
経済産業省「企業価値研究会」に関する説明会

経済産業省 経済産業政策局 産業組織課

課長補佐 新川 達也

日証協・平17.4.8

本稿は、4月8日に開催された「経済産業省『企業価値研究会』に関する説明会」における経済産業省経済産業政策局産業組織課課長補佐 新川 達也 氏の講演要旨を取りまとめたものである。

はじめに

経済産業省産業組織課で総括補佐をしております新川と申します。本日はよろしくお願いたします。

本日はこのような場を設けていただきまして、誠にありがとうございます。企業価値研究会では既に論点公開の骨子を公表しておりますが、今後、皆様のような市場関係の方々、企業の関係者、海外の関係者の方々、それから機関投資家の方々、そしてマスコミの方々もですが、いろいろな方と意見交換を行い、最終的な取りまとめに結び付けていきたいと思っておりますので、本日は皆様方の忌憚のないご意見を聞かせていただけるとありがたいと思っております。

企業価値研究会ですが、昨年9月から検討を始めております。この検討を開始した直後に東京三菱銀行とUFJ銀行、それから三井住友銀行の出来事がありました。ちょうど我々が検討した直後に起きたものですから、そこで広く関心を集めまして、その後いよいよ論点公開骨子を公開といったところで今回のライブドアとニッポン放送を巡る一連の出来事が起き、また再び脚光を集めております。徐々に敵対的買収に関して世の中の関心が集まり、この企業価値研究会にもご関心を高めていただいております。我々としても非常に重大な作業になるのではないかと思いますので進めているところでございます。

企業価値研究会、何が企業価値かというところについては、後ほどご説明します。名前をつけるときには、それほどこの言葉そのものがこれほど流行するとは思っていなかったのですが、最終的に現時点において企業価値という言葉が、守るべきことは何かということの中で議論されていて、それではこの言葉が表す意味は何なのだろうかということが議論されていてと理解しております。

本日お配りしている資料ですが、薄めの「企業価値研究会 論点公開骨子（概要）」（資

料１）及び「敵対的買収防衛策（企業価値防衛策）の整備」（資料２）という「論点公開骨子本体」、次に「敵対的買収防衛策（企業価値防衛策）の整備 参考資料」（資料３）、そして「産業政策からみた会社法現代化の重点課題」（資料４）の４つの資料をお配りしております。この説明会では基本的には「企業価値研究会 論点公開骨子（概要）」（資料１）に沿って説明をさせていただき、適宜その論点公開の骨子本体（資料２）と参考資料（資料３）を使いながら説明をさせていただきたいと思います。

１．企業組織再編を促す制度改革の進展と大型産業組織の実現（資料１：１頁）

それでは「企業価値研究会 論点公開骨子の概要（資料１）」を使用して説明させていただきます。１ページ目の説明から入らせていただきたいと思います。企業組織再編を促す制度改革の進展と大型の産業再編の実現がありますが、経済産業省のみならず、政府全体として９０年代後半以降、産業再編を促すための企業組織形態の多様化、自由化ができる制度改革ということを進めてきました。それは独占禁止法の持株会社の解禁、会社法制、税制、労働法制などの多様な分野にわたっておりまして、その結果、他の産業分野においても大型の再編が実現してきていると理解しており、Ｍ＆Ａの件数も２０００年以降、かなり増えてきていると思っております。各産業界においても１０年前にはとても考えられなかったようなグループ化というものが進んでいるのではないかと理解しております。

施行された制度改革としましては、１９９７年の持株会社の解禁、それから会社法制の改正、９７年の合併制度の簡素化、９９年の株式交換・移転制度、それから２００１年の会社分割制度があります。それから併せて税制の整備を進めてきておりまして、株式交換・移転税制は９９年、それから企業組織再編税制が０１年、連結納税制度０２年となっておりますし、また個別法におきましても、産業再生法を０３年に制定させていただいております。これは今までの産業政策立法が事業者支援、もっと古くは不況カルテルなどを組んで、いわば護送船団的に産業界をサポートしていくといったものと比べると、産業再生法は個別の会社を対象とし、しかも特例を与えるのは何も独占禁止法ではなくて、商法特例法で再編がしやすくなるといったような形で法律を作るといようなことを行ったものでございます。それから合併がしやすくなるようにということで、企業結合ガイドラインの改定を行い、独占禁止法おける企業結合の審査というものにガイドラインを示しています。それからファンド法と呼んでおりますが、投資事業有限責任組合法も制定しておりまして、こういった再編を行うときに資金の面で活用しやすいようにという手当をしてきたつもりでございます。

このようなことを受けて、M & Aの件数というのは2000年以降に増えてきているのではないかと考えております。これは今までやってきました組織再編を促す制度改革がある意味で実を結びつつあるということではないかと考えております。

2．敵対的買収に対する懸念の高まり（資料1：2頁）

次に敵対的買収に対する懸念の高まりでございますが、90年代後半から盛んに行われておりました産業再編というのは基本的に友好的なものであったと理解しておりますが、今後は敵対的な買収が増加するのではないかと懸念が高まっていると理解しております。

その懸念の大きな背景として、この10年間で急速に進んできた株式持ち合いの解消というものと、依然として日米間の時価総額の格差が大きいといったことが挙げられると理解しております。

2ページ左側の下にグラフを載せていますが、株式持ち合いの解消としましては安定保有比率、これが1992年の46%から2003年で24%まで下がってきている。これを買っているのが外国人株主と言われておまして、92年の6%から現時点で21%まで伸びているという状況でございます。「これはこれで止まるのだ。逆転まではしない。」と言う方もおられるし、「いえいえ、この数字そのものがそもそも既に逆転しているのだけでも、この数字の上ではこうなっているのだ。」と言われる方もおられて、今後これがどうなっていくのかということが、また一つの懸念を与えている材料ではないかと理解をしております。

また時価総額の格差でございますが、アメリカの時価総額は日本の約4倍と言われております。これはアメリカの上場している企業の時価総額を全部合計して、日本のほうも全部合計して比較をしたときのものとございます。

また、個別の企業で見ても、ファイザー30兆円に対し、武田薬品工業4兆円、プロット・アンド・ギャンブル15兆円に対し、花王2兆円、ウォルマート24兆円に対し、セブンイレブン3兆円、マイクロソフト33兆円に対し、キヤノン5兆円といったような形で、それぞれの国におけるリーディング・カンパニーと比較しても10倍近い開きがあるという状態もまた懸念を高めている材料になっているのではないかと考えております。

もちろん時価総額の差が比較的著名な企業で開いているものを載せております。トヨタのようにアメリカの会社よりも日本のほうが大きいという事例ももちろんございます。ここに載せているのは、あくまで外資と日本の関係ですが、内々で見ましても最近のIT関係の企

業とトラディショナルな企業の時価総額というのは思いのほか、差がついている。もしくはIT関係の企業も大きくなっていると言ったほうがいいのかもかもしれませんが、例えばソフトバンクは時価総額が約4兆円でして、東京電力が3兆5,000億円ぐらいですので、東京電力よりもソフトバンクのほうが大きいという状態が生じています。それから楽天はだいたい1兆円ですので、三菱重工業9,500億円と比べたら楽天のほうが大きいという状況になっているということ。それからライブドアは約2,000億円としますと、これは石川島播磨重工業の2,200億円とほぼ拮抗する規模になっているということでございまして、トラディショナルな企業の見方をしている方々から見ると、内々の格差が縮まっている、もしくは逆転現象が起きているというふうに見えているということではないかと思っております。そういったことが産業界における懸念の高まりとして理解されているのではないかと思っております。

3．平時導入型の防衛策の必要性（資料1：3頁）

では、なぜ平時導入型の防衛策というのを議論する必要があるのかということでございます。ここから中身の話にだんだん近くなってきますが、今回の企業価値研究会では基本的には平時に導入する防衛策のあり方について議論をしております。有事導入型、特にニッポン放送がとられた手段について、この企業価値研究会が直接的にどういう影響を与えるのかということをこの論点公開骨子を公開した際に随分聞かれましたが、基本的には平時に導入する防衛策について議論をしております。

これまで日本の企業がとってきた防衛策、平時導入型の防衛策というのは、基本的に株式持ち合いでございました。株式持ち合いそのものが日本企業の閉鎖性を生むので、よくないのではないかという議論も一方でありました。そういった中で、別に誰かが主導したからということではなく、各企業が現在の金融資本市場の動きの中で、株式持ち合いを減らしてきているという状況が進んでいるということでございます。

株式持ち合いをしているときは敵対的買収者が高値をつけても、長期的関係を重視する安定株主は簡単には売りに出さなかいために、それによって防衛が成功するという状態でした。株式持ち合いの慣行が解消しつつあることによって、敵対的なTOBをかけられると、最短わずか3週間程度の間に株価の高低だけで買収に決着がつくようになったという状況でございます。

例として、ソトーとユシロ化学工業の例を掲載しております。ソトーのケースですが、ソ

トーは繊維製品の染色加工のメーカーでして、無借金経営で不動産関係の取引があったと聞いておりますが、約200億円の流動資産を保有していたと聞いております。それでTOB直前の株価は898円で、時価総額は約100億円でした。これは例えて言えば100億円の財布を買うと中に200億円入っているという状況だとスチールパートナーズ(SPJ)は言っておりまして、こういう経営そのものがどうかという議論はもちろんあり得ると思っております。伝統的には無借金経営というのは非常にいい経営であると言われてきた中で、こういったスチールパートナーズのような方がやって来て、ソトーにまず友好的な買収を提案された。ソトーは、この提案を拒否したところ、2003年の12月19日に敵対的TOBが開始されたという状況でございます。

当初、ソトー株式898円の株価に対してスチールパートナーズは1,150円のTOB価格を提示し、それに伴い、ソトーはホワイトナイトとしましてNIFに対抗TOBをお願いし、TOB合戦になって、株価が1,550円をつけたところでNIFは撤退をした。そうしたところ、ホワイトナイトがいなくなってしまうので、ソトーは株主配当を13円から200円の増額をし、その結果株価が2,000円まで急騰し、スチールパートナーズさんは撤退をされたということでございます。

増配によるソトーの想定支出は約30億円と言われております。配当等株売却によるスチールパートナーズの想定利益は20億円という状態でございます。

同じくユシロ化学工業も、これは油脂と蠟製品の会社でございますが、130億円の流動資産を保有していて、無借金経営でありました。株価は950円で時価総額は100億円ぐらいであった。こういったところでTOBが開始されて増配で対抗しまして、株価が急騰したところ、スチールパートナーズは撤退をされた。この場合の撤退というのは買収をして支配下に置くことを撤退されたという意味でありまして、スチールパートナーズまだユシロ化学工業の株主であると理解しておりますが、この増配によりましてユシロさんの想定支出は約26億円、そしてスチールパートナーズの想定利益は約15億円といった状態にして、慌てて対応すると内部蓄積の流出を余儀なくされるといったことではないかと思っております。

それから皆様のご記憶に新しいニッポン放送とライブドアの件でございますが、これについては新聞等でご存じだと思いますので、詳細な説明をすることは避けませんが、いずれにせよ、慌てて対応すると裁判で差止めにあうリスクがあるということでございます。

日本においては伝統的に株式持ち合いで平時の防衛策を整備するというものと、有事はど

うやってきたかという点で友好的な第三者に新株、あるいは新株予約権を割り当てる、もしくは配当を増やして株価をつりあげるといった対応が存在していたわけでございます。そういう第三者割当増資を行うといった場合には、主要目的ルールと呼んでおりますが、その第三者割当増資の主要な目的が何であるかということで裁判が概ね争われてきたということでございます。増資である以上、資金調達の目的があるのしょうねということと、それが経営者の保身のために行われているのではないかということが司法で問われてきたということでございます。

それから増配がそういった司法の場に持ち出されることは今まで基本的にはございませんが、内部蓄積の流出といったことにつながり得るというものでございます。

一方、アメリカにおいては敵対的な株の買占めに歯止めをかけて、時間をかけて敵対的買収者と交渉するという防衛策が開発されているわけでございます。資料1の4ページにまいりまして、アメリカで採用している主要な防衛策の仕組みについてご説明をさせていただきます。まずライツプランでございます。ライツプランのライツというのは株主に権利、ライツを与えることからライツプランと呼ばれていると聞いております。これはポイズンピル、毒薬とも言われています。

買収者が一定割合の株式を買い占めた場合に、買収者以外の株主に自動的に新株が発行されて、買収者の株式の取得割合を低下させる仕組み、これをライツプランと言っております。4ページのポンチ絵に示しておりますが、100株しかない会社を想定します。この100株しかない会社に100の予約権、1株につき1予約権を株主全員に配布をしておく。この新株予約権は買収者がある一定割合以上の株式を取得した場合に株式に転換できるというふうにしておくものです。例えば20%の株式を取得したというときに1予約権が5株に転換するとしておくと、20%ですから20株とったときに80予約権が1予約権5株に転換をする。そうすると $5 \times 8 = 40$ でございますから400株できる。元々80株を一般株主がまだ持っていますから、480対20になる。そうすると20%とったと思ったら4%に減るというのが、このライツプランの仕組みでございます。

通常、こういった希薄化されることが分かっているが株式を、20%を超えて買い越す買収者はいないということで、買収者はその手前で1回立ち止まって、この新株予約権を消却してくれと経営陣と交渉するということになります。この新株予約権を消却するということは、当然株主のことを考えているはずの取締役から見ると、企業価値を高めるためにどのようなご提案をあなたはお持ちなのですかということを聞いて、「なるほど。素晴らしい提

案ですね。株主のことを考えたら、これは取り下げざるを得ません。」ということになると、ここで言えば2割の壁がなくなって、TOBがかかっていくということになるわけです。

一方で、まだ買収者の提案がよく分からないと、この2割の壁は残ったまま、買収者はその手前で立ち止まったままになるということになります。

このライツプランの場合には、その経営者がまさに保身のために、こういういい提案が来ても「いや、あれは何を言っているか分からないのですね」と言い続けて止めるということもこの場合は起こり得ます。そうすると、買収者側はこの経営陣がそもそもこんな素晴らしい提案を理解できないことが悪いのだとして、この経営陣を入れ替える提案を株主総会に出すことになります。そこでプロキシファイトが行われるということになるわけです。そしてこのプロキシファイトで株主は買収者側の提案と、経営者側の提案のどちらが優れているのかを比較検討し、多くの票を集めたほうがプロキシファイトで勝ち残り、この場合に経営陣が代われれば、その2割の壁がなくなってTOBあるいは合併に移行するといった形になるわけです。したがって、この判断が最終的には株主が行うことができるということが、このライツプランがアメリカで受け入れられている非常に大きな理由であると理解をしています。

今まで日本がとってきた第三者割当増資の場合、この第三者割当増資の主要目的は何ですかと司法で争われ、最終的に決めるのは司法であるのに対し、ライツプランであれば決めるのは株主になれるということが、株主に受け入れられている非常に大きな理由で、機関投資家もライツプランを受け入れるところもあるという大きな理由になっているということです。

したがって、アメリカにおいてもかなりの企業がライツプランを導入しております。約6割がライツプランを導入している状態でございます。

4ページ左下にグラフを掲載しておりますが、時価総額が小さくなるにしたがってライツプランを導入している比率は高くなってきております。時価総額が5兆円、1兆円、5,000億円、1,000億円というふうに小さくなるにつれ、ライツプランを導入している企業が多くなるということでございます。

導入している企業のプレスリリースを見ますと、例えばヤフーでございますが、「ライツプランは威圧的な買収やすべ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。」と堂々とうたって導入されております。このライツプランについて企業価値研究会では非常に関心を持って勉強しているという状況でございます。

それから、そのほかにも欧米企業が採用している特殊な仕組みとしまして種類株式を使ったものがございます。まず拒否権付種類株式、いわゆる黄金株でございます。これは欧州企業を中心に導入されておりまして、日本では、最近では国際石油開発、インベックスが上場するときに、この黄金株を1株だけ導入して上場したという例がございます。拒否権付種類株式は、種類株式総会を開催して、そこで合併や取締役の変更などを承認、もしくは拒否をすることが可能であるということを利用して使うものでございます。欧州では主として国営企業を民営化する際に導入されている例が多いと理解をしております。

その次は複数議決権株式でございます。これはアメリカの企業の約1割が導入をしております。カナダでは新規公開企業の約6割が導入していると聞いております。またアメリカではマスコミ系の企業が多くこれを導入していると聞いています。これは例えば1株10票という議決権が非常に多い株式を創業者などが持っているというものでして、普通の市場に出すのは1株1票のものだけを市場に出す。そうすると、全部買い占められても創業者が約5割議決権を持っているので、会社の支配権は移動しないという形態のものでございます。

最近ではグーグルの上場のときに、これが有名になりまして、複数議決権1株10票で創業者2人とCEOが持っていて、約5割は議決権を押さえた状態であったと聞いております。そして、これもちょっと評価が分かりますが、これを導入していなければグーグルの時価総額5兆円はもっと高かったという議論と、導入したにしては5兆円もついたので評価されたのだという声があると思いますが、いずれにせよこういった防衛策というものをアメリカの企業は導入しているというものでございます。

4．日本で確立すべきこと ～企業価値向上のための公正なルール～（資料1：5頁）

こういった防衛策がほかの国にあるにもかかわらず、日本でなぜそれが導入されていないのかというのを昨年の夏に経済産業省でアンケートをとりました。経団連に加盟している企業に伺いました。なぜ導入していないのですかということですが、「市場の反応に対する懸念がある。或いは前例がないから心配、特に外国人投資家の反応が心配」ということなのです。また、「当社の株主の3割は外国人であり、彼らがみんないなくなってしまうたら当社の株価は急落して買収されてしまいます。」ということをおっしゃっている会社がおられるようです。それからライツプランなどの防衛策が、会社法上で可能なかどうか不明確であるということをおっしゃる会社もおられます。

証券会社とか弁護士の方が防衛策を提案しに来る。大丈夫かと聞くと、「分かりません。」

と答えるという例が多いと伺っておりまして、それは何を意味しているかという、知恵と経験が日本においては不足しているということではないかと理解をしております。

知恵と経験が不足していると何が起こるかという、結局、敵対的買収に対する合理的な防衛策は何かというコンセンサスがない状態ですので、そうすると過剰防衛であるとか、過少防衛であるといった懸念が生じるということになって、過少防衛の場合には有事になって慌てて防衛策を導入して裁判沙汰になるというような状態、もしくは防衛策の採用に慎重になりすぎて、長期的な経営戦略が取りにくくなるといったような弊害が生じるのではないかと考えております。

過剰防衛の場合には、経営者の身の保身が図られるという効果を生むことになって、結果としてその企業の経営の規律が緩んでしまうということが起こり得るということではないかと考えております。そうであれば、経済産業省にもできることがあるのではないかと思い、昨年9月に企業価値研究会を立ち上げさせていただき、神田先生に座長をお願いし、合理的な防衛策について検討を重ねたところでございます。

論点公開骨子そのものは3月7日に公開させていただいておりますが、ここでは三つのことを言っております。会社法現代化の実現を急ぎましょうということがまず一つ目でございます。そして既に欧米並みの防衛策は現行法の下でもできると企業価値研究会の論点公開骨子で我々は言っておりまして、更に会社法現代化などにより、より効果的な防衛策の導入を可能とすることができるであろうと考えております。なお、会社法の現代化については三角合併制度（合併対価の柔軟化）が1年先送りということになりました。

それから防衛策に関する開示ルールを整備する必要があるだろうということでございます。防衛策の合理性を確保する大前提として、導入状況に関して株主への開示制度を創設することが必要だと思っております。現在企業価値研究会には法務省にも参加いただいておりますので、少なくとも会社法令の中で整備していただくことになるかと思えます。具体的には商法施行規則の中で開示ルールを整備していただく。これは会社法内の体系でございますので当然営業報告書ということになります。

3番目が企業価値防衛指針の策定ということでございますが、防衛策の濫用を防止し、企業価値を高める防衛策を定着させるために、経済産業省と法務省で共同して企業価値を高めるための合理的な防衛策のあり方に関するガイドラインを策定したいと思っております。問題は何を守るのかということで、ここでは企業を守るのではなく、企業の経営者を守るのではなく、企業価値を守るということで、この指針を作るということでございます。この中身

については、あとでご説明をします。

この検討は企業価値を向上させるということ、それからグローバルスタンダードに適合させるということ、それから内外無差別で、外資系だけを何らかの形で排除するというようなものではないことを踏まえ、企業及び株主の選択肢を拡大していく。さらに言い換えると国が何らかの直接的な規制をして敵対的買収を止めるということではありません。米国企業などが採用している防衛策を導入することによって、経営者は敵対的買収者とじっくり腰を据えて交渉することができるようになるのではないかと考えております。

もう少し詳しくいきます。資料1の6ページでございます。当該論点公開の骨子のさらに要約をしたものでございます。欧米並みの防衛策は現行法の下でも導入できる。これは先ほど申し上げました。そして会社法現代化などにより、より効果的な防衛策の導入を可能とするものであるということ。これが最初の論点でございます。

まず欧米で認められている企業買収防衛策は現行会社法の下で日本でも導入できるという点ですが、取締役会決議によって新株予約権を活用したライツプランを導入することができる。これで会社法上、ライツプランを導入できるという入り口はくぐれるわけです。問題は出口が出られるかということになります。ただ、少なくとも現行商法で新株予約権をそういうふうに使ってはいけないとは書いていない以上、導入することはできるはずであるという考え方に基づいてこのように書いたということでございます。

法務省も今回の会社法現代化の議論の中で、現行法でもライツプランを導入することができるという見解を明らかにしていますので、入り口がくぐれるという意味では同じ考え方に立っているのではないかと考えております。出口の話はあとで出てきますので、そのときにご説明します。

それから種類株式を活用すれば、企業買収防衛目的で拒否権付株式、いわゆる黄金株を導入することができます。これも同じ考え方で、種類株式を企業買収防衛目的で使ってはいけないとは書いていないからということでございます。問題はこれがまた裁判で違法にされないかという問題と、黄金株の問題は特に難しいのは誰に譲渡するのかという問題でございます。黄金株ですので、1株で非常に価値を持つから黄金と言われるわけですから、これを迂闊な人に渡すと、その人が他者に転売してしまうかもしれない。法人に譲渡していると、その譲渡した法人が乗っ取られてしまうかもしれないというようなことは十分に考えられるわけです。したがって、とりあえずまず種類株式をこのように企業買収防衛目的で使うことができると言い切ったことでございます。

それから3番目が単元の異なる種類株式を活用すれば、複数議決権株式と同様の効果を得ることができるというものです。

会社法の現代化で防衛策がとりやすくなると言われている部分がどういうことかというのは、その下に四つ書いております。まず新株予約権を活用したライツプランの話ですが、現在は株式への強制転換ができない状況にあります。先ほど $5 \times 8 = 40$ と申し上げました。1株予約権の1予約権が5株に転換すると80予約権が400株になると申し上げましたが、これは新株予約権を持っている株主が転換請求してくれないと400株にはなりません。会社法現代化後は新株を対価として強制転換ができることとなりますので、株主が反対の意思表示をして買取請求をしない限りは、400株になることができるということです。したがって、より確実に希薄化できるようになるというのが一つあります。

それから二つ目ですが、ライツプランの類似で強制転換条項付株式を活用した防衛策ですが、これはちょっと難しいので、「産業政策から見た会社法現代化の重点課題」(資料4)の6ページを使って説明させていただきます。今20%持っている敵対的買収者が50%まで買いました。すると、敵対的買収者が50株、一般株主が50株を持つということになりますが、このように一定の割合を超えた株式を取得すると、その議決権を20%に制限するというような強制転換条項を付けた種類株式というのを流通させておくといった対応でございます。この場合であれば、敵対的買収者の議決権は50%ではなくて、70分の20という議決権に希薄化されるということになります。

これはどのような強制転換条項を付すかは、それぞれ工夫すればいいので、この20を超えた50が20に戻るというふうにしてもいいし、20を超えた部分は議決権が3分の1になるのですとか、そのような決め方にすることも可能なはずでございます。どのような設計をするかというのは、この防衛策をとる際に各企業が選択をできるということになります。ただし、これは種類株式ですから特別決議が必要ということになります。ただ、その特別決議がなされれば、いろいろな工夫をした防衛策をとることができるようになる。今まではこういう防衛策を施した強制転換条項付種類株式を導入することは、実務上困難でありました。強制転換条項付種類株式の防衛策としての実効性を高めるためには、流通している普通株式を総入れ替えする必要がありますが、これには総株主の同意が必要でありました。会社法現代化後は発行済みの普通株式を一挙に転換する手続きを特別決議で可能になるということでございます。

資料1の6ページに戻りまして、黄金株でございます。黄金株は今まで譲渡制限をつける

ことができませんでした。もう少し正確に言うと、譲渡制限を付すと、普通株式も譲渡制限になってしまうという問題がございました。したがって実質上、譲渡制限をつけることができなかったわけですが、会社法の現代化がなされると黄金株だけに譲渡制限を付けることが可能になります。したがって創業者に渡していても、その創業者限りという制限をつけていけば、子どもに相続されることはないということになると理解をしております。

それからあと合併等の決議要件の加重でございますが、今までは加重可能かどうか不明確でございました。例えば合併の場合は特別決議ですから3分の2でいいわけですが、これを例えば7割とか8割に上げていく。いわゆるスーパーマジョリティというような定款で定める防衛策を入れることが可能になるということでございます。これが会社法現代化で防衛策がとりやすくなると言っていた部分でございます。これは今回の会社法現代化が株主もしくは経営者の選択肢を広げる方向で整備されるというところから出てきたと理解をしております。

それから証券取引法その他、関連する法制度についても検討していきたいと思っております。

次に開示ルールの問題でございますが、防衛策を導入する以上は一般株主に対して、まずきちんと防衛策を導入したということを開示しないといけないと思っております。導入した防衛策がどのようなものかよく分からないということでは、一般株主から見ると、中々簡単に当該会社の株は買えないということで、市場の透明性が上がらないということになってしまいますので、そこを開示するルールを作ることが必要であろうと思っております。

また買収者から見ても、どのような防衛策が入っているか分からないと買収もできない。そういう不透明性がゆえに、買収ができないということは必ずしも企業価値を高めるという意味で有益ではないというふうに思っております。我々は別に買収が悪いと思っているわけでもございません。買収によって企業価値が毀損することが悪いと思っているわけでもございまして、そう考えますと買収者に防衛策を入れたということはどういう防衛策かということをはきちんと開示をして、それを前提に、フェアな条件で交渉していただくということが大事ではないかと思っております。

イメージとしては、その下を書いてあるように、例えば「一定割合の議決権を取得した者の行使を制限する内容の新株予約権を発行した場合（取締役会決議により、株主に対して無償割当てをした場合を含む）又はその将来の一定時点の株主に対して付与する旨の決議を行った場合その他敵対的買収者に対する防衛策を導入した場合には、その内容を営業報告書に

記載しなければならない」といったような開示ルールを整備するということが必要ではないかと思っております。

次に3番目でございますが、企業価値防衛策指針の策定といって、いよいよここからがある意味で本題になります。企業価値を守る合理的な防衛策とは何かということでございますが、まず一つ目は事前開示の徹底ということでございまして、会社法に基づいて新株予約権とか種類株式などを活用した敵対的買収防衛策を導入するに当たっては、平時から会社法令などに基づいて開示を行わなければならないということを掲げております。

これは有事に導入すると訴訟になりやすいということも考えますと、まず防衛策は平時に導入しておいてその上で情報を開示していただくことが必要ではないかということでございます。

次に企業価値遵守の原則ということを掲げております。防衛策は企業価値に対する脅威に対してこうした措置が過剰とならないように工夫する必要があります。こうした工夫をこらしておけば、株主平等原則や不公正発行には該当しないと、これも言い切っております。これはもうちょっと補足させていただきます。株主平等原則と主要目的ルールがあります。株主平等原則でございますが、これは皆様にとってはいわずもがなのことではあると思います。すべての株主は平等に扱われるという原則でございます。

一方で、アメリカにも株主平等原則という考え方があるにもかかわらず、ライツプランが入っている。ライツプランは敵対的買収者の新株予約権は転換しないわけでございますから、明らかに差別的な対応でございます。にもかかわらず、それで株主平等原則が同じようにあるはずのアメリカにおいて許容されていて、なぜ日本には許容されていないのかという論点があるということでございます。それで平時導入、有事発動型の新たな防衛策は合理的な範囲内で利用される限り、株主平等原則に違反しないと考えて論点公開をさせていただいたということでございます。

この株主平等原則について、なぜそれが違反しないのかという考え方ですが、この原則を一律に厳格かつ硬直的に解した場合には現実に即した柔軟な会社運営を困難にするということから、かえって株主全体の利益を害しかねないという問題点が存在しており、合理的な範囲内にある不平等については、株主平等原則は当然に許容しているということではないかというふうに解釈しているということで、これが論点公開の中身でございまして、これが皆様からご意見をいただきたいところと思っております。

次に主要目的ルールでございます。主要目的ルールは先ほど申し上げましたが、第三者割

当増資を行ったときに、「その増資の主要な目的は何ですか。増資である以上、何らかの資金需要があるのですか。経営者の保身のためではないですか。」というようなところから裁判上、判断されているものでございます。もちろんこれは相手が例えば暴力団であったりというような場合には解釈にも幅があって、判決も出されてきたと理解しておりますが、基本的には第三者割当増資は主要目的ルールで裁くというのが今までの判例でございました。これについても合理的な範囲内で利用される限り、不公正発行には該当しない。差止請求とはならないという論点公開とさせていただいております。

それで不公正か否かについて、現経営陣が自己の地位保全を主要な目的としているか否かという判断基準に基づいて、合理的な防衛策、すなわち企業価値に対して脅威がある買収に対して相当な範囲内の防衛策であれば、資金調達目的がない防衛策が採用できることが正面から認められるべきであると論点公開させていただいているわけでございます。すなわち防衛策の合理性については、その発動時に企業価値に対する脅威があり、それを防ぐために過剰な措置でないかどうかという企業価値基準で判断することが妥当であると提言をしているものでございます。

問題は何が企業価値基準なのかという点になりますが、それが次の21ページになります。防衛策の合理性に関する判断基準と言っております。これはアメリカにおいては実質的に判断基準と言われておりまして、脅威と相当性という二つが判断の基準になる。脅威がどういう脅威であって、それに対して取った措置が相当かどうか。それだけ聞くと当たり前のような気がするわけですが、そういったことが判断の基準とされてきたということでございます。それを我々は実質的判断基準と呼ばずに企業価値基準と呼んだということでございます。アメリカの今までの判例をかなり調べまして、こういった基準でどうかということでございます。

まず「【判断基準1】脅威の存在」ですが、構造的に強圧的な買収であるという類型及び強圧的な買収手法類型というのがまずあるだろうと思います。例えば、買収提案に応じなければ不利益を蒙るような状況を作り出して、株主に売り急がせるような場合もしくは買収者がグリーンメーラーのような場合には、それは構造的に強圧的な買収であると言えるのではないかとでございます。判断材料としては買収の手法として部分買い付けで二段階目での買収条件が不明確である場合などがあると思っております。それからグリーンメーラーであるかどうかというのは、過去の経歴から見るということではないかと思っております。

そして、その次が実質的に強圧的な買収であるかどうかということで、これを株主誤信類

型と呼んでおります。例えば買収価格が正しい企業価値を反映しておらず、十分な情報を持たない株主が買収提案に応じることで企業価値が損なわれる恐れがある場合、あるいは買収提案に従えば企業の継続的価値が毀損し、十分な情報を持たない株主がこれに応じることで企業価値が損なわれる恐れがある場合などがこれに値すると思っています。

例えば先ほどのソトーの例で言いますと、最初にスチールパートナーズがT O Bをかけてきたときには898円に対して1,150円でT O Bをかけてきました。これは最終的に株価が2,000円になることを考えるとずいぶん安い値段でT O Bをかけてきたと見ることもできるわけです。それが普通の株主、一般の株主の方から見ると200億円の流動資産を持っていることの価値が今まで適切に反映されてきたのかどうかという問題であったと理解されるわけでして、そうすると買収価格は正しい企業価値を反映していないような場合の例としてこの1,150円というのは存在し得るのかもしれないなと理解しております。

ただ、こういう類型で脅威だと言おうと思うと、多分いくつかの判断材料があると思っておりまして、買収価格よりも経営者が想定する企業価値が高いということがまず必要でございます。それは単に「いや、実は僕の企業価値は200億ではなくて500億あるのですよ。」と今現在の時価総額は100億円の企業が言ったとしても、口先で言っただけではやはりダメであろうと思います。それは何らかの客観的な根拠の存在が必要であろうと思われますし、その想定された企業価値と時価の乖離を埋めるための企業戦略というものがないと、単に言っただけではダメなのではないでしょうかということでございます。

次に会社の明確な経営戦略の存在と、それが企業価値に与える効果ということでございまして、経営者の経営手腕に対する評価がどうであるかということです。それから株主や投資家、ステークホルダー、専門家からの経営者の信頼の度合いがどうかということ。それから過去の経営戦略の効果が今後顕在化することの確実性。あともう一つは具体的な長期的事業戦略の存在と、これに対する外部の評価の高さということでございまして、企業の経営者が絵に描いた餅で「200億円から500億円に行くのです。」と言うだけではダメだし「その間の橋渡しはこうやるのです。」と言って示したとしても、それも絵に描いた餅であれば何の意味もないということございまして、その間がきちんと評価されるようなものになっているかどうかということが判断材料になるのではないかとございまして。

一方の買収者のほうでございますが、買収者の経営提案の内容に具体性があるかどうか、またそれが企業価値にどう影響を与えるかどうかということとして、判断材料としては買収者の経営手腕に関する過去の実績や評価、それから買収提案に従った場合の長期的な企業価

値への影響が考えられ、その買収者が従業員、経営先などのステークホルダーの利益を犠牲にしてまで自らの利益移転を図って、その結果、企業の競争力の源泉・根幹となっている人的資本の蓄積・信頼関係を毀損していないかどうかというようなことが考えられます。それから買収資金の調達方法。買収する会社の資産を担保として資金を調達しているかどうかといったことが判断材料になると思っております。

これはこの脅威を立証しようと思うと、買収者の経営提案というのはよく聞く必要があるわけです。したがって敵対的買収がかけられたときに、その事業提案をほとんど聞かずに、買収者と会いもせずに、「あの提案ではいけない」というふうに言っても脅威の存在が立証できないということになります。

それから最初に企業価値は何かということについて、あとでご説明しますと申し上げましたが、企業価値というのはその企業が将来生み出す利益を現在価値に置き換えたものであると理解をしております。

その上で、その中にはステークホルダーの利益、これがその企業の利益に与える影響というのも考慮されたものであると思っております。例えば従業員の給与を大幅に削減して配当に回す。そうすると、短期の時価総額は恐らく株価が上がることによって跳ね上がると思われます。しかしながら従業員の給与は半分にされれば、恐らく優秀な人材がその会社に去っていくことになるだろうと思われます。そうすると、その会社は長期的に発展というのは難しくなるだろうと思いますので、そういった意味でステークホルダーの利益を犠牲にしてまで、みずからの利益移転を図って企業価値を短期で上げるということは、脅威の一つとして存在し得るということではないかと思っております。

あと買収者の資金調達の方法で、資産を担保として資金を調達しているかどうかということを書いてありますが、ここの表現は少し工夫する必要があるかもしれません。

それから3番目が代替策を検討する時間的余裕を与えないような買収の場合です。代替的機会喪失類型と呼んでいます。事前に何の予告もなしにいきなりTOBをかけられる。そして経営者に代替案を検討する時間的余裕を与えないような場合の判断材料は買収者が会社に提供した交渉機会の有無や長さになると思っておりますが、こういうのは脅威の一つに分けられるのではないかと思っております。

次に相当性の議論でございます。まず防衛策の内容が株主の選択権を奪っていないことというのが相当性の一番基本的な条件だと思っております。株主の選択権というのは、突き詰めて言えば、プロキシファイトの機会を確保するということで、年1回の株主総会で株主が

取締役を交替させ、防衛策を消却させる機会を確保しているかどうかということです。これが確保されていないと過剰な内容とみなされる可能性が高いというものでございます。

先ほどのライツプランの中でデッドハンドポイズンピルというものがございます。つまりAさん、Bさん、Cさん、Dさんと4人の取締役がいて、ライツプラン導入を決めたとして、経営陣が仮に交替させられてしまうと、このライツプランが消却できない。あくまでAさん、Bさん、Cさん、Dさんが揃っていないと消却できませんよというタイプのポイズンピルをデッドハンドポイズンピルと言います。これは経営陣を交替させるとポイズンピルを消却できなくなるので、アメリカにおいても違法とされています。こういったデッドハンド性のある防衛策というのは相当性があるとは言えないのではないかというふうに考えていまして、この相当性の判断基準に株主の選択権を奪っていないことというのを掲載しています。

それから会社が売却に出されている局面にあるかどうかということでございまして、会社が競売状態にある場合には防衛策の採用が過剰となる可能性が高いというふうに理解しております。

そして相当性の判断のときに防衛策の消却基準が合理的であるということが必要であると理解をしております。判断材料としましては消却条件の事前開示の有無。事前開示がない場合、過剰となる可能性が高いということではないかと理解しております。

それから第三者による関与の度合い。社外、これは取締役もしくは監査役、もしくは第三者委員会などの関与の度合いが高いほど過剰性は低くなるということではないかと思っています。

また消却条件が客観性を持っているかどうかということ。これも客観性が高いほど過剰性は低いということではないかと思っています。

それから事前の株主総会での承認があるかどうか。事前に株主総会の承認を受けた消却条件は過剰とはならないということではないかと理解しております。もちろんこれも10年前に株主総会の承認を受けましたというのでは、いつまでも有効だということではないかと思っていまして、それについてもあとで説明をします。

それからもう一つ、右側に「【判断基準3】意思決定の中立性」というのがございます。こういった脅威の認定とか防衛策の内容の妥当性に関して、意思決定のプロセスが専門性、中立性が高いものであるということ。これも判断基準になると思っています。主な判断材料としましては脅威の認定に当たり、買収提案と会社の経営戦略の比較分析に十分な時間をかけていることというのが一つ挙げられると思っています。

これは今回の東京高等裁判所の判決の中で、司法は企業価値を毀損しているかどうかの判断はできない、もしくはしないといった形で判決が出ております。これはこれで、ある意味正しいことだと思っています。司法が個別の企業の企業価値を高めているかどうかについて、具体的に判断できるのかというのが非常に難しいことだと思っています。それができるのは、恐らくその会社に深くコミットし、その会社の内容が分かっている取締役なのではないかというのが一つの判断だと思います。

しかしながら、難しいのは取締役だけで判断すると自らの保身との関係でバランスがとれないという関係でございまして、だからこそ買収者の提案を十分に検討したかどうか、それから次にある脅威の認定に当たり、専門性と中立性の高い第三者が関与しているかどうか、重要になるのではないかと思います。例えば、外部アドバイザーの分析や助言があるかどうか。それから脅威の認定、防衛策の妥当性の判断において利益相反のない第三者が関与しているかどうか。意識決定のプロセスについて、予め株主承認を受けているとさらに合理性が高まるといったようなところが判断材料になるということではないかと思っています。例えば社外取締役が買収者の提案をどのぐらいの時間をかけて、どういう検討内容で検討したのかということについて立証すれば、それはそれで脅威の存在と相当性の理解ということに対して、ある判断を下したことが説明できたのではないかと思います。残念ながらそういった議論が行われたとは判決文を見る限りでは分からなかったということではないかと思っております。

そうすると司法の側でも、そういった立案がなされなかったということではないかと思っております。こういったことを判断する基準として意思決定の中立性をどうやって保つのかということについて、仮に訴訟になれば立案していただきたいし、またそれを踏まえて司法も判断していただければありがたいなと思っております。

また「企業価値研究会 論点公開の骨子（概要）」（資料１：７ページ）に戻りますが、企業価値基準の遵守の原則と言っている２行で書いてある中身でございまして、脅威に対してこうした措置が過剰とならないように工夫をする、脅威に対して相当性がある、ということですが、そういう企業価値基準という名称で我々が呼んでいるものがどういうものであるかということを今ご説明させていただきました。

次にこの「企業価値基準を満たすための具体的方策」と書いてあります。具体的には以下のような工夫を組み合わせることで防衛策の合理性を高めることができるというふうに書いております。

まず株主の選択権を確保する。これが防衛策の基本設計であると考えております。株主総会において買収者が委任状合戦により現経営陣を交替させて防衛策を消却させる道を確保するということ。これは先ほど申し上げたデッドハンドではないということです。これはライツプランに限りません。株主が消却できない防衛策は別にライツプランに限らなくて、それは他の種類の防衛策にもあり得るはずで、それがデッドハンドであつたら、やはり何らかの形で訴訟になると負けてしまう。もしくはそういう防衛策を導入することは違法性が高くなってしまいます。すなわち合理性がないということではないかと思っております。

次に防衛策の合理性を高める上には以下の三つの工夫が有効であると考えていまして、防衛策の追加的要素として三つを提案しています。この三つはandではございません。orでございます。この三つのいずれかでございます。ただし、三つすべて採用することだってもちろん不可能ではないですし、いろいろ皆さんが工夫していただけるのではないかと期待をしているところでございます。

まずは第三者チェック型です。先ほども申し上げましたが、新株予約権は取締役会限りで導入できます。この取締役会限りで新株予約権を導入してライツプランを導入することも可能なわけですが、そのときに防衛策の維持、又は解除の取締役会の意思決定に利益相反のない第三者が関与する方式を取るというやり方でございます。

それからその次が客観的解除要件設定型というものでございまして、取締役会限りで導入しますが、防衛策の解除要件を客観的に予め設定しておくというやり方でございます。これは「論点公開骨子本体」(資料2)の27ページでご説明をさせていただきます。

こういう客観的解除要件設定型は分かりやすく言えばChewable pill (噛み砕きやすい防衛策) という意味です。チューはチューインガムのチューでして噛むという意味ですが、現金による全株式に対するオファーで、かつx倍のプレミアムが付いている場合は、もうライツプランを自動的に消却してしまいますというようなタイプのポイズンピルでございます。これは説明としては分かりやすいのですが、アメリカでこういうのを導入している企業は2%にすぎません。この方式は結構リスクが高いと言われております。株価も高いときもあれば、安いときもあります。一番安いとき、例えばxが3倍にしていたとしても、一番安いときの3倍が一番高いときよりも低かったりしますから、この方式は結構リスクが高いと言われております。

したがって今アメリカの中でかなり入れられているのはPermitted offer exceptionというふうに言われておりまして、買収提案の妥当性を評価する項目を予め定めておくというや

り方です。例えば価格であるとか、資金の裏づけであるとか、買収後の経営目標とか雇用方針といった評価項目についてどういうふうに評価するか。外部専門家のチェックを受けるとか、評価プロセスで第三者の助言を受けるとか、評価基準で自社の過去の業績とか、業界平均などのベンチマークを使いますといったことを予め定めておくといったやり方を取るとというのがアメリカのライツプランの3割を占めつつあると聞いております。

第三者のチェック型というのがアメリカにおいて基本的に主要となっているやり方でございます。アメリカは社外取締役が日本よりもたくさん入っています。その問題は根本的な問題として一つ存在しますが、その社外取締役を活用して第三者チェック型を入れるというのが典型的なアメリカのライツプランの導入の仕方、それに対して最近では客観的解除要件設定型が修正型として登場し始めているという状態になっています。

さらに株主総会承認型。また「企業価値研究会 論点公開の骨子（概要）」（資料1：7ページ）に戻りますが、消却の判断基準などの防衛策の内容について、予め株主総会の承認を得て、定期的に株主総会のチェックを受ける方式でございます。我々の論点骨子公開では、例えば3年といったことで期間をお示しさせていただいておりますが、こういった評価を定期的に行いながら総会の承認を受けた防衛策で防衛を図るというものでございます。これはアメリカの機関投資家は、この総会承認型を非常に強く推薦しています。しかしながら、私の知る限り、総会承認型でライツプランを導入した会社はアメリカにおいて、まだいないと理解をしています。ライツプランをやめる会社が次に導入するときには総会承認型にしますと言われた例はあると承知をしていますが、まだアメリカにおいてもこれは採用されていないやり方であると理解をしています。

機関投資家の話に触れましたので、機関投資家の動向について私どもなりに調べたことについて言及をさせていただきますと、「論点公開骨子本体」（資料2）の13ページ（参考）防衛策導入に関する欧米機関投資家の評価）でございます。投資家の反応はいろいろな防衛策について「条件付賛成」「原則反対」「絶対反対」に分かれております。そして防衛策の中でも合理的なライツプランについては投資家から評価されておりまして、株主価値への効果も実証されているという状況となっていると理解をしています。ただ、防衛策の導入に関しては株主総会の承認を求める傾向にあると理解をしています。

主な機関投資家にいろいろ聞くと絶対反対と言っているのは期差任期制でございます。期差任期制というのはアメリカの取締役は3年の任期ですので、それを3分の1ずつに分けて、任期をずらしていくというやり方でございます。スタッガードボードとも言われます。そう

いったやり方をとったら、過半数を取るまでに最低2年はかかる。3分の1入れ替えて、次の任期のときに、また3分の1入れ替えて、ここでようやく3分の2が取れるというやり方でございます。アメリカの取締役は日本よりも解任が難しい状態でございますので、このやり方はかなり防衛策として効果的である反面、機関投資家から見ると過剰な防衛策と見えるということで絶対反対と言われています。ただし、アメリカの企業はかなり期差任期制を導入しています。機関投資家の反対にかかわらずかなり導入しています。

ちなみにどんな企業がどんな防衛策を入れているかというのは論点公開骨子（参考資料）（資料3）の20ページ以降に掲載しております。S & P 500社がどのような防衛策を入れているかということを調べたものでございまして、Cの部分がライツプランでございまして、Dの欄が期差任期制でございまして、

また「論点公開骨子本体」（資料2）の13ページに戻りまして、原則反対のところでございますが、複数議決権とあります。先ほど申し上げました1株10票。10票でなくてもいいのですが10票というものが株主の権利を希薄する可能性があるので原則反対となっています。ただし、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といった条件になっております。それから白地株式。これはどのような株式を発行するかを取締役に授權するものですが、株主の権利を希薄化し、取締役や配当議決権に関する株主の権利を決めることになるので原則反対となっています。ただし、株主の賛成がある場合とか、目的や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であるというような条件になっております。それから特別多数条項。これは少数株主が拒否権を持つことで株主の権利が制限されるため原則反対となっています。ただし、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といったような条件になっております。

条件付賛成になっているのがゴールデンパラシュートとライツプランでございまして、我々がこの研究会を始めるときにはゴールデンパラシュートというのは評判が悪いものだと思っておりました。これは経営者がお金を持っていなくなってしまうという印象があるものですから。これはマスコミの方からも、「さすがにゴールデンパラシュートはやらないのでしょう。」と聞かれていたのですが、機関投資家の方に聞くとゴールデンパラシュートというのは、経営者が株主の価値を考えるようになるので、これはこれで賛成であるといった形であるということと理解をしています。

ライツプランは先ほど申し上げたとおりでございますが、いくつかの行使条件とか、株主総会での承認とか、あとは消却条件にしても条件は付いていますが、条件付賛成となってい

ます。これはライツプランを導入すると買収者と経営者でお互いに経営提案の内容を競い合うことになって、最終的にはプレミアムが付くということの評価しているということではないかと思います。

日本企業に対して投資を行っている運用機関に聞いた結果、右のような結果になっています。防衛策の導入に対する態度としまして、米国企業は条件付賛成が100%、英国系は絶対反対が3割、条件付賛成が6割といった形となっております。ただし、これは日本企業の採用に関して聞いたものではございませんので、日本企業は閉鎖的だという一般的な印象から見るとこれからさらに割り引かれる可能性は十分にあるということは割り引いて見ていただければと思います。

それで条件付賛成とした機関でも、導入に際して株主総会の決議が必要とした機関は米国系で15機関、英国系で6機関。それから期間を明確に定めることを条件としたのは米国系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のは米国系で4機関、英国系で2機関という形になっております。

ちょっと説明が飛んでしまいましたが、このように機関投資家が望んでいるのは株主総会承認型であるといったものでございます。

「企業価値研究会 論点公開の骨子（概要）」（資料1：7ページ）に戻りまして、こういった三つの工夫をした防衛策については合理性を高めることができるのではないかと考えているというのが論点公開でございます。

5．今後の予定（資料1：8頁）

8ページにいきまして、今後、論点公開を行いたいと思っています。骨子は既に公開させていただいていますが、早急に論点公開を行いたいと思っております。また、このような場を含めて関係者と緊密に意見交換をさせていただきたいと思っております。

そのあと5月には企業価値防衛指針というものを、経済産業省と法務省の連名で出させていただいて、開示ルールを整備します。それから会社法の現代化が来年施行予定となっております。ただし、合併対価柔軟化は1年先送りとなっております。証券取引法の整備なども必要だと思っております、それらを含め、最終的にはM&Aの質の向上につながると思っております。

基本的に企業価値研究会の論点公開骨子として申し上げたいことは、もう一点だけございますので、そちらのほうをご説明させていただきますと、「論点公開骨子本体」（資料2）

の32ページを開けていただきたいのですが、この防衛策の論議が日本企業に何をもたらすかというところがございます。この骨子では現在五項目しか書いていませんので、実はこの部分が、我々が現在論点公開骨子の公表に当たって充実させなければいけないと思って力を入れているところがございます。この防衛策の論議が企業価値研究会のためによらず、世の中で起きている出来事から関心が集まるにつれ、いろいろな企業が今後防衛策の導入を具体的に考え始めているという状況になっておりまして、それが何を日本社会にもたらすであろうかということを、我々の期待として掲載したものでございます。

まず一つは株主重視という考え方が定着していくのではないだろうかという期待をしております。これは防衛策を導入するということに、株主の理解がなければやはり中々導入できないということもございますし、敵対的買収の防衛という意味でも、端的に言えば、配当ももちろんあると思いますが、株主を重視して、そういう配当政策も含めて考え出すであろうということです。

次は社外活用論の本格化でありまして、防衛策の合理性を立証しようと思うと社外を旨く活用するということは、非常に有効なツールになってくるはずです。社外取締役であるか、社外監査役であるか、いろいろな議論があると思いますが、社外を旨く活用して防衛策を図ろうと考えると、社外活用論というのが本格化してくるのではないかと思います。

それから3番目が株価連動報酬の普及が進むのではないかと考えてございます。これは当然のことながら買収されやすいか、されにくいというのが一義的には時価総額で決まってくるということを考えると、経営者にそれを意識して経営をしてもらうために、株価連動の報酬をとったほうが望ましいと考える株主も増えてくるだろうし、経営者もそうしておいたほうが議論もしやすいと思うのではないだろうかということに起因しているものでございます。

それから株主還元政策の見直しとか、開示・IR活動の強化というようなところ。これはすなわち内部留保が結構ある企業があると聞いていますが、そういったものが正当なのですよということをきちんと説明できないと、それがうまく時価総額に反映されないということから、そういうIR活動の強化を図っていくということになるのではないかと考えております。それから機関投資家や外部アドバイザーといった方々の機能強化も図られていくのではないかとこのように思っております。

これは企業の方々、もしくは買収者の方々が、こういう防衛策、もしくは買収策については具体的に議論していく中で、それぞれ何が問題で、何がフェアで、フェアでないのかとい

うようなことについて認識を深めて議論が活発化されることによって起こることではないかというふうに思っているところでございます。この防衛策の論議がもたらすであろう日本企業の社会の変化でございまして、こういったことについてもう少し具体的に記述すべき工夫を現在重ねているところでございます。

ちょっと時間が早かったかもしれませんが、宜しければご質問をいただいて、それにお答えする形でもう少し理解を深めさせていただければありがたいと思っております。どうもありがとうございました。

質疑応答

Q：資料2の21ページの「判断基準2の の【主な判断材料】の事前の株主承認の有無」のところで、この期間が10年前で有効かどうかということで、あとでご説明していただくというようなお話があったのですが、その点をもう一度お願いできるでしょうか。

新川課長補佐：「論点公開骨子本体」（資料2）の28ページをご覧になっていただきたいのですが、機関投資家の多くが3年以内のサンセット条項を支持しているということを踏まえ、防衛策の終了期間を例えば3年以内とした上で株主総会で定期的にチェックを行うことで、さらに合理性が高まるのではないかと形でお示しをさせていただいております。

さすがに10年では長すぎるという3年も長いのではないかとということもあるかと思えます。もちろんこの工夫はあくまで義務ではなくて、各企業がこれを見て3年にするもよし、自らの考えで5年にするもよし、「当社は絶対大丈夫だ」と10年にするのでもいいでしょう。もちろん何か他の方策を導入して、合理性が高いことが条件だと思いますが、そのようにいろいろな企業が自社でお考えになって決めていただくということではないかと思っておりますが、この論点公開骨子では3年というふうに出させていただいております。

それはさすがに日本の取締役の任期が2年で代わっていくのが多いと考えると、2年・2年で4年経つと経営陣も代わっている可能性などもあると思うと、3年というのは一つの目安になるのではないかとということで申し上げているということにして、これではなくてはいけないということではないと思っております。

Q：スケジュール観についてですが、まず一つに5月に発表を予定されている企業防衛指針なのですが、5月の初旬なのか、中旬なのか。そのあたりの感覚というのは今ございますでしょうか。

新川課長補佐：それは結構企業の人からも聞かれております。「株主総会の案内状を出したいのだけれど、このガイドラインが出ているかどうかで結構変わってしまうのです。」と言われていまして、尻を叩かれていると認識をしております、なるべく早く出したいとは思っていますが、明言をし、公約をすることは避けておきたいと思っております。

Q：今後のスケジュールということで証券取引法の改正も含まれているかと思うのですが、

おそらく今度は買い付け側のルールというのも整備していこうという思いもあるのかなと推察しておりますが、こちらのほうの改正のタイミングというところは会社法の改正と併せてくるようなスケジュール観になってくるのでしょうか。

新川課長補佐：証券取引法については、現在、時間外取引、立会外取引についての改正案が国会に提出されているところでございまして、まだその成立を見ていない状態でございます。したがって、その先の議論をするのは、現時点では適切ではないと思っていて、一方で論点は何もないかということとそんなこともないと思うので、この証券取引法の整備と書いて、何も書いていないという状態になっているわけでございます。そういう意味では証券取引法についてどのような論点があるのかということについて、まさに皆さん非常にご関心が深いとは思いますが、皆様のお考えがございましたら、ぜひ私どもにいただけるとありがたいなと思っております。

Q：「企業価値研究会 論点公開の骨子（概要）」（資料１：６ページ）にライツプランとか、黄金株とか、複数議決権株式を導入することができる旨のご説明の中で「入り口としてはOKだと、できないとは書いていないので会社法上は設計できます。」ということなのですが、「出口、つまり裁判で負けないか、違法とされないかということはまた別の話である。」ということでしたが、まさに企業経営者の方がその出口のほうで違法にならないか。具体的には違法と言いましても差止めとか無効というレベルの違法もありますし、代表訴訟で負けてしまうという違法もありますし、極端な場合は特別背任とか、そういった刑事のものまで絡んでくるという出口論のほうが非常に気にされているという印象を持っております。

例えば黄金株とかですと、これは通常の企業が導入された場合は違法にされる可能性はかなりありまして、ご存じのとおり、EUでは黄金株は最近立て続けに違法判決が出ている。ライツプランのほうであれば、まだマイルドなのですが、これについても株主平等原則等も含めて、本当に出口、裁判で大丈夫なのだろうかという懸念が強いというのが実感です。この出口論のところにつきまして少しお考えをお聞かせいただければと思います。

新川課長補佐：入口がくぐれて、そのあとの出口のほうが問題とのことなのですが、おっしゃるとおり、出口がまさにこの企業価値防衛指針のところなのです。その出口で違法とされ

ないための組合せとして、まず最低条件として委任状合戦の確保が必要ですよと、株主の権利を確保することが必要ですよということに加えて、三つの工夫のいずれか、もしくは組合せを採用されて合理性を高めることが必要ではないでしょうかということでございます。したがって、ある意味でこの企業価値基準を満たすための具体的な方策の部分が出口論でございます。したがって入口と出口は揃えてお出ししているつもりでございます。確かに黄金株というのは非常に強力な措置になるかもしれないというのは、我々も最近いろいろな人から言われている中の一つに含まれていて、ちょっと議論していかなければいけないのかなというふうに思いつつあります。

ただ、ライツプランについて株主平等原則に違反する、もしくは主要目的ルールが怖いということであれば、最終的にはそれも一つの判断ですので、判例が出るまで待つということも大事な判断だと思います。ただし、その間に敵対的な買収者が来ないという保証はないので、それも含めて企業経営者は悩まないといけないということになっているのかなと思います。

あと一つ、事前警告型というのは敵対的買収者が現れたら新株の発行等、色々な措置を取りますということだけ決議しておくというやり方でございます。これは普通に考えるとあまり差し止める性格のものではない。ただ、事前に警告はしているので敵対的買収者が来たときにそのような措置をとっても、「予め言っていました。」とは言える。そして効果がどのくらいあるかは分かりません。

Q：新株予約権を活用した防衛策、ライツプランのところ、この間、ニレコが導入したわけですが、普通株と予約権の一体流通性については今後どのように定められるご方針でおられますか。

新川課長補佐：一体性の問題は残っていると思います。ただ信託型ライツプランの場合には、その問題を解決することが面倒臭いですが、一応可能なのではないかと考えております。ライツプランが先ほどもちょっとご説明したときに、一般的には立ち止まると申し上げましたが、アメリカで発動しているのは手違いで、かなり初期の段階で発動してしまったのが1回あるだけです。ライツプランとは何かを知らずに買収者が買い越してしまったというときに1回あるだけと聞いておりますので、基本的にはライツプランは発動しないために導入されているものなのです。発動しなくて防衛しきるか、もしくは解除してTOBをかけてしまうということなので、新株予約権が新株に転換することは基本的にはあまりないはずで

そういったことを念頭に考えると、その問題はあまり大きな問題ではないのかもしれませんが。もちろん残っている問題であるとは認識をしていますが、とりあえずは信託型ライセンスを使うと、今その問題を解決することは可能だと思います。他の手もあるかもしれませんが、それはいろいろな人がいろいろな工夫をする中で多分編み出していくのかなと思います。

以 上