

企業価値・株主共同の利益の確保・向上のための 買収防衛策に関する指針について

平成17年6月

経済産業省
産業組織課

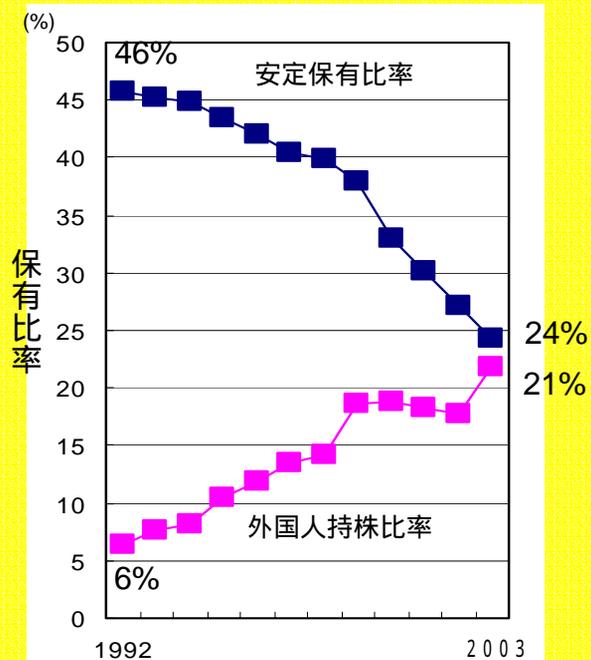
日下部 聡

<目次>

1 . 指針策定の背景	
~ 日本企業の企業社会の構造変化	・・・ 2
~ 世界のM & A市場と米国、EU、そして日本におけるM & Aルール	・・・ 3
~ ルールなき弊害	・・・ 4
2 . 指針策定の目的	・・・ 5
3 . 指針の内容 ~ 3原則 ~	・・・ 6
4 . 買収防衛策の具体例	・・・ 9
< 適法性や合理性の高い買収防衛策の例 >	
FAQ (1) 指針は米国よりも株主重視	・・・ 11
FAQ (2) 日本企業が指針を守らないのではとの懸念もあるが	・・・ 12
FAQ (3) 指針に従った防衛策の効果	・・・ 14
FAQ (4) 日本は防衛策導入ラッシュというが	・・・ 15
FAQ (5) 指針によって日本企業は変わる	・・・ 16
5 . 公正な企業社会のルール形成	・・・ 17
< 企業社会における関係者の動き >	・・・ 18
< 指針などへのコメント >	・・・ 19
6 . 制度改正の手順	・・・ 20

1. 指針策定の背景 ~ 日本の企業社会の構造変化 ~

株式持合の解消



「会社は誰のものか」という意識の変化

(1995年の調査)

・回答者の97%が「ステークホルダーすべてのもの」と回答。

(2005年の調査)

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

「買収」に対する意識の変化

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

出所：株式持ち合い状況調査2003年版、ニッセイ基礎研究所及び全国証券取引所による平成15年度株式分布状況調査より経済産業省が作成

まずは、米国（80年代～）

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

司法判断、機関投資家のチェックによって、過剰防衛は淘汰。

こうした中で、ライツプランが最も合理的な防衛策として普及。

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

次に EU（90年代～）

90年代、EU市場統合を契機として、企業買収に関するルールの統一に着手。

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

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

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

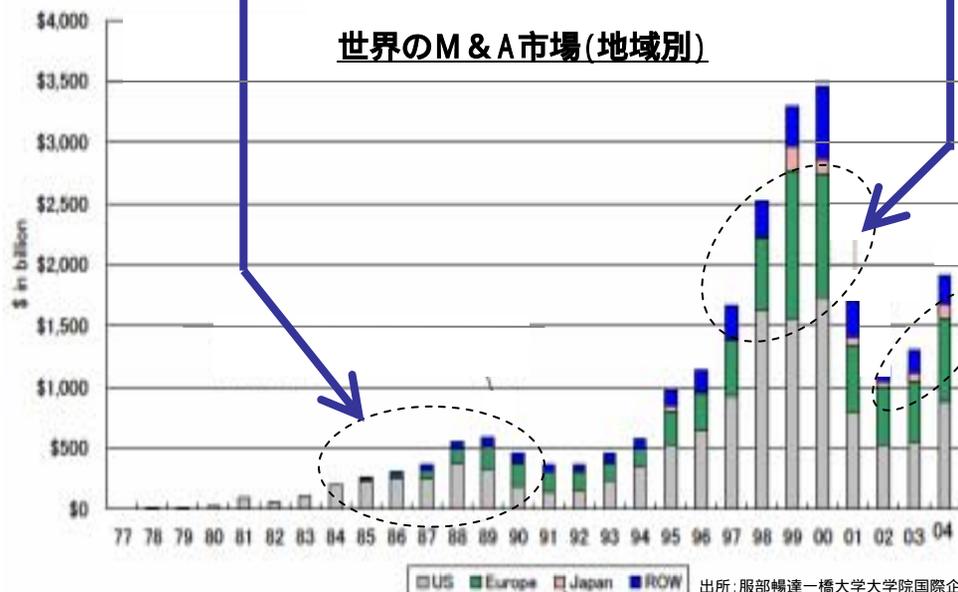
そして 日本（2000年代～）

90年代後半以降、友好的な産業再編型M&Aがブームに。

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

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

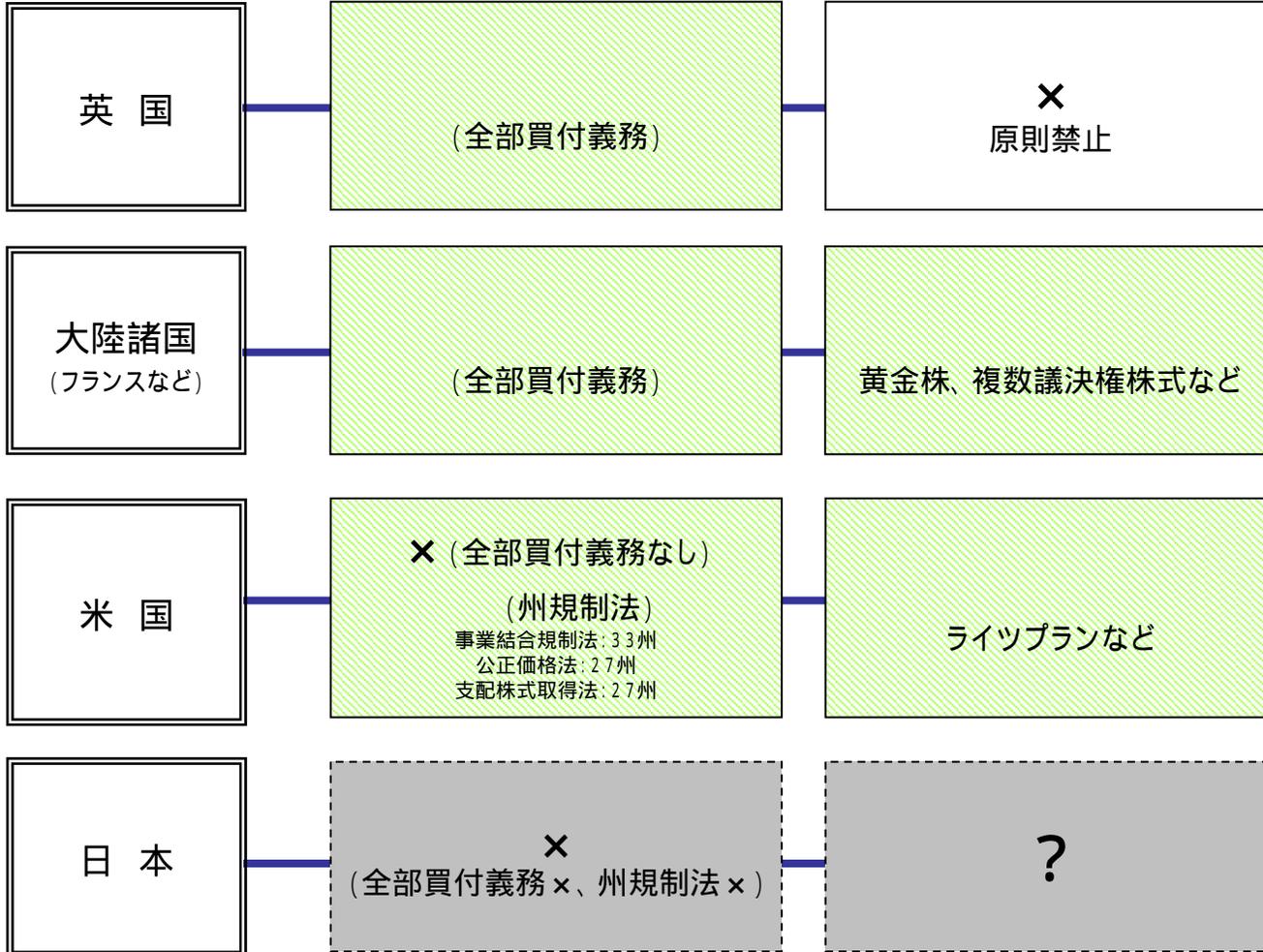
世界のM&A市場（地域別）



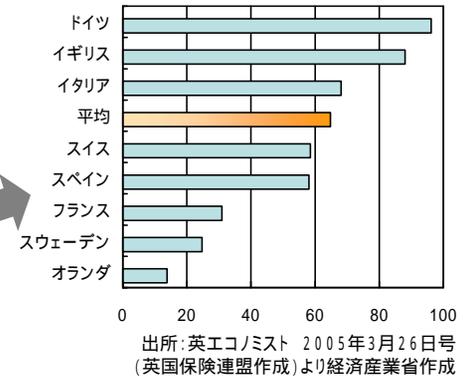
ルールなき弊害 ~

買収者に対する入口規制
(TOBルール、主に証取法)

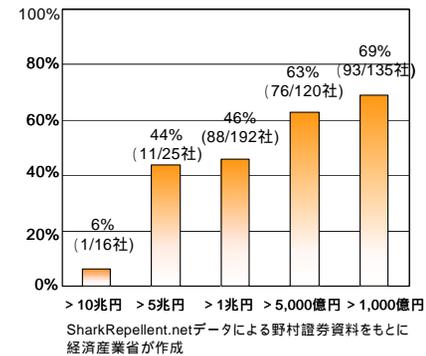
企業の防衛策
(主に会社法)



欧州における一株一票原則を採用している企業の割合



ライツプラン導入企業の割合 (時価総額別)



問題点1: 強圧的買収が可能

問題点2: 過剰防衛が可能

2 . 指針策定の目的

防衛策の導入促進が目的ではない。

過剰防衛を防止することが目的。

日本のみ、ルールの空白地帯

- ・日本の会社法は米国の体系と同じ

過剰防衛策も採用可能

- ・日本のTOBルールには全部買付義務なし

強圧的な二段階買収への抑止効果がない



したがって、経済産業省・法務省で「指針」を策定

3 . 指針の内容 ~ 3原則 ~

買収防衛策は、企業価値(会社の財産、収益力、成長力など)及び株主共同の利益(株主全体に共通する利益)を確保し、又は向上させるものとなるよう、以下の原則に従うものとしなければならない(**企業価値基準**)。

【原則1】 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則

買収防衛策の導入、発動及び廃止は、企業価値ひいては、株主共同の利益を確保し、又は向上させる目的をもって行うべきである。

【原則2】 事前開示・株主意思の原則

買収防衛策は、その導入に際して、目的、内容等が具体的に開示され(事前開示の原則)、かつ、株主等の合理的な意思に依拠すべきである(株主意思の原則)。

【原則3】 必要性・相当性確保の原則

買収防衛策は、買収を防止するために、必要かつ相当なものとするべきである。

【原則 1】企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則

買収防衛策の目的は、企業価値・株主共同の利益の維持・向上とすべき。

< 企業価値・株主共同の利益を確保・向上させる買収防衛策の例 >

・例 企業価値・株主共同の利益に明白な侵害をもたらす買収に対する防衛策

- ・グリーンメール(高値での株式の買い戻しを目的とする買収)
- ・焦土化目的の買収
- ・LBOによる企業解体的買収
- ・資産売却・高配当・高値売り抜け目的の買収 など

・例 強圧的な二段階買収(株主に株式の売却を事実上強要するおそれのある買収類型)に対する防衛策

・例 株主の誤信を正したり、代替案を提示機会を確保するための防衛策

【原則 2】事前開示・株主意思の原則

【事前開示の原則】

買収防衛策は、導入に際して目的、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)などを具体的に開示すべき。

- 商法、証券取引法等の法令や証券取引所の規則に基づく開示
- 営業報告書や有価証券報告書等を活用した自主的な開示

【株主意思の原則】

買収防衛策は、株主の合理的意思に依拠したものとすべき。

- ・株主総会の決議により導入する場合 株主の意思は反映。
- ・取締役会の決議により導入する場合 防衛策の導入後、株主の意思で廃止できる措置を採用。

【原則3】必要性・相当性確保の原則

買収防衛策は、過剰なものとはしない。

【株主平等原則との関係】

- ・買収者を差別する買収防衛策であっても、商法に基づく正当な手続きを踏めば、導入可能。

【財産権保護との関係】

- ・買収者に財産上の損害を生じさせるおそれがある買収防衛策であっても、商法に基づく正当な手続きを踏めば導入可能。

【経営者の保身のための濫用防止】

- ・取締役会は、企業価値に対する脅威が存在すると合理的に認識した上で、当該脅威に対して過剰でない相当な内容の防衛策を発動すべき。

4 . 買収防衛策の具体例

株主総会承認型 (しかもデッドハンド排除必要、サンセット導入推奨)

取締役会で導入する場合

【3つのポイント】

- ・ 株主が消却できる条項を設ける (デッドハンドは適法性がない、株主消却条項により公正性が高まる)
- ・ 買収以外の株主は原則差別しない
- ・ 取締役会の恣意的な運用を排除するための措置を採用する

コーポレートガバナンス改革とのセット
(独立社外チェック型)

株主への情報提供支援に特化
(客観的廃止要件設定型)

< 適法性や合理性の高い買収防衛策の例 >

株主総会の承認を得て
導入する防衛策

取締役会の決議で
導入する防衛策

【株主承認型】

株主承認

+

・消却条項
・サンセット条項

【客観的廃止要件設定型】

取締役会の決議
+ 株主による廃止可能性

非差別性 財産権 濫用防止

+

廃止要件の
客観性の確保

【客観性と独立性
のバランス】

廃止要件の客観性
(高) ←→ (低)

社外者の独立性
(低) ←→ (高)

【独立社外チェック型】

取締役会の決議
+ 株主による廃止可能性

非差別性 財産権 濫用防止

+

独立社外者の確保

FAQ(1) 指針は米国よりも株主重視

ライツプラン

		米 国	日 本
株主意思による 防衛策の消却		消却するには 2回の株主総会が必要 (任期3年、スタガードボード採用、 企業解任の制限可能)	1回の株主総会で消却が必要 (任期は1年又は2年、スタガード ボード不採用、企業解任の制限不可)
	独立社外者による チェック		
	客観的な廃止条件 の設定	(ライツプラン導入企業の約3割) (全株式・現金買収の場合、 社外取締役のチェックで解除)	(株主への情報支援) (数ヶ月の評価・交渉期間を経て 自動的に解除)
	株主総会承認型	× (米国で実例なし)	(デッドハンド排除、サンセット条項)

FAQ(2) 日本企業が指針を守らないのではとの懸念もあるが

日本企業は指針に沿った防衛策を導入

- ・伝統的ガバナンス構造のもとで、何の工夫もなく取締役会で導入しようとする企業は皆無。

証券取引所の上場基準や機関投資家の議決権行使ガイドライン

- ・指針の実効性を補強する効果あり。

裁判所のチェック

< 防衛策導入に対する欧米機関投資家の評価 >

投資家の反応は「条件付賛成」、「原則反対」、「絶対反対」に分かれている。
 防衛策の中でも、合理的なリップランは投資家から評価されている。株主価値への効果も実証されている。
 防衛策導入に際しては、株主総会の承認を求める傾向にある。

【議決権行使ガイドラインにおける防衛策へのスタンスの傾向】

< 機関投資家・運用機関の主な考え方 >

絶対反対

期差任期制：リップランなど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ため反対。
 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。
 長期的企業価値を向上させる取引を阻害する。

原則反対

複数議決権：株主の権利を希薄化する可能性があるため原則反対。
 長期的な株主価値の向上を目的とするものであれば賛成。
 白地株式：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ので原則反対。
 株主の賛成がある場合や、目的が株主の利益や企業価値の向上のためであり、内容が複数議決権でなければ賛成。
 特別多数条項：少数株主が拒否権を持つことで、株主の権利が制限させるため原則反対。
 絶対的な支配株主がいる場合、少数株主の保護を目的とする場合であれば賛成。
 全取締役が反対している株主提案については認める。

条件付賛成

ゴールデンパラシュート：
 (賛成の条件) 給与の2～3年分であれば賛成。
 株主総会で承認を受けた場合は賛成。
 リップラン：
 (賛成の条件)
 行使条件 20%以下の株式所有でトリガー条項が発動するフリップ・イン条項を含むリップランでなければ賛成。
 株主承認等 株主総会の承認を得るならば賛成。
 3年(またはそれ以下)毎に見直すサンセット条項があれば賛成。
 最低でも3年毎に社外取締役による構成される委員会で見直しを行うリップランについてはケースバイケースで支持。
 消却条件 議決権行使ガイドラインにて一律に消却条件を定める機関投資家はない

< その他 >

グリーンメールへの応諾については、明確に反対を表明している機関が存在。
 公正価格条項については、株主は平等として賛成する機関と良好な買収すら抑制する可能性があるとして反対する機関が存在。
 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する機関が存在。
 (出所：公表されている10機関の議決権行使ガイドラインより経済産業省にて作成)

【日本に投資する運用機関の防衛策に対する平均的な考え方】

日本企業に対して投資を行っている運用機関のうち、運用額が上位の機関(米国20機関、英国20機関)を対象に、欧米で導入されている防衛策に対する考え方に関するアンケートを実施(日本企業の採用に関するものではない)。

・防衛策の導入に対する態度。

	(米国系機関)	(英国系機関)
賛成	0%	6%
条件付賛成	100%	61%
絶対反対	0%	33%

・条件付賛成とした機関のうち、

導入に際して株主総会の決議が必要とした機関。

米国系で15機関、英国系で6機関。

期間を明確に定めることを条件とした機関

米国系で6機関、英国系で3機関。

消却が可能であることを条件とした機関

米国系で4機関、英国系で2機関。

その他

英国系で4機関

・株主価値の希薄化も考慮に入れて個別判断

・全ての案件の状況なども考慮し個別判断。など

(出所：(株)IR JAPAN、米国19機関、英国18機関が回答)

FAQ(3) 指針に従った防衛策の効果

そもそも発動はされない。防衛策の消却を巡って交渉することが目的。

解除も容易

(ねばっても1年内に決着する)

だから

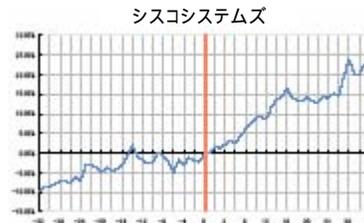
平時の株価には中立

・ライツプラン導入による株価変動には一般的な特徴が伺えない。

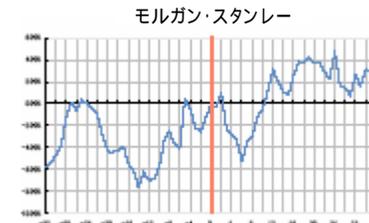
【ライツプラン導入後株価が下落したケース】



【ライツプラン導入後株価が上昇したケース】



【特徴的な傾向が伺えないケース】



出所：野村證券「企業価値研究会」(経済産業省)提出資料

有事の株価にはプレミアム上昇の効果

【オラクルによるピープルソフトの買収事例】

・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、買付価格も当初より50%上昇。

FAQ(4) 日本は防衛策導入ラッシュというが

「100社導入」というが、公開株式会社3800社のわずか数%。

- 米国企業の6割弱がライツプランを採用
- 欧州大陸諸国企業の過半が複数議決権株式などを採用

かつ、昨今導入されている防衛策の中身の大半は、それ単独では防衛効果がない。

- (例)
- ・ 授権資本の拡大
 - ・ 取締役会の定数削減

米国企業の9割は、これらと同じような白地授権株式を発行。

FAQ(5) 指針によって日本企業は変わる

防衛策を導入しない

防衛策を導入する

1年消却

株主還元強化

+ 企業統治構造の改革

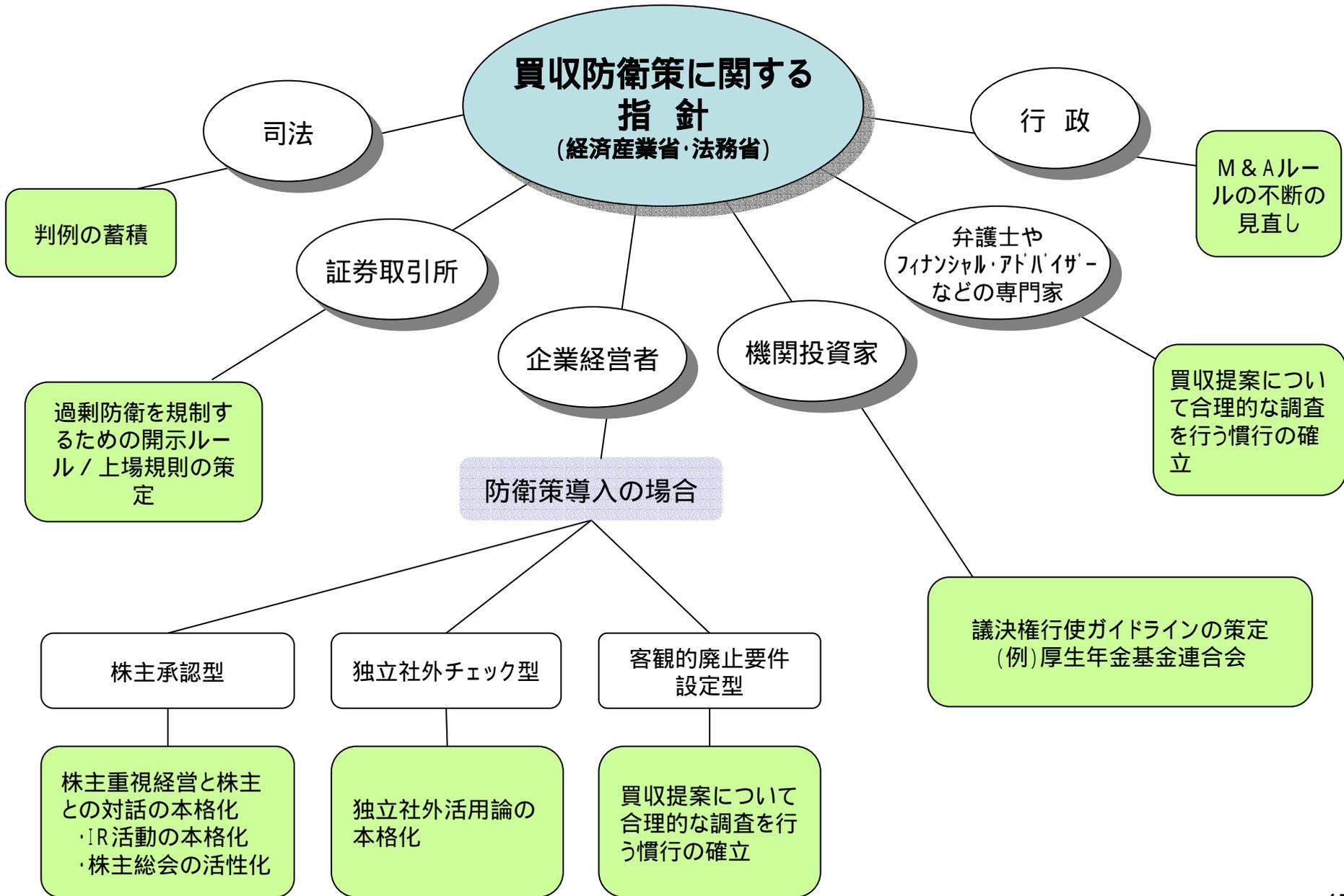
または

+ 株主情報支援

または

+ 総会重視

5. 公正な企業社会のルール形成



< 企業社会における関係者の動き >

東京証券取引所「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事項について」を公表(05/4/21)

導入目的や発動条件などについて十分な開示が行われること。

消却可能な防衛策であること(委任状合戦で取締役会を支配すれば消却ができること)。

防衛策の発動・維持・解除を内部経営者の恣意的な判断のみで行わないこと。

買収者以外の株主・投資者に不測の損害を与える要因を含む防衛策でないこと。

この他、JASDAQ(4/21)、大阪証券取引所(4/28)、札幌証券取引所(5/10)も、上記と同様の考え方を公表している。

厚生年金基金連合会「企業買収防衛策に関する株主議決権行使の判断基準」を公表(05/4/28)

・以下の条件を満たす防衛策の導入には賛成。

防衛策が株主価値の向上に資するものであることについて十分な説明があること。

株主総会の承認を得ること。

防衛策の発動・維持・解除について、経営者の恣意的判断で決定される余地がないこと(当該企業と利害関係のない社外者によるチェック、防衛策の廃止要件の設定)

期間を限定したものであること(2~3年)。

・黄金株や複数議決権株式、デッドハンド型の防衛策には、原則として賛成できない。

ライツプラン導入企業

・株主承認型が最も多い。次いで客観的廃止要件設定型、独立社外チェック型の順。

株主承認型 …… など

客観的廃止要件設定型 …… など

独立社外チェック型 …… など

・ガバナンス構造を変えるなどの工夫をせず、取締役会で導入しようとする企業はない。

< 指針などへのコメント >

積み重ねがルールになる (05/6/6(月)産経新聞(朝刊)2面)

・地裁の決定は「指針」に沿った内容で、評価する向きは多い。ただ、その一方で、「地裁判断は『妥当な防衛策』の範囲を狭め、企業の手足を縛る」との批判もあり、ニレコ側は直ちに異議申し立てに踏み切っている。(中略)企業買収防衛策の指針がまとまったのは5月末だ。防衛策が「過剰」か「正当」かのカギになる「公正性」について、さまざまな解釈や疑問点が出てくるのはむしろ当然である。(中略)開かれた議論を積み重ね、ルールの透明性を高めていくことが重要なのだ。

まず株主の同意から (05/6/6(月)朝日新聞(朝刊)3面)

・突然の買収提案に応じたらいいのか、拒むのか。株主がじっくりと考える時間は必要で、そのための手だてならあってもいい。もし防衛策を取り入れたければ、経営陣は自らの都合からでなく、あくまでも株主の利益に沿うものであることを総会で丁寧に説明し、株主の了承を取り付けるべきだ。その際には、取締役会が株主に配慮して運営されていることを具体的に示すことが求められる。株主の理解を得るには、会社との利害関係がない独立した人材を加えることが望ましい。

【海外関係者からのコメント】

欧米出張時(5月上旬)に受けた評価

・経済産業省の指針(案)はマーケットに配慮したものであり、非常に透明性が高いとの評価。
・一方で、指針(案)の内容は良いが、法的拘束力のない指針を関係者が守るのか否かが問題との指摘あり。
・これに対し、証券取引所が指針に沿った上場基準を策定することとしていること、機関投資家(厚生年金基金連合会など)が議決権行使ガイドラインを定めていること、日本の主要企業も指針に沿った合理的な防衛策を導入していることを説明したところ、大変良いとの評価。

米国商工会議所(ACCJ)(05/5/16、企業価値研究会「論点公開」に対するパブリックコメント)

・企業価値を最大化し、良きコーポレートガバナンスを促進するという観点から、METI及び企業価値研究会の多大な取り組みについて称賛する。
・METIの数々の資料や報告書は、大部分において、日本の取締役会が防衛策を採用する際に実用的なガイドラインや優れた一般原則を規定していると信じている。しかし、ガイドラインという手段には通常強制力がなく、限界がある。

米国大使館(05/5/11、企業価値研究会「論点公開」に対するパブリックコメント)

・企業価値研究会が提示している合理的な防衛策に関する原則と方針が、指針に盛り込まれることは重要。企業統治を強化するため、これらの原則と方針及びその他手段を導入し、必要あれば法律を制定することも含め検討することを日本政府に強く期待する。
・米国で活用されている防衛策が日本企業統治環境のもとで適用される場合の影響を懸念している。(中略)我々は、指針が株主権の保護に特別の注意を払うべきであると考えます。

欧州委員会(05/5/11、企業価値研究会「論点公開」に対するパブリックコメント)

・企業価値研究会が、企業が適切なバランスを見いだせるよう、公正なルール形成を提案した努力を評価する。特に、過剰な防衛策を制限する経済産業省・法務省の指針や東京証券取引所のルールが導入されれば、歓迎するだろう。

欧州ビジネス協会(05/5/26自民党企業統治委員会、欧州ビジネス協会会長コメント)

・企業価値研究会の結論を支持するが、ガイドラインが強制的なものとなり、他の法律と完全に統合されることを望んでいる。

6 . 制度改革の手順

第一段階: 過剰防衛防止、正当防衛容認

1. 開示ルール

会社法令で開示を義務付け
法務省(早急に)

証券取引所における開示の義務付け

4月に東京証券取引所などが防衛策に関する留意事項を公表。年内に制度化。

2. 公正な防衛を促し過剰防衛を規制するためのルール

ガイドラインの策定

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

証券取引所の上場規則

4月に東京証券取引所などが防衛策導入に関する留意事項を公表。年内に制度化。

3. 会社法制の現代化

会社法案等の審議

3月に国会提出。5月に衆議院で修正議決され、現在、参議院で審議中。



第二段階: 強圧的買収への対応

1. EU、英国のように全部買付義務を採用すべきか否か

2. 米国のように事業結合規制法等を採用すべきか否か

3. その他TOBルールの見直し