を弱めたスローハンド型のノーハンド条項付きライツプランですら違法とされた。

(機関投資家の圧力による修正)

これに対して、機関投資家は長期的な株主全体の利益を確保する観点から、株主総会の事前承認、期差制の廃止、独立性の高い社外取締役の監視などを求めている。これを受けて、米国の企業は、総会の事前承認や期差制の廃止を行うところは少ないものの、様々な工夫をこらしている。例えば、サンセット条項（定期的（主に3年ごと）にライツプランの内容や導入の是非を総会などで見直す条項）やT I D E⁹²条項（定期的（主に3年ごと）に独立社外取締役が防衛策の延長の是非をチェックする条項）の付いたライツプラン、かみ砕きやすい（Chewable）ライツプラン（全株式・全現金買収の場合にはフィナンシャル・アドバイザーや社外取締役の助言で消却するといった客観解除条項）などの導入が進んでおり、これらの修正ライツプランは全体の3割を超える。

なお、機関投資家はライツプランの廃止を提案することはないが、個人株主から廃止提案がなされる傾向が増えている。こうした動きを受けて、ライツプランを廃止する企業も最近増加しているが、廃止企業でも将来の導入を否定する企業はなく、株主総会の承認を経て導入を検討するとの方針を明示している。また、過半数の企業がライツプランを導入しているのも現実である。

また、ライツプランが経営者の保身につながるのではないかとの指摘もあるが、米国では、①裁判所によって防衛策の適法性について明確な基準が示され、②機関投資家によって許容できる妥当性のある防衛策の条件が提示され、③独立社外取締役制度の確立により、有事の際の防衛策の解除・維持に関する判断プロセスが明確化し、④取締役が株主と同じ目線で経営判断を下すために、報酬を株式ベースに改革したこと、などにより、防衛策が過剰なものにならないための監視機能が確立している。こうしてライツプランは、これらの厳しい監視の中で生き残った、企業価値を向上させるための合理的な防衛策となっている。

(現在のライツプランの均衡点)

このように、**機関投資家は、株主総会での事前承認や期差制の廃止を求めているが、企業側の対応としては、「平時導入・2回の株主総会投票で消却可能」を基本設計として、「有事における独立社外取締役のチェック」というものが主流であり、近時、「より客観的な解除要件の設定」という対応が増え始めているというのが米国における防衛策の現状の均衡点**といえるだろう。

⁹² Three year, Independent Director, Evaluation の略。

5. 米国における経験から日本が得られる示唆

ライツプランは、取締役会限りで導入ができる（複数議決権株式や黄金株やホワイトナイトへの大幅増資は株主総会の決議が必要）機動性がある一方で、平時においては企業価値を何ら損なわず、有事において買収者以外の株主を平等に扱う（複数議決権株式や黄金株、ホワイトナイトなどと比較すれば明らか）。さらに、行使条件や消却条件を工夫して経営者保身に活用されることを予防することもできる。このように、20年間の歴史を通じて最も普及し、かつ、今でも進化し続けているライツプランの動向は、防衛策の適法性や妥当性の基準、さらには企業社会の新たな常識を模索している日本において、大いに示唆に富むものと思われる。第4章では、適法かつ妥当な防衛策のあり方を、第5章では、防衛策を進化させる企業社会のインフラのあり方を提示する。

(表3-1) 平時の防衛策

防 衛 策	概 要
ライツプラン (ポイズンピル)	買収者が一定割合の株式を買い占めた場合 (典型的には20%程度)、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が低下する仕組み (いわゆるポイズンピル (毒薬))
ゴールデン・シェア (黄金株)	合併や取締役の変更など重要な事項について拒否権を有する株式を友好的な第三者に付与する ⁹³ 。
スーパー・ボートینگ・ストック：複数議決権株式 ⁹⁴	創業者等の特定の株主が複数の議決権を持つ仕組み ⁹⁵ 。
ブランクチェック (白地株式)	将来の市場動向に応じて、株式の内容を自由に決める権限を取締役会に付与すること ⁹⁶ 。
ゴールデン・パラシュート：高額な役員退職慰労金	敵対的買収の結果、対象会社の取締役や上級役員が退任するに至った場合、多額の割増退職慰労金をそれらの者に支払うという契約を締結する仕組み。
ティン (ぶりき)・パラシュート：高額な従業員退職慰労金	敵対的買収の結果、従業員らが退職するに至った場合、多額の割増退職慰労金をそれらの者に支払うという契約を締結する仕組み。
ゴーイング・プライベート：非公開化	上場を廃止すること ⁹⁷ 。
ホワイト・スクワイヤー：白馬の従者	友好的な会社に株式を保有してもらうこと ⁹⁸ (米国では通常15%~20%を割当て、有事に議決権株式に転換する優先株を発行しておく場合もある)。
シャークリペラント：鯨よけ ⁹⁹	定款で定める各種の防衛策 (主に以下の4つ)。
①スーパー・マジョリティ	合併や取締役解任などの株主総会での決議要件を加重し、敵対的買収者が株を買い占めても合併や取締役会の支配を難しくすること ¹⁰⁰ 。
②スタッガード・ボード：期差任期取締	取締役の任期をずらして、取締役の過半数の交替をしにくくする仕組み。

⁹³ これにより買収者は普通株式の買い占めに成功しても、合併や取締役の交替を行うことは困難となる。(複数議決権も同様)

⁹⁴ 04年に新規公開したインターネット検索会社グーグル社では、議決権の異なる2種類の株式を用意し、創業者2人及び経営陣が強力な議決権(1株10票)を保持する一方、1株1票の優先株式のみを一般株主に割り当てる形で公開し、長期的な経営方針の堅持を提示した結果、株式公開後も時価総額が5兆円を超えている。

⁹⁵ ニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、全米証券業協会による統一議決権方針で、現在では既存の公開企業による新規の複数議決権株式の発行は一般に禁じられている。(ただし、発行が禁じられた94年以前から複数議決権株式を導入していた企業の場合は適用除外となる。また、新規公開の際に複数議決権付株式を発行することも禁じられていない。)

⁹⁶ 敵対的買収を仕掛けられた際に、取締役会限りで機動的に対抗策を講じることが可能になる。

⁹⁷ 主な手段としては、経営陣主導のMBO(マネジメントバイアウト)などがあり、一般株主は株式売却によるプレミアムを取得でき、経営陣はそのまま企業を経営できる。

⁹⁸ ニューヨーク証券取引所では、株主の利益に関する事項については、株主総会における承認を得ることを奨励しており、以下の場合の新株発行の際には株主の承認が必要となる。①取締役、子会社、関連会社、取締役などが直接・間接に利害関係を有する者などに対して発行済株式の1%、又は発行前議決権数の1%を超える新株を発行する場合。②発行前議決権の20%以上に当たる新株を発行する場合及び発行済株式総数の20%以上に当たる数の新株を発行する場合。③発行会社の支配権の移動を伴う新株発行の場合。(なお、現金による公募、発行会社普通株式の簿価又は市場価格以上での普通株式の発行などについては、総会承認は不必要とされている。)

⁹⁹ 買収行為から会社の独立性を維持するためになされる基本定款又は付属定款の作成又は変更のこと。基本定款の変更には株主総会の決議、付属定款の変更には取締役会の決議が必要である。

¹⁰⁰ これにより、TOBで株式の過半数を取得し支配権を獲得した後に、合併などの手法により残りの株主を締め出すような強圧的二段階買収を行いにくくすることができる。一方で、友好的な再編を行う時に動きにくくなるという弊害もある。

¹⁰¹ 期差任期取締役制度は、ライツプランなどの他の防衛策と併せて導入されることも多く、ライツプラン導入企業の65%が期差任期取締役制度を導入している。これにより委任状合戦などに対しても相当程度有効に抵抗できることになる。

役制度 ¹⁰¹	(米国では取締役の任期は3年。3分の1ずつ任期をずらせば、敵対的買収者が取締役会の過半を支配するのに2年かかる。)
③取締役解任への正当事由付加	任期途中で取締役を解任する場合、正当事由を必要とするもの。
④公正価格条項 ¹⁰²	部分的に支配権を握った敵対的買収者が、二段階目で合併を企てた際に、少数株主に公正な価格を支払うことを義務づける条項。
チェンジ・オブ・コントロール：資本拘束条項	主要株主の異動や経営陣の交替などにより、ライセンス契約が即時解約されたり、融資契約が即時返済を迫られたりする条項を盛り込む仕組み

(表3-2) 有事の防衛策

防 衛 策	概 要
ホワイトナイト（白馬の騎士）	友好的な会社による合併や新株の引受による子会社化
バックマン・ディフェンス	買収者に対して、逆買収提案を行うこと。(例：99年、フランスの石油会社であるトタルフィナ（業界第1位）が、エルフ・アキテーヌ（同第5位）を買収しようとした際に、エルフ側からトタルフィナに対し、逆買収提案が行われた。)
クラウンジュエル（王冠の宝石） ↓ 大規模なものは焦土戦略と呼ばれる。 ¹⁰³	会社の重要財産をホワイトナイトに営業譲渡すること。(ニッポン放送が保有しているフジテレビ株式をソフトバンク・インベストメントに貸借したこともこれの一つに該当するとされている。)
増配	増配で株価引き上げを図ること。

ことから、機関投資家は総じて導入に対して否定的である。

¹⁰² 特別決議条項の一種であり、第二段階目において公正な価格が支払われる場合には、特別決議要件が解除される旨規定する方法により導入される。強圧的二段階買収において第二段の締め出し合併の遂行を妨げるために導入されるもので、公正価格が第一段の TOB の買付価格を下回らないように定められる

¹⁰³ 敵対的買収者が生じた段階で、買収を仕掛けられた会社が資産を売却して買収者の買収意欲をそぐ防衛策であり、会社法上の営業譲渡で実施

- ① 重要資産（会社の総資産額の2割以上）ならば総会の特別決議
- ② それ以外は取締役会決議

適正な価格で行えば、適正な対価が買収を仕掛けた会社に入ってくるので、会社価値が下がることにはならない(つまり、焦土作戦にならない)。適正でない価格で営業譲渡を会社が行えば、以下のリスクがある。

- ・株主や監査役による取締役の違法行為の差し止め請求（事前の対応）
- ・株主による代表訴訟（事後の対応）

(表3-3) 各州の反企業買収法

防 衛 策	概 要
事業結合制限法 ～デラウェア州、ニューヨーク州など33州で導入	買収対象会社の支配権を取得した買収者が、事前に対象会社の取締役会の承認を得ない限り、一定期間（典型的には3年から5年間）対象会社との合併、買収対象会社の解散、資産の処分等の取引行為が行うことができないとする仕組み。こうした規定により、二段階買収における二段階目の取引を一定期間制限するとともに、いわゆる解体型LBO等から株主の利益を保護することが可能とされた ¹⁰⁴ 。
公正価格法 ～メリーランド州など27州で導入	利害関係者との事業結合を遂行するためには、株主に対して公正価格が支払われるのでない限り、株主による特別決議が必要であるとする仕組み。ただし、非利害関係株主の大多数（典型的には80%）が同意した場合には、適用されない場合が多い。公正価格法についても、二段階買収から株主を保護することが立法趣旨とされている ¹⁰⁵ 。
支配株式取得法 ～インディアナ州、オハイオ州など27州で導入	対象会社の一定割合以上の株式（支配株式）の取得自体、又は取得後の議決権行使について、非利害関係株主による過半数の承認を得なければならないとする仕組み。これにより、株主は、二段階公開買付の威圧に対する保護を受けることができる ¹⁰⁶ 。
信任義務修正法 ～ペンシルバニア州など33州で導入	取締役が買収提案に対応する際、株主の利益だけでなく従業員、供給業者、顧客及び地域社会などに与える影響を考慮に入れることを許容又は指示する仕組み ¹⁰⁷ 。また、いくつかの州では、取締役会は株主の利益を支配的又は優越的なものとして取り扱うべき義務を負っていない旨が明文で規定されている ¹⁰⁸ 。
差別的行使条件許容法 ～ニューヨーク州など31州で導入	敵対的買収のみにライツの発行を制限するような差別的な取扱を行うことを許容する仕組み（＝ライツプランの適法性を裏付けることを目的とした仕組み） ¹⁰⁹ 。

¹⁰⁴ 例えば、ニューヨーク州においては、株式の20%以上を取得した者は、事前に取り締役会の承認がない限り、5年間、対象会社と事業結合をなすことが許されていない。デラウェア州においては、同様に株式の15%以上を取得した者は、3年間、対象会社と事業結合できない。なお、デラウェア州では、事業結合の制限について多くの例外が設けられており、株式取得前に事業結合又は株式取得について対象会社の取締役の承認を得ている場合のみならず、株式の8.5%（取締役及び役員などの所有する株式を除く。）を所有した場合などは、本法の制限を受けない。

¹⁰⁵ 例えば、メリーランド州においては、会社が株式の10%以上を所有する株主などと事業結合を行うためには、株主総会の特別決議（株式の80%以上、かつ、非利害関係株式の3分の2以上による決議）が必要である。ただし、利害関係のない取締役の承認がある場合や少数株主に公正な価格（第一段階の価格を下回らない価格）が支払われる場合には特別決議は必要ではない。

¹⁰⁶ 例えばオハイオ州においては株式の5分の1、3分の1、2分の1以上を所有する場合には、それぞれ、予め全株式及び利害関係のない株式の各過半数の承認を得ておくことが必要とされている。また、インディアナ州においては、5分の1を超える株式を取得した買収者は、買収から50日以内に対象会社の株主総会で利害関係のない株式の過半数が同意しない限り、取得した株式の議決権を行使できないこととされている。

¹⁰⁷ デラウェア州のレブロン判決において、対象会社が売却に出された場合には、取締役は株主以外の者の利益を考慮することは許されない旨判決されたことを受けて、多くの州で制定されたと言われている。

¹⁰⁸ 例えばペンシルバニア州では、「取締役、取締役会の委員会及び個々の取締役は、会社のための最大の利益又は特定の行為がもたらす影響を検討する際に、会社の利益又は特定人の利益を支配的な利益又は要素とすることを要するものではない。」と規定されている。

¹⁰⁹ 特に判例上差別的行使条件の適法性が否定された州では、このような立法がなされた例が多く（ニュージャージー州、ニューヨーク州など）、デラウェア州など判例上ライツプランが認められている州においては立法されていない場合は多い。

(表3-4) 議決権行使ガイドラインに見られる防衛策に関する記述

国 名	米国	米国
機関名	米労働総同盟産別会議 (AFL-CIO : American Federation of Labor & Congress of Industrial Organization)	カリフォルニア州公務員退職年金 (CalPERS : CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM)
ライツプラン	○条件付き賛成 ・一定期間毎(3年ごとが望ましい)に株主総会に提出されないライツプランには反対。 ・株主承認が必要なライツプランには賛成。 ・発行総株式数の20%以下がトリガーになるライツプランには反対。 ・ライツプランを評価する際には、(敵対的)買収が長期的企業価値の向上に失敗した際の影響や、多くの(敵対的)買収が長期的企業価値の向上に成功していない事実を考慮すべきである。	○条件付賛成 ・取締役会は、株主の承認なくライツプランを導入したり、修正したりすべきではない。
取締役の期差任期制など	○反対 ・取締役の期差任期制は年に一回、取締役を選任する株主の権利を減らし、長期的企業価値を向上させる取引を抑制する。	○期差任期制には反対 ・全ての取締役は1年に1度、選挙されるべき。
複数議決権	○原則反対 ・株主の権限を制限する複数議決権に反対。 ・長期間会社に居続ける投資家によりコーポレート・ガバナンスと、経営者のアカウンタビリティが強化される事実を考慮すると、長期的な株主価値の向上を目的とする提案に対しては好意的に対応すべき。	
絶対多数可決条項	○原則反対 ・絶対多数可決条項は少数株主の利益を保護する可能性があることを考慮すべき。	
公正価格条項	○賛成 ・公正価格条項は二段階公開買付の強圧的圧力に対抗する手段になる。 ・会社の負債を最小化する可能性を有していることと、株主が買付に応じなかった場合の株の長期的価値の影響も考慮すべき。	
その他	○株主の承認があればゴールデン・パラシュートに賛成する。 ・ゴールデン・パラシュートは業績のよくない経営者が変わる際に多額の給与を与えてしまい、また、既に正規の給与を得ている経営者に多額の退職金を与えてしまう。 ・ゴールデン・パラシュートにおける退職金の支給は、買収に対する株主の承認よりも買収の達成によるべきである。 ○累積投票に賛成する。 ・累積投票は少数株主の代表を取締役に送り込み、取締役会を経営者側の影響力から独立させるための手段。 ○グリーンメールの支払いに対しては他の株主を区別し、株価を下げる可能性を考慮すべき。グリーンメールへの支払いは長期的な取引という観点を欠いており、これに反対する。	○全ての会社は、グリーンメールに対しては反対すべき。

国 名	米国	米国
機関名	カリフォルニア州教員退職年金 (CalSTRS : California State teachers Retirement System)	フロリダ州投資委員会 (SBA-Florida State Board of Administrations)
防衛策全般	○ 原則反対 ・ 全ての防衛策を排除する提案には原則賛成。	
ライツプラン	○ 原則反対 ・ ただし、ケースバイケースで判断を行う。	○条件付き賛成 ・ 株主承認を得るならば賛成。 ・ ライツプランは株主の利益になる買収に対しても取締役会が拒むことを可能としてしまう。 ・ 裁判所が友好的買収に対しても取締役がライツプランを発動する余地を認めていることから、ライツプランを承認する権利は株主にとって重要。
取締役の期差任期制など	○ 反対	○期差任期制には反対 ・ 年1回の取締役選任はパフォーマンスを向上させるため。 ○強圧的でない限り、以下の①②の為に取締役会の規模に関する権限を取締役に与えることに賛成。 ① 過半数の株を有する株主が取締役会の規模を決定できないようにするため ② 買収の際に取締役の数を減少させて対応するため
複数議決権		○ケースバイケースで対応 ・ 取締役が複数議決権株式を購入する場合、株主の議決権が弱まるため。
白地株式	○ 反対	○反対 ・ 配当、株式転換権、議決権といった株主の権利を取締役が決定でき、経営者の保身に利用できるため
絶対多数可決条項		○条件付賛成 ・ 買収やその他の企業結合を承認する際に絶対多数可決条項を導入する事には反対。
公正価格条項		○ケースバイケースで対応する。
その他	○ 普通株式発行授權枠の増加については、特定の目的が無いが、増加が発行済株式の15%未満でない場合は、原則反対。	○ゴールデン・パラシュートに対しては給与の2, 3年分であり、株主の承認を得れば賛成。ただし、ゴールデン・パラシュートが広範に適用される場合は反対する。 ○E S O Pは一般雇用者の利益を生み出す必要がある。原則として発行株式の5%を越えないE S O Pに対しては賛成する。 ○普通株式の授權枠を現状の2倍まで増やすことに賛成する。(取締役会よりそれ以上に増やすことを提案してきた場合は検討する。) ○グリーンメールに対する内部規則や定款の定め、支払いを制限するその他の方法の導入に対して賛成。なぜなら、グリーンメールへの支払いは取締役の地位を保全し、敵対的買収を逃れるためだけに行われるため。 ○企業買収に関する州法の適用に対して賛成。

国 名	米国	米国
機関名	オハイオ州退職公務員共済 (OPERS : OHIO PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM)	ウィスコンシン州投資委員会 (SWIB : State OF Wisconsin Investment Board)
防衛策全般	○反対 (防衛策全般) ・ 経営者の保身につながり、買収者が直接取締役会と交渉させる事態を引き起こし、株主にとって最も経済的利益となるかもしれない試みを妨げてしまうことがあるため。 (白地株式、期差任期制、ライツプランも同様)	○以下のような防衛策を3項目以上導入した場合は、取締役会を支持しない条件の一つとする。 ・ 不平等な議決権 ・ 株主の権利を希薄化する複数議決権株式 ・ 絶対多数可決条項 ・ 株主の承認のないグリーンメールへの応諾 ・ 2年間分の報酬を超えるゴールデン・パラシュート ・ 株主による総会招集の禁止 ・ 株主の承認を得ないライツプランの導入
ライツプラン	○反対	○条件付賛成 ・ 3年又はそれ以下の期間でライツプランを見直すサンセット条項がなければ、反対。 ・ 20%以下の株式所有でトリガー条項が発動するライツプランに対しては反対。 ・ 容易に消却を可能とする変更には全て賛成。 ・ 最低でも3年毎に社外取締役により構成される委員会で見直しを行うライツプランについてはケースバイケースで支持。
取締役の期差任期制など	○ 期差任期制には反対 ○ 取締役会の規模については、取締役に権限を与える。	○期差任期制には反対 ・ 取締役数の増減に対しては、委任状合戦の障害となる場合があるので、株主の承認が必要。
複数議決権		○ 原則反対 (例外あり) ・ 株主の権利を希薄化するため原則反対。 ・ 業務上明確な理由がある場合は、ケースバイケース。
白地株式	○反対	○ 原則反対 (例外あり) ・ 株主の権利を希薄化するため原則反対。 ・ 株主の賛成がある場合についてはケースバイケースで判断。
絶対多数可決条項		○ 条件付賛成 ・ 全ての取締役が反対を表明するような提案の場合については2/3以上の絶対多数での可決を認める。 ・ 取締役の選解任に関しては絶対反対。
公正価格条項		○ 原則反対 (例外あり) ・ 良い買収すら抑制する可能性があるため、絶対多数条項がある場合は原則反対。 ・ 株主総会の同意を得た場合は、ケースバイケースで判断。
その他		○ 現状の250%を超える株式を新規発行する場合にはケースバイケースで判断。(それ以下であれば原則賛成) ○ 累積投票は、株主の権利を守ることから賛成。 ○ ゴールデン・パラシュート、ティンパラシュートは、給与の2年分を超えなければ賛成。 ○ 株主の承認を得ずにグリーンメールを受け入れることは反対。ただし、株主全員に同様の提案を行うのであれば賛成。 ○ ステークホルダーの権利については、制定法で定められている場合はそれに従う。それ以外についてはケースバイケースで判断。

国 名	米国	英国
機関名	教職員保険年金連合会・大学退職株式年金 (TIAA CREF : Teachers Insurance and Annuity Association - College Retirement Equities Fund)	ハーミーズ (Hermes Pension Management Limited)
防衛策全般	○条件付賛成（防衛策全般） ・ 支配権に関するような行為については全て株主承認を得るべき。 ・ ライツプランやその他の買収防衛策を導入する前に、株主に対して潜在的利益について明確に表明すべき。 ・ どのような買収防衛策も3年を超えない期間内で満了すべき。 ・ 将来の取締役会が防衛策を廃止する自由を制約しようとする防衛策には強く反対。	○ 条件付賛成 ・ 非合理的あるいは正当ができないほどコストのかかる防衛策は支持しない。 ○ 敵対的買収の際は現経営陣を原則支持 ・ 現経営陣への信頼が失われた場合や、買収プレミアムが明らかに正当である場合には支持しない。
取締役の期差任期制など	○ 期差任期制には反対 ・ 毎年、取締役会の選挙を行うべき。 ・ 期差任期制はライツプランなど他の防衛策との併用で、自由市場における大きな障害となる。	
複数議決権	○ 反対 ・ 1株1議決権であるべき。	○ 無議決権株式や議決権制限株式には原則反対 ・ 大多数の株主に損害を与えるため。 ・ 企業買収の局面では発行を認める。
絶対多数可決条項	○ 反対 ・ 単一の支配株主がいる場合の少数株主の利益を保護する場合を除く。	
公正価格条項	○ 賛成 ・ 全ての株主は平等に取り扱われるべき。	
その他	○ 株主の賛成なしに、普通株式の発行授權枠を拡大すべきではない。 ○ 株主の権限を制限することを目的とする会社所在地の変更には反対。 ○ 長期的な利益を守るために、株主は取締役を監視することが必要。	○ 会社が既存株式の5%以上の株式を発行する場合、既存の株主に優先的に提案されるべき。

国 名	米国(運用機関)	米国 (運用機関)
機関名	フィデリティインベストメンツ (Fidelity Group of Mutual Funds And Corporate Governance)	パトナムインベストメンツ (Putnam Investment)
防衛策全般	○反対 ・防衛策があると経営者の保身が図られるため。	○反対 (防衛策全般) ・防衛策は第3者が買収する際に取締役会の承認なしでは買収が困難になり、経営者の保身、株主の利益の侵害、両者の利益の衝突が引き起こされるため。 (期差任期制、白地株式、複数議決権も含む。)
ライツプラン	○条件付き賛成 ・株主の承認が必要でない場合は取締役会が新しいライツプランやより強力なライツプランを導入することになるので反対 ・サンセット条項が導入されていれば賛成。 ・ライツプランが発動されるトリガーが株式総数の20%以下である場合は反対。	○条件付き賛成 ・一定の条件下では株主価値の向上に繋がるのでケースバイケースで判断。
取締役の期差任期制など	○期差任期制には反対。 ・株主総会にて取締役全メンバーを選任する権利を株主から奪うため。	○期差任期制には反対
複数議決権	○反対 ・株主の権利を制限するため。	○原則反対 ・ただし、複数議決権導入により株主の権利が向上する場合は賛成する。
白地株式	○原則反対 ・株主の権利（配当、株式転換権、議決権など）を取締役が決定することになるため。 ・ただし、株主を保護するという目的を有する場合、以下の①②の条件を満たせば賛成する。①1株1議決権②事前に株主の承認を得ない限り防衛策に使用しない。	○ 反対 ・取締役会に議決権や配当権を株主の承認なしに決定できる権利を与えるので反対。
絶対多数可決条項	○反対 ・少数株主が拒否権を得ることで、株主の権利が制限されるため。	
公正価格条項	○原則反対 ・しかし、他の防衛策を併用せずに、過去2年間の株価のみを参考にする場合は賛成。	○条件付き賛成 ・一定の条件下では株主価値の向上につながるケースバイケースにより判断。
その他	○ゴールデン・パラシュートに関して、本来、株主が考えるべき買収を抑制することから反対。特に、給与の3年分を越えれば反対。 ○ 株主の承認を得た場合、普通株式の授権枠を現状の3倍以上にしなければ賛成。 ○ 経営者を変更するという株主の権利を強めるため、累積投票に関して賛成する。ただし、独立指名委員会の採用、あるいは取締役の過半数が独立取締役ということから株主の権利が守られている場合は、累積投票を導入する必要はない。	○普通株式の授権枠の増加に対して株主承認があり、経営者側が適切な理由を示し、増加枠が合理的であるならば、賛成する。増加枠が50%以上ならば原則として反対する。また、防衛策やライツプランのために増枠する場合は反対する。

第4章 日本で確立すべきこと～企業価値向上のための公正なルール～

第1章で述べたとおり、日本においては、敵対的なM&Aに関する経験が不足しており、いかなる対応が企業価値を高め、株主全体の利益を守るために合理的か（適法であり、かつ、株主や投資家から見て妥当か）という知恵も不足している。

このため、敵対的な買収者が出現するや、あわてて過剰な防衛策を講じた結果、裁判でその対応の是非が争われ違法とされた場合もある（過剰防衛の弊害）¹¹⁰。平時導入・有事発動型の新しいタイプの防衛策（新株予約権などを活用したライツプランが典型）への期待が集まるが、前例もないことから、日本の多くの企業は「会社法制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」という理由で導入に逡巡している。日本にはTOB規制で全部買付義務がないこともあり、こうした事態を放置すれば、企業価値を損なう買収提案ですらも会社側が有効に排除することができない場合が生じる可能性もある（過少防衛の懸念）。

いかなる防衛策が企業価値を高めるのか、また、いかなる防衛策は経営者の保身を助長するのか、という点について、ロジックと考え方を整理し、それに基づく公正なルール作りを急がなければ、過剰防衛が繰り返されたり、あるいは逆に、過少防衛の懸念が顕在化するおそれがある。

企業価値研究会は、去る3月7日に論点公開骨子を、また、去る4月22日には論点公開を公表したが、平時導入・有事発動型防衛策の公正な設計に対する関心は非常に高まっている。司法サイドでは、ニッポン放送による新株予約権発行に関する東京高裁・地裁の一連の決定は、買収者が出現してから講じる防衛策（有事導入・有事発動型の防衛策）について、当該事例においては経営者等の支配権維持を主要目的とするものであって、原則違法であると判示したが、平時導入型の防衛策の適法性には工夫の余地があるとしており、「敵対的買収に備えて会社として事前にどのような措置を講ずることが許容されるのか、その内容、基準、社外取締役の関与、株主総会の承認など導入に際しての手順については、現在、有識者により様々な場において検討されているところであり、今後、議論が深化し、会社ひいては株主全体利益の保護の観点から公正で明確なル

¹¹⁰ 違法とされた例としては、秀和による忠実屋・いなげや株の買い占め（89年～91年）がある。不動産会社の秀和は、流通業界の再編を目指し、忠実屋33%、いなげやそれぞれ33%、21%の株を購入。忠実屋、いなげやはこれに対抗し、お互いに株式保有比率が20%にあたる第三者割当増資を実施。秀和は、この増資に対し「新株発行の差し止め」仮処分を申請。決定は、忠実屋・いなげやのそれぞれに対する新株発行は正式な手続きを経ていない有利発行であり、特定の株主の持株比率を低下させることだけを目的とした不公正発行であるとして差し止めに命令した。合法とされた例としては、コスモポリタンによるタクマ株買い占め（87年～89年）がある。投資グループのコスモポリタンは、タクマ株の36%を取得し、タクマに対し、社長の解任などを議題とする株主総会を開催するよう圧力をかけた。これに対し、タクマはコスモポリタンの要求を無視した上で、新製品開発や海外事業の促進を目的として、住友銀行などに対する第三者割当増資を発表（注：新株が発行されれば、コスモポリタンの持株比率は29%に減少する）。コスモポリタンは新株発行の差し止めに求め提訴したが、大阪地裁は新株発行には合理的な理由があるとしてこれを却下した。

ールが定められることが期待される」(地裁決定)と、公正なルール形成への期待を表明している。経営者の多くも市場と買収者の双方から納得されるような防衛策を求めている。内外のマスコミも、敵対的買収騒動の中から、公正なルール形成が生まれることを期待する論調が多い。主要な新聞の社説は、企業価値研究会の論点公開を契機に公正なルールが提示されるべきと主張し、海外の報道でも、企業価値研究会の論点公開を公正なものとしているが、一方で、日本の企業社会でこれが根付くかどうか懸念を表明する向きもある¹¹¹。

そこで第4章では、第2章で述べた経済論理的な結論、第3章で紹介した欧米の経験を踏まえて、日本において確立すべき敵対的買収に関する公正なルールを提示する。

第一に、日本の会社法制のあり方を提示する。日本の会社法制の下で、欧米企業が導入しているライツプランや黄金株などの防衛策は導入可能であることを確認し、防衛策に関する開示制度の創設が急務であることを提案する(第1節)。

第二に、防衛策の合理性に関する判断基準は、株主平等原則や発行目的を重視した主要目的ルールではなく、「企業価値」を基準とすることが妥当であることを提示する(第2節)。

そして第三に、「企業価値基準」に合致した防衛策の設計に関する具体的な工夫を提案する。この考え方は極めてシンプルで、防衛策の導入から発動に至るまで、極力企業価値の向上ひいては株主全体の利益の向上が反映できるような手続き上の工夫をこらすことにある(第3節)。論点公開で提示した3要件、すなわち、①平時導入と開示の徹底、②消却可能性の確保と1回の委任状合戦での決着、③有事の取締役判断の恣意性排除の工夫(独立社外チェック・客観的解除要件設定・株主総会授權)を提案することとしたい。なお、こうした工夫をこらすことで、防衛策は、買収者と現経営陣の双方に、企業価値に密接に関わる情報開示を促し、株主に対しても比較検討を行う十分な時間を付与することとなる。

さらに、上記内容を定めた「企業価値指針」を策定すべきことを提案する。また、合わせて、強圧的效果を有する二段階買収の規制のあり方などが今後の制度改正の検討ポイントであることを指摘する。

第1節【法制度】日本において欧米並みの防衛策を導入することは可能か

そもそも買収者を差別的に扱う防衛策を日本の法制度は認めているのであろうか。これまで日本では、株主平等原則という会社法上の一般原則があるため¹¹²、こうした

¹¹¹ 脚注43(第1章)参照。

¹¹² 会社法案109条において明文化される株主平等原則は、株主がその有する株式の内容及び数に応じて平等の取扱いを受けることを確認したものであり、従来の考え方から変更はない。

差別的な防衛策は導入できないのではないかという考え方も一部に指摘されていた。しかしながら、株式の内容について株主間の不平等を認める種類株式制度が既に存在し、また、新株予約権の行使条件に差別的な条項を設けることも可能であるという立法担当者の解釈¹¹³もあることから、日本においても、買収者を差別的に取り扱う防衛策の導入が株主平等原則違反であるという理由で一律に許されないということはいえない（後述第2節1．参照）。以下では、日本の現行法制度上、欧米並みの防衛策は導入可能であること、また、会社法制の現代化で防衛策の選択肢がより広がることを解説し、防衛策導入が可能な法体系の下では、開示制度の創設が急務であることを提案する。

1．日本において導入可能な防衛策

現行商法の下でも、欧米で認められている企業買収防衛策は、日本法流にアレンジすれば、ほとんどが実現可能である。また、会社法制の現代化によって、さらに多彩な防衛策が可能になる。

（1）ライツプラン

（新株予約権を用いたライツプラン）

新株予約権を用いたライツプランとは、買収者以外の株主だけが行使できる、いわゆる差別的行使条件のついた新株予約権を用いた防衛策、または、一定割合以上の株式を有する者以外の者についてのみ新株予約権の割当を行う防衛策のことである¹¹⁴。

日本の商法上、新株予約権の行使条件については、特に制限はなく、また、新株予約権の行使は、株主としての権利及び義務の内容ではないため、差別的行使条件の付いた新株予約権の発行は、株主平等原則に反するものではないと考えられる。

¹¹³ 原田晃治法務省大臣官房審議官編著「平成13年商法改正 Q&A 株式制度の改善・会社運営の電子化」（商事法務、02年）58頁では、新株予約権の行使条件の例として「第3者からの買収防止のために『A、B、C以外の者が、発行済株式数の〇〇%以上を取得した場合に行使することができる』等の条件を設定することも考えられる」とされている。

¹¹⁴ 【新株予約権を用いたライツプランの法的設計】買収者が一定割合の株式（米国では典型的には10%から20%）を取得した場合に、買収者以外の株主は新株予約権を行使して新株等を取得できるが、買収者は差別的行使条件によって新株予約権の行使が制限され新株等を取得できず、よって買収者の持ち株比率が低下する仕組み。このような差別的行使条件が付された新株予約権は、株主全員に割り当てる場合には取締役会決議によってその内容が決定され発行される（商法280条ノ20、会社法案236条及び241条）。買収者が出現するまではSPCや信託銀行等が新株予約権を管理する仕組みにする場合には、第三者割当の形式を取るが、有利発行に当たらない限りは取締役会の決定で導入ができる。

新株予約権を株主全員に割り当てる場合には、取締役会決議により発行することが可能であり、一定割合以上の株式を有する者以外の者についてのみ新株予約権の割当を行うことは、新株予約権の割当について法律上特に制限は設けられていないことから、株主平等の原則に反しない。

現行商法の下では、新株予約権を株式に転換するかどうかの判断は株主に委ねられているが、会社法制の現代化により、強制取得条項（会社を買収者以外の株主の新株予約権を自社株と強制的に交換する条項）の付いた新株予約権を発行することが可能となる¹¹⁵。

（新株予約権を用いたライツプランを巡る課税関係）

05年4月28日の自由民主党総合経済調査会の企業統治に関する委員会において、経済産業省が提示した新株予約権を用いたライツプランの3類型を巡る課税関係について、国税庁から、その契約条件により、平時においては課税されない場合があるとの見解が示されている。したがって、具体的な設計に留意することにより、平時における課税の発生を回避することは可能である。（巻末参考資料2－①②参照）

（買収者の議決権のみを希釈化するライツプラン）

買収者が一定割合以上の株式を取得した場合に、強制転換条項付株式を利用して、買収者の株式を強制的に議決権制限株式に転換すれば、新株予約権を用いたライツプランと同等の効果を持つ。こうした設計の防衛策は、買収者の議決権は希釈化するが、配当比率は希釈化しない仕組みとなる。

既に発行済みの普通株式を全て取得し、代わりに差別的条件を付けた強制転換条項付株式を発行すれば、こうした防衛策を導入することは可能である。現行の商法の下では、普通株式の取得には株主全員の同意が必要であるが、会社法制の現代化によって株主総会の特別決議で可能となる¹¹⁶。

¹¹⁵ 会社法案236条1項7号

¹¹⁶ 【議決権のみ希釈化するライツプランの法的設計】買収者が一定割合以上の株式（典型的には10%から20%）を取得した場合に、買収者の有する強制転換条項付株式が強制的に議決権制限付株式に転換する仕組み。株主総会の特別決議を経て、当該強制転換条項付株式の内容を定款に定め（商法222条の8、会社法案108条2項6号）、持株比率に応じて当該強制転換条項付株式を株主に割当て、全ての普通株式を取得する（会社法案108条1項7号、171条1項、111条）。

(2) いわゆる黄金株や複数議決権株式¹¹⁷

(黄金株)

黄金株とは、合併承認決議や取締役の選解任決議に対して拒否権を持つ特殊な株式のことである。黄金株は、種類株式を活用することにより特定の第三者に発行することができる¹¹⁸。定款の変更が必要であり、株主総会の特別決議が必要である。

(複数議決権株式)

複数議決権株式とは、1株1票を超える議決権がある特殊な株式のことである。複数議決権株式は、単元の異なる複数の種類株式を活用することにより、特定の第三者に発行することができる¹¹⁹。定款の変更が必要であり、株主総会の特別決議が必要である。

(譲渡制限を付した黄金株や複数議決権株式)

現行商法の下では、特定の種類株式に譲渡制限をかけることはできない。このため現在は、普通株式を上場している企業は、黄金株や複数議決権株式のみに譲渡制限をかけることができないが、会社法制の現代化によって、株式の種類ごとに譲渡制限の有無を設定できるようになるので、黄金株や複数議決権株式にのみ譲渡制限をかけることが可能になる¹²⁰。

(3) 定款変更による防衛策¹²¹

(合併や取締役解任の要件加重)

現行の商法では、会社が、合併の承認や取締役の解任についての決議要件を

¹¹⁷ こうした防衛策は防衛効果が高いものであるため、株主総会の特別決議において、その副作用の有無を含めて説明し、株主の理解と納得を得ることが必要である。

¹¹⁸ 【黄金株の法的設計】会社の合併など重要事項に関して決定権限を有する種類株式を友好的第三者に発行しておく仕組み。株主総会の特別決議を経て、当該種類株式の内容を定款に定める（商法222条9項、会社法案108条1項8号）。

¹¹⁹ 【複数議決権株式の法的設計】友好的第三者には、例えば、1株で1単元の種類株式を、その他の株主には100株で1単元の種類株式を割り当てる仕組み。株主総会の特別決議を経て、当該種類株式の単元等の内容を定款に定める（商法221条3項、会社法案188条1項3号）。

¹²⁰ 【株式ごとの譲渡制限の設定】友好的第三者が有する黄金株や複数議決権株式の取得について会社の承認を要することを定める。株主総会の特別決議を経て、会社の承認を要する当該種類株式の内容について定款に定める（会社法案108条1項3号）。

¹²¹ こうした防衛策の中には防衛効果が高いものが多く、また、ライツプランなど他の防衛策と併用することで、より効果が高まることから、株主総会の特別決議において、その副作用の有無を含めて説明し、株主の理解と納得を得る必要がある。

定款で加重できるかどうか不明確だが、会社法制の現代化によって、株主総会の決議要件を、定款で加重できることが明確化される¹²²。

(事業結合制限条項¹²³、公正価格条項¹²⁴、支配株式条項¹²⁵)

例えば、敵対的な買収者の場合や、合併等の対価が公正でない場合には、定款によって合併等の決議要件を加重することで、いわゆる鯨よけ方策として米国で見られる事業結合制限条項や公正価格条項と同様の規定を導入することができる。また、会社法制の現代化において、種類株式として議決権の行使条件を定款において定められることが明確化されることにより、敵対的な買収者がその保有する株式数未満しか議決権を行使できないような種類株式を発行することによって、米国で見られる支配株式条項と同様の規定を導入することも可能となる。

2. そこで防衛策に関する開示制度の創設が必要である

日本の現行会社法制の下でも、種類株式や新株予約権の活用や定款変更などによって欧米並みの防衛策の導入は可能である。しかし、そのような防衛策の開示制度は必ずしも十分には整備されていない。防衛策の開示制度は、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ものであり、早急な整備が必要である。

また、防衛策の開示内容は、防衛策の設計に応じて工夫を講じることが妥当である¹²⁶。

この際、潜在的な買収者や投資家、株主にとって重要な項目をわかりやすく提示することが重要であり、こうした考え方にに基づき開示項目を規定することが合理的

¹²² 【定款型の防衛策の法的設計】 会社の合併など重要事項に関して株主総会の決議要件を加重する仕組み。株主総会の特別決議を経て、加重する事項、その決議要件について定款に定める（会社法案309条2項）

¹²³ 【事業結合制限条項】 米国のデラウェア州、ニューヨーク州など33州が法制化している。買収対象会社の支配権を取得した買収者が、事前に対象会社の取締役会が承認しない場合、一定期間（典型的には3年から5年）、対象会社との合併、解散、資産の処分等の取引行為を行うことができないとする条項。

¹²⁴ 【公正価格条項】 米国のメリーランド州など27州が法制化している。会社が吸収合併などの事業結合を行うには、少数株主に対して公正な価格が支払われない限り、利害関係者以外の株主による特別多数決による承認を得なければならないとする条項。

¹²⁵ 【支配株式条項】 米国のインディアナ州、オハイオ州など27州が法制化している。買収者が対象会社の一定割合以上の株式の取得または取得後の議決権行使について、利害関係者以外の株主の過半数の承認を得なければならないとする条項。

¹²⁶ 例えば、事前警告型であって、主として検討・交渉期間等のルールを定めるタイプのものに関しては、ルールの対象となる買収者の定義、買収者が従うべきルールの内容、ルールが守られない場合において導入する予定の対抗措置の例示（例えば、有価証券などの詳細な設計までは開示できないにせよ、買収者への持ち分希釈化効果を有する対抗措置があり得るのであれば、その希釈可能性の最大値が予想できるような内容など）の3つがポイントとなろう。

である。

(1) 営業報告書での開示を義務付ける

会社の重要な経営に関する事項については、会社法令に基づく営業報告書において開示が求められている¹²⁷。新株予約権については、当該営業年度内に特定の第三者に有利な価額で発行されたもの(主としてストック・オプションを想定)に関する情報は開示されるが、当該営業年度以前の既発行の新株予約権については、①発行されている新株予約権の数、②目的となる株式の種類及び数、③発行価格の計3項目についてしか開示が義務付けられていない。

そこで、敵対的買収への防衛策として発行する新株予約権(典型的には持株比率に応じて行使条件を定める場合)などに関しては、重要な経営に関する事項であるため、新たに開示制度を設けることが妥当である。

(2) 証券取引所の開示ルールの見直しを期待する

また、公開会社に対して、投資家保護の観点から、証券取引所が防衛策に関する開示ルールを充実することも有効な方策であるとも考えられる。各証券取引所では、株式市場の公平性と信頼性を確保するため、会社情報に関する適時開示規則を設け、投資判断に重要な影響を及ぼす事項を決定した又はそうした事項が発生した場合には、当該内容を直ちに開示することを義務付けている¹²⁸。この規則では、新株予約権や種類株式の発行について開示を義務付けているものの、それらの開示義務は敵対的買収に対する対抗策として発行されるものを念頭に置いたものではない。今後、敵対的買収に対する対抗策として新株予約権や種類株式を発行する企業の増加が予想されることにかんがみれば、証券取引所が、投資家保護という観点から、明確な開示ルールを設けることも検討に値するものと思われる¹²⁹。

¹²⁷ 商法施行規則103条2項

次の各号に掲げる新株予約権がある株式会社は、それぞれ当該各号に定める事項をも営業報告書に記載しなければならない。

- 1 現に発行している新株予約権 新株予約権の数、目的となる株式の種類及び数並びに発行価額
- 2 その営業年度中に株主以外の者(次に掲げる者(計算書類作成会社の取締役又は執行役を兼務する者を除く。以下この項において「特定使用人等」という。)を除く。)に対し特に有利な条件で発行した新株予約権 割当てを受けた者の氏名又は名称並びにその者が割当てを受けた新株予約権の数、目的となる株式の種類及び数、発行価額、行使の条件、消却の事由及び条件並びに有利な条件の内容

¹²⁸ 例えば、東京証券取引所の「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則」(99年)参照。

¹²⁹ 東京証券取引所は、05年4月21日、「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資家保護上の留意事項について」を公表し、防衛策を導入する際には、①防衛策導入の目的、②防衛策の発動、解除及び維持の条

第2節【基準】防衛策の合理性はどのような基準で判断すべきか

日本でも欧米並みの防衛策を導入することは可能であるとしても、その全てが許されるわけではない。防衛策は、法的にも合理性を有し、かつ、株主や投資家から見ても納得のいく内容でなければならない。では、こうした防衛策の合理性はどのような基準で判断すべきであろうか。

日本には、そもそも買収者を差別的に扱う防衛策は株主平等原則に違反するのではないかという考え方がある。また、日本における防衛策に関する判例上のルールは、会社の支配権争いがある局面で行われた第三者割当増資を巡って確立した「主要目的ルール」が唯一のものである。主要目的ルールは、有事において行った第三者割当増資が、支配権維持を唯一又は主要な目的としていれば違法とし、資金調達目的があれば適法とする考え方である。これに関して、東京高裁の決定は、有事導入型の防衛策について、支配権維持が唯一又は主要な目的であれば原則違法とする点は踏襲しつつ、平時導入・有事発動型の防衛策の適法性に関しては、導入時の状況や防衛策の内容などを勘案して適法となる余地があると指摘したにとどまり、公正なルール形成は今後の課題とされている。こうした高裁決定などを踏まえれば、少なくとも平時導入型の防衛策の合理性の基準としては、企業価値を損なう買収提案を排除するものであれば認められるべきであるが、反対に企業価値を高める買収提案は排除しないという「企業価値基準」をより一層明確にして、企業社会が共有する常識とすることが必要である。

この点については、米国で確立している司法基準が十分参考になる。米国における司法基準のポイントは、①発動時に企業価値に対する脅威があると信じるに足りる合理的な根拠があるか否か、②それを防ぐための過剰な措置ではないかどうか（なお、①及び②を「ユノカル基準」という。）、③取締役が防衛策の是非に関して慎重で適切な判断を行ったかという3点にわたる。以下では、まず株主平等原則や主要目的ルールとの関係について触れた上で、防衛策の合理性の判断基準となる「企業価値基準」を具体的に提示する。

1. 買収防衛策と株主平等原則の関係

株主平等原則とは、株主は、株主としての資格に基づく法律関係については、その有する株式の数に応じて平等な取扱いを受けるべきという原則であり、機能的に

件、③発動時に株主・投資家に与える影響などを株主、投資家に対して十分な適時開示を行うことを求めている。同時に、今回の留意事項の内容について、企業価値防衛指針や関係各方面の議論等を踏まえて、今後、上場基準等のルールを整備するとしている。また、JASDAQ（4月21日）、大阪証券取引所（4月28日）、札幌証券取引所（5月10日）が東京証券取引所と同様の趣旨の留意事項を発表している。

は、支配株主の多数決の濫用等による差別的取扱いから一般株主を守る作用があるとされる。この点について、例えば、そもそもライツプランの導入に関して商法上明文の規定がない同原則が問題となるのか、すなわちライツプランの導入を認識しながら、あえて買収を強行した敵対的買収者との関係で同原則が問題となるのか、また、一定の要件を満たした場合には、誰でも差別的な扱いを受ける可能性がある以上、不平等な取扱いとはいえないのではないかなど様々な議論がなされているが、確立した解釈はない状況にある。

そこで考え方を整理すると、株主平等原則といっても、内容を異にする種類の株式の発行や新株予約権の行使に条件を付すことは認められているのであるから、同一の内容の株式や同一の行使条件の新株予約権等については、株主等はその有する株式等の数に応じて平等の取扱いを受けるべきであるというルールであるのであって、このことを超えて、この原則を一律に厳格かつ硬直的に解することは妥当とはいえない¹³⁰。かりにもし、より広く、株主平等原則の根拠を衡平の理念に求めるとしても、企業価値に対する「脅威」との関係において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については、それを認めないほうが衡平に反するともいえる。

2. 買収防衛策と主要目的ルールとの関係

会社が法令又は定款に違反して株式を発行する場合、また、法令や定款に違反していなくとも著しく不公正な方法で株式を発行する場合には、当該株式の発行は差し止めの対象となる¹³¹。差し止めの対象となるか否かについては、法令や定款に違反している場合は明らかであるが、著しく不公正か否かという点については、現経営陣等の支配権維持を主要な目的としているか否かという判断基準が存在し（いわゆる主要目的ルール）、これまでの裁判例では、資金調達の実効性が証明されれば支配権維持が主要な目的ではない、すなわち、著しく不公正な発行には該当しないとされてきた。この点について、新株予約権や種類株式の発行については、必ずしも資金調達の必要性が要求されていない¹³²ことにかんがみれば、新株予約権を用いた防衛策で資金調達の目的を直接有しないものについても、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適当とはいえない。

東京高裁の決定は、当該事例で原則違法とした有事導入型防衛策に比べて、平時導入型の防衛策に関しては、導入時の状況や防衛策の内容などを勘案して適法となる余地があるとし、公正なルール形成に期待する旨を表明していると見ることもで

¹³⁰ 神田秀樹「会社法〔第6版補正版〕」（弘文堂、05年）52頁参照

¹³¹ 商法第280条ノ10、会社法案210条

¹³² 例としてストックオプションや拒否権付株式などがある。

きる。したがって、「企業価値基準」をより明確にするべき時期に来ているといえる

133。
。

3. 防衛策の濫用を防ぎ合理性を確保するための「企業価値基準」の確立

企業買収とは、買収者の提案と現経営陣の経営方針のどちらが株主に支持されるのかという相対的な比較検討の局面であり、企業価値を高める買収提案であれば買収が実現し、企業価値を損ねるものであれば買収が実現しないことが望ましい。このため、防衛策の合理性の判断基準としては、企業価値を損なう買収提案を排除するものであれば認められるべきであるが、反対に企業価値を高める買収提案は排除しないという基準（＝「企業価値基準」）が適当であり、この基準をより一層明確にして、企業社会が共有する常識とすることが必要である。

そして、この企業価値を損なうかどうか、防衛策を解除するか否かは、原則的に株主が判断すべきであるが、有事においては、株主総会を迅速に開催できないという時間的・制度的な制約があるので、株主総会において株主の信任を得て経営を付託された経営者の判断に一次的に委ねざるを得ない。一方で、防衛策に関する経営者の判断には、常に経営者が保身目的で行う可能性がつきまとう。

米国のユノカル基準は、防衛策に関する経営者の判断は、経営者自身の保身のために行われる可能性があるので、買収によって企業価値が損なわれる脅威があると信じるに足りる合理的な根拠があり、講じた防衛策が過剰なものではないことを取締役が立証して始めて適法となる、としている。また、この取締役が行う立証分析には、「買収価格の水準や買収対価の質、買収の性質やタイミング、違法性の問題、ステークホルダーへの影響」などを含むことができ、「誠実に行動し合理的な調査を行ったことで充足される」としている。

そこで、以下では、この米国基準をベースに、日本における「企業価値基準」の内容を、①脅威の範囲、②過剰性の判断基準、③慎重かつ適切な経営判断プロセスに分けて提案する。

¹³³ ニッポン放送の新株予約権発行を巡る発行差し止め仮処分に関する東京高裁の決定では、買収者が現れてから発行する新株予約権について、「特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株予約権の発行がされた場合には、原則として、商法280条ノ394項が準用する280条ノ10にいう『著しく不公正ナル方法』による新株予約権の発行に該当するものと解するのが相当である」としながらも「株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする発行も不公正発行に該当しないと解すべきである」として、株主全体の利益を保護するという観点からは、支配権を維持する目的であったとしても新株予約権の発行が不公正ではない余地があるとしている。

(1) 敵対的買収が会社に及ぼす脅威の範囲¹³⁴

(基本的考え方)

脅威とは、買収によって発生するであろう会社の効率性等に対する脅威や、株主の適正な判断への脅威など、企業価値に対する脅威を指す。こうした脅威がないにも関わらず、防衛策を維持・発動することは認められない。典型的な脅威の種類とその判断要素としては、以下のものが考えられる。

【構造上強圧的な買収類型】

グリーンメールや二段階買収などに代表される買収類型である。グリーンメールは買収者のみが他の株主の損害の上で利得を得る行為であり、企業価値を損なうのは明らかである。二段階買収は、株主が買収価格は不十分だと考えていても、二段階目の買収条件が不利であったり、不明確であったりすることで、株主が売り急ぐよう強要してしまう結果をもたらす。結果的に企業価値を損なう買収提案であっても成立する可能性があり、脅威をもたらす類型と言える。

【代替案喪失類型】

現経営陣に代替的な提案を考えるだけの十分な時間的余裕を与えないような買収類型である。全株式・現金対価の買収提案であっても、事前に関買収提案の交渉を申し込むことなく、いきなりTOBをかけることにより、現経営陣に対して、より有利な条件で会社を購入してくれるホワイトナイトを探したり、新たな経営提案を行う時間的余裕を与えたりしないような場合は、これに当たる。

【株主誤信類型】

企業価値を損なう買収提案であるにもかかわらず、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場合である。先に述べたように、企業価値とは企業が生み出す将来の利益の合計であり、これを左右する多くの要因がある。企業価値を左右する重要要素が買収後の経営提案でどう扱われるのか、ステークホルダーや企業資産の扱いや買収資金の調達方法などが長期的な企業価値との関係で重視される。

(判断要素)

脅威の存在を肯定するには、構造上強圧的な買収の場合、買収者の経歴や評判、買収手法などが、代替案喪失類型の場合、買収価格の不適切さや、買収者が会社

¹³⁴ 敵対的買収による弊害の類型については、第2章第2節においても解説している。

に提供した交渉機会の有無やその長短などが、株主誤信類型の場合、経営者の経営方針と買収者の経営提案、特に経営者が重視する企業の強みへの影響(例えば、企業の競争力の源泉・根幹となっている人的資本の蓄積・信頼関係への影響など)などが、重要な判断要素となる。

(2) 防衛策の過剰性の判断基準

(基本的考え方)

防衛策は脅威との関係で過剰でないことが必要である。買収防衛策は、原則として、買収者以外の一般株主をも差別的に取り扱うようなものではなく(非強圧性)、また、株主の選択権が確保されるものでなくてはならない(非排除性)。

(強圧性がないこと～買収者以外の株主の平等な取扱い)

買収防衛策は、原則として強圧性があるてはならない。

すなわち、一般株主をも差別的に取扱って、特定の株主を優遇する防衛策や、自己株式の部分買付を行うなどの防衛策は、構造上強圧的な買収類型などに対する対抗策としては過剰とはされないものの、合理的な理由がない限り¹³⁵、一般的には過剰であると判断される可能性が高い。他方、ライツプランのように、買収者以外の株主を平等に扱う防衛策には強圧性がない。

(排除性がないこと～委任状合戦などの株主の選択肢の確保)

防衛策は、原則として排除性があるてはならない。

すなわち、デッドハンド型の防衛策のように、委任状合戦などの防衛策解除の別途の道が買収者に提供されていない防衛策は、株主の選択権を完全に排除するものであり、構造上強圧的な買収類型以外の対抗策としては過剰な防衛策となる。他方、消却が可能で委任状合戦によって解除できるような防衛策は、株主に防衛策の是非を判断する機会が提供されるので、排除性がなく過剰とはならない。特に、1回の株主総会によって防衛策の是非が決着できるような場合には、さらに合理的である。

(会社の売却が既に決まっている局面での取扱い)

取締役会が会社の売却を既に決定し、第三者との間で売却交渉を進めている状況の中で、競合する敵対的買収者が現れた場合、取締役には、当該買収者の競合提案も検討することが原則として求められる。このような競合提案を検討する機

¹³⁵ たとえば、端数処理に伴う場合、業法その他の法規制の観点から別異取扱いを行う合理性がある場合、などがあげられる。

会を完全に奪う措置は、当該提案を検討しない特段の合理性¹³⁶がない限り、適当ではない。

(3) 慎重かつ適切な経営判断プロセスの重視

(基本的考え方)

取締役会が防衛策の導入や維持・解除に関する判断を行うに当たり、経営者自身の保身のためではなく、企業価値を高めるために行っていることを証明するためには、防衛策の導入・維持・解除に関して、慎重かつ適切な行動が求められる。具体的には時間をかけた検討、外部専門家の分析及び第三者の関与の3点が必要となる。

(十分な時間をかけた検討)

防衛策の導入・維持・解除に関する意思決定を行うに当たって、取締役会は、企業価値を損なう買収の態様、買収提案の分析、現経営陣の経営方針との比較、友好的な第三者への売却など代替的な方策の効果など、最も企業価値を高める方策は何かということに焦点を当てながら、可能な限り十分な時間をかけて検討を行なう。

(外部専門家の分析)

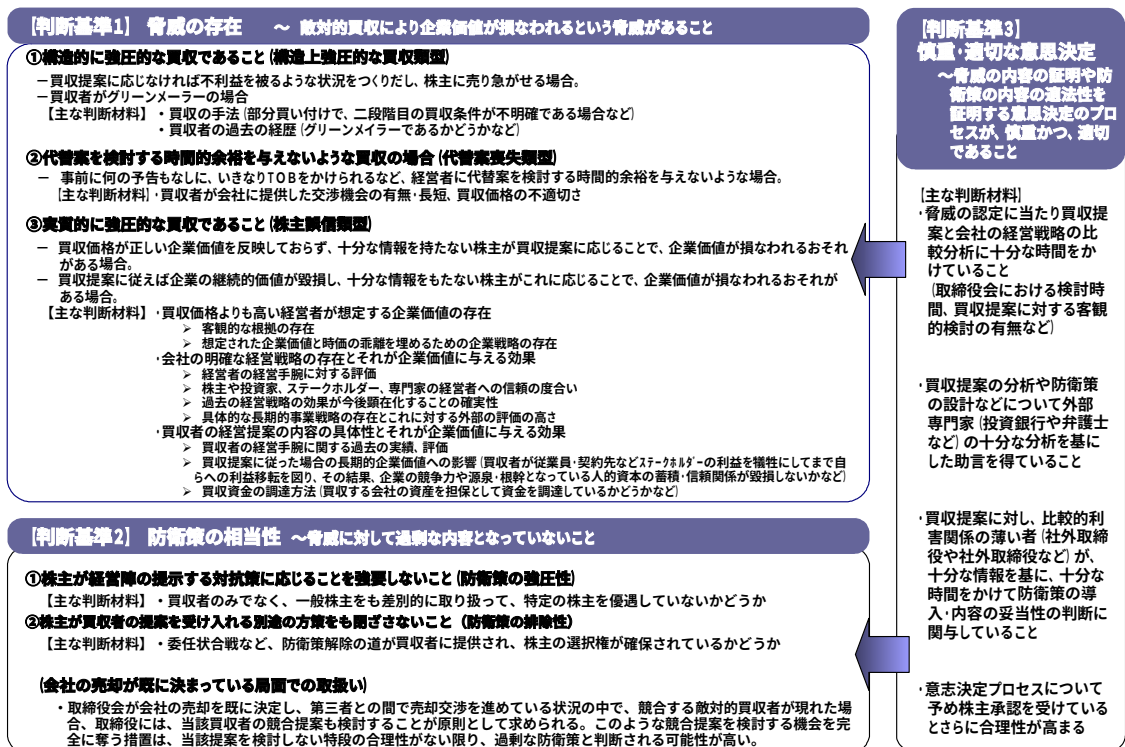
防衛策の導入・維持・解除に関する意思決定を行うに当たって、取締役会は、買収提案の分析や防衛策の設計などについて、外部専門家（弁護士、フィナンシャル・アドバイザーなど）の十分な分析を基にした助言を丁寧を求める。

(第三者の関与)

防衛策の導入・維持・解除に関する意思決定を行うに当たって、利害関係の比較的薄い社外取締役や社外監査役などの第三者が、十分な情報をもとに、防衛策の導入の意思決定に関与する。

¹³⁶ たとえば、売却を行う緊急性が高いため、競合提案を検討しては売却自体が困難になり、かえって会社利益が損なわれる場合などが考えられる。

(図4-1) 防衛策の合理性に関する判断基準



第3節 [工夫] 防衛策の合理性を高め、市場から支持を得るための工夫

「企業価値基準」に沿った防衛策とするためにはどのような工夫が必要であろうか。買収防衛策の合理性を高めるには、防衛策の導入から発動に至るプロセスで、企業価値の向上ひいては株主全体の利益の向上が反映できるような手続き上の工夫をこらさなければならない。防衛策が、株主に十分な情報と時間を与えるよう設計されていれば、買収者と現経営陣が企業価値向上の戦略を巡って争い、企業価値をより向上させる提案が実現する結果を生む可能性が高まろう。

日本では、以下の3つの要件を確立すべきである。

第一に、防衛策は平時に導入する。経営者がその設計に慎重な判断を行い、内容を開示することで株主、投資家に対する説明責任を果たすべきである。

第二に、防衛策は消却可能なものとする。委任状合戦によって取締役を交替させれば防衛策の解除を可能とし、かつ、防衛策を導入する場合には期差制を導入しないで1年毎の株主総会で株主に直接是非を問う機会を設けることが不可欠である。法的な合理性を確保するための最低限確保すべき要件でもある。

第三に、有事における取締役の恣意的判断がなされない工夫をすべきである。独立

性のある社外取締役や社外監査役などのチェック、客観的な解除要件の設定（、防衛策の内容についての株主総会授權といった工夫のいずれかを採用すべきである。

以上の3つの要件を充たした防衛策であることは、当該防衛策が公正なものであるかどうか、また当該防衛策の導入及び有事の発動にかかる取締役等の判断が取締役等の善管注意義務・忠実義務に違反していないかどうかを裁判所が判断するに当たっての重要な材料にもなると考えられる。

1. 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

（平時導入は株主、投資家、将来の買収者に予見可能性を与える）

買収防衛策は、株主や投資家などの予見可能性を高め、株主の適正な選択機会を確保するために、原則として平時に導入し¹³⁷ ¹³⁸、その目的、買収防衛策の内容、効果（議決権の制限・変更、財産的権利への影響等を含む利益及び不利益）などを開示しなければならない。

平時に導入することで、防衛策の設計をより株主全体の利益や企業価値向上のものとするよう慎重に行うことが可能となる。また、具体的な敵対的買収者が出現してから導入する場合に比べれば、特定の買収者のみを差別しているのではなく、企業価値を損なう敵対的買収を排除するとの意図が説明しやすく、経営者の保身目的とされる可能性が低くなるという効果も期待できる。

投資家や買収者から見ても、有事導入の防衛策に比べれば、例えば防衛策の内容を見て投資の意思決定を慎重に行ったり、買収の手法を工夫して買収を試みるなどの対応が可能となる。

（会社法や証券取引所の開示ルールに従う）

防衛策に関しては、今後整備される予定である会社法の営業報告書制度や証券取引所における開示制度に従い、その内容を広く利害関係者に開示すべきである。ま

¹³⁷ 有事において新株や新株予約権の発行を現に行う仕組みの防衛策であっても、平時において、有事になれば新株や新株予約権を発行する可能性があることを警告しておく方策や取締役会で条件付発行決議をしておくような方策も平時導入といえる。ニッポン放送の新株予約権発行を巡る発行差し止め仮処分に関する東京高裁の決定は、機関権限の分配説をとっても、株主全体の利益保護の観点からの事前の対抗策をすべて否定するものではなく、「新たな立法がない場合であっても、事前の対抗策としての新株予約権発行が決定されたときの具体的状況・新株予約権の内容（株主割当か否か、消却条項が付いているか否か）・発行手続（株主総会による承認決議があるか否か）等といった個別事情によって、適法性が肯定される余地もある」と指摘している。

¹³⁸ いわゆるホワイトナイトを探す場合や取締役が経営支配権の維持・確保を主要な目的とすることなく、会社法上与えられた権限を行使する場合（例えば、資金調達目的をもって第三者割当増資を行う場合、正当な資本政策の一環として自社株買いを行う場合、買収が開始される前から決定されていた通常の事業活動の一環として行われる場合等）などは、原則に対する例外となる。

た、こうした開示ルールが整備されるまでの間は、防衛策を導入する会社は、営業報告書や有価証券報告書などを活用して自主的に防衛策の開示に努めるべきである。

(企業価値向上のための企業戦略やIR活動の活性化を図る)

防衛策の導入に際しては、「何を防衛するのか」「そのためにはどのような防衛策を導入するのか」といった点に関して、株主や投資家、さらには従業員などのステークホルダーに訴えかけていくことが重要である。企業価値を生み出す源泉が何であり、株主還元政策や事業戦略の充実など企業価値を高める具体的な経営戦略とはどういうものかといった点を、戦略的なIR活動を通じて浸透させていくことが求められる。多くの機関投資家は、長期的な株主価値の向上に関心がある。平時から防衛策を導入する過程で、長期的な経営戦略に関して、こうした長期的な価値向上に関心がある株主や機関投資家の理解と納得を得ていく努力を惜しまないことが必要となる¹³⁹。

例えば、米国のインターネット検索企業のグーグル社は、「何を防衛したいのか」「そのためにどのような防衛策を導入するのか」という情報を開示した上で、創業者2人及び経営陣に強力な防衛策（複数議決権）を与えることを公表したが、時価総額は5兆円を超えるなど市場から一定の評価を得ている

(平時導入型は株価への影響も中立的で混乱が少ない)

平時導入型の防衛策の中でも通常のライツプランのように、平時においては全株主を平等に扱い、有事においては企業価値を損なう買収者のみを差別的に扱う防衛策は株価には中立的でありより望ましい。

2. 防衛策は1回の株主総会の決定次第で消却が可能なものとする

(消却条項を付与して委任状合戦での消却を可能にする)

防衛策は、その過剰性を排除するため、消却可能なものとするべきである。したがって、防衛策には、消却条項（例えば、買収者が株式を買い占める前までは、取締役会決議で消却ができるとする条項）を設けるべきである。

買収者が、防衛策の発動前に、委任状合戦により取締役の過半数を獲得しても消却が不可能なデッドハンド型の防衛策は、適法性の観点からも問題であり、かつ、

¹³⁹ 日本企業は、投資家への会社説明会、個別面談への取組状況が、それぞれ5割、8割にとどまっており、こうしたIR活動の前提となる株主判明調査も15%の企業しか行っていないとの調査結果もある。（日本インベスター・リレーションズ協議会「IR活動の実態調査」（04年6月、株式公開会社1307社が回答））

株主の判断機会を奪うものとして妥当性に欠けるので、原則として導入してはならない。消却条項がない防衛策、デッドハンド条項（導入した当時の取締役が一人でも代われれば消却不能になる条項）、ノーハンド条項（導入した当時の取締役の過半数を代えなければ消却できない条項）、スローハンド条項（取締役の過半数を代えても一定期間消却できない条項）を付した防衛策は合理的であるとはいえない。

（防衛策は、1回の株主総会で消却が可能とする）

委任状合戦により消却できる道を確保することは、米国のライツプランの基本設計であるが、米国企業は、取締役の任期を3年とした上で期差制を導入し、かつ、任期途中の解任について、解任の決議要件を過半数から加重したり、総会決議の他に正当理由を必要としたりすることなどで制限することにより、取締役会を支配するには最長2回の株主総会での委任状合戦を要するよう措置している。こうした委任状合戦の長期化をもたらす対応は、株主の意思の反映を遅らせるものであり、機関投資家の批判も強い（第3章（議決権行使ガイドラインに見る機関投資家の見方）参照）。

これに対して日本の場合、取締役の任期は1年か2年であるため¹⁴⁰、期差制を導入しづらく、また、任期途中の解任については、会社法制の現代化により、決議要件が特別決議から普通決議となり¹⁴¹、解任に正当理由を付加することは認められていない¹⁴²。このため、日本の制度環境は、1回の株主総会で、取締役会の過半数を支配することがすでに可能となっているが、防衛策の維持や解除に関して、株主の意思をより速やかに反映させる観点から、防衛策を導入する企業は、1回の株主総会で消却可能な設計¹⁴³にすることが必要である。

（黄金株や複数議決権株式にも消却条項を求める）

株主総会承認を経た防衛策（ライツプラン型、黄金株型、複数議決権株式型）に関しては適法性が問題視される可能性は低いが、このうち、黄金株や複数議決権株式のように買収者以外の株主をも差別的に扱う方策については、消却条項がない場

¹⁴⁰ 商法256条1項「取締役ノ任期ハ二年ヲ超ユルコトヲ得ズ」。なお、委員会等設置会社の場合は取締役の任期は1年となっている（商法特例法21条の61項「取締役の任期は、就任後1年以内の最終の決算期に関する定時総会の終結の時までとする」）

¹⁴¹ 会社法案341条「309条1項（株主総会の普通決議に関する規定）の規定にかかわらず、役員を選任し、又は解任する株主総会の決議は、議決権を行使することができる株主の議決権の過半数（3分の1以上の割合を定款で定めた場合にあっては、その割合以上）を有する株主が出席し、出席した当該株主の議決権の過半数（これを上回る割合を定款で定めた場合にあっては、その割合以上）をもって行わなければならない。」

¹⁴² 会社法案339条2項「役員及び会計監査人は、いつでも、株主総会の決議によって解任することができる」。なお、商法257条にも同様の規定がある。

¹⁴³ 株主の意思を反映させる手段としては、株主総会決議を採る方法のほか、株主への公告・通知等を経て株主の意思表示を得る機会を設けるなどの方法も考えられる。

合には相当防衛効果が高くなる。特に、株式を公開している会社が、消却することができない黄金株等を新たに発行することについては、慎重であるべきである。

なお、この点に関して、ニューヨーク証券取引所は、新規上場の場合以外は複数議決権や黄金株を発行する会社は上場を認めないとしている。日本でも、防衛目的で導入された、消却条項がない複数議決権株式や黄金株を発行する会社については、防衛策の合理性を高め、株主や投資家の理解を得られるという観点から、その扱いに関してはさらなる検討が必要と考えられる。

(TOBと委任状合戦の併用が可能となるようTOB制度の柔軟化を検討する)

なお、委任状合戦の実効性を高めるには、TOBと併用することが有効である。TOBで買収価格をアピールし、委任状合戦で新経営陣をアピールする方法である。また、TOBと併用することで委任状合戦に要する追加費用は限界的なものになる効果も期待できる¹⁴⁴。ところが、日本のTOB制度は撤回条件が硬直的であり、防衛策を導入している企業に対して委任状合戦と平行してTOBを行うことが難しいとされる。この点に関して、TOBの安易な撤回が株価に与える影響等に留意しながら、TOB制度の柔軟化を検討することが妥当である。

3. 有事における判断が「保身目的」にならないよう最大限の工夫をする

有事における防衛策の維持・発動の判断は、時間的な制約等により取締役がおこなうこととなるが、その判断は、株主全体の利益や企業価値向上のためではなく、経営者の自己保身のために行ったとの疑いが必ず生じる。企業価値を損なう買収提案に対しては防衛策を維持し、企業価値を高める買収提案には防衛策を解除する義務が経営者にはあるが、これを確保するには、経営者は慎重に行動すべきである。株主や会社にとって意味のある買収提案ならば、速やかに防衛策を解除することが望ましく、「内部経営者のみが判断し、あとは、委任状合戦で争う」というだけでは、市場の理解と納得を得ることは難しい。

そこで、米国や欧州の経験を踏まえて、保身排除につながる客観的な工夫を提示する。

第一類型は、特に取締役会決議によって導入された防衛策については、**有事における防衛策の維持・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**

¹⁴⁴ なお、日本の委任状合戦は、制度的には米国と同様であるが、その活用事例は少ない。今後、買収提案の判断のような重要事項に関する委任状合戦を適正かつ有効に展開できるよう、制度のあり方や活用の方策を検討する必要がある。

査役の判断を重視して、取締役会が防衛策の維持・解除を決定する仕組みであり、「独立社外チェック型」と呼ぶ。米国企業の主流である。

第二類型は、有事における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最終的には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**である。「客観的解除要件設定型」と呼ぶ。米国で増えつつある修正型である。

第三類型は、**平時において防衛策を導入するに当たり、株主総会の承認を受け、有事における取締役会の判断プロセスを株主総会から授権する方法**である。定款において記載された発動条件や消却条件に従うことで、有事における恣意的判断を排除する方式で、定期的なチェックを入れる（例えば3年毎など）ことでより合理性は高まる。米国企業では採用されていないが、機関投資家が求める工夫である。

いずれの工夫も、**内部の経営者の独断を排除する方策である。このどれかを採用すれば防衛策の合理性は高まる。取締役会の決定で平時に防衛策を導入するならば、独立社外チェック型か、客観的解除要件設定型のいずれかを選択すべきである。株主総会授権型は、こうした取締役会の決定だけで導入するアプローチとは根本的に異なっている。取締役の有事における防衛策に関する判断基準について、株主総会で授権を求めることになるので、株主の意向を正確に防衛策の設計に反映する方策であり、株主の経営者の信頼度合いに応じた防衛策が導入されることになる。**

それぞれは互いに排除しあうものではない。3つの類型を組み合わせることでより合理性の高い防衛策を設計することも可能であり、企業経営者に対する株主の信頼度に応じて、多様な工夫が開発されることとなる。

なお、いずれの場合においても、いつまでも有効とするのではなく、有効期限を2年とか3年とか、明確にすべきである。

（1）独立社外チェック型 ～米国の主流～

防衛策の導入に際しては取締役会限りで導入するが、有事において防衛策を維持するか否かの判断については、社内取締役だけで決めるのではなく、独立社外のチェックを得ることで慎重かつ適切な判断を確保する方策である。米国企業では、導入時においては取締役会決定でライツプランを導入するが、有事においては、独立性の高い社外取締役が第三者として取締役の判断をチェックしており、ライツプランの主流となっている方策である。

買収防衛策の合理性を高めるためには、解除要件の客観性の度合いに応じて、内部取締役の保身行動を監視すべき度合いも異なってくる。特に、防衛策解除の客観的要件を何ら具体的に特定していない場合に、買収防衛策の合理性を高めるためには、独立社外者の関与は不可欠となる。

(法律上の責任と権限のある社外取締役や社外監査役の判断の重視)

第三者は、会社（株主）に対する責任と権限を有しているほど、合理性が高まり、株主などの支持を集めやすい¹⁴⁵。この点に関して、社外取締役は他の取締役と同様に、株主総会で選任され、会社に対する善管注意義務と忠実義務を負い、業務執行の決定権限を有する取締役会の構成員である¹⁴⁶。

社外監査役は、株主総会で選任され、会社に対して善管注意義務を負い、取締役会で違法又は著しく不当な決議がなされる場合には意見を述べる義務を負い、取締役の法令・定款違反行為の結果、会社に著しい損害を生じるおそれがある場合には、その行為の差し止めを請求することができる¹⁴⁷。また、任期が4年である、選解任に関して監査役会の意見が反映されるなど、その法的地位には、業務執行者からの高度の独立性が商法の規定によって担保されている。さらに、会社が取締役に対し訴訟を提起する場合の会社側の代表権限¹⁴⁸を有する、取締役に対する責任減免や代表訴訟における訴訟上の和解に対する同意権が付与されているなど、株主の利害と経営者の利害とが相反する局面において間に入る機能も付与されている。

これらの意味で、まずは、社外取締役や社外監査役が有事における防衛策の維持解除の判断を担うことが合理的な方策となる。そして、社外取締役や社外監査役の判断を重視して、取締役会が防衛策の維持解除を決定する仕組みを明確に導入することが必要となる。

(会社からの独立性の確保とルール化の方策)

独立性とは、防衛策の是非をチェックする社外取締役と社外監査役が、内部取締役の保身行動を厳しく監視できる実態を兼ね備えるために要求される概念であり、会社との実質的な独立性が要請される。例えば、主要取引先、顧問アドバイ

¹⁴⁵ 我が国において独立社外者のチェック機能を働かせるためには、どのような形で独立社外者が関与したらよいのか、また、どのような者であれば独立社外者と言えるのかについては、今後更なる検討が必要である。

¹⁴⁶ 商法254条（株主総会の選任）、商法254条2項・同法254条ノ3（取締役の善管注意義務、忠実義務）、商法260条1項（取締役会の権限）

¹⁴⁷ 商法280条（株主総会の選任、監査役の善管注意義務）、275条（意見を述べる義務）、275条ノ2（差し止め請求）

¹⁴⁸ 商法第275条ノ4

ザー、メインバンク等の債権者、親族、元従業員などは、防衛策を監視する「独立社外者」として適正か否かについて、その実態を慎重に精査し、株主の納得と理解が得られるものでなければならない¹⁴⁹。

独立性の議論は、制度としては試行錯誤を続けている状況だが、要は、取締役の保身行動を厳しく監視できる実態を兼ね備えていることが重要であり、会社との実質的な独立性が最も問われることとなる¹⁵⁰。防衛策の是非をチェックする第三者のあり方について、社外取締役と社外監査役を軸に、独立性を確保するような自主的な工夫が必要である。例えば、取締役会に占める社外取締役の割合が少ない場合、独立性のある社外取締役や社外監査役の意見が十分反映され得る企業統治委員会を組織し、有事においては、買収防衛策の発動について、この委員会の勧告を尊重するといった工夫が必要となる。

今後は、こうした各企業独自の工夫に加えて、第三者の要件についてルール化の検討も急がねばならない。

¹⁴⁹ (社)生命保険協会アンケートによれば、社外取締役の実態は、親会社・関係会社の役職員又はOBが最も多く(38%)、取引先の役職員又はOB(27%)、取引関係のない企業の役職員又はOB(約21%)がこれに続く。(平成16年度、回答数:593、複数回答)、また、同アンケートによれば、投資家がふさわしいと考える社外取締役は、取引関係のない企業の役職員又はOBが最も多く(76%)、経営コンサルタント(39%)、業界に詳しい評論家、アナリストなど(30%)がこれに続く。(平成16年度、回答数94、複数回答)

¹⁵⁰ 商法によれば、社外取締役は、現在及び過去において、会社又は子会社の業務を行う取締役、執行役、従業員ではないこと(商法188条2項7号ノ2)、また、社外監査役は、就任前に、会社又は子会社の取締役、執行役、従業員でなかったこと(商法特例法18条1項。ただし、05年4月末までは、就任前5年間、前述のような関係がなければよいとされていた)が要件とされている。

米国における独立性の概念は、企業統治法(サーベインズ・オクスリー法、02年)やSEC規則、ニューヨーク証券取引所(NYSE)の上場規則で詳細が規定されている。基本的には、取引関係者、外部アドバイザー、親族関係者は独立とはみなされない点で日本の社外の概念より厳しいが、過去に会社と雇用関係があった者のうち、離職後3年経っていて金銭的關係がない者の場合は独立の概念に合致するとされている点は日本の社外の概念よりも広い。

また、米国の機関投資家の中には、たとえば、カルパース、TIAA-CREFの議決権行使ガイドラインでは、雇用関係者(カルパースは過去5年間、当該企業と雇用関係がないこと、TIAA-CREFは過去において、当該企業と雇用関係がないことを規定している)、取引先関係者、外部アドバイザー、親族関係者は独立とみなさない点において、日本の社外の概念よりも厳しいといえる。

(図4-2) 日米の社外取締役、社外監査役の現状及び独立性の要件

	米 国	日 本	
	社外取締役 (独立取締役)	社外取締役	社外監査役
社外取締役 (社外監査役) の占める割合	○大企業で 約8割 ・取締役会の平均人数: 12人 うち、社内取締役 2人 (CEO、CFOであることが主) うち、社外取締役 10人 (うち、独立取締役が8~9人) (注) ニューヨーク証券取引所、ナスダック上場企業については、取締役の過半数が独立取締役であることが必要。また、監査委員会については、全員独立取締役であることが必要となる。	○委員会等設置会社 : 約4割 ・取締役会の平均人数 10.3人 うち、社外取締役 4.5人 (注) 法律上、最低2名の社外取締役が必要。 ・社外取締役が過半数を占めている企業 2社 (回答13社の15.4%) ○監査役設置会社 (大会社) : 約2割 ・取締役会の平均人数 9.8人 うち、社外取締役 2.4人 ・社外取締役が過半数を占めている企業 (大会社以外も含む) 118社 (回答2003社の5.9%) 出所: (社) 監査役協会アンケート調査 (2004年7月実施)	(参考) 委員会等設置会社 (委員会等設置会社の監査委員会は、監査役ではなく、取締役で構成される) ・監査委員会の平均人数 3.4人 うち、社外取締役 2.7人 (注) 委員会等設置会社の監査委員会は、過半数が社外取締役で構成されることが必要。 ○監査役等設置会社 (大会社) : 約6割 ・監査役の平均人数 3.7人 うち、社外監査役 2.2人 (注) 法律上、大会社における監査役会は、半数以上が社外監査役で構成されることが必要。 出所: (社) 監査役協会アンケート調査 (2004年7月実施)
独立性 (中立性) の要件	[ニューヨーク証券取引所上場企業に求められる独立取締役の要件] ・現在及び過去3年間、会社との雇用関係がないこと ・現在及び過去3年間、本人又は家族が会社から10万ドル以上の報酬を受け取っていないこと ・本人家族が会社の監査関係者ではないこと ・会社の売上の2%又は100万ドル以上の大口取引先の従業員ではないこと など (注) この他、会社が当該取締役が独立であると判断した理由を示す必要がある。	[商法上における社外取締役の要件] (商188) ・現在及び過去において、会社又は子会社の業務を行う取締役、執行役、支配人、従業員ではないこと (注1) 親会社や連結子会社の関係者、親族、取引先関係者 (顧問弁護士等経営コンサルタントを含む) は、社外取締役になれる。 (注2) 過去に企業との雇用関係が全くないことを要件とする点では、米国よりも厳しい。 (注3) 独自に社外取締役の要件を定めている企業もある。	[社外監査役の要件] (商特18) ・就任前に、会社又は子会社の取締役や支配人、その他従業員ではなかったこと

出所: 各種資料より経済産業省作成。

(独立社外の判断を支える専門家の助言の必要性)

独立社外を活用するに当たっては、取締役会がフィナンシャル・アドバイザー、弁護士等の外部専門家から防衛策の維持・解除に関する意見を聴取し、その情報を独立社外者に提供するなど、慎重な判断過程を経ることも必要である。

(2) 客観的解除要件設定型

米国では「噛み砕きやすい (Chewable) 防衛策」又は「Permitted offer exception (Qualified offer) 条項」と呼ばれている類型である。防衛策の導入を取締役会の決定で行う場合であって、有事における防衛策の扱いに関して独立社外者の判断を重視するのでなければ、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最終的にはTOBによる株主に委ねたり、企業価値を高める可能性が高い買収提案への抵抗力を弱める工夫を講じた類型を指す

買収防衛策の合理性を高めるためには、発動時における取締役の判断過程にお

ける恣意性排除の度合いに応じて、解除要件の客観性を確保しなければならない。特に、独立社外者の同意を得ずに内部取締役のみで発動の是非を判断する場合には、一定の情報提供がなされ、具体的な評価・交渉期間が経過すれば自動的に買収防衛策を解除するといった、内部取締役の恣意的判断を排除できる客観的なルールを設定する必要がある。

(買収者との交渉期間を確保する類型)

例えば、買収者から買収提案の具体的な情報¹⁵¹が提示され、かつ、取締役会が買収者と交渉したり代替案を提示するために必要な時間が与えられて、十分な情報が株主に提供された場合には、取締役会が防衛策を解除し、TOBに移行するという仕組み¹⁵²である。

どの程度の期間が必要かは、全部買収か部分買収か、買収価格が現金かなど、買収提案の内容に応じて設定する。全株式・現金対価の場合、買収手法に強圧性はないので、交渉期間を1ヶ月から数ヶ月に限定してその後は防衛策を解除してTOBに移行するが、それ以外の部分買収提案ならば、より長期の交渉期間を設定する（場合によっては、来るべき株主総会における委任状合戦で決着する）という案も合理性がある。こうした客観的解除要件は原則としてすべての買収について、TOBの道を確保しているという点で他の防衛策とは異なっており、社内取締役の判断のみで防衛策の是非を決定したとしても十分合理性があると考えられる。

(全株式・現金買収については、外部評価を尊重して解除する類型)

買収提案の内容が部分的買付の場合には買収防衛策を解除せず、買収提案の具体的な情報が開示され、かつ、その内容が全株式を現金で買収する提案の場合には、買収価格などの適正さなどをフィナンシャル・アドバイザー、弁護士などの外部専門家が分析し、その結果を社外取締役がチェックし、企業価値を高める可能性が高い買収提案であると判断された場合には、取締役会が防衛策を解除するという仕組みである。

例えば米国では、ライツプラン導入企業のうち、約3割がこうした客観的解除条項（Permitted offer exception (Qualified offer)条項）を設けている。Oracle Corporation の場合は、「TOBルールに従った全株式を対象とした買収提案で、取締役の過半数が当該買収提案は会社と株主に十分かつ最大の利益をもたらすと

¹⁵¹ 例えば買収目的、買収価格、ステークホルダーの扱いなど対象会社の取締役会及び株主が買収提案を検討する上で十分な情報。

¹⁵² 具体的には「買収提案に関する本源的情報（買収後の経営方針及び事業計画など）が得られた後、経営者が代替提案などを提示するに足る一定期間が経過した場合」という定め方が想定される。

判断したら解除する」、Yahoo! Inc., Xerox Corporation, Marriott International, etc などの場合、「全株式に対する妥当な買付価格・買付期間の買収提案で、複数の投資銀行からの助言に基づいて社外取締役が決定する場合。なお、投資銀行は株主にとってフェアかつ不十分でない価格かどうか、あるいは会社と株主に十分な利益をもたらすかという視点で買付価格や買付期間について助言を行うこととする」、Thermo Electron Corporation の場合、「全株式に対する妥当な買付価格・買付期間の買収提案で、複数の投資銀行からの助言に基づいて、取締役の75%以上が賛成した場合。投資銀行は株主にとってフェアかつ不十分でない価格かどうか、あるいは会社と株主に十分な利益をもたらすかという視点で買付価格や買付期間について助言を行うこととする」という解除要件を設定している。全株式・現金対価の買収提案が一定の条件を満たしたかどうかの判断には独立性が求められることになる。

なお、ライツプラン導入企業の約2%は現金による全株式に対する買収提案という条件に加え「その買収価格が、対象企業の株式の市場価格に一定額以上のプレミアムを上乗せしたものであれば防衛策を解除する」という数値基準を設定している。例えば、98年には、Pennzoil Corporation が「自社株式の市場価格にその35%以上のプレミアムが付された全額現金によるTOBが行われた場合には防衛策を終了する」旨の条項を盛り込んでいる。最近でも Adaptive Broadband Corp.や Footstar Inc.などが同様の条項を採用するに至っている。しかしながら、買付価格を一律に設定することは、企業価値を最大化しない買収を受け入れる可能性が高いとの考えが主流であり、機関投資家の判断基準をみても、買収内容に関して一律の数値的解除要件を定めているものはない。

(3) 株主総会授権型 ～機関投資家が推奨する類型～

防衛策の導入に当たり、株主総会の授権を得ておく方策である。取締役会は授権された手続きに従い有事における防衛策の解除・維持の判断を行う。この場合には、多数株主の意向を無視して防衛策を導入できないこととなる。

具体的には、平時において株主総会で防衛策を含む定款変更の承認を得た上で、有事においては、定款に定めた消却方法（判断基準や判断プロセスなど）に従って取締役会が判断し、恣意的判断を排除する。

株主総会において授権すべき防衛策の内容は、行使条件や消却条件が中心となり、株主の理解と納得が得られる限り、より具体的な内容とすることが求められる。また、さらに合理性を高めるためには、株主総会で、定期的（例えば3年毎）に防衛策を承認するか消却するかを決定できる仕組みにする（サンセット条項）べきである。

米国でこの条項が採用された初期の例としては、たとえば、89年に、National Intergroup, Inc.が同社のライツプランについて、3年毎に定時株主総会に対してその継続の可否に関する議案を提出する旨の条項を付した例があり、最近でも、01年に Bell Industries が同社のライツプランについて、2年毎に株主総会の承認が要求されるタイプのサンセット条項を採用した例が報告されている¹⁵³。

株主総会承認型は、企業の過去の業績や将来の経営方針、さらには経営者に対する株主の信頼度合いなどに応じて、防衛策の是非・内容を株主が決定するという仕組みでもある。例えば、外部専門家からなる経営諮問委員会に有事における防衛策の維持・解除に関する助言を求めるということを株主総会で授權を得て、その範囲内で行動する限り、十分合理的な対応になる。株主総会授權型は、有事における取締役会の判断方式が株主に承認されていることから、最も法的に安定している。また、欧米の機関投資家の多くが、防衛策導入時に株主総会の承認を求めていることからわかるように、株主の理解を得る上で最も合理性が高い方法と言える。

第4節 企業価値指針の策定と残された制度改革

（企業価値指針の策定と企業社会のインフラ形成の加速）

日本の企業社会は米国と異なり、独立性の高い社外取締役が普及しておらず、防衛策を導入するインフラが欠如していると指摘されるが、どうだろうか。

前述したように、日本の会社法制はさまざまな防衛策の導入を可能としており、公正な防衛策に関するコンセンサスが形成されていない現状の中では、過剰な防衛策が導入されるリスクが高いといえなくもないかもしれない。また、一方で、部分買付を規制するTOBルールもなく、正当な防衛策導入の必要性は高い。このため、**防衛策の適正な運用を促し濫用を防止するルールの明確化が急がれている**。そして、ここで**提案した3つの工夫を、個々の企業が防衛策の設計の中に盛り込むことで、独立性の高い社外者の活用や総会重視など、企業社会のインフラ整備が促されることとなる**。

ここで、企業価値研究会で提示された二つの防衛策を紹介したい。信託活用型防衛策¹⁵⁴は、3つの類型の融合型（独立社外チェック、客観的解除要件設定、株主総会授權型）、対抗措置事前警告型防衛策¹⁵⁵は第二類型（客観的解除要件設定型）に相当するものであるが、消却条件を工夫することで、合理性のある防衛策の設計が日本でも

¹⁵³ 武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎「企業買収防衛戦略」（商事法務、04年）128頁）

¹⁵⁴ 石綿学「敵対的買収防衛策の法的枠組みの検討〔上〕〔中〕〔下〕-事前予防のための信託型ライツ・プラン-」（商事法務 No.1716,1717,1721、04年,05年）、第5回企業価値研究会石綿委員提出資料、武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎「企業買収防衛戦略」（商事法務、04年）61頁、中山龍太郎「日本版ライツ・プランの導入に係る法的課題」（落合古稀記念、商事法務、04年）416頁など。

¹⁵⁵ 第6回企業価値研究会藤縄委員提出資料参照

可能であることがわかる。

信託活用型防衛策では、①導入時に株主総会決議で判断権者、判断項目、判断基準、判断プロセスなどについて授權を得る、②行使条件として、(a) 取締役会が当該買収に対する代替案を提示するために合理的な期間が存しないこと、(b) 当該買収の取引の仕組みが買収に応じることを株主に強要するものであること、(c) 買収条件（価格、時期、対価の質、違法性、取引実行の蓋然性等を含む）が会社の本源的価値に照らし不十分又は不適切であること、といった客観性を持たせ、③第三者（独立社外）のチェックとして、経営陣から独立した社外取締役を選任する、あるいは、経営陣の影響力を排除した有識者等に実質的決定を行わせ（有識者等の資格要件やこれらの者との契約条件等の詳細を株主総会であらかじめ提示して、それを前提として新株予約権の発行について株主総会の承認を取得しておく。）、さらに、取締役会、又は社外取締役や有識者等が判断の客観性・適法性・合理性を担保するために、会社の費用で、フィナンシャル・アドバイザー、会計士、弁護士等の専門家の意見や助言を求めることができるようにすることなどの工夫を講じている。信託活用型防衛策では、ライツプランに随伴性を持たせることが可能となる。

対抗措置事前警告型防衛策は、解除要件として、①買収者から必要情報（買収提案者のアイデンティティ、買収提案の目的、買収提案の内容、買収対価の算定根拠及び買収資金の裏づけ、買収後の経営方針及び事業計画等について必要かつ十分な情報）が提示され、②買収手法に応じて、一定の評価・検討・交渉期間が与えられた場合には、原則として防衛策は行使しないとするなど客観性を高めている。これは第二類型の典型であり、最終的にはTOBに移行することを基本設計としているので、内部取締役の判断で導入しても十分合理性がある。

しかしながら、企業価値研究会の企業価値報告書のみでは実質的な強制力に欠ける。そこで、**企業価値研究会としては、企業価値報告書の趣旨を具体化した、「企業価値指針」を行政が明確に定めるべきことを求めたい**。企業はその数だけ個性があり、株主との関係も多様で、防衛策のルールは硬直的であってはならない。また、個々の企業が株主との対話の中で、さらなる工夫をこらすことで柔軟性と規律が生まれるであろう。

指針が、企業価値報告書に準拠したものとなれば、欧米基準に比べてもより合理性の高い防衛策のみが導入されることになる。米国の標準的なライツプランは、その消却には2回にわたる委任状合戦を経なければならず、株主総会授權型が皆無に近い。これに対して、企業価値報告書で提案した3類型は、1回の委任状合戦で消却が可能な防衛策をベースに、独立性の高い社外チェックか客観的解除要件設定、あるいは株

主総会の授權を求めていることから明らかである。

指針が、英国のシティ・コードのように当事者が尊重するものとなれば、防衛策の濫用は十分防止できる。さらに、指針の改訂作業に企業社会の関係者が参加するよう仕組むことによって、指針をベースに企業社会の常識が構築されよう。このため、関係者の参加と改定努力を促す仕組みとして、**企業価値研究会を母体にレビューする検討会を組織することも提案**したい。

(残された制度改革)

今回の企業価値報告書では、敵対的買収に対する防衛策に関して公正なルールを提案し、行政に対して企業価値指針の策定を要請した。会社法制の現代化、立会外取引に関する証券取引法の改正、そして企業価値指針の3つをもって、日本の敵対的M&Aに関するルール形成の第1弾は完成する。

しかしながら、検討すべき論点はこれに止まるものではない。

例えば、EU企業買収指令において採用された二段階買収を規制するための全部買付義務の是非や、米国で二段階買収を抑制するために各州法で導入されている事業結合規制などの取扱いをどう考えるか、独立性の概念など防衛策を有効に監視する企業統治に関する様々な論点についてどう検討を深めていくのか、ライツプランなどの防衛策が導入されることを前提としたTOBルールのあり方についてどう考えればよいのか、といった論点も存在している。

これらについては、自由民主党の企業統治に関する委員会や金融審議会金融分科会第一部会等においても指摘されているところであり、企業価値研究会としても、企業価値指針の策定に続いて、引き続き、こうした点について検討を深めることとしたい。

第5章 日本の企業社会のインフラ

企業価値研究会は、前章で、欧米の敵対的買収に関するルールを踏まえながら、我が国における合理的な防衛策のあり方を提示した。また、これを行政がガイドライン（企業価値指針）として明確に定めるべきことも提案した。指針の内容が、企業価値報告書を踏まえたものとなれば、米国が20年かけて修正を重ねながら形成してきたルールや、防衛策導入に際して株主総会の特別決議が必要とされる英国の流れにも準拠したものとなり、グローバルスタンダードにかなったものとなる。また、企業や機関投資家、株主などの市場関係者がこのガイドラインに従えば、国際的に見ても公正と言える防衛策の導入が図られ、ルールなき弊害、すなわち過剰防衛や過少防衛による混乱も回避されるだろう。

一方で、我が国における防衛策導入に関しては、米国企業文化との違いを根拠に批判する意見もある。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おらず、機関投資家などの監視行動も十分ではない日本においては、防衛策が経営者の保身策として濫用されるのではないかと、といった懸念、批判である。しかしながら、日本の企業社会のインフラを整備する以上に、敵対的買収に関する公正なルールの形成が急がれる。会社法制で防衛策の導入が可能となっている以上、防衛策の濫用を防ぐためのルールが不可欠だからである。逆に、企業価値指針を関係者が尊重し、これに準拠した行動を取るようになれば、日本の企業社会に企業価値向上を促す新たな常識が醸成される。そして、また、新たな企業文化が、防衛策の適正な運用と濫用防止を後押しするであろう。

本章では、敵対的買収に関する公正なルールを媒体として、日本にどのような変化が期待されるのかについて、紹介することとしたい。

1. 日本の企業社会に期待される変化

（まずは企業価値指針の尊重から）

日本の企業社会は米国とは異なり、こうした環境下で、米国流の防衛策を安易に導入するのは時期尚早であり、防衛策が濫用されかねないとの懸念が表明されている。しかしながら、アンケート結果にもあるように、市場からの信頼が得られないことを懸念して防衛策を導入していない企業経営者は相当程度存在し¹⁵⁶、公正な企業価値指針の早期策定を求める声も極めて高い。日本の多くの企業は企業価値指針に従って合理的な防衛策の導入を検討すると予想される。指針がこのように企業関係者の行動規範として尊重されれば、防衛策の濫用は未然に防止され、市場関係者の不安も除去されるだろう。

¹⁵⁶ 33%の企業が、市場の反応を懸念してライツプランの導入に踏み切れていないと回答している（04年9月：経済産業省調べ）。

(指針尊重が生み出す日本企業社会の変化)

また、指針に従い防衛策を設計しようとするれば、自ずと、経営者と株主との対話が深まり、コーポレート・ガバナンス上の改革が進むと考えられる。前章では、防衛策の合理性を高めるために、3つの要件に準拠すべきことを主張した。第一に、平時から導入し防衛策の内容を開示し、株主や投資家に対する説明責任を果たすべきこと、第二に、防衛策は1回の株主総会の決定で消却可能なものとする、第三に、有事における取締役の恣意的判断を除するため、独立社外チェック、客観的解除要件の設定又は株主総会による授權のいずれかの工夫をこらすこと、である。これに準拠して防衛策を導入しようとするならば、企業経営者は自ずとIR活動を充実させ、常日頃から主要な株主との対話に努め、長期的な企業価値向上に向けた戦略の共有を図ろうとする。恣意的判断排除のために、独立性の高い社外取締役や社外監査役の積極的な活用や、総会での授權を得るための株主重視の姿勢を強めることとなる。また、機関投資家が指針をベンチマークとして防衛策に関するチェックポイントを具体的に定めるようになれば、過剰な防衛策の導入を阻止し、企業サイドに株主重視経営や社外の活用を促す力にもなる。

(株主重視経営の定着と株主との対話の本格化)

防衛策を導入するに際しては、防衛策の解除・維持の判断基準やその判断のプロセス、そして企業価値を高める経営とは何かといった点について、株主を始めとした市場関係者の理解を得ることから始まる。したがって、IR活動が株主からの信頼を集め企業価値を高めるための戦略的な活動として見直され、その重要性が増すものと考えられる¹⁵⁷。法的リスクや市場のリスクを回避しようとする企業の多くは、株主総会授權型の防衛策を検討するだろう。他方で、日本の株主総会の機能については、株主総会日の集中¹⁵⁸、総会招集通知の発送の遅さ¹⁵⁹、開示情報不足¹⁶⁰やIR

¹⁵⁷ 伊藤邦雄一橋大学教授は、「IRを効果的に実施することで、資本コストを引き下げ、企業価値を高めることができる」と指摘している（出所：05年3月31日付け日本経済新聞（第二部））

¹⁵⁸ 日本においては、東証上場企業の8割程度は毎年6月に定時株主総会を開催している。また、04年度においては6月25日と29日に8割の企業が株主総会を実施している。（東京証券取引所、各月の定時株主総会の開催日集計結果を参照）

このため、機関投資家には6月に一斉に総会議案が殺到し、議案の十分な分析や検討ができない状況となっている。また、株主総会日が重なることで、事実上、すべての総会に出席することは不可能な状況となっている。（若杉敬明監修「株主が目覚める日」（商事法務、04年）203～205頁参照）

¹⁵⁹ 機関投資家に対する招集通知（総会議案）の発送は、通常、総会の2週間前に会社から株主名簿の名義人である信託銀行に送付される。そこから運用機関に送られ、運用機関で賛否を判断した後に信託銀行に返され、信託銀行で最終集計し、会社に結果が報告されるという流れになる。このため、運用機関での実質的な審査期間は2～3日しかなく、議案の十分な分析や検討は困難な状況となり、効率的かつ円滑な議決権行使の阻害要因となっている。さらに、機関投資家が外国の機関である場合、郵送などに更に時間がかかることや、議案のほとんどが日本語のみで書かれていることから、議決権の行使は一層困難となっている。（若杉敬明監修「株主が目覚める日」（商事法務、04年）203～205頁、05年2月に（社）

活動不足¹⁶¹といった点で、大きく改善を要するとの指摘が機関投資家からなされている¹⁶²。各企業が、その置かれた状況に応じた合理的な防衛策を導入しようと思えば、こうした株主総会の活性化にまつわる様々な論点を解消していく努力を講じていくことが必要となることも忘れてはならない。

(社外者活用論の本格化と独立性の概念の進化)

第一類型（独立社外チェック型）の防衛策を導入するに当たっては、経営陣の判断の慎重性や中立性が、より客観的に示されなければならないが、これにより社外取締役や社外監査役の活用も本格化するであろう。「現在の日本の社外取締役、社外監査役は経営者寄りであるため、十分なチェック機能を果たせていない」という批判もあるが、今後は、株主との対話の中で、社外者の独立性に関する議論も発展し、社外者により重い義務とより重い権限が求められることとなると考えられる。独立性の要件については、日本でも米国でも試行錯誤を重ねている状況であるが、日本企業が第一類型の防衛策を導入することをきっかけとして、各企業が独立性の基準に関して工夫をこらすことが大事であり、こうした努力の積み重ねによって、企業と市場関係者の間で独立性を含めた企業統治構造のあるべき姿のコンセンサスが早期に形成されることも期待できる。

(買収提案について合理的な調査を行う慣行の確立)

「日本の企業社会では、敵対的な買収提案に対して対象企業がその内容を十分に調査し、株主全体の利益や企業価値にとって有益かどうかを十分調査する慣行が根付いていない」という意見もある。これからは、こうした慣行も変化していくと思われる。防衛策を導入している企業は、敵対的買収者との間で真摯な交渉を行い、外部の専門アドバイザーを活用して、企業価値や株主全体の利益に与える影響を十

日本証券投資顧問業協会、厚生年金基金連合会から証券取引所に提出された要請文書『株主議決権行使に関するインフラ整備に向けた取り組みについて』参照)

¹⁶⁰ 日本の株主総会の資料は内容が不十分な場合が多く、経営改革の方針、経営の数値目標、配当方針、役員の報酬の基本的な考え方、社外取締役や監査役の独立性・中立性などの点について明確に示さずに、単なる結果報告や結論だけを書いてある例が多い。このため適切な判断を行うことが困難となっているとの指摘がある。(若杉敬明監修「株主が目覚める日」(商事法務、04年)203～205頁、05年2月に(社)日本証券投資顧問業協会、厚生年金基金連合会から証券取引所に提出された要請文書『株主議決権行使に関するインフラ整備に向けた取り組みについて』参照)

¹⁶¹ 全国株主連合会の調査によれば、国内におけるIR活動で、投資家に対する会社説明会を実施している割合は27%程度に過ぎず、海外に至っては10%程度にしかない(ただし、日本インベスター・リレーションズ協議会に結果では、会社説明会を実施している企業は5割を超えており、個別面談については8割を超えているとの報告もある)。また、日本インベスター・リレーションズ協議会の調査によれば、株主判明調査を実施している企業は15%に満たない状況にあり、これも投資家との直接的なコミュニケーション不足の一因ともなっている。

¹⁶² (社)日本証券投資顧問業協会及び厚生年金基金連合会から証券取引所に提出された要請文書(05年2月14日付け)

分調査することが責務となるからである。

(株価連動報酬の普及と経営者の利益相反の抑止)

米国でライツプランが企業価値を高めるものとして採用されることとなった大きな背景として、司法判断の蓄積や機関投資家の圧力がよく指摘されるが、これに加えて、株式ベースの経営者報酬が増加した点を重視する指摘もある¹⁶³。「経営者報酬と株価との連動性が高まるほど、経営者が短期的な収益拡大に傾倒しがちになる」との批判があるものの、経営者の利益相反的な行動を抑止する効果も生まれよう。ゴールデン・パラシュートのような巨額な報酬体系が日本の企業社会になじむかどうかは議論のあるところだが、株価と連動した報酬体系の更なる浸透が今後の日本企業社会においても進むと見込まれる¹⁶⁴。

(機関投資家の責任ある行動)

米国において、防衛策を企業価値向上の観点から進化、修正させた力となったのが、機関投資家の活発な活動だったことはよく知られている（第3章参照）。米国の機関投資家には、多様な防衛策に対して、長期的な株主利益の観点からきめ細やかなガイドラインを定めたり、個別の企業の防衛策に対して、ケースバイケースで賛否を明らかにするという慣行が根付いている。一方、日本の機関投資家についても、独自のガイドラインの構築や、それに基づく積極的な議決権行使を行う機関が多くなってきている。今後、指針策定を契機として、合理的な防衛策を導入しようとする企業が多くなると予想されるが、これに呼応して、防衛策のあり方についても、議決権ガイドラインの策定を含め、いかなるスタンスで臨むのかを明確にすることが期待される¹⁶⁵。防衛策は、その設計次第で、経営者の保身にもつながるし、企業価値の向上をもたらすものともなる。実証分析によれば、うまく設計されたライツプランには、有事における買収プレミアムを上げる効果もある。この企業価値報告書で提示したような防衛策、すなわち平時導入・開示徹底、消却可能・委任状合戦

¹⁶³ Marcel Kahan and Edward B. Rock, “How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill : Adaptive Responses to Takeover Law” (2002)

CEOにストック・オプションを付与した米国大企業の割合は、30%（80年）から70%（94年）に増加している。また、トップ経営者の直接報酬に占める株式報酬の割合は、41%（92年）から55%（96年）、75%（00年）に増加している。（出所：胥鵬「経営者の報酬制度とコーポレート・ガバナンス」（財務省財務総合政策研究所『フィナンシャルレビュー』03年12月号所収）

なお、CEO報酬に占める株式報酬の割合は、日本23%、米国73%となっている。（出所：日本取締役協会制度インフラと透明性委員会「経営者報酬の指針」（05年2月16日）

¹⁶⁴ 日本取締役協会も、株主へのアカウントビリティを高めるため、今後2～4年以内に、公開企業におけるCEO総報酬における株式報酬割合を30%以上に引き上げることを目指すとする指針を公表している。（出所：日本取締役協会制度インフラと透明性委員会「経営者報酬の指針」（05年2月16日）

¹⁶⁵ 厚生年金基金連合会が、05年4月28日に、「企業買収防衛策に関する株主議決権行使の判断基準」を策定・公表するなど、機関投資家の中には、買収防衛策に関する新たな議決権行使ガイドラインを作成する動きがある。

確保、有事の経営判断恣意性排除のための工夫（独立社外チェック、客観的解除要件設定、株主総会授権）を一つのベンチマークとしながら、機関投資家が、企業経営に対する信頼度合いに応じて、個別具体的に議決権行使を行うことに期待したい。敵対的買収の局面においては、買収者や経営者のみならず、株主がメインプレイヤーとなる。また、市場において防衛策の是非を見極めるのも、最終的には株主に他ならない。市場で過剰な防衛策が淘汰されるには、こうした機関投資家の責任ある行動が重要となる。そして、その行動が日本の企業社会を変える力となるものと期待される。

2. 長期的な企業価値向上に向けたコンセンサスの形成

企業価値報告書に沿った企業価値指針に準拠して関係者が行動することにより、日本の企業社会の変化を生み出し、企業価値を高める経営者を支持し、そうでない経営者を交代に導くであろう。機関投資家を始めとした株主は、長期的な株価向上を目的とするものが多い。また、日本の優良企業の経営者には、株主を重視しながらも、長期的な企業経営を展開することに強みを見出している者が多い。日本的優良経営と長期的視野を持つ機関投資家は、リレーションシップ投資という関係を通じて、新たな連携関係を築くことが可能である。従来、日本では、長期的企業経営を可能とするために、利益が上がれば内部留保に回して将来の投資に備え、配当よりもキャピタルゲインで株主に報いるとのモデルが推奨されてきた。しかし、これからは、強まる株主還元要求に応じて、内部留保と株主還元のバランスを再度見直すことも必要となる。他方で、差別化を生み出す企業固有の人材の育成、優秀な取引先との良好な関係の構築、顧客や地域経済からの厚い信頼を形成するには、長期的な視野での経営戦略が必要であることには変わりはない。防衛策の議論を一つの契機として、長期的な企業価値向上をもたらす企業の強みとは何か、その強みを強化するためにどのような事業戦略や財務戦略が必要になるのか、ステークホルダーに対するインセンティブをどう強め、長期的な株主利益の向上につなげていくのか、といった点について、長期的な利益向上を求める戦略的な株主と長期的な企業価値向上を旨とする企業経営者の間で、緊張感ある連携関係が生まれることにも期待したい。

来るべき本格的M&A時代に備えて、敵対的買収に関するルールがない状態から、公正なルールを共有する状態に変える。そして、このルールが、企業、株主、投資家、従業員、行政、司法といった関係者によって尊重され、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となり、これがまた、日本の企業社会の変化を促していく。この企業価値報告書が、このような変化の契機となる

ことを期待する。また、今後各企業において導入が検討されるであろう防衛策が、敵対的買収から企業価値を守るための方策としてのみならず、経営者と株主の相互対話、相互理解を通じた企業価値向上策、そして企業社会の活性化策として機能することにも期待したい。

おわりに

今回の企業価値報告書の策定に当たっては、多くの方々からの助言、協力をいただいた。

株式会社ソトー高岡幸郎取締役、株式会社ラザードフレール畠山康代表取締役及び京都大学法学部戸田暁助教授には、研究会に御出席の上プレゼンテーションなどを行っていただいた。

専修大学法科大学院徳本穰助教授、一橋大学大学院国際企業戦略研究科服部暢達助教授、西村ときわ法律事務所太田洋弁護士、同中山龍太郎弁護士及びワイル・ゴッチェル・アンド・マンジェス法律事務所（米国）には、資料の提供など研究会における調査に多大な御協力をいただいた。また、野村證券株式会社、株式会社レコフ及び株式会社アイ・アールジャパンには、米国における買収防衛策の実態や欧米の機関投資家の考え方に関する調査を実施していただき、当研究会が欧米における買収防衛策の実態等について把握するために大いに役立った。

株式会社ラザードフレールとサリヴァン・アンド・クロムウェル外国法事務弁護士事務所には、企業価値研究会に関する海外プレスへの広報戦略に関するアドバイスをいただき、当研究会の活動が海外プレスから好意的な評価を得る一助となった。

さらに、モルガン・スタンレー証券会社株式調査部ロバート・アラン・フェルドマン日本担当部長及び日興シティグループ証券株式会社株式調査部藤田勉ディレクターには、多くの方々との仲介の労をとっていただいた。

その他、多くの御協力いただいた方々に、研究会を代表して謝意を表したい。

平成17年5月27日

企業価値研究会

神田 秀樹

添付1：企業価値研究会 委員名簿

(50音順 敬称略)

座長	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
	安達 俊雄	シャープ株式会社 取締役 東京支社長
	石綿 学	森・濱田松本法律事務所 弁護士
	梅本 建紀	株式会社レコフ 情報企画部門担当執行役員 兼 情報企画部長
	大澤 敏男	アステラス製薬株式会社 執行役員 経営管理本部長
	大杉 謙一	中央大学法科大学院 教授
	久保田政一	日本経済団体連合会 経済本部長
	佐山 展生	一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授、GCA 株式会社代表取締役
	柴田 和史	法政大学法科大学院 教授
	武井 一浩	西村ときわ法律事務所 弁護士
	寺下 史郎	株式会社アイ・アール ジャパン 執行役員
	西川 元啓	新日本製鐵株式會社 常任顧問
	畑 隆司	トヨタ自動車株式会社 経理財務本部担当 常務役員
	八田 信男	ローム株式会社 取締役 管理本部長
	八丁地 隆	株式会社日立製作所 執行役専務
	藤縄 憲一	長島・大野・常松法律事務所 弁護士
	堀井 啓祐	ソニー株式会社 グローバル・ハブ コンプライアンスオフィス シニアバイズプレジデント
	松古 樹美	野村證券株式会社 IBコンサルティング部 課長
	松田 英三	読売新聞東京本社 論説委員
	村田 敏一	日本生命保険相互会社 企画総務部 専門部長(法務)
	柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科・経済学部 助教授

(オブザーバー)

相澤 哲 法務省民事局参事官

(以上)

添付2：企業価値研究会における調査事項

1. 米国の現状、欧州の現状 ～欧米ではどのような対策が採られているか？

◎米国における防衛策の実態分析

- ・ S & P 500 構成企業（488社）の防衛策の導入実態、防衛策が買収プレミアム、買収活動、株価などに与える影響を分析。

◎欧州における防衛策の実態分析

- ・ 英国、ドイツ、EUにおける敵対的買収防衛策に関する考え方、実態を分析。

2. 機関投資家の考え方 ～投資家はどのような防衛策を支持しているのか？

◎欧米の主要機関投資家の考え方

- ・ 議決行使ガイドラインでどのような基準が定められているか（主要機関投資家10機関の議決権行使ガイドラインを分析）
- ・ ヒアリング調査（英米系年金基金、英米系運用機関、米国労働組合資金運用機関、全米機関投資家協会など約40機関）

3. 司法判断 ～米国ではどのような司法判断が確立しているか？

◎米国における防衛策に関する主要判例分析

- ・ 85年以降、デラウェア州における140程度ある買収防衛策に関する裁判のうち、最高裁判所で争われた約40の判決について、買収者側の主張、会社側の主張、判決内容からどのような防衛策であれば合法とされるのかを分析。

4. 日本の実態 ～日本ではどのような対策を採りうるか？

◎日本企業の敵対的買収に関する実態調査

- ・ 日本企業約60社から敵対的買収に対する対策、考え方等を調査。

◎日本における実践的な方策について

- ・ 日本で導入可能な実践的な方策を分析。

◎日米における委任状合戦の実態調査

- ・ 日米の委任状合戦の相異点及び日本における委任状合戦の可能性を分析。

5. 企業買収に関する経済理論

◎敵対的買収の経済合理性について理論的に分析。

添付3：企業価値研究会 審議経過

第1回（04年9月16日）

研究会の進め方について
企業価値防衛策のあり方について
敵対的TOBへの対応について

第2回（04年9月28日）

日本企業の現状（実態調査結果報告）
日本企業の問題意識（産業界委員からの説明）

第3回（04年10月20日）

主要判例から見る合理的な防衛策の条件について
米国における防衛策の導入実態とその効果について
欧米の主要機関投資家の企業防衛策に対する議決権行使ガイドラインについて

第4回（04年11月25日）

欧州における防衛策の実態
企業買収に関する経済理論について

第5回（04年12月22日）

主要論点及び考え方について
敵対的買収に対する実践的な方策について

第6回（05年1月19日）

論点整理について
敵対的買収に対する実践的な方策について

第7回（05年2月9日）

論点整理について
委任状合戦の実態について

第8回（05年3月7日）

論点公開の骨子について

第9回（05年5月13日）

論点公開に対するパブリックコメントの概要について

企業価値報告書（案）について

最近の動向及び今後のスケジュールについて

参考資料1

米国企業における防衛策の導入状況

S & P 500 (488社) における買収防衛策導入状況 (2004年9月末時点。なお日本企業の時価総額は11月5日時点。)

○主な買収防衛策

A:株式の内容決定の取締役会授權、B:取締役補充選任授權、C:ライツプラン、D:期差任期取締役、E:取締役解任制限(要正当理由)、F:取締役解任制限(要特別決議)、G:複数議決権株式

①時価総額500億ドル以上

		<米国企業>						
順位	企業名	時価総額 (10億ドル)	A	B	C	D	E	F
1	General Electric Company	347	○	○	○	○	○	○
2	Exxon Mobil Corporation	317	○	○	○	○	○	○
3	Microsoft Corporation	300	○	○	○	○	○	○
4	Wal-Mart Stores, Inc.	221	○	○	○	○	○	○
5	Citigroup Inc.	200	○	○	○	○	○	○
6	Pfizer, Inc.	209	○	○	○	○	○	○
7	Bank of America Corporation	177	○	○	○	○	○	○
8	Johnson & Johnson	169	○	○	○	○	○	○
9	IBM	148	○	○	○	○	○	○
10	AIG	146	○	○	○	○	○	○
11	Intel Corporation	136	○	○	○	○	○	○
12	P&G	133	○	○	○	○	○	○
13	JPMorgan Chase & Co.	131	○	○	○	○	○	○
14	Cisco Systems, Inc.	120	○	○	○	○	○	○
15	ChevronTexaco Corporation	133	○	○	○	○	○	○
16	Verizon Communications Inc.	107	○	○	○	○	○	○
17	Wells Fargo & Company	97	○	○	○	○	○	○
18	Altria Group Inc.	94	○	○	○	○	○	○
19	The Coca-Cola Company	93	○	○	○	○	○	○
20	Dell Inc.	86	○	○	○	○	○	○
21	The Home Depot, Inc.	84	○	○	○	○	○	○
22	SBC Communications Inc.	82	○	○	○	○	○	○
23	PepsiCo, Inc.	81	○	○	○	○	○	○
24	Time Warner Inc.	74	○	○	○	○	○	○
25	Merck & Co., Inc.	67	○	○	○	○	○	○
26	Amsen Inc.	67	○	○	○	○	○	○
27	QUALCOMM Incorporated	66	○	○	○	○	○	○
28	American Express Company	64	○	○	○	○	○	○
29	Abbott Laboratories	63	○	○	○	○	○	○
30	eBay Inc.	63	○	○	○	○	○	○
31	Oracle Corporation	62	○	○	○	○	○	○
32	Wachovia Corporation	61	○	○	○	○	○	○
33	Medtronic, Inc.	59	○	○	○	○	○	○
34	3M Company	58	○	○	○	○	○	○
35	ConocoPhillips	58	○	○	○	○	○	○
36	Eli Lilly and Company	57	○	○	○	○	○	○
37	Hewlett-Packard Company	54	○	○	○	○	○	○
38	Viacom Inc.	53	○	○	○	○	○	○
39	Morgan Stanley	52	○	○	○	○	○	○
40	U.S. Bancorp	52	○	○	○	○	○	○
41	The Walt Disney Company	50	○	○	○	○	○	○

(用語説明)
A:将来の市場動向に応じて株式の内容を自由に決める権限を取締役に付与
B:取締役会に欠員が生じた場合に、取締役を補充する権限を取締役に付与
C:買収者が一定割合の株式を買い占めた場合(典型的には20%程度)、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が低下する仕組み
D:取締役の選任に期差を設ける制度
E:任期中途中で取締役を解任する場合に正当事由を必要とするもの
F:任期中途中で取締役を解任する場合に議会の特別決議を必要とするもの(注)
G:創業者等の特定の株主が多数の議決権を持つ仕組み
注:米国では、通常、取締役の解任は普通決議で可能。

<日本企業>

トヨタ自動車(142)

NTTドコモ(89)

NTT(87)

三井物産FG(58)

注:日本企業のドルベースの時価総額は、1ドル105円で計算した。
出所:野村證券資料より経済産業省作成

②時価総額200億ドル以上(その1)

		<米国企業>						
順位	企業名	時価総額 (10億ドル)	A	B	C	D	E	F
42	Wyeth	49	○	○	○	○	○	○
43	Merrill Lynch & Co., Inc.	48	○	○	○	○	○	○
44	BellSouth Corporation	48	○	○	○	○	○	○
45	Yahoo! Inc.	47	○	○	○	○	○	○
46	United Technologies Corporation	46	○	○	○	○	○	○
47	United Health Group Incorporated	45	○	○	○	○	○	○
48	United Parcel Service, Inc.	45	○	○	○	○	○	○
49	The Goldman Sachs Group, Inc.	44	○	○	○	○	○	○
50	Bristol-Myers Squibb Company	44	○	○	○	○	○	○
51	Target Corporation	43	○	○	○	○	○	○
52	E.I. DuPont de Nemours and Company	42	○	○	○	○	○	○
53	Lowe's Companies, Inc.	41	○	○	○	○	○	○
54	The Dow Chemical Company	41	○	○	○	○	○	○
55	The Boeing Company	41	○	○	○	○	○	○
56	AT&T Wireless Services, Inc.	40	○	○	○	○	○	○
57	Anheuser-Busch Companies, Inc.	40	○	○	○	○	○	○
58	Motorola, Inc.	39	○	○	○	○	○	○
59	The Gillette Company	39	○	○	○	○	○	○
60	Texas Instruments Incorporated	38	○	○	○	○	○	○
61	Walgreen Co.	36	○	○	○	○	○	○
62	McDonald's Corporation	35	○	○	○	○	○	○
63	First Data Corporation	33	○	○	○	○	○	○
64	Washington Mutual, Inc.	33	○	○	○	○	○	○
65	The Allstate Corporation	32	○	○	○	○	○	○
66	MBNA Corporation	31	○	○	○	○	○	○
67	EMC Corporation	29	○	○	○	○	○	○
68	Kimberly-Clark Corporation	29	○	○	○	○	○	○
69	Boston Scientific Corporation	29	○	○	○	○	○	○
70	Sprint Corporation	28	○	○	○	○	○	○
71	Nextel Communications, Inc.	28	○	○	○	○	○	○
72	Alcoa Inc.	27	○	○	○	○	○	○
73	Honeywell International Inc.	27	○	○	○	○	○	○
74	Illinois Tool Works Inc.	26	○	○	○	○	○	○
75	Applied Materials, Inc.	26	○	○	○	○	○	○
76	Caterpillar Inc.	26	○	○	○	○	○	○
77	Fifth Third Bancorp	26	○	○	○	○	○	○
78	MettLife, Inc.	26	○	○	○	○	○	○
79	Emerson Electric Co.	26	○	○	○	○	○	○
80	FedEx Corporation	26	○	○	○	○	○	○
81	Exelon Corporation	25	○	○	○	○	○	○
82	Schering-Plough Corporation	25	○	○	○	○	○	○
83	Automatic Data Processing, Inc.	25	○	○	○	○	○	○
84	National City Corporation	24	○	○	○	○	○	○
85	Comcast Corporation	24	○	○	○	○	○	○
86	The Bank of New York Company, Inc.	24	○	○	○	○	○	○

<日本企業>

日産自動車(49)

みずほFG(48)

ホンダ(47)

キヤノン(45)

武田薬品工業(44)

三井住友FG(41)

松下電器産業(36)

ヤフー(34)

ソニー(33)

東京電力(31)

ミレアホールディングス(25)

藤村ホールディングス(25)、セブンイレブン・ジャパン(25)

UFJホールディングス(25)

注:日本企業のドルベースの時価総額は、1ドル105円で計算した。
出所:野村證券資料より経済産業省作成

②時価総額200億ドル以上(その2)

<米国企業>

<日本企業>

順位	企業名	時価総額 (10億ドル)	A	B	C	D	E	F	G
87	Colgate-Palmolive Company	23	○	○	○				
88	Lockheed Martin Corporation	23	○	○			○	○	
89	The Southern Company	23	○	○					
90	Ford Motor Company	23	○	○	○				○
91	Prudential Financial, Inc.	23	○	○	○	○	○		
92	Occidental Petroleum Corporation	22	○	○	○				
93	Duke Energy Corporation	22	○	○	○	○	○		
94	BB&T Corporation	22	○	○					
95	Gannett Co., Inc.	21	○	○	○	○	○	○	
96	Lehman Brothers Holdings Inc.	21	○	○		○	○		
97	Costco Wholesale Corporation	21	○	○		○	○		
98	NIKE, Inc.	20	○	○					
99	Dominion Resources, Inc.	20	○	○			○	○	
100	General Motors Corporation	20	○	○					
101	The St. Paul Travelers Companies, Inc.	20	○	○					
102	Cendant Corporation	20	○	○					
103	Guidant Corporation	20	○	○		○		○	

注: 日本企業のドルベースの時価総額は、1ドル105円で計算した。

出所: 野村證券資料より経済産業省作成

← デンソー (22)

← 日立製作所 (21)

← JRF東日本 (21)

← KDDI (20)

③時価総額100億ドル以上(その1)

<米国企業>

<日本企業>

順位	企業名	時価総額 (10億ドル)	A	B	C	D	E	F	G
104	General Dynamics Corporation	19	○	○					
105	Starbucks Corporation	19	○	○		○	○	○	
106	The Progressive Corporation	19	○	○			○		
107	SYSCO Corporation	19	○	○	○				
108	Avon Products, Inc.	19	○	○	○	○	○	○	
109	Newmont Mining Corporation	19	○	○	○				
110	AFLAC Incorporated	19	○	○					○
111	SunTrust Banks, Inc.	19	○	○		○	○	○	
112	Biogen Idec, Inc.	18	○	○	○				
113	International Paper Company	18	○	○		○	○	○	
114	SLM Corporation	18	○	○					
115	Best Buy Co, Inc.	18	○	○		○	○	○	
116	Devon Energy Corporation	18	○	○	○	○	○		
117	Apple Computer, Inc.	18	○	○					
118	Symantec Corporation	18	○	○	○				
119	Baxter International Inc.	18	○	○		○	○		
120	TXU Corp.	18	○	○	○				
121	Clear Channel Communications, Inc.	17	○	○				○	
122	Northrop Grumman Corporation	17	○	○		○	○	○	
123	Kellogg Company	17	○	○		○	○	○	
124	The Gap, Inc.	17	○	○					○
125	Sara Lee Corporation	17	○	○	○			○	
126	Countrywide Financial Corporation	17	○	○	○	○	○	○	
127	Anadarko Petroleum Corporation	17	○	○	○	○	○		
128	Kohl's Corporation	17	○	○	○				
129	HCA Inc.	17	○	○	○				○
130	Apache Corporation	17	○	○	○		○		
131	Golden West Financial Corporation	17	○	○	○	○	○	○	
132	Capital One Financial Corporation	17	○	○	○	○	○	○	
133	CVS Corporation	16	○	○	○				
134	Burlington Resources Inc.	16	○	○	○		○		
135	Stryker Corporation	16	○	○					
136	Danaher Corporation	16	○	○		○	○		
137	Cardinal Health, Inc.	16	○	○		○	○	○	○
138	ALLTEL Corporation	16	○	○		○	○	○	
139	Zimmer Holdings, Inc.	16	○	○		○	○	○	
140	Harley-Davidson, Inc.	16	○	○	○	○	○		
141	General Mills, Inc.	16	○	○	○				
142	The Hartford Financial Services Group, Inc.	16	○	○	○				
143	Forest Laboratories, Inc.	16	○	○				○	
144	The McGraw-Hill Companies, Inc.	15	○	○	○	○	○	○	
145	Union Pacific Corporation	15	○	○	○			○	
146	Raytheon Company	15	○	○		○	○		
147	Computer Associates International, Inc.	15	○	○	○				

注: 日本企業のドルベースの時価総額は、1ドル105円で計算した。

出所: 野村證券資料より経済産業省作成

← リモネホールディングス (19)

← 三井物産 (18)、JT (18)

← JRF東海 (18)、関西電力 (18)

← 富士写真フイルム (18)

← 信越化学工業 (17)

← 任天堂 (16)

← 中部電力 (16)

← 新日本製鐵 (16)

← シャープ (16)、JFEホールディングス (16)、ソフトバンク (16)

← プリヂェン (16)

← イトーヨーカ堂 (15)

③時価総額100億ドル以上(その2)

<米国企業>

<日本企業>

順位	企業名	時価総額 (10億ドル)	A	B	C	D	E	F	G	
148	Regions Financial Corporation	1.5	○	○		○	○	○		
149	Waste Management, Inc.	1.5	○	○				○		
150	Burlington Northern Santa Fe Corporation	1.5	○	○						
151	Halliburton Company	1.5	○	○	○					← ファナック(1.5)
152	Corning Incorporated	1.5	○	○	○	○	○			
153	Lucent Technologies Inc.	1.4	○	○	○		○			← ボーダフォン(1.4)
154	Analog Devices, Inc.	1.4	○	○	○					
155	Deere & Company	1.4	○	○	○					
156	Weyerhaeuser Company	1.4	○	○	○			○		← 三井物産(1.4)
157	Entergy Corporation	1.4	○	○	○					
158	Masco Corporation	1.4	○	○	○					← 三井物産(1.4)
159	The PNC Financial Services Group, Inc.	1.4	○	○	○					
160	State Street Corporation	1.4	○	○	○					
161	Baker Hughes Incorporated	1.4	○	○	○					
162	Franklin Resources, Inc.	1.4	○	○	○					
163	Gilead Sciences, Inc.	1.4	○	○	○					
164	Maxim Integrated Products, Inc.	1.4	○	○	○					
165	Staples, Inc.	1.4	○	○	○					← 京セラ(1.4)
166	Marathon Oil Corporation	1.3	○	○	○					
167	Sun Microsystems, Inc.	1.3	○	○	○					
168	WellPoint Health Networks Inc.	1.3	○	○	○					
169	SouthTrust Corporation	1.3	○	○	○					← リコー(1.3)
170	Marsh & McLennan Companies, Inc.	1.3	○	○	○					
171	Omnicom Group Inc.	1.3	○	○	○					← 山之内製薬(1.3)
172	Praxair, Inc.	1.3	○	○	○					← 東芝(1.3)
173	FirstEnergy Corp.	1.3	○	○	○					← 住友(1.3)
174	Electronic Arts Inc.	1.3	○	○	○					
175	KeyCorp	1.3	○	○	○					
176	Tribune Company	1.3	○	○	○					
177	Caremark Rx, Inc.	1.3	○	○	○					
178	ConAgra Foods, Inc.	1.3	○	○	○					
179	Aetna Inc.	1.3	○	○	○					← 三井住友海上火災保険(1.2)
180	Norfolk Southern Corporation	1.2	○	○	○					
181	St. Jude Medical, Inc.	1.2	○	○	○					
182	Adobe Systems Incorporated	1.2	○	○	○					
183	AT&T Corp.	1.2	○	○	○					
184	American Electric Power Company, Inc.	1.2	○	○	○					
185	FPL Group, Inc.	1.2	○	○	○					
186	PG&E Corporation	1.2	○	○	○					← 富士通(1.2)
187	Hershey Foods Corporation	1.2	○	○	○					
188	The Chubb Corporation	1.2	○	○	○					
189	YUM! Brands, Inc.	1.2	○	○	○					
190	Apollo Group, Inc.	1.2	○	○	○					

注: 日本企業のドルベースの時価総額は、1ドル105円で計算した。
出所: 野村證券資料より経済産業省作成

③時価総額100億ドル以上(その3)

<米国企業>

<日本企業>

順位	企業名	時価総額 (10億ドル)	A	B	C	D	E	F	G	
191	Becton, Dickinson and Company	1.2	○	○	○					← ローム(1.2)、イオン(1.2)
192	H.J. Heinz Company	1.2	○	○	○					
193	Xerox Corporation	1.2	○	○	○					
194	Paychex, Inc.	1.2	○	○	○					
195	Air Products and Chemicals, Inc.	1.2	○	○	○					
196	The Charles Schwab Corporation	1.1	○	○	○					
197	Marriott International, Inc.	1.1	○	○	○					
198	Wm. Wrigley Jr. Company	1.1	○	○	○					
199	Simon Property Group, Inc.	1.1	○	○	○					← HOYA(1.1)
200	The Clorox Company	1.1	○	○	○					
201	Agilent Technologies, Inc.	1.1	○	○	○					
202	Bed Bath & Beyond Inc.	1.1	○	○	○					← 村田製作所(1.1)
203	Mellon Financial Corporation	1.1	○	○	○					
204	Genzyme Corporation	1.1	○	○	○					
205	M&T Bank Corporation	1.1	○	○	○					
206	Southwest Airlines Co.	1.1	○	○	○					
207	PACCAR Inc.	1.1	○	○	○					
208	The TJX Companies, Inc.	1.1	○	○	○					
209	Principal Financial Group, Inc.	1.1	○	○	○					← 旭硝子(1.1)
210	Biomet, Inc.	1.1	○	○	○					
211	Linear Technology Corporation	1.1	○	○	○					
212	Equity Office Properties Trust	1.1	○	○	○					
213	Limited Brands, Inc.	1.1	○	○	○					← T&Dホールディングス(1.1)
214	Unocal Corporation	1.1	○	○	○					
215	Archer-Daniels-Midland Company	1.1	○	○	○					
216	International Game Technology	1.1	○	○	○					
217	The Kroger Co.	1.0	○	○	○					
218	Valero Energy Corporation	1.0	○	○	○					← 東亜ガス(1.0)
219	Moody's Corporation	1.0	○	○	○					
220	J.C. Penney Company, Inc.	1.0	○	○	○					← キーエンス(1.0)、NEC(1.0)
221	Loews Corporation	1.0	○	○	○					← アコム(1.0)
222	Campbell Soup Company	1.0	○	○	○					← 住友信託銀行(1.0)
223	Consolidated Edison, Inc.	1.0	○	○	○					
224	Monsanto Company	1.0	○	○	○					← 三菱電機(1.0)
225	PPG Industries, Inc.	1.0	○	○	○					
226	Johnson Controls, Inc.	1.0	○	○	○					
227	Fortune Brands, Inc.	1.0	○	○	○					
228	Lexmark International, Inc.	1.0	○	○	○					
229	Progress Energy Inc.	1.0	○	○	○					
230	Electronic Data Systems Corporation	1.0	○	○	○					
231	Anthem, Inc.	1.0	○	○	○					
232	Comerica Incorporated	1.0	○	○	○					
233	Xilinx, Inc.	1.0	○	○	○					← オリックス(1.0)

注: 日本企業のドルベースの時価総額は、1ドル105円で計算した。
出所: 野村證券資料より経済産業省作成

④時価総額50億ドル以上(その1)

										<米国企業>	<日本企業>
順位	企業名	時価総額 (10億ドル)	A	B	C	D	E	F	G		
234	Starwood Hotels & Resorts Worldwide, Inc.	9	○	○	○		○	○			新日本石油(9)
235	Public Service Enterprise Group Incorporated	9	○	○	○	○		○			スズキ(9)、東電エレクトロニクス(9)
236	Pitney Bowes Inc.	9	○	○	○	○	○	○			アイフル(9)
237	PPL Corporation	9	○	○	○	○	○	○			三菱重工(9)
238	Edison International	9	○	○	○	○	○	○			TDK(9)、東富士(9)、九州電力(9)、住友商事(9)
239	Univision Communications Inc.	9	○	○	○	○	○	○			
240	The Bear Stearns Companies Inc.	9	○	○	○	○	○	○			
241	Eaton Corporation	9	○	○	○	○	○	○			
242	Textron Inc.	9	○	○	○	○	○	○			
243	Ameren Corporation	9	○	○	○	○	○	○			キリンビール(9)
244	Equity Residential	9	○	○	○	○	○	○			三菱重工業(9)、三井不動産(9)
245	Rohm and Haas Company	9	○	○	○	○	○	○			三井(9)
246	Marshall & Ilsley Corporation	9	○	○	○	○	○	○			プロミス(9)
247	Computer Sciences Corporation	9	○	○	○	○	○	○			エーザイ(9)
248	AmSouth Bancorporation	9	○	○	○	○	○	○			
249	VERITAS Software Corporation	9	○	○	○	○	○	○			
250	Kerr-McGee Corporation	8	○	○	○	○	○	○			
251	Allergan, Inc.	8	○	○	○	○	○	○			
252	Medco Health Solutions, Inc.	8	○	○	○	○	○	○			日興コーディアルグループ(9)、東洋建設工業(9)、新生銀行(9)
253	Coca-Cola Enterprises Inc.	8	○	○	○	○	○	○			セコム(9)、東北電力(9)、横浜銀行(9)
254	Northern Trust Corporation	8	○	○	○	○	○	○			
255	KLA-Tencor Corporation	8	○	○	○	○	○	○			楽天(9)
256	Quest Diagnostics Incorporated	8	○	○	○	○	○	○			大塚製薬(9)
257	Eastman Kodak Company	8	○	○	○	○	○	○			日本郵政(9)
258	Network Appliance, Inc.	8	○	○	○	○	○	○			
259	BJ Services Company	8	○	○	○	○	○	○			
260	Georgia-Pacific Corporation	8	○	○	○	○	○	○			日産重工(9)
261	Ecolab Inc.	8	○	○	○	○	○	○			
262	Intuit Inc.	8	○	○	○	○	○	○			JR西日本(9)
263	Albertson's Inc.	8	○	○	○	○	○	○			
264	CIGNA Corporation	8	○	○	○	○	○	○			
265	Synovus Financial Corp.	8	○	○	○	○	○	○			
266	Parker-Hannifin Corporation	8	○	○	○	○	○	○			
267	Altera Corporation	8	○	○	○	○	○	○			セイコーエプソン(9)
268	AMBAC Financial Group, Inc.	8	○	○	○	○	○	○			
269	EOG Resources, Inc.	8	○	○	○	○	○	○			
270	Federated Department Stores, Inc.	8	○	○	○	○	○	○			
271	Amerada Hess Corporation	8	○	○	○	○	○	○			
272	Sempra Energy	7	○	○	○	○	○	○			
273	Phelps Dodge Corporation	7	○	○	○	○	○	○			住友化学(7)、NTTデータ(7)
274	MBIA Inc.	7	○	○	○	○	○	○			
275	Coach, Inc.	7	○	○	○	○	○	○			
276	Kinder Morgan, Inc.	7	○	○	○	○	○	○			
277	Safeway Inc.	7	○	○	○	○	○	○			
278	H&R Block, Inc.	7	○	○	○	○	○	○			

注: 日本企業のドルベースの時価総額は、1ドル105円で計算した。
出所: 野村證券資料より経済産業省作成

④時価総額50億ドル以上(その2)

										<米国企業>	<日本企業>
順位	企業名	時価総額 (10億ドル)	A	B	C	D	E	F	G		
279	American Standard Companies Inc.	7	○	○	○	○	○	○			住友電機工業(7)、電通(7)
280	Hilton Hotels Corporation	7	○	○	○	○	○	○			
281	CSX Corporation	7	○	○	○	○	○	○			
282	Dover Corporation	7	○	○	○	○	○	○			
283	Rockwell Automation, Inc.	7	○	○	○	○	○	○			味の素(7)
284	SunGard Data Systems Inc.	7	○	○	○	○	○	○			ファーストリテイリング(7)
285	Lincoln National Corporation	7	○	○	○	○	○	○			
286	North Fork Bancorporation, Inc.	7	○	○	○	○	○	○			
287	DTE Energy Company	7	○	○	○	○	○	○			
288	ITT Industries, Inc.	7	○	○	○	○	○	○			
289	McKesson Corporation	7	○	○	○	○	○	○			
290	Sovereign Bancorp, Inc.	7	○	○	○	○	○	○			
291	PeopleSoft, Inc.	7	○	○	○	○	○	○			
292	The May Department Stores Company	7	○	○	○	○	○	○			
293	Micron Technology, Inc.	7	○	○	○	○	○	○			
294	Constellation Energy Group, Inc.	7	○	○	○	○	○	○			
295	The AES Corporation	7	○	○	○	○	○	○			
296	Cintas Corporation	7	○	○	○	○	○	○			東証三井(7)
297	Cinergy Corp.	7	○	○	○	○	○	○			伊藤忠商事(7)、アドバンテスト(7)、凸版印刷(7)、コマツ(7)
298	Mattel, Inc.	7	○	○	○	○	○	○			大阪ガス(9)、コニカミノルタ(9)
299	The Pepsi Bottling Group, Inc.	6	○	○	○	○	○	○			アイシン精機(9)
300	Broadcom Corporation	6	○	○	○	○	○	○			
301	Xcel Energy Inc.	6	○	○	○	○	○	○			
302	R.R. Donnelley & Sons Company	6	○	○	○	○	○	○			
303	Genuine Parts Company	6	○	○	○	○	○	○			
304	Affiliated Computer Services, Inc.	6	○	○	○	○	○	○			
305	Fiserv, Inc.	6	○	○	○	○	○	○			
306	UST Inc.	6	○	○	○	○	○	○			
307	Sears, Roebuck and Co.	6	○	○	○	○	○	○			
308	Cincinnati Financial Corporation	6	○	○	○	○	○	○			
309	The Williams Companies, Inc.	6	○	○	○	○	○	○			
310	AutoZone, Inc.	6	○	○	○	○	○	○			ダイキン工業(9)、東レ(9)
311	ProLogis	6	○	○	○	○	○	○			
312	Nucor Corporation	6	○	○	○	○	○	○			ヤマト運輸(9)、中部電力(9)、旭化成(9)
313	MedImmune, Inc.	6	○	○	○	○	○	○			
314	Pulte Homes, Inc.	6	○	○	○	○	○	○			
315	Harrah's Entertainment, Inc.	6	○	○	○	○	○	○			
316	T. Rowe Price Group, Inc.	6	○	○	○	○	○	○			
317	Jefferson-Pilot Corporation	6	○	○	○	○	○	○			三井化学(9)
318	Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc.	6	○	○	○	○	○	○			
319	The Black & Decker Corporation	6	○	○	○	○	○	○			大正製薬(9)
320	Plum Creek Timber Company, Inc.	6	○	○	○	○	○	○			オリエンタルランド(9)
321	Rockwell Collins, Inc.	6	○	○	○	○	○	○			日本郵船(9)、全米グループ(9)、松下電工(9)

注: 日本企業のドルベースの時価総額は、1ドル105円で計算した。
出所: 野村證券資料より経済産業省作成

④時価総額50億ドル以上(その3)

<米国企業>

<日本企業>

順位	企業名	時価総額 (10億ドル)	A	B	C	D	E	F	G	
322	KeySpan Corporation	6	○	○			○			
323	Aon Corporation	6	○	○			○			
324	MeadWestvaco Corporation	6	○	○	○	○	○	○		
325	Dollar General Corporation	6	○	○						
326	Qwest Communications International Inc.	6	○	○				○		
327	Centex Corporation	6	○	○	○	○	○	○		
328	Avaya Inc.	5	○	○			○			
329	MGIC Investment Corporation	5	○	○						
330	The Sherwin-Williams Compan	5	○	○						
331	SAFECO Corporation	5	○	○		○				
332	V. F. Corporatio	5	○	○			○	○		
333	Avery Dennison Corporatio	5	○	○		○				
334	National Semiconductor Corporatio	5	○	○			○			
335	Zions Bancorporation	5	○	○				○		
336	Chiron Corporation	5	○	○		○				
337	Autodesk, Inc.	5	○	○	○					
338	Nordstrom, Inc.	5								
339	AmeriSourceBergen Corporation	5	○	○		○	○	○		
340	C.R. Bard, Inc.	5	○	○	○					
341	Reynolds American Inc.	5	○	○		○	○			
342	The New York Times Company	5	○	○					○	
343	Sunoco, Inc.	5	○	○						
344	El Paso Corporation	5	○	○						
345	Torchmark Corporation	5	○	○		○	○	○		
346	NiSource Inc.	5	○	○	○			○		
347	Advanced Micro Devices, Inc.	5	○	○			○			
348	Huntington Bancshares Incorporated	5	○	○		○	○	○		
349	Newell Rubbermaid Inc.	5	○	○		○	○	○		
350	Knight-Ridder, Inc.	5	○	○			○			
351	W.W. Grainger, Inc.	5	○	○						
352	Leggett & Platt, Incorporated	5	○	○						
353	First Horizon National Corporation	5	○	○		○	○			

注: 日本企業のドルベースの時価総額は、1ドル105円で計算した。
出所: 野村證券資料より経済産業省作成

← クボタ (6)、豊田銀行 (6)、三洋電機 (6)、王子製紙 (6)

← 三井トラストホールディングス (6)、信友金融 (6)

← 大和ハウス (5)、オムロン (5)
← 住友化学工業 (5)、小野薬品工業 (5)
← 日本製薬 (5)

← 大東建託 (5)、クレディセゾン (5)、第一勧業 (5)

← 資生堂 (5)

← アサヒビール (5)、千葉銀行 (5)
← 近畿日本鉄道 (5)、フジテレビ (5)、住友不動産 (5)

← NOK (5)、日本郵船 (5)
← テルモ (5)、東急電機 (5)

← 全日本空輸 (5)

⑤時価総額30億ドル以上(その1)

<米国企業>

<日本企業>

順位	企業名	時価総額 (10億ドル)	A	B	C	D	E	F	G	
354	NCR Corporation	4	○		○	○	○	○		
355	IMS Health Incorporated	4	○		○	○	○	○		
356	JDS Uniphase Corporation	4	○	○	○	○	○			
357	Vulcan Materials Company	4	○	○	○	○	○			
358	The Interpublic Group of Companies, Inc.	4	○							
359	Office Depot, Inc.	4	○	○	○					
360	Soletron Corporation	4	○		○			○		
361	Tenet Healthcare Corporation	4	○					○		
362	Hospira, Inc.	4	○	○	○	○	○	○		
363	Jabil Circuit, Inc.	4	○		○					
364	Waters Corporation	4	○	○	○	○	○			
365	Express Scripts, Inc.	4	○	○	○					
366	Delphi Corporation	4	○	○	○	○	○			
367	Health Management Associates, Inc.	4	○	○	○					
368	RadioShack Corporation	4	○	○	○	○	○			
369	Siebel Systems, Inc.	4	○	○	○	○	○			
370	Family Dollar Stores, Inc.	4	○	○	○					
371	Robert Half International Inc.	4	○							
372	CenturyTel, Inc.	4	○	○	○	○	○		○	
373	Mylan Laboratories Inc.	4	○	○	○					
374	E*TRADE Financial Corporation	4	○			○		○		
375	Brunswick Corporation	4	○	○	○					
376	AutoNation, Inc.	4	○	○	○					
377	Provident Financial Corporation	4	○	○	○	○	○			
378	Thermo Electron Corporation	4	○	○	○	○	○			
379	Jones Apparel Group, Inc.	4	○	○	○					
380	Liz Claiborne, Inc.	4	○	○	○	○	○	○		
381	Ball Corporation	4	○	○	○	○	○			
382	McCormick & Company, Incorporated	4	○						○	
383	Tiffany & Co.	4	○	○	○					
384	Scientific Atlanta, Inc.	4	○	○	○	○	○	○		
385	United States Steel Corporatio	4	○	○	○	○	○			
386	BMC Software, Inc.	3	○	○	○					
387	Comverse Technology, Inc.	3	○							
388	Ashland Inc.	3	○	○	○	○	○			
389	Citizens Communications Company	3	○		○					
390	Citrix Systems, Inc.	3	○			○		○		
391	Pinnacle West Capital Corporation	3	○	○	○					
392	Sealed Air Corporation	3	○	○	○	○	○	○		
393	UNUMProvident Corporation	3	○			○	○	○		
394	Alberto-Culver Company	3	○			○	○			
395	SUPERVALU Inc.	3	○	○	○	○	○			

注: 日本企業のドルベースの時価総額は、1ドル105円で計算した。
出所: 野村證券資料より経済産業省作成

← 日本製紙 (4)
← 日本郵船 (4)

← オリシバ (4)

← 丸井 (4)、中国電力 (4)

← JRR (4)

← 船井電機 (4)

← ヤマハ発動機 (4)

← 神戸製鋼 (4)

← 鹿島 (4)

← 新日本ホールディングス (4)

← 丸紅 (4)

← 北海道電力 (4)、大林組 (4)、豊田通商 (4)

← 小田倉電機 (4)、ヒロセ電機 (4)

← 豊田銀行 (3)、カネカ (3)、富士重工 (3)

← 三井化学 (3)

← 豊田通商 (3)、川崎汽船 (3)

← 日本テレビ (3)、豊人 (3)

← 北陸電力 (3)

⑤時価総額30億ドル以上(その2)

<米国企業>			<日本企業>						
順位	企業名	時価総額 (10億ドル)	A	B	C	D	E	F	G
396	Toys "R" Us, Inc.	3							
397	Sanmina-SCI Corporation	3							
398	Mercury Interactive Corporation	3							
399	Sigma-Aldrich Corporation	3							
400	Fluor Corporation	3							
401	Applera Corporation - Applied Biosystems	3							
402	Darden Restaurants, Inc.	3							
403	Tellabs, Inc.	3							
404	KB Home	3							
405	Wendy's International, Inc.	3							
406	Whirlpool Corporation	3							
407	Novellus Systems, Inc.	3							
408	The Stanley Works	3							
409	International Flavors & Fragrances Inc.	3							
410	Janus Capital Group Inc.	3							
411	Fisher Scientific International Inc.	3							
412	Goodrich Corporation	3							
413	Eastman Chemical Company	3							
414	Dow Jones & Company, Inc.	3							
415	Unisys Corporation	3							
416	Pactiv Corporation	3							
417	Engelhard Corporation	3							
418	Temple-Inland Inc.	3							
419	Apartment Investment and Management Company	3							
420	Equifax Inc.	3							
421	Symbol Technologies, Inc.	3							
422	Monster Worldwide, Inc.	3							
423	American Power Conversion Corporation	3							
424	SABRE Holdings Corporation	3							
425	CenterPoint Energy, Inc.	3							
426	Teradyne, Inc.	3							
427	Bausch & Lomb Incorporated	3							
428	Pall Corporation	3							
429	Ryder System, Inc.	3							
430	Hasbro, Inc.	3							
431	Circuit City Stores, Inc.	3							
354	NCR Corporation	4							

注: 日本企業のドルベースの時価総額は、1ドル105円で計算した。
出所: 野村證券資料より経済産業省作成

⑥時価総額10億ドル以上(その1)

<米国企業>			<日本企業>						
順位	企業名	時価総額 (10億ドル)	A	B	C	D	E	F	G
432	Cummins Inc.	2							
433	Federated Investors, Inc.	2							
434	Humana Inc.	2							
435	Brown-Forman Corporation	2							
436	Molex Incorporated	2							
437	TECO Energy, Inc.	2							
438	Rowan Companies, Inc.	2							
439	King Pharmaceuticals, Inc.	2							
440	QLogic Corporation	2							
441	Watson Pharmaceuticals, Inc.	2							
442	Manor Care, Inc.	2							
443	Bemis Company, Inc.	2							
444	Louisiana-Pacific Corporation	2							
445	Novell, Inc.	2							
446	Allied Waste Industries, Inc.	2							
447	Boise Cascade Corporation	2							
448	Meredith Corporation	2							
449	Adolph Coors Company	2							
450	Tektronix, Inc.	2							
451	Convergys Corporation	2							
452	Allegheny Energy, Inc.	2							
453	PerkinElmer, Inc.	2							
454	NVIDIA Corporation	2							
455	The Millipore Corporation	2							
456	Reebok International Ltd.	2							
457	Dana Corporation	2							
458	Andrew Corporation	2							
459	Compuware Corporation	2							
460	Navistar International Corporation	2							
461	Deluxe Corporation	1							
462	Gateway, Inc.	1							
463	Dynegy Inc.	1							
464	LSI Logic Corporation	1							
465	ADC Telecommunications, Inc.	1							
466	Worthington Industries, Inc.	1							
467	Crane Co.	1							
468	PMC-Sierra, Inc.	1							
469	The Goodyear Tire & Rubber Company	1							
470	Allegheny Technologies Incorporated	1							
471	Snap-On Incorporated	1							
472	Dillard's, Inc.	1							
473	Nicor Inc.	1							
474	Nicor Inc.	1							
474	Peoples Energy Corporation	1							
475	Hercules Incorporated	1							

注: 日本企業のドルベースの時価総額は、1ドル105円で計算した。
出所: 野村證券資料より経済産業省作成

広島銀行(2)
四日本シーティーエー銀行(2)
レオパレス21(2)
名古屋鉄道(2)
スタンレー電気(2)
昭和重工(2)
三機自動車(2)
高島屋(2)
いすゞ自動車(2)
群馬銀行(2)
東ソー(2)
京都銀行(2)
伊勢丹(2)
札幌北洋ホールディングス(2)
日本精工(2)
豊田合成(2)
中国銀行(2)
ブラザー工業(2)
三誠(2)
新光証券(2)
七十七銀行(2)
氷電気工業(2)
三菱マテリアル(2)
伊予銀行(2)
川崎重工業(2)
アルプス電気(2)
太平洋セメント(2)
ダイヤモンドリース(2)
大丸(2)
スズケン(2)
スルガ銀行(2)
山口銀行(2)
日新銀行(2)
ユニー(2)
山崎パン(1)
富士電機ホールディングス(1)
ニッセイ同和損害保険(1)
百十四銀行(1)
三協精機(1)
メディセオホールディングス(1)
大日本インキ化学工業(1)
コスモ石油(1)
西濃運輸(1)
住友重機械工業(1)
石川島播磨重工業(1)
順治薬機(1)
オリエンソーラーレーション(1)

◎時価総額10億ドル以上(その2)

<米国企業>

順位	企業名	時価総額 (10億ドル)	A	B	C	D	E	F	G
476	CMS Energy Corporation	1	○	○			○		
477	Cooper Tire & Rubber Company	1			○	○	○	○	
478	CIENA Corporation	1			○		○		
479	Big Lots, Inc.	1	○						
480	Maytag Corporation	1	○	○	○	○	○		
481	Parametric Technology Corporation	1	○				○		
482	Great Lakes Chemical Corporation	1		○			○		
483	Applied Micro Circuits Corporation	1	○						
484	Calpine Corporation	1	○	○	○	○		○	

注: 日本企業のドルベースの時価総額は、1ドル105円で計算した。
出所: 野村證券資料より経済産業省作成

<日本企業>

住友リース(1)
住友林業(1)
北陽銀行(1)
富士海上火災保険(1)
西友(1)
十六銀行(1)
阿波銀行(1)
肥後銀行(1)
大塚共立銀行(1)
百五銀行(1)
住友(1)
東急不動産(1)
三井造船(1)
誠實銀行(1)
第四銀行(1)
宇都宮銀行(1)
戸田建設(1)
山陰合同銀行(1)
南都銀行(1)
鹿児島銀行(1)
四國銀行(1)
徳島銀行(1)
大王製紙(1)
トーマン(1)
名古屋銀行(1)
山梨中央銀行(1)
池田銀行(1)
福井銀行(1)

◎時価総額10億ドル以下

<米国企業>

順位	企業名	時価総額 (10億ドル)	A	B	C	D	E	F	G
485	Visteon Corporation	0.8	○	○		○	○		
486	Power-One, Inc.	0.5	○	○	○	○	○	○	
487	Delta Air Lines, Inc.	0.4	○		○				
488	Winn-Dixie Stores, Inc.	0.4				○	○	○	

注: 日本企業のドルベースの時価総額は、1ドル105円で計算した。
出所: 野村證券資料より経済産業省作成

<日本企業>

京葉銀行(0.9)
日本信販(0.9)
双日ホールディングス(0.9)
岩手銀行(0.9)
西松建設(0.9)
長谷工コーポレーション(0.8)
昭和興業(0.8)
ダイエー(0.8)
愛知銀行(0.8)
東京都市銀行(0.8)
前田建設(0.8)
山形銀行(0.8)
東京リース(0.8)
東方銀行(0.8)
中京銀行(0.7)
紀伊銀行(0.7)
秋田銀行(0.7)
ジャックス(0.7)
十八銀行(0.7)
青森銀行(0.7)
みちのく銀行(0.7)
第三銀行(0.7)
大分銀行(0.7)
豊田興業(0.6)
UFJセントラルファイナンス(0.6)
佐賀銀行(0.6)
熊本銀行(0.6)
熊本(0.6)
マルハグループ本社(0.6)
カネボウ(0.5)
富通銀行(0.5)
東和銀行(0.5)
九州朝日ホールディングス(0.5)
琉球銀行(0.4)
東日本銀行(0.4)
愛媛銀行(0.4)

ライツプランの類型について

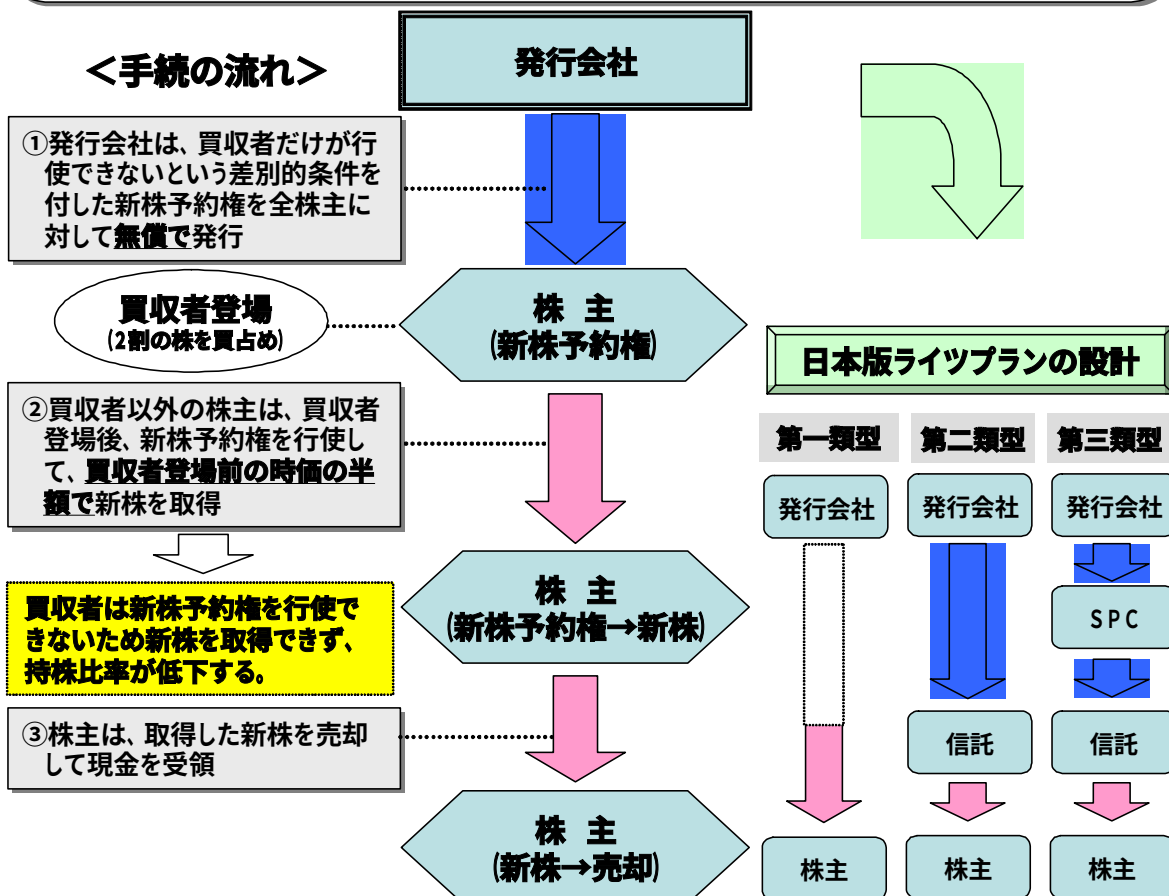
平成17年4月28日
経済産業省

ライツプランについて

【ライツプランとは】

- ライツプランとは、新株予約権を利用した買収防衛策の仕組み。
- 買収者（典型的には2割の株式を買い占めた者）だけが行使できないという差別的行使条件を付した新株予約権を全株主に無償で割り当て、買収者以外の全株主に買収者登場前の時価の半額で数個の株式を取得させ、買収者の持株割合を低下させる。
- ただし、買収者は新株予約権の消却を求めて会社と交渉することになるので、この仕組みが現実発動することは想定されていない。（ライツプランの発祥の地であるアメリカでも、ライツプランが実際に発動した事例はない。）

<手続の流れ>



【ライツプラン導入の際の留意点】

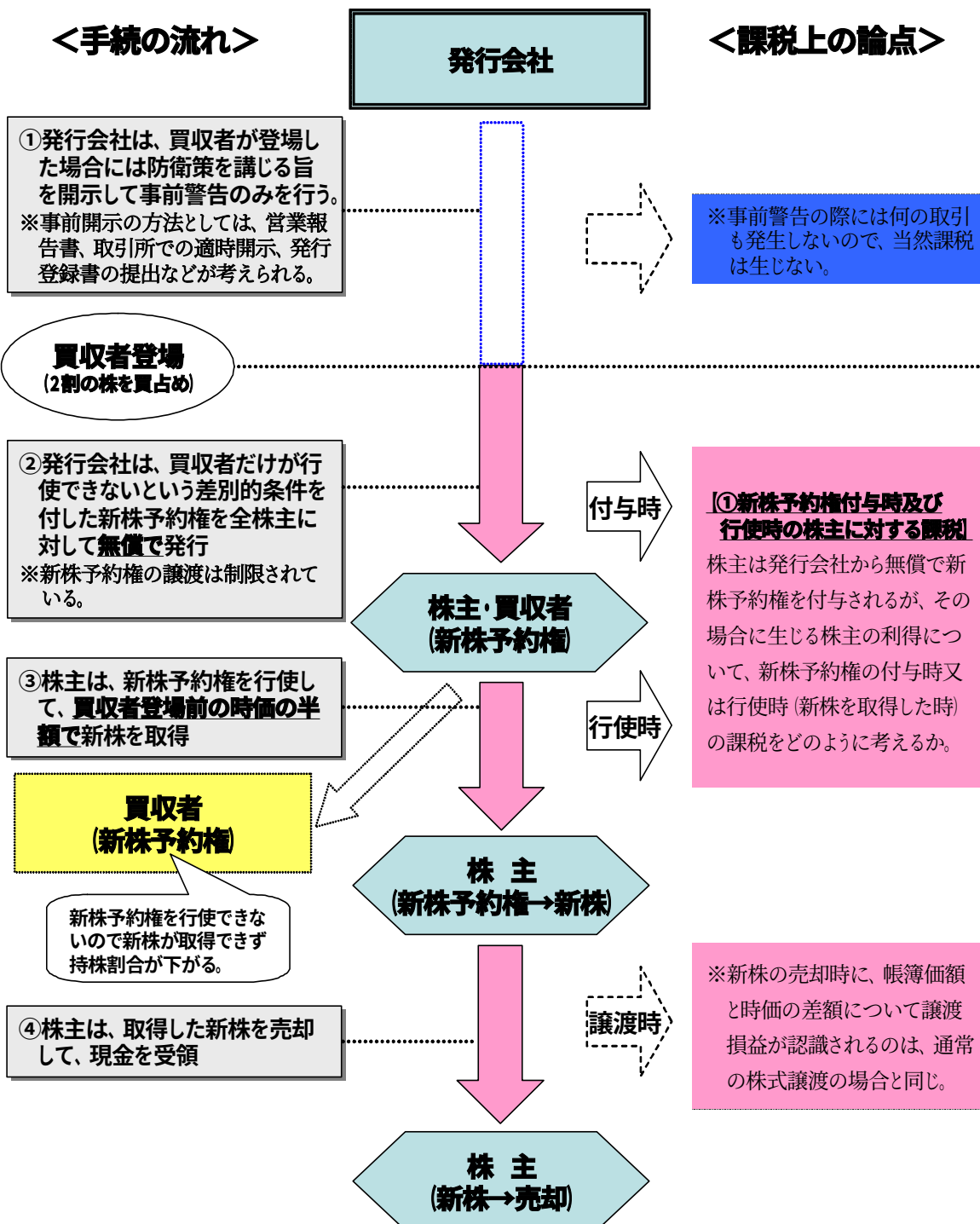
- 我が国の制度上、新株予約権を株式と結合させて流通させることはできない（随伴性がない）。このため、平時に新株予約権を発行してしまうと、買収者に新株予約権のみを買い集められるおそれがあり、防衛策として十分に機能しないという難点がある。
- そこで、我が国において検討されているライツプランの類型は以下のとおり。（右上図参照）
 - ・**【第一類型】** 平時にはライツプラン導入の事前警告のみを行い、有事の際に新株予約権を発行する方法
 - ・**【第二類型】** 平時に新株予約権を信託銀行の信託勘定に預けておき、有事の際に信託銀行から株主に対して新株予約権を交付する方法
 - ・**【第三類型】** 平時に新株予約権をSPCに発行して、SPCから信託銀行の信託勘定に預けておき、有事の際に信託銀行から株主に対して新株予約権を交付する方法
- ライツプランを導入する企業の関心事は、特に**平時（買収者登場前）において課税が生じるか**という点にある。（有事（買収者登場後）の際の課税については、①そもそもライツプランが現実発動することは想定されていないこと、②仮に発動した場合であっても株主は現に利益を得ていることなどから、課題として認識されていない。）

具体的な方法 第一類型 事前警告型ライツプラン

【防衛策の概要】

買収者登場時に講じる防衛策について、平時のうちに開示して事前警告を行う。買収者登場後、事前警告に従い、買収者だけが行使できないという差別的行使条件を付した新株予約権を全株主に無償で割り当てて、買収者以外の者に買収者登場前の時価の半額で株式を取得させ、買収者の持株割合を低下させる。

<手続の流れ>



具体的な方法 第二類型 信託型ライツプラン (直接型)

【防衛策の概要】

平時のうちに、買収者だけが行使できないという差別的行使条件を付した新株予約権を信託銀行に対して無償で発行し、信託銀行は買収者登場時の株主(受益者)のために新株予約権を信託勘定内で管理する。買収者登場(受益者確定)後、信託銀行は、全株主(受益者)に対して、管理していた新株予約権を無償で交付し、買収者以外の者に買収者登場前の時価の半額で株式を取得させ、買収者の持株割合を低下させる。

<手続の流れ>

- ①発行会社は、買収者だけが行使できないという差別的な条件を付した新株予約権を、信託の受託者である信託銀行に対して無償で発行
※新株予約権の譲渡は制限されている。
(信託銀行は、信託勘定に入れて新株予約権を管理)

発行会社
(信託の委託者)

<課税上の論点>

※信託銀行に対して新株予約権を発行した時点では課税は生じない。

買収者登場
(2割の株を買占め)

- ②信託銀行は、買収者登場時の全株主(信託の受益者)に対して、管理していた新株予約権を無償で交付

信託銀行
(信託の受託者)

付与時

株主・買収者
(信託の受益者)
(新株予約権)

【①新株予約権付与時及び行使時の株主に対する課税】

株主は発行会社から信託銀行を通じて無償で新株予約権を付与されるが、その場合に生じる株主の利得について、新株予約権の付与時又は行使時(新株を取得した時)の課税をどのように考えるか。

- ③株主は、新株予約権を行使して、買収者登場前の時価の半額で新株を取得

行使時

買収者
(新株予約権)

新株予約権を行使できないので新株が取得できず持株割合が下がる。

株主
(新株予約権→新株)

- ④株主は、取得した新株を売却して、現金を受領

譲渡時

※新株の売却時に、帳簿価額と時価の差額について譲渡損益が認識されるのは、通常の株式譲渡の場合と同じ。

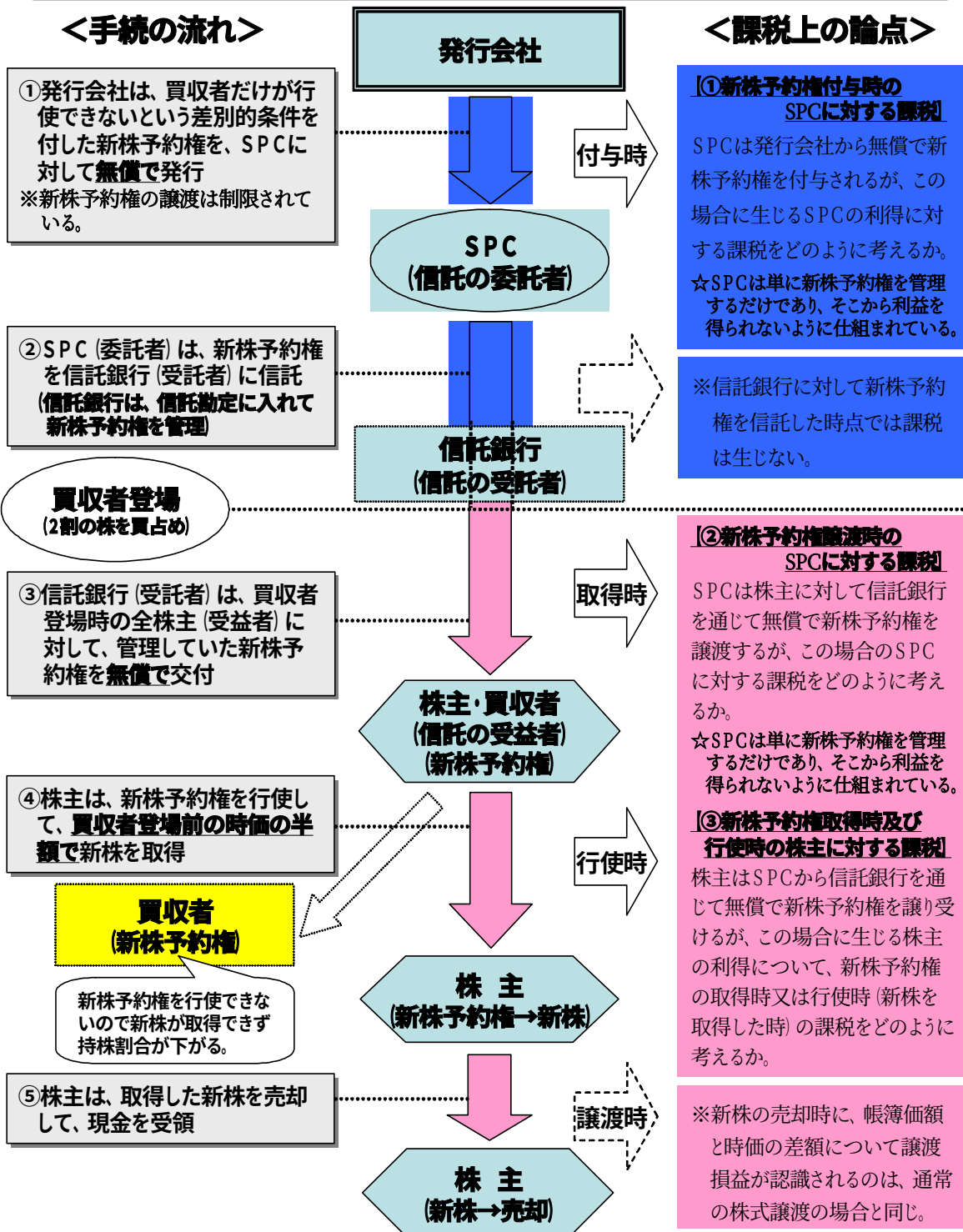
株主
(新株→売却)

具体的な方法 第三類型 信託型ライツプラン (SPC型)

【防衛策の概要】

平時のうちに、買収者だけが行使できないという差別的行使条件を付した新株予約権をSPCに対して無償で発行し、SPCは信託銀行へ信託する。信託銀行は買収者登場時の株主(受益者)のために新株予約権を信託勘定内で管理する。買収者登場(受益者確定)後、信託銀行は、全株主(受益者)に対して、管理していた新株予約権を無償で交付し、買収者以外の者に買収者登場前の時価の半額で株式を取得させ、買収者の持株割合を低下させる。

<手続の流れ>



<課税上の論点>

【①新株予約権付与時のSPCに対する課税】

SPCは発行会社から無償で新株予約権を付与されるが、この場合に生じるSPCの利得に対する課税をどのように考えるか。
☆SPCは単に新株予約権を管理するだけであり、そこから利益を得られないように仕組みされている。

※信託銀行に対して新株予約権を信託した時点では課税は生じない。

【②新株予約権譲渡時のSPCに対する課税】

SPCは株主に対して信託銀行を通じて無償で新株予約権を譲渡するが、この場合のSPCに対する課税をどのように考えるか。
☆SPCは単に新株予約権を管理するだけであり、そこから利益を得られないように仕組みされている。

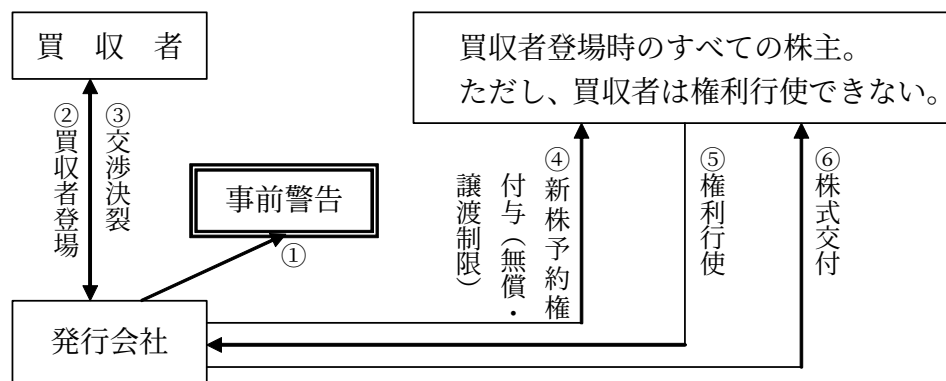
【③新株予約権取得時及び行使時の株主に対する課税】

株主はSPCから信託銀行を通じて無償で新株予約権を譲り受けるが、この場合に生じる株主の利得について、新株予約権の取得時又は行使時(新株を取得した時)の課税をどのように考えるか。

※新株の売却時に、帳簿価額と時価の差額について譲渡損益が認識されるのは、通常の株式譲渡の場合と同じ。

新株予約権を用いた敵対的買収防衛策
に関する原則的な課税関係について
(法人税・所得税関係)

事前警告型ライツプランに係る税務上の取扱い（第一類型）

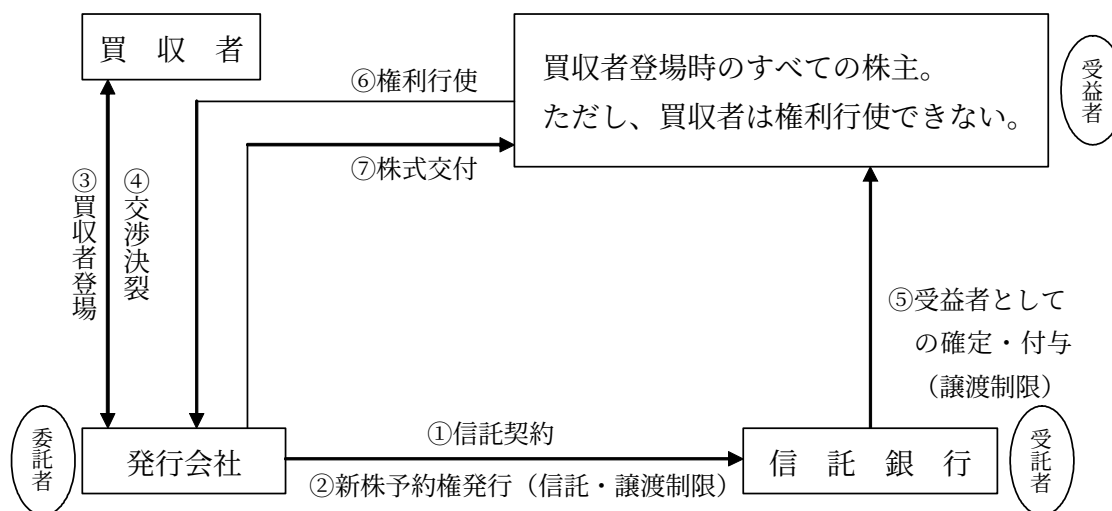


○ 原則的な課税関係

区 分	発行会社	付与を受けた法人株主	付与を受けた個人株主
①の時点 〔事前警告〕	——	——	——
②・③の時点 〔買収者の 登場・決裂〕	——	——	——
④の時点 〔新株予約権 の付与〕	——	新株予約権の時価相当額の 受贈益が生ずる。 (注)	(所得税法施行令第84条)
⑤・⑥の時点 〔新株予約権 の行使〕	——	——	株式の時価と権利行使価額 (新株予約権を行使した際 の払込金額)との差額に課税 される。

(注) 新株予約権を所有している場合に、消却等があったときには、付与を受けた法人において帳簿価額相当額の雑損が生ずる。その消却等が受贈益の生じた事業年度と同一事業年度である場合には、結果として、課税関係は生じない。

信託型ライツプラン（直接型）に係る税務上の取扱い（第二類型）

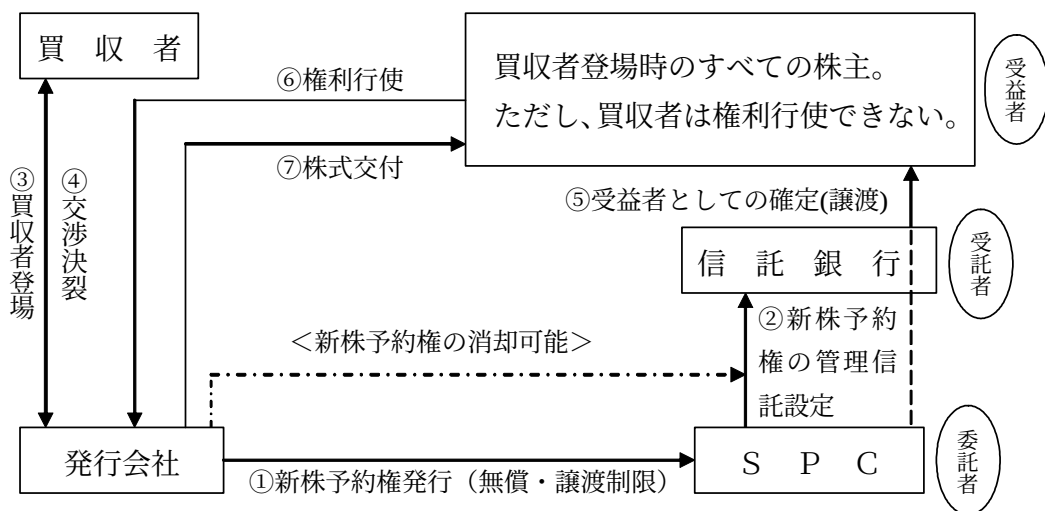


○ 原則的な課税関係

区 分	発行会社	信託銀行	付与を受けた法人株主	付与を受けた個人株主
①・②の時点 〔信託契約・ 新株予約権 の発行〕	――	――	――	――
③・④の時点 〔買収者の 登場・決裂〕	――	――	――	――
⑤の時点 〔新株予約権 の付与〕	――	――	新株予約権の時価相当額 の受贈益が生ずる。 (注)	(所得税法施行令第84条)
⑥・⑦の時点 〔新株予約権 の行使〕	――	――	――	株式の時価と権利行使価 額（新株予約権を行使し た際の払込金額）との差 額に課税される。

（注） 新株予約権を所有している場合に、消却等があったときには、付与を受けた法人において帳簿価額相当額の雑損が生ずる。その消却等が受贈益の生じた事業年度と同一事業年度である場合には、結果として、課税関係は生じない。

信託型ライツプラン（SPC型）に係る税務上の取扱い（第三類型）



○ 原則的な課税関係

区 分	発行会社	S P C	信託銀行	譲渡を受けた法人株主	譲渡を受けた個人株主
①の時点 〔新株予約権 の付与〕	_____	原則として新株予約権 の時価相当額を受贈益 が生ずるが、契約条件 により課税されない場 合がある。 (注1,2)	_____	_____	_____
②の時点 〔管理信託の 設定〕	_____	_____	_____	_____	_____
③・④の時点 〔買収者の 登場・決裂〕	_____	_____	_____	_____	_____
⑤の時点 〔S P Cから 株主への譲渡〕	_____	契約条件によりS P C に寄附金課税は生じな い。 (注3)	_____	新株予約権の時価 相当額を受贈益が 生ずる。 (注2)	新株予約権の時価 相当額の経済的利 益が生ずる。
⑥・⑦の時点 〔新株予約権 の行使〕	_____	_____	_____	_____	_____

(注) 1. 新株予約権の時価算定に当たり、発行会社とSPCとの契約において、SPCが新株予約権を他の第三者に譲渡することが実質できない契約である等の価格マイナス要因等により、結果として、①の時点での時価が限りなくゼロに近くなる場合があり得る。

2. 新株予約権を所有している場合に、消却等があったときには、S P C又は譲渡を受けた法人において帳簿価額相当額の雑損が生ずる。その消却等が受贈益の生じた事業年度と同一事業年度である場合には、結果として、課税関係は生じない。

3. ⑤の時点の時価と①の時点の時価との差額が譲渡損益と認識されるとともに、⑤の時点の時価が費用・損失と認識されることから、結果として、①の時点の受贈益に見合う費用・損失が生ずる。