

企業価値報告書 2006

～ 企業社会における公正なルールの定着に向けて～

平成18年3月31日

企業価値研究会

目 次

はじめに	・・・1
第1章 企業買収に関する日本の企業社会の動向と残された課題	・・・6
第1節 企業価値研究会の取組み（第1期）	・・・6
第2節 企業価値報告書・指針策定後の動き	・・・8
1．買収防衛策の導入を巡る関係者の動き	・・・8
2．政府等における公正なM & Aルール形成に向けた動き	・・・11
3．敵対的買収事例の顕在化と司法判断	・・・11
第3節 公正なM & Aルール形成に向けて残された課題	・・・13
1．公正なM & Aルール形成の必要性	・・・13
2．残された課題	・・・14
3．企業価値研究会における検討	・・・15
第2章 買収防衛策に関する開示・上場ルール	・・・17
～買収防衛策に関する開示のあり方及び証券取引所における取扱いについて	
第1節 買収防衛策に関する開示のあり方について	・・・17
1．買収防衛策に関する開示の必要性	・・・17
2．買収防衛策に関する開示の現状及び制度上の課題	・・・18
3．日本における買収防衛策の開示のあり方	・・・21
(1) 開示の対象について	・・・21
(2) 開示事項について	・・・22
(3) 開示の手段とタイミング及び継続性について	・・・23
4．会社法及び証券取引所の開示規則について	・・・24
第2節 買収防衛策に関する証券取引所における取扱い	・・・25
1．検討の背景と必要性	・・・25
2．欧米証券取引所における買収防衛策の取扱い	・・・27
3．企業価値研究会の論点公開と証券取引所の上場制度整備に関する取組み	・・・28
(1) 基本的な考え方について	・・・28
(2) 企業価値基準との整合性について	・・・29
(3) 買収防衛策の類型化について	・・・30
(4) 具体的な提言内容	・・・30
4．まとめ	・・・35

第3章 日本における買収ルールのあり方	・・・	36
第1節 買収ルールのあり方を検討する必要性	・・・	36
第2節 買収ルールの基本的な考え方のポイント	・・・	38
第3節 買収ルールのあり方に関する具体的提言	・・・	40
1．買収者及び対象会社とのバランスの確保	・・・	40
(1) 公開買付けの撤回・条件変更	・・・	40
(2) 十分な公開買付期間の確保	・・・	40
(3) 強圧性の排除	・・・	44
(4) その他(MBO等の取扱い)	・・・	45
2．株主・投資家のインフォームド・ジャッジメントを可能とする環境整備	・・・	46
(1) 買収者・対象会社からの情報提供の充実	・・・	46
(2) 大量保有者に関する情報提供の充実	・・・	47
(3) 実質株主に関する情報提供の充実	・・・	48
第4節 まとめ	・・・	49
第4章 株主・投資家と経営者の対話の充実	・・・	50
1．検討の背景と必要性	・・・	50
2．対話の充実に関する制度整備上の論点	・・・	51
3．対話を充実させるための選択肢の拡大に関する論点	・・・	59
第5章 今後の日本の企業社会に寄せる期待	・・・	67
1．経営者に対する期待	・・・	68
2．株主・投資家に対する期待	・・・	69
3．経営者と株主・投資家を仲介する者に対する期待	・・・	70
4．企業社会に対するメッセージ	・・・	71
おわりに	・・・	73
添付1：企業価値研究会（第2期） 委員名簿	・・・	74
添付2：企業価値研究会（第2期）における調査事項	・・・	75
添付3：企業価値研究会（第2期） 審議経過	・・・	76

はじめに

2005年は、企業買収を巡って日本の企業社会に様々な変化がみられた年である。日本においても敵対的買収は現実のものとなり、買収防衛策を導入する企業も増加しつつある。買収防衛策に関する司法判断が行われ、機関投資家が買収防衛策に関する議決権行使ガイドラインを策定するなど、市場の監視インフラ形成も緒についた。立法や行政、株式市場を運営する証券取引所によるルール整備も大幅に進展した。まずは、防衛側のルールが示された。それが、5月に公表された企業価値研究会「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」とこれを踏まえて経済産業省・法務省が策定した「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」である。そして、この指針を補強したのが、会社法施行規則の開示ルール、証券取引所による開示・上場ルールの整備である。これにより、買収防衛策に関するルール整備は大きく進展したといえる。また、買収側のルールの整備・検討も進んだ。政府は、金融庁・金融審議会において、TOBルールの見直し作業を進め、今通常国会に改正法案を提出するに至っている。なお、この間、自民党・企業統治に関する委員会が「公正なM&Aルールに関する提言」をとりまとめ、日本における買収ルールなどM&Aルール全般のあり方について大きな方向性を示している。

企業価値研究会が発足した04年9月には、必ずしも想定し得なかったような大きな変化がそこにある。この1年余りで敵対的買収に関する法制度・ルール面における整備は大きく進展した。今後は、5月に予定されている会社法施行や、今通常国会に提出されている証券取引法等改正案（金融商品取引法案）の成立、これに関する政省令整備で、当面は一段落することとなる。こうした中、着目すべきは06年の株主総会である。買収防衛策を導入するにせよ、しないにせよ、日本の経営者には、これまで以上に企業価値を高めるための経営戦略を説明していくことが求められるだろう。機関投資家をはじめとした株主が、こうした経営者の取組みをきちんと評価することも鍵となる。日本の企業社会の真価が問われると言ってよい。

こうした中で、今一度、企業社会の共有認識として再確認しておきたいのは、買収防衛策の意義は、買収者の提案と現経営陣の経営方針のどちらが企業価値を高めうるのかについて比較検討を行うための情報・時間・機会を確保することにあるという点である。企業価値報告書の公表以降、合理的な買収防衛策のあるべき姿は「企業価値を高める買収は実現し、企業価値を損なう買収は実現

しない」ものであるという考え方については、企業社会にも浸透したようであり、「企業価値を守る」ということばを耳にする機会も多くなった。しかし、そもそも企業価値というものは、正確に測定することが困難である。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り、通常は企業価値を左右するような営業秘密やノウハウなどの情報は市場に流通していないことが多い。このため、買収提案が企業価値を高めるのか、それとも損なうものなのかを判断する上では、こうした情報の非対称性を解消することが必要となり、そのための情報・時間・機会を確保することが極めて重要となる。

それ故、企業価値研究会は、インフォームド・ジャジメント、すなわち、株主・投資家が買収提案や現経営陣の経営方針について十分な情報を得た上で、適切な判断を下すことを可能とするとともに、そのような適切な判断を困難とし、企業価値を高める買収をも阻止する過剰な買収防衛策を排除するという観点から、05年9月に検討を再開した。

再開した企業価値研究会の目指すところは、企業買収に関する公正なルール形成を更に進め、そのルールを日本の企業社会にしっかりと根付かせることにあった。このため、研究会のメンバーも、これまでの有識者、経営者、弁護士などの実務家に加えて、機関投資家を中心に大幅に増員した。また、企業買収に関するルールに深く関係する機関ということで、法務省に加え、金融庁、東京証券取引所もオブザーバーとして参加している。こうしたメンバーの間で、防衛側のルール、買収側のルールについて検討を重ね、その一部は、研究会と並行して検討が進められていた各種制度整備や買収防衛策の導入を検討している企業などの参考になるよう、論点公開として公表している。それが、「公正な買収防衛策のあり方に関する論点公開～買収防衛策に関する開示及び証券取引所における取扱いのあり方について～」(06年11月10日)、「企業価値基準を実現するための買収ルールのあり方に関する論点公開」(06年12月15日)である。これに加え、研究会では、株主・投資家と経営者との対話充実など、企業社会のインフラのあり方についても検討している。

このように、企業社会の様々な関係者で構成された企業価値研究会が、日本における企業買収に関する公正なルールの確立に向けて、制度横断的に検討を重ねてきた成果が本報告書である。

また、本報告書は、今後の日本の企業社会に向けたメッセージでもある。企業価値研究会の主眼は、個別具体的な課題について技術的な解決策を検討することではなく、企業買収という局面における経営者・株主・投資家などの企業をめぐる関係者間のあるべき姿について、企業価値向上という軸をもとに検討

を深めることを通じて、今後の日本の企業社会において共有されるべき基本的な考え方と公正なルールを提示することにある。そして、その考え方とルールが関係者によって尊重され、日本の企業社会の行動規範になるとともに、その考え方とルールに基づいた行動が日本の企業社会の変化を促すことを期待するものである。

以下、本報告書のポイントを紹介する。

第1章のテーマは、「企業買収に関する日本の企業社会の動向と残された課題」である。

企業価値報告書公表以降の日本の企業社会の動向について概観するとともに、企業買収に関する公正なルール形成に向けて残された課題について触れる。企業価値報告書や政府による買収防衛策に関する指針は企業社会においても尊重されており、買収ルール（TOBルール）をはじめとした制度整備も進みつつあるが、公正なルールを日本に根付かせていくためには、企業価値基準の観点からインフォームド・ジャジメントを可能とするインフラ整備が不可欠であることを提示する。これが、企業価値研究会再開に当たっての問題意識である。

第2章のテーマは、「買収防衛策に関する開示・上場ルール」である。

企業価値を高める買収をも阻止するような買収防衛策を排除するためには、買収防衛策の目的や具体的な内容が予め開示され、株主・投資家はその是非を判断できるようにしておく必要がある。このため、欧米の状況を踏まえつつ、日本における買収防衛策の開示のあり方について具体的な提言を行っている。

買収防衛策は、その目的が経営者の保身ではないことを明らかにすることが重要であり、その内容としては、少なくとも、防衛策が発動する際の条件や発動・廃止に関する判断基準・プロセス、買収者や株主に与える影響について開示されるべきである。また、買収防衛策は、導入決定後速やかに、証券取引所の適時開示システムを利用して開示するとともに、会社法の事業報告等により継続的に明らかにすべきである。

次いで、証券取引所における買収防衛策の取扱いについて言及する。買収防衛策は、株式の買占めによる敵対的買収に対抗するためのものなので、基本的に上場会社が講じる方策である。このため、現実的には、証券取引所のルールが、企業価値を高める敵対的買収をも阻止するような買収防衛策を排除する上での実効性あるスクリーニング機能を果たしうる。この証券取引所のルールに関しては、買収防衛策が政府の指針と整合性が取れているのであれば上場を認められてよいとし、法形式などの一律的な基準により企業や株主・投資家の選

択肢を狭めるべきではないとの考えを提示している。

第3章のテーマは「日本における買収ルールのあり方」である。

日本において、敵対的買収が現実化し、買収防衛策が導入されたことを前提とすれば、公開買付け（TOB）については、買収側と防衛側の交渉バランスを確保するとともに、買収提案と現経営陣の経営方針について株主・投資家等が十分な情報の下で適切な判断が可能となるようルールを見直す必要がある。このため、買収防衛策の発動可能性を前提として公開買付けの撤回・条件変更を許容すべきこと、買収者に対する質問の機会を付与するとともに、防衛側による意見表明を義務付けるなど、経営者と株主・投資家等との情報の非対称性を解消するような措置を講じるべきことを提示している。

なお、日本において、欧米で二段階買収を規制するために採用されている措置（全部買付義務、事業結合規制）をどう取り扱うのかについても、一定の方向性を打ち出している。欧州で採用されている全部買付義務に関しては、友好的な買収を阻害する可能性があり、買収防衛策の導入が日本において一般化した場合には、買収側に対して過剰規制になるとも考えられることから、すべての公開買付けに適用することには、慎重たるべきであるとしている。また、米国州法で採用されている事業結合規制に関しては、会社法を活用すれば同様の効果が得られることから、別途法制化する必要はないとしている。

第4章のテーマは「株主・投資家と経営者の対話の充実」である。

企業価値を高める買収をも阻止するような買収防衛策を排除するための第一歩は、開示や証券取引所のルールであるが、最終的に買収防衛策の是非を判断するのは株主である。このため、買収防衛策やこれを含めた経営者の経営戦略などの情報が、株主・投資家に十分提供されるとともに、買収防衛策に株主の意思が反映されうるような措置を講じることが必要であり、具体的には、株主・投資家と経営者の対話を促進するための工夫や株主による議決権行使を促進するための方策、機関投資家による議決権行使方針の明確化、実質株主を把握するための制度整備などの対応が求められると提案している。

第5章のテーマは「今後の日本の企業社会に寄せる期待」である。

企業買収に関する制度やルールの整備は大きく進展し、少なくともその整備の方向性は関係機関から打ち出されている。このように、整備された制度・ルールのもとにおいて、企業、株主、投資家、実務家などの市場関係者がいかに行動していくのが、今後の日本の企業社会の鍵を握る。すなわち、企業価値研究会が提案する公正なルールが、企業社会の関係者によって尊重され、その

行動規範となるが重要であり、それが日本の企業社会を良い方向に変えていくことが期待される。

まず、経営者には、自らの強みを活かし強化するための事業戦略や財務戦略など、長期的な企業価値向上に向けた取組みについて、株主・投資家に対してしっかりと説明し、その理解を促していくとともに、コーポレート・ガバナンスを充実させることにより、株主との信頼関係を深めていくことが期待される。こうした関係が、投資と企業価値向上の好循環を生み出すだろう。

また、株主・投資家には、必要十分に提供された情報をもとに、適切な判断を行うことが期待される。特に機関投資家には責任ある行動が求められ、その行動が経営者に対する規律となり、経営革新を促し、企業価値を高めるという好循環を生み出していくだろう。

企業買収に関する議論は、こうした変化の契機となりうる。今後、企業経営の専門家たる経営者と株主・投資家との関係のあり方や、専門知識を有するアナリスト、格付機関、議決権行使助言機関など、経営者と株主・投資家間の情報の非対称性を埋め、株主・投資家による適切な判断をサポートする者に対する規律のあり方についても更に議論が深まることを期待したい。

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。これが、企業価値研究会が一貫して追求してきた課題である。この1年半にわたり、企業価値研究会は、企業買収という局面における経営者、買収者、株主、従業員といったステークホルダーなどの責任関係のあり方について、企業価値向上の観点から議論を重ねてきたが、その成果として提言する公正なルールが日本の企業社会にしっかりと根付くとともに、それが企業価値向上、ひいては日本経済の活性化につながっていくことを大いに期待したい。

第1章 企業買収に関する日本の企業社会の動向と残された課題

第1節 企業価値研究会の取組み（第1期）

（企業価値報告書・指針の策定）

企業価値研究会は、04年9月に、株式持合の解消、日米間の時価総額の格差、買収に対する意識の変化など、日本における企業社会の変化を背景として、敵対的買収に対する懸念が増大している中で、敵対的買収に関する知恵と経験の不足を補うべく、現行の日本の会社法制の下で採り得る公正な買収防衛策とは何かという観点から検討を開始した。

検討に際しては、企業価値向上、グローバルスタンダード、内外無差別、選択肢の拡大という4つの基本原則を念頭に置きながら、諸外国における買収防衛策の実態や司法判断、海外機関投資家の考え方など、幅広い観点から検討を行い、05年5月に、どのような買収防衛策であれば、企業価値の向上の手段となり得るかを明らかにするため、「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～¹」を策定・公表した。

企業価値報告書では、買収防衛策の是非は、「企業価値を高める買収は実現し、企業価値を損なう買収は実現しない」という「企業価値基準」に基づき判断されるべきであるとし、買収防衛策に関する取締役会の判断が、経営者の保身ではなく企業価値向上のために行われることを確保するため、買収防衛策の設計に際しては、平時に導入し開示する、1回の株主総会により廃止可能とする、取締役の濫用を防止するための工夫（独立社外チェック、客観的解除要件設定、株主総会授権）を講じる、といった要件を満たすべきであるとしている。

そして、企業価値報告書では、残された制度改革として、欧米で二段階買収を規制するために採用されている措置（全部買付義務、事業結合規制）の日本における取扱い、買収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、買収防衛策を有効に監視するためのインフラのあり方等の論点も提示している。

なお、経済産業省及び法務省は、企業価値報告書や判例、学説等を踏まえて、適法性及び合理性の高い買収防衛策のあり方を提示するため、「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針²」（以

¹ 経済産業省ホームページ参照（<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/3-houkokusho-honntai-set.pdf>）

² 経済産業省ホームページ参照（<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/3-shishinn-honntai-set.pdf>）

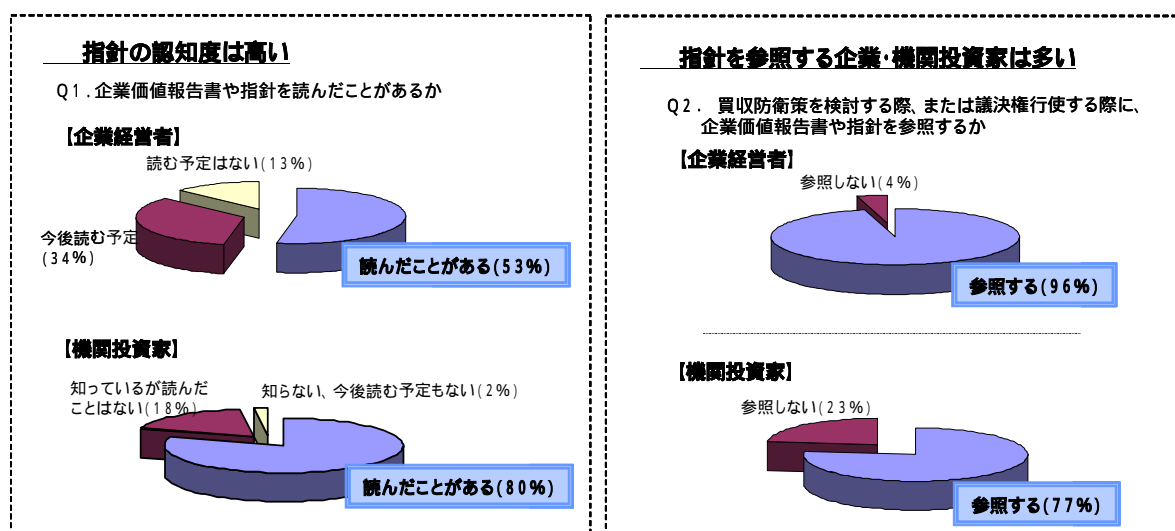
下「指針」という。)を策定・公表した³。

(企業価値報告書・指針の評価)

企業価値報告書・指針については、多くの企業経営者や機関投資家など企業社会の関係者から一定の評価を受けている。経済産業省が05年9月に実施した日本企業及び日本の機関投資家を対象としたアンケートによると、約9割の企業、そして、機関投資家のほぼすべてが企業価値報告書及び指針を知っている又は読んだことがあると回答しており、企業価値報告書や指針の認知度は大変高い。

また、96%の企業、機関投資家の77%が、買収防衛策の導入や買収防衛策に関する議決権行使にあたって、企業価値報告書や指針を参照すると回答している。

(図1-1) 企業関係者及び機関投資家に対するアンケート結果



企業価値報告書においては、企業価値研究会が提案するルールやこれを踏まえた行政の指針が、企業社会に関係者によって尊重されることにより、日本の企業社会の行動規範となることを期待しているとして述べているが、このように、企業価値報告書及び指針は、多くの企業社会の関係者に尊重されているといえる。

³ 本報告書における「買収防衛策」の定義については、指針における定義を援用し、「株式会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせず新株又は新株予約権の発行を行うこと等により自己に対する買収の実現を困難にする方策のうち、買収が開始される前に導入されるもの」とする。

第2節 企業価値報告書・指針策定後の動き

05年5月に企業価値報告書及び指針が策定・公表されて以降、企業や投資家など企業社会の関係者において、様々な動きがあった。

1. 買収防衛策の導入を巡る関係者の動き

(企業の動向)

企業価値報告書や指針の策定を受け、企業の中には、企業価値報告書において言及された、いわゆる「事前警告型買収防衛策⁴」や「信託型ライツプラン⁵」などの買収防衛策の導入を検討し、実際に導入する企業が登場した⁶。05年4月以降、敵対的買収時に新株予約権等を用いて買収者の保有比率等を希釈化させることを前提とした買収防衛策(いわゆるライツプラン)は、既に40社を超える企業によって導入されている⁷。その類型は様々であるが⁸、経営者の保身のためではなく、自らの企業価値を高める源泉が何かを明らかにし、当該買収防衛策が企業価値の維持・向上のための取組みであることを明示していること、取締役の任期を1年にするなど株主の意思が反映されるよう工夫が施されていること、客観的な廃止基準を設けたり、独立社外が判断する仕組みを設けるなど、内部取締役の恣意的な判断がなされないよう工夫がされていること、株主・投資家への影響が明示されていることなど、企業価値報告書や指針に沿った買収防衛策を導入しようと努めている。

買収防衛策については、株主総会の決議を経て導入するのか、取締役会決議で導入するのか、また、予め新株予約権を発行しておくのか、有事の際に発行するのかの違いなどによって、コスト、手続き、効果などの面で、

⁴ 企業価値報告書98頁 脚注155参照

⁵ 企業価値報告書98頁 脚注154参照

⁶ この背景としては、買収防衛策の検討に際し懸念とされた法的問題点について、企業価値報告書や指針において、差別的行使条件が付された新株予約権を株主割当・無償割当等の態様で取締役会決議により発行可能であることなどを明確にしたことも一因に上げられる。

⁷ 証券取引所の適時開示情報等により、経済産業省が把握している導入数は48件(3月末時点)。

⁸ 企業価値報告書が示した類型で分類すれば、株主総会決議を経て導入した企業が9社。その多くが、差別的行使条件付きの新株予約権を発行し信託銀行が管理する方法をとる。その他、取締役会限りで導入した企業が36社。取締役会限りで導入を決議した企業は平時には新株予約権等の発行は行わず、有事になれば発動する旨を警告しておく方策をとる。発動に際しては、多くの企業が、買収者に一定の検討期間要求し、買収者が遵守すれば買収防衛策を解除するといった客観的な廃止要件を設けている(客観廃止要件設定型)。一定期間の定め方は、通常、全株式・全現金買収の場合には、それ以外の買収に比べて期間を短く設定するなど買収手法によって期間を変えている(例えば、前者が60日、後者が90日)。また、独立社外からなる特別委員会を開催し、当該委員会が買収の是非を判断するタイプ(独立社外チェック型)の企業も多い。特別委員会の構成については、社外取締役で構成する企業、社外取締役と有識者からなる構成する企業、有識者だけで構成する企業がある。

特徴が分かれるが、そもそも買収防衛策の機能は、買収者の株式の買い占めを一時停止させ、対象会社が買収者と交渉をしたり、情報の収集や検討をしたり、代替案を提示する時間を確保したりするためのツールであることを考えれば、予め導入している事実を株主・投資家に分かるような形で開示しておくこと、守るべき自らの企業価値とは何かを明らかにしておくこと、取締役の恣意的な判断がなされないことを明示しておくことこそが重要であろう。

また、05年の株主総会では、敵対的買収に対して新株発行等による対抗措置を迅速に行うことができるようにするなどの目的も含め、授權資本枠を拡大するための定款変更を求める企業も多く登場した。議決権行使助言機関であるISS（Institutional Shareholder Services）によれば、05年6月の総会において、いわゆる「信託型ライツプラン」の導入を総会で提案した企業は6社存在した⁹ ¹⁰。また、授權資本枠の拡大については、235社から提案が行われた¹¹。

一方、各企業では、05年3月期決算の上場企業約1830社のうち、ほぼ2社中1社に当たる860社が増配または復配に踏み切るなど¹²、敵対的買収をも意識しつつ、資本政策を見直して、株主還元を手厚くするといった株主重視の姿勢を採る企業が増加している¹³。

今後も、多くの企業によって買収防衛策の導入が考えられ¹⁴、06年6月の株主総会においても、導入の是非等について活発な議論が予想されるとともに、新たな事業戦略や資本政策のあり方など、企業価値向上策を総合的に講じる動きも活発化することが見込まれる。

（機関投資家による議決権行使ガイドラインの策定）

企業による買収防衛策導入の動きを受けて、機関投資家は、信託型ライツプランのように新株予約権の有利発行を伴うものや授權資本枠の拡

⁹ 05年7月4日付日本経済新聞（朝刊）9面。

¹⁰ なお、買収防衛策の導入について、株主総会の承認を求めた企業は、信託型ライツプラン導入の6社以外にも2社存在する。

¹¹ なお、厚生年金基金連合会（現 企業年金連合会）は、投資先企業のうち154社から、授權資本枠拡大のための定款変更議案の提案があったとしている。

¹² 05年6月25日付日本経済新聞（朝刊）第2部1面。なお、06年3月期の上場企業（新興市場、金融を除く）の配当総額は、3兆8471億円と前期比19%増える見通しとなっている（06年3月8日付日本経済新聞（朝刊）1面）。

¹³ 日米の配当性向を比較すると、10%程度の格差が見られ、04年度実績では、日本が18%、米国が31%となっている（平成17年度 生命保険協会アンケート調査「株式価値向上に向けた取組みについて」4頁）。

¹⁴ なお、これまで平時の買収防衛策として講じられてきた株式持ち合いについては、現在も買収防衛策として活用したいとの企業が多いとの指摘もあり、この是非についての議論が進められることも望まれる（06年3月23日 日本経済新聞（朝刊）11面参照）。

大に伴う定款変更議案などにより、買収防衛策導入の是非について、株主総会において議決権行使が求められることとなった。

通常、欧米の機関投資家は、買収防衛策に関する議決権行使ガイドラインを有しておりそのガイドラインに基づき、個別企業ごとの状況等を考慮して議決権行使を行っている¹⁵。しかし、これまで日本では、欧米並みの買収防衛策が導入されていなかったため、日本の機関投資家は、それに対応し得るような議決権行使ガイドラインを整備していなかった。

こうした中、前述のアンケートによると、企業による買収防衛策の導入という動きを受けて、機関投資家の約5割が買収防衛策に関する議決権行使ガイドラインを策定していると回答しており、また、厚生年金基金連合会（現 企業年金連合会）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・公表して以降、地方公務員共済、野村アセットマネジメント、日興アセットマネジメントなどといった主要な機関投資家が議決権行使ガイドラインを策定・公表するなど、買収防衛策に関する機関投資家の考え方の整理が進みつつある。

（株主総会における動向）

05年6月の株主総会では、先に述べた信託型ライツプラン導入に伴う新株予約権の有利発行や授権資本枠の拡大に伴う定款変更議案など、買収防衛策に関する議案が多く付議されたため、買収防衛策導入の是非等について株主と経営者との間で活発な議論が行われるとともに、その決議結果に関して社会的に大きな関心が寄せられた。

6月総会企業のうち、いわゆる「信託型ライツプラン」導入に伴う新株予約権の有利発行決議については、先に述べた6社すべてが株主総会において承認された¹⁶。一方、授権資本枠の拡大に伴う定款変更議案については大半が承認されたものの、一部の企業においては否決され、企業経営を取り巻く株主の声の強まりを感じさせる結果となった¹⁷。こうした動きは、経営者と株主・投資家との対話や相互理解の重要性を示唆するものと言える。

（証券取引所における取組み）

企業による買収防衛策導入の動きを受けて、東京証券取引所は、05

¹⁵ 企業価値報告書第3章54～58頁参照

¹⁶ なお、信託型ライツプラン以外に、買収防衛策の導入について株主総会の承認を求めた企業（2社）の議案についてもすべて承認されている。

¹⁷ 授権資本枠の拡大については、ISSは、235社のうちに約200社について反対票を投ずるべきと助言している。また、厚生年金基金連合会（現 企業年金連合会）は、投資先の154社のうち146社に反対票を投じている。

年4月、企業価値研究会の論点公開骨子を参照して、「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」を公表した。留意事項では、防衛策の導入にあたっては、防衛策の目的や発動・解除等の条件、発動時に株主等に与える影響などを株主・投資家に対して十分な開示を行うこと、防衛策の発動、解除等の条件が不透明でないこと、買収者以外の株主や投資家に不測の損害を与えないこと、いわゆるデッドハンド型の買収防衛策の導入は行わないこと、などを遵守するよう上場会社に要請した¹⁸。

2．政府等における公正なM & Aルール形成に向けた動き

企業価値報告書や指針以外にも、政府等において公正なM & Aルール形成に向けた制度整備が進められた。まず買収ルールについては、05年6月に証券取引法が改正され、05年2月にライブドアがニッポン放送株を大量取得する際に利用して問題となった時間外取引について、公開買付け規制の対象とすることとした。

また、05年7月、自民党の企業統治に関する委員会において「公正なM & Aルールに関する提言¹⁹」が公表され、TOB制度の改革や買収防衛策に関する開示制度の創設などが提言された。

さらに、政府は、TOBルールの見直し作業を開始するとともに、買収防衛策の開示制度については、会社法施行規則に盛り込むべく検討を行った。

3．敵対的買収事例の顕在化と司法判断

(敵対的買収増加の顕在化)

日本におけるM & A件数は、00年以降大幅に増加し、05年には2725件と10年前に比べて約6倍と大幅に増加している²⁰。

「日本のM & Aについては、依然として友好的なものが主流であるものの、ここ数年、敵対的な買収が増加する兆しがある」と企業価値報告書において指摘しているが²¹、05年は、ライブドアによるニッポン放送に対する敵対的買収に始まり、多くの敵対的な買収が起こるなど、日本

¹⁸ 東京証券取引所以外にも、JASDAQ(同年4月21日)、大阪証券取引所(同年4月28日)、福岡証券取引所(同年4月28日)、札幌証券取引所(同年5月10日)が同様の趣旨の留意事項を公表している。

¹⁹ 自由民主党ホームページ参照(<http://www.jimin.jp/jimin/seisaku/2005/seisaku-006.html>)

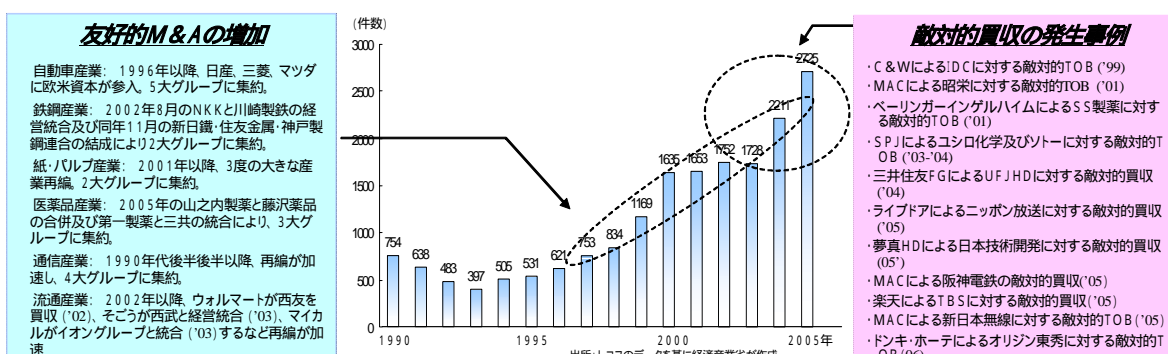
²⁰ レコフ調べ。

²¹ 企業価値報告書第1章参照

においても敵対的買収の試みが増加しつつある。

05年7月には、いわゆる事前警告型の買収防衛策を導入した日本技術開発に対して、夢真ホールディングスが公開買付けを開始した。それに対して日本技術開発が対抗措置として株式分割を決定し、実際に買収防衛策が発動される事例もあった。その後も、MAC（いわゆる村上ファンド）による阪神電鉄株の大量取得といったファンドによる事業会社株の大量取得、楽天によるTBSに対する経営統合提案などの事業会社間の敵対的買収、また、新日本無線を巡るMACと日清紡による買収合戦やオリジン東秀を巡るドン・キホーテとイオンによる買収合戦といったように、敵対的買収は件数が増加しているだけでなく、その様態も多様化しつつあるといえる。

（図1 - 2）日本におけるM & A件数の推移と敵対的買収の発生事例



（買収防衛策に関する司法判断）

一方、買収防衛策の導入や敵対的買収事案の増加などを受けて、買収防衛策に対する司法判断もいくつか示された。05年3月、東京高裁はニッポン放送による新株予約権の発行に対するライブドアによる差し止めの仮処分申請を認めた²²。また、05年6月には、新株予約権を活用した買収防衛策を導入したニレコに対して株主が申し立てた新株予約権の発行差し止めの仮処分申請を認めた²³。また、前述した日本技術開発の株式分割については、夢真側からその差し止め請求が出されたが、05年7

²² 企業価値報告書 21頁 脚注42参照

²³ ニレコによる新株予約権の発行について、東京高裁は、「取締役会は（中略）濫用的な敵対的買収に対する防衛策として、新株予約権を活用することも考えられないではない」が、「取締役は、会社の所有者である株主と信認関係にあるから、（中略）株主に対していわれのない不利益を与えないようにすべき責務を負う」ため、「本件新株予約権の発行は、既存株主に受任せざるべきでない損害を生じるおそれがあるので、取締役会に与えられている権限を逸脱してなされた著しく不公正な方法によるものと認めざるを得ない」として、東京地裁による新株予約権発行の差し止めの仮処分決定を支持した。

月、東京地裁はその申立を却下している²⁴。

第3節 公正なM & Aルール形成に向けて残された課題

企業価値報告書・指針策定後の動向を見ると、企業価値報告書や指針は、多くの企業社会の関係者から参照されているが、買収防衛策に関する一定のルール形成に向けては、企業価値報告書においても指摘したように、様々な課題が残されていた。また、買収側のルール、防衛側のルールも含め、公正なM & Aルールを日本の企業社会に根付かせるためには、更に検討を深める必要があった。

企業価値研究会が05年9月に検討を再開したのはこのためである。以下では、その具体的な問題意識を提示する。

1. 公正なM & Aルール形成の必要性

企業の支配権は、通常の商品に比べ、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という特徴があるが、友好的買収、敵対的買収に関わらず、企業買収の局面では、まさにそのような企業の支配権についての判断が行われることになる。

企業価値報告書における整理のとおり²⁵、企業買収の局面では、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おそれがあるため、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・検討により判断されることが望ましい。そのため、株主に対して、買収者及び現経営陣から相対比較に必要な企業価値を左右する必要な情報が十分提供されることが求められる。そして、買収防衛策がそのような機能を果たせば、企業価値を高めるものとして評価す

²⁴ 日本技術開発による公開買付け期間中の株式分割について、東京地裁は、「取締役会は、株主が（企業の経営支配権の争いについて）適切に判断を行うことができるよう、必要な情報を提供し、かつ、相当な熟慮期間を確保するためにその権限を行使することが許されているといえる」が、そのために、取締役会が講じる対抗措置の相当性については、「取締役会が当該対抗措置を採った意図、当該対抗手段をとるに至った経緯、当該対抗手段が既存株主に与える不利益の有無及び程度、当該対抗手段が当該買収に及ぼす阻害効果等を総合的に判断すべきである」とし、本件株式分割については、その効果は株主総会まで公開買付けの効力を引き延ばす効果を有するに過ぎず、また、株式分割により著しい経済的損失を被るものではないため、「直ちに相当性を欠き、取締役会がその権限を濫用したものである」として、夢真ホールディングスの株式分割差し止めの仮処分申請を却下した。

²⁵ 企業価値報告書第2章第2節参照

ることができる²⁶。つまり、企業買収の局面において、株主や投資家による十分な情報に基づいた判断（インフォームド・ジャジメント）を可能とする制度や慣行の確立することが求められるといえる。

そのような観点から見ると、05年の9月時点においては、企業価値報告書や指針により、買収防衛策に関する公正なルールはある程度確立されていたものの、公正なM&Aルールを日本の企業社会に根付かせるという観点からは、いくつかの課題が残されていた。

2. 残された課題

（買収防衛策に関する開示ルール）

株主・投資家、買収者などの予見可能性を高め、株主の適正な選択の機会を確保する観点から、買収防衛策の開示は重要である。そのため、企業価値報告書においても、営業報告書における新たな開示制度を設けることが妥当であると指摘した²⁷。現状でも、買収防衛策を導入した企業は、自主的に防衛策の内容等に関する開示を行っているが、どのような内容について、どのような手段で、また、どのようなタイミングで開示されるべきか、といった点について、企業、株主、投資家などの関係者が認識を共有している状況となっていなかった。

（証券取引所における買収防衛策の取扱い）

買収防衛策は、基本的には証券取引所に上場している企業に関する問題とも言えるが、証券取引所は、投資家を保護する観点から、上場される株式の発行会社に対して、上場規則などで示される一定の基準を満たすことを求めている。しかし、その上場規則などにおいて、会社法の施行に伴い新たに導入が可能となる買収防衛策を含め、個別具体的な買収防衛策がどのように取り扱われるべきかについての共通認識が確立されているとはいえなかった。

（買収ルール）

買収ルールのひとつである証券取引法の公開買付け制度は71年に導入され、その後、90年に大量保有報告書の導入と併せて全面的に改正

²⁶ 適正な買収防衛策が導入されることで達成される最大の効能は、買収者側と現経営陣側とが企業価値の確保・向上を争点としたマニフェストを掲げて正当性を訴えていく「マニフェスト型買収」へと、買収自体の構造が転換されていく点にあるとの指摘もある（武井一浩、中山龍太郎「企業買収防衛戦略 [第二巻]」（商事法務、06年）14頁以下参照）。

²⁷ 企業価値報告書80頁参照

された以降、大きな変更が行われていない。しかし、ここ最近、実際にいくつかの企業で買収防衛策の導入の動きがあり、また、敵対的な買収に際して公開買付けが行われるなど、日本における買収や買収防衛策に関する状況が変化しているため、それに対応し得る新たな公開買付け制度などの買収ルール確立が求められていた。

(株主・投資家と経営者との対話の充実)

買収防衛策の導入にあたって、経営者は、株主・投資家の十分な理解を得ることが必要となる。そのために、経営者は、企業価値の向上を目指す経営に関して、株主・投資家に対して日常的に情報提供を行うとともに、株主総会において買収防衛策に関する株主の意思を問う際には、株主・投資家と経営者が十分に議論を行い、両者が納得した上で導入されることが求められる。

企業経営者が株主・投資家の十分な理解を得るために、どのような形で対話を充実させるかについては、個々の企業の置かれた状況や株主等との関係などに応じて、自主的に取り組むべき問題であることは言うまでもない。しかしながら、05年6月の株主総会の状況を見る限り、買収防衛策導入企業の中には、株主・投資家との十分な対話を行うための取組みが不十分であったため、買収防衛策の導入に関して株主・投資家からの十分な理解を得るに至らなかった場合があったことも否めない。また、機関投資家の買収防衛策に関するスタンスがわからなかったため、企業側が対応に苦慮した面もある。

3. 企業価値研究会における検討

企業価値研究会では、合理的な買収防衛策のあり方について検討を重ね、企業価値報告書を公表したが、その目標は、日本の企業社会に公正なM&Aルールをより早く根付かせることにあった。

買収防衛策に関する公正なルールはある程度形成されたものの、公正なM&Aルールの形成に向けては、先に述べたような多くの課題が存在している。

企業価値研究会では、これらの諸課題、すなわち、買収防衛策に関する開示ルール及び証券取引所における取扱いのあり方、日本における買収ルールのあり方、株主・投資家と経営者との対話を充実させるための方策という3つのテーマについて、日本における制度の現状、欧米各国の制度及びその実態などに関する調査を踏まえつつ、各テーマに

関係する諸制度のあり方について総合的な検討を行った。

これらの課題については、研究会と並行して、関係省庁等においても検討が行われているが、企業価値研究会としても、公正なM & Aルール形成に向けて、企業価値基準の浸透、インフォームド・ジャジメントを可能とするインフラ整備という観点から、制度化すべきもの、自主的な取組みが望ましいものも含めて総合的に提案すべく、引き続き検討を行い、そのうち、²⁸については、05年11月に論点公開（公正な買収防衛策のあり方に関する論点公開²⁸）を、また、²⁹については、05年12月に論点公開（企業価値基準を実現するための買収ルールのあり方に関する論点公開²⁹）を行っている。

本報告書では、買収防衛策に関する開示ルール及び証券取引所における取扱い（第2章）、買収ルールのあり方（第3章）、株主・投資家と経営者との対話を充実させるための方策のあり方（第4章）について、企業価値基準という観点から、企業価値研究会としての考え方を提示するとともに、現時点における日本のM & Aルールの全体像を明らかにすることも目指している。また、最後に、こうした公正なルールが、企業社会にしっかりと根付き、企業社会の変化を促すよう、日本の企業社会への期待（第5章）を提示する。

公正な買収防衛策のあり方を提示した企業価値報告書・指針も加えると、本報告書により、日本における公正なM & Aルールの全体像が提示されることとなる。今後、敵対的な買収を含めてM & Aが活発化しつつある中で、これらのM & Aルールが企業経営者や市場関係者などの企業社会の関係者により尊重され、日本において公正なM & Aルールが定着するための一助となることを期待したい。

²⁸ 経済産業省ホームページ参照 (<http://www.meti.go.jp/press/20051110002/20051110002.html>)

²⁹ 経済産業省ホームページ参照 (<http://www.meti.go.jp/press/20051215010/20051215010.html>)

第2章 買収防衛策に関する開示・上場ルール

～買収防衛策に関する開示のあり方及び証券取引所における取扱いについて

第1節 買収防衛策に関する開示のあり方について

第1章で述べたとおり、企業価値基準に基づく公正な買収ルールを形成するという観点からは、買収防衛策に関して明確な開示ルールを確立することが求められる。

本章では、買収防衛策に関する開示の必要性を示すとともに、買収防衛策の開示の実態や制度上の課題を踏まえた上で、日本における買収防衛策の開示のあり方について、企業価値研究会の論点公開³⁰と証券取引所における開示制度整備に向けた取組みや会社法上の開示制度等について紹介を行う。

1. 買収防衛策に関する開示の必要性

(開示の必要性)

企業価値報告書や指針でも示されているとおり、平時の買収防衛策の導入に際しては、その目的や具体的内容などについてあらかじめ開示することが求められる。また、買収防衛策を開示することで、株主・投資家の予見可能性を高め、株主の適正な選択の機会を確保すればその適法性及び合理性が高まる³¹。

(機関投資家や企業の開示に関する意識)

経済産業省が05年9月に実施したアンケート調査においても、日本の機関投資家の約5割は、買収防衛策に賛成するための条件として、買収防衛策の開示を掲げ³²(図2-1参照)、開示に際しては「買収防衛策の目的」「買収防衛策の具体的内容」「買収防衛策の効果」等を求めている(図2-2参照)。また、多くの企業も、買収防衛策を導入した場合には様々な手段を通じて開示すると回答する³³など(図2-3参照)、買収防衛策に関

³⁰ 脚注28参照

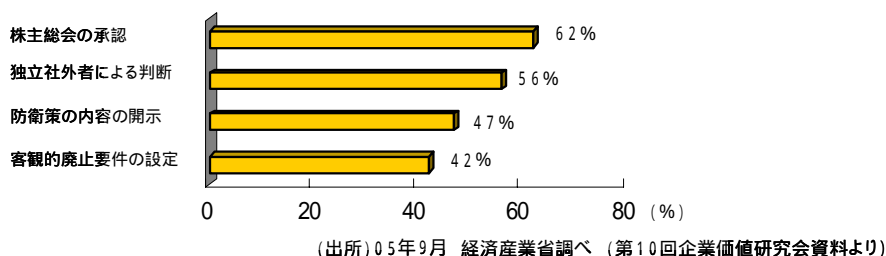
³¹ 企業価値研究会「企業価値報告書」(05年5月27日)第4章第3節参照、経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(05年5月27日)趣旨参照。ホームページはともに <http://www.meti.go.jp/press/20050527005/20050527005.html>

³² 経済産業省が05年9月に行ったアンケート(調査対象:日本国内に拠点を有し、日本株投資を行っている機関投資家(信託銀行、投信投資顧問、生命保険)のうち、自社で議決権行使判断を行っている113社、回答:50社、44%。株式会社アイ・アール ジャパン協力による)。

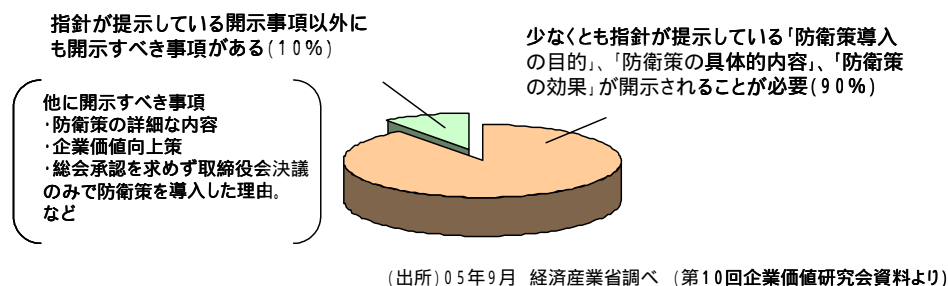
³³ 経済産業省の05年9月の調査によれば、防衛策が必要あるいは場合によっては必要と回答した企業の全てが開示する旨回答。開示方法は、営業報告書、自社HP、有価証券報告書や半期報告書において開示する企業が多数を占める(調査対象:国内全上場企業3757社、回答:837社、22.3%)。

する開示の重要性は機関投資家にも企業にも十分に浸透していると言える。

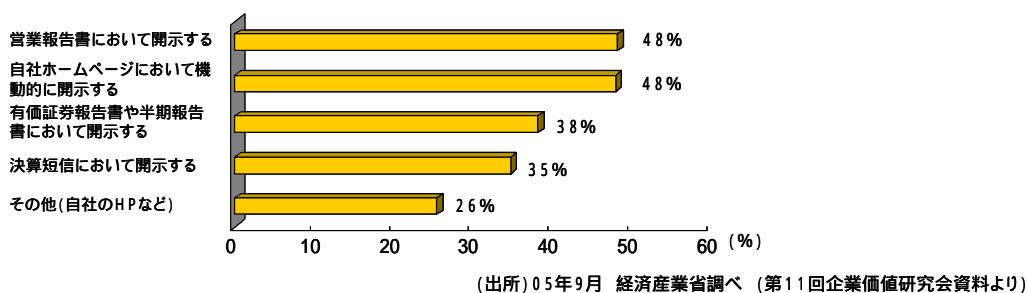
(図2-1) 機関投資家が買収防衛策に賛成する条件(複数回答)



(図2-2) 機関投資家が要求する防衛策に関する開示事項



(図2-3) 企業の買収防衛策の開示方法(複数回答)



2. 買収防衛策に関する開示の現状及び制度上の課題

(日本企業の開示の実態)

企業価値研究会では、05年10月時点で買収防衛策を導入していた18企業について、開示のタイミング、開示の内容、開示の手段、について分析を行った。

開示のタイミングについては、全ての企業が、導入決定後、証券取引所の適時開示規則に従って速やかに開示を行っていた。しかしながら、適時開示以降、営業報告書などによる継続開示との間に、空白期間のある企業（あるいは営業報告書などにおいて開示されていない企業）が12社存在するなど、継続的な開示の観点からは制度上の課題もあった³⁴。

開示の内容については、目的や具体的内容について詳しく開示している企業もあれば、どのようなプロセスで判断されるのかなど具体的内容に関する開示が不十分又は不透明な企業も存在した。

開示の手段については、証券取引所の適時開示規則、有価証券報告書、営業報告書、及び、ホームページに自主的に開示を行っている企業が多かったが、有価証券報告書や営業報告書に記載がない企業も5社存在するなど、対応にはばらつきがみられた。また、有価証券報告書や営業報告書に記載がある場合であっても記載箇所が企業毎に異なる³⁵など、株主・投資家からすれば、どこをみて判断すれば良いのか分かりにくいという結果が示された。

（日本の開示制度上の課題）

上記のように、企業毎に開示の方法が異なる理由は、日本の買収防衛策に関する経験の浅さや、日本における開示制度は、商法、証券取引所が定める適時開示規則などと多岐にわたるが、それらにおいては買収防衛策に特化した規定がなく、企業の自主的な開示に委ねられていたことにもあった。05年9月の時点では、どのようなタイミングで、どのような内容を、またどのような手段を用いて開示されるべきなのかといった点について、企業、株主、投資家などの関係者が認識を十分に共有していなかったとも言える。こうした状況の下では、不十分な開示や不透明な開示によって、株主・投資家の投資判断に影響を与えたり、企業や株主に過度の負担が生じたりするなど、弊害や混乱が生じかねない。こうした弊害や混乱が生じることがないように、買収防衛策の開示に際しては、必要かつ十分な情報を、適時かつ継続的に、分かり易く開示するなどの工夫が求められていた。

（欧米の現状）

欧州では、買収防衛策を禁止する英国や買収防衛策を容認する大陸諸国

³⁴ 各証券取引所の適時開示期間が30日以内であることから、ここでは、適時開示を行ってから有価証券報告書あるいは営業報告書に開示されるまで31日以上期間が空いている企業を開示に空白期間がある企業とした。

³⁵ 有価証券報告書における記載箇所としては「コーポレート・ガバナンスの状況」「対処すべき課題」「新株予約権等の状況」「事業等のリスク」「株式等の状況」など。営業報告書における記載箇所としては「決算期後に生じた会社の状況に関する重要な事実」「対処すべき課題」など。

など各国毎に買収防衛策の開示に関するルールは異なるが³⁶、04年に採択された企業買収指令では買収防衛策に特化した規定ではないものの、定款の開示が義務付けられることになり、今後は、実質的に買収防衛策の開示も行われることになる。

他方、米国においては、買収防衛策に特化した開示規則はないものの、約20年の経験を通じて、ライツプランについては、開示すべき内容、手段、タイミングなど、一定のルールが確立されている³⁷。今日の米国においては、ライツプランの導入は重要事実であるとの整理がなされているものの、実際問題として、格段の重要性を有する事象ではないというのが共通認識のようである。その背景として、以下のような点が指摘されている。

現状ライツプランを導入していない会社においてもライツプランは取締役会の決議によりいつでも容易に導入できるものであり、現在、ライツプランを発行していないことが、その会社が敵対的買収への防御方法としてライツプランを用いることができないことを意味しないし、市場もそのことを当然のこととして受け止めている、ある程度のバリエーションがあるものの、ライツプランは20年の経験を経て、その内容はおよそ定型化しているなどである。

日本においても、株主・投資家の投資判断に影響を与えたり、企業や株主に過度の負担が生じたりしないよう、欧米のような一定のルールの確立が求められていた。

(政府や証券取引所の取組み)

こうした状況を踏まえ、政府や東京証券取引所を始め各証券取引所は、買収防衛策に関する開示規則のあり方について検討を始め、そのうち、東京証券取引所は、06年3月8日に施行した買収防衛策に係る上場制度³⁸の中で開示を義務付けた。また、政府も、会社法施行規則において事業報告に買収防衛策の開示を義務付け、買収防衛策に関するルール整備が図られている。

以下では、企業価値研究会の論点公開を中心に、こうした証券取引所や会社法施行規則の開示規則に共通する考え方を紹介する。

³⁶ フレッシュフィールド・ブルックハウス・デリガ-の調査によれば、英国やドイツのように買収防衛策に関する開示に特段の規定が存在しない国もあれば、フランスのように、開示書類（意見表明報告書等）の全てに防衛策の詳細を記載している国、オランダのように証券取引所が開示義務を設けている国が存在する。

³⁷ サリガン・アント・コムワイル外国法共同事業法律事務所による報告に基づく（第11回企業価値研究会提出資料参照）。

³⁸ 3月7日「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等に伴う株券上場審査基準等の一部改正について」（http://www.tse.or.jp/guide/rule/taisho/060307_a1.pdf）

3 . 日本における買収防衛策の開示のあり方

前述のとおり、買収防衛策の開示に際しては、必要かつ十分な情報を、適時かつ継続的に、分かり易く開示するなどの工夫が求められるが、企業価値研究会の論点公開では、買収防衛策の開示に関する基本的なポイントについて次のように考え方を整理している。

導入した目的及び内容等の主要な事項が明らかにされるべきである。
導入から廃止までの間、継続して開示されるべきである。

さらに、研究会では、上記の2つの要件を満たす開示のあり方について、「1 . 開示の対象」、「2 . 開示事項」、「3 . 開示の手段とタイミング及び継続性」の3つの観点から考え方を整理している。

(1) 開示の対象について

株主・投資家の投資判断に影響を与えうる重要事項については、既に有価証券報告書等により開示が義務付けられているが、論点公開でも同様に、買収防衛の目的の有無に関わらず、株主・投資家の投資判断に影響を与えうる重要事項については、開示の基本原則に従って開示が求められるとしている。したがって、買収防衛策に関する開示のあり方を考える際にも、こうした情報開示に関する基本原則に基づき、これと整合性のある考え方を採用することが妥当であるとしている。

上記で示した開示の基本的な考え方に立つと、少なくとも買収防衛を目的とした新株又は新株予約権の発行については、「2 . 開示事項」や「3 . 開示の手段とタイミング及び継続性」に基づいて、必要かつ十分な情報が、適時かつ継続的に、分かり易く開示されるべきである。

また、研究会では、授権資本枠の拡大や株式の持ち合いなどについても買収防衛策目的の有無を開示させるべきとの指摘があったものの、これらのうち、実質的に資金調達や事業提携を目的としている場合であって、自己に対する買収の実現を困難にすることを目的としていないものについては、上記の開示の一般原則に基づいた開示が求められるだけで、それに加えて防衛策としての開示は求める必要はないと整理している。しかしながら、05年の株主総会における議論等を踏まえると、授権資本枠の拡大や株式の持ち合いになどについても、当然のことながら、市場の納得と理解を得るために、実務的な判断に基づいて、その目的など

について十分な説明が望ましいとしている。

なお、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（いわゆる事前警告型）や、取締役会で条件付発行決議をしておくような方策（いわゆる条件決議型）も、買収防衛策の開示の対象に含まれることになると整理している。

（２）開示事項について

論点公開では、買収防衛策を開示するに当たっては、株主・投資家が適切にその是非を判断することができるよう、目的と決定された具体的内容が開示されるべきであるとしている。

買収防衛策の導入目的について

論点公開では、１．で示した買収防衛策は、企業価値ひいては株主共同の利益を確保又は向上させる目的で導入されるべきことは当然であるが、企業価値を確保又は向上させると判断した理由についても開示されるべきであるとしている。

具体的には、例えば、どのような買収を防止することを目的としているのか（グリーンメイラー、二段階買収など）、どのような効果があるのか（情報収集や代替案提示のための時間確保、交渉力確保など）、守るべき企業価値とは何か（株主価値及びステークホルダー価値など）などについて開示することが考えられる。

買収防衛策の具体的内容について

論点公開では、１．で示した買収防衛策については、決定された発動・廃止の条件及び導入・発動による買収者や株主への影響が開示されるべきであるとしている。

具体的には、発動可能となる株式取得割合、発動・廃止の判断基準や判断プロセス（客観的な廃止要件、独立社外のチェック、株主総会の承認の有無など）、買収者や株主に与える影響（持分の希釈化の程度、議決権の制限や変更など）などについて、開示されるべきであると考えられる。

その他、例えば、企業価値の向上に向けた取組み（コーポレート・ガバナンスの向上への取組み、株主還元政策、事業戦略など）や発動時の事務手続などについても開示を義務付けるべきとの指摘がなされたが、こうした取組みについては、企業の状況等を踏まえながら、IR活動等を通じた会社側の自主的な取組みに委ねられると整理を

行っている。

(3) 開示の手段とタイミング及び継続性について

論点公開では、1.で示した買収防衛策は、導入決定後、速やかに開示し、導入期間中は、株主、投資家、買収者などがその有無及び内容等を確認できるよう、継続して開示されるべきであるとしている。そのため、適時開示としては、証券取引所の適時開示システムを、継続開示としては、会社法の事業報告（現行の営業報告書）を利用すべきであるとしている。

(導入決定時の開示について)

論点公開では、1.で示した買収防衛策は、導入決定後、速やかに開示されるべきであるとしている。そのため、証券取引所の適時開示システムを利用して、「2.開示事項」で示した内容が開示されるべきであるとしている。

(継続的な開示について)

論点公開では、1.で示した買収防衛策は、導入期間中は、株主、投資家、買収者などがその有無及び内容等を確認できるよう、継続的に開示されるべきであるとしている。そのため、法律上、毎事業年度ごとに提出が義務付けられた会社法施行規則に基づく事業報告を利用して継続的に開示されるべきであるとしている。

また、論点公開では、証券取引所の適時開示システムの開示期間が最大1ヶ月であることから、例えば、株主総会直後に取締役会の決定で導入した企業は、次年度に事業報告により開示されるまで法定開示は求められない点を指摘し、継続的な開示の確保という観点からは、証券取引所の適時開示期間を延長して開示を継続することを可能とするような制度改革が望まれるとしている。また、各証券取引所などが、株主・投資家が買収防衛策の導入の有無を確認できるようにするために、サービスの一環として、買収防衛策の導入を決定した企業について、一括した情報提供を行うことも検討に値するとしている。なお、東京証券取引所においては、06年3月から実施しているコーポレート・ガバナンス報告制度の中で買収防衛策の開示を求めており、継続的な開示が行われるよう手当がなされている。

さらに、論点公開では、法定開示ではないものの、企業が自らのホームページ決算短信等、株主・投資家が広く一般的に閲覧可能な手段

を活用して開示に努めることも望ましいとしている。

なお、論点公開では、有価証券報告書など証券取引法に基づく開示に関して、有価証券報告書等が開示企業の発行する有価証券に関し、投資判断上必要となる情報を、誤解を与えない形で投資者に対して提供し、仮に虚偽記載等があった場合には、罰則を伴うこととされていることを踏まえながら、買収防衛策に関連して、何らかの開示を求める方向で、その制度趣旨に即した検討が進まれることが望まれるとしている。

4．会社法及び証券取引所の開示規則について

企業価値研究会が論点公開を提示した05年11月以降、前述のとおり、会社法や証券取引所においても開示規則が設けられるなど、関係者間でルール明確化に向けた動きが急速に進みつつある。以下では、会社法及び証券取引所における開示規則について紹介する。

（会社法に基づく開示規則について）

06年2月7日に公布された会社法施行規則においては、事業報告において、買収防衛策に関する開示が義務付けられた。したがって、今後、買収防衛策を導入した企業は、株主総会に提出する事業報告において買収防衛策について開示を行う義務が生じる。

具体的には、会社法施行規則第127条に基づいて、事業報告の内容として、買収の防衛に関する基本方針、基本方針に照らして不適切な者が支配権を獲得することを防止するための取組（いわゆる買収防衛策）の具体的内容、買収防衛策の合理性に対する経営陣の評価と意見を開示しなければならないとされている。

（証券取引所の開示規則について）

東京証券取引所が06年3月8日に施行した買収防衛策の導入等に係る上場制度の改正規則によれば、買収防衛策の導入または発動に伴い新株または新株予約権を発行する場合には、発行価額の大小にかかわらず開示を要することとしている。さらに、かかる開示に関しては、『会社情報適時開示ガイドブック』等において、たとえば、買収防衛策の目的、スキームの内容（発動・廃止等の判断主体やその判断基準について詳細に記載するとともに、買収防衛策の合理性を高めるための工夫（たとえば、

導入に際しての総会決議、全株式・全現金買収の場合には廃止するといった客観的な廃止基準の設定、独立社外者の判断が重視される委員会の設置、第三者専門家の意見の取得、サンセット条項など定期的な見直し状況、取締役の選解任要件及び任期等)に関する開示)、導入に係る手続き及び日程、買収者出現時の手続き及び株主・投資家に与える影響といった事項を開示事項として定める予定としている³⁹。

企業価値報告書や指針で示した開示の必要性や3.で示した買収防衛策に関する開示のあり方は、これらの開示規則に共通した理念であると言える。

日本では買収防衛策の議論は緒についたばかりであるが、こうした買収防衛策に関する開示規制が整備されることによって、買収防衛策に関して、必要かつ十分な情報が、適時かつ継続的に、分かり易く開示される素地が確立されることになろう。買収防衛策の開示を通じて、株主・投資家の適切な投資選択の機会を確保するとともに、より合理性の高い買収防衛策が導入されることを期待したい。

第2節 買収防衛策に関する証券取引所における取扱い

第1節では、買収防衛策に関する残された課題である、「買収防衛策に関する開示」に関する企業価値研究会の論点公開について紹介したが、本節では、買収防衛策に関するもう一つの課題である、「証券取引所における取扱い」について紹介する。

1. 検討の背景と必要性

株式上場とは、証券取引所において株式を自由に取引できるようにすることを言う。会社は株式上場を行うと、資金調達手段が多様化するとともに、会社の知名度が向上するなどのメリットがあるとされている。一方で、不特定多数の投資家が株式の取引を行うことになるため、証券取引所は、投資家が安心して取引を行うことができるよう、株式を上場する会社に対して、一定の基準(上場審査基準)を満たすことや、財務状況等についての情報開示(適時開示など)を行うことを義務付けている。そして、会社がこのようなルールを遵守しない場合には、最終的に

³⁹ 飯田一弘「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備」(商事法務 No.1760)18頁参照。

は取引所から退出（上場廃止）させることにより、その実効性を担保している。

買収防衛策については、株主・投資家の自由な株式売買に影響を与えるおそれがあるため、証券取引所は、投資家保護の観点から、どのような買収防衛策であれば問題ないのか、一定のルールを定めておく必要がある。そしてこうしたルールは、企業価値を高める買収をも阻止するような買収防衛策を排除する上で実効性のあるスクリーニング機能を果たしうるため、そのあり方は極めて重要であると言える。

買収防衛策に関する様々なインフラが整う中、国内の各証券取引所は、企業価値研究会が公表した論点公開骨子などを参考として、05年4月から5月にかけて、買収防衛策を導入する際の投資者保護上の「留意事項」等を示し⁴⁰、「防衛策の発動、解除及び維持の条件があらかじめ定められ、適切に機能することが必要」、「デッドハンド型の買収防衛策等については、投資者保護上適切でない」、など⁴¹、買収防衛策導入に対する基本的な考え方を示すと共に、買収防衛策導入の際には事前に相談するよう促した。

これらの「留意事項」等は、政府の指針等に基づき将来的には制度化を予定していたことから、あくまで買収防衛策に対する基本的な考え方を示したものであり、個別具体的な買収防衛策に対する考え方や会社法の下で新たに可能となる買収防衛策の取扱いなどについては、今後決定することとされていた。

このため、企業価値研究会では、企業価値基準に基づいた買収防衛策であれば、導入企業の上場の障害とならないことを明確化し、一方で、企業価値を毀損する買収防衛策の導入を抑止することを目的として、05年11月に論点公開を提示した。また、これと並行して、証券取引所においても、買収防衛策の取扱いについて検討が進められ、東京証券取引所では、05年11月、06年1月と二度に亘りパブリック・コメント⁴²を実施した後に、06年3月「株券上場審査基準」等の一部改正⁴³を

⁴⁰ 各証券取引所における留意事項等の公表状況については、次のとおり。4月21日 東京証券取引所、JASDAQ「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項について」（以下、大阪証券取引所以外同名称）JASDAQ、4月25日 福岡証券取引所、4月28日 大阪証券取引所「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意点について」、5月10日 札幌証券取引所。なお、名古屋証券取引所からは公表されたものは無い。

⁴¹ この他、買収者が現れたことを行使の条件とする新株予約権を利用した買収防衛策のうち、新株予約権を防衛策導入時点の株主等に割り当てておくといったスキーム（実質的に防衛策発動時点の株主に割り当てるために、導入時点において暫定的に特定の者に割り当てておくような場合を除く）についても、投資者保護上適当でないとししている。

⁴² 11月22日「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について（要綱試案）」、1月24日「買収防

行った。⁴⁴

以下では、海外の証券取引所における買収防衛策の取扱いなどを参照しながら、証券取引所における買収防衛策の取扱いに関する、企業価値研究会の論点公開と証券取引所における上場制度整備に向けた取組みについて紹介する。

2. 欧米証券取引所における買収防衛策の取扱い

欧米の証券取引所における買収防衛策に対する役割は、概して限定的であると言える。

米国においては、黄金株や複数議決権など、既存株主の議決権を不当に損なう可能性のあるものについては上場を制限されているが、ライツプランなど、買収者以外の株主に不利益を与えない買収防衛策については、州の立法や裁判所の判断に委ねられるべきものと位置付けられている⁴⁵。

欧州の証券取引所においては、買収防衛策に対する規制はほとんど無いに等しい⁴⁶。しかしながら、英国では買収防衛策を導入するには株主総会の承認が必要であり、ドイツにおいては株式法により、ライツプランや種類株式を用いた買収防衛策は導入できないなど、法令等により制限されている。また、フランスにおいても、基本的には会社法や金融市場庁（AMF）の一般規則⁴⁷により規制される⁴⁸。

衛策の導入に係る上場制度の整備等について」。

⁴³ 脚注38参照

⁴⁴ この他、2月21日には大阪証券取引所、2月22日にはジャスダック証券取引所、3月20日には福岡証券取引所、3月29日には札幌証券取引所において、それぞれ「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について（案）」に関するパブリック・コメントが公表された。

⁴⁵ NYSEやNASDAQ等において、ライツプランの内容に関しては、一切規則を定めていない。したがって、デッドハンド型のライツプラン等に対する規制も課されていない。

⁴⁶ ユーロネクスト・パリの上場規則では、複数議決権の継続期間に関する定めが設けられている。

⁴⁷ 株主平等原則、買付者間の公正な競争、透明性、信義則及び誠実義務など。原則として買付期間中、株式等の発行に関する取締役会の授権は全て停止となるが、通常の取引であり、かつ公開買付けを阻害しないものは、株主の決議及びAMFの規則に従うことを条件に許容される。

⁴⁸ 欧州においては、04年に成立したEU企業買収指令により、各国において、買収防衛策の取扱いについて検討中であり、今後の動向を注視する必要がある。

(図2-4) 欧米における買収防衛策の取扱い及び導入事例

	米国			英国			ドイツ			フランス		
	法律	取引所	導入状況	法律	取引所	導入状況	法律	取引所	導入状況	法律	取引所	導入状況
ライツプラン			(デル、ヤフー等多数)	法的には可能だが、シティ・コード上の規制	- 明文規定なし	× 発動に株主の承認必要	×	- 明文規定なし	×	明確な禁止規定はない		× 株主承認なしに発動困難
拒否権付株式 (Golden share, Priority share)		×	×	株主の承認が必要	- 明文規定なし	(ロールスロイス、ユニリーバ等)	×	- 明文規定なし	×	株主承認必須 AMFによる規制の可能性高		(ミシュラン等)
議決権制限株式 (Voting right ceiling, capped voting plan)		新規上場の場合等は可能	不動産投信の場合など	株主の承認が必要	- 明文規定なし	(ロイター通信、B A E システム等)	特別法により存在	- 明文規定なし		(ルフトハンザ、フォルクスワーゲン)		(アルカテル、ダノン等)
複数議決権株式 (Multiple voting right, Super-voting stock, dual class stock)		新規上場の場合等は可能	(グーグル、バイアコム等)	株主の承認が必要	- 明文規定なし	(BP等)	×	- 明文規定なし	×	2年以上保有している株式には2倍の議決権	2倍の議決権を与える期間は4年以上に規制	(アクサ、クリスチャンディオール等)

(出典：05年3月 ABI (英国保険協会) 公表資料、及び「サリヴァン・アンド・グッドレル外国共同事業法律事務所「議決権を異にする株式に関するニューヨーク証券取引所規則の概要」、ブルジョワーズ・ブルックハウス・デリガ - 「買収防衛策に関する欧州の諸規制について」(共に第11回企業価値研究会資料))

3. 企業価値研究会の論点公開と証券取引所の上場制度整備に関する取組み

(1) 基本的な考え方について

05年11月10日に公表された企業価値研究会の論点公開では、買収防衛策の取扱いについては、本来、各証券取引所の上場規則という自主性に委ねられるべきものであることを明示している。これは、買収防衛策に関する規則が政府の指針と整合性が取れているのであれば、各証券取引所が一律の規則を設ける必要はなく、各々が株主・投資家、企業の選択肢を拡大することを目的として、市場の多様化に取り組むことも重要であるとの立場に立脚するものである。

この観点からは、多数の一般投資家が既に存在する上場企業と新規上場企業とを区分して考え、その取扱い基準を設けるとすることも考えられる。論点公開では本件に関し、「新規上場する企業が、複数議決権株式等を導入する場合には、米国の現状等を考慮すれば、株主・投

資家、企業の選択肢を拡大することを目的として、新規上場市場の現状を勘案し、各証券取引所がこれらの取扱いについて柔軟に考える余地はある」と示している。

これに関連して、東京証券取引所が06年1月に公表した「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について」(以下「上場制度改正要綱」という)では、「既上場会社が新たに拒否権付種類株式を発行する場合については、既存の一般株主の利益が侵害されるおそれが大いいため、上場廃止基準の例外の適用は慎重に行います。」として、既上場企業と新規上場企業についての取扱いの違いを示している⁴⁹。

(2) 企業価値基準との整合性について

論点公開では、証券取引所における買収防衛策の取扱いを考える上では、企業価値報告書において示している、「企業価値基準」と整合性を取りつつ、上場会社にふさわしいあり方を示していくということが基本的な視点になるべきとした上で、以下のような方策については、導入企業の上場を認めないという考え方が成り立ちうると示している。

企業価値や株主共同の利益を向上させる買収提案まで否定してしまう可能性が高い買収防衛策
十分な開示がなされていない買収防衛策
株主の総体的意思により廃止できない買収防衛策
買収行為に対して過剰な防衛効果を持つ買収防衛策(相当性のない防衛策)

これに関連して、東証では上場規則改正要綱及び06年3月に公表した「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等に伴う株券上場審査基準等の一部改正について」(以下「改正上場規則」という)において、企業が買収防衛策を導入する場合に尊重すべき4つの義務⁵⁰を定めており、これらを遵守しない場合には、その旨を公表することにより、投資者に対する注意喚起を図ることとしている。ここで上げる4つの事項には、

⁴⁹ 2月22日に公表されているジャスダック証券取引所のパブリック・コメントでは、既上場企業と新規上場企業の取扱いの違いに関する部分については記載されていない。

⁵⁰ 4つの尊重義務とは、以下のとおり。

開示の十分性(買収防衛策に関して必要かつ十分な適時開示を行うこと。)

透明性(買収防衛策の発動及び廃止の条件が経営者の恣意的な判断に依存するものでないこと)

流通市場への影響(株式の価格形成を著しく不安定にする要因、その他投資者に不測の損害を与える要因を含む買収防衛策でないこと)

株主権の尊重(株主の権利内容及びその行使に配慮した内容の買収防衛策であること。)

十分な開示や、発動・廃止条件が経営者の恣意的な判断に依存しないこと、株主の権利を制約するものでないことなどが含まれており、論点公開と同様の考え方を示していると言える。

(3) 買収防衛策の類型化について

買収防衛策のうち、新株予約権を用いたライツプランや拒否権付種類株式などは、既にいくつかの企業によって導入されており、会社法が施行される06年度以降には、これらの方策に加え、議決権制限株式、全部取得条項付種類株式など、新たな手法を用いた買収防衛策についても、導入が進む可能性がある。

これらの買収防衛策は、その具体的な設計や運用次第で、その防衛効果の強弱を柔軟に工夫することが可能であるため、防衛策の是非は個別具体的に判断されるべきことがらであって、例えば、新株予約権か種類株式かといった法的形式だけでその是非を問うことは困難である。

このため、論点公開では、こうした観点も視野に入れた上で、企業価値基準に基づいた買収防衛策であれば、導入企業の上場の障害とならないことを明確化し、一方で、企業価値を毀損する買収防衛策の導入を抑止することを目的として、既に企業によって導入されている買収防衛策や今後用いられる可能性のある買収防衛策について、その実質に応じて類型化し、各々について証券取引所における取扱いのあり方について整理した。

(4) 具体的な提言内容

論点公開では、まず、買収防衛策等を以下の3つの類型に大きく分類し、それぞれについて、具体的に例を示した上で、考え方を整理している。

買収者以外の株主に対しては基本的に不利益を与えないような買収防衛策

この類型に該当する買収防衛策としては、例えば、新株予約権を利用したライツプランや、全部取得条項付種類株式・議決権制限株式などの種類株式を用いた買収防衛策があげられる(ただし、具体的な設計次第では、これらの法形式を用いた買収防衛策であっても、この類型に属しないと評価されるべき場合もある。)

これらについて、論点公開では、「買収者以外の株主に対しては、基本的に不利益を与えない仕組みの買収防衛策については、企業価値

基準に沿った合理的な方策であれば、導入企業の普通株式の上場は認められてよいと考えられる」と定義しており、具体的な事例として新株予約権を用いたライツプランと種類株式を利用したライツプラン⁵¹の二つを提示している。

具体的事例では、これらのライツプランが、企業価値を向上させる買収提案までも排除する仕組みでないことや、適正な開示を行っていることを前提として、導入企業の普通株式の上場は認められてよいと提示しており、この前提として、株主総会決議や取締役会決議により廃止できる条項を設ける、効力の継続する期間を限定する、などの合理的な工夫を求めている⁵²。

これらの工夫を求めるのは、これらのライツプランが、取締役会の構成員の過半数を交替させてもなお、発動を阻止できない仕組み⁵³であった場合⁵⁴や、定款変更により取締役の解任決議要件を著しく高く設定するなど、ライツプランを廃止しにくい要件を課す場合などには、企業の経営状態や企業を取り巻く環境が変わることにより、株主の総体的意思が変化した場合等においても、買収者や株主によって廃止することが困難となるため、政府の指針で示した株主意思の原則や必要性・相当性確保の原則を満たさない可能性があるためである。

これに関連して、東京証券取引所は上場規則改正要綱において、新株予約権を用いたライツプランのうち、株主により廃止できないもの、公正で中立的な委員会等の判断を経ないものなど⁵⁵、上場株式の議決権を著しく毀損するような種類株式又は新株予約権の発行を伴うもの、については、尊重義務遵守の観点から、判断に一定の時間を要するとしている⁵⁶。

⁵¹ 「種類株式を利用した買収防衛策については、ライツプランとは呼ばない」との指摘もあるが、ここでは両者の性質の類似性に着目し、便宜上、ライツプランと呼ぶものとする。

⁵² 種類株式を用いたライツプランの場合、対価として無議決権株式や現金を渡すことで、買収者の議決権を完全に排除することも可能であることなどを加味し、「株主総会で買収者を完全に排除する仕組みとしない」との条件を加えている。

⁵³ デッドハンド条項やノーハンド条項、スローハンド条項などが付された買収防衛策。

⁵⁴ このような仕組みは、東京証券取引所の改正上場規則では「ライツプランのうち、株主総会で取締役の過半数の交替が決議された場合においても、なお廃止又は不発動とすることができないものの導入」と定義され、上場廃止の対象となっている。

⁵⁵ 正確には 株主の総体的意思により廃止又は不発動となる措置が設けられていないもの（1回の定時株主総会で取締役会の過半数を支配することを困難にする方策を採っているものを含む）公正で中立的な判断が可能な委員会等の判断を経て発動等の決定を行うこととされておらず、発動の条件又は判断基準が明示されていないもの、発動の決定がなされ、株式の割当を受けるべき株主が確定した後においても、なお発動が中止される可能性があるもので、当該可能性及びその条件等について適時開示資料において言及されていないもの。

⁵⁶ ただし、「株主総会決議を経て導入する場合など、買収防衛策の適正さを高める特段の事情がある場合には、それを考慮する」ことが明記されている。また、「その他の買収防衛策であっても、開示の十分性等に関する検討には相当の時間を要することとなるので、基本的に買収防衛策については、相当の事前期

なお、企業価値研究会の議論の過程で、ライツプランに対しては、「設計によっては、買収者に深刻な財産権損害を与えたり、議決権を完全に無効としてしまうなど、過剰な防衛効果を有する可能性がある」、「種類株式は原則として国内外の代表的な株価指数構成銘柄の対象とならず、普通株式から種類株式に転換した場合、インデックス投資をしている機関投資家からの投資の減少を招く可能性がある」、「企業価値を向上させる買収提案に対しても取締役会が廃止等を行わないような場合には、取締役会の恣意性が問題とされる可能性があり、市場からの十分な理解を得る必要がある」などの指摘もあり、論点公開において提示している。

買収者以外の株主に対して不利益を与える可能性のある買収防衛策の導入について

この類型に該当する買収防衛策としては、例えば、拒否権付種類株式や複数議決権株式などを用いた買収防衛策が上げられる。(ただし、具体的な設計次第では、これらの法形式を用いた買収防衛策であっても、この類型に属しないと評価されるべき場合もある。)

これらについて、論点公開では「買収者以外の株主に対して不利益を与える可能性のある買収防衛策は、導入には慎重であるべきと考えられるが、それが企業価値基準に基づいた合理的な方策であるような場合には、株主共同の利益になるものであるということが出来るため、導入企業の普通株式の上場は認められてよい」としており、具体的な事例として拒否権付種類株式や複数議決権株式などの株式を提示している。⁵⁷

具体的事例では、これらの拒否権付種類株式、複数議決権株式など、買収者以外の株主に対して不利益を与える可能性があるものは、導入には慎重であるべきと考えられるが、企業価値を向上させる買収提案までも排除する仕組みでないことや、企業が適正な開示を行っていることを前提として、導入企業の普通株式の上場は認められてよいと提示しており、この前提として、明確な行使条件を定める、普通株主の株主総会決議や取締役会決議により効力を無効化できる条項を設ける、効力の継続する期間を限定するなどの合理的な工夫が必要として

間を置いて相談することが望ましい」旨を提示している。

⁵⁷ なお、論点公開では、拒否権付種類株式や複数議決権株式を新たに導入する場合には、企業価値基準に基づいた適正な措置を施すことに加えて、市場の十分な理解を得る必要があることを提示している。また、なぜライツプランなど買収者以外の株主に対しては不利益を与えない買収防衛策ではなく、こうした種類株式による買収防衛策を選択した理由についても株主・投資家に対して十分な説明をすることを求めている。

いる。

この理由としては、ライツプランと同様に、上場されている普通株式の過半数を取得しても、取締役会の構成員の選任ができない仕組みである場合や、また、取締役会の過半数を交替させてもなお発動を阻止できない仕組みである場合、その他無効化しにくい要件を課するような場合などには、企業の経営状態や企業を取り巻く環境が変わることにより、株主の総体的意思が変化した場合等においても、買収者や株主によって廃止することが困難となるため、政府の指針で示した株主意思の原則や必要性・相当性確保の原則を満たさない可能性があるためである。

これに関し、東京証券取引所の改正上場規則では、拒否権付種類株式のうち、取締役の過半数の選解任その他の重要な事項について種類株主総会の決議を要する旨の定めがなされたものの発行については、上場株式が備えるべき基本的かつ重要な権利が著しく損なわれる状態であるとして、6ヶ月以内に当該状態が解消しない場合は上場を廃止するとしている⁵⁸⁵⁹。

しかしながら、この規定については、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ない場合については例外とされることから⁶⁰、論点公開で示すような合理的な工夫を行うことで、投資者保護対応を相当程度満たしている場合などは、上場が認められる場合も否定できないと考えられる。

また、論点公開では、上場持株会社（親会社）の重要な完全子会社が拒否権付種類株式や複数議決権株式を友好的な第三者等に発行する場合などについては、この友好的な第三者等による拒否権や複数議決権の存在が親会社に対する買収に決定的な影響を与える可能性があることから、親会社が買収防衛策を導入する場合に準じて適正な開示や上記のような合理的な工夫を求めているが、東京証券取引所の上場規則改正要綱においても、同様の考え方を示している⁶¹。

⁵⁸ 論点公開においても、企業価値基準に合致しない、合理的でない買収防衛策については、導入後、一定期間に廃止されない場合は、上場廃止も含め、証券取引所における取扱いに関するルールの実効性を確保することも重要と示している。

⁵⁹ また、「ライツプランのうち、行使価額が株式の時価より著しく低い新株予約権を導入時点の株主等に割り当てておくものの導入」についても上場廃止に該当するとされている。

⁶⁰ 正確には、「会社の事業目的、拒否権付種類株式の発行目的、割当対象者の属性及び権利内容その他の条件に照らして、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと当取引所が認める場合を除く」と提示されている。

⁶¹ 要綱案では、「持株会社に該当する上場会社の主要な事業を行っている子会社が拒否権付種類株式又は取締役選任権付種類株式を当該上場会社以外の者に発行する場合で、その種類株式の発行が当該上場会社に対する買収の実現を困難にする方策であると認められる場合についても、当該上場会社自体によって拒否権付種類株式が発行されたものとして取り扱うこととします。」と提示されている。

なお、論点公開では、これまで述べてきたような考え方は「政策的理由により、拒否権付種類株式を国が保有するような場合には、もとより当てはまるものではない」としており、例えば一定の議決権を大株主として国が保有しているよりは、市場に委ねて各投資家に持ってもらった方が、経済活性化に結びつくため、国策上必要であるというような場合には、国際石油開発株式会社のように⁶²、国には拒否権付種類株式などを発行し、普通株式は市場で流通させるなどの利用方法も考えられる。

近年では、欧米等において、金融関連企業やエネルギー関連企業などへの外国企業からのM & A提案に対して、行政などが抑制的・保護的措置を講じるケース⁶³が多く見られるが、国営企業の民営化などに際し、あらかじめこうした拒否権付種類株式などを導入し、明確に開示しておくことは、株主・投資家、買収者の予見可能性を高める上でも、有効であると考えられる。

その他の方策について

論点公開では、⁶³ 以外で、買収の実現を困難とする効果も持ちうる方策（例えば、授権資本枠の拡大や取締役の解任制限など）については、必ずしも買収防衛策として導入されるわけではないこと、定款変更を要する事項であれば相応の開示がなされること、導入に際して株主の総体的意思が反映されること、投資判断上の重要事項であれば開示の基本原則に従って開示されることなどを勘案し、これらの方策を買収防衛策として判断するか否かについては、証券取引所において

⁶² 04年11月、国際石油開発株式会社(INPEX)は、政府資産の売却や市場によるガバナンス規律の強化等を目的として株式上場を行ったが、その際、短期的な資金回収や外資等による経営支配などの可能性を排除することを目的として、拒否権付株式1株を石油公団に発行。その後、05年4月の石油公団の廃止に伴い、経済産業大臣が継承した。

⁶³ 主な事例としては以下のようなものが考えられる。(各種新聞記事より)

- 04年1月 フランス国内におけるサノフィ・サンテラボ(製薬)によるアベンティス(製薬)への敵対的買収時に、ホワイトナイトとして名乗りを上げたノバルティス(スイス:製薬)の買収提案にフランス政府が反対、サノフィとアベンティスのM & Aを仲介。
- 05年3月 イタリア国内の2銀行に対し、スペイン・オランダの各銀行がそれぞれ買収提案を行った際に、イタリア中央銀行総裁が株式保有率の拡大申請を却下、国内金融機関による買収を優遇するなどの措置を実施。
- 05年7月 中国海洋石油(CNOOC)による米国ユノカル(石油)に対する買収提案の際、議会は反対決議を可決、政府は包括通商法エクソン・フロリオ条項による審査を実施。
- 06年2月 エンデサ(スペイン:電力)に対するエーオン(ドイツ:エネルギー)の買収提案に対し、スペイン首相が反対の意向を表明。
- 06年3月 ポーランド国内におけるイタリア国内銀行の子会社とドイツ国内銀行の子会社との合併に対し、ポーランド政府が反対、認可を拒否。
- 06年3月 スエズ(フランス:エネルギー)に対するエネル(イタリア:電力)の買収提案の際に、フランス政府がスエズとフランスガス(フランス:ガス)の合併を計画。

一律にルールを定めるよりも、企業の自主性と市場の監視・規律に委ねられるべきであるとしている⁶⁴。

4．まとめ

証券取引所の基本的なスタンスは、留意事項等の公表時から、買収防衛策を導入する際には事前相談が必要であるという点において一貫しており、上場規則改正要綱や改正上場規則により、事前相談すべき買収防衛策の種類などについても、一定程度明らかになった。

昨年来導入されているライツプランなどは、事前に証券取引所との相談の上導入されているものと考えられるが⁶⁵、今後、会社法施行により可能となる買収防衛策を導入する場合についても、できるだけ早期に証券取引所に相談し、調整を図る必要があると言えよう。

一方で、論点公開では、証券取引所が買収防衛策の是非について判断する際には、指針や今後示されるものも含めた司法判断等と、整合性のある明確な基準に基づき、上場会社にふさわしいルールが策定され、それに基づいて恣意性のない判断が行われることが重要であることを提示しており、今後の証券取引所における運用が注視される。

本章においては、公正な買収防衛策を確立するための残された課題について紹介してきたが、次章においては、買収時における公正なルールのあり方について、企業価値研究会としての考え方を紹介することとしたい。

⁶⁴ また、⁶⁴ で示した方策などが、買収防衛以外の目的で用いられる場合についても、企業の自主性と市場の監視・規律に委ねるべきであるとしている。

⁶⁵ 今年2月に開示されたエーザイ株式会社の「当社企業価値・株主共同の利益の確保に関する対応方針について」では、東京証券取引所との事前相談を経て決定したとの記載がある。

第3章 日本における買収ルールのあるり方

これまで、防衛策の開示ルールや証券取引所における取扱いなど、買収防衛策に係るルールについての企業価値研究会としての考え方を述べてきた。しかし、公正なM&Aルールという観点からは、買収ルールにおいても透明かつ公正なルールが確立されることが求められる。

本章では、買収ルール検討の必要性、その基本的な考え方のポイントを提示した上で、企業価値基準を実現する観点から、買収ルールのあるり方について、企業価値研究会が05年12月に公表した「企業価値基準を実現するための買収ルールのあるり方に関する論点公開」を紹介することとしたい。

なお、買収ルールのうち公開買付け制度のあるり方については、06年3月13日、公開買付け制度等に係る制度改正案(証券取引法等の一部を改正する法律案⁶⁶)が国会に提出された。

第1節 買収ルールのあるり方を検討する必要性

(敵対的買収と買収防衛策に関する考え方)

買収とは、株式の買付けなどにより対象会社の経営権を獲得する方法である。上場会社を買収する場合、大きく分けて、証券取引所において買い付ける方法と公開買付けにより買い付ける方法がある。

買収には、友好的な場合と敵対的な場合があるが、友好的な場合はもちろんのこと、たとえ敵対的な場合であっても、企業買収の結果、経営革新が実行され企業価値が高まる場合もあり、また、敵対的買収に対する懸念が存在することにより、経営の規律を高める効果もあるため、一律に否定されるべきではない⁶⁷。

一方で、買収の中には、企業価値を損なう可能性のあるものがあることも事実であり、ある買収提案が企業価値を高めるかどうかについては、一般論としては、買収者の買収提案と現経営陣の経営方針、そして場合によってはその他の買収者による買収提案も含めて判断されるべきことがらである。株主がそのような判断を行うに当たって、買収防衛策が、買収者及び対象会社の経営者双方からその相对比较を行うに当たって有益な情報が提供されることを促すものであるならば、「企業価値基準」の実現に資するものといえ

⁶⁶ 金融庁ホームページ参照 (<http://www.fsa.go.jp/common/diet/index.html>)

⁶⁷ 企業価値報告書第2章第2節30～31頁参照

る⁶⁸。

(公開買付け制度とは)

公開買付けとは、買収者が対象会社の株式を市場外で買付価格や買付数などの条件を明示した上で株主から買い付ける行為をいう。公開買付け制度は、証券取引法により規定されている⁶⁹。現行証券取引法上、公開買付けを行う場合、買収者は、買付期間や買付数、買付価格等を開示することが求められ、買付期間については、20日から60日以内で買収者が任意に定めることができる。また、投資家保護の観点から、買収者が公開買付けの撤回や買付条件の変更を行うことができるのは、一定の場合に制限されている。

当初、日本では公開買付けによる買収事例は限定的だったが、近年、その利用が急速に増加してきている⁷⁰。

(買収及び買収防衛策を巡る最近の日本の状況)

買収及び買収防衛策に関する最近の日本の現状をみると、まず、買収防衛策については、従来の株式持ち合いの解消が進む一方で、欧米並みの買収防衛策を講じることが可能な環境となっており、企業価値報告書や指針の考え方に沿って、実際に買収防衛策を導入する企業も現れつつある。

一方、買収については、これまでの日本では、買収は友好的に行われることが多く、敵対的に行われる場合が少なかった。さらに、敵対的買収については、成功した事例がほとんどなく、敵対的な買収が成功しにくい環境にあるという主張もある。しかし、近年では、公開買付けが敵対的な買収にも利用される事例⁷¹が徐々に現れつつある。

このような近年の日本における買収及び買収防衛策をめぐる環境の変化を受けて、現時点において、公正かつ透明な買収及び防衛を実現するという観点から、買収ルールのあり方全般について検討を行うことが必要となっている。

⁶⁸ 企業価値報告書第2章第2節(31~38頁)参照

⁶⁹ 証券取引法第2章の2(第27条の2~27条の2の4)

⁷⁰ 日本における公開買付けは、90年代前半には年に数件しか行われなかったが、その後年々増加し、05年には年間53件となっている(レコフ調べ)。

⁷¹ 例えば、スティール・パートナーズによるユシロ、ソトーに対する公開買付け(03~04年)、夢真ホールディングスによる日本技術開発に対する公開買付け(05年)、ドン・キホーテによるオリジン東秀に対する公開買付け(06年)。

第2節 買収ルール的基本的な考え方のポイント

買収防衛策のあり方について考えるに当たって、その基本的な考え方のポイントとは何であろうか。論点公開では、欧米各国における買収及び買収防衛策に関するルールを概観した上で、そのポイントを提示している。

(欧米各国における買収及び買収防衛策に関するルール)

欧州各国における買収及び買収防衛策に関するルールは、一言で言えば多様であるといえる⁷²。

英国では、買収者が議決権の30%以上の株式を取得しようとする場合、すべての株主に対して買付けの申し出を行わなければならないという義務(全部買付義務)が課せられている。また、買収者は、買付けの資金源に関する裏付けを提示することが求められる。このように英国では、強圧的な二段階買収を入口段階で規制しているといえる。しかし、このルールは法令に基づくものではなく、パネルと呼ばれる民間団体による自主規範(シティー・コード)である。他方、買収防衛策については、株主総会の承認があれば制度的には導入可能であるが、実態上はその導入は難しいとされている。

ドイツでは、企業買収法により、買収者に対して全部買付義務を課している。他方で買収防衛策については、株主総会や監査役会の承認がある等の一定の場合に導入することが可能とされている。

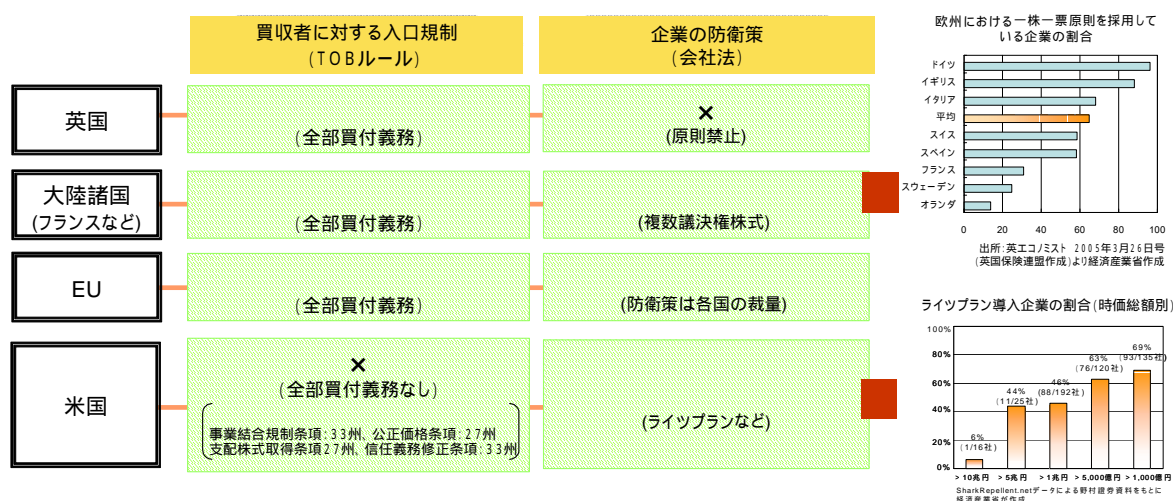
フランスや北欧諸国などの大陸諸国においては、買収者に対して全部買付義務を課しているが、買収防衛策については、株主総会の承認により複数議決権株式等の種類株式を活用している企業が多いようである。

米国では⁷³、欧州と異なり全部買付義務といった厳しい買収者規制は行われていないが、その一方で、取締役の忠実義務が厳しく問われるという前提の下で、ライツプランなどの買収防衛策を取締役会の決定限りで導入することが可能となっている。また、州レベルの立法の中には、一定数量の株式取得後の事業結合について、少数株主の保護を図る観点も踏まえて、数年間事業結合を制限(事業結合規制)したり、公正な価格の提示を求めたりする措置(公正価格規制)を講じているものもある。

⁷² 企業価値報告書第3章第1節参照

⁷³ 企業価値報告書第3章第2節参照

(図 3 - 1) 欧米各国の企業買収を規律するルール



(買収ルールのあり方に関する基本的な考え方のポイント)

このように買収及び買収防衛策に関するルールは、各国の状況により異なっているが、これらを見ると、考え方のポイントとなるべき第1の柱は、買収者及び対象会社双方のバランスをいかに確保するかという点にあるといえよう。

また、第1章で述べたとおり、企業買収、特に敵対的買収の局面においては、数多くの利害関係が複雑に絡み合うため、通常の商品の売買に比べて、格段に豊富な情報が提供されなければ、企業価値の是非を正しく判断することが難しく、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。

そのため、株主・投資家の十分な情報に基づいた判断(インフォームド・ジャジメント)を可能とする制度・慣行の確立と実現に向けた取組みが必要となり、この点がポイントとなるべき第2の柱である。

このような株主・投資家のインフォームド・ジャジメントを可能とするための制度と慣行を確立するためには、先に述べた買収者と対象会社とのバランスが確保されることを前提とした上で、株主・投資家に対して買収者及び対象会社の経営者等から買収価格の妥当性や他の買収提案、将来の経営方針等に関する十分な情報が提供されることが重要といえる。

企業価値研究会では、以上に述べたような2つの観点、すなわち、買収側と防衛側とのバランスの確保及び株主・投資家のインフォームド・ジャジメントを可能とする制度・慣行の確立という観点から、公開買付け制度などの買収ルールのあり方について検討を行い、制度化すべきもののみな

らず、関係者が自主的に取り組むべきものなども含めて、05年12月に論点公開した。

以下、論点公開における具体的な提言内容について紹介する。

第3節 買収ルールのあるり方に関する具体的提言

1. 買収者及び対象会社とのバランスの確保

(1) 公開買付けの撤回・条件変更

現行の公開買付け制度では、公開買付けの撤回については対象会社が倒産した場合等に限定されており⁷⁴、また、買付価格の引き下げなど株主が不利となるような買付条件の変更を行うことができない⁷⁵。しかしながら、例えば、買収防衛策が発動された場合に、買収者がそれらの制約により、不利となる可能性がある。その結果、買収側と防衛側とのバランスが崩れ、買収防衛策導入企業に対して、企業価値を高める買収提案すら行われることを阻害してしまうおそれがある。

そのため、論点公開では、公開買付けの撤回や条件変更による株主・投資家への影響にも配慮しつつ、対象会社が買収防衛策を発動し又は廃止しないなど一定の場合に限り公開買付けの撤回や条件変更を認め、買収防衛策導入企業と買収者とのバランスを確保することが必要であるとしている。

前述の証券取引法等改正案では、あらかじめ対象者が株式の分割等に応じ買付け等の価格の引き下げを行うことがある旨の条件を付した場合には、公開買付者による買付けとの価格の引き下げを認めるなどの制度改正案が提案されている。

(2) 十分な公開買付期間の確保

公開買付期間については、現行では、20日から60日までの間で買収者が任意に定めることができるが⁷⁶、論点公開では、敵対的買収の際に求められる期間のあり方について、対象会社、買収者、株主・投資家

⁷⁴ 証券取引法第27条の11

⁷⁵ 証券取引法第27条の6

⁷⁶ 証券取引法第27条の2。なお、具体的な期間については、証券取引法施行令第8条により規定。

にとって、それぞれ以下のように考えられるとしている。

（対象会社にとっての期間）

対象会社について見ると、まず、買収防衛策を導入している対象会社の場合、買収者側は、その廃止や無効化を求めて対象会社と交渉を行うことになるため、対象会社は、代替案や買収防衛策の発動の是非などを含めて判断するための期間を確保することはある程度可能である⁷⁷。しかしながら、買収防衛策を導入していない対象会社の場合には、買収者にとって、買収防衛策導入企業と比べて、対象会社との交渉を行うインセンティブがそれほどないため、いきなり公開買付けなどが開始される場合があり得、買収提案の是非について検討・判断したり、株主総会を招集するなど株主の意向を確認するために必要となる期間を確保することができないおそれがある。そのため、論点公開では、企業価値を高める観点から、一定の期間が確保されることが望ましいとしている。

（買収者にとっての期間）

買収者についてみると、一般に買収に必要な期間は、買収に係るコスト等の関係から短い方が望ましい。しかしながら、対象会社が買収防衛策を維持し続け、それに対して、買収者が買収防衛策を廃止するため、株主総会における委任状合戦に持ち込んだ場合などには、買収者が委任状合戦と買付けを同時に行うことにより、その実効性が高まる場合もある。論点公開では、そのような場合については、一定程度の買収期間を確保することが望ましいとしている。

（株主・投資家にとっての期間）

敵対的買収の際に求められる期間は、言うまでもないことであるが、買収者や対象会社にとってだけでなく、株主・投資家にとっても重要な意味がある。論点公開では、株主・投資家によるインフォームド・ジャジメントを可能とする観点からは、株主・投資家が買付価格の妥当性等について、買収者及び対象会社等から提供される十分な情報をもとに検討・判断を行うための期間が確保されることが必要となるとしている。

また、株主・投資家に対する情報の充実という観点からは、対象会社による代替提案や他の買収者による買収提案がなされ得る可能性が確

⁷⁷ 買収防衛策を導入している会社であっても、買収提案の是非や防衛策の発動等に関して株主総会の判断を求めることとしている場合、総会開催のために一定期間必要となるため、一定の期間が確保されることが望ましい場合もあるとの指摘がある。

保されることは、株主・投資家の利益に資するものであって、その意味において、企業価値を高める観点からも、一定の期間が確保されることが望ましいとしている。

このように、対象会社、買収者、そして、株主・投資家の観点から、敵対的買収の際における確保されるべき期間のあり方については、買収側及び防衛側とのバランスを確保し、また、株主・投資家によるインフォームド・ジャジメントを可能とし、企業価値を高める観点から、論じられることが必要といえる。

なお、公開買付期間については、徒に長期化すると、流通市場へ影響があり、株主・投資家が不安定な地位に置かれるおそれがあるため、公開買付期間のあり方を考えるに当たっては、この点についても十分な留意が必要である。

以上のような観点から、論点公開では、公開買付期間のあり方について、以下のように具体的な考え方を提示している。

買付期間の下限について

公開買付期間の下限は、現行制度では20日となっているが、論点公開では、その期間で公開買付けが行われた場合、実務上、対象会社や他の買収者が株主に対して他の買収提案などを提示するために必要となる期間を確保することが難しいことから、対象会社等から十分な情報が提供されず、株主・投資家がインフォームド・ジャジメントを行うことができない可能性があるため、現行の日数に加えて一定程度の期間が確保されることは企業価値を高める観点から望ましいとしている。

そのため、買付期間の下限については、友好的買収への影響を考慮しつつ、一定程度伸張すべきであるとしている。

対象会社による一定の買付期間の確保

敵対的買収の場合、対象会社は、代替案の提示という選択肢を含めて、買収提案の是非について慎重に検討・判断を行う必要があるため、一律に一定期間が確保されるようにすべきとの意見がある。

この意見について論点公開では、買収防衛策を導入していない企業については、買収者にとって対象会社との交渉を行うインセンティブがそれほどなく、対象会社の経営者が当該買収についての買付価格の

妥当性等の情報を検討・判断したり、株主の意思を問うための期間を確保することが困難な場合があり得るため、対象会社から買収提案の是非や代替案に関する十分な情報が株主等に提供されず、その結果、株主・投資家がインフォームド・ジャジメントを行うことができないおそれがあるとし、そのような場合に、対象会社に対して一定の期間が確保されることは企業価値を高める観点からは望ましいといえるとしている。

したがって、諸外国との整合性や買収防衛策導入企業とのバランスに配慮しつつ、敵対的買収等の場合には、インフォームド・ジャジメントの確保のためにも、一定程度、対象会社により期間が伸張できる等の対応が望ましいとしている。

前述の証券取引法等改正案では、対象会社は一定の場合に意見表明報告書において公開買付けを延長することを請求する旨の記載をすることができることとし、その場合には公開買付者は、公開買付期間を政令で定める期間に延長しなければならない、などの制度改革案が提案されている。

買収者による買付期間の延長

買収防衛策導入企業が防衛策を維持した場合、その廃止を求めるための委任状合戦の実効性を確保し企業価値を高める観点から、一定の場合に、期間の延長を認めるべきとの意見がある。

この意見について、論点公開では、買収者が公開買付けを開始する前に買収防衛策廃止の委任状合戦を行う必要があるということになると、株主にとって、その後提案どおりの買収が行われるかどうか明確でないため、十分な支持が得られないおそれがあり、その結果、企業価値を高める買収までもが実現しないこととなる可能性があり得るとしている。

その意味では、対象会社が買収防衛策を維持し続けた場合等には、委任状合戦と公開買付けとの同時実施を可能とするような一定の買付期間が確保されることは、買収者と対象会社によるバランスを確保し、また、買収防衛策の廃止を巡って双方から株主に対して十分な情報提供がなされることにもつながるため、企業価値を高めるという観点から望ましいといえるとしている。

一方で、論点公開では、公開買付期間が徒に長期化することは、流通市場に影響を与え、一般の投資家を不安定な地位に置くことにつな

がりがねないことに留意が必要であるとしている。

この点について、企業価値研究会における議論では、公開買付期間の上限が60日のままでは、敵対的に買収を行うことは実務上相当程度困難となるため、買付期間を延長できるようにすべきという意見がある一方、いつまでもTOBが延長できるとしてしまうと、株主等が長期間不安定な地位に置かれることになるので適当ではないとの意見も出された。

そのため、論点公開では、現状では買収防衛策の導入事例がまだ少ないため、今後、買収防衛策の導入事例や買収防衛策導入企業に対する公開買付けの実態等を踏まえた上で引き続き検討すべきであるとした。

(3) 強圧性の排除

株主・投資家が公開買付けに際して、事後に著しい不利益を被ることを避けるために、やむなく公開買付けに応じるという判断を行うことがないようにすることが必要である。

例えば、大部分の株式の取得を目的とする部分買付けの場合、公開買付けが成功して少数株主となると、その後の上場廃止等により買付けに応じなかった株主は著しい不利益を被る可能性もあり得るため、結局のところやむなく公開買付けに応じるなど、株主・投資家が不合理な行動を強いられるというおそれがある。その結果、買収者と対象会社とのバランスが崩れ、企業価値を損なう買収までも実現するおそれがある。

そのため、論点公開では、買収者と対象会社とのバランスを確保するため、上場廃止等により株主が著しく不利益を被ることを避ける観点から、買付けの結果、上場廃止となるような場合には、その旨を明示し、また、公開買付けの際にそれに応じないとその後不合理な不利益を受けるため応じざるを得ないというような強圧的な効果が株主に生じないように配慮することが望ましいとしている。

前述の証券取引法等改正案では、公開買付けの後における株券等所有割合が政令で定める割合を超える場合は、公開買付者に応募株券等の全部についての買付けを義務付ける提案がされている。

(全部買付義務、事業結合規制の一律導入について)

なお、論点公開では、強圧的な効果を株主に生じないように配慮するための方策という観点から、全部買付義務を法により一律に導入するこ

とについては、制度運用によっては友好的な公開買付けまでも阻害する可能性もあり、また、買収防衛策が一般化した場合には、厳しい買収規制を課すことにもつながり、その結果、買収者と対象会社とのバランスを崩すおそれもあるため、慎重な検討を要するとしている。

また、事業結合規制により対応すべきとの意見について、論点公開では、会社法が施行されれば、各企業の自己責任に基づく判断により、定款変更によって合併の際の決議要件を引き上げるなどにより⁷⁸、同様の効果を上げる措置を講ずることができるため、これとは別に法律上義務付ける必要までではないとしている。

(4) その他 (MBO等の取扱い)

MBO⁷⁹ (Management Buy-Out) や親会社が影響力の強い子会社株を買い増しする場合など、買収者が対象会社に対して実質上の強い影響力を有する場合、対象会社の経営者にとっては、通常の企業買収と比べて、利益相反となる可能性が高い。これらのうち、対象会社の経営者自身が買収者と同一視できる場合には、情報の非対称性が大きく、利益相反の問題が存することに加えて、買付価格の妥当性等について株主・投資家がインフォームド・ジャジメントを行うことが難しいという特徴がある。

そのため、論点公開では、このような場合については、買付価格の妥当性等について株主・投資家が適切な判断を下せるよう、それに関する情報提供の充実や専門家による評価を得る、第三者によるチェックなど判断プロセスの客観性の確保を行う、他の買収者による買収提案の可能性を確保するため一定の買付期間を確保するなどの工夫を講ずるべきであるとしている。

また、論点公開では、MBOなどにより上場廃止となる場合については、それにより株主が著しく不利益を被ることを避ける観点から、上場廃止となる旨を明示し、また、全部買付を行うなど、強圧的な効果が生じないように配慮することが望ましいとしている。

⁷⁸ 会社法第309条第2項

⁷⁹ MBOとは、現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入することを言い、対象会社の経営者自らが主体となって実施する場合や、買収自体はファンドが行い、経営者はそれに対して一部出資する場合、様々な形態がある。これまで、MBOは、事業再生の手法の一つとして活用されてきたが、ここ最近、既上場会社が短期的な業績に左右されることなく、中長期的な視点に基づいて迅速かつ機動的な経営を行うことを目的として実施する事例が現れつつある。このようなMBOについては、対象会社の経営者が経営の自由度を確保するため経営判断の一環として行うものであり、企業価値を高めるものであれば評価されるべきものといえる。なお、MBO件数については、近年増加しつつあり、05年は67件(レコフ調べ)となっている。

2. 株主・投資家のインフォームド・ジャジメントを可能とする環境整備

(1) 買収者・対象会社からの情報提供の充実

株主・投資家によるインフォームド・ジャジメントを可能とし、企業価値を高める観点から、買収者及び対象会社の経営者等から双方のバランスが図られた形で、買付価格や買付数の妥当性に関する情報提供がなされるべきことは当然のことであるが、今後の経営方針等についても情報提供の充実を図る必要がある。

そのため、論点公開では、買収者からの情報提供の充実、買収者に対する質問の機会の付与、対象会社による意見表明の義務付けなど、買収者及び対象会社の経営者から株主・投資家に対して必要な情報がわかりやすくかつ適時適切に提供されることを促進するような措置を講ずるべきであるとしている。

(買収者からの情報提供の充実)

買収者が公開買付けを行う場合、公開買付届出書等により買付期間や買付価格、買付数などの情報を開示することとなっているが⁸⁰、論点公開では、株主・投資家によるインフォームド・ジャジメントを可能とし企業価値を高める観点から、買収者から買付価格や買付数の妥当性についての情報提供に加えて、今後の経営方針等に関する情報提供の充実を図る必要があるとしている。

さらに、株主・投資家が、買収者からその意図や今後の経営方針等に関する具体的かつ十分な情報を得ることに資するため、対象会社の経営者が買収者に対して質問する機会が確保されることが望ましいとしている。

前述の証券取引法等改正案では、意見表明報告書に公開買付者に対する質問が記載されている場合には、公開買付者に、政令で定める期間内に対質問回答報告書を提出することを義務付ける提案がされている。

(対象会社からの情報提供の充実)

株主・投資家によるインフォームド・ジャジメントを可能とし企業価値を高める観点から、買収者のみならず、対象会社からも、買収提案に

⁸⁰ 証券取引法第27条の3第1項(公開買付開始広告)、同法同条第2項(公開買付届出書)など。なお、具体的な記載事項については、発行者である会社以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令において規定。

対する賛否の理由や反対する場合における将来の経営方針等に関する十分な情報が提供されることが必要となる。

これまで、対象会社が公開買付けに対して意見表明するかどうかは任意とされ、意見を表明した場合に、意見表明報告書の提出が義務付けられているだけであったが⁸¹、論点公開では、買収者からの情報提供の充実を前提として、対象会社からの情報提供も促進する観点から、対象会社に対して意見表明を義務付けるなど、情報提供の充実を図るべきであるとしている。

前述の証券取引法等改正案では、公開買付けの対象者に、公開買付け開始公告から政令で定める期間内に意見表明報告書を提出することを義務付ける提案がされている。

(市場内買付けの際の情報提供の充実)

現在、市場内における株式の大量取得については、公開買付け規制の適用の対象外とされているが、公開買付けと比較すると、買付価格、目的、買付数などの情報提供が不十分であるとの指摘があることから、論点公開では、今後、株主・投資家に対する十分な情報提供のあり方等について検討が必要であるとしている。

なお、論点公開では、買収者が大量の株式の買付けを市場内で行う場合についても、公開買付けを法律上義務付けることは、買収者の選択肢を狭めることにもなるため、買収者と対象会社とのバランスを確保するという観点から妥当か否かは容易には判断できないとしている。

(2) 大量保有者に関する情報提供の充実

株主・投資家が判断を行うに当たっては、大量保有者の動向も大きな影響を及ぼす。

株券の大量保有に係る情報の開示については、大量保有報告制度がある。これにより、発行済株式の5%超保有することとなった場合や、その後、1%以上の増減があった場合、5営業日以内に大量保有報告書を提出することが義務付けられている⁸²。ただし、機関投資家等に対しては、一定期間(1~3ヶ月)の報告をまとめて行うことができる特例が

⁸¹ 証券取引法第27条の10

⁸² 証券取引法第27条の23。なお、大量保有報告制度は欧米各国においても導入されており、例えば、アメリカでは、5%超となったとき、その後1%超の変動があった場合には、10営業日以内に提出することが義務付けられている。また、イギリスでは、3%超となったとき、その後1%超の変動があった場合には、2営業日以内に報告することが義務付けられている。なお、各国とも機関投資家等に対しては報告期限等について特例が認められている。

認められている⁸³。

論点公開では、公正かつ透明な買収ルールを整備する観点から、その保有状況については、原則としては、迅速かつ正確に開示されることが求められる。その観点から、特例報告の一定の期間短縮など大量保有報告制度のあり方について検討すべきであるとしている。

なお、大量保有報告制度のうち、機関投資家等に認められている報告の特例のあり方について検討を行うに当たっては、国際的な整合性を踏まえつつ、それに伴う機関投資家等の投資行動への影響や事務上の負担などに十分配慮する必要があるとともに、株式市場への資金の流れを阻害することのないように留意する必要があるとしている。

前述の証券取引法等改正案では、大量保有報告の特例報告の提出頻度・期限について、政令で定める基準日ごと5営業日以内とするなどの制度改正案が提案されている。

(3) 実質株主に関する情報提供の充実

現在、株主名簿に記載されている株主（形式的な株主）と実際に株式の運用を行っている者やその株式の議決権行使の指図権を有する者（実質株主）とが異なる場合が多い。そのため、会社側は、株主名簿だけでは実質株主を把握することが困難になっている。

買収局面、特に敵対的買収局面においては、会社が株主の総意を踏まえた行動を取るためには、議決権の指図権者が誰であるのかを事前に知る必要性が高いといえる。

論点公開では、実質株主の把握については、現在、会社側が自主的に行っている株主判明調査などの取組みに対して、機関投資家等が自らの受託者責任に留意しつつ、会社側からの実質株主等に対する情報提供の求めに自主的に応じる運用をすることは、株主と会社のコミュニケーションの改善の観点から望ましいとしている。

そのような自主的な取組みに加えて、その実効性を確保するための何らかの措置の必要性については、敵対的買収時に限らず、広く一般に会社側と株主との対話を充実させるため、どのような方策が望ましいのかという観点から検討すべきであるとしている（以下、第4章において検討）。

⁸³ 証券取引法第27条の26

第4節 まとめ

企業価値研究会では、買収ルールのあり方について、企業価値基準を実現する観点からは、買収者と対象会社とのバランスを確保するとともに、株主・投資家のインフォームド・ジャジメントを可能とする環境整備を行うべきという2つの考え方に基づき、具体的な提言を行った。これは、買収時には、両者のバランスが確保されないことにより生じ得る企業価値を損ねるような買収が成立する可能性を低下させるとともに、実際に判断を行う株主・投資家に対して十分な情報が提供されることが、企業価値基準を実現する観点から求められるからである。

第1章でも述べたように、今後、日本では、敵対的な買収も含めて、M & Aの活発化が予想されるため、企業価値基準の実現に資する観点から、これまで述べてきたような買収に関するルールの整備が望まれる。

これまで、公正な買収防衛策を確立するという観点から、買収防衛策の開示ルール及び証券取引所の取扱いのあり方、そして、実際に買収が行われる際のルールのあり方について考えを述べてきた。しかし、公正なM & Aルール形成のためには、それらのルールの大前提として、株主からの十分な理解を得た上で買収防衛策を導入するという慣行が確立されることが必要となる。

次章では、買収防衛策の導入などの際に、株主・投資家と経営者が各々の意見を明確にした上で、相互の理解を深めるために、どのような方策を行うことが有効であるかについて、研究会としての考え方を紹介することとしたい。

第4章 株主・投資家と経営者の対話の充実

これまで述べてきたように、敵対的買収や買収防衛策に関する法的インフラは、相当程度、整備されたと考えられる。しかしながら、買収防衛策を導入する際などには、株主・投資家が十分な情報に基づいて判断（インフォームド・ジャジメント）できることが重要であり、これが確保されることで、より企業価値基準に基づいた公正なM & Aルールが実現すると考えられる。

本章では、こうした観点から、株主・投資家と経営者の双方が、互いの意思や考え方を明確に伝え、理解を深めるために有効と思われる方策（株主・投資家と経営者の対話を充実させるための方策）について提示する。

1．検討の背景と必要性

05年6月の株主総会集中期には、新株予約権などを利用したライツプランを総会議案として付議した企業や、買収防衛を目的とする授権資本枠の変更や株主確定日の柔軟化などを盛り込んだ定款変更を行う企業も現れたが、指針の公表が6月の株主総会間近であったことから、必ずしも企業の導入した方策全てに十分に反映されたとは言えず、同様に株主・投資家についてもこれらの議案に対する判断基準が明確にはなっていなかったと考えられる。このため、授権資本枠の拡大を提案した定款変更議案については、数件が否決されるなど、これまでにない形での議決権行使が行われ、企業経営を取り巻く株主の声の強まりを感じさせる結果となった。

06年以降、前年以上に企業価値報告書や政府の指針を十分に踏まえた買収防衛策が導入されると考えられることや、会社法施行により新たな買収防衛策の導入も可能となることに鑑みれば、こうした傾向は更に強まり、株主総会における、買収防衛策に関するより活発な議論や、会社提案に対する反対投票、積極的な株主提案なども予測される。

このため、今後、株主総会において買収防衛策に関する株主の意思を問う場合には、株主・投資家と経営者が十分に議論を行い、両者が納得した上で導入されることが、企業価値を向上させるためにも必要であると考えられる。したがって、買収防衛策を導入する際などに、「企業価値を高める買収は実現し、企業価値を損ねる買収は実現しない」という企業価値基準を実現するためには、株主・投資家の意思が明確に経営者に対して示される機会が確保されるとともに、経営者が株主・投資家の意思を十分把握した上で、自らの意思を明確に株主・投資家に伝えられる環境が整えられることが必要と言える。

さらには、買収防衛策が発動される局面において、株主・投資家が経営者、買収者双方から十分な情報を得た上で、株主共同の利益や企業価値をより向上させる提案を選択することが可能であることを、あらかじめ明確にしておくことが、買収防衛策に対する株主・投資家の理解を得るためには重要と考えられる。

本章では、こうした点を踏まえ、買収防衛策の導入や発動に際して、株主・投資家と経営者間の対話を充実させるための方策について、

対話の充実に関する制度整備上の論点

対話を充実させるための選択肢の拡大に関する論点

の二つの視点から、企業価値研究会としての考え方を提示する。

2．対話の充実に関する制度整備上の論点

企業価値基準の観点からは、企業の経営者が、買収防衛策に関して、株主・投資家がどのように考えているかを正確に把握した上で、買収防衛策が企業価値を向上させるためになぜ必要なのか、また買収防衛策の内容についてどのような合理的な工夫を行っているかなど、自らの意思を明確に表示できるための機会や手法を確保することは重要である。これは、株主総会において、買収防衛策に関する株主の正確な理解と納得に基づく判断を促す上でも重要であると考えられる。

また、定時株主総会は、年1回、株主に対して経営者が経営方針や将来展望を説明し、株主の総意により会社の意思を決定する重要な機会である。したがって、定時株主総会において、買収防衛策に関する株主の意思を明確に問うために、できるだけ多くの株主が参加可能とし、経営者との対話を通じ、十分に情報を得た上で、その必要性について理解・納得できる機会とすることが、買収防衛策の合理性を高めるためにも重要であると考えられる。

これらを実現するためには、企業の経営者が、実際に議決権行使を行う「実質株主」や更には実質株主に対して議決権行使について指図する資金提供者である「真の株主」を把握することや、株主総会の開催日を前倒しもしくは後送りすることで、株主総会日を分散することなどが有効であると思われる。

これらについては、あくまで企業が自主的に判断すべき事項であるが、企業が自主的に対応しようと思ったとしても、制度上の規定がないことや、解釈が明確でないことから、十分な対応が困難となっているものもある。このため、これらの方策のうち、企業価値研究会で取り上げられた、株主・投資家と経営者との対話を充実させるための課題について、紹介することとした

い。

(実質株主の把握)

前章でも述べたように、会社は、株主を把握するために株主名簿を作成しているが、株主名簿には実際に株券を管理している者を記載するため、例えば、機関投資家などの運用機関が信託銀行などに株券を保管した上で運用を行っている場合、株主名簿上には保管を行っている信託銀行名が記載されることとなる。このため、会社側は、実質的な株主(実質株主)が誰であるかを株主名簿上からは把握することができない。⁸⁴

実質株主のうち、投資顧問、投資信託などの運用機関は、通常、運用する株式に関する配当の受領や議決権の行使を行うが、中には、議決権を年金基金などの資金の出資者等からの指図に基づいて行使する場合がある。この際の議決権行使の指図権者(真の株主)についても、会社側は、株主名簿上から把握することができない⁸⁵。

定時株主総会における買収防衛策導入など重要議案の説明に際し、経営者が、事前に実際に議決権行使の判断を行う実質株主に対して、買収防衛策の必要性や内容及び経営方針や企業の将来像などを明確に説明することは、実質株主が正確な情報とそれに対する理解・納得の上で議決権行使を行うことを促進するために重要であると考えられる。また、株式交換により合併等を行う場合、米国人実質株主が10%以上存在することが判明した場合には、日本企業であっても、SECに対して様々な報告義務が生じるなど、外国の諸規制に対応するためにも、実質株主の把握は重要であると考えられる。

実質株主等を把握する手段としては、現在、法制度としては、証券取引法による大量保有報告書⁸⁶が存在する。これに加え、企業では詳細な株主構成などを把握するため、株主判明調査などの自主的な取り組みも行われているが、その実効性を確保する観点から、何らかの法的措置が必要なのではないかとの意見がある。特に、敵対的買収時において、会社が株主の総意を踏まえた行動を取るためには、実質株主及び真の株主について把握し、積極的に十分な情報を提供する必要性が高い。

⁸⁴ 米国と比較した場合、日本企業は、個人株主について「株券等の保管及び振替に関する法律31条(実質株主通知)」により、把握することが容易となっている(米国の場合は、情報開示について承諾した個人投資家のみ把握が可能。)

⁸⁵ 実質株主も真の株主も把握出来ない結果、企業は株主の総意を踏まえた議案を株主総会に提出するための制度的な支援が不十分な状況で議案を作成しているため、前述の定款変更議案が否決された事例なども生じており、このような事態は、株主と企業の真剣な議論の結果というよりは、企業が株主の総意を合理的に推測する有効な手段を持たず、現状利用可能な限られた情報の上に依拠した結果生じた事例であるとの意見もある。

⁸⁶ 証券取引法27条の23

これに関し、英国では、85年会社法212条⁸⁷などに基づき一定程度⁸⁸、実質株主や真の株主を明らかにする制度が存在し、経営者は、その会社を実質的に所有する株主が存在すると想定する場合には、その株主に対して株式の保有割合等⁸⁹について確認することが可能となっている^{90 91}。また、米国においては、証券取引所法13条(F)に基づき、過去12ヶ月の間に時価1億ドル以上の資産を保有する運用機関⁹²に対して四半期⁹³ごとに保有銘柄の開示が義務付けられており、公開情報としてファイリングされている(Form13F)ため、実質株主の把握に活用されている。

株主・投資家等に対して、過度に実質株主等に関する情報提供を求めた場合、投資行動に影響を与える可能性があるとの意見があり、慎重を期す必要がある。一方、真摯に株主・投資家との対話を求める企業からは、これをサポートする制度が不十分であるとの意見もあることから、株主・投資家と経営者の対話を充実させる観点も含め、これらの制度整備について検討する必要があると考えられる⁹⁴。

⁸⁷ 企業は、株主名簿上の登録株主や過去3年間に保有していたことを知っている場合、相手が保有していると信じる合理的な理由がある場合には、保有の事実を明かすよう文書により請求することが可能(212条)。

⁸⁸ 英国国籍以外の株主に対しては、通知を出すことは可能であるが、それに対する回答義務は付されていない。また、罰則規定も適用されない。

⁸⁹ 株式保有の有無、現状及び過去3年間の保有状況、過去における保有状況及び売り渡し先、共同保有者に関する情報について確認することが可能(212条)。

⁹⁰ 通知を受けた株主は、自らの保有する株式に関する情報を企業に提供しなければならず、通知に従わなかった場合は、裁判所を通じて議決権行使や配当支払等について、制約を課せられる可能性がある(216条)。

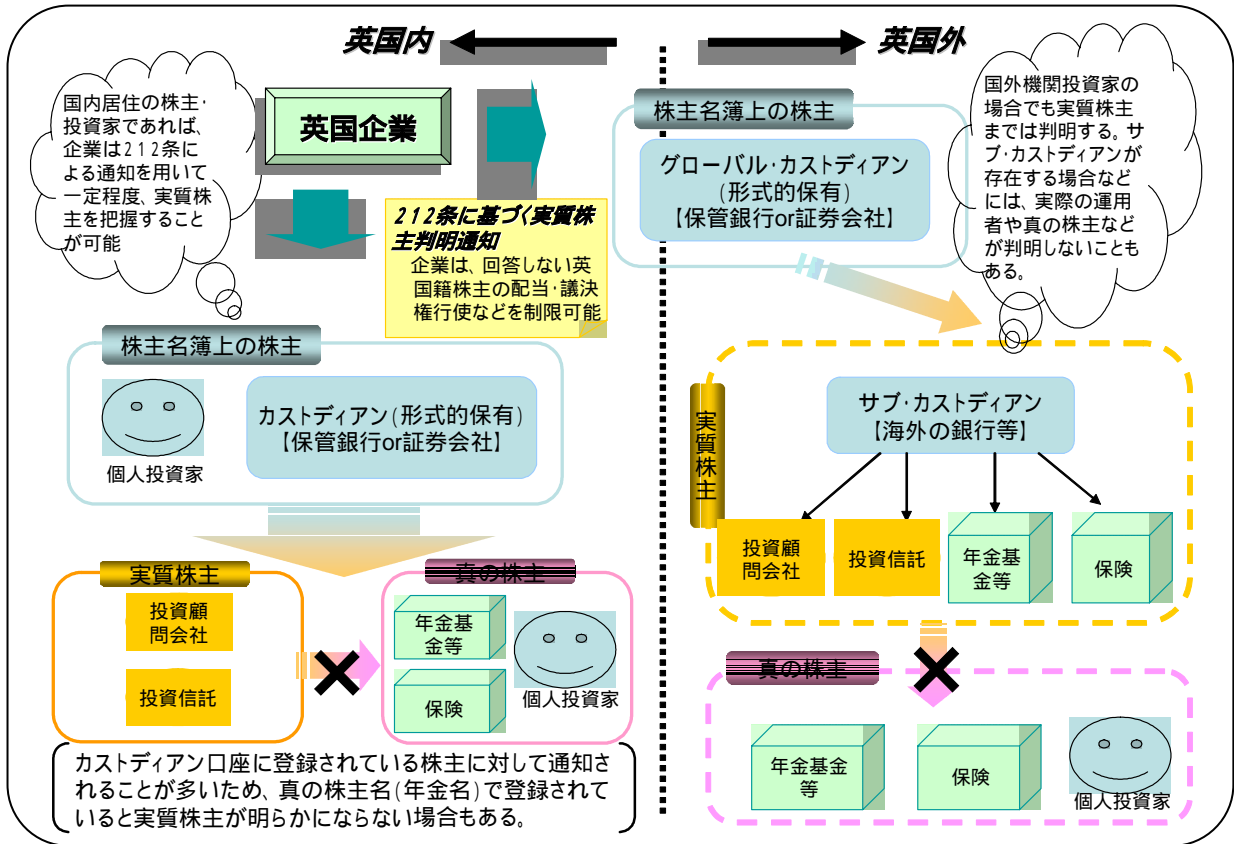
⁹¹ ただし、212条により、実質株主情報を取得した英国企業は、取得した情報を元に株主名簿を作成し、誰でも閲覧可能とすることが必要とされる(215条、219条)。更に10%以上株式を保有している株主は、212条による調査を企業に要請でき、企業はこれに従わなければならないため、敵対的買収者が、これを利用し実質株主等を割り出すことも可能である(214条)。

⁹² 本規定を受けるのは米国の運用機関であり、その他の国の運用機関に報告義務は無い。ただし、米国において投資信託を販売するなど別途SECに登録している運用機関は準拠する。

⁹³ 3月、6月、9月、12月末日より45日以内に四半期毎の保有銘柄状況(証券名、保有株式数等)を届出しなければならない。

⁹⁴ 企業価値研究会における議論では、大量保有報告書の提出により判明した一定の支配株主などに対して、株主名簿上の名義の開示を求める旨を定款に規定しておくことも可能なのではないか、との意見も出された。

(図4-1) 英国 85年会社法212条による実質株主判明のイメージ



(出典：各種資料より経済産業省にて作成)

(定時株主総会日の開催時期)

日本においては、3月期決算企業が多く、定時株主総会はその8割が6月に開催が集中している⁹⁵。更に6月の中でも後半の特定日に集中⁹⁶しているため、株主・投資家は事実上、すべての株主総会に出席することは不可能な状況となっている。一方、欧米における株主総会については、制度上、米国・英国は前回開催から各々13ヶ月、15ヶ月以内に開催、ドイツ・フランスは事業年度終了後、各々8ヶ月、6ヶ月以内に開催することが求められており、比較的長い期間から、開催日を選択することが可能であり、実態としても決算月から4～5ヶ月の間に分散して開催されている。(図4

⁹⁵ 02年7月～03年6月 2,542社中、2,044社(80%)

03年7月～04年6月 2,532社中、2,039社(81%)

04年7月～05年6月 2,575社中、2,050社(80%)

「旬刊 商事法務 1749号(株主総会白書)」、(商事法務、05)(以下「白書」という。)11頁

⁹⁶ 05年6月においては、6月株主総会開催会社2,050社中、6月29日に1,273社(62%)が開催、次で6月28日に262社(13%)、6月24日に226社(11%)

- 2 参照)

今後、企業が買収防衛策を導入する際に、株主が株主総会において企業の説明を直接聞いた上で判断を下そうとしても、買収防衛策を導入した複数の企業が同日同時帯に株主総会を開催した場合には、一社の提案についてしか確認できないことから、他の企業については、一律に反対せざるを得ない可能性がある。このため、企業は株主総会の開催月や開催日をできるだけ分散化させることが望ましいと言えよう。

定時株主総会日の分散化については、株主・投資家との対話の促進を可能とする選択肢の一つと考えられるが、あくまで企業が自主的に判断すべき事項であることは言うまでもない。一方、定時株主総会日を分散化する方法としては、株主総会を集中月・集中日よりも前倒しするか、後送りするかという選択が考えられるが、「現在の法制下では、3月決算企業の場合、決算後3ヶ月以内である6月中下旬に株主総会を開催することが事実上義務付けられており、分散化は困難」との意見もあり、制度上、分散化が可能か否かを明確化することは重要であると考えられる。

株主総会の前倒しについては、これまで定時総会の開催日の8週間前までに計算書類や付属明細書を監査役会及び会計監査人に提出しなければならなかった⁹⁷ため、実務上、3ヶ月よりも前倒しして株主総会を開催することは難しかったが、会社法施行により、この規定が廃止されるため、制度的には現状よりも前に定時総会を開催することが容易になったと考えられる⁹⁸。

また、株主総会の後送りについては、会社法上は、基準日の効力を3ヶ月以内と定めているだけであり⁹⁹、取締役会による配当の決定ができるように定款を変更した¹⁰⁰上で、議決権の基準日を決算日よりも遅く設定することなどの工夫により、株主総会を後送りすることは可能であると考えられる。

しかしながら、株主総会の後送りには、取締役の任期が決算期と大幅にずれることによる問題点や、同業他社が同時期に総会を開催している中、異なる時期に開催した場合に、株主に対しての説明が困難であること¹⁰¹、有価証券報告書の提出時期などの問題もある。また、分散化を進めるには、企業が決算月を変更することでも可能であり、企業は自社の特性に応じて自主的に判断する必要があるものの、企業の選択肢を広げる観点から検討

⁹⁷ 商法特例法第12条1項

⁹⁸ ただし、法律上3ヶ月以内の開催が可能となったとしても、決算の確定作業や監査など、実務的な作業量を考慮すれば、実態上株主総会の大幅な前倒しは困難であるとの意見がある。

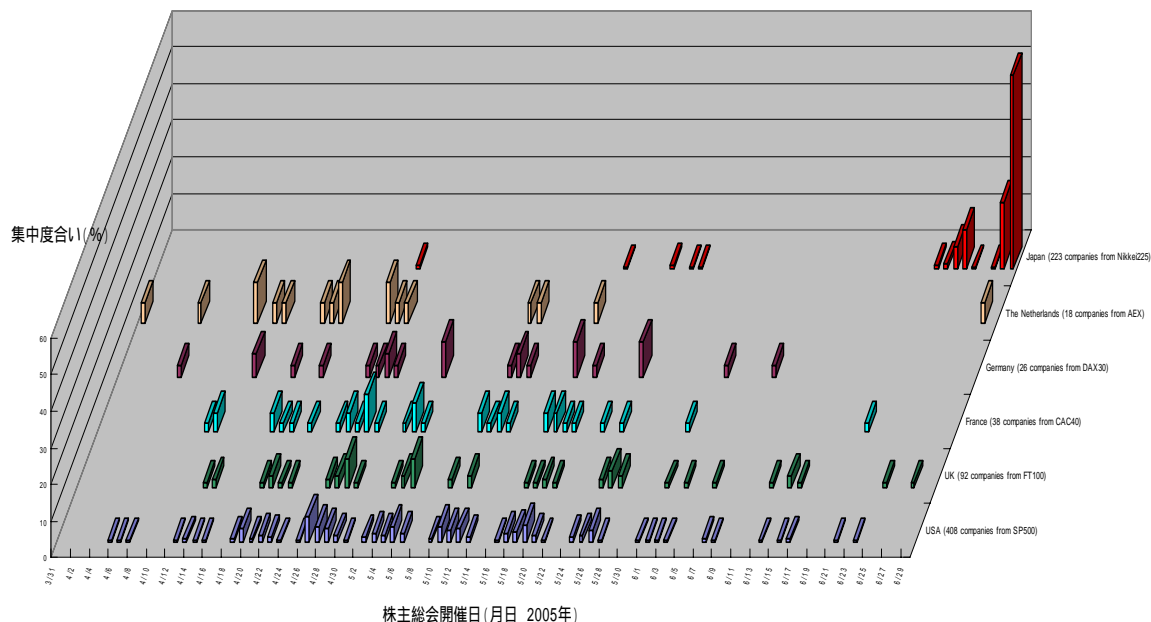
⁹⁹ 商法224条の3第2項、会社法124条第2項

¹⁰⁰ 会社法459条

¹⁰¹ 外国人投資家の一部からは、株主総会が特定の時期に集中していることで、その期間に集中して議決権行使作業を行うことができるため効率的との意見があるとの意見もあった。

する必要があると考えられる。

(図 4 - 2) 各国の株主総会開催日の集中度合い



(委任状合戦の実効性の確保)

日本においても、新株予約権を用いたライツプランが導入可能となり、会社法施行後は、様々な種類株式を用いた買収防衛策も導入可能となる。これにより、買収者は、経営陣の同意が得られない会社の支配権を取得するためには、最終的には、買収防衛策の廃止を求めて株主総会において委任状合戦を行うこととなるため、株主の意思がより前面に現れることになると考えられる。

委任状合戦については、証券取引法において¹⁰²、議決権の代理行使、すなわち委任状の勧誘について規定があるが、実際に買収者側が委任状を用意し、交付・回収するようなケースは多くなく¹⁰³、むしろ、株主提案を行い¹⁰⁴、会社側が交付する議決権行使書面の決議事項として、その投票結果で決議されることが一般的である^{105 106 107}。

¹⁰² 証券取引法施行令 36 条の 2

¹⁰³ 局面は異なるものの、02年にM A Cが行った、東京スタイルへの委任状合戦はこの手法によるものと言える。また、06年には東京衝機製造所の株主が、取締役選任を求めて自ら臨時株主総会を開催した事例がある(議案可決)

¹⁰⁴ 04年7月～05年6月に開催された総会において、株主提案権行使が行われた会社数は21社(白書、15頁)

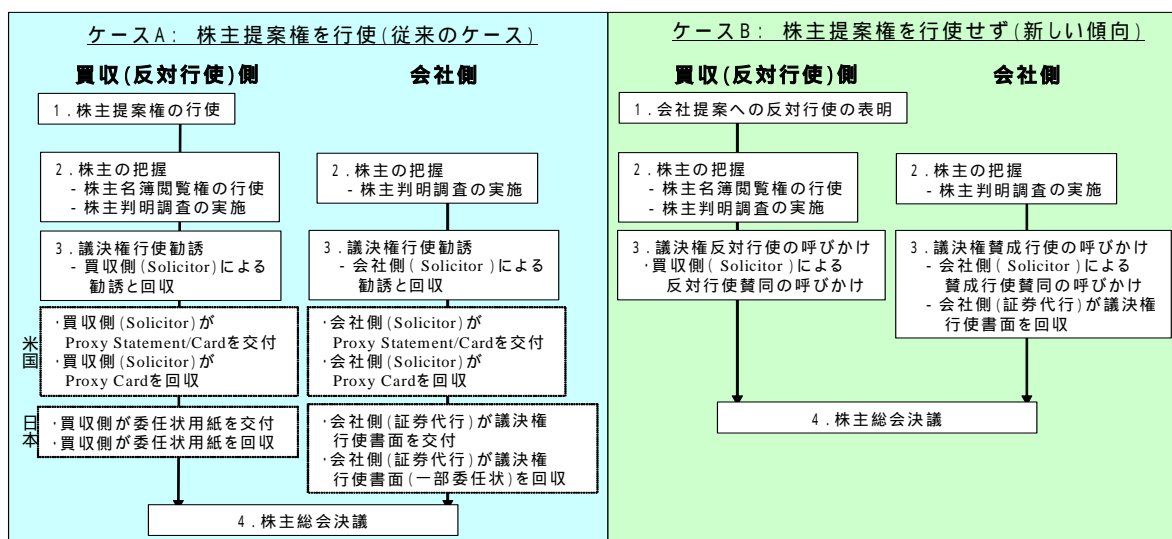
¹⁰⁵ 米国においては、株主提案は法的には勧告扱いではないことや、提案を会社側が除外できる場合が多いことから、買収側・対象企業側が議決権行使勧誘業者を活用し、それぞれの招集通知と委任状の投票

また、最近では、株主提案すら行わず、会社側の提案に対して議決権の反対行使を表明し、広報活動や説明会などを通じて、これに対する賛同を呼びかけるケースも出現している¹⁰⁸。

今後、企業において買収防衛策が導入される場合や、敵対的買収に伴い、買収防衛策に対する株主の意思を問うような場合、こうした委任状勧誘や株主提案を伴わないケースも増加する可能性があるが、日本においては、委任状取付の方法によらない反対行使の呼びかけ行為や、会社側が呼びかけ行為に対抗して賛成を確保する活動は、議決権行使にあたらなことから、その取扱いが明確でなく、委任状勧誘を伴わない場合や株主提案後に会社側や買収者が株主・投資家に対して議決権行使への働きかけを行う場合に、株主・投資家に公平に情報が提供されず、議決権行使の判断に支障を与えたとの指摘がある。

このため、このような形態の委任状合戦が行われた際に、株主・投資家が買収者側・対象企業側の情報を公平に取得できるような制度について、検討する必要があると考えられる¹⁰⁹。

(図4-3) 日本における委任状争奪戦のプロセス



(出典: 株式会社 アイ・アール ジャパン資料(第16回企業価値研究会資料))

結果で決議されることが多い。

¹⁰⁶ 04年に松佳(現パナース)などの投資グループが行った、宮入バルブ製作所に対する委任状合戦はこの手法によるものと言える。

¹⁰⁷ 日本企業で委任状制度を採用している企業は5%程度であり、それ以外は議決権行使書を採用している(白書、62頁)。

¹⁰⁸ 局面は異なるものの、05年にM A Cが行った、三共と第一製薬の経営統合に対する反対行動が、この手法によるものと言える。

¹⁰⁹ 米国では、委任状勧誘に該当する行為は、委任状を得るための要請を行う全般的な行為と解釈されるため、委任状書面を活用しないで反対行使の勧誘を行う行為の段階から、使用する書面(ニュースリリース、株主説明会資料など)のS E Cへの提出が義務付けられており、これにより提出された書面が公衆に閲覧されることになる(証券取引所法規則14a-12)。

(実質株主¹¹⁰の通知等について)

敵対的買収時に、買収提案が企業価値を毀損することが明らかな場合など、買収防衛策の発動が企業価値基準の観点からも適切であるような局面において、買収防衛策の発動に関する株主総会を開催する場合¹¹¹や、実際に新株予約権などを用いた買収防衛策を発動する場合に、速やかに実質株主を確定できることは、買収の対象となった企業はもちろん、株主・投資家にとっても、自らの権利を確保する上で重要であると考えられる。

現在、企業が実質株主を確定する場合、大部分は、株券等の保管及び振替に関する法律に基づき、保管振替機関からの実質株主通知を通じて確定することになる¹¹²。この場合、確定できるタイミングについては法定されているいくつかの場合に限られる¹¹³。例えば、新株予約権を株主割当するために基準日を設ける場合や、種類株式を用いた買収防衛策などの発動に関する臨時株主総会を開催する場合には、基準日を確定できるため、実質株主通知を受けることが可能であると考えられる。

しかしながら、定款変更を必要としない買収防衛策の導入・発動など、会社法や定款に定められていない事項に関する企業や株主からの提案について株主・投資家の意思を確認することを目的として、実質株主通知を受けることや臨時株主総会を開催することが可能か、またはこうして得た決議が、適法性を有するか等についての解釈や制度が明確でなければ、こうした局面において、臨時株主総会を開催することは困難である。

これに関連して、政府の指針においては、買収防衛策の導入に際し、株主意思の原則を満たすために株主総会において総議決権の過半数で賛否を決する勧告的決議(宣言的決議)を得ることは株主による自治の一環として許容される¹¹⁴と示しており¹¹⁵、敵対的買収の局面においても、同様の解釈が可能であるか明確にすることや、これらを可能とする制度の是非について検討することは有意義と考えられる。

¹¹⁰ ここでは、株券等の保管及び振替に関する法律30条に示される実質株主を言う。

¹¹¹ 香田温子、鈴木賢一郎、渡辺奈津子「株主総会判断型の買収防衛策 - 株主・対象会社・買収者にとってフェアな買収防衛策の試案 -」(商事法務1752号、05年)33頁、参照

¹¹² 株券等の保管及び振替に関する法律31条

¹¹³ 会社が基準日を定めたとき。吸収合併・吸収分割・株式交換の各々の効力発生日、株式併合、新設合併、新設分割、株式移転の各々の成立する日 事業年度開始日から起算して6月を経過したとき(中間配当に係る基準日を定めた場合を除く。)

¹¹⁴ 「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(05年5月27日、経済産業省・法務省)6頁

¹¹⁵ 05年6月(株)もしもしホットライン、06年2月(株)シーエーシー、06年2月(株)鳥越製粉(株)が導入した買収防衛策がこれに該当する。

3. 対話を充実させるための選択肢の拡大に関する論点

上述したように、株主総会集中日の分散化など、企業のIRやコーポレート・ガバナンスに根ざす問題については、あくまで企業が自主的に判断すべき事項であり、その方向性を示すことは、企業の自由な経済活動を抑制する可能性もあることから、慎重に取り扱うべき事項である。

しかしながら、今後、企業価値基準に基づく合理的な買収防衛策を導入しようとする企業が、株主・投資家の理解を得ることができなかつたために、導入を拒否される場合や、企業価値基準を満たさない濫用的な買収防衛策を株主・投資家が十分理解しないまま、導入を認めてしまった場合などには、結果として企業価値を低下させる可能性があることも否定できない。

これらの状況を回避するためには、株主・投資家が経営者との対話を通じた十分かつ正確な情報に基づいて判断を下す必要がある。

本項では、企業価値研究会で指摘された、買収防衛策を導入する際に、株主・投資家と経営者との対話を充実させるための方策について、企業の選択肢を拡大する観点から紹介する。

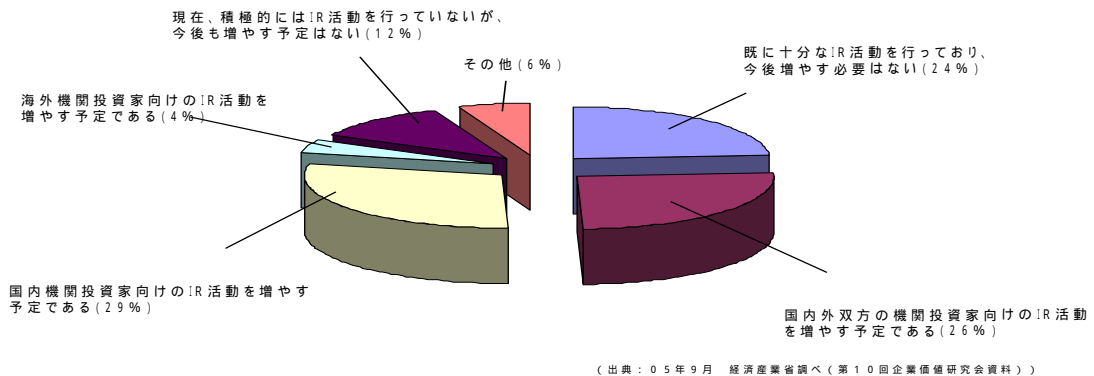
(IR活動等による買収防衛策の浸透)

第2章で述べたように、会社法の施行や証券取引所の適時開示規則の改正により、株主・投資家は、今後、買収防衛策に関する情報について、事業報告や適時開示により、容易に入手することができるようになる。

また、経済産業省が05年に実施したアンケートによれば、日本企業においては、8割を超える企業がIRに前向きな対応を図っており、そのうちの2割については既に十分なIR活動を行っているとの認識を持っている結果となっている¹¹⁶。

¹¹⁶ 株主総会白書によれば、既にIRを実施している会社が69%、IRを実施したい会社が13%存在し、8割超の会社でIRに前向きな回答が示されている(白書、50頁)。

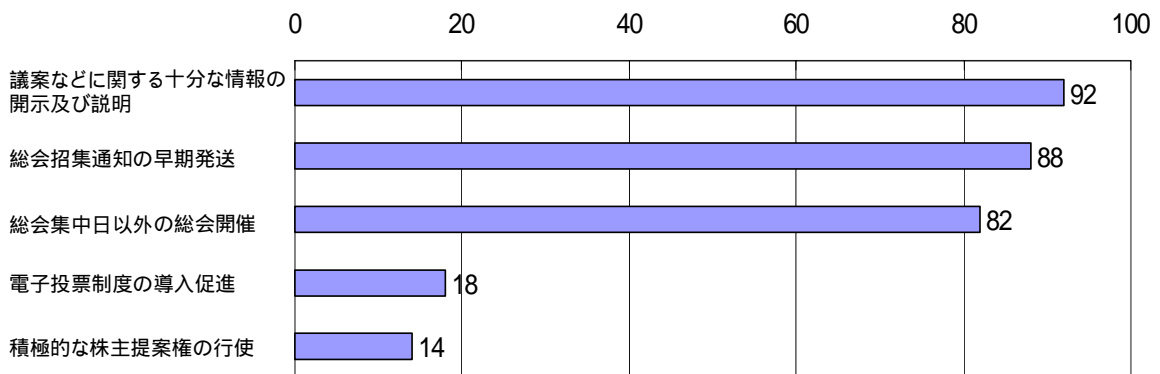
(図 4 - 4) 日本企業における I R 実施状況



しかしながら株主・投資家の一部からは、株主総会招集通知の記載事項における情報開示不足を指摘する声¹¹⁷や、法定開示以外の情報を開示することを求める意見¹¹⁸もある¹¹⁹。

このため、企業が法令等に則って情報を開示するのみならず、買収防衛策の目的や内容などについて、経営改革の方針などと併せ、日常的な I R 活動やホームページなどを利用して積極的に開示していくことは、株主・投資家の十分な理解を得るための選択肢の一つと考えられる¹²⁰。

(図 4 - 5) 日本における機関投資家が求める株主総会の改善点



(出典：05年9月 経済産業省調べ(第10回企業価値研究会資料))

¹¹⁷ 05年8月に社団法人 日本証券投資顧問業協会が公表した「投資一任契約に係る議決権等行使指図に関する行使状況」調査によれば、株式発行企業の招集通知に記載されている内容が不十分とする回答が、72社中49社(69%)となっており、このうち買収防衛策や授權資本枠拡大についての情報開示不足を指摘している回答も10社(14%)あったとの結果となっている。

¹¹⁸ 05年2月に社団法人 日本証券投資顧問業協会と厚生年金基金連合会が東京、大阪、ジャスダック各証券取引所に提出した「株主議決権行使に関するインフラ整備に向けた取組みについて」参照(第16回企業価値研究会 参考資料)。

¹¹⁹ 機関投資家からは、最も対話を充実させてほしいのは、企業の成長戦略や株主還元策など、バランスの取れた企業のビジョンであり、そうしたビジョンを株主・投資家と経営者で共有できていれば、買収防衛策の導入についても許容可能との意見もある。

¹²⁰ 経済産業省によるアンケート結果によれば、機関投資家の9割以上が株主総会議案などに対する十分な情報開示及び説明を求めている。

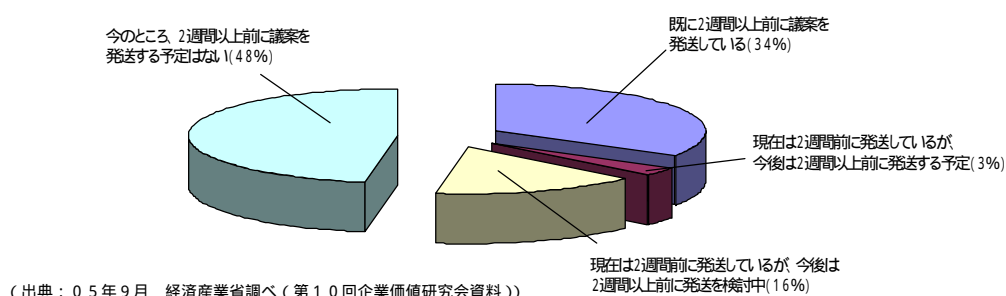
また、近年では、株主総会をIRの一環と考え¹²¹、パソコン・PRビデオなどを利用したビジュアル化¹²²や、総会前後の株主懇談会¹²³などを実施している企業が増加している。買収防衛策についても、株主総会の場でパソコン等を用いる、事前に株主説明会を設けるなど、積極的に分かりやすく説明することで、株主・投資家の理解を得ていく方法も存在する。

この場合、個人投資家を主要な株主層として想定する会社などにおいては、個人投資家の議決権行使を促進させるため、開催日を平日ではなく、土日、祝祭日¹²⁴等としたり、開催時間についてもできるだけ参加しやすいような時間帯に設定するなどの選択肢も存在する¹²⁵。

(定時株主総会招集通知の早期発送)

経済産業省が05年に実施したアンケートによれば、05年6月の株主総会では、企業の過半数が2週間以上前に株主総会招集通知を送付していると回答している。また、機関投資家も6割以上が2週間以上前に受け取っていると回答しており、招集通知の早期発送という観点からは、既に一定の改善が図られているとも考えられる¹²⁶。

(図 4 - 6) 日本企業における株主総会招集通知発送日



日本においては、株主総会招集通知を送付する時期は、総会の14日前まで¹²⁷と定められているが¹²⁸、企業が法定期限どおりに招集通知を送付した

¹²¹ 04年7月～05年6月の実績によれば、株主総会をIRの一環として考え、実践している会社は3割を超える(白書、51頁)。

¹²² 04年7月～05年6月の実績では、株主総会のビジュアル化を実施している会社は、全体の5割を超えている(白書、53頁)。

¹²³ 04年7月～05年6月の実績では、株主懇談会に対して前向きな回答をしている会社は、全体の1/4程度となっている(白書、51頁)。

¹²⁴ 04年7月～05年6月の実績では、土曜日、日曜日に総会を開催した会社は、全体の2%程度(白書、22～23頁)。

¹²⁵ 柴田和史「株主総会をめぐる諸相と敵対的企業買収防衛策 - 2005年版株主総会白書を読んで - 」(商事法務1753号、05年)4～5頁、参照

¹²⁶ 一方で、機関投資家に対するアンケートによれば、招集通知の到着が19日以内の企業数も半数近くになることから、大幅な改善が図られたとは言えないとの意見もある。

¹²⁷ 商法232条、会社法299条

場合、議決権行使者が、実際に招集通知を受け取り、回答する期間は、信託銀行などを經由する場合は総会日の数日前となり、実質的な審査期間は2～3日程度しかない。また、外国人投資家の場合、送付に時間を要するため、さらに審査期間が短縮されることになる。これにより、株主が議案の十分な分析や検討を行うことが困難となり、効率的かつ円滑な議決権行使が阻害されるため、企業にとっても買収防衛策などの議案について形式的に善し悪しを判断される可能性がある。

買収防衛策などの重要議案については、証券取引所の適時開示システムや企業のホームページなどを通じて、早期に確認することは可能である場合が多いものの、株主・投資家からは、最終的な決定は株主総会招集通知を見てから行うとの意見もあり、出来るだけ早期に株主総会招集通知を送付することも、株主・投資家の理解を得るための選択肢の一つと考えられる¹²⁹。

(外国語による株主総会招集通知の送付)

日本企業においては、外国人持株比率が既に1/4¹³⁰に近づいているため、株主総会における、外国人株主の議決権は重要な位置を占めるようになってきている¹³¹。このため、事前に株主に対して送付される株主総会招集通知は、外国人株主・投資家の理解を得る上で、重要な役割を担っていると考えられるが、日本企業における外国語による招集通知の導入比率は8%程度に留まっている¹³²。

外国人株主・投資家は、企業が外国語による招集通知を行っていないことを承知で投資を行っている場合が多いことや、招集通知に株主提案を含む場合などに、企業側で外国語訳を行った場合、その正確性について問題とされる可能性があるなどの指摘もあり、一律に外国語による招集通知を作成する必要はないものの、株主構成にに応じて、英語など外国語によるものを作成することは、外国人株主・投資家が、事前に買収防衛策の目的や内容などを十分に理解し、納得した上で議決権行使を行うことを促すため

¹²⁸ なお、招集通知の送付については、米国では総会開催日の10日以上60日以内の間に送付されること(ただし、委任状勧誘状については30日前)、英国が21日前までに通知されること(特別決議が含まれる場合)、ドイツ・フランスが30日前までに通知されることとなっている。

¹²⁹ 経済産業省によるアンケート結果によれば、機関投資家の9割近くが総会招集通知の早期発送を望んでいる。また、7割は招集通知の到着日を法定発送日である総会14日前よりも早く到達することが妥当であると考えている。

¹³⁰ 04年度実績は23.7%となっている(「平成16年度株式分布状況調査の調査結果について」全国証券取引所(05年6月)7頁)。

¹³¹ 政府の対日投資促進の姿勢を考慮すれば、今後、ますます外国人持ち株比率は増加する可能性がある(06年3月19日 読売新聞(朝刊)1面参照)。

¹³² 04年7月～05年6月における実績では、英文による招集通知を作成・送付した会社は7.8%となっている(白書、98頁)。

の選択肢の一つと考えられる。なお、外国語による招集通知を作成する場合に、株主のための任意の書類という扱い程度に止めるとの方法も考えられる。

(電磁的方法による議決権行使¹³³の促進)

電磁的方法による議決権の行使については、より多くの株主に議決権行使の機会を広げるとともに、企業にとっても行使率の上昇という効果が考えられる。このため、より多くの株主から買収防衛策の導入などに対する意思を確認するために、重要な役割を担っていると考えられ、また、中長期的観点からは、書面による送付に伴う負担が軽減されることから、企業のコスト削減にも結びつくと考えられる¹³⁴。

しかしながら、現時点においては、電磁的方法による議決権の行使を導入しても株主・投資家の反応が芳しくないことや、電磁的方法による行使に同意した株主から会社に対して、仮に濫用的な請求・届出等が電磁的方法によって行われた場合、会社が拒めなくなることが懸念されることなどから、日本企業の導入状況は2割程度¹³⁵に留まっている。

電磁的方法による議決権行使の導入自体は、買収防衛策に関する情報開示・説明責任の充足、議決権行使の迅速化、企業側の議決権行使状況の把握などの観点から企業の選びうる選択肢の一つと考えられる¹³⁶。また、株主・投資家側にとっても、積極的かつ合理的に電磁的方法を利用することは、株主・投資家と経営者の対話を充実させる方法の一つとも言える。

(定款変更議案の分割決議)

買収防衛策の導入に伴う定款変更議案について、それ以外の複数の変更と一括して提案する場合、株主は買収防衛策導入議案に対してのみ反対であったとしても、定款変更全てに対して反対投票せざるを得ないこととな

¹³³ 会社法301条第2項により、電子的手段による招集通知の送付に同意した株主に対しては、書面による送付を省略することが可能となった。

¹³⁴ 米国では05年11月、SECが株主総会における招集通知の電子配布に関する新ルールを提案した。提案された規則では、株主総会の際に送付する招集通知や年次報告書の電子配布が可能となり、これまで補足的手段として利用されていた電子配布が本則となり、紙媒体での資料送付が補足的手段となる。今回の新ルールが適用されれば、年間で数億ドルのコスト削減要因となると見られる。この提案は、株主側にとっても大きな意味を持っており、企業への反対株主が独自の取締役候補を擁立し、委任状合戦を仕掛ける場合にも電子配布が認められることになるため、提案株主側のコスト負担も大幅に減少することになる。

¹³⁵ 04年7月～05年6月における実績では、電磁的方法による議決権行使を採用もしくは次回から採用予定の企業は18%（白書、120頁）。

¹³⁶ 東京証券取引所と日本証券業協会とADP（米国のデータ処理会社）の3社により設立された合弁会社である株式会社ICJは、機関投資家向け株主総会議決権電子行使プラットフォームの運営を行っており、これにより、議決権行使の促進が図られている（06年3月29日現在、97社が参加）
<http://www.icj-co.com/>参照。

るため、株主にとっても、企業にとっても、不本意な結果となる。

企業価値基準の観点からは、今後、買収防衛策を導入する際には、株主の意思を確実に確認するとともに、定款変更議案の他の変更部分に対する影響を極力低減させるためにも、各変更箇所を個別に提案する¹³⁷、買収防衛策議案についてのみ個別に提案するなどの工夫をすることが、株主・投資家の考えを経営者が理解するための方法の一つと考えられる。

(早期の株主総会日確定・公表など)

株主による株主提案の行使は、総会日の8週間前までに行わなければならないとされているが¹³⁸、総会の開催される日時については、会社が2週間前までに発送する招集通知を受け取るまで分からないことが多いことから、株主は前年までの実績などから総会日を想定し、前年よりも前倒しになったとしても間に合うように、相当の余裕を持って提案を行う必要がある¹³⁹、株主・投資家からは提案期限の短縮などを求める意見もある¹⁴⁰。

一方で、日本における株主提案に対しては、「法的拘束力を持たない英米における株主提案と比較すれば、既に十分に株主提案がしやすい環境が整っている」¹⁴¹、「現在の株主提案の中には、企業価値向上の観点よりも、提案株主固有の論点に関するものも存在するため、株主提案をさらに容易にすることで、濫用的な提案が増加する」、「株主提案の行使期限については、02年改正前には6週間であったものを、実務的に十分な期間を確保する

¹³⁷ (株)東京スタイルの03年株主総会では、定款変更議案を4分割して、それぞれの提案について賛否を表明できるようにしている(議案としては一件)。

¹³⁸ 商法232条の2、会社法303条第2項

¹³⁹ 江頭憲治郎「株式会社・有限会社 第4版」(有斐閣、05年)294頁、参照

¹⁴⁰ 丸木強、滝沢建也、浅野隆史「株主総会にフェアなルールを」(月刊 取締役の法務 103、02年)48頁、参照

¹⁴¹ 株主提案に関する各国の制度と実態は以下のとおり。

米国：株主が提案をできる対象企業は、上場会社又は株主500名以上で資産総額500万ドル以上の会社に限定。株主提案権は、議決権の1%または時価2,000ドル相当以上を1年間継続保有している株主に与えられ、提案は1株主につき1提案に限られる。招集通知発送日の120日以上前であれば企業側の招集通知への掲載を請求できる(ただし、企業は取締役の選任に関するものや、会社提案に直接抵触するものなどは、除外することができる)。また、株主提案決議に法的拘束力は無い。株主提案の多くは個人株主によるものであり、機関投資家は、通常、直接の対話を通じて解決を図るのが一般的。件数については、04年については776件の株主提案が提出され、うち414件が実際に株主総会において投票が行われている(ジョージソン・シェアホルダー社調べ)。

英国：機関投資家は事前に話し合いによる解決を重視する傾向が強く、また、株主提案決議に法的拘束力がないことから、株主提案は非常に少ない。実績としては、01~02年には4件、02~03年には2件(マニフェスト・インフォメーション・サービス社調べ)。

フランス：極めて少ないが、近年になり、複数議決権の廃止や取締役解任を求める株主提案を行うアクティビストが現れつつある。

ドイツ：既に招集通知に記載されている会社提案に対する反対表明について、提案に必要な株主持分が定められていないことや、株主総会開催24時間前まで提出が可能であるなど、株主提案要件が厳格でないことから、欧州諸国の中では、比較的多いと言われている。

ため、8週間に伸長されたもの¹⁴²であり、実態として行使期間の短縮は難しい」などの指摘もある。

株主提案自体については、株主の意思を能動的に示す手段であり、買収防衛策に対する株主・投資家の考えを経営者に明確に伝えるとの観点からは重要であることから、会社が早期に株主総会日の確定や公表を行うことや、株主提案の行使期限や株主提案権の要件について、定款を以て短縮・軽減する¹⁴³ことも選択肢の一つと考えられる¹⁴⁴。

(図4-7) 日米における株主提案制度の比較

	米国	日本
根拠法	1934年証券取引所法 14条(a) 同法規則 14a-8	会社法 303条
対象	上場会社 株主 500名以上で資産総額 500万ドル以上の会社	上場・非上場問わない
提案の要件、制限	社外議決権株式 1%又は時価 2,000ドル相当以上を 1年間継続保有。1株主につき 1提案に限られ、提案とその理由を 500語以内で記載しなければならない。	取締役会設置会社の場合、総株主の議決権の 1%以上又は 300個以上(定款でこれを下回る割合・数を定めた場合を除く)の議決権を 6ヶ月前(定款でこれを下回る期間を定めた場合を除く)より継続保有(提案理由の参考書類への記載についての具体的な字数制限は設けられていない。全部を記載することが適切でない程度の多数の文字等の場合は要旨を記載しなければならない)とされている。株主総会等に関する会社法施行規則 93条)
手続	原則として招集通知発送日の 120日以上に請求	総会期日の 8週間前に書面で取締役に請求(定款の定めで短縮可能: 会社法)
会社側の Proxy Statement/Card から除外できる株主提案(SEC の No Action Letter で適用除外と認められたもの)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 会社所在地の州法に照らして適切でないもの 2. 合衆国州法、連邦法又は外国法に違反することを求めるもの 3. SEC の委任状勧誘規則に違反するもの 4. 株主の個人的な苦情又は利益に関するもの 5. 期末総資産の 5%未満、かつ純利益と総売上高の 5%未満に相当する業務で、会社の事業に重大な関係のないもの 6. 会社の実施権限を超えるもの 7. 取締役会に委ねられるべき通常の業務執行に関係あるもの 8. 取締役の選任に関するもの 9. 会社提案に直接抵触するもの 10. 会社により実施済みなもの 11. 他の提案者によって請求され、委任状勧誘資料に掲載予定のものと同質的に重複するもの 12. 過去に実質的に同一の提案がなされ規定の比率の賛成を得られなかったもの 13. 現金又は株式配当の特定の金額/数量に関するもの 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 法令又は定款に違反するもの 2. 同一の議案が議決権の 10%以上の賛成を得なかった日より 3年を経っていない場合

(出典: 株式会社 アイ・アール ジャパン資料(第16回企業価値研究会資料))

(機関投資家の考え方の明示)

議決権の多くを保有する機関投資家が、買収防衛策に関してどのような考えを有しているかを明示することは、買収防衛策の導入を検討している経営者の予測可能性を高め、会社が、主要な機関投資家の考え方に沿った形で買収防衛策を導入・運用することを促す効果がある。

現状では、機関投資家の議決権行使に対する考え方を確認する方法としては、議決権行使ガイドラインがあり、運用機関の中でも、投信投資顧問

¹⁴² 前田庸「会社法入門 第10版」(有斐閣、05年)324頁

¹⁴³ 会社法 303条第2項、定款変更によって、これらを変更できることが明確化された。

¹⁴⁴ 柴田和史「株主総会をめぐる諸相と敵対的企業買収防衛策 - 2005年版株主総会白書を読んで - 」(商事法務 1753号、05年)5頁、参照

会社などは、一般に公開しており、最近では買収防衛策についての考え方を示すガイドラインも出てきている。一方で、議決権行使に際しては、総合判断に基づく個別判断となるため、状況に応じた柔軟性を確保するため具体的な判断基準については公開していない機関も多い。

機関投資家に議決権行使に関する考え方やその行使結果の公表を一律に義務付けることは、機関投資家の投資姿勢を硬直化させ、マーケットに対して歪みを生じさせる原因ともなりかねないし、大規模機関投資家の議決権行使に他の投資家が追随することによる企業への影響などが考えられるため、慎重な対応が求められる。

一方で、議決権行使ガイドラインは、あくまで機関投資家の基本的な考え方を示したものであり、実際に議決権行使を行う際には、個別議案毎に検証を行っている場合が多いため、機関投資家と経営者の対話を充実させるとの観点からは、機関投資家が自らの考え方を明確に示すために、例えば、議決権行使結果やその理由を公表することは、会社の予測可能性を高め、対話の充実を促進させる方法の一つであるとの意見がある。これは、また、機関投資家のガバナンスの向上という観点からも検討に値するとの意見もある。¹⁴⁵

また、欧米では年金基金が議決権行使を通じて、企業のガバナンス改善の主導権を取っており、米国では年金基金に議決権行使が義務付けられている¹⁴⁶。英国では、ロンドン証券取引所が作成し、上場規則集に添付されている統合規範¹⁴⁷により、年金基金等機関投資家の議決権行使のあり方を示すとともに、会社との積極的な対話を求めているが、こうした環境を整備することも、選択肢の一つとして考えられる。これは、一定の社会的ガバナンス環境の整備にも結びつくとの意見もある。¹⁴⁸

これまで企業価値基準の観点から見た、公正なM & Aルールのあるあり方について述べてきたが、次章では、これらのルールの全体像及び日本の企業社会への期待について述べることにしたい。

¹⁴⁵ 米国では、40年投資会社法30条および同規則30b1-4により、投資信託運用会社に対して、議決権行使の方針、議決権行使プロセス、実際の行使内容について公衆に開示することを義務付けている。

¹⁴⁶ ERISA法(従業員退職所得保障法)に言及する形で、94年労働省通達により、受託者責任遂行のため、年金基金自ら、もしくは運用機関を通じた議決権行使を義務化。

¹⁴⁷ 98年6月、キャドバリー、グリーンブリー、ハンペルの各コーポレート・ガバナンス委員会の報告を統合してロンドン証券取引所の定めた規範。大きな特徴は、勧告の対象を上場企業に限定せず、コーポレート・ガバナンスのもう一方の重要な当事者である機関投資家に対しても最善慣行規範を示したことである。

¹⁴⁸ 特に、買収防衛策については、企業価値基準に合致したものであれば、企業価値を毀損する買収に対しては有効に機能し、結果として企業価値や株主共同の利益を向上する結果となる。このため、機関投資家は買収防衛策に対して、一律に議決権行使を行うのではなく、経営者からの十分な情報提供や意思表示を前提として、個別の事例毎に判断することが、対話の充実を図る上では有効であると考えられる。

第5章 今後の日本の企業社会に寄せる期待

企業価値研究会が発足してから約1年半の間に、企業買収をめぐる制度やルールの整備は大きく進展した。まずは、05年の5月に防衛側のルールが示された。それが、経済産業省と法務省の指針である。これに次いで、会社法施行規則における開示ルールや証券取引所の上場ルールが整備された。また、買収側のルールについても、今通常国会に証券取引法等改正案が提出されている。その間、企業価値研究会では、企業価値報告書(05年5月)を取りまとめ、公正な買収防衛策のあり方を提示した。また、企業買収に関する公正なルールが日本の企業社会に根付くよう、企業価値基準の浸透、インフォームド・ジャジメントを可能にする環境整備という観点から検討を進め、買収防衛策に関する開示ルールや証券取引所の上場ルールのあり方(05年11月)、買収ルールのあり方(05年12月)について提言を行ってきた。さらに、本報告書においては、前章で述べたように、株主・投資家と経営者の対話を充実させるための方策についても提案を行った。こうした一連の対応により、日本は、ルールなき状態から、公正なルールが整備された状態へと変わりつつあるといえる。

こうした中で、今後、着目すべきは、06年の株主総会の動きである。05年の株主総会が示唆するように、買収防衛策の導入の有無に関わらず、経営者には、これまで以上に企業価値を高めるための経営戦略を説明するとともに、買収防衛策を導入する場合には、導入目的などを明らかにするなど説明を果たす必要がある。また、機関投資家をはじめとした株主が、こうした経営者の取組みをきちんと評価することも鍵となる。すなわち、今後は、こうした公正なルールが、企業、株主・投資家などの企業社会の関係者によって尊重され、日本の企業社会の行動規範になるとともに、日本の企業社会の変化を促していくことが期待される。

日本の企業社会に期待される変化としては、企業価値報告書においても、コーポレート・ガバナンス改革の進展、株主重視経営の定着と株主との対話の本格化、社外者活用論の本格化、買収提案に対する合理的な調査慣行の確立、株価連動報酬の普及、機関投資家による責任ある行動、更には、長期的な企業価値向上に向けたコンセンサスの形成、といった内容を挙げており、実際に、こうした変化は生じつつあるように思われる。今後、整備されつつある企業買収に関する公正なルールを媒体として、こうした動きがさらに進展することが期待される。

以下では、今後の日本の企業社会に寄せる期待について、具体的に述べることにする。

1．経営者に対する期待

(長期的な企業価値向上に向けた取組みの促進)

買収防衛策は、長期的な視点で、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、株主・投資家と企業経営者の間で、一層のコミュニケーションを図り、コンセンサスを得ていくことを要請する。

長期的な企業価値向上のためには、差別化を生み出す企業固有の人的資産の育成や、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信頼の形成、独自の技術、ノウハウ、組織力の活用など、日本企業特有の強みを伸ばしていく取組みが有効だと思われるが、各企業がこうした自らの強みを認識し、株主・投資家はその強みを客観的に判断し、評価できるよう、指標を提示しながら十分に説明していくことも重要である¹⁴⁹。そうした指標や説明を踏まえて株主・投資家による客観的な評価が行われ、企業経営の価値観が共有されれば、企業価値もさらに向上するという好循環が生まれることにもつながる。

(コーポレート・ガバナンスの充実)

日本は、米国とは異なり、社外者の活用が普及しておらず、買収防衛策が濫用されかねないとの指摘もある。この社外者によるチェック機能については様々な議論があるものの、市場からも支持される買収防衛策を導入しようとするれば、指針に従い、取締役の恣意性を排除するような仕組み(株主総会授権、客観的解除要件設定、独立社外チェック)を検討することが必要となる。すなわち、コーポレート・ガバナンス面における何らかの対応が求められるといえる。さらに、会社法制の現代化は、買収防衛策が経営者の保身を目的とするものではないと判断した理由を開示することも要請するとともに、社外者の属性等の開示や、コーポレート・ガバナンスなどの内部統制システムの整備をも求めている。

¹⁴⁹ 企業の人材、技術、ノウハウ、組織力などの知的資産に関しては、産業構造審議会新成長政策部会経営・知的資産小委員会において進められており、「中間報告書」(平成17年8月)が公表されている。また、経済産業省から「知的資産経営の開示ガイドライン」(05年10月)が公表されている(http://www.meti.go.jp/policy/intellectual_assets/index.htm)。

こうした制度環境の中で、経営者と株主・投資家との対話を通じて、企業経営のあり方、企業統治のあり方、社外者の活用のあり方など¹⁵⁰、そのあるべき姿について議論が深化し、日本におけるコーポレート・ガバナンスも充実していくことが期待される。

2. 株主・投資家に対する期待

(機関投資家を始めとした株主による適切な判断・行動)

05年以降、買収防衛策を導入する企業が増加しており、これを踏まえ、日本の機関投資家においても、買収防衛策に関する議決権行使ガイドラインを策定する動きも見られる。しかしながら、機関投資家の一部からは、買収防衛策は、結局のところ経営者の保身のためのツールであり、内容如何に拘わらず全ての防衛策に反対するかのような意見も聞かれる。その背景には、買収防衛策の内容が複雑で、本当に企業価値を高めうるものなのかどうか、取締役による恣意的な判断を排除しうるものなのかどうか、といったことを正しく理解することが難しいといった現実があるとの指摘もある。このため、第4章でも指摘したように、まずは経営者が機関投資家の理解を得られるよう、その説明をしていくことが重要となる。

一方で、機関投資家を始めとした株主側が、必要十分に提供された情報をもとに、適切な判断を下すことも重要となる。買収防衛策は、その設計次第で毒薬にも良薬にもなるが、機関投資家には、買収防衛策導入の目的(守るべき企業価値とは何か)と発動条件(誰が何を基準に判断するのか)について、企業価値基準に基づいてきめ細やかに評価していくことが求められる。

このように、機関投資家が責任ある行動をとるのであれば、自ずと経営者側も政府の指針を遵守し、合理的な買収防衛策を導入することになるだろう。すなわち、機関投資家による責任ある行動が企業経営に規律を与え、その規律が経営革新を促すことにより、機関投資家にも株価向上という利益をもたらす。今後、日本の企業社会にそのような好循環が生まれ、加速することを期待したい。

(経営者と株主・投資家との緊張感ある信頼関係の構築)

株主・投資家にとっては、配当や自社株消却といった株主還元策の充実はもちろん重要であるが、それに加え、日本企業の強みとなる人的資産や、優

¹⁵⁰ この他、米国型の報酬制度を導入して経営者と株主の利害を一致させる、経営者マーケットの熟成を図るなどの方策や、充実した司法制度の構築などの制度整備が、取締役の客観性を高めるために必要であるとの指摘もある。

秀な取引先との良好な関係、顧客や地域社会などとの厚い信頼関係などを長期的な視点で評価して投資を行うことが、企業価値の向上、ひいては長期的な株主利益向上のためにも有効といえる。機関投資家は、一般的には長期的な株価上昇や継続的な利益還元を目的とするものが多いと考えられることから、経営者と機関投資家の継続的かつ緊張感ある対話を通じた経営ビジョンの共有が何よりも重要であると考えられる。こうした中で、企業経営に求められる高い専門性を踏まえれば、株主が企業経営に過度に関与するよりも、経営者に経営判断を委ねる方が、企業価値向上のためには効率的であるという考えもある。そして、株主・投資家の役割は、そうした企業経営を左右する経営者の選別と、選別した企業経営者に対するガバナンスにある、という考え方である。企業価値の向上、ひいては長期的な株主利益の向上のために、株主・投資家が専門性を有する経営事項にどこまで関与するのが適切か、仮に情報の非対称性が解消されたとしても、専門性ある数多くの情報について、株主・投資家がどこまで適切に判断できるのか、株主・投資家による経営者に対する監視機能をどのように強化するのか、といった課題を大きくクローズアップするのが企業買収の側面であるともいえる。

企業価値研究会は、合理的な買収防衛策とは何か、株主・投資家などが十分な情報を得て、買収提案や買収防衛策の是非について適切な判断を下せるようにするためにはどうすればよいのか、といった観点から検討を進めてきたが、そのたどり着く先にある課題が、経営者と株主・投資家との責任関係のあり方であった。今後、こうした点について更に議論が深まり、日本の企業社会において、経営者と株主・投資家の緊張感ある信頼関係が構築されていくことを期待したい。

3．経営者と株主・投資家を仲介する者に対する期待

技術革新やグローバル化が進み、企業経営に求められる専門性が高まる中で、経営者と株主・投資家の情報の非対称性を解消するためには、専門知識を有するアナリスト、格付機関、議決権行使助言機関など、株主・投資家の判断をサポートする機関の役割の重要性が高まっている。このため、これらの経営者と株主・投資家との情報の仲介者の適正な判断を促す規律も重要となる、当然のことながら、誤った情報が市場に氾濫すれば、市場メカニズムの機能を妨げるが、逆に、適正な情報が発信されれば、市場メカニズムは正しく機能する。こうした観点から、企業の情報を株主・投資家に伝える役割を担う機関のあり方も含め、市場メカニズムが正しい方向で機能するよう、今後の議論の深化が期待される。

4. 企業社会に対するメッセージ

これまで、我が国では、会社法をはじめ制度の自由化が進められてきた。その結果、企業経営の選択肢は格段に拡大している。また、今般の証券取引法等改正案によっても、買収者の選択肢は拡大され、さらには、株主・投資家に示される選択肢も拡大する。今後は、各当事者が、多様な選択肢に基づき自らの責任で行動していくことがより求められることとなる。その際には、合理的なルールに従った規律ある行動をとることが、市場メカニズムを機能させる観点から求められる。

十分な情報開示の下、株主と経営者が十分に議論しお互いに理解と納得を深める方が、司法の場で争うより社会的コストは小さい。そうした社会的コストをできる限り軽減するためにも、行政には、今後の動向を見極めた上で、企業社会の予測可能性を高めるべく、必要に応じて環境整備を継続的に行うことを期待すると同時に、企業、株主・投資家、実務家など関係者には、そうした枠組みの中で、適切な方向で制度が活用されるよう、お互いの認識を共有することが期待される。

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目的であり、本報告書はその集大成である。

企業価値研究会は、企業経営者、株主・投資家、学者、実務家、海外関係者など企業社会の様々な参加者の意見を踏まえてルールを提示してきた。こうしたルールが、各関係者によって尊重されてこそ、日本の企業社会に根付いた真の合理的なルールとなる。今後、企業社会の関係者がルールについての認識を深め、議論を重ねることにより、公正なルール形成が図られていくことを期待したい。また、こうしたルールに基づいた行動が、日本の企業社会の進化を促すことを期待したい。

米国に遅れること20年、EUに遅れること10年、日本においてもようやく本格的な議論がスタートした。企業価値研究会を設立して1年半の間に数々の制度改革が行われたが、企業社会をめぐる環境変化は著しい。今後も企業社会の変化に併せて、制度に不都合が生じれば、行政は柔軟に見直しを検討していく必要がある。昨今の自由化の流れの中で、制度の濫用を懸念する声も聞かれるが、企業経営、特に、組織再編の自由化は、M & Aを通じた企業の国際競争力強化、ひいては、日本の経済活性化に不可欠であることは言うまでもない。また、企業価値研究会としても、研究会が提示してきたル

ールについて定期的にレビューを行うとともに、企業社会のあるべき姿について提言を続けていきたい。

おわりに

今回の企業価値報告書 2006 の策定に当たっては、多くの方々に御協力いただいた。

サリヴァン・アンド・クロムウェル外国法共同事業法律事務所の赤井泉弁護士、フレッシュフィールドズ・ブルックハウス・デリンガー外国法事務弁護士事務所のジェームズ・ローデン弁護士及び木内潤三郎弁護士には、欧米各国における買収防衛策に関する開示及び証券取引所における取扱いの実情について、研究会においてプレゼンテーションしていただいた。また、株式会社日本投資環境研究所の関首席研究員には、欧米各国の株主総会の実態についてプレゼンテーションしていただいた。

さらに、株式会社アイ・アールジャパン、株式会社レコフ、シンプソン サッチャー アンド パートレット外国法事務弁護士事務所、フレッシュフィールドズ・ブルックハウス・デリンガー外国法事務弁護士事務所、サリヴァン・アンド・クロムウェル外国法共同事業法律事務所には、欧米における買収防衛策に関する開示制度や上場規則、公開買付け制度の概要、我が国の委任状合戦に関する論点などに関する調査を行っていただき、その調査結果は当研究会の議論に多いに役立った。

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18年3月31日
企業価値研究会
神田 秀樹

添付1：企業価値研究会（第2期） 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 常務取締役 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 常務執行役員 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	法政大学大学院法務研究科 教授
	高山 茂樹	大和証券S M B C株式会社 事業調査部 上席次長
	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
	徳本 穰	専修大学法科大学院 助教授
	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
	畠山 康	株式会社ラザードフレール 代表取締役兼CEO
	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
	服部 暢達	一橋大学大学院国際企業戦略研究科 助教授
	藤田 勉	日興シティグループ証券株式会社 株式調査部 ディレクター
	藤縄 憲一	長島・大野・常松法律事務所 弁護士
	星 治	三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部証券業務室 担当次長
	堀井 啓祐	ソニー株式会社 法務・コンプライアンス部門 部門長
	松古 樹美	野村證券株式会社 I B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
	矢野 朝水	企業年金連合会 専務理事

（オブザーバー）

相澤 哲	法務省 大臣官房参事官
池田 唯一	金融庁 総務企画局 企業開示課長
土本 清幸	株式会社東京証券取引所 上場部長

添付2：企業価値研究会（第2期）における調査事項

- 1．日本の企業社会の関係者の買収防衛策等に対する意識
買収防衛策等に関する機関投資家及び日本企業の考え方を調査
- 2．防衛策の開示ルール・証券取引所における取扱いの実態
日本における防衛策に関する開示の現状
 - ・買収防衛策導入企業の防衛策に関する開示の状況について分析欧米各国における防衛策に関する開示ルール・証券取引所の取扱いの実態
 - ・ライツプラン等の買収防衛策に関しどのような開示が行われているかを調査
 - ・ライツプランや黄金株などの防衛策を導入した企業の上場の可否について調査
- 3．買収ルールの概要等
日本の公開買付制度の概要等
 - ・公開買付制度の概要や公開買付件数及び買付総額等の推移について調査欧米各国における公開買付制度の概要等
 - ・公開買付制度の概要について、日本の現行制度との対比しつつ調査
- 4．株主総会の実態等
欧米各国及び日本における株主総会等の実態
 - ・各国における株主総会の開催時期、招集通知発送日など、株主総会に係る実務上の取扱いについて調査
 - ・実質株主の把握に関する英国における制度を調査
- 5．委任状合戦に関する諸論点
日本における委任状合戦の論点等について調査
- 6．その他
関係省庁等におけるルールの整備状況
会社法施行を踏まえた今後の買収防衛策のあり方

添付3：企業価値研究会（第2期）審議経過

第10回（05年9月26日）

企業価値研究会とM&Aルールをめぐる主な動き
買収防衛策等に関する機関投資家及び日本企業の考え方
今後の検討の方向性について

第11回（05年10月18日）

欧米各国における買収防衛策に関する開示ルール及び上場規則
買収防衛策に関する開示及び証券取引所における取扱いのあり方

第12回（05年11月8日）

公正な買収防衛策のあり方（開示ルール、上場規則）に関する論点公開（案）
について

第13回（05年11月22日）

買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について（要綱試案）（東京証券取引所より説明）
日本及び欧米各国における公開買付けの実態及び制度概要について
買収ルールのあり方について

第14回（05年12月6日）

買収ルールのあり方について

第15回（05年12月14日）

企業価値基準を実現するための買収ルールのあり方に関する論点公開（案）
について
株主・投資家と経営者との対話を充実させるための方策のあり方について

第16回（06年1月26日）

株主総会議決権行使に関する主要国比較
日本の委任状争奪戦（Proxy Contest）の論点整理
株主・投資家と経営者との対話を充実させるための方策のあり方について

第17回(06年2月21日)

公正なM&Aルール形成に向けた関係省庁等における取組み状況
会社法を踏まえた今後の買収防衛策のあり方について
企業価値研究会 報告書骨子(案)について

第18回(06年3月28日)

企業価値研究会報告書(案)について