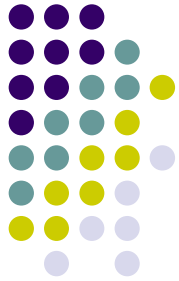


「敵対的買収と対抗策」 を巡る議論について

平成18年2月13日(経済産業研究所)
長島・大野・常松法律事務所
弁護士 藤縄憲一
ken_fujinawa@noandt.com

日本で敵対的買収は成功したか



- 上場会社を対象とする成功した敵対的TOBは存在しない
- 小規模の上場会社について、市場での株式の買い集めで成功した例はあるが、極々少数
- 株式をTOB対価として使えない以上、買収できる会社の規模には限度がある
- 敵対的TOBの成功例もなく、弊害が発生した事例もないのに防衛策の議論が始まった不思議～「防衛産業」の陰謀?????

日本企業の敵対的買収免疫力



- もともと、どこの国でも敵対的買収はリスクが高い
 - 持ち合いは減ったが「安定株主」は相当程度いる
 - 会社はダメ社員(休まず、遅れず、働かず)を首にできない
 - 当該企業固有の「知」が多く、言葉が通じない
 - 経営者は従業員代表～徹底抗戦を正当化しやすい
 - 買収騒動に巻き込まれた会社には理由がある
- 昭栄、ソトー、ユシロ化学、ニッポン放送、TBS、阪神電鉄・・・

「敵対的買収防衛策」ブーム



- 「対価後払い賃金制度」下で作られる強い防衛本能
防衛産業の強力な宣伝布教活動
「薬」を欲しがる日本人気質
- 安定株主割合が40%を超えている企業は、健康に注意して体を鍛えておけば、まず大丈夫のはず
- 安易な「薬」の使用はせっかくの免疫力を弱める～ライツプランの導入には株主総会でのマニフェストが必要＝自縄自縛のリスク

買収ルールを整備と防衛策



- 無法地帯であれば、各人(個別企業)がピストル(防衛策)で武装することが必要 防衛産業が隆盛(米国)
- 治安がよければ、各人(個別企業)がピストルを持ち歩くことは禁止 防衛産業は繁盛しない(米国以外)
- 防衛産業が力を持ってしまえば、後戻りは困難
- 日本では、最低限の治安強化にすら反対し、模造ピストル(「高価」なくせに「効果」が薄く、しかも暴発の危険あり)を売ろうという動きが一昨年から継続している

公開買付制度等WG報告の？ その一

～ 市場内取引野放し継続～



この点、立会外取引以外の市場内取引は、基本的には、誰もが参加でき、取引の数量や価格が公表され、競争売買の手法によって価格形成が行われている。取引の態様によっては、立会外取引以外の市場内取引と市場外取引等との差が相対的となる場合もありうるが、一定の基準に基づき規制の線引きをすることが必要であり、立会外取引以外の市場内取引に公開買付規制を及ぼさないという現行制度には一定の合理性があると考えられる。

公開買付制度等WG報告の？ その二

～3分の1のドグマ～



現行制度上、市場外における買付けであっても、著しく少数の者(60日間で10人以下)からの買付けであれば、公開買付規制の対象外とされている。(中略)この「3分の1」という基準をめぐっては、その基準の引下げを行うことにより、会社支配権に影響を及ぼしうる取引について、広く公開買付規制をかけるとの考え方もあり得る。しかしながら、「3分の1」という基準は、会社法上、特別決議を阻止できる基本的な割合と整合的な基準であり、また、「3分の1」の基準を引き下げるとは事業再編行為の円滑性を阻害することになりかねないとの問題がある。これらのバランスを考慮すると、現時点において「3分の1」の基準については、基本的に現状を維持することが妥当であると考えられる。

ライツプランは何故機能しないか (その一)



- 敵対的買収の結果退陣した経営者の運命(一部想像による)

(米国の場合)

退職金: ゴールデンパラシュートとストックオプションで10億円

退職後の休養場所: カリブ海のリゾート又は自分の牧場

その後の人生: 別の会社の経営者としてビジネス界に復帰する(50歳代の場合)か、投資ファンドのチェアマンや上場会社の社外取締役に就任(60歳代の場合)

(日本の場合)

退職金: 払われるかどうかは買収者次第

退職後の休養場所: 自宅近くの公園のベンチ

その後の人生: 友人が経営する会社の顧問として週一回出社

ライツプランは何故機能しないか (その二)



- 株主・買収者の救済策(米国にあって日本にないもの)

Trustee for Shareholdersという取締役の意識
経営者としての経験と名誉を有する社外取締役
SECの開示規制(特に違反に対する監視・処分体制)
機関投資家が多数を占める株主構成
クラスアクション制度
広範な証拠開示制度
100万人超の弁護士
完全成功報酬制
裁判所の柔軟な損害認定と権限行使
法曹一元制度のもとでの経験ある裁判官
.....

安易なライツプラン導入がもたらすもの



- 官僚OBの社外取締役が増加
- 安定株主工作とのセットによる「盤石の体制」づくり
- 「安定株主」に対する見えざる配当
- 株主の選択肢を奪う「和解」
- 緊張感を欠く経営者と非効率経営の温存



**長島・大野・常松法律事務所：約220名の弁護士が所属する日本最大の総合法律事務所。2000年1月1日
設立。住所：東京都千代田区紀尾井町3番12号 紀尾井町ビル。 <http://www.noandt.com/>**