

M&Aを巡る企業法制

(買収防衛策を中心として)

平成18年12月
経済産業省
経済産業政策局
産業組織課

※本資料は、WEB公開用に、研究会後に加筆・修正されたものである。
なお、データ等については、平成19年3月22日現在のものである。

- (1) M & Aの急増と、制度整備の進展
- (2) 敵対的買収の顕在化とルール整備の必要性
- (3) 買収防衛策に関する指針の策定及びその他制度整備
- (4) これまでに導入された買収防衛策の分析と評価
 - ・買収防衛策の設計等分析
 - ・機関投資家等の評価
 - ・未導入企業の声
- (5) 今後の課題

1. M&Aを巡る法整備 (1)日本における法整備とM&Aの急増

- 90年代以降、IT化やグローバル化の進展に伴い市場競争は激化。バブル崩壊後の経済低迷からの脱却を図るためにも、政府規制の緩和など、市場機能の強化を中心とした経済構造改革が我が国の重要課題に。
- こうした中、企業法制面においては、持株会社の解禁(1997年)を契機として、組織再編を促す制度改革が進展。友好的なM&Aの件数は拡大し、主要産業での再編も加速。

90年代後半以降の主要な企業再編法制改革

(1) 独占禁止法の改革

- ・持株会社の解禁('97)

(2) 会社法制の改革

- ・合併制度の簡素化('97)
- ・株式交換・移転制度('99)
- ・会社分割('01)

(3) 税制の整備

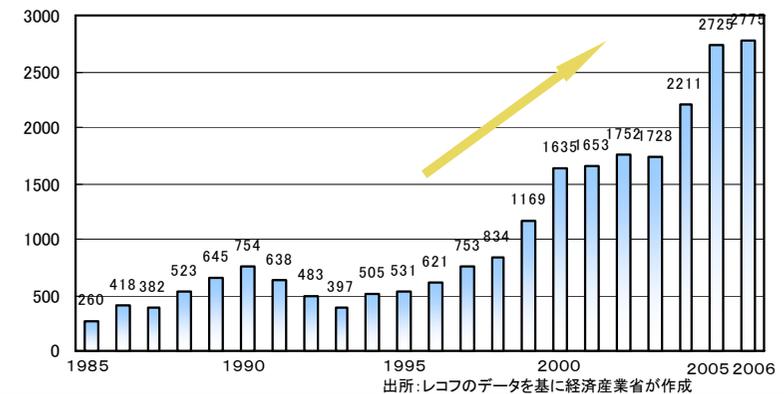
- ・株式交換・移転税制('99)
- ・企業組織再編税制('01)
- ・連結納税制度('02)

(4) 産業再生法改正('03)

- ・産業再編に対する支援強化
- ・会社法現代化の先取り(三角合併、現金合併の導入)

(5) 企業結合ガイドラインの改定('04)

友好的なM&Aの拡大・産業再編の加速



～主な産業再編～

○自動車産業

1996年以降、日産、三菱、マツダに欧米資本が参入。5大グループに集約。

○鉄鋼産業

2002年8月のNKKと川崎製鉄の経営統合及び同年11月の新日鐵・住友金属・神戸製鋼連合の結成により2大グループに集約。

○紙・パルプ産業

2001年以降、大規模な組織再編が相次ぎ、2大グループに集約

○製薬産業

2005年に国内大手企業同士が相次いで経営統合。3大グループに集約。

○通信産業

1990年代後半以降、再編が加速し、3大グループに集約

○流通産業

2002年以降、ウォルマートが西友を買収('02)、そごうが西武と経営統合('03)、マイカルがイオングループと統合('03)するなど再編が加速

(2) 会社法の施行

○ 06年5月施行の会社法では、さらに組織再編の選択肢が拡大

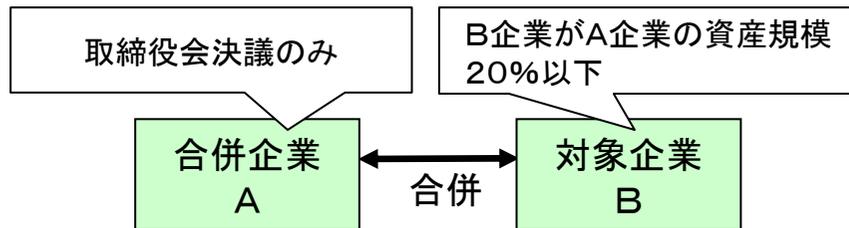
簡易組織再編の範囲拡大

商法

組織再編を行う対象企業の資産規模比率が合併企業の5%以下であれば、取締役会の決議のみで合併等が可能。

会社法

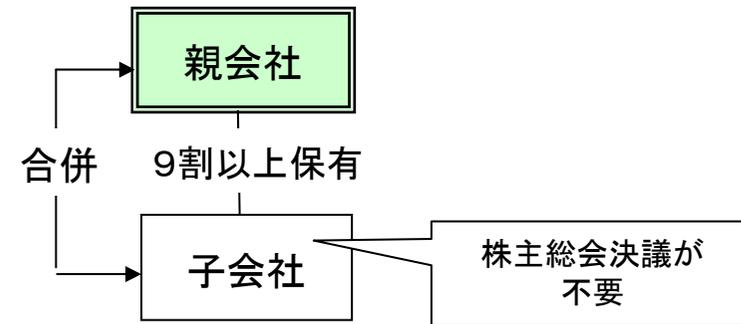
20%に拡大



略式組織再編の導入

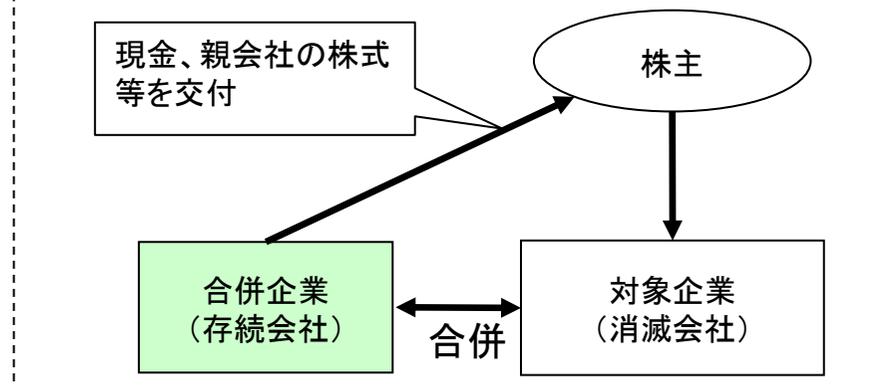
会社法

完全子会社に近い関係にある会社(9割以上保有)間の組織再編の場合、子会社の株主総会決議を不要とする。



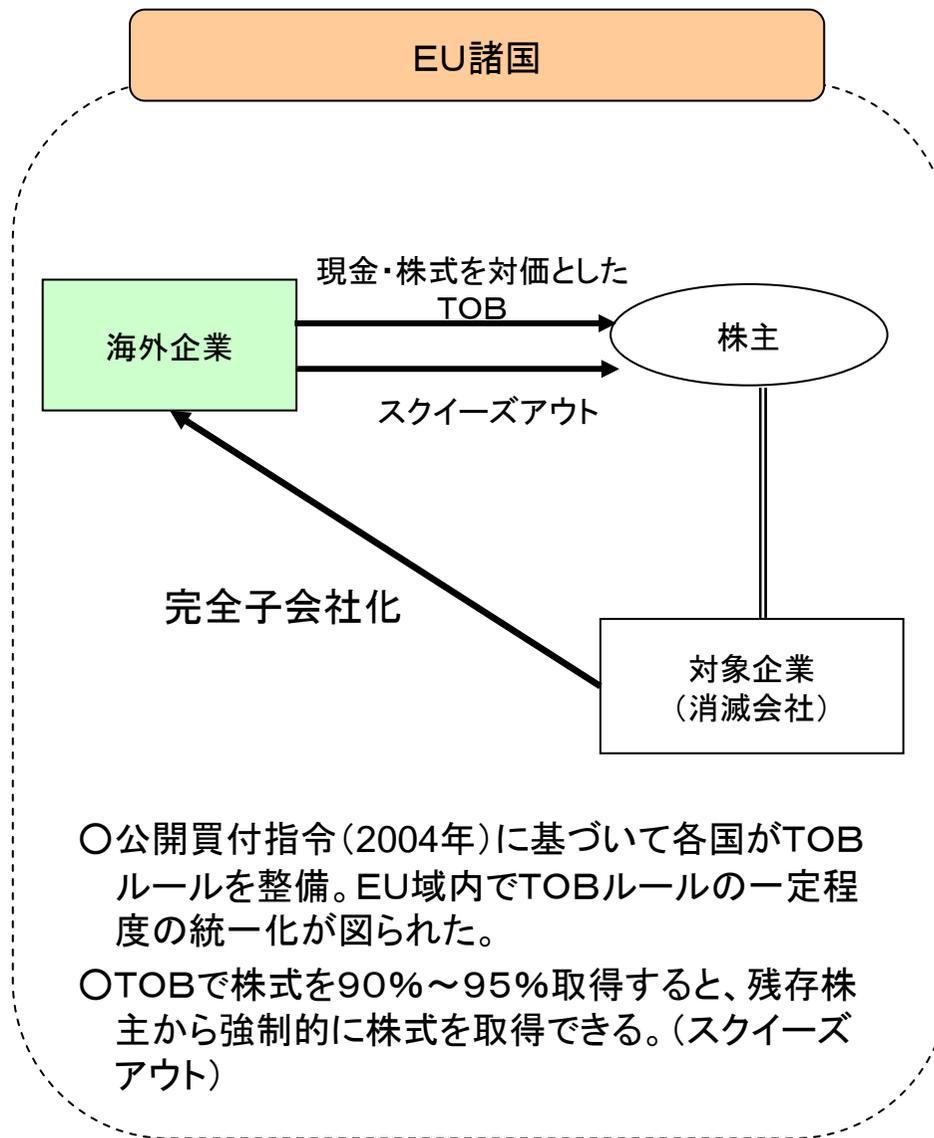
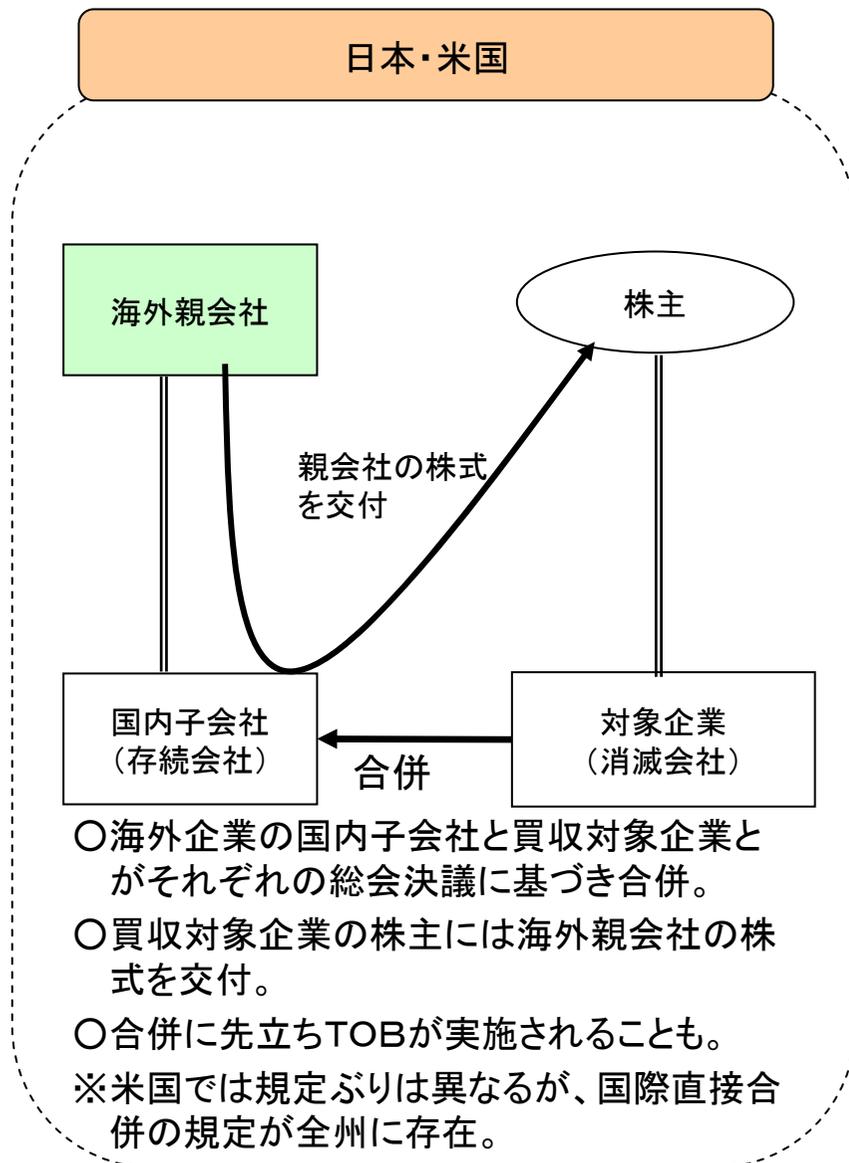
合併対価の柔軟化

⇒ 2007年5月施行予定



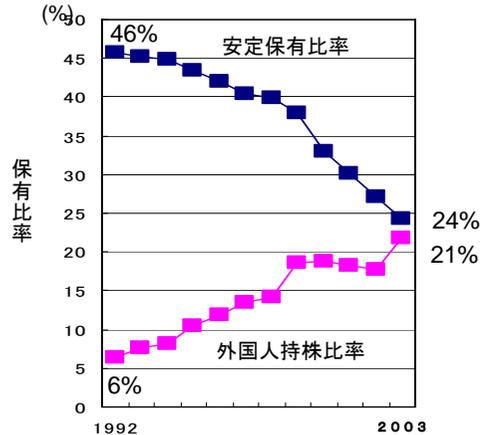
(3) 国際組織再編制度

- 日本・米国では三角合併制度を整備。
- EU諸国では公開買付及びスクイーズアウト制度が発達。



2. 企業再編としての敵対的買収 (1) 日本での敵対的買収

株式持合の解消



出所:「株式持ち合い状況調査2003年度版」ニッセイ基礎研究所及び全国証券取引所による平成16年度株式分布状況調査より経済産業省が作成

時価総額の格差

【日米時価総額格差】

・米国の時価総額は日本の3倍強

(個別企業別)

・GE	43兆円	—	松下電器	6兆円
・ウォルマート	25兆円	—	セブン&アイ	4兆円
・ダウ・ケミカル	4.6兆円	—	住友化学	1.5兆円
・アルトリア	20兆円	—	味の素	0.8兆円

【国内企業における業種間格差】

・国内企業間でも業種間で時価総額の格差は大きい。

(新興企業)

・ヤフー 2.5兆円

(重厚長大産業)

— JFEHD 2.8兆円

(10月時点での時価総額を比較)

「会社は誰のものか」や「買収」に対する意識の変化

【「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。

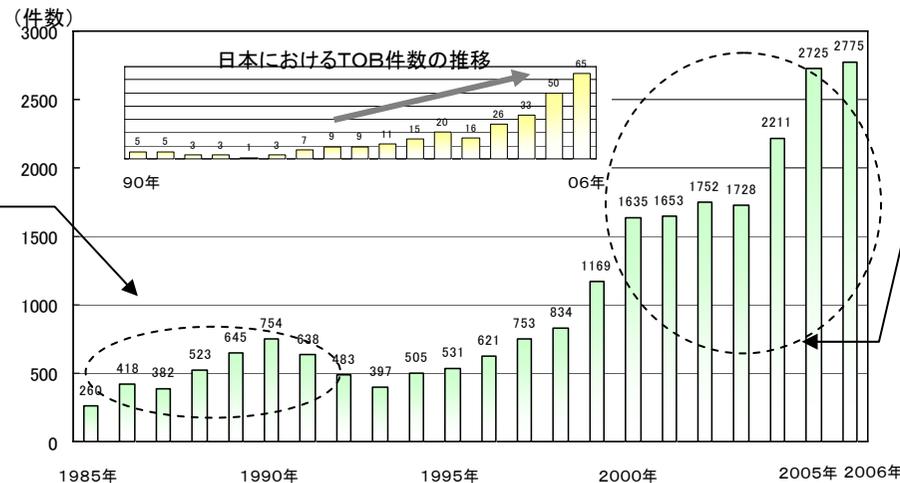
(2005年の調査)

・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。

- ・ミネベアによる三協精機製作所株の買占め(85-88)→株式持合で対抗
- ・光進グループによる蛇の目シン工業株の買占め(86-91)→対抗策とれず
- ・秀和による忠実屋、いなげや株の買占め(87-92)→第三者割当増資で対抗
- ・光進グループによる国際航業株の買占め(87-90)→対抗策とれず
- ・コスモポリタンによるタクマ株の買占め(87-89)→第三者割当増資で対抗
- ・高橋産業による宮入バル工業株の買占め(88-89)→第三者割当増資で対抗
- ・ビケンズ氏による小糸製作所株の買占め(89-91)→株式持合で対抗



出所:レコフ資料より経済産業省作成

- ・C&WによるIDCに対するTOB(99)→成功
- ・MACによる昭栄に対するTOB(01)→株式持合で対抗
- ・ベーリンガーインゲルハイムによるエスエス製薬に対するTOB(01)→成功
- ・SPJによるユシロ化学、ソトーに対するTOB(03-04)→増配で対抗
- ・三井住友FGによるUFJHDに対する対抗買収提案(04)→種類株式の発行で対抗
- ・ライブドアによるニッポン放送株の買占め(05)→新株予約権の発行で対抗
- ・夢真ホールディングスによる日本技術開発に対するTOB(05)→株式分割、対抗TOBなどで対抗
- ・MACによる阪神電鉄株式の買占め(05)→阪急HDがTOBを実施、経営統合へ
- ・楽天によるTBS株式の買占め、経営統合提案(05)
- ・MACによる新日本無線に対する対抗TOB(05)→失敗
- ・プリヴェチャーリットによる阪急HDの株の買占め(05)
- ・ドンキホーテによるオリジンに対するTOB(06)→イオンがホワイトナイトに
- ・王子製紙による北越製紙に対するTOB(06)→失敗
- ・アオキHDによるフタタに対するTOB提案(06)
- ・スティールによる明星食品に対するTOB(06)→日清食品が対抗TOB

(2) 世界のM&A市場と米国、EU、日本のM&Aルール

- 20年前の米国、10年前のEUも、今の日本と同じくルール不在の状況であった。
- 米国やEUは、敵対的買収の経験を重ね、公正な企業買収のルールを形成した。
- 日本においては公正な企業買収ルールが不在だった。 → 公正な企業買収ルールの確立の必要性

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。

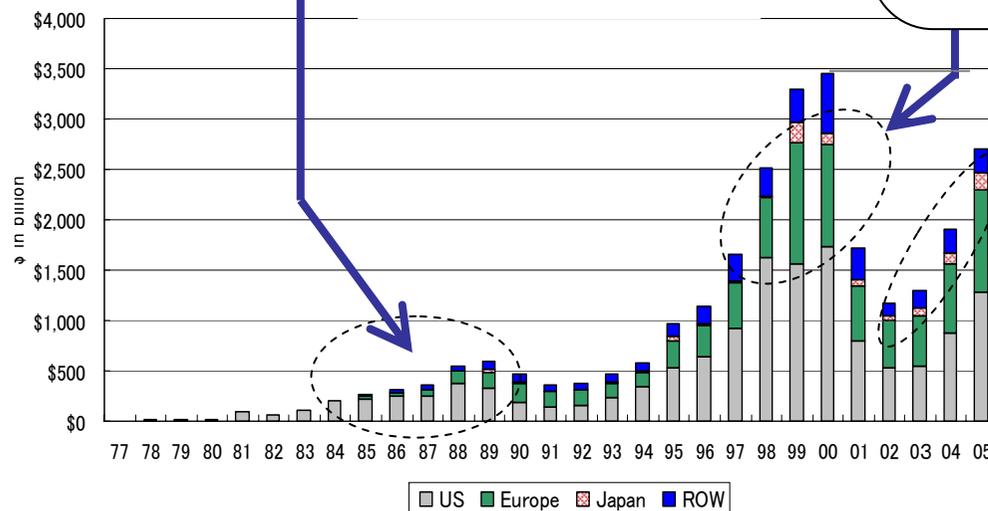
20年かけて、ライツプランを中心とした敵対的買収に関する公正なルールを形成。

EU（90年代～）

- 英国型(全部買付義務+防衛策禁止)で統一する試み
- しかし、ボーダフォンによるマンネスマンの敵対的買収(99年、22兆円)
- ドイツ、フランスなどが「防衛策禁止」に反対 (米国企業とのアンバランスを懸念)
- EUの企業買収指令(04年) (米国企業とのアンバランスを懸念)
 - 全部買付義務は統一ルールに
 - しかし、防衛策は各国の選択制に

・約10年かけて、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)、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2類型。

世界のM&A市場(地域別)



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。

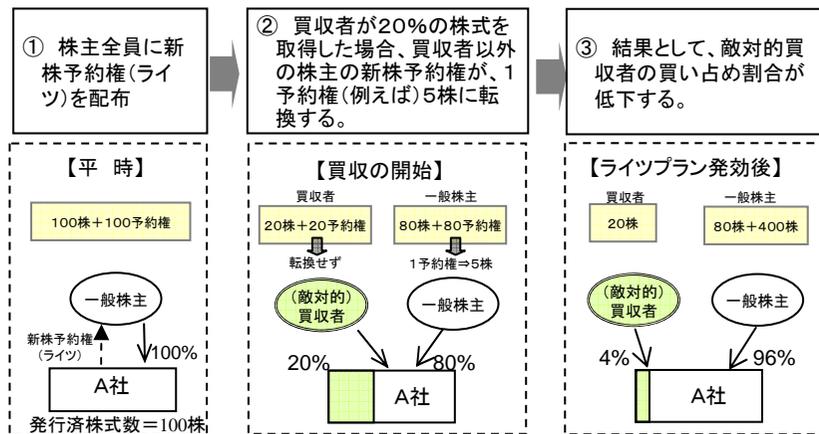
・大買収時代を前に、日本では、敵対的買収に関する公正なルールが不在だった。
 ・現状のままでは、奇襲攻撃、過剰防衛、過少防衛の懸念があった。

(3) 欧米の買収防衛策

米国企業の対応

○ライツプラン（株主に権利を与える仕組みのこと）

買収者が一定割合の株式を買い占めた場合、買収者以外の株主に自動的に新株が発行され、買収者の株式取得割合を低下させる仕組み（いわゆるポイズンピル）。



- ・ライツプランがあると買収者は株の買い占めを行うことが極めて困難であるため、買収者はライツプラン(新株予約権)を消すよう経営者と交渉せざるを得なくなる。
- ・3週間で決着するTOBと異なり、この交渉は数ヶ月以上に及ぶ。
- ・現経営陣が、買収者よりも優れた経営を展開できることを株主に訴えかける十分な時間と機会を得ることができる。
- ・最終的には、委任状合戦で決着がつく。

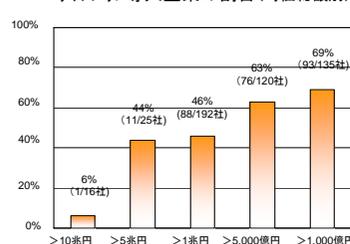
【導入状況】 米国企業の約6割が導入。時価総額1,000億円から5,000億円程度の企業の場合、約7割が採用。

【主な導入企業】 デル、ヤフー、ゴールドマン・サックス、モトローラなど

【主な事例】 YAHOO!

<ライツプラン導入に関するプレスリリース>
「ライツプランは、威圧的な買収や全ての株主に公正かつ適当な買収価格と条件を示さない買収を防ぐために導入するものである。」

ライツプラン導入企業の割合(時価総額別)



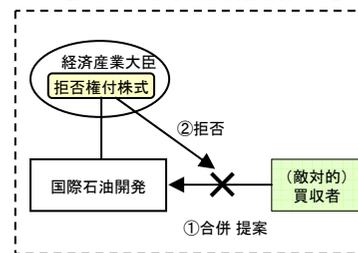
SharkRepellent.netデータによる野村證券資料をもとに経済産業省が作成

欧州大陸諸国(フランスなど)の対応

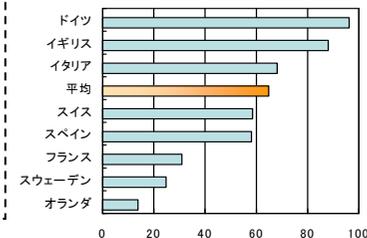
○黄金株、複数議決権株式など特殊な株式の活用

友好的な企業や創業者などに、合併や取締役の交替などに関する決定権のある種類株式(拒否権付種類株式)や複数の議決権を有する株式(複数議決権株式)を与える仕組み。

【黄金株(拒否権付種類株式)】



欧州における一株一票原則を採用している企業の割合



・拒否権付種類株式

【導入状況】 欧州各国を中心に導入。最近では日本でも活用例あり。

【主な導入企業】 ロールスロイス、ロイター通信社など

買収者は株式の買い占めに成功しても、合併をしたり、現経営陣を更迭できない。

イギリスの対応(EUルールとして採用)

○買収者に対する全部買付義務(TOB規制)

会社の支配権を取得する場合は、買付に対する株主の応募にすべて応じなければならない仕組み。

二段階買収(一段階目の買収で有利な価格を提示し、二段階目に不利な価格を提示する買収)のような強圧的買収を規制。

【導入状況】

○英国、ドイツ、フランスなどで導入。EUの企業買収指令により導入。

(4) 会社法と買収防衛策

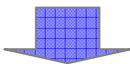
- 日本では、06年5月の会社法施行により、買収防衛策として取りうる選択肢が拡大。
- 使い方次第では過剰防衛の危険性も。

1. ライツプランが会社の判断だけで行使可能に

○従来

新株予約権の引受や新株予約権の株式への転換は、株主の自発的行為が必要。

⇒ 期待どおりの効果が得られない可能性がある。



☆会社法施行後

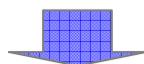
会社の判断だけで強制的に、新株予約権の割当てや新株予約権の転換が可能に。

⇒ 防衛策が確実に実行される。

2. 種類株式(黄金株など)だけに譲渡制限をすることが可能に

○従来

種類株式だけを譲渡制限することができないため、黄金株などが譲渡されてしまう可能性がある。



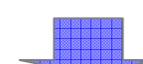
☆会社法施行後

種類株式だけを譲渡制限することができる。

3. 株主総会の決議要件の加重できることが明確化

○従来

株主総会の決議要件を加重することができるかどうか不明確。



☆会社法施行後

定款に規定すれば、決議要件を加重することができる。

(5) 日本におけるルール策定の必要性

- 欧米諸国には、法制度面でのアプローチは異なるものの、敵対的買収に対する何らかのルールが存在。
 - ・英国 → 入口規制のみ(防衛策は実質不可) 「城壁」アプローチ
 - ・米国 → 入口は緩やかだが、ライツプランなどの防衛策が発達 「自衛」アプローチ
- 一方で、日本では、入口規制もなく、防衛策も発達していない状況だった。

	買収者に対する入口規制 (TOBルール)	企業の防衛策 (会社法)
英国	○ (全部買付義務)	△ (シティコードに抵触する可能性)
大陸諸国 (フランスなど)	○ (全部買付義務)	○ (複数議決権株式等)
EU	○ (全部買付義務)	△ (防衛策は各国の裁量)
米国	× (全部買付義務なし) ○ <small>事業結合規制条項: 33州、公正価格条項: 27州 支配株式取得条項 27州、信任義務修正条項: 33州</small>	○ (ライツプランなど)
日本	× (全部買付義務なし)	? (公正な防衛策に関するコンセンサスなし)

過剰防衛と正当防衛の分水嶺を明示することが重要

3. 買収防衛策に関する指針

「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」策定(05年5月)

- 指針の目的は過剰防衛を排除すること。
- 公正な買収防衛策の要点は以下のとおり。
 - ・ 企業価値や株主共同の利益を損なう買収提案→有効に機能する。
 - ・ 企業価値や株主共同の利益を向上する買収提案→機能しない。 ➡ 「企業価値基準」に基づく考え方
- 過剰防衛を排除するためには指針に沿った以下の3つの原則、4つの工夫が重要。

【原則1】 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則

工夫1: 経営者は、株主、投資家、ステークホルダーに対して、防衛策は企業価値・株主共同の利益の確保・向上が目的であって、経営者の保身が目的ではないことをコミットする。

【原則2】 事前開示・株主意思の原則

工夫2: 防衛策の内容、仕組み等を事前に開示し説明責任を全うする。
・防衛策だけでなく、株主還元政策、事業戦略とのパッケージで説明することが重要。

工夫3: 株主が防衛策の是非を判断する。
・オプション1－株主総会の承認
・オプション2－取締役会決議＋導入後の株主総会での消却可能性を確保

【原則3】 必要性・相当性の確保の原則

工夫4: 良い買収提案に対していつまでも会社が抵抗しないように工夫をする。
・オプション1－独立社外の判断を重視する。
・オプション2－客観的な廃止要件を設定する(一定の交渉期間を過ぎれば買収防衛策を廃止するなど)。

4. 公正なM&Aルール の定着へ

- 企業買収の局面は、多くの利害関係者が絡み合うなど、企業社会のあり方が色濃く反映される局面であり、それ故に、「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」という公正なルール形成が求められる(=企業価値基準の確立)。
- 企業価値基準に基づく公正なM&Aルールは、株主や投資家の十分な情報に基づく判断(インフォームド・ジャッジメント)を促す制度・慣行を中心として成り立ち、今後はその実現を加速する必要がある。
- このため、企業価値研究会を再開し、06年3月、公正なM&Aルール確立に向けて「企業価値報告書2006」を公表。

① 公正な買収防衛策の確立

- 買収防衛指針策定(05年5月)
 - 過剰防衛を排除することが目的
 - 適法性・合理性の高い買収防衛策を提示
- 防衛策に関する開示ルール
 - 会社法施行規則(06年5月)
 - 証券取引所上場審査基準等(06年3月)
 - － 開示事項 / 開示のタイミング / 開示の方法など
- 防衛策に関する証券取引所の上場規則(06年3月)
 - － ライツプラン、黄金株などの扱い

連携

② TOBなど買収ルールの見直し

- 立会外取引規制(05年7月)
 - 買付後の株式保有割合が3分の1を超える立会外取引を禁止
- 買収者と対象会社とのバランスの確保(06年6月)
 - － 公開買付の撤回・条件変更
 - － 十分な公開買付期間の確保
 - － 強圧性の排除
 - － MBOの取扱い
- 株主や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(06年6月)
 - － 買収者・対象会社側の情報提供の充実
 - － 大量保有者に関する情報提供の充実
 - － 実質株主に関する情報提供の充実

連携

③ 経営者と株主・投資家の対話の充実

- 制度整備上の論点
 - － 実質株主の把握
 - － 定時株主総会開催時期の柔軟化
 - － 委任状合戦の実効性確保
- 選択肢の拡大に関する論点
 - － IR活動等による買収防衛策の浸透
 - － 株主総会招集通知の改善
 - － 定款変更議案の分割決議
 - － 期間投資家の考え方の明示

連携

法務省(開示ルール)、金融庁(TOBルール)、証券取引所(開示ルール、上場規則)

(2) 買収防衛策に関する開示ルールの整備

- 買収防衛策に関する指針の公表以降、買収防衛策に関する開示ルールの整備が進んだ。

〈会社法施行規則〉 06年5月施行

【事業報告での開示】

- 会社支配者の在り方に関する基本方針の内容
- 財産の有効な活用、適切な企業集団の形成その他の基本方針の実現に資する取組の内容
- 買収防衛策の内容
- 防衛策が株主共同の利益を損なわない、また、経営者の保身目的でないと判断した理由

〈東京証券取引所上場審査基準等〉 06年3月施行

【防衛策導入時の適時開示】

- 買収防衛策導入の目的
- スキームの内容
- 導入に係る手続き・日程
- 買収者出現時の手続き
- 株主・投資者に与える影響
- 通常の新株・新株予約権発行に準じた事項

【「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」による継続開示】

- 買収防衛策導入の目的・スキームの概要
- 会社法施行規則での開示事項

(3) 買収防衛策に関する上場ルールの整備

- 買収防衛策に関する指針の公表以降、買収防衛策に関する上場ルールの整備が進んだ。

〈東京証券取引所上場審査基準等〉 06年3月施行

【尊重義務】（違反の場合、公表）

- ・開示の十分性（必要かつ十分な適時開示）
- ・透明性（発動・廃止の決定が経営者の恣意的判断に依存しないこと）
- ・流通市場への影響（投資者に不測の損害を与えないこと）
- ・株主権の尊重（株主の権利内容・行使に配慮していること）

【上場廃止基準】（違反の場合、上場廃止）

- ・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対して割り当ておくものの導入（随伴性のないライツプラン）
- ・ライツプランのうち、株主総会で取締役の過半数の交代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（デッドハンド型ライツプラン）
- ・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係る決議又は決定（ただし例外あり）

(4) 公開買付制度に関する制度整備

- 買収防衛策に関する指針の公表以降、公開買付(TOB)制度に関する制度整備が進んだ。

〈改正証券取引法・同施行令等〉 06年12月施行

【TOB義務範囲の拡大】

- ・市場内外等の取引を組み合わせた急速な買付けの一部につきTOBを義務化。
- ・他者によるTOB期間中に1/3超所有している者が5%超の買付をする場合、TOBを義務化。

【情報提供の充実】

- ・買収者による、支配権の取得方法、経営方針、価格の妥当性などの情報提供の充実。
- ・当該買収に対する対象企業による意見表明の義務化。
- ・対象企業から買収者に対する質問の機会の付与と買収者による回答義務。

【TOB期間の伸長】

- ・下限: 20日→20営業日(=約1ヶ月)
- ・上限: 60日→60営業日(=約3ヶ月)
- ・買収対象会社は最大30営業日(1.5ヶ月)までのTOB期間延長請求が可能に。

【TOBの撤回や条件変更の柔軟化】

- ・買収防衛策が発動された場合など一定の場合に、TOBの撤回や買付価格の下方修正が可能に。

【少数株主保護の強化】

- ・買付後の株式取得割合が2/3以上となる場合は、応募株式の全部買付を義務化。

【大量保有報告制度の見直し】

- ・特例報告の期間を短縮 → 3ヶ月ごと15日以内から約2週間ごと5営業日以内に報告頻度・期間を短縮

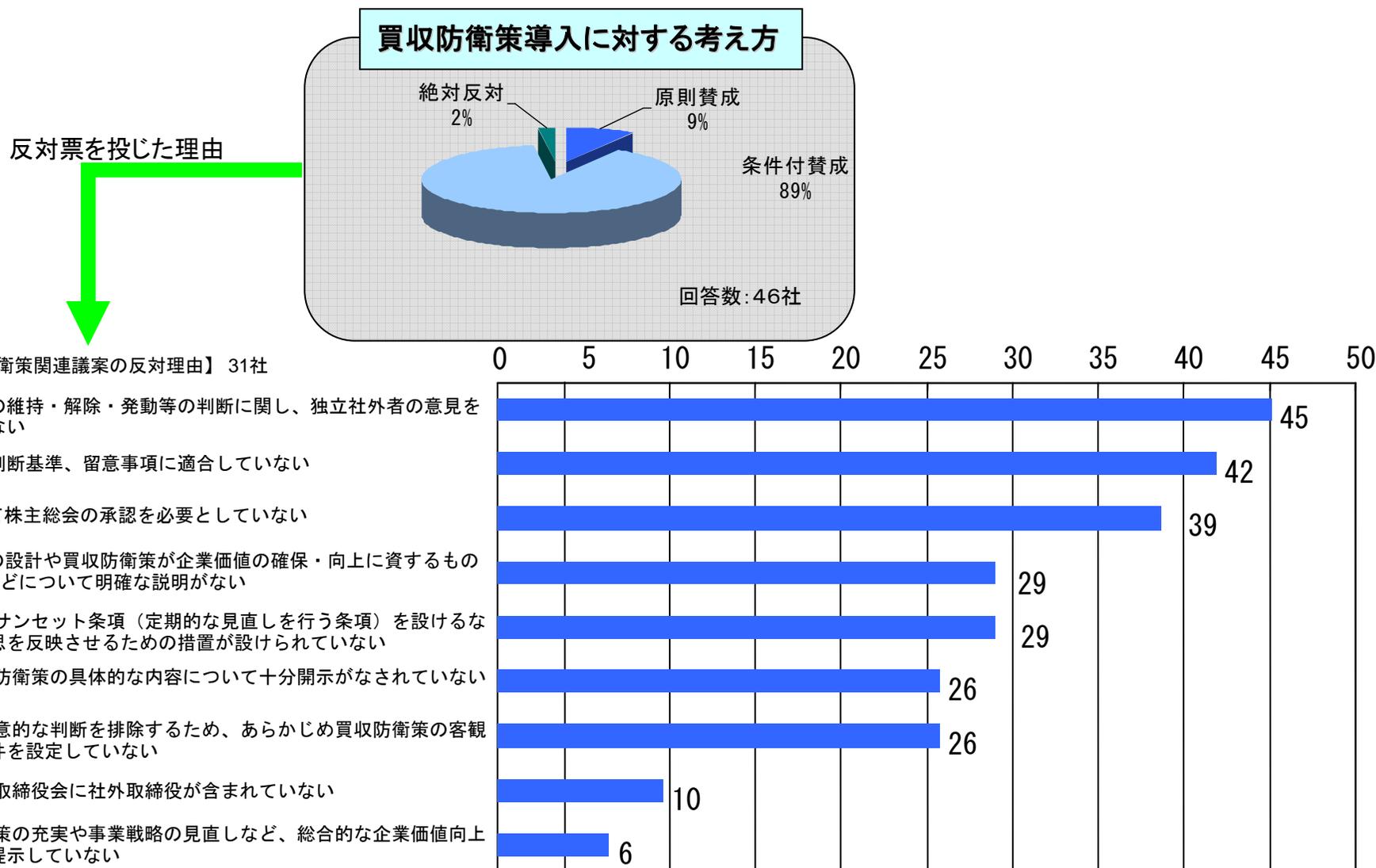
(2) 買収防衛策(ライツプラン)導入企業

- 買収防衛策に関する指針の策定以降、買収防衛策(ライツプラン)導入企業が増加(3月20日現在約210社)。
- ライツプランの主流は「事前警告型」。

	概 要	導入企業	
		株主総会承認で導入・継続	取締役会決議で導入
信託型	新株予約権を信託しておき、敵対的買収者が現れた際に株主全員に配布(敵対的買収者は株に替えられない)。	セイノーHD、ライオンなど (約10社)	株主総会決議 必須
事前警告型	敵対的買収者が現れる前に、新株予約権の発行等が盛り込まれた防衛策を導入・開示しておく。	住友金属工業、阪急HD、東芝、帝人、日本ハム、日清製粉、オリンパス、カゴメなど (約130社)	松下電器、シャープ、イオン、ヤマハ、エーザイ、神戸製鋼、新日本製鐵など (約70社)

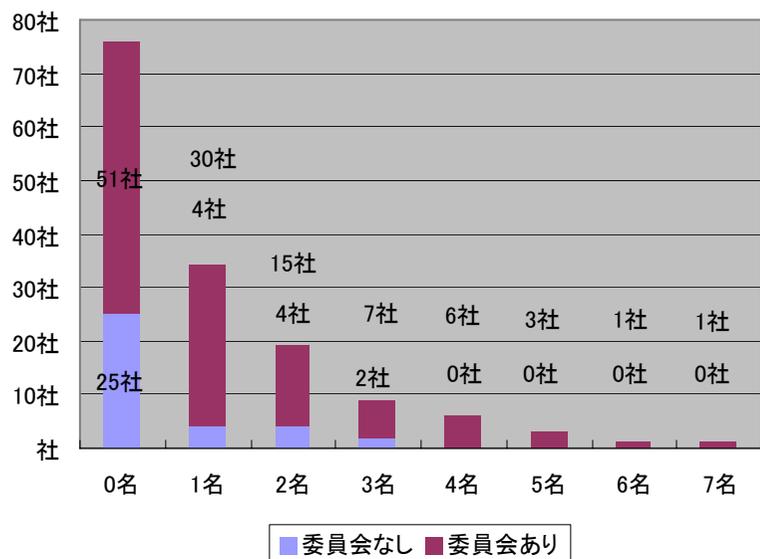
(3) 国内機関投資家の買収防衛策に対する判断

- 国内機関投資家の買収防衛策に対する基本スタンスは、「条件付き賛成」。
- 実際に反対票を投じた理由の主なものは、①独立社外者の意見を尊重していない、②株主総会承認によって防衛策を導入していない、など。



(参考)買収防衛策導入企業の社外取締役設置状況

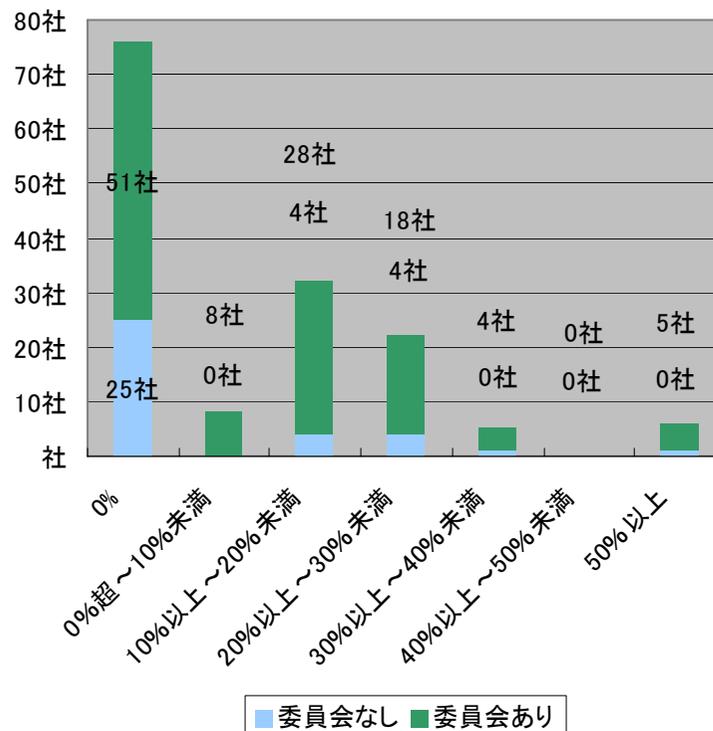
社外取締役の人数 (149社)



買収防衛策を導入した時点又は総会上程を決定した時点での社外取締役 (会社法上) の人数
 平均 : 1.0名 (社外0名除く平均 : 2.1名)

➤半数以上の企業では社外取締役が選任されていない状況

社外取締役の比率 (149社)



買収防衛策を導入した時点又は総会上程を決定した時点での全取締役に占める社外取締役 (会社法上) の比率

平均 : 10.1% (社外0名除く平均 : 20.7%)
 最高 : 63.6% (7名/11名)

(4) 買収防衛策未導入企業の判断

- 買収防衛策未導入企業では、経営努力による企業価値向上や積極的なIR活動等を優先すべきと判断した企業が相当数存在
- 他方、「自社の株主構成」に基づく買収リスク、否決リスクを未導入の理由として挙げる企業も存在

○製造業A社

・株主との対話も含め、十分な検討の結果、経営努力により業績や株価の向上、企業価値の向上が、優先と判断。

○製造業B社

・有事には冷静な対応がとれる体制を構築しておくこと、かつ、本業での企業価値向上、積極的なIR活動等が有益との方針。

○製造業C社

・防衛策について長期間かけてあらゆる面から検討してきたが、株主の理解を得るのが難しく、また判例の蓄積もないため、導入に踏み切るところまでは至っていない。

○非製造業D社

・買収防衛策導入を検討するが、授權枠拡大が必要であり、株主構成から定款変更での導入が難しいと判断

○製造業E社

・機関投資家比率が高いことに加えて、不祥事があり、買収防衛策の導入は難しいと判断

○製造業F社

・買収防衛策に反対の意思表示をしている大手機関投資家複数社の保有割合が高く、導入は難しいと判断

○製造業G社

・安定株主比率が6割と高く、買収リスクは限定的と判断。

6. 公正なルール形成に向けた更なる取組み

- 経済産業省では、今後も国際競争力の強化・企業価値の向上に資するM&A制度整備を推進。

新経済成長戦略(18年6月)

(国境を越えたM&Aの円滑化)

- 外国企業と国内企業との国際的なM&Aを円滑にする観点から、親会社の株式等を対価とした合併等(三角組織再編)の円滑な施行に向け、必要な制度整備を進める。

(敵対的買収・防衛に関する公正なルールの整備)

- 敵対的買収や買収防衛策に関する公正なルールを整備。
- 買収防衛策に関する指針については普及に努めるとともに、環境変化を踏まえた見直しを行う。

経済成長戦略大綱(18年7月)

- 「対日直接投資加速プログラム」に基づき、2010年に対GDP比倍増となる5%程度の対日直接投資受け入れを目指す
- 「会社法」により可能になる三角合併等について、株主・投資家等の利害関係者の保護を図りつつ、適正な規律の下で有効に活用される制度となるよう取り組む。
- 社会経済の実態を踏まえて企業買収・企業防衛に関する公正なルールを整備し、その普及に努める。