

# 敵対的買収における市場制度改革<sup>1</sup>

---

～ 買収防衛策の公正な発動を目指して～

慶應義塾大学 中澤敏明研究会

法と経済学

大西陽介 浅野裕美 千崎隆史  
豊岡良祐 羽田香織 春山和裕

2006年12月

---

<sup>1</sup>本稿は、2006年12月16日、17日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2006」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、中澤敏明教授（慶應義塾大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

## 目次

### はじめに

## 第1章 敵対的買収の是非

- 第1節 M&A とは何か
- 第2節 日本のM&A市場
- 第3節 敵対的買収の効果と弊害
- 第4節 公正なルール作りに向けて

## 第2章 敵対的買収と買収防衛策における諸問題

- 第1節 日本における敵対的買収
- 第2節 ライブドア事件と防衛策
- 第3節 夢真 VS 日本技術開発と防衛策
- 第4節 主な買収防衛策の種類と諸問題
- 第5節 新会社法と防衛策
- 第6節 過剰防衛と諸問題

## 第3章 株主保護のコーポレートガバナンス論

- 第1節 コーポレートガバナンスとは何か
  - 第1項 企業統治としてのコーポレートガバナンス
  - 第2項 日本におけるコーポレートガバナンスのあり方
  - 第3項 エージェンシー問題
  - 第4項 企業を取り巻く多様なステークホルダーとコーポレートガバナンス
- 第2節 敵対的買収におけるコーポレートガバナンスの役割
  - 第1項 株主視点のコーポレートガバナンス
  - 第2項 敵対的買収とコーポレートガバナンスの質
- 第3節 株主保護としてのコーポレートガバナンス
  - 第1項 従業員保護と株主保護
  - 第2項 金融ビッグバンと金融市場の自由化
  - 第3項 株主保護のコーポレートガバナンス

## 第4章 アメリカにおけるM&Aルールと導入問題

- 第1節 適正性基準
  - 第1項 防衛策発動時の問題
  - 第2項 ユノカル基準
  - 第3項 レブロン基準
- 第2節 保身目的排除の工夫
- 第3節 導入問題
  - 第1項 適正性基準の導入
  - 第2項 保身防止の工夫

## 第5章 政策提言

- 第1節 買収防衛策の発動の仕組み
- 第2節 現在の司法における防衛策発動の判断基準
- 第3節 防衛策発動に関する新たな制度の提案
  - 第1項 M&Aに特化した協議会の設置
  - 第2項 判断を下すために必要な要件と基準作り
- 第4節 TAF制度
  - 第1項 TAF制度の仕組み
  - 第2項 M&A協議会の人員の選定
  - 第3項 買収者側の企業の立証責任
  - 第4項 被買収者側の企業の立証責任
  - 第5項 買収者側の企業の立証の可否
  - 第6項 被買収者側の企業の立証の可否と制限
  - 第7項 期間の設定
- 第5節 導入のメリット

## 第6章 今後の研究課題

- 第1節 証券取引所の権限
- 第2節 経営者の立場
- 第3節 秘密保守の問題
- 第4節 今後の司法制度の行方

終わりに

参考文献・データ出典

# はじめに

---

2005年の初め、ライブドアによるニッポン放送株の取得による敵対的買収が、メディアを騒がせたことはまだ記憶に新しい。村上ファンドによる阪神電鉄株の買占めは、その後阪急に取得した株式を売却し、マネーゲームという名の下に、一体何の対価であるのかわからない利益をファンドが得ることになった。この両者はどちらも証券取引法の盲点について株式の取得を行い、結局は両者とも法律によって裁かれることになり、同時に証券取引法における問題点を浮き彫りにする形となった。

これらの一連の事件をきっかけに、日本の企業は敵対的買収という未知の恐怖に直面し、こぞって敵対的買収に対する買収防衛策を導入する傾向となった。その中で今度は過剰防衛に対する懸念の声上がり、2006年には証券取引法が改正されて金融商品取引法となり、今までのTOB制度の問題点や買収防衛策の導入の基準など、様々なものが加えられる形となった。

そして一見すると制度の穴が少なくなり、企業が皆買収防衛策を導入し始めたことから、敵対的買収は少なくなるのではないかと思われた。しかし実際にはどうだろうか。2006年に入ってから、ドンキホーテによるオリジン弁当買収、王子製紙と北越製紙、AOKIとフタタなど、敵対的買収が紙面を騒がせないことはなくなったと言っていい。そこまでして敵対的買収を仕掛けるのはなぜだろうか。そしてなぜ全て失敗に終わってしまっているのか。敵対的買収は、メディアが騒いでいる通り悪なのだろうか。

今後さらに敵対的買収のニュースが増えるであろうと予想される中、敵対的買収の持つ意味や制度上の問題点を調べる必要があると考え、今回のテーマ設定に至った。本稿では、現状での日本での敵対的買収や買収防衛策における問題点について検証し、解決のためにどのような新しい制度整備が必要であるのかを提唱することをもって政策提言とする。

# 第1章 敵対的買収の是非

---

## 第1節 M&A とは何か

日本の企業社会の構造は大きく変わりつつある。株式持合の解消が進み、会社は株主のものとする考え方や株主の声に十分配慮した経営が浸透し、敵対的買収や外資に対する理解も深まりつつある。こうした中で、企業買収といえば友好的な買収、すなわち経営陣同士が合意して行うものであるとのかつての常識が崩れ、敵対的な買収も生じる環境になりつつある。世界的な潮流を見れば、最初に企業支配権市場としての M&A 市場が確立したのは 80 年代の米国であり、その後 EU 統合の中 90 年代後半に EU においても M&A 市場が形成されるようになった。そして 21 世紀に入り、日本においても本格的な M&A 市場が形成されつつある。

そして近年、日本においても敵対的買収が多く見られるようになってきているが、それに対するメディア等の反応が否定的なものが多かったことは記憶に新しい。もちろん敵対的買収を無条件に許すことは、市場の混乱を招く結果となる。しかし敵対的買収により企業の経営が改善し、ひいては経済が活性化するとは考えられないだろうか。また、一概に敵対的買収を排除しようとすることで企業は過剰防衛に走り、結果として企業価値を低下させてしまうという問題も生じることになる。敵対的買収に可能性を見出し、経営手法の一つとして選択できるようなシステムが今後必要となってくるであろう。

ここで一般的に、M&A と敵対的買収は同意義で使われることが多いようであるが、M&A とは友好的買収を含めた全ての買収のことを指している。まずは M&A の定義や買収の手法について詳しく見ていきたい。

初めに M&A の定義であるが、M&A とは Mergers & Acquisitions (合併と買収)の略であり、買収企業が対象企業への経営参加(対象会社の筆頭株主になること)や、経営権獲得のための取引のことをいう。経営権獲得としては、例えば買収される企業の全株式のうち、3分の1以上を取得できれば合併が可能であり、経営陣に関する拒否権を獲得できるため、この3分の1以上の株式獲得が M&A 時の目標とされることが多い。また、株式の過半数を取得するとその企業を子会社化、全株式を取得すると完全子会社化ということになる。

次に M&A の手法についてであるが、その名の示すとおり M (合併) と A (買収) の 2 つの手法が挙げられる。まず合併とは、有効な M&A の手法であり、経営陣同士の合意と株主総会の特別決議(出席株主の3分の2以上の賛成)を必要としている。主な合併の種類としては以下のものが挙げられる。

□ 合併

会社法上の合併制度を用いて、買収会社と対象会社が一社に合同すること。

【事例】八幡製鉄所と富士製鉄所合併 新日鉄（1975年）

□ 株式交換

会社法上の株式交換制度を用いて、買収会社を対象会社を完全子会社にすることで、買収会社を対象会社の株主と自社の株式を交換することによって、対象会社を子会社化する。これには経営陣同士が契約を締結し、株主総会の特別決議が必須である。

【事例】松下電器産業による松下通信工業等の完全子会社化（2002年）

□ 三角合併

買収会社の子会社を対象企業と合併し、対象企業の株主に合併の対価として買収会社の株式を交付して、対象会社を完全子会社化する仕組みのこと。合併契約を締結し、株主総会の特別決議が必要。なお流通性の低い株式を活用する場合には特殊決議（総株主の過半数かつ総議決権の3分の2以上の賛成が必要）が必要となっている。

□ 新株引受（資本提携）

合併などと異なり会社の形が大きく変わるわけではないが、買収会社を対象会社の経営権を支配する方法の一つであり、買収会社を対象会社と合意して、対象会社が行う増資（新株の発行）を引き受ける。第三者割当増資を引き受けるとも言う。有利発行（時価よりも特に有利な価格で新株を引き受けてもらう場合）ならば対象会社の株主総会の特別決議が必要である。有利発行でなければ、定款に定めた枠内の増資なら、対象会社の取締役会の決議でできる。

【事例】日産・ルノーの資本提携（1999年：第三者割当増資を引受）

□ 営業譲渡

新株引受と同様会社の形が大きく変わるわけではないが、買収会社を対象会社の経営権を支配する方法の一つである。買収会社を対象会社の事業の一部（会社の資産・従業員・商標権等が一体となった営業）を譲り受ける手法。外国企業も友好的に日本企業から営業譲渡を受けることは出来る。

【事例】日本リースからの GE キャピタルに対するリース事業の営業譲渡

次に買収における方法は株式の買い付けであるが、対象会社の支配権を獲得するような大量の株式の買い付けを市場内で行うことは、株価の相場の高騰を招くことが考えられるので難しい。そこで通常は TOB（Takeover Bid）制度が活用される。

□ TOB（公開買付）

買収者が、上場している相手企業の株式を、市場外で買付条件を明示しながら、株主から直接株式を購入する手法。TOB 制度は金融商品取引法で定められているが、詳細は後述とする。

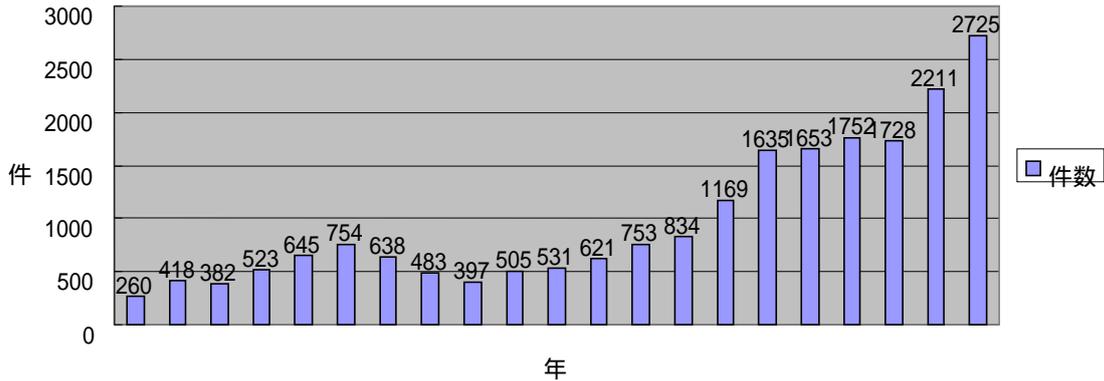
【事例】松下電器による松下電工の子会社化（2004年：TOBにより51%取得）

以上が主な M&A の手法であるが、敵対的買収の場合、対象会社の経営陣が買収に反対しているので、合併の手法ではなく、TOB 制度を用いることが不可欠である。

## 第2節 日本のM&A市場

では具体的にどのように日本のM&A市場は発展してきたのだろうか。まずこれまでの日本のM&A市場は、件数ベースで見れば90年代に関しては年間500件程度であった。しかし1990年代後半から急増し、2005年においては年間2500件を超えるまでになった(グラフ1)。

日本におけるM&A件数の推移(1985~2005年)



<グラフ1> (「神田秀樹：敵対的企業買収防衛策」より抜粋)

次に金額ベースで見ると、1999年には21兆円に急増している。これは、みずほグループ(7兆円)、三井住友グループ(5兆円)のそれぞれの経営統合のためである。2000年にも12兆円と高水準であるが、これもUFJグループ(2兆円)、三菱東京グループ(1兆円)の統合があったためである。このようなメガバンクを除いた事業会社ベースでの金額は、1999年以降は6兆円から9兆円程度であるといわれている。しかし

また、海外企業による日本企業の買収、逆に日本企業による海外企業の買収のケースが増えており、M&Aのグローバル化が進んでいることもわかる。主な例は以下のようになっている。

海外企業による大型日本企業買収案件(単位:100万ドル) (表1)

順位	年	買収企業	対象企業	買収金額
1	2001	ボーダフォン(英)	日本テレコム	11,731
2	1999	GEキャピタル(米)	日本リース	6,566
3	1999	ルノー(仏)	日産自動車	4,911
4	2003	リップルウッド(米)	日本テレコム	2,219
5	2003	AIG(米)	GEエジソン生命	2,150
6	2000	ダイムラークライスラー(独)	三菱自動車	1,962
7	2000	アクサ(仏)	日本団体生命	1,954
8	2001	プルデンシャル生命(米)	協栄生命	1,270
9	2000	リップルウッド(米)	日本長期信用銀行	1,150
10	2003	サーベラスグループ(米)	あおぞら銀行	861

日本企業による大型海外企業買収案件（単位：100万ドル）（表2）

順位	年	買収企業	対象企業	買収金額
1	2001	NTT ドコモ	AT&T ワイヤレス（米）	9,805
2	1999	JT	RJRI（蘭）	7,832
3	1991	松下電器産業	MCA（米）	7,406
4	2000	NTT コミュニケーションズ	ヴェリオ（米）	5,694
5	2000	NTT モバイル	KPN モバイル（蘭）	3,596

（「神田秀樹：敵対的企業買収防衛策」より抜粋）

今後の日本における M&A 市場であるが、アメリカでは株式市場の規模に対する M&A 市場の比率は 7% であるのに対して、日本では 3% 程度にとどまっている。しかし 2004 年からの M&A の件数が 2000 件を超えていることから、日本の M&A 市場は拡大傾向にあるといえる。また、日本企業や海外企業といった国境の壁がなくなりつつあり、日本における M&A のルール整備は急務であるといえる。

### 第3節 敵対的買収の効果と弊害

マスコミによる一般的な報道では、敵対的買収はどちらかといえば悪い意味で捉えられることが多く、また日本における敵対的買収の件数が少ないため、企業の経営者も敵対的買収に対しては恐怖を感じているようだ。では具体的に、敵対的買収があることでどういった影響が生じるのかを考えたい。

まず敵対的買収が存在していることのメリットとしては、敵対的買収に対する脅威が高まれば、企業はこれに備えて経営努力をすることが促されるということがある。例えば企業側が株主に対する配当率や自己株買いなどの株主還元を強化することや、事業戦略の見直しや経営の効率化などを行い、企業の時価総額を上昇させるように努めることになる。また、それが行われない場合でも、敵対的買収によって現経営陣よりも優秀な買収者が経営革新を行うことで、企業価値を高められるともいえるため、敵対的買収が存在している意味は大きい。

では逆に、敵対的買収のデメリットとは何なのだろうか。一番大きな問題はグリーンメールの存在である。グリーンメールとは、株式を買い占め、当該株式を敵対的買収をやめる見返りに会社側に高値で買い取ることを要求する行為であり、それを行う企業のことをグリーンメーカーという。グリーンメーカーの目的は、買い占めた株式を会社側に買い取らせることにあり、会社の経営革新には繋がらないため、買収される側の企業にとっては非常に問題がある。

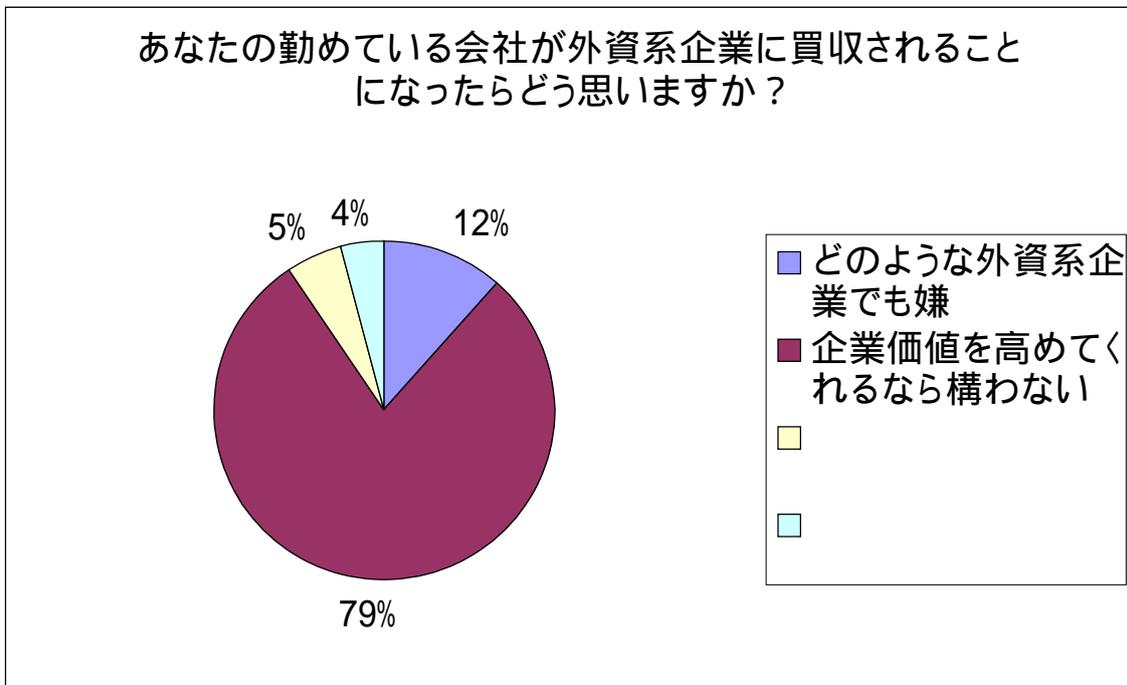
また、そういったグリーンメーカー的な企業ではなくても、買収される側の企業は買収の防衛のため、買収防衛策の発動などの様々な抵抗を試みることが考えられ、買収のコストがかさんでしまうことが多く、結果としてそのマイナス分を今後の経営努力によってカバーしなければならないハンデを背負うこととなる。その意味で敵対的買収とは、あまり効率的な買収手法ではないことがわかる。

このように、敵対的買収は企業の経営向上や株主の利益にはならないケースがあるため、それが適切な買収であるかどうかを見極める必要性がある。また、過度な買収防衛を認めることも、企業の経営努力を怠らせることにつながるため、敵対的買収という抑止力があることによって企業価値が高まり、経済的にも良い効果が生まれるとも考えられる。

## 第4節 公正なルール作りに向けて

日本企業における M&A 市場が発展していく中で、日本企業はこの傾向のどのよう感じているのだろうか。第4節ではそれについて見ていきたい。

まず日本企業の、買収に対する意識についてである。かつての日本では、買収は経営危機に陥った企業を救済するために行われることが多かったため、買収に対してアレルギーを持つものが多かった。しかし、ここ10年ほどで M&A 件数が増加し買収が一般化したこと、また日産自動車のように、買収の結果企業経営の効率が図られ再生してきた事例も出てきたことなどから、買収への否定的なイメージは減少しつつある。日本経済新聞の調査によると、従業員の78.7%が外資による買収であっても、企業価値を高められるなら構わないと回答しており、買収によって一番影響を受けることになりうる従業員であっても、外資をふくめて企業買収に対するアレルギーが減少している。



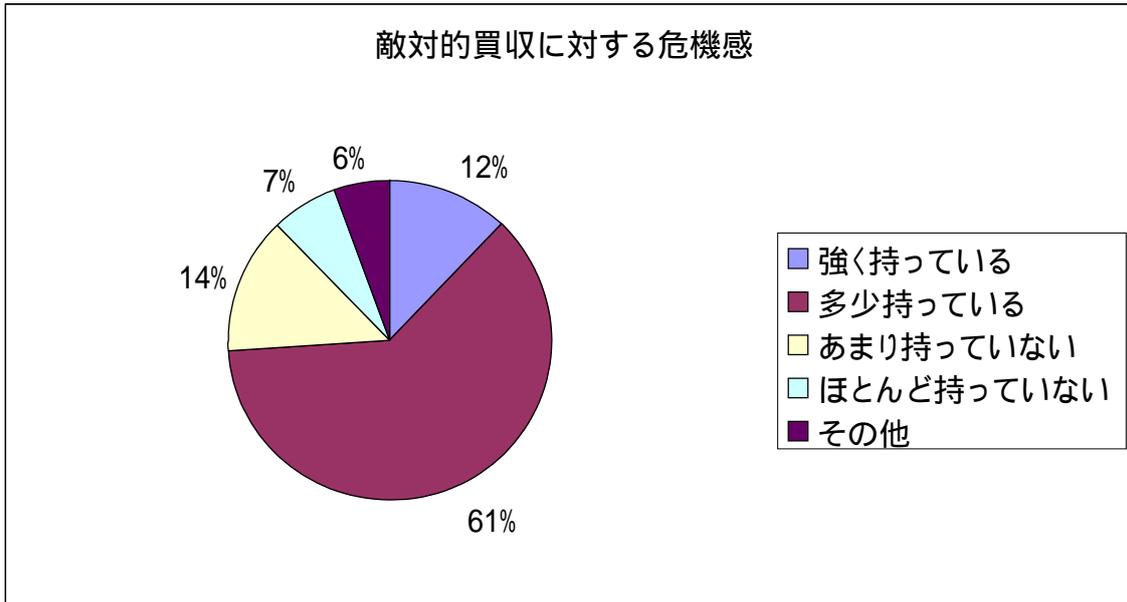
(グラフ2)

2004年10月18日日本経済新聞(朝刊)13面

\*対象者は会社員696名

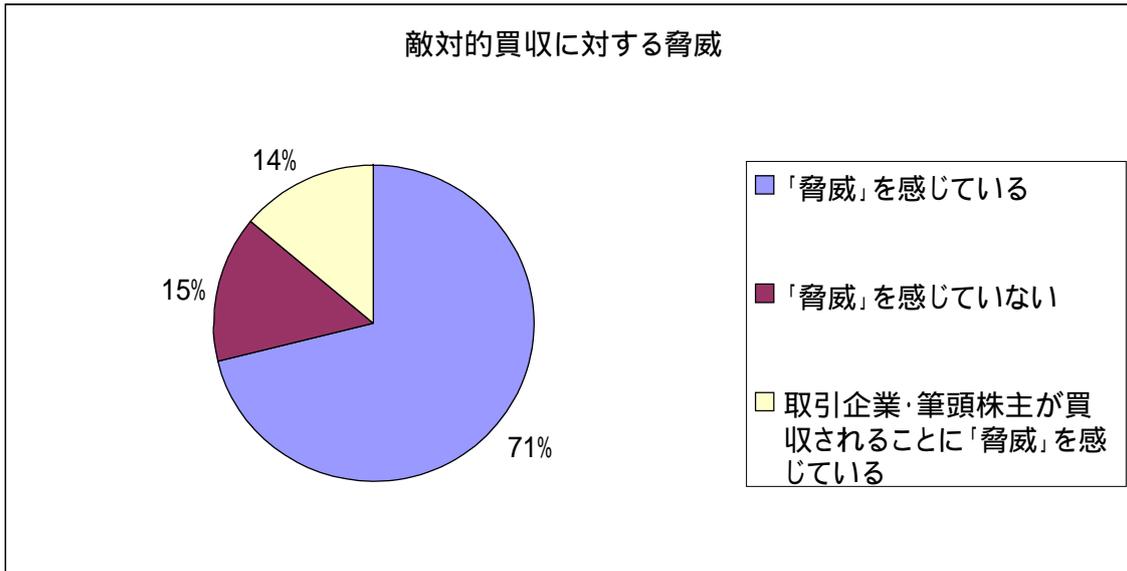
では、敵対的買収の場合はどうであろうか。90年代はじめごろまではいわゆる「グリーンメール」や株式の取引により株価を高値で売り抜けることを目的としたものが大半であったため、「敵対的買収者＝乗っ取り屋」という否定的なイメージが大変強かった。しかし、日本経済新聞の別の調査によると、回答者の4割が敵対的買収により自分の勤めている企業の経営者が代わった場合、経営方針を聞いてから対応を考えると回答しており、感情的に反応するのではなく、その経営方針が妥当なものかどうか見極めた上で判断するようになってきている。

前節で、今後わが国のM&A市場が拡大する余地は大きいと述べたが、今後も企業社会の流動化が続くとすればM&Aが増加する中で敵対的買収も増勢をたどると見込まれる。このため、日本でも敵対的買収に対する懸念が高まっており、企業経営者の7割が敵対的買収に脅威を感じている。(グラフ3・4参照)



(グラフ3)

2005年3月6日読売新聞朝刊1面

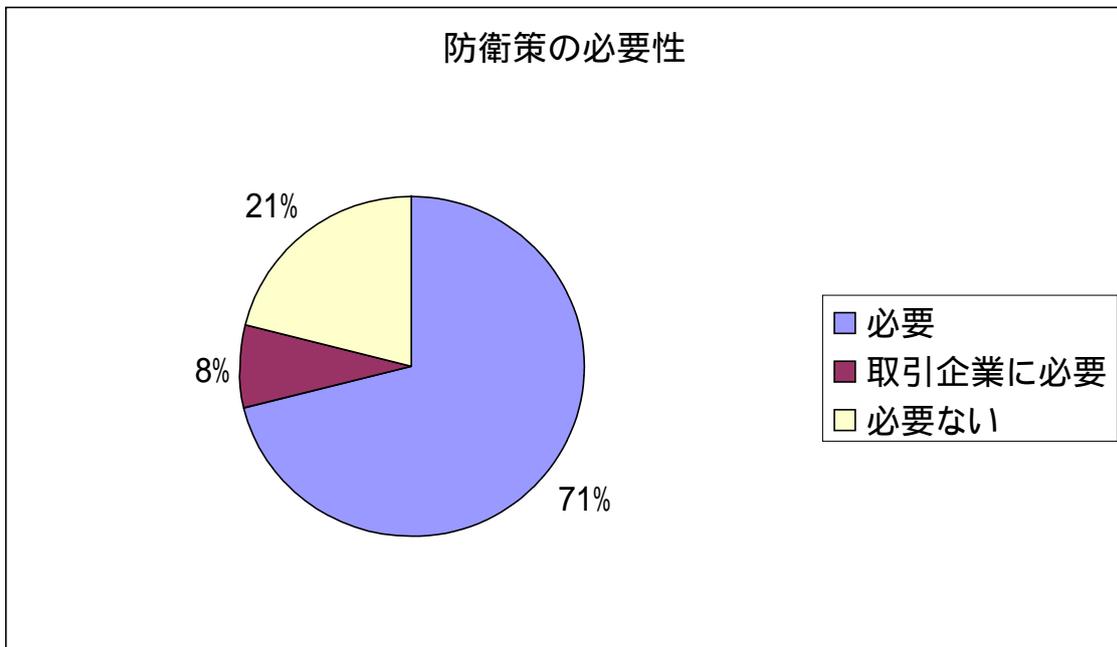


(グラフ4)

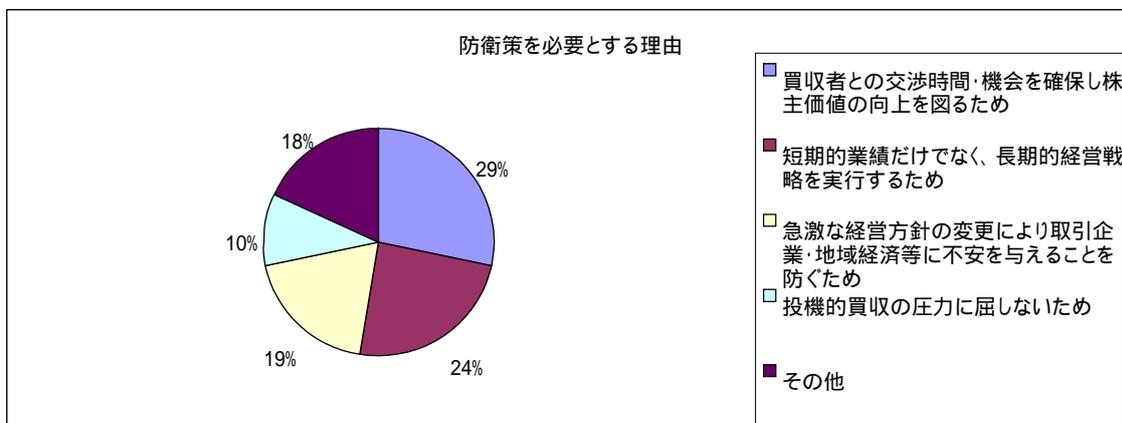
2004年9月経済産業省調べ

また、日本においては、敵対的買収に関する経験が不足しており、いかなる対応が適法であり、企業価値を高め株主利益を守るために妥当か、すなわち合理的な対応は何かという知恵・経験が不足している。持ち合い解消が進展した結果、平時に導入・発動される有効な防衛策がなくなりつつある。また、有事に導入・発動する防衛策については、取締役会の判断により、友好的な第三者に新株を大量に発行して、買収者の持株比率を低下させるなどの策をあわてて導入してきたが、このような事後的な取締役会による過剰な防衛策は「著しく不公正」であるとして、違法とされる場合もあり、投資家の予測可能性の観点からも上場企業としてあまり適切な行為であるとは言えない。

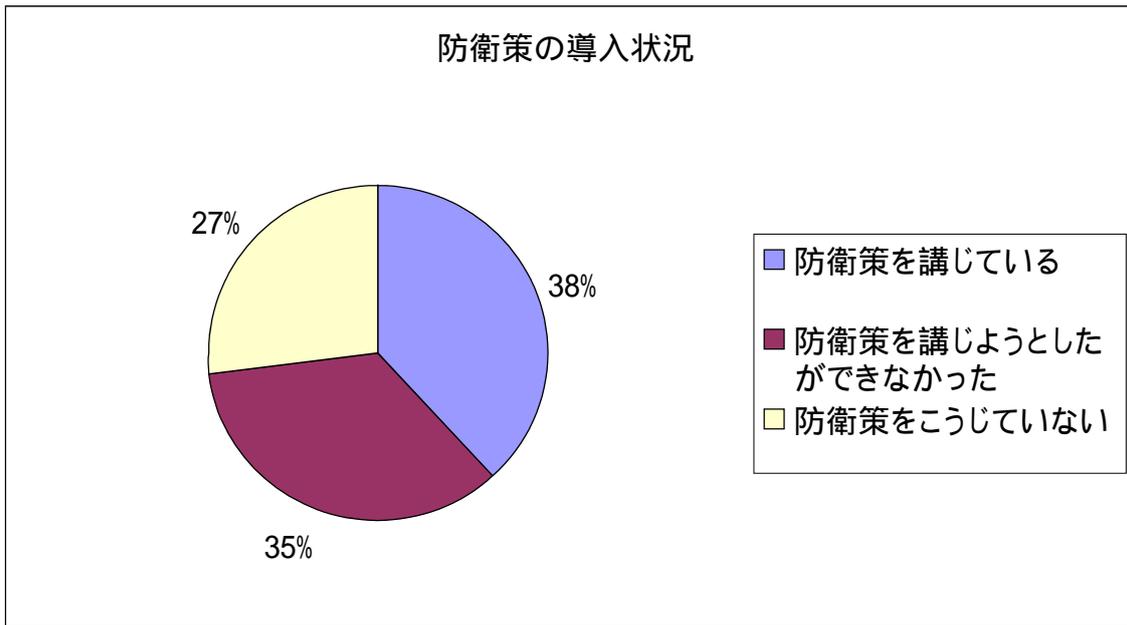
(グラフ6・7参照) 諸外国では様々な防衛策が導入されているが、日本には明確なルールがなく導入に踏み切れていない(グラフ8・9)。いかなる防衛策が企業価値を高めるのか、いかなる防衛策が経営者の保身を助長させるのか。こうした点に関する基準を早急に設けないと、過剰防衛・過剰攻撃が繰り返されるだけである。



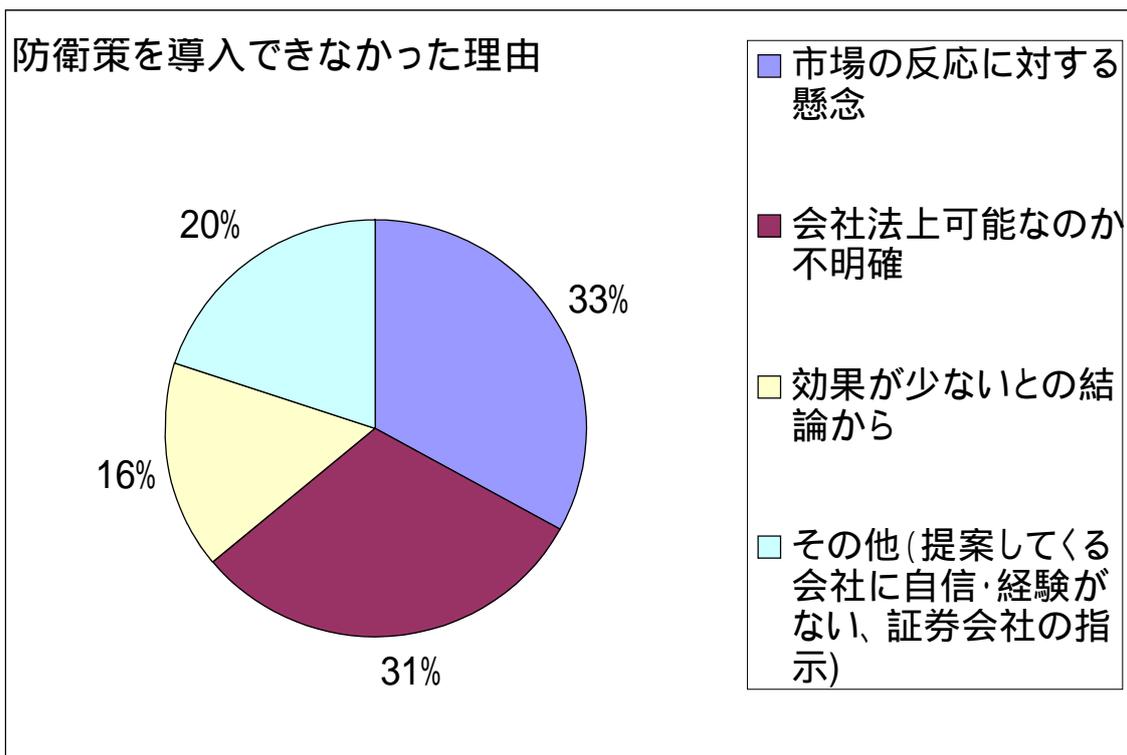
(グラフ6)「神田秀樹：敵対的企業買収防衛策」より抜粋



(グラフ7)「神田秀樹：敵対的企業買収防衛策」より抜粋



(グラフ8)「神田秀樹：敵対的企業買収防衛策」より抜粋



(グラフ9)「神田秀樹：敵対的企業買収防衛策」より抜粋

## 第2章 敵対的買収と買収防衛策における諸問題

### 第1節 日本における敵対的買収

これまでも日本において敵対的企業買収が起こってきた（表1）。その潮流は大きく分けて3つの時期（バブル期 90年代後半 現在）に区分できる。

まずのバブル期に日本のM & Aは増加した。この時期のM & Aはグリーンメールが横行したところに特徴がある。の90年代後半には大きな制度改革が数多く行なわれ、M & Aはより活発化した。しかしこのころのM & Aは友好的なものが多かったことが特徴である。そして今回私たちが注目した「敵対的企業買収」が活発化したのは主に2000年に入ってからである。

外資による敵対的買収（2001年：ベーリンガーインゲルハイム社によるエスエス製薬の買収、2003年：スティーラー・パートナーズ・ジャパンによるユシロ、ソトーに対する敵対的TOB）がおり、さらに国内企業による敵対的な買収（2004年：三井住友フィナンシャルグループのUFJホールディングスに対する買収提案、2005年：ライブドアによるニッポン放送に対する敵対的買収）など近年たて続けに発生している。現在日本の多くの企業は、ライブドアや村上ファンドなどの一連の事件によって敵対的企業買収への恐怖感を覚え、本格的に防衛策を導入しようとしている。特に5月に施行された新会社法では、新たな買収防衛策が認められるなど、企業買収の防衛がより簡単になると言われている。

（表1）企業買収略史

戦後復興期 ～1960年代	横井英樹 vs 白木屋 第一次株式持合いブーム
1965年頃 ～第一次石油ショック	第二次株式持合いブーム 日本の企業集団の完成
1980年代後半	バブル期～グリーンメーラーによる買占め 小谷光浩 vs 蛇の目ミシン 秀和 vs いなげや・忠実屋 ブーン・ピケンズ vs 小糸製作所
1990年代	バブル崩壊～株式持合いの解消
1999年	C & W vs IDC

2000年	ベーリンガー・インゲルハイム vs エスエス製薬 M A C vs 昭栄
2003年	スティール・パートナーズ vs ソトー、ユシロ化学
2004年	三井住友フィナンシャルグループ vs U F Jグループ
2005年	ライブドア vs ニッポン放送 夢真 vs 日本技術開発 楽天 vs T B S 村上ファンド vs 阪神電鉄
2006年	ドン・キホーテ vs オリジン東秀 王子製紙 vs 北越製紙 A O K I vs フタタ

<最新M & A と企業防衛がよ～くわかる本（参考文献参照）p93 抜粋、追加>

敵対的買収とは一般に、対象会社の同意を得ないでする買収のことであると定義されている。すなわち買収者と対象会社の経営者との敵対であって、株主との敵対ではない。敵対的買収者としては、多額の投資をして企業買収を行なうので、何らかの形で企業価値を高め、できる限り自己の投資した資本を回収しようとするのが通常である。敵対的買収をおこなった企業は、現経営陣の経営能力よりも買収者の経営能力の方が高いと判断された場合が多く、買収により被買収企業の企業価値が上昇する可能性は高い。経営陣が漫然と経営している場合、個人株主は自己のもつ議決権のみで経営に影響を及ぼすことは困難であるが、敵対的買収者に株式を売却するという選択肢を持つことで経営者に圧力をかけることも可能になる。これは株主にとっても企業自体にとってもプラスであるといえるのではないだろうか。

また、敵対的な企業買収により自分の勤めている企業の経営者が変わった場合、経営方針を重視して対応すると答えた人は4割に上るとい調査がある（日本経済新聞社、2005年3月21日）。よって企業価値向上を目指す株主はもちろん、従業員も敵対的企業買収に柔軟に対応しようとしていることになり、排除しようとしているのは企業の経営陣であると推測される。

防衛策不要派は 上記のように、敵対的買収により企業価値が向上し株主のメリットになる、敵対的買収者が市場価格よりも高い価格でTOBをかけるのは、現経営陣よりもよい経営能力を保持しているからだ、等の主張をしている。これに対し防衛策必要派の主張は中長期的な戦略で株式を保有している株主の利益が守られない、株主が十分な情報に基づいた合理的な判断ができるとは限らない、等である。いずれの意見も一理あり、どちらが正しいと断定的に言うことはできない。しかし過度な防衛策の導入は、経営者の経営意欲を減退させ、企業の価値を低下させてしまうことで会社の所有者たる株主の利益を害することになり、ひいては日本の経済発展に悪影響を及ぼすことになるであろう。

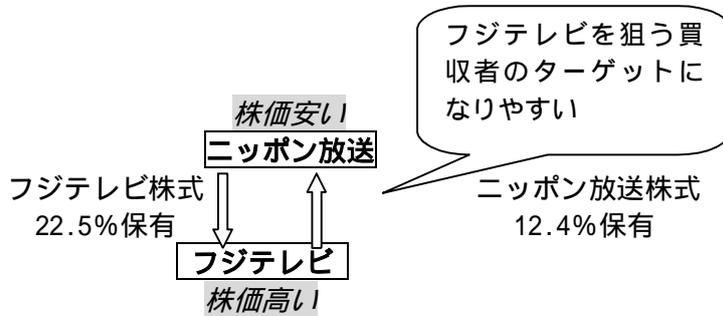
そこでバランスのとれた買収と防衛策の必要性が要求されることになるが、現在の日本ではどのような防衛策が選択され、またそれらを導入することでどのような問題が生じているのかを以下でみていきたい。

## 第2節 ライブドア事件と防衛策

敵対的企業買収が一躍注目を浴びるようになったきっかけといえば、やはり「ライブドア vs ニッポン放送」の事件だろう。

この事件は株式会社ライブドアがいわゆる時間外(立会外)取引を利用して株式会社ニッポン放送の株式を大量保有したことによる、フジテレビ・ニッポン放送 vs ライブドアの経営権争奪戦だった。これは本来ニッポン放送の子会社であるフジテレビの資本の方が親会社ニッポン放送の資本額よりも大きくなっていて、株式の価格も子会社が親会社を逆転してしまったことから生じている。安い親会社(ニッポン放送)の株式を買い占めることで高い子会社(フジテレビ)の経営権を得ることができるということになり、このような親会社は買収のターゲットになりやすいといえる(図1)。しかしこのようなケースはニッポン放送フジテレビだけではない(表2)。

(図1)



(2004年 9月現在)

(表2)

親会社	子会社
豊田自動車機構	トヨタ自動車
富士電機ホールディングス	富士通
セイコー	セイコーエプソン

<最新M & Aと企業防衛がよ~くわかる本(参考文献参照)p192 抜粋>

この事件ではバックマンディフェンス、ポイズンピル、ホワイトナイト、クラウンジュエル(焦土作戦)などという数々の敵対的企業買収の防衛策が注目を浴びた。いずれも重要なものなので後で扱うが、ここでは裁判所でも争われた「ポイズンピルとしての新株予約権」に着目したい。

ニッポン放送はライブドアに対する敵対的買収対抗策としてフジテレビへの新株予約権の第三者割当を実施しようとした。これが認められれば、ライブドアの保有比率は低下し、議決権割合は下がることになる。ライブドアはこの対抗策に対して東京地裁に新株予約券発行差止仮処分命令を申立て、東京地裁は新株予約権が不公正な発行になると判断し、2005年3月11日に差止を認めた。この仮処分は最終的に東京高等裁判所においても維持され、ニッポン放送は新株予約券の発行を断念した。

その際、東京高等裁判所は新株予約権発行について以下のように判事した。

- (1) 会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において、株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者又はこれを支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株予約権の発行がされた場合には、原則として、商法280条ノ39第4項が準用する280条ノ10にいう「著シク不公正ナル方法」による新株予約権の発行に該当するものと解するのが相当である。
- (2) 株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする発行も不公正発行に該当しないと解すべきである。
- (3) 例えば、株式の敵対的買収者が、
  - 真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ株価をつり上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる目的で株式の買収を行っている場合(いわゆるグリーンメーラーである場合)
  - 会社経営を一時的に支配して当該会社の事業経営上必要な知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先や顧客等を当該買収者やそのグループ会社等に移譲させるなど、いわゆる焦土化経営を行う目的で株式の買収を行っている場合
  - 会社経営を支配した後に、当該会社の資産を当該買収者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で株式の買収を行っている場合
  - 会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券など高額資産等を売却等処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるかあるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って株式の高値売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合

このように当該会社を食物にしようとしている場合には、濫用目的をもって株式を取得した当該敵対的買収者は株主として保護するに値しないし、当該敵対的買収者を放置すれば他の株主の利益が損なわれることが明らかであるから、取締役会は、対抗手段として必要性や相当性が認められる限り、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行を行うことが正当なものとして許されると解すべきである。

< 裁判所HP 裁判例情報より抜粋 (2006/11/16 アクセス)

<http://www.courts.go.jp/hanrei/pdf/65EA450FA1E373C249256FCD002988C5.pdf> >

この事件では支配権の維持以外の目的は認められなかったため、差止が決定された。以上の判旨を見てもわかるように、裁判所は企業の価値向上と株主の利益保護に重点を置いている。そして防衛策が許される場合を 企業価値を損なう場合と 株主の利益を損なう場合に限定し、不必要な防衛策を否定している。これは、防衛策によって経営者の恣意性が介入しやすくなり、経営者の利益追求に走ることで株主やその他利害関係者を害する可能性が高いからであると思われる。日本でこのような立場がはっきりと明示されたのは非常に有用であり、今後の過剰防衛へ歯止めがかかると期待される。

### 第3節 夢真 VS 日本技術開発と防衛策

次に、こちらも 2005 年に起こった事件である、夢真グループが日本技術開発に対してしかけた敵対的企業買収と防衛策に注目したい。

夢真グループに対して日本技術開発は取締役会決議に基づいて株式分割を行なうことを決定した。株式分割は会社が発行している株式を細分化するもので、基準日に保有していないと分割を受ける権利がないため、敵対的買収者の保有株は分割対象にならず、株式保有比率は低下することになる。この決定に対して夢真側は株式分割差止請求を申立てた。この事件は東京地方裁判所で争われ、以下のような判決が出た。

本件株式分割を行った本件取締役会決議は、その経緯において批判の余地がないではないものの、取締役会が本件株式分割を決議した意図(取締役会の保身を図るものとは認められず、経営権の帰属に関する株主の適切な判断を可能とするものであること)、既存株主に与える不利益の有無及び程度(株主の権利の実質的変動をもたらすものではないこと)並びに本件公開買付けに対して及ぼす効果(本件株式分割が本件公開買付けの効力の発生を定時株主総会以降まで引き延ばすものにすぎず、その目的の達成を法的に妨げる効果を有するものとは認められないこと)の観点からみて、本件株式分割が、証券取引法の趣旨や権限分配の法意に反するものとして、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とまでいうことはできない。

< 裁判所HP 裁判例情報より抜粋 (2006/11/16 アクセス)

<http://www.courts.go.jp/hanrei/pdf/5B4161E3E296138949257050002C1FE9.pdf> >

この事件では防衛策を差止めることはできなかった。新株発行のように第三者に株価がわたり、既存株主の議決権に変動があるわけではないというのが一つの根拠のようである。しかし判旨からもわかるように取締役会の保身のための防衛策の発動は否定され、株主の適切な判断は可能か、株主の権利の変動をもたらすか等、株主重視の視点に立っていることは明確である。これはライブドア事件の判決でも見られることであり、事例によっては株式分割の差止は十分に認められることを示している。

### 第4節 主な買収防衛策の種類と諸問題

防衛策とは企業が意に沿わない買収を仕掛けられた場合、買収を未然に防いだり影響を最小限に抑えたりするための方策のことである。欧州では、オランダのように防衛策を容認している国もあれば、イギリスのように防衛策に対し厳格な姿勢をとっている国もある。防衛策には様々な種類があるが、以下の表に日本でも行なわれるような主なものを掲載する(表3)。

(表3) 防衛策とその内容

新株予約権 (第三者割当)	あらかじめ定められた期間内に定められた価格で一定数の新株発行をうける権利を第三者に与え、敵対的買収者の保有比率を低下させる方法
株式分割	既存株主の持つ、会社が発行している株式を細分化することで敵対的買収者が持つ株式保有比率を低下させる方法
ホワイトナイト (White Knight)	敵対的な買収者に代えて、経営陣に友好的な第三者に買収してもらうこと
クラウンジュエル・焦土作戦 (Crown Jewel / Scorched Earth Defense)	被買収企業が、核となるサービス、資産など(クラウンジュエル)を手放して企業価値を意図的に低くし、買収側のメリットを失くしてしまう戦略
パックマンディフェンス (Pack-man Defense)	敵対的買収者に対し、非買収側企業が買収を仕掛けること
ポイズンピル・ライツプラン (Poison Pill / Rights Plan)	買収をしようとする側が一定割合の株式を獲得した際に、非買収側が一般株主などに安い価格で株式を購入できる権利(新株引受権)を与える手法のこと。

(小佐野広：コーポレートガバナンスの経済学より抜粋)

これらの防衛策はいくつかのタイプに分類されると考えられる。

一つ目は新株予約権の第三者割当、株式分割、ポイズンピル等、株式を意図的にコントロールすることで敵対的買収者の持分を下げてしまおうという方法である。これらは上記の2つの事件の防衛策(新株予約権の第三者割当、株式分割)でも触れたように、経営者の恣意性が介入しやすく、気に入らない相手を排除しようとすることで自己の保身を助長することになりかねない。またコーポレートガバナンスが損なわれ、株主の利益ではなく経営者利益の追求に走るという危険性もある。中でもポイズンピルは非常によく使用される方法であり、新会社法とも絡んでくるので次節で扱いたい。

二つ目はホワイトナイト、パックマンディフェンスのように買収 被買収という関係から、自分の好ましい相手に売るか、逆に買収を仕掛け返すというタイプである。これらの方法も一つ目の方法と同様に経営者の気に入った相手に株式が流れ、気に入らない相手を排除しようとすることになる。このホワイトナイトはライブドア事件で注目された。ソフトバンクグループの投資会社であるソフトバンク・インベストメントがフジテレビの株式13.88%を保有し、ライブドアの影響力を排除しようとしたのである。ニッポン放送・フジテレビの経営陣にとっては、敵対しているライブドアの排除に手を貸すソフトバンク・インベストメントはまさに救世主といえるであろう。しかしこれらの防衛策は経営陣の意思によって決定されていて、株主がどう考えているのかは反映されていない。

三つ目はクラウンジュエル、焦土作戦という方法で、自社の持つ優良資産を売却することで、敵対的買収を仕掛けてきた企業の買収意欲を減少させようというタイプである。クラウンジュエルとは「王冠についている宝石」つまり「たいへん価値のあるもの」「垂涎の的となるもの」という意味である。M & Aにおいては最も魅力的な部門を指し、そうした部門があるので株を集めて経営権を握る意味がある。よってこれらを売却してしまえば買収者のメリットは激減するのである。しかし、優良資産買収は同時に自社の企業価値を直接的に減少させるので、株主の利益を害することになる。経営陣の判断もここまでくると過剰防衛とい

わざるを得なく、アメリカでは否定されている方法である。ライブドア事件ではニッポン放送の保有していたポニーキャニオン株が、このクラウンジュエルにあたる。

以上のように日本でも様々な防衛策が存在する。防衛策によってはグリーンメーラー等を排除し、企業価値を保全するために有用だといえる。しかし先に述べたように、経営陣が独断で恣意的経営を行なうおそれが非常に強くなる。これは決定権が経営者側にあることが問題であるが、そのことで企業の所有者たる株主が害されるのみではなく、企業価値の上昇が見込めないため投資が減少、ひいては日本経済全体に悪影響を及ぼすことになる。ところが新会社法では新たに防衛策が認められている。以下で具体的にみていきたい。

## 第5節 新会社法と防衛策

2006年5月に施行された新会社法では、敵対的企業買収に対する防衛策として以下の3つを正面から認めた。

- (1) ポイズンピル系として取得条項付新株予約権、取得条項付新株予約権付社債、全部取得条項付種類株式
- (2) 合併拒否権付種類株式に譲渡制限をつけること(黄金株)
- (3) 合併の議決権要件の厳格化

(1)のポイズンピルは頻繁に使用される方法である。ここでいう取得条項付株式とは、株式会社が株主の同意なしに、一定の事由が生じたことを条件として株主の有する株式を強制的に取得することができるものである。この方法を採用することで、敵対的買収者が現れた場合、その株式を買収者の同意なくして買い戻すことができるようになる。これは種類株式を使う方法と新株予約件を使う方法とがある。

この新しい法律により上記の株式が発行されれば敵対的買収は困難になる。これでは株主の利益が本当に守られるのかどうかは疑問である。そこでポイズンピルが盛んなアメリカでは株主やその他ステークホルダーの利益を最優先にするために以下の付帯条項が検討されている。

### チュアブル条項

一定の条件が満たされれば、ライツプランそのものを消滅させられる

### サンセット条項

2～3年ごとの株主総会でライツの存続を決議しなければライツは自動消滅する

### T I D E (Three-year Independent Director Evaluation) 条項

3年ごとに独立取締役がピルを再検討する

以上のような条項が定められているので、アメリカでは株主の意思が反映され、また経営者の恣意性が制限、排除されることになる。しかし日本では新会社法により新たな防衛策の導入は認められたが、これらの規定は導入されていない。

(2)の黄金株とは買収に関わる株主総会決議事項についての拒否権と譲渡制限のついた株式を信頼できる第三者に対して発行しておくものである。2004年9月にUFJが三菱東京に発行したものが有名である。しかしこれは株主が共同で企業への資本出資を行いリスクを背負うという市場原理を無視し、経営者に都合の良い者に独占的に強い権利を与えることになるので、株主利益よりも経営者利益が優先される可能性が非常に高い。

アメリカでは上場後の黄金株発行は禁止されている。またニューヨーク証券取引所では黄金株を発行している会社の新規上場を認めない方針である。EUでは会社法統一の流れの中で廃止が検討されている。黄金株はEU法に反するという欧州裁判所の判決もある。そしてイギリスの事例は、国営会社を民営化した際に、外資による買収を防ぐ目的で政府が保有したもののみである。このように諸外国では反黄金株が主流である中、日本では今回の会社法改正で認められることになり、今後の対応が必要になってくる。

(3)の議決権要件の加重は二つに大別され、対価が譲渡性の低い外国株式等である場合の決議要件の加重と、定款による要件の加重である。前者は合併の対価が譲渡性の低い外国株式等の財産である場合には、合併の承認の要件が通常の合併よりも加重され、議決権を持つ株主の半数以上で、かつ総議決権の3分の2以上の賛成が必要となるというものである。そして後者は合併の承認や取締役の解任についての株主総会の決議要件を、定款でさらに加重することができるようにするというものである。いずれにしても議決権の要件が厳しくなることで合併・買収がより困難になることは明白である。

以上のように経営者にとって有利な状況の中で、いかにして経営者の恣意性を排除し、株主の利益最大化と企業価値の向上を考慮していくかが今後の課題となるだろう。

## 第6節 過剰防衛と諸問題

これまで見てきたように、防衛策は使い方を間違えたり無制限に許してしまったりすると、企業の過剰防衛を助長することになりいくつかの弊害が生じる。以下でそれらをまとめていきたい。

一つ目は、企業価値上昇の機会を失ってしまうという点である。これは経営者が自己の恣意性により、気に入らない買収者を排除しようとするところから生じる。先にも述べたように、企業に対して敵対的買収を仕掛ける側は、今の経営者の経営が企業価値を最大化してはいないと考えている場合が多い。もし買収者が現在の経営者より能力があるようならば、買収を進め、経営革新を行なっていく上で企業の価値を高めることができる。そしてどちらが経営に望ましいのかは株主によって判断されるべきである。経営陣が自己の判断で防衛策を発動してしまえば、たとえ現経営陣よりも能力があっても買収はできなくなってしまう。これでは企業価値の最大化、株主利益の最大化は図れないばかりでなく、株主に判断の機会も与えられない。また、過剰な防衛策の導入によって買収の危険性がなくなると、敵対的買収に備えた緊張感がなくなり、経営陣が漫然と経営を行なう可能性もある。

二つ目は、企業価値上昇の機会を失うことで、株主、投資家の投資を減少させてしまうという点である。投資家はもちろんのこと、株主が短期であれ長期であれ株式を保有するのは

企業に期待を持っているからであると考えられる。そして企業は資金を提供してもらう以上、彼らの期待に応えて行く義務がある。しかし過剰な防衛策は上記のように企業価値向上の可能性を奪ってしまっている。これでは提供者たる株主、投資家の要求に応えるという義務を果たすことはできないだろう。

三つ目は経営陣が自己の利益を追求するようになるという点である。防衛策の発動を決定する際に経営陣の恣意性が介入することは、企業価値や株主利益の最大化よりも自己利益の追求にはしりやすいといえるだろう。また過剰防衛によって敵対的買収というある種の監視システムがなくなった企業では、経営陣は企業価値最大化のための努力を怠るようになるだけでなく、自分たちにとってやりやすい方法、都合の良い経営方針に傾いていくという危険性がある。

そして四つ目は防衛策が企業価値自体を下げてしまうことがあるという点である。先に述べたように、焦土作戦(クラウンジュエル)という防衛策は経営陣の判断で意図的に企業の重要資産を手放す方法であり企業価値を大きく下げることになる。これでは株主は直接的に害されてしまうことは明白である。そもそもクラウンジュエルとは会社の核になる資産であり、買収者はこれを狙って買収を仕掛けてくる場合も多い。しかし敵対的買収者のみならずもともとの株主にとっても、この重要資産は株式購入を決定する上での重要な要素になっていたはずである。よってその資産を売ってしまえば企業に対する魅力はなくなり、株式を手放したくなるであろう。また短期的な目的で所有していた株主も害される。焦土作戦によって株価は暴落すると予想され、キャピタルロスが発生するのみではなく売ること自体が困難になってしまうからである。

このように防衛策は多くの危険を含んでいる。これらは一企業の行為でも多大問題が発生するが、現在のように国内の企業が次々と防衛策をとるようになれば、日本経済全体に悪影響を及ぼすことになりかねない。よって過剰な防衛を阻止すると共に、企業価値を上昇し株主利益をあげられるような敵対的企業買収はスムーズに行なえるよう、制度を整えていく必要がある。

# 第3章 株主保護とコーポレートガバナンス論

前章までは M&A や敵対的買収における諸問題について議論をした。3章では、企業を取り巻く多様なステークホルダーの存在と、企業は誰の権利を守るべきたのかを述べたいと思う。

## 第1節 コーポレートガバナンスとは

### 第1項 企業統治としてのコーポレートガバナンス

最近ではコーポレートガバナンスという言葉がよくメディアで報じられるようになってきている。一般に、コーポレートガバナンスとは「企業統治」と訳されており、意味は企業経営者に対する規律づけと考えられている。具体的には経営における意思決定システムの構築や、企業を取り巻く多様なステークホルダーに対しどのように利害関係や権利を配分していくかということを対象としている。

このような考え方の原点は1932年にアメリカ大企業において所有と経営の分離が生じていることが問題として意識されるようになったところにある。株式会者の所有者はその資金の出資者である株主に異論はないと思われるが、その経営に携わるのは当然その会社の経営者となる。したがって、いかにして株式会社経営者に対して、異なる立場にいるその会社の所有者である株主の利益を優先させるかという問題が生じてくる。利益還元において、株主のみならず、一体誰の利益を優先するのかということは、それ自体の議論だけでは収まらず、いわばそもそも株式会社は誰のためのものか、ということにも繋がり、多くの議論が交わされている。

この論文においては株主保護という観点からのコーポレートガバナンスを提唱していく。

### 第2項 日本におけるコーポレートガバナンスのあり方

また、コーポレートガバナンスとは、その役割が非常に抽象的であるが故に国ごとにより異なる。たとえば、各国のコーポレートガバナンスを大きく特徴づける要因の中に、株式保有の大株主への集中化の程度と、誰が大株主になっているかという点があげられる。以上の2点を基に、現代では、コーポレートガバナンスを大きく以下の2つに分類することができる。アメリカ・イギリスなどのアングロサクソン諸国では支配的大株主への株式集中度が低いのに対し、一方で日本・ドイツ・フランスでは支配的大株主への株式集中度が高い。

このように、各国におけるコーポレートガバナンスのシステムはそれぞれ異なる特徴を持っているものの、どの国のコーポレートガバナンスのシステムがあるべき姿かというのは、その国におけるその時点における経済状況に左右されがちというのが現状である。これでは一向にコーポレートガバナンスのあるべき姿は定まらない。いかなるコーポレートガバナンスが最も有効であるかは長期的な判断の基、その国における経済状況、法律・税制度に深く適応しているべきである。

さて、日本では一体どのようなコーポレートガバナンスがよいのかを判断するには、まず日本経済の現状を振り返ってみなければならない。1990年代におけるバブル経済の崩壊により、日本の株価及び地価は大幅に下落した。それに加えてアジア金融危機が発生し、日本でも97年に金融システムの不安が生じた。このような流れから日本の大手都市銀行や長期信用銀行、大手証券会社や生命保険会社の一部が崩れ去り、大幅な金融界の再編が発生した。

98年から99年にかけて金融機関に対する公的資金の注入を基に金融システムの不安が解消され始めると、日本でも「ニュージャパン」と言われる情報通信関連や電子部品、ベンチャー企業等の新たな進行企業群が著しく成長するようになった。一方で、「オールドジャパン」と言われる第一次的生産関連や総合商社などの企業は株価低迷が続いたままである。

このような流れを考慮したうえで、日本におけるコーポレートガバナンスのあるべき姿とは「ニュージャパン」のような新興企業群のさらなる成長を加速させ、かつ「オールドジャパン」と言われる企業の大幅な経営改革を促進させ、再成長させるものであるのが理想である。

### 第3項 エージェンシー問題

一般的に株式会社の経営の姿は会社の所有者である株主が、その会社の経営権を経営者に委託し、経営者が会社の経営を行うというものである。しかしここでは、株主と経営者の利益追求の形態に違いが生じている。株主は株式保有という形態で利益追求を行うのに対し、経営者は企業自体の利益追求をする。したがって、経営者は株主の利益を犠牲にして会社の利益追求を行ってしまうという問題が生じる。これが、いわゆるエージェンシー問題というものである。このような問題が発生する原因として以下2つの理由が考えられる。

まずは経済学で言われている契約の不完備性というものである。これは現代の企業を取り巻くあらゆる不確実な状況一つ一つに、株主と経営者でしっかりとした契約を結び、もし不正があるならばそれを裁判所などの第三者に立証することは不可能であるということである。言い換えるならば、経営者が株主の利益を犠牲にして自己の利益追求を行ったという不正一つ一つを全て立証することはできないということである。

また、情報の非対称性によるという原因もある。株主は経営者の行動全てを監視するには不十分な情報しか与えられていない。どれだけの情報を株主に与えるかということは経営者がコントロールしてしまう可能性もある。したがって、会社の経営者が株主の利益よりも自己の利益を優先させていないかどうか監視するシステムが存在していないのが現状である。

### 第4項 企業を取り巻く多様なステークホルダーとコーポレートガバナンス

エージェンシー問題でもあるように、株主の利益を保護しなければならないという考え方が提唱されてきたが、現在の経済では、実際に株式会社を取り巻くステークホルダーは株主と経営者意外にも多数存在する。株主、経営者の他に、従業員、債権者、部品納入業者、製品販売業者、生産委託業者など多数存在する。さらに、その企業による外部経済や不外部不経済を考慮すると、その会社周辺地域の住民も入ってくる。

したがって、株主をその多くのステークホルダーの中の一経済主体と考えた場合、一体どの立場の経済主体を考慮して、経営者の規律付けを行うかという問題が生じてくる。仮に、株主が短期保有の目的で株式を保有していたと仮定し、その株主の利益を優先させるように会社の経営者の規律付けを行ってしまうと、その経済全体の社会厚生を下げってしまう可能性もある。よって、コーポレートガバナンスの目的として、その企業を取り巻く多様なステークホルダーの利害関係を考慮した上で、その経済全体の社会厚生をプラスに持っていくというのが本来の姿であるという考え方も存在している。

では、そのような多様なステークホルダーが存在する中でも、なぜ株主保護という考え方を提唱するかは、後の第3節で述べる。

## 第2節 敵対的買収におけるコーポレートガバナンスの役割

### 第1項 株主観点のコーポレートガバナンス

第1節で見てきたように、コーポレートガバナンスが対象とする問題は幅広く、その意味もどの観点から見るかによって異なってくる。企業の経営者側におけるコーポレートガバナンスの対象は、経営における意思決定システムの構築であることもあり、経営判断の合理性や権利分配の仕組み等が挙げられる。一方で、株主に焦点を当てた場合、コーポレートガバナンスの対象となるのは、第1節第3項で述べたようなエージェンシー問題が中心となってくる。さらに、続いて第4項でみてきた企業を取り巻く従業員や顧客、及びその周辺社会のようなステークホルダーの観点においては、コーポレートガバナンスは主に企業の社会的責任、すなわちCSR (Corporate Social Responsibility) が重要となってくる。企業がその存在する社会に対してどのような責任を果たしていくのかということである。このように、コーポレートガバナンスはそれぞれどのステークホルダーに焦点を当てて捉えるかによってその議論となる対象は異なってくる。

その中でも、敵対的買収と関係してくるのは、株主に焦点を当てたコーポレートガバナンスである。資本主義である現代経済では、会社の経営権も常に競争市場の買収対象となっている。良い経営を行っている会社は当然事業を展開し、その他の会社の経営権の買収を試みているし、当然あまり良い経営を行っていない会社の経営権は買収のターゲットとなり得るだろう。株主側にとっても、経営権を委託しているエージェンツである経営者が、あまり良い経営を行っておらず、株主にとってリスクに見合う十分なリターンを還元していないと捉えるならば、当然より良い経営を行うことのできる経営陣に経営権を受け渡すべきであると

考える。買収する会社側から見ても、自らがその経営に携わることができれば、より利益を上げ、株主に還元できると考え、買収を正当化するであろう。

## 第2項 敵対的買収とコーポレートガバナンスの質

敵対的買収において、被買収者となる会社の経営陣からみれば、当然買収されることにより自らの経営が交代されることになってしまう。敵対的買収は買収される経営者からみれば恐怖の対象となるのである。したがって、敵対的買収のターゲットとなった会社の経営者はそれを阻止すべく、あらゆる策を講じてしまう。中でも、自らの企業価値を下げてしまうような防衛策を発動してしまったりすることで、敵対的買収を避けようとする。

このような行為は、株主と経営陣の利害関係の不一致を原因としており、エージェンシー問題に発展するのである。したがって、各企業の経営陣が考えるべきことは、いかに買収された際の対策を講じるかではなく、いかにして敵対的買収のターゲットとなるのを防ぐかである。先にも述べた通り、敵対的買収のターゲットとなるのは良い経営を行っておらず、株主に対して十分なリターンを提供していない企業である。言い換えれば、敵対的買収に対して経営陣からみれば恐怖を抱くようなイメージが持たれているものの、実際にはコーポレートガバナンスの質に問題となる企業の経営が改善されていくという効果があるのである。

繰り返しになるが、そもそも敵対的買収の根幹は、株主に利益還元を十分に行っていない不当な経営陣が、より良い経営を行うことのできる経営陣によって経営権の交代を余儀なくされ、株主によりリターンを提供していくというものである。つまり、コーポレートガバナンスの質のよくない企業の改善を行うということである。したがって、いかにして敵対的買収のターゲットを防ぐかということは、自らの会社のコーポレートガバナンスの質を高めていくことによって可能となる。コーポレートガバナンスの質を高めるということは、問題となりえる株主と経営陣の利害関係の不一致を改善していくことであり、そうすることによってその企業の経営陣は敵対的買収のターゲットの対象から外れることができるのである。

# 第3節 株主保護としてのコーポレートガバナンス

## 第1項 従業員保護と株主保護

企業を取り巻くステークホルダーの中で、いずれの経済主体の利益を優先させるかということは主に二つの考え方に分かれて対立する。従業員保護の観点と株主保護の観点である。これは、多様なステークホルダーの中でもこの二つの経済主体が企業に対する依存性が強く、故にこの二つの経済主体のどちらを優先させるかということが議論の中心となってくることによる。

ところで、企業の存在意義は付加価値の創設である。付加価値を創設することにより企業は存続し、発展していく。したがって、議論の中心となるのは、従業員保護を目的とした経

営と、株主保護を目的とした経営のいずれかが、より利益向上にふさわしく、企業の発展に貢献できるかということになってくる。

## 第2項 金融ビックバンと金融市場の自由化

現代では社会主義の思想はごく一部を除いて崩壊し、資本主義の国々が世界基準で競争しあう時代となっている。そして、その世界市場での一国の競争力の担い手となるのが、その国の企業力である。強い競争力のある企業を持つ国は、世界でも強い競争力を維持し、その国民は豊かで高い生活水準を営むことができる。逆に、競争力のない企業を持つ国は、世界市場でも競争に打ち負け、国家は衰退していく。

ではいかにして日本の企業は強い競争力を発揮することができるのだろうか。これには日本の時代背景や経済状況などあらゆる要素が関わってくるが、ここで忘れてはならないのが1997年、橋本首相による金融ビックバンである。これにより、資金移動の自由化が個人単位で可能となった。これはすなわち、リスクとリターンが見合っている金融商品に資金が流れるということである。日本の株主は自らが資金を提供する企業からそれに見合うような十分なリターンが得られないと考えるならば、より豊富なリターンの得ることの出来る金融商品に自分の資金を移動させることができるだろう。

したがって、日本の企業が今考えるべきことは、資本主義がより強く意識される時代で、競争に打ち勝ち、いかにして生き残るかということである。

## 第3項 株主保護のコーポレートガバナンス

企業を取り巻く多数のステークホルダーの中で、なぜ株主を保護すべきであるかということには以下のような理由が3つの理由がある。

株式会社は株主のものである。株主は自らの資金を株式会社に提供し、会社はその資金を元に活動する。一方で、従業員重視経営という手法も存在するが、これはすなわち経営手段を選択する際に資金を提供している株主よりも、従業員を優先させるということである。自らの資金を何も提供していない従業員を株主よりも優先させてしまうことは私有財産の否定という、いわば社会主義的な考え方を表している。会社の存在意義は付加価値の創造であるが、これは株主によって提供される資金なしではあり得ない。

また、現在では金融ビックバンを経て、より資金移動の自由化が顕在化している。このような流れの中、資金は当然リスクとリターンが見合う金融商品に流れるようになる。したがって、投資家は自分のリスクに見合うリターンを提供できるような業績を挙げている株式を所有し、そうでない株式を売却する。すなわち、株主が求めているリターンを提供できない限り、企業は生存できないのである。つまり、多様なステークホルダーが混在する会社において、その経営者は株主以外のステークホルダーを優先させているようでは、会社を存続させることはできないのが現状である。

当然であるが、業績の向上なくして株主の利益還元はあり得ない。しかし、これは従業員重視の経営にはあてはまらない。従業員を重視した経営者は例え自らの会社が業績不振であろうと、雇用さえ維持すれば自分を正当化できてしまうからである。

## 第4章 アメリカにおける M&A ルールと導入問題

アメリカにおいては、日本よりもかなり前の 70 年代後半には M&A ブームを迎え、80 年代には敵対的買収に対する様々な対抗策や判決が出てくることになる。ここでは、アメリカにおいての M&A ルールには、株主の権利を守るためにどのような工夫が成されているのか、日本にそれを導入できないかを考えていきたい。

### 第1節 適正性基準

#### 第1項 防衛策発動時の問題

昨今の日本における敵対的買収事例から見えてきた防衛策発動時の問題点の一つに、防衛策の適法性・合理性をどのような基準を基に判断すべきか、ということが挙げられる。日本では国内企業同士の敵対的買収の事例が少なく、明確な法規制がなされていない。裁判所が判断するには会社法などを参考に、曖昧な基準の基で判断せざるを得ないのである。

ライブドアとフジテレビの敵対的買収事例においては、裁判所は旧商法と主要目的ルールを基にフジテレビの防衛策の適法性を否定した。しかし主要目的ルールとはこのケースで言えば、新株予約権発行の目的が会社支配権の維持を主とするものであれば「著しく不公正な方法」(会社法 247 条 2 号)による発行であり違法と看做され、会社支配権の維持目的が多少あったとしても一方で資金調達目的があるとすれば適法と看做されるものである。日本で適法性基準と言えれば主要目的ルールくらいしかなく、しかもこれまで適法と判断されるケースがほとんどだった。被買収者側が資金調達需要を主張すれば適法と看做されがちという点で、主要目的ルールはやはり甘い基準であると言わざるを得ないだろう。

では敵対的買収が盛んなアメリカではどうだろうか。アメリカには、防衛策の適法性判断基準として有名なもの 2 つにユノカル基準とレブロン基準があり、裁判所はしばしばこれらを基に防衛策の適法性・合理性の判断を行っている。以下、両基準の内容と実際の適用事例を紹介する。

#### 第2項 ユノカル基準

いわゆるユノカル判決のことであり、このユノカル判決とは、1985 年にデラウェア州最高裁判所が出したもので、20 年近く経った現在に至るまで、防衛策の適法性基準を示した判例として確立した地位を占めている。

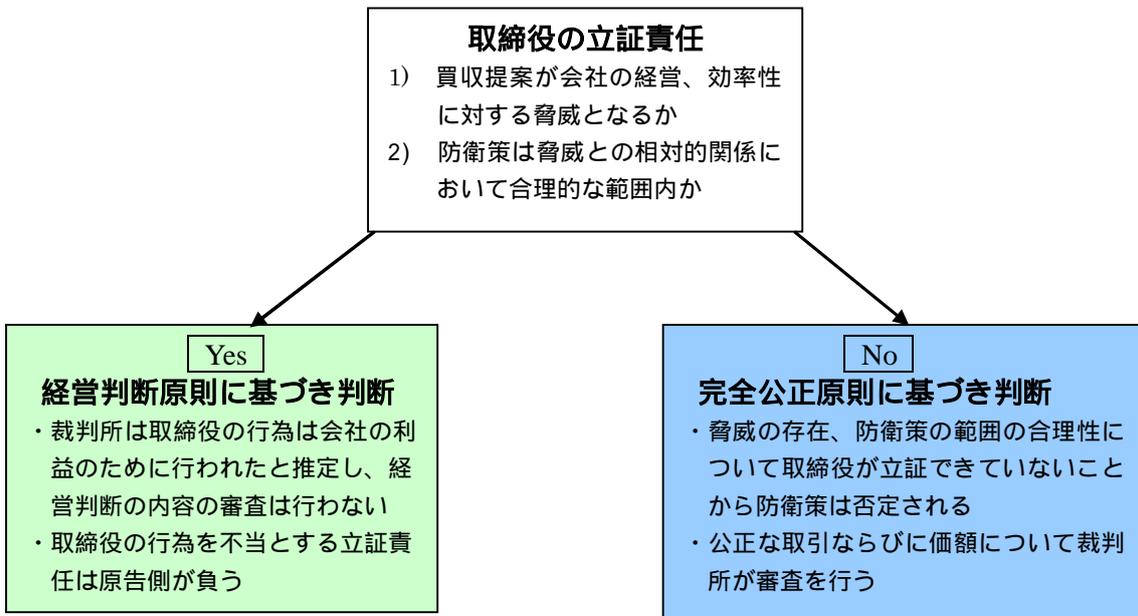
● **ブーン・ピケンズ氏 vs ユノカル社 <1985年>**

- **買収案**：ブーン・ピケンズ氏(石油会社メサ社長)が、ユノカル社(石油会社)に対し二段階買収の形で敵対的買収案を提案した
- **防衛策**：ユノカルの経営陣は防衛策として、ピケンズ氏が株式の過半数を買い占めた場合、株式の29%をピケンズ氏の買収提案よりも高額で買収すること、石油とガスの埋蔵量の45%の所有権を株主に配分する(いずれも買収者は除く)ことを提案した
- **判決**：裁判所は防衛策を容認した  
州最高裁判所は、買収者をグリーンメーラーと推認し、買収者の提案は強圧的で価格が不十分であり防衛策が合理的であったとしてこれを容認した。

さらに州最高裁はこの判決の中で、敵対的買収のように会社支配への脅威が関わる局面では、取締役には会社や株主のためではなく、自己の会社における保身を目的として行動する可能性が常に存在し、取締役による客観的な決定が困難になるため、経営判断原則の適用を受ける前に、取締役が自ら、敵対的買収が対象企業の経営や効率性に対し脅威があると信じるに足りる合理的な根拠があること、防衛策が脅威との関係で相当なものであったことを立証する義務があり、この二点を立証して初めて防衛策が適法となるとした。

この二点をわかりやすく具体的に言えば、は買収者が、グリーンメールや条件の不透明な二段階買収を仕掛けてきたということについて誠実かつ合理的な調査を行ったことを示すこと、は株主の委任状合戦の機会が保障されていたり、防衛策の消却基準が事前開示されていて株主の承認を得ていたりすることを示すことである。

その後の裁判では上記二点に加えて、防衛策の導入・行使に際して取締役が、( )外部のアドバイスを求めたか、( )検討に十分な時間をかけたか、( )社外取締役等が意思決定にどのように関与したか、といった経営判断の慎重さや中立性などプロセスも適法性の判断基準として重視されるようになった。



( 図 1 ) ユノカル基準 ( KMPG-Japan <http://www.kpmg.or.jp/index.html> より抜粋 )  
(2006/11/16 アクセス)

ユノカル基準が適用された事例は140件以上あり、内40件ほどが州の最高裁によって出された判例である。以下ユノカル基準が適用された二つの敵対的買収事例を紹介する。なお、事例中にある は上記の取締役の立証義務の に対応している。

● **ブーン・ピケンズ氏 vs ニューモント社** <1987年>

- **買収案**：ブーン・ピケンズ氏(投資会社アイバンホーパートナーズ社長)がニューモント社(鉱山会社)に対し、TOBによる過半数買い付けの後、部門の大半を売却・再編することを計画・提案した敵対的買収事例(二段階買収)である
- **防衛策**：ニューモント社は株主に対して特別配当を実施し、その配当を用いてニューモント社株を買い付けることで抵抗した
- **判決**：裁判所はこの防衛策を容認した  
買収者をグリーンメーラーと推認し、買収者の提案は強圧的で価格が不十分であると判断した  
防衛策は、株主が二段階買収に応じるのを避けることができたものであると評価した

● **パラマウント社 vs タイム社** <1989年>

- **買収案**：パラマウント社(映画会社)は、国際的な競争力を高めることを目的としてタイム社(出版会社)の全株式を現金で買収することを提案した
- **防衛策**：タイム社はこの買収提案がなされる以前から、ワーナー・ブラザーズ社(映画会社)との合併を決定していたが、この突然の買収提案を受けてワーナー社との結合の方法を変更、ワーナー社の社外株の51%をTOBすることにした
- **判決**：裁判所は、防衛策を容認した  
パラマウント社の買収案には不確実なところがあり、株主が提案の内容を十分に理解しないまま提案に応じてしまった可能性があった  
タイム社の防衛策は、ワーナー社との間ですでに決定していた結合計画を推進するために行ったもので、脅威に対応した合理的なものであり、合理的な根拠がない限り株主の短期的利益のために計画を放棄する義務はない

**第3項 レブロン基準**

レブロン基準とは、同じく州最高裁がユノカル判決の翌年1986年に出した、いわゆるレブロン判決のことである。

● **ロナルド・ペレルマン氏 vs レブロン社** <1986年>

- **買収案**：レブロン社(化粧品会社)に対してロナルド・ペレルマン氏(食品会社パントリープライド社長)が全株式の現金による買収を提案した
- **防衛策**：レブロンの経営者は抵抗。ペレルマン氏に対する防衛策として、フォーストマン・リトル社(投資会社)との間に友好的買収契約(ホワイトナイト)を締結。契約内容は「他の買収者がレブロン株の一定割合以上を取得した場合には、レブロンの資産価値のある部門を分割して、ニューヨークの投資会社に安い価格で売却する」というもの
- **判決**：裁判所は防衛策を否認した  
会社を売りに出すと決めたら、より高い値段を提示した相手に売って短期的な価値の最大化を図る義務があると判断された

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

ユノカル基準が、会社(被買収側)が売りに出されたと判断されない場合に適用されるのに対し、レブロン基準は会社が売りに出されたと判断される場合に適用される。ここでもレブロン基準が適用された二つの敵対的買収事例を紹介する。

● マックスウェル社 vs マクミラン社 <1989年>

- **買収案**: マックスウェル社(出版会社、英)がアメリカの出版業界への進出を目指して、マクミラン社(出版会社、米)の全株式を現金により買収することを提案した
- **防衛策**: マクミランの経営者は防衛策として、KKR社(投資専門会社)をホワイトナイトとしたMBOを実施した  
また、KKR社にのみマックスウェル社が提案した買収価格を告知した
- **判決**: 裁判所は防衛策を否認した  
マクミランの経営者がホワイトナイトにのみ重要な情報を告知したことは開示義務違反であり、株主にとって株式売却価格の最大化実現を妨害するものである

● QVC社 vs パラマウント社 <1993年>

- **買収案**: QVC社(ケーブルテレビ)が、映像ソフトの製作から流通までの垂直統合を目指し、パラマウント社(映画会社)株の過半数を取得する二段階買収案を提案した
- **防衛策**: パラマウントの経営者はQVCによる買収を恐れて、バイアコム社との合併に合意した(ホワイトナイト)
- **判決**: 裁判所は防衛策を否認した  
この場合、パラマウント社は売りに出されたと判断されるが、防衛策は株主にとって価値最大化実現の妨げとなるものだった

## 第2節 保身目的排除のための工夫

防衛策の発動時においてもう一つ問題となるのは、現行の会社法では防衛策導入時には株主総会の決議を経るが、発動時には取締役会の決議のみで防衛策を発動することができるため、取締役が保身に走って過剰な防衛策を実行し、発動の際に株主の意思が反映されない恐れがあるということである。ここでアメリカでは取締役が発動時において保身に走ることがないようにするためにどのような工夫がなされているのかを見ていきたい。

まず一つ目の類型( )は、防衛策の導入時においては取締役会の決議のみで導入し、発動時には独立性の高い社外取締役や社外監査役の意見を重視して、取締役が慎重かつ適切な防衛策の発動を行うという工夫であり、アメリカ企業においては主流の方法となっている。

アメリカでは、社外取締役は独立取締役(インディペンデント・ディレクター)という概念である。基本的に日本よりも独立性の要件が厳しく、その会社で働いたことがない、経済・

取引関係がない、CEOと家族・親族でない、これら3つの要件を満たしてはじめて独立取締役であり、そういう社外取締役が取締役会の3分の2以上を占めることが実務として定着した。このような社外取締役制度が整っているからこそ防衛策を取締役会決議のみで導入したとしても、社外取締役のチェックが機能して社内取締役の恣意性を排除することができるのである。

経営監視	経営判断
取締役会(board of director)	
社外取締役(director) (過半数以上)	社内取締役(director) 最高経営責任者(CEO)

業務遂行	執行役員(officer) 最高執行責任者(COO)
------	-------------------------------

(図2) アメリカの企業統治の仕組み (CEOとCOOは兼任していることもある)  
 (牧野総合法律事務所 <<http://www.makino-law.jp/index.html>>より抜粋)(2006/11/16アクセス)

次に二つ目の類型( )は、導入時には取締役会の決議しか行わない点は第一類型と同じであるが、その際には防衛策の解除要件を可能な限り客観的に設定し、最終的に買収に応じるか否かはTOBによって株主に委ねたり、企業価値を高める買収案に対する株主の抵抗意識を弱めたりする工夫であり、アメリカ企業の間で増えつつある類型である。

この類型には二種類、すなわち、フィナンシャル・アドバイザーなどの第三者に買収価格の適切性を分析してもらい、社外取締役がその分析結果を見て買収案が企業価値を高めるものであると判断すれば、取締役会が防衛策を撤回するもの、買収者が必要な情報を開示し、経営陣が買収案の検討・代替案提示に必要な猶予期間を十分与えられ、その結果必要な情報が十分に株主に与えられたと判断した場合には防衛策を撤回するものが考えられる。いずれの場合も解除要件が客観性を持つほど株主にとっては明確な基準となり、社内取締役の恣意性を排除することができる。

具体例としては松下電器が取り入れている手法で、60日間の交渉期間を設定し、その期間内に買収者が情報を提供するならば、防衛策は必ず解除し、その後のことはTOBで決定していくというものである。これはつまり、TOBルール原則20日間という短い期限では、株主に対して買収者と経営者それぞれの情報が提供されない可能性があるため、期限をもう少し長く設定するというやり方で、こうした評価期間を設定する企業が国内でもいくつか出てきており、機関投資家の評判も比較的よいようである。

## 第3節 導入の可否

### 第1項 適正性基準の導入

第1節、第2節ではアメリカで採用されている具体的な規制を見てきた。本節では、その規制を日本の規制に生かすことはできないか、また生かすとすればその方法も検討し、5章の政策提言につなげていきたい。

まず、第1節で取り上げたユノカル基準、レブロン基準の導入について検討する。これら二つの基準は、防衛策の適法性を判断する上では非常に頼りになるものであり、日本においても両基準を参考に防衛策の適法性を判断できれば、買収者側・被買収者側の両方にとって適法性の基準が明確となり、また非買収者側の株主にとっても透明性の高い納得のいく結果になるであろう。

ここで、これらの基準をそのまま日本に導入できるのかが問題となる。アメリカでは、判例が新たな判断基準となるため、ある防衛策が認められるかどうかを判断するとき、その防衛策に関して具体的に法律に示されていなくても司法が株主利益を保護するという目的の下で、過去の判例を基に柔軟な判断を下すことができる。

これに対して日本では事例を成文法に照らして裁判所がその適法性を判断するため、法律にない新しい事例が発生した場合には、その事例に合わせて柔軟な対応を迅速に行うことが困難であり、手続きが煩雑で非常に時間がかかる。日々状況が変化していくような証券市場ではその都度迅速に対応していく必要があり、裁判所の判断を待っているのでは追いつけないという問題が生じる。

そこで防衛策の発動に対して異議申立があった場合、その審議を初めから裁判所に持ち込むのではなく、防衛策を発動した企業が上場する証券取引所が審議して防衛策の合理性を判断するよう制度を整えてはどうだろうか。すなわち、裁判所へ問題を持ち込む前に証券取引所による規制というクッションを置くことで、防衛策発動に関して公正かつスムーズな判断ができるのではないかと考える。

### 第2項 保身防止の工夫

次に、第2節では二つの類型を見てきたが、いずれも取締役の保身行動を防ぐことができるものであった。これらの工夫を日本の防衛策発動時のルールに生かすことができれば、防衛策の種類に限らず、客観的な見地からも取締役の恣意性を排除できると考える。

したがって導入の可能性を検討してみると、まず の類型を採用する場合、企業のコーポレートガバナンスの仕組みを変えていく必要があり、それは本論文の目指すところではない。次に の類型を採用する場合には特に企業内部の構造を変える必要はなく、個別的に導入を開始した企業も少なからずあるため、規制を整えることは十分可能である。それゆえ現行の日本の制度には導入しやすいものであると考える。

以上本節において上記二点を検討した結果、防衛策の適法性・合理性の判断は証券取引所に期待し、取締役の保身を防ぐという観点から防衛策の客観的解除要件を設定できるような政策提言を次章において展開していきたい。

## 第5章 政策提言

---

### 第1節 買収防衛策の発動の仕組み

私たちは本章で、買収防衛策の発動に関して、今まで述べられた観点を元に基準を作りたいと思う。そこで、日本においてどのような手順で買収防衛策が発動されるのかをまず見ていきたい。

買収防衛策の発動において、まず主に買収される側の企業の独立委員会が、取締役会に防衛策の発動を勧告し、取締役会で承認を得ることで発動に踏み切るという形が一般的である。独立委員会とはその企業内に設置されるものであるが、第三者の監査役員によって構成されていることがほとんどで、客観的な立場から経営に関して意見を述べることができる。しかし独立委員会の構成役員に関しても選出方法は企業側に委ねられているので、その意味で独立委員会に完全な客観性を求めることは難しいともいえる。

ここで買収防衛策を発動する上で、株主の立場はどのようになっているのだろうか。経済産業省が2005年5月27日付で発表した「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」(買収防衛策指針)において、株主総会で買収防衛策の発動に関する同意を得ておくほうが望ましいと示されているが、その方法についても企業側に委ねられているのが現状である。実際に防衛策の発動を行うかどうか検討する際、企業側はTOBによって自社の株式が徐々に取得されていく中で迅速に決断をしなければならず、臨時に株主総会などを行う余裕がなく、結果として株主の意見が反映されないまま発動に踏み切るのではないかと考えられる。

この問題の解決策として挙げられているのは、買収防衛策を導入する際に、その企業の買収防衛策の導入期間に期限を設け、その期間内での買収防衛策の発動について、あらかじめ定期株主総会などで承認を得ておくという方法がある。しかしこの方法で防衛策導入時に株主総会などで承認を得ていても、実際に買収防衛策を発動するときに株主の利益になっているのかという疑問がある。もし買収する側の企業が株主にとって好条件の提案や経営指針などが示されるのであれば、株主にとっても買収防衛策は発動してほしくなくなるかもしれない。こういった形式的に防衛策導入時に株主に許可を得ておくのではなく、実質的にそのケースにおいての株主の承認を得ておくことが望ましいといえるのではないだろうか。

## 第2節 現在の司法における防衛策発動の判断基準

では、実際に企業側の取った買収防衛策の発動は公正なのかどうか、現在では裁判所に異議を申し立て、司法判断によって防衛策の発動を否認することが可能である。この場合は、株主利益の保護やそのケースにおいての買収防衛策発動の正当性など、経済産業省・法務省の示すガイドラインや金融商品取引法などによって、形式的にはなく実質的な観点から判決を下すことができるとしている。

しかし2006年において起きた王子・北越製紙の事例のように、司法判断だけに委ねると判決による結論を得るまでに時間がかかる。買収する側の企業としてはTOBによって株式をできるだけ多く取得しなければならないので時間が増えることはメリットではないかとも考えられるが、買収防衛策が発動されることが決定されると状況は変わってくる。防衛策が発動されると、防衛策の種類によっては、買収される側の企業の資産の減少や、提携によるメリットなどが減ることになるなど、株式を買い進める意欲を削ぐことになる。また、買収コストが大幅に高くなることが多いので、結果として買収のための資金が足りなくなり、買収が失敗する可能性も高くなる。そのため現在の金融商品取引法によって、TOB期間に買収防衛策が発動された場合はTOBを撤回することができるとなっている。

王子・北越製紙のケースにおいては、もし現在の司法判断によって買収防衛策発動の差し止め請求を求めた場合、北越側には金融商品取引法に則った手続きを踏んでいなかったため、防衛策の発動は100%否認されることになる。しかしこの場合でも、王子側は司法判断が下されるまでの期間に買収を断念してしまった。理由としては、買収に抵抗される中での過半数の株式取得は困難であり、株式のこのまま買い進めても買収後に見てみるとM&Aの失敗案件となってしまうと考えたからである。

王子側も初めは友好的買収を持ちかけていたが、北越製紙の株式を10%も取得していない状態なのにも関わらず、その後敵対的買収に踏み切ることになった。初めから王子側がある程度の割合の株式を取得しておき、敵対的買収を仕掛けていれば違った結果になったかもしれないといわれてはいるが、買収防衛策発動に関する規制が市場側でない状態では、もしまた司法判断に委ねることになり、その中でまた買収意欲が削がれてしまえば、敵対的買収はいつまでたっても成功しない。これでは敵対的買収は存在しないものとしか認識されないのではないだろうか。

また、6月に施行された金融商品取引法に加えられた敵対的買収の導入に関する自主規制基準では、司法に判断を委ねる前に証券取引所において注意や勧告を行うことができる。これには金融商品取引法や証券所の定める基準に沿って買収防衛策を導入できない場合、法律とはまた違った罰則が設けられているため、効果的な抑止力となっている。さらに司法機関では判例などから慎重に判断を下す必要があるが、証券取引所からの勧告などであれば、司法判断よりスピーディに暫定的な判断を下すことができると考えられる。

つまりこれらのことから言えるのは、企業にとっては証券取引所の自主規制によっても、公正でない防衛策の発動を抑止することが可能であり、証券取引所に買収防衛策の発動に関する自主規制基準を設けることが必要であり、司法判断はあくまで最終手段として利用するのが好ましいのではないだろうか。

## 第3節 防衛策発動に関する新たな制度の提案

### 第1項 M&A に特化した協議会の設置

前節までのことを踏まえ、制度について具体的に考えていきたい。証券取引所に、買収防衛策の発動に関する自主規制の基準を設けるということであるが、どのようにして証券取引所に判断させればよいのだろうか。

第1章では、日本のM&Aの件数はここ2、3年で急激に増加していると述べた。証券取引所は、そこに上場されている株式の売買取引の管理をすることが一番の役割であるが、このようなM&Aの増加傾向に今後対応するためにも、M&Aについての専門的な協議会のようなものを設置し、公正なM&Aを行うための管理も行っていく必要があると考えられる（以下はM&A協議会とする）。このM&A協議会が、敵対的買収の買収防衛策発動に関して監視や勧告を行っていくべきである。第2節でも述べたとおり、買収防衛策の発動に関して証券取引所側に明確な基準や手続き方法があれば、企業側はそれに沿って防衛策の発動に関して準備を行うことが促され、司法判断だけに委ねる必要がなくなるからである。

しかし問題点として、司法機関ではない証券取引所からのこのような判断内容に、どのような説得力を持たせるかということである。M&A協議会からの勧告にそれがなければ、企業側は結局その判断に不服ということでは全く意味をなさないからである。

そこで、M&A協議会の人選が重要になってくる。まずM&A協議会という名前のとおり、M&Aについての豊富な知識を持つ人が必要となってくる。例えば実際に企業の経営に携わっている人々やM&Aについての専門家など、公正性を保つためにも、証券取引所と直接かかわりのない人々を選任していくことがよいと考えられる。その中から、1つのケースにおいては何人かをクジでランダムに選出するなどすれば、より判断内容に関して信頼性が高まるのではないかと思われる。

### 第2項 判断を下すために必要な要件と基準作り

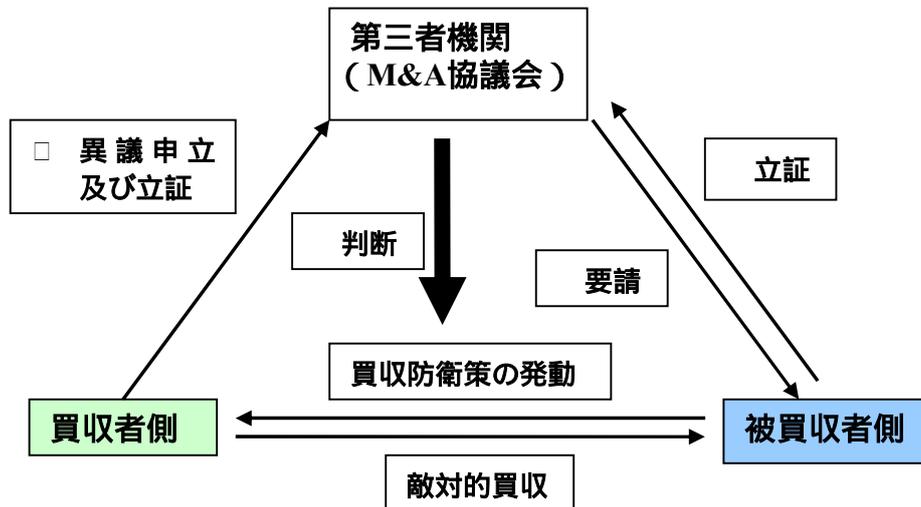
では具体的にどのような基準を元に買収防衛策の発動に関して判断を下せばよいのだろうか。まず買収をしかける側が防衛策の発動について異議を申し立て、買収者側の企業はその買収が企業価値を高めるものであること、グリーンメーラーではないことを立証する責任がある。逆に被買収者側の企業は、その買収防衛策の発動が企業価値を守るためのものであること、防衛策の発動が自社にとって必要であることを立証しなければならない。つまり防衛策の発動に対して異議を申し立てられた場合、買収者側と被買収者側の両企業は自社の行動の正当性を立証し、それに基づいてその買収防衛策が正当であるかどうかを第三者の目から判断する必要があると考えられる。そのためにはやはり具体的な基準作りが不可欠である。

その基準作りの参考としては、4章で述べたユノカル基準やレブロン基準などが挙げられる。またそれと同様に、3章や本章の第1節で述べた、株主の利益や権利を守るための基準である必要がある。次節では具体的な制度や基準に関する提言を述べたいと思う。

## 第4節 TAF 制度

### 第1項 TAF 制度の仕組み

TAF (Trigger Anti-takeover plan Fairly) 制度とは、裁判所以外の第三者機関 (M&A 協議会) によって、買収防衛策の発動時にその可否を判断できるようにする制度である。仕組みとしては以下のようにになっている。



( 図 3 ) TAF 制度の仕組み

まず買収者側の企業は被買収者側の企業に対して、発動された買収防衛策の正当性について、証券取引所などに設置されている第三者機関 (M&A 協議会) に異議を申し立てることになる。その際、買収者側は定められている基準に沿って必要な要件を立証する必要がある。

次に異議申立を受けた M&A 協議会は被買収者側の企業に、基準に定められた要件を立証するように要請する。要請を受けた被買収者側の企業はそれを立証しなければならない。そして両者の立証を元に、M&A 協議会はこの買収防衛策の発動が正当かどうかを判断し、発動の可否を決定することができる。具体的な基準については後述する。

もしこの判断に不服な場合は司法判断に委ねることとなるが、この制度を設けることで裁判に必要な資料や専門家の意見を事前に得られることになるので、制度がないときよりも裁判にかかる費用や時間は短縮できるものと考えられる。

## 第2項 M&A 協議会の人員の選定

まず M&A 協議会は実際に経営に携わっている者、もしくは以前経営に携わっていた者、または M&A についての専門家など、M&A や企業経営についての詳しい知識を持つ者をリストアップし、必要なときに協議会に参加してもらえるようにあらかじめ要請をしておく。

次に TAF 制度に基づき、各異議申立についてその協議の参加メンバーをクジでランダムに選出する。ただし、買収者側の企業と被買収者側の企業に関係が深い者はクジを引く前に除外する。例としては、その企業のライバル企業の経営者や、その企業の株主である者などが挙げられる。

そして選出された協議員はその申立について両企業からの立証書類や資料などに目を通し、協議会で出した結論を両企業に伝える形になる。これにより第三者の立場から結論を出すことができるようになると考えられる。

## 第3項 買収者側の企業の立証責任

まず買収者側の企業が買収防衛策の発動に対して異議を申立するにあたって、立証する必要があるものは以下になる。

自社がグリーンメーラーでないことを示すため、その買収の目的が何なのか、どのようにして今後の経営を行っていく計画があるのかなど、買収することでどのようにして企業価値を高めていくことになるのかを明示する。  
相手企業にとって不利になる方法で買収を仕掛けていないかを明示する。例えば二段階買収など、相手企業の株主の利益や権利を侵害するような買収方法はこれに該当する。  
その他、金融商品取引法や証券取引所の定める規約に則って買収を行っているかどうかを明示する。

敵対的買収における最大の問題点は、買収者側のグリーンメーラーであった場合、被買収者側の企業が著しく不利益を被ることである。つまり敵対的買収は常に市場で行われているべきではあるが、グリーンメーラーに関しては市場から追い出されるべきである。以上のことは買収を仕掛ける企業に課された義務であると考えられる。

## 第4項 被買収者側の企業の立証責任

次に異議申立を受けた M&A 協議会が被買収者側の企業に対して、定める要件についての立証を求めることになり、被買収者側の企業はこれに応じる必要がある。その際に明示しなければならないものは以下になる。

このケースにおいての買収防衛策の発動に関して、自社の株主の許可を得ているかどうか、得ているのであればどのような形で許可を得ているのか。  
その防衛策は、株主の意思によって防衛策を解除できるような条項になっているのかどうか。  
防衛策の導入時期が買収提案以前かどうか(敵対的買収に踏み切られる前段階についても含める)。

その買収がどのようにして自社の経営や効率性においての脅威となるのか、取締役会による立証が必要。

発動しようとしている防衛策が、自社にとって必要であるかどうか。

第三者の企業に対して、現在 TOB で示されている株式の取引価格よりも低い価格で株式を売却しようとしていないかどうか。

まず と については本章の第 1 節で述べたとおり、株主の利益を考えて買収防衛策の発動を行っているのかどうかを確認するためである。 においては、例えば事前に防衛策の導入に関して株主の許可を株主総会などで取っているとしても、それが発動するときになっても株主の利益になっているかどうかはわからない。そのため、株主の許可とはその企業にとってどのような方法で取っているのかを公開する必要がある。 も少し と似ているが、導入した防衛策が株主の意思で廃止できないような防衛策の場合は、決して株主の意思を反映したものではないからである。よって、形式上ではなく、その事例においての株主の意思を反映させるためにも株主の許可の有無は必要な条件であることがいえる。

次に であるが、これは買収が仕掛けられてから導入した買収防衛策は、経営者の保身以外の何物でもないということである。王子・北越製紙の件でも問題になったのだが、北越側は王子製紙に初めは友好的買収を仕掛けられていた。そのとき北越製紙は買収されることに反対していたのでその後敵対的買収に踏み切られる形になったのだが、北越製紙はそのタイミングで買収防衛策を導入し、そして発動しようとした。買収される危険が高まったタイミングにおいての買収防衛策の導入や発動はフェアではない。それは友好的買収の場合でも同様である。買収防衛策はあくまで敵対的買収が行われているときに発動されるものであるが、導入するタイミングは買収提案をされる前でなければならないと考えられる。

そして ~ については第 4 章で示したもので、 と はユノカル基準、 はレブロン基準を参考にしたものである。日本の司法機関にこれらの基準を直接導入することは、基準の定義が曖昧なので難しいが、ここで示す M&A 協議会のような第三者機関にこれら基準の持つ考え方を導入することは必要であると考えた。まず は、自社の買収防衛策の発動は経営陣の保身のためではない、ということを立てなければならぬ。つまり相手企業の仕掛けられている敵対的買収が自社にどのようなマイナスを生じさせるのかを明示する必要があるということである。そして も同様に、株主の利益や自社の企業価値を守るために発動していることを明示しなければならないということである。

最後に は、防衛策の発動を決定してから、例えば他の自社と仲の良い企業に安く身売りするようなことを行ってはならないということである。企業は一度売りに出すと決めた場合、一番高い価格で買い取ってもらえる企業に売るのが一番企業にとっての利益になるはずであり、その理論に反しているからである。 が守られていない場合も、経営者の保身のためであると考えられても仕方のないことである。

## 第 5 項 買収者側の企業の立証の可否

ここからは実際に TAF 制度を用いた場合に、どのような結論が導き出されるかを考えていきたいと思う。

まず買収者側の企業が第 3 項における基準を満たせなかった場合、それは自社がグリーンメーラーであることを認めてしまうことと同じであるので、異議申立は却下される。ただ

し、このケースは金融商品取引法自体に沿って行動できていないことになるので、異議申立自体を行うことはほとんどないと思われる。

次に買収者側の企業が基準を満たせた場合、M&A協議会はこの申し立てを受けて被買収者側の企業に対して立証を求めることになる。

## 第6項 被買収者側の企業の立証の可否と制限

被買収者側の企業が第4項における基準を満たせなかった場合、発動された買収防衛策の正当性は疑わしいものであると判断されるので、防衛策の発動は認められなくなる。そしてこの場合においては、買収者側と被買収者側の両者について制限が1つずつ加えられることになる。

まず買収者側の企業は、敵対的買収を仕掛けてから一定期間以上経過するまでは、TOB時に取得した株式の売却を行ってはならないということである。これは第3項以外にも、グリーンメーラーを防止するためのものである。第3項で定められたものを立証していても、いざ買収が済んでからまた買収した企業を売買に出す、といったことは避けられなければならないからである。

次に被買収者側の企業は、そのケースにおいて買収防衛策が否認された場合、他の買収防衛策については発動をすることができないということだ。否認されてから、また他の防衛策を発動し、また否認される、といった流れになることを防ぐためである。一度そういった立証を行えない企業が他の防衛策を発動することになっても、再び立証ができるとはいいがたいからである。

逆に、第4項の定める基準を全て立証できた場合、被買収者側の発動する買収防衛策には正当性があると考えられ、防衛策の発動は認められる。その場合に買収者側は、買収防衛策が発動されている中で買収を続けるか、金融商品取引法に定められたようにTOBを撤回するかどちらかになる。

## 第7項 期間の設定

ここで、この制度についての期間設定が重要になってくる。敵対的買収を仕掛けているときは、時々刻々と状況が変わる中で行われるので、何か決定がなされるのであれば早いほうが良い。判断が早ければ、企業にとって今後打つ手を考える時間ができるだけ多く得られるからである。TOB期間は20日から60日以内と定められているが、TOB期間についてはできるだけ長い期間を取る企業が多い。つまり企業にとっては対策を取るための時間が必要であると考えられる。

よってM&A協議会の出す結論についてもできるだけ早いほうが良いということになるが、あまりに早すぎると十分な議論がなされないままとなってしまう。TOBの期間を最大の60日、期間の延長を考えないとするならば、M&Aの協議会に対して異議申立があった日から、60日の半分の30日以内には結論を出すべきである。この30日以内という期間設定に特別な根拠はないが、現在のTOB制度の期間設定を考えれば、長すぎず短すぎずとなるとちょうど30日くらいがよいのではないかという考えである。いずれにせよ、この期間設定もこの基準をうまく働かせるためにも必要なものである。

## 第5節 導入のメリット

以上が TAF 制度の概要である。では具体的にこの制度を導入するにあたって、前述した以外にはどのような利点があるのだろうか。

まず、今までは司法判断に委ねるしかない買収防衛策の発動に関しての問題において、第三者機関というワンクッション挟むことで異議の申し立てがしやすくなり、敵対的買収や M&A の活性化につながるのではないかという点である。そして TAF 制度のように買収防衛策の発動に必要なものを予め掲示されているのであれば、企業側もそれにしたがって手続きを踏む必要があり、正当でない買収防衛策の発動を抑止できることも考えられる。

次に、M&A 協議会の設置により、防衛策の発動以外についても判断をできるようになることが考えられる。例えば防衛策の発動ではなく導入についても、制度自体は使わないが、M&A 協議会のような専門的な第三者機関に判断を仰ぐことは可能であり、M&A に関する様々な問題において結論を出すことができる。

また、前述された中で一番の利点として、TAF 制度は被買収者側の企業の株主の利益や権利、そして企業価値を守るためのものであるということである。これについては第3章でも述べたが、株式会社という形態は株主の出資のもとに成り立っており、その企業の経営者は企業の価値を最大化し、株主の利益のために行動しなければならない。TAF 制度はその意味で、株主の視点から企業価値を最大化するための制度であるとも考えられる。

## 第6章 今後の研究課題

---

第5章では、政策提言としたTAF制度という、買収防衛策の発動に関する新たな制度を提案した。しかしその中にはいくつかの課題が残されており、それらを今後の研究課題としたい。

### 第1節 証券取引所の権限

TAF制度が導入されることで、司法機関以外の第三者機関から仮処分的な判断を下すことができるようになる。今回の提言では、第三者機関は証券取引所に設立する必要があるとした。しかし実際に証券取引所に、そこまでの権限を持たせてもよいのかという意見がある。日本の主な取引所としてはやはり東京証券取引所が挙げられるが、東証は金融商品取引法に基づいて設立されたものであるが、同時に株式会社でもある。最近では東証の株式を上場するかどうかの議論がなされており、恐らく今後は上場企業として営業を行っていくことになるだろうと思われる。株式会社としてはやはり株主の利益を考えて行動しなければならないが、同時に上場されている株式に関しても公正な取引を行えるようにしなければならないという、矛盾した条件の下で営業をしており、果たして証券取引所の下す処分は公正であるかどうかは難しい問題点である。

ただしTAF制度のようにM&Aに特化した協議会を設置することや、仮処分を行うことでスムーズにTOBにおける問題点を解決できることはこの制度の良い点であり、証券取引所の持つ難しい側面との兼ね合いが今後の議論の課題となることが考えられる。

### 第2節 経営者の立場

TAF制度については、企業に出資している株主の立場から制度作りに取り組んできた。それは第3章で詳しく述べたとおりであるが、経営者の立場はどのようになるのだろうか。敵対的買収によって買収された企業の経営陣は、買収した企業の示す今後の経営方針と意見が対立することがほとんどで、通常だと解雇される可能性が高い。企業に出資しているのは株主であるが、実際に企業を経営していくのは経営陣である。経営陣はもちろんその企業の経営に関する知識やノウハウを持っており、企業の人的資本であるとも言え換えることができる。つまり経営陣を解雇することは、企業の人的資本を失うことであり、それは企業価値を下げることと同じなのではないかという疑問も生じる。もし株主観点からではなく別の視

点から眺めた場合は、全く違った結論が得られると考えられ、議論の余地はまだ存在している。

### 第3節 秘密保守の問題

M&A 協議会の人員の選出において、選出された者はそれぞれの異議申立の際に提出される資料に目を通すことになる。その内容については絶対に口外してはならないのは当然であるが、その内容を悪用してインサイダー取引などが行われる可能性もある。それを防止するために、違反者には厳重な処分を下すことが必要となってくるが、これについても議論する必要があると考えられる。

### 第4節 今後の司法制度の行方

現時点ではまだ刑事裁判に絞られているようであるが、2009年5月までに日本においても陪審員制度が開始されることになっている。もしこの陪審員制度が民事においても適用されるようになれば、TAF 制度で述べた第三者機関でなくとも、同じ選出方法で陪審員を選出することで第三者の立場から結論を導き出すことができるようになる。しかしアメリカにおける民事裁判の例を見てみると、例えばアメリカ企業と外国企業が争っている裁判において、アメリカの陪審員がアメリカに有利な判決を下すケースが多く、日本企業もアメリカ企業に対して巨額の賠償金を支払わせられるケースもある。その意味で陪審員制度については民事に適用されるにはまだ課題が多く残されているが、もし民事に適用されるようになれば、TAF 制度もまた違った形となるのではないかと思われる。

## 終わりに

---

本稿では、日本における敵対的買収の報道が目立つようになってきたことを受け、現在の敵対的買収に対する買収防衛策の発動に関する諸問題を改善し、株主の権利や企業価値が守られるようにできる目的の下で、新しい制度の導入を提案することで政策提言とした。

日本における防衛策の発動に関しての一番の問題点は、アメリカにあるユノカル基準やレブロン基準といった、発動に関する基準のようなものが示されていないことにある。ユノカル基準やレブロン基準自体は曖昧なものであるが、その基準の示す株主保護の考え方については、報告書などではなくきちんと制度として明示すべきである。私たちは諸外国の基準や政府の示す買収防衛策についての考え方などから、どのような形で制度に取り込むのが良いのかを模索した。

政策提言として「TAF 制度」を取り上げたが、ここで示した基準は買収防衛策の発動に関する指標となるだけでなく、今後日本で増加していくであろう M&A の問題について議論できるようになる。しかしこの制度を導入するためには、ライブドアや村上ファンドが世の中を騒がせたように、日本において買収防衛策の発動に関する何か大きなニュースが起きなければならない。日本の司法や行政は、何か現状の制度に問題が生じなければ改正には踏み切らないため、この制度が導入されるとしてもまだ先のことになると思われる。ただしもし何か現状の制度で大きなニュースが起きれば、その企業は不利益を被ることになるだろう。そういった企業を一社でも出さないように、この制度について導入を検討していくべきであると考えられる。

最後に、一番の買収防衛策は「企業価値を高める」ことである。企業価値を高めることで、買収される可能性、特に敵対的買収を行われる可能性は低くなる。当たり前のことではあるが、企業の経営者には企業価値を高めることを追求することで株主の利益となり、さらに経営者自身の防衛手段ともなるのである。経営者は常にその企業の経営について真摯に取り組んでいく必要がある。

重複ではあるが、本稿を執筆するにあたってアドバイスや資料を提供していただいた中澤敏明教授（慶應義塾大学）、ISFJ スタッフの皆様、そして研究会の先輩に感謝を申し上げたい。

## 《参考文献》

- ・ 太田 洋、中山 龍太郎 (2005) 『敵対的 M&A 対応の最先端』商事法務
- ・ 新谷 勝 (2005 改訂版) 『敵対的企業買収 原因と対策に関する法律問題のすべて』税務経理協会
- ・ 徳本 穰 (2005) 『敵対的企業買収の法理論』九州大学出版会
- ・ 仁科 剛平 (2005) 『図解 敵対的 M&A のしくみと防衛法 あなたの会社は、こうして守れ!』日本文芸社
- ・ 藤田 勉、佐山 展夫 (2005) 『新会社法で変わる敵対的買収』東洋経済新報社
- ・ 堀井 慎一 (2005) 『敵対的買収』徳間書店
- ・ 前田陽司、寺澤幸裕、八尾紀子、野本新、酒井紀子、菊池きよみ、三宮雅仁 (2005) 『最新 M&A と企業買収がよーくわかる本』(株)秀和システム
- ・ 渡邊 顯、辺見 紀男 (2005) 『敵対的買収と企業防衛 予防・対抗策の設計、株主対策から総会運営、IR まで』日本経済新聞社

## 《引用文献》

- ・ 神田 秀樹 (2005) 『敵対的買収防衛策 企業社会における公正なルール形成を目指して』経済産業調査会
- ・ 小佐野 広 (2001) 『コーポレートガバナンスの経済学』日本経済新聞社

## 《データ出典》

- ・ 岩手日報社 <http://www.iwate-np.co.jp/index.html> (2006/11/15 アクセス)
- ・ 独立行政法人 経済産業研究所 <http://www.rieti.go.jp/jp/index.html> (2006/11/16 アクセス)
- ・ 経済産業省 <http://www.meti.go.jp/index.html> (2006/11/16 アクセス)
- ・ 財務省 <http://www.mof.go.jp/index.htm> (2006/11/16 アクセス)
- ・ 大和総研 <http://www.dir.co.jp/> (2006/11/16 アクセス)
- ・ 内閣府 経済社会総合研究所 <http://www.esri.go.jp/> (2006/11/16 アクセス)
- ・ あずさ監査法人 <http://www.azsa.or.jp/index.html> (2006/11/16 アクセス)
- ・ SMBC コンサルティング <http://www.smbc-consulting.co.jp/> (2006/11/16 アクセス)
- ・ 東京証券取引所 <http://www.tse.or.jp/> (2006/11/16 アクセス)
- ・ 日本経済団体連合会 <http://www.keidanren.or.jp/indexj.html> (2006/11/16 アクセス)
- ・ トーマツ企業リスク研究所 <http://www.er.tohmatu.co.jp/index.shtml> (2006/11/16 アクセス)
- ・ M & A ニュース [http://www.ma-intercross.com/f\\_index/ma\\_newstop.html](http://www.ma-intercross.com/f_index/ma_newstop.html) (2006/11/16 アクセス)
- ・ 牧野総合法律事務所 <http://www.makino-law.jp/index.html> (2006/11/16 アクセス)