

企業価値研究会 論点公開の骨子 (概要)

- 1. 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 . . . 1
- 2. 敵対的買収に対する懸念の高まり . . . 2
- 3. 平時導入型の防衛策の必要性 . . . 3
- 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～ . . . 5
- 5. 今後の予定 . . . 8

平成 17 年 4 月
経 済 産 業 省

1. 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

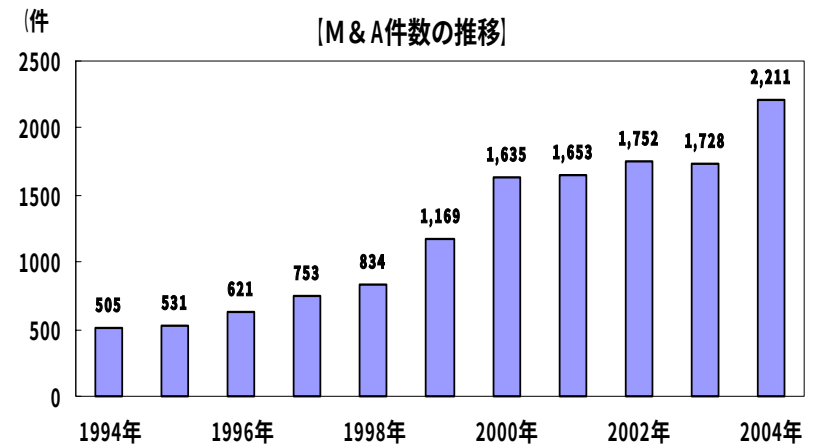
- 90年代後半以降、産業再編を促すために、企業組織形態の多様化・自由化を促進
- 独禁法、会社法、税制、労働法制など、関連する制度改革が精力的に行われてきたこともあり、90年代末以降、友好的な大型の再編が加速。

【企業組織再編を促す制度改革の進展】

- (1) 独占禁止法の改革
 - ・持株会社の解禁 (97年)
- (2) 会社法制の改革
 - ・合併制度の簡素化 (97年)
 - ・株式交換・移転制度 (99年)
 - ・会社分割制度 (01年)
- (3) 税制の整備
 - ・株式交換・移転税制 (99年)
 - ・企業組織再編税制 (01年)
 - ・連結納税制度 (02年)
- (4) 産業再生法の制定 (03年)
 - ・産業再編に対する支援策強化
 - ・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年)
- (6) 投資事業有限責任組合法 (ファンド法) の制定 (04年)
- (7) 雇用の流動化を促す労働法制の整備



【M & Aの増大と大型の産業再編の実現】

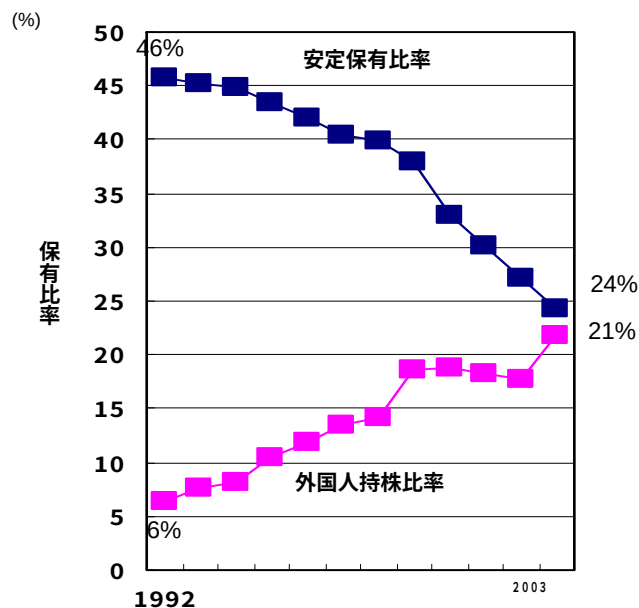


- **自動車業界**
1996年以降、日産、三菱、マツダに欧米資本が参入。5大グループに集約。
- **鉄鋼業界**
2002年8月のNKKと川崎製鉄の経営統合及び同年11月の新日鐵・住金・神戸連合の結成により2大グループに集約。
- **紙・パルプ業界**
2001年以降、3度の大きな企業再編。2大グループに集約。
- **セメント業界**
1990年代に2度の大きな企業再編。3大グループに集約。
- **通信業界**
1990年代後半以降、再編が加速化し、4大グループに集約。
- **流通業界**
2002年以降、ウォルマートが西友を買収 (02)、そごうが西武と経営統合 (03)、マイカルがイオングループと統合 (03) など再編が加速。

2. 敵対的買収に対する懸念の高まり

- 90年代後半に盛んに行われていた産業再編は友好的なものが中心であったが、今後は、敵対的な買収が増加するのではないとの懸念が高まっている。
- その懸念の大きな背景は、ここ10年間の急速な株式持合の解消や依然として大きな日米間の時価総額の格差にある。

株式持合の解消及び外国人持株比率の増加



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

日米間の時価総額格差

(全体)

・米国の時価総額は日本の約4倍

(個別企業別)

・ファイザー	30兆円	－武田薬品	4兆円
・P&G	15兆円	－花王	2兆円
・ウォルマート	24兆円	－セブンイレブン	3兆円
・マイクロソフト	33兆円	－キヤノン	5兆円

3. 平時導入型の防衛策の必要性

- これまでは、株式持合により敵対的買収者が高値を付けても長期的関係を重視する安定株主は買収者に株を売ることはなかったが、持合慣行が解消したことにより、敵対的TOBを仕掛けられると、最短、わずか3週間程度の中に、株価の高低だけで買収の決着がつくようになった。
- こうした現状を放置すれば、我が国の企業は、敵対的買収の局面においては、友好的第三者に新株（あるいは新株予約権）を割り当てたり、配当を増やして株価をつり上げるなど、あわてて対応することを余儀なくされる。

[ソニー vs. SPJ]

[TOB前のソニーの状況]

- ・各種繊維製品の染色加工
- ・無借金経営で、約200億円の流動資産を保有
- ・株価898円（TOB直前）、時価総額約100億円

03年春 SPJがソニーの経営者に友好的な買収を提案。

ソニー経営陣は拒否

12月19日 SPJが敵対的TOBを開始（1株1,150円）
・ソニーのホワイトナイト（NIF）が対抗TOBを実施。
・SPJが買付価格を引き上げ（1株1,550円）、NIFは撤退。
2月16日・ソニーが株主配当を13円から200円に増額。
・ソニーの株価が2,000円まで急騰。SPJは撤退。

・増配によるソニーの想定支出：約30億円（内部蓄積の約2割弱）
・配当、株売却によるSPJの想定利益：約20億円

あわてて対応すると内部蓄積の流出を余儀なくされる

[ユシロ vs. SPJ]

[TOB前のユシロの状況]

- ・油脂及び蠟製品の製造、販売
- ・安定的な収益で約130億円の流動資産を保有無借
- ・株価950円（TOB直前）、時価総額約100億円

03年春 SPJがユシロの経営者に友好的な買収を提案。

ユシロ経営陣は拒否

12月19日 SPJが敵対的TOBを開始（1株1,150円）
1月15日・ユシロが株主配当を14円から200円に増額
1月21日・ユシロの株価が1,985円まで急騰。SPJは撤退。

・増配によるユシロの想定支出：約26億円（内部蓄積の約2割）
・配当、株売却によるSPJの想定利益：約15億円

あわてて対応すると内部蓄積の流出を余儀なくされる

[ニッポン放送 vs. ライブドア]

[ニッポン放送の概要]

- ・ラジオ放送業
- ・フジ・サンケイグループの中核企業
- ・株価5940円（ライブドア買付当時）、時価総額2600億円

05年2月8日 ライブドアが時間外取引でニッポン放送の株を3割強取得（平均6,050円で買収）

2月23日 ニッポン放送がフジテレビに新株予約権の割当てを公表（発行されればフジテレビの保有比率が6割強に）
2月24日 ライブドアが新株予約権の発行差し止め仮処分を東京地裁に申請

3月23日 東京高裁はライブドアの主張を認め、新株予約権の発行差し止めの仮処分を決定

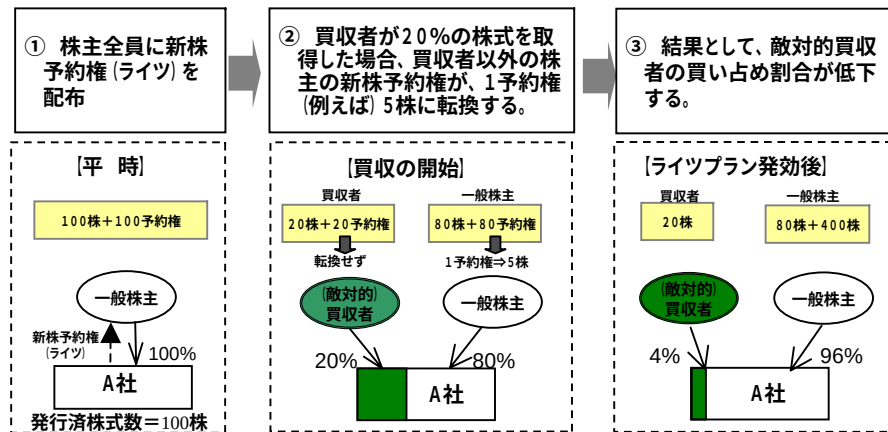
あわてて対応すると裁判で差し止めにあう

一方、米国では、敵対的な株式の買い占めに歯止めをかけ、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（次頁参照）

【米国企業が採用している主要な防衛策の仕組み】

○ライツプラン（株主に権利を与える仕組みのこと）

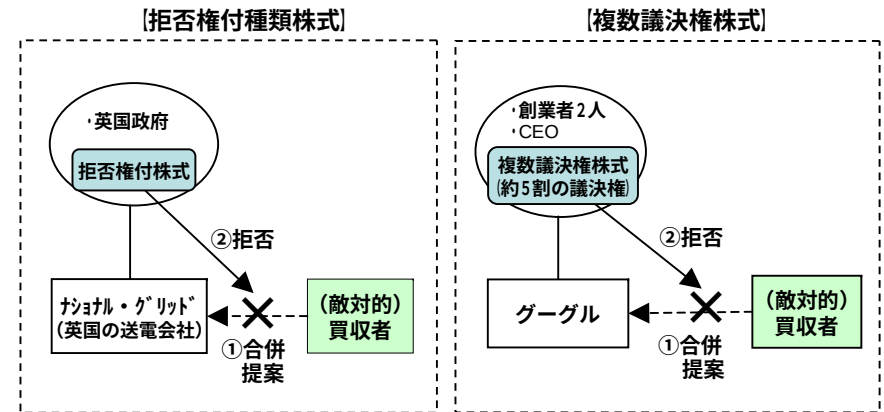
買収者が一定割合の株式を買い占めた場合、買収者以外の株主に自動的に新株が発行され、買収者の株式取得割合を低下させる仕組み（いわゆるポイズンピル）。



- ・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できないので、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。

○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。



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。

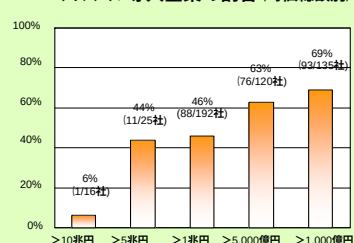
【導入状況】 米国企業の約6割が導入。時価総額1,000億円から5,000億円程度の企業の場合、約7割が採用。

【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

・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】 ナショナル・グリッド（英国の送電会社）、国際石油開発（日本の石油開発の中核的企業）など

・複数議決権株式

【導入状況】 米国企業の約1割が導入。マスコミなどの業界で導入割合が高い。

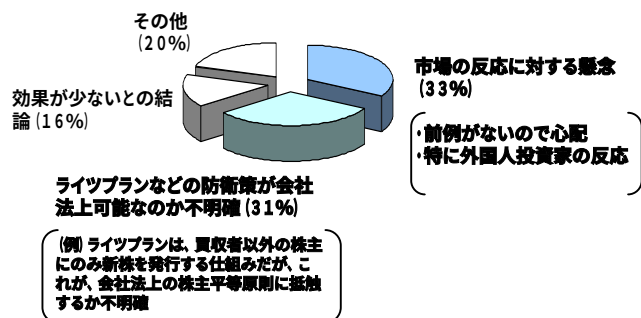
【主な導入企業】 NYタイムズ、ダウ、グーグルなど。また、カナダの新規公開企業では、約6割が導入。

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～

我が国における防衛策の確立

- ところが、日本ではこうした防衛策の前例や経験がないため、
 - ・ 防衛策を導入すると株価が下落するのではないか、
 - ・ 裁判沙汰になり違法とされるのではないか、といった懸念から、日本企業は導入に逡巡しているのが現状である。

自衛策の導入に踏み切れていない理由
(平成16年9月 経済産業省調べ)



- 「知恵と経験の不足」による過剰防衛・過小防衛の懸念
「敵対的買収に関する合理的な防衛策とは何か」というコンセンサスがない現状を放置すれば、
 - ① 有事になって防衛策をあわて導入して裁判沙汰になる、
 - ② 防衛策の採用に慎重になりすぎて、長期的な経営戦略がとりにくくなる、という弊害が生じる

- 経済産業省は、企業価値研究会（座長：神田秀樹東大教授）を昨年9月から開催し、有識者、経済界、法務省の参加を得て検討を重ね、「合理的な防衛策」について、概ね、次のような結論を得るに至った。

論点公開骨子の3つの要点

■ 会社法現代化の実現 [来年施行予定]

欧米並みの防衛策は現行法の下でも導入できるが、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。

■ 会社法令などの改正 (防衛策に関する開示ルールの整備)

[本年5月]

防衛策の合理性を確保する前提として、導入状況に関する株主への開示制度を創設する。

■ 企業価値防衛策指針の策定 [本年5月]

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、経済産業省と法務省と共同で、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する。

企業価値向上、グローバルスタンダード、内外無差別、選択肢拡大という4つの視点で敵対的企業買収防衛策の確立

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り、経営者は、敵対的買収者とじっくりと腰を据えて交渉することができるようになる。

(参考) 論点公開骨子

1. 欧米並みの防衛策は現行法の下でも導入できるが、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。 【→会社法現代化の実現】

- 欧米で認められている企業買収防衛策 (平時に導入し有事に発動する防衛策) は、現行の会社法の下、日本でも導入できる。
 - ・ 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。
 - ・ 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 (黄金株) を導入することができる。
 - ・ 単元の異なる複数の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。
- さらに、効果的な防衛策の導入を可能とするためにも、会社法現代化を実現する。

	＜現在＞		＜現代化後＞
・ 新株予約権を活用した防衛策 (ライツプラン)	株式への強制転換不可	→	新株を対価として強制転換可能
・ 強制転換条項付株式を活用した防衛策 (ライツプラン類似)	株主全員の同意が必要	→	特別決議で導入が可能
・ 種類株式を活用した防衛策 (いわゆる黄金株)	譲渡制限不可	→	譲渡制限可能
・ 合併等の決議要件の加重	加重可能かどうか不明確	→	加重可能 (明確化)

- 証取法やその他関連する法制度についても、合理的な敵対的買収に対するルール形成の観点から検討を進める。

2. 防衛策の合理性を確保する前提として、導入状況に関する株主への開示制度の創設が必要である。

【→会社法令などの改正 (防衛策に関する開示ルールの整備)】

- 株主が防衛策の導入状況やその内容に応じて適切な投資行動をとれるよう、防衛策に関する開示制度を創設する必要がある。
- また、こうした開示制度は、防衛策の内容に応じた買収者の対応を可能とし、買収者と現経営陣が公正な条件で交渉する基礎を提供する。
- このため、会社法令などを改正し、新株予約権などを活用した防衛策を講じる場合の開示ルールを整備する。
 - ・ 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」といった開示ルールを整備する。

3. 合理的な防衛策を示した以下のような指針を策定する。

【→企業価値防衛策指針の策定】

○ **【事前開示の徹底】**

会社法に基づいて、新株予約権や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。

○ **【企業価値基準遵守の原則】**

防衛策は、企業価値に対する脅威に対して講じた措置が過剰とならないよう工夫する必要がある。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。

○ **【企業価値基準を満たすための具体的な方策】**

具体的には、以下のような工夫を組み合わせることにより、防衛策の合理性を高めることができる。

- ・株主の選択権を確保する（防衛策の基本設計）。
 - －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する道を確保する。
- ・さらに、防衛策の合理性を高めるには、以下の3つの工夫が有効である（防衛策の追加的要素）。
 - －第三者チェック型（取締役会限りで導入するが、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）
 - －客観的解除要件設定型（取締役会限りで導入するが、防衛策の解除要件を客観的に設定する方式）
 - －株主総会承認型（消却の判断基準などの防衛策の内容について、あらかじめ株主総会の承認を得、定期的に株主総会のチェックを受ける方式）

5. 今後の予定

- **企業価値研究会の論点公開** (早急に)
～ 関係者との緊密な意見交換を実施 ～



企業価値向上につながる合理的な防衛策確立のための制度整備

- **企業価値防衛指針** (経済産業省・法務省) (5月)
- **会社法令の改正** (防衛策に関する開示ルールの整備) (5月)
- **会社法現代化** (来年施行予定)
- **証券取引法の整備**



M & Aの質の向上

(参考) 敵対的買収に対する防衛策及び国による防衛策のグローバルスタンダード

		日本	米国	英国	フランス	ドイツ
株式売買に関するルール (内外無差別)		【証券取引法】 ○公開買付規制 市場外の株式買付であって、買付後の持分比率が1/3を超えるなど一定の場合には、証券法に基づいて、買付期間、買付数量、買付価格等を予め開示し、全ての株主に平等に株式売却の機会を与えなければならない。 ○グリーンメール規制※ 10%以上の議決権を有する主要株主が、株式取得から6ヶ月以内に、会社等に高値で株式を引き取らせ利益を得た場合には、会社はその利益を会社に提供しよう請求できる。 ※グリーンメール：会社に対する有形・無形の圧力を通じて、会社等に保有株式の買い取りを要求する行為。	【証券取引所法】 ○公開買付規制 株式のかなりの部分の買付や市場価を上回るプレミアムを提示する買付は、買収価格など適切な開示の下で買付を行わなければならない。 ○グリーンメール規制 10%以上の議決権を有する主要株主が、6ヶ月以内に株式売買により利益を取得した場合、当該利益は株式発行会社に返還しなければならないとするもの。 【税法】 ○グリーンメール課税 グリーンメール行為により得た利益又はその他の所得に50%の税を賦課する	【EU 企業買収指令】 ○公開買付規制 買付後の持分比率が30%を超える場合は、買収者は、全株式に対して、現金又は流動性の高い証券を対価としてオファーすることが必要となる。また、買付に要する資金の裏付けも要求される。		
	企業が自主的にとりうる防衛策 (内外無差別)	以下のように、日本の会社法に基づいて欧米並みの防衛策を導入できることは法務省も明言しているが、現状のところ導入に踏み切った企業はほとんどない。 【会社法】 ○ライツプラン 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株式が発行され、買収者の取得割合が低下する仕組み。 ○特殊な株式の活用 ・拒否権付種類株式 ・複数議決権株式 (注) 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して決定権のある種類株式 (拒否権付種類株式) や他の株式よりも多数の議決権を有する種類株式 (複数議決権株式) を付与する仕組み。 (注) 単元制度を活用した複数議決権株式類似の制度。	【会社法】 ○ライツプラン 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株式が発行され、買収者の取得割合が低下する仕組み。 ○特殊な株式の活用 ・拒否権付種類株式 ・複数議決権株式 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して決定権のある種類株式 (拒否権付種類株式) や他の株式よりも多数の議決権を有する種類株式 (複数議決権株式) を付与する仕組み。	【シティ・コード (自主ルール)】 ○特殊な株式の活用 ・拒否権付種類株式 友好的な企業や政府関係機関などに、合併や取締役の交替などに関して決定権のある種類株式を付与する仕組み。 実際に、民営化された公益事業会社 (エネルギー関連) において、合併など重要事項について拒否権を有する株式を、国に割り当てる方策がとられている (いわゆる黄金株)。 ・複数議決権制度 定款で定めれば、長期間 (2年間) 同一株式を保有している株主には、当該保有する株式の2倍の議決権を付与することができる仕組み。 ○議決権制限株式 株式保有割合にかかわらず、議決権を一定以下に制限 (例えば15%など) する仕組み。	【会社法】 ○特殊な株式の活用 ・拒否権付種類株式 友好的な企業や政府関係機関などに、合併や取締役の交替などに関して決定権のある種類株式を付与する仕組み。 実際に、民営化された公益事業会社 (エネルギー関連) において、拒否権付種類株式を国に割り当てる方策がとられている (いわゆる黄金株)。 ・複数議決権制度 定款で定めれば、長期間 (2年間) 同一株式を保有している株主には、当該保有する株式の2倍の議決権を付与することができる仕組み。 ○議決権制限株式 株式保有割合にかかわらず、議決権を一定以下に制限 (例えば15%など) する仕組み。	【企業買収法】 ○監査役会が同意した対応策 監査役会の同意があれば、取締役会は、株式の買い占めを阻止する可能性のある行為 (新株発行などの対応策) を行うことができる。 ※ドイツは他の先進国と比較して、以下の理由から敵対的買収が起きにくい環境にある。 ① 上場企業が先進国に比べて少ない ② 株式持合の構造が依然として強い ③ 多層型の持株会社が形成されている。 【ホルクスワーゲン法】 ・ホルクスワーゲンの本社があるニーダーザクセン州の持株比率が18%あることにかんがみ、上記法律では、同社の株主の議決権の上限を20%以下に制限している。 ・また、上記法律では、連邦と同州に、2名の監査役の選任権を与えている。
政府による買収規制 (外国資本のみ)	外資規制法	【外国為替及び外国貿易法】 <規制対象業種> 航空機、武器、原子力、宇宙開発 (これらの産業に係るその他の業種 (注1) を含む)、火薬、電気、ガス、熱供給、通信、放送、水道、鉄道、旅客運送、生物学的製剤製造、香煙、石油、皮革、農林水産、航空運輸、海運	【包括貿易競争法 (イクソ・フリオ条項)】 <規制対象業種> 安全保障 (国家安全保障に影響を与えるM & A投資)	なし	【通貨金融法典】 <規制対象業種> 航空機、原子力、防衛・武器	なし
	個別法等	【規制対象業種】 通信、放送、鉱業、航空運輸、海運	【規制対象業種】 通信・放送、航空運輸、漁業、鉱業、航空運輸、海運、航空運輸、金融 (注2)、原子力	【規制対象業種】 宇宙、航空運輸、海運、放送 (テレビ、ラジオ)、金融 (注2)	【規制対象業種】 司法、航空運輸、海運、出版、テレビ・ラジオ、観光	【規制対象業種】 航空運輸、海運、鉄道

注1) 例えば、電子計算機・同附属装置製造業 (パーソナルコンピュータ製造業等)、電子部品・デバイス製造業等であって航空機産業、武器産業、原子力産業、宇宙開発産業に係るもの (例：航空機用の電子部品製造業) については、規制対象業種に含まれている。

注2) 米国及び英国においては、相手国が金融機関に対して国債引受業務等を規制する場合には、対抗上規制する権利を留保している。

注3) 外資規制法による規制及び個別業法等による規制の対象業種のうち、太字はOECD資本自由化コード上の安全保障等関連業種、細字は留保業種
 出典：UPDATING COUNTRY EXCEPTIONS UNDER THE NATIONAL TREATMENT INSTRUMENT DAFE/IME(2004)6 その他。