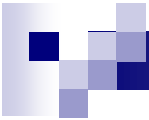


敵対的買収防衛策（企業価値防衛策）の整備

**企業価値研究会の論点公開の骨子と
企業価値防衛指針策定に向けた対応**

**平成17年3月
企業価値研究会**



目 次

はじめに

1. 大型買収時代に備えて

～企業価値向上、株主利益向上を目指した敵対的買収における公正なルールの形成～

2. 米国の現状、欧州の現状

- (1) 合理的な防衛策が企業価値に与える効果 ～ 防衛策の導入状況とその効果 ～
- (2) どういう工夫が企業価値を高めるのか ～ 機関投資家の議決権行使の基準 ～
- (3) 買収者と経営者の間で何が争いになるのか(誰にとって敵対的か) ～ 米国の判断基準 ～

3. 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～

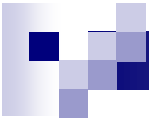
- (1) [法制度] 日本において欧米並みの防衛策を導入することは可能か
～ 現状でも可能、会社法現代化などでより効果的な防衛策の導入が可能に ～
- (2) [基 準] 防衛策の合理性はどのような基準で判断すべきか
～ 防衛策の合理性は企業価値向上策かどうかで判断 ～
- (3) [工 夫] 防衛策を合理的なものとするためにはどのような工夫が必要か
～ 防衛策を企業価値向上策とするための仕組み ～
- (4) 企業価値研究会の4原則

4. 企業社会のインフラ

- (1) 米国のトレンド ～ 防衛策の進化(裁判所や機関投資家がもたらした企業価値防衛策のダイナミズム) ～
- (2) では日本では? ～ 防衛策議論がもたらすであろう日本企業社会の変化 ～

5. 合理的な防衛策を実現するための具体的対応

6. 今後の予定



はじめに

企業価値研究会（座長：神田秀樹東京大学教授）は、持合構造が劇的に解消しつつある中で、次第に高まりつつある敵対的買収に対する懸念を背景に、昨年9月以降、8回にわたって、敵対的買収に対する防衛策（企業価値防衛策）のあり方について検討を重ねてきた。

（注）会社法現代化による三角合併制度の導入は、友好的な提携を促す制度であり、これが研究会における検討のきっかけではない。

研究会開催以降、数多くの経営者、機関投資家や海外関係者との議論を重ねるとともに、欧米における防衛策の導入状況や判例分析など、相当程度緻密な調査・分析を行ってきたところである。

研究会では、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つの視点で検討を加えてきたが、今回の論点公開は、グローバルスタンダードな防衛策の現状を踏まえながら、企業価値や株主利益の向上につながる合理的な敵対的企業買収防衛策のあり方を提示している。

企業価値研究会としては、政府が、この論点公開を契機に、関係者との意見交換を深めた上で、敵対的買収における公正なルールの形成を促すため、会社法や会社法令、証券取引法などの関係法令の整備を急ぎ、また、敵対的買収防衛策に関する指針（企業価値防衛指針）を策定することを期待するものである。

委員名簿

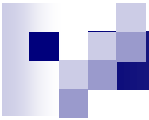
(50音順 敬称略)

座長	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
	安達 俊雄	シャープ株式会社 取締役 東京支社長
	石綿 学	森・濱田松本法律事務所 弁護士
	梅本 建紀	株式会社レコフ 情報企画部門担当執行役員 兼 情報企画部長
	大澤 敏男	山之内製薬株式会社 執行役員 グループ戦略企画部長
	大杉 謙一	中央大学法科大学院 教授
	久保田政一	日本経済団体連合会 経済本部長
	佐山 展生	一橋大学大学院国際企業戦略研究科助教授、GCA株式会社代表取締役
	柴田 和史	法政大学法科大学院 教授
	武井 一浩	西村ときわ法律事務所 弁護士
	寺下 史郎	株式会社アイ・アール ジャパン 執行役員
	西川 元啓	新日本製鐵株式會社 常任顧問
	畑 隆司	トヨタ自動車株式会社 経理財務本部担当 常務役員
	八田 信男	ローム株式会社 取締役 管理本部長
	八丁地 隆	株式会社日立製作所 執行役専務
	藤縄 憲一	長島・大野・常松法律事務所 弁護士
	堀井 啓祐	ソニー株式会社 グローバル・ハブ コンプライアンスオフィス シニアバイスプレジデント
	松古 樹美	野村證券株式会社 IBコンサルティング部 課長
	松田 英三	読売新聞東京本社 論説委員
	村田 敏一	日本生命保険相互会社 企画総務部 調査役
	柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科・経済学部 助教授

(オブザーバー)

相澤 哲 法務省民事局参事官

(以上)



企業価値研究会における調査事項

1. 米国の現状、欧州の現状 ～欧米ではどのような対策が採られているか？

◎米国における防衛策の実態分析

・S & P 500構成企業(488社)の防衛策の導入実態、防衛策が買収プレミアム、買収活動、株価などに与える影響を分析。

◎欧州における防衛策の実態分析

・イギリス、ドイツ、EUにおける敵対的買収防衛策に関する考え方、実態を分析。

2. 機関投資家の考え方 ～投資家はどのような防衛策を支持しているのか？

◎欧米の主要機関投資家の考え方

・議決行使ガイドラインでどのような基準が定められているか(主要機関投資家10社の議決権行使ガイドラインを分析)

・ヒアリング調査(英米系年金基金、英米系運用機関、米国労働組合資金運用機関、全米機関投資家協会など約40機関)

3. 司法判断 ～米国ではどのような司法判断が確立しているか？

◎米国における防衛策に関する主要判例分析

・1985年以降、デラウェア州における300程度ある買収防衛策に関する裁判のうち、最高裁判所で争われた約30の判決について、買収者側の主張、会社側の主張、判決内容からどのような防衛策であれば合法とされるのかを分析。

4. 日本の実態 ～日本ではどのような対策を採りうるか？

◎日本企業の敵対的買収に関する実態調査

・日本企業約60社から敵対的買収に対する対策、考え方等を調査。

◎日本における実践的な方策について

・日本で導入可能な実践的な方策を分析。

◎日米における委任状合戦の実態調査

・日米の委任状合戦の相異点及び日本における委任状合戦の可能性を分析。

5. 企業買収に関する経済理論

◎敵対的買収の経済合理性について理論的に分析。



企業価値研究会 審議経過

- | | |
|-------------------|--|
| 第1回 (平成16年9月16日) | 研究会の進め方について
企業価値防衛策のあり方について
敵対的TOBへの対応について |
| 第2回 (平成16年9月28日) | 日本企業の現状 (実態調査結果報告)
日本企業の問題意識 (産業界委員からの説明) |
| 第3回 (平成16年10月20日) | 主要判例から見る合理的な防衛策の条件について
米国における防衛策の導入実態とその効果について
欧米の主要機関投資家の企業防衛策に対する議決権行使ガイドラインについて |
| 第4回 (平成16年11月25日) | 欧州における防衛策の実態
企業買収に関する経済理論について |
| 第5回 (平成16年12月22日) | 主要論点及び考え方について
敵対的買収に対する実践的な方策について |
| 第6回 (平成17年 1月19日) | 論点整理について
敵対的買収に対する実践的な方策について |
| 第7回 (平成17年2月9日) | 論点整理について
委任状合戦の実態について |
| 第8回 (平成17年3月7日) | 論点公開の骨子について |

1. 大型買収時代に備えて

～企業価値向上、株主利益向上を目指した敵対的買収における公正なルールの形成～

共有すべき認識

- 我が国の企業構造は、持合構造の解消などを背景に、ここ10年間で劇的に変化し、資本市場からの規律が格段に機能するようになりつつある。また、企業の組織再編を促す制度環境も格段に整備された。
- この結果、90年代末以降、友好的な企業組織再編による大型の産業再編が進んだ。また、不良債権処理と平行して、事業再生ファンドなどが主導する新しい形の事業再生も進捗し、経営危機に瀕した企業の組織再編も加速している。
- 一方、こうした友好的な企業再編のみならず、我が国でも経営陣が賛成しない敵対的な買収の動きが顕在化しつつある。
 - ・この1年強の間をみても、敵対的な買収など会社の支配権を巡る争いや、これに対する対抗手段の実例が顕在化している。
 - SPJによるユシロ、ソーに対する敵対的TOB (03年12月)
 - 三井住友によるUFJへの敵対的合併提案と東京三菱FGに対するUFJ銀行の拒否権付き種類株式の発行 (04年9月)
 - ベルシステム24による第三者割当増資 (04年7月)
 - 国際石油開発による石油公団への拒否権つき種類株式の発行 (04年11月)
 - ライブドアによるニッポン放送への敵対的買収提案とニッポン放送によるフジテレビへの新株予約権発行 (05年2月) など
- 持合の解消、敵対的買収に対するアレルギーの減少などを背景に、こうした敵対的買収は今後も増大するものと見込まれており、経営サイドの敵対的買収に対する懸念も増大している。
 - ・世界的にM&Aの件数は増加し、その規模も大きくなっている。その一定割合は敵対的買収によるものである。
 - ・我が国においても、株式市場が活性化していた時期に敵対的買収が頻発したこともある。その時期に比べても、株式持合の解消も進んでいることから、今後、我が国でも敵対的買収が増加する可能性は高い。
 - － 「世界的な景気回復を背景に、世界で敵対的買収が急増している。2004年に敵対的買収で提示された案件の総額は約26兆円と前年の2.8倍。
 - ・専門家の間では、今後とも敵対的な買収が増えるとの見方が多い。」(出所:2005.1.24付け日本経済新聞)
 - － 「2005年はM&Aがブームになるだろう。背景には経済への信頼回復などがある。トムソン社によると、2004年12月の企業買収額は、調査開始以降、最高額だった」(出所:2005.1.2付け米国記事)
 - ・「敵対的買収者＝乗取屋」という印象も薄れ、また、従業員側にも、外資による自社の買収に抵抗がないとする声が多いとの調査結果もある(2004.10.18付け日本経済新聞)。我が国においても敵対的買収が受け入れられる土台が形成されつつある。
 - ・なお、過去においては、こうした敵対的買収に対して持合構造が機能してきたが、最近ではそれも機能しなくなりつつある。

- 敵対的買収への懸念が増加すること自体は、経営の規律を高める努力を促す効果がある。事実、敵対的買収への対応策として、株価を高める経営努力を掲げる経営者も多い。
- 他方、日本においては、敵対的買収について、十分な経験を積んでいるとは言えず、いかなる対応が企業価値を高め株主利益を守るために合理的かという知恵も不足している。すなわち、「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十分形成されていない状況にある。
- このため、経営者の保身を目的とする過剰な防衛策が導入される、あるいは逆に、企業価値を高めることを目的とする妥当な企業価値防衛策を講じることができないという、双方の懸念が顕在化している。



敵対的買収における公正なルールの形成を目指して ～会社法など関係法令の整備と企業価値防衛指針の策定～

- そこで、企業価値研究会は、この論点公開において、企業価値・株主利益の向上につながる合理的な敵対的買収防衛策のあり方を実現するための、制度整備、判断基準、具体的な方策の工夫を提示する。これを受けて政府は、会社法現代化の成立や関係法令の整備を急ぐとともに、合理的な買収防衛策のあり方を定めた、「企業価値防衛指針」を早急に策定することが望ましい。

・指針の策定により、企業価値を損なうと思われる買収提案に対して会社側が一定の歯止めをかけ、経営者、敵対的買収者が適切な時間をとって交渉することを可能とするようなルールの形成が促される。また、買収提案と現経営者の経営方針のどちらが優れているかについて、株主が正確に判断できるような機会も提供され、企業価値や株主利益の向上も実現できる。

(参考) 日本における敵対的買収の経験

- 我が国では、敵対的買収に対し、安定株主との強固な株式持合により対抗してきたが、近年では株式持合慣行が崩壊しつつあり、株式持合が有効な防衛手段として機能しづらくなってきている。
- また、反社会勢力などからの敵対的買収の局面で友好的な第三者を確保できた企業においては、第三者割当増資も有効な防衛手段として活用されてきた。ただし、この際に利用された主要目的ルールは、無理に資金調達目的を折り込み判示してきたという経緯もあり、全てのケースで有効な判断基準として機能していたわけではない。
- 近年では、安定株主を持たず、豊富な資金を有し、資金調達を行う必要の無い企業などにおいては、増配により株価を高め、防衛に成功した事例も現れている。(ただし、企業の経営に必要な資金までも配当に分配してしまうような場合には活用することができず、全ての企業に当てはまるとは限らない。)

【株式持合による敵対的買収への対抗事例】

<買収が成立しなかった例>

○ミネベアによる三協精機株式の買い占め (1985～88年)

- ・ベアリングの大手ミネベアが、精密機械メーカー三協精機製作所の発行済み株式19%を取得。その後、1対1の対等合併を提案。
- ・これに対し、三協精機は、提案を拒否。防衛手段として、金融機関や取引先による安定株主工作を図り、60%程度の安定株を確保。ミネベアは、安定株主である金融機関などの取り崩しが困難であったことから、合併を断念。株式を売却。

○ブーンカンパニー (ビケンス氏) による小糸製作所株の買い占め (1989～91年)

- ・小糸製作所の発行済み株式の20.2%を取得し筆頭株主となったブーンカンパニーは、株主総会において自派の取締役の選任や増配を要求したがすべて否決。
- ・ブーンカンパニー所有の小糸株が購入先の麻布建物グループからの融資により購入されたものと判明したため、ブーンカンパニーは小糸製作所の買収を断念。

○MACによる昭栄に対するTOB (2001年)

- ・株式持合比率が約72%の昭栄に対して、2001年1月にMACが公開買付(買付価格:1000円、約14%のプレミアム)を実施。
- ・大株主はMACが提示した価格が昭栄の本来価値を反映していないとして買付に応じなかったため、MACの取得した株式割合は6.5%にとどまった。

<買収が成立した例>

○英C&W→国際デジタル通信 (IDC) (1999年)

- ・1999年5月から6月にかけて、英ケーブル・アンド・ワイヤレス (C&W) が、筆頭株主となっている国際デジタル通信 (IDC) に対する公開買付を実施。発行済み株式の97.69%を取得し子会社化した。

【増配による敵対的買収への対抗事例】

○SPJによるユシロ、ソトーに対する公開買付 (2003～04年)

- ・03年、米国の投資ファンドであるスティールパートナーズ (SP) は、ユシロ、ソトーに対し同時に公開買付を実施。
- ・これに対し、ユシロは増配で対抗。ソトーは当初、国内の別のファンドをホワイトナイトとする対抗TOBを行うが、SPが提案価格をつり上げたため増配により対抗。
- ・この結果、ユシロ、ソトーともに株価がTOB前の倍以上に高騰したため、TOBに応じる株主がほとんど現れず、公開買付失敗。

【第三者割当増資による敵対的買収への対抗事例】

<裁判で認められた例>

○コスモポリタンによるタクマ株の買い占め (1987～89年)

- ・元暴力団幹部を社長とする投資グループ、コスモポリタンは、タクマ株の36%を取得し、タクマに対し、社長の解任などを議題とする株主総会を開催するよう圧力をかけた。
- ・これに対し、タクマはコスモポリタンの要求を無視した上で、新製品開発や海外事業の促進を目的として、住友銀行などに対し第三者割当増資を実施。(コスモポリタンの持株比率は29%に減少)
- ・コスモポリタンは第三者割当増資の差し止めを求め提訴。大阪地裁は新株発行に合理的な理由があるとしてこれを却下。その後、コスモポリタンは株価暴落を受け資金繰りが悪化し、破産。タクマ株式は市場で売却された。

○高橋産業による宮入バルブ製作所株の買い占め (1988年～89年)

- ・中堅バルブメーカーの高橋産業が宮入バルブ株の50.1%を取得。これに対し、宮入バルブは二度にわたり、第三者割当増資を行い対抗。
- ・高橋産業は二度とも差し止め請求を行うが、裁判所はいずれも資金需要があるとして却下。この結果、高橋産業の保有率が40%に低下。高橋産業は宮入バルブの買収から撤退。

<裁判で認められなかった例>

○秀和による忠実屋、いなげや株の買い占め (1989～91年)

- ・不動産会社の秀和は、流通業界の再編を目指し、忠実屋 (33%)・いなげや (21%) 株を購入。忠実屋・いなげやは、これに対抗し、それぞれに対して20%にあたる第三者割当増資を実施。秀和は、この増資に対し「新株発行の差し止め」仮処分を申請。
- ・判決は、忠実屋・いなげやのそれぞれに対する新株発行は正式な手続きを得ていない有利発行であり、特定の株主の持株比率を低下させることだけを目的とした不正発行であるとして差し止めを命令。最終的には、秀和は忠実屋株をダイエーに、いなげや株をイオンに売却。

○バナーズなどによる宮入バルブ製作所に対する委任状合戦 (2004年)

- ・バナーズなどの投資グループは、宮入バルブ株式の37%を取得。
- ・これに対して宮入バルブは、第三者割当増資実施。投資グループは有利発行であるとして差し止め請求を行い、裁判所はこれを認め差し止め命令。
- ・この後、投資グループは宮入バルブ株式を55%まで買い増し。臨時株主総会を招集し、社長解任決議などが特別決議にて可決となり、投資グループの押す新社長が就任した。

2. 米国の現状、欧州の現状

(1) 合理的な防衛策が企業価値に与える効果 ～防衛策の導入状況とその効果～

- 高い株価を提案する敵対的買収に対する防衛策（TOBを一時的にストップする方策）は、以下のような難点がよく指摘される。
 - ・ 経営者の保身に悪用されるのではないか。
 - ・ 高く買ってくれる買収者を排除しなくても良いのではないか。
- にもかかわらず、制度的に見て敵対的買収に無防備な国はない。
 - ・ 米国公開企業の約56%（2004年8月末時点）がライツプラン導入
 - ・ 米国公開企業の1割、カナダの新規公開企業の6割が複数議決権株式を採用
 - ・ ドイツは企業買収法を制定し、かつ監査役会承認を条件に防衛策採用を可能に
 - ・ フランスは長期株式保有者に複数議決権株式を付与
 - ・ 英国は、米国のようなライツプランを導入している企業はないものの、株主総会承認を条件に防衛策採用は可能
 - ・ EUの買収指令は、各国の裁量で防衛策導入を容認（米国企業とのイコールフットィングを意識）
- なぜか？
 - ・ 企業価値を損なうような不適切な買収提案を排除することができる。
 - ・ 買収者と時間をかけてじっくり交渉し、有利な条件を引き出すことが可能となる。
 - ・ 平時から敵対的買収に備えておくことで、長期的な経営戦略を安定的に展開することが可能となる。

合理的な防衛策ならば、その導入により企業価値や株主利益の向上を実現させることができる。

<ライツプランの効果>

- ライツプランを平時から導入しておけば、敵対的買収者は株の買い占め (TOB) ができないので、ライツプランを消却するよう経営陣と交渉することとなる。これにより、不適切な買収提案を排除することが可能となる。
 >「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。」(ヤフーのライツプラン導入時(01年)のステートメント)
- また、ライツプランを導入している企業に対する敵対的買収は、委任状合戦を通じて行われることとなるが、この場合、株主に買収提案と現経営陣の経営戦略をじっくり比較する時間を提供する。またより良い提案を行った方が株主の支持を集めて勝つことになるので、結果として株価や企業価値が向上する。
 >「各種の実証分析によれば、ライツプランの導入による株価変動に一般的な特徴は伺えない。また、ライツプランを導入している企業の方が、買収プレミアムは1割上がる。」
- またライツプランは、他の防衛策に比して、平時における企業価値、株主の議決権等に悪影響をもたらさない。

[ライツプランが株価や買収プレミアムに与える影響]

[ライツプランが株価に与える影響]

=ライツプランの導入による株価変動に一般的な特徴は伺えない。]

出所:Georgeson Shareholder, Mergers & Acquisitions: Poison Pills and Shareholder Value/ 1992-1996 (1997)
 野村證券「企業価値研究会」(経済産業省) 提出資料

[ライツプランが買収プレミアムに与える影響=プラスの効果]

(実証分析)

- 導入企業の方が4%高い (1997~2000)
 ※1997年から2000年における取引価額及び企業価値が10億ドル超の397件の取引が対象
 ※上記のうち、技術関連会社が買収対象となった取引では、ライツプランを設けていない会社の方がプレミアムが高いという結果もでている。技術関連会社を除いた場合、買収プレミアムの差は7.5%まで拡大する。

出所:J.P. Morgan & Co, Poison Pills and Acquisition Premiums (May 2001)

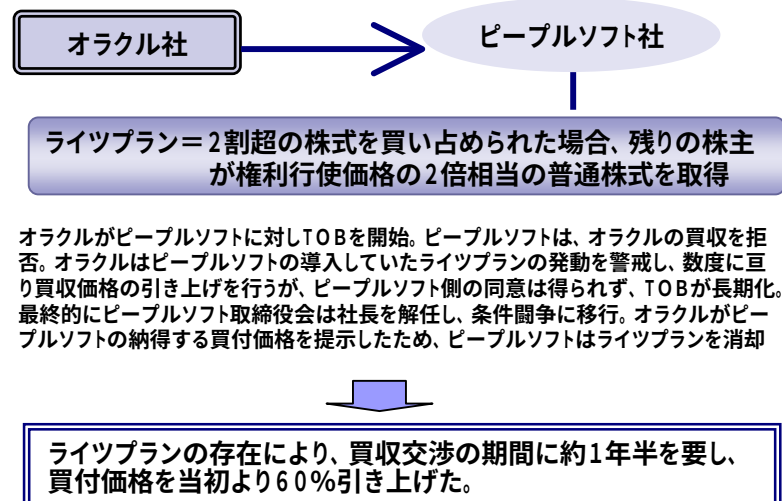
- 導入企業の方が10%高い (1993~1997)
 ※1993年から1997年における50%以上の株式が取得された5億ドル超のすべての取引300件が対象。
 出所:J.P.Morgan & Co, Median Control Premiums: Pill v No Pill (July 1997)

- 導入企業の方が8%高い (1992~1996)
 ※1992から1996までの5年間ににおける319件 (2.5億ドル超) の取引が対象。
 ※プレミアムは、買収オファーの発表の1週間前の株価と買収完了時の株価の比較
 ※319社中、ライツプランを導入していた会社は105社。

出所:Georgeson Shareholder, Mergers & Acquisitions: Poison Pills and Shareholder Value/ 1992-1996 (1997)

- 導入企業の方が10%程度高い (2001~)
 出所:野村證券「企業価値研究会」(経済産業省) 提出資料 (2001年以降に買収対象となった企業のうち買収金額が2億ドル以上の取引のうちライツプランを導入していた会社は105社)

[ライツプランが買収交渉の時間を作り、買収条件を引き上げた事例]



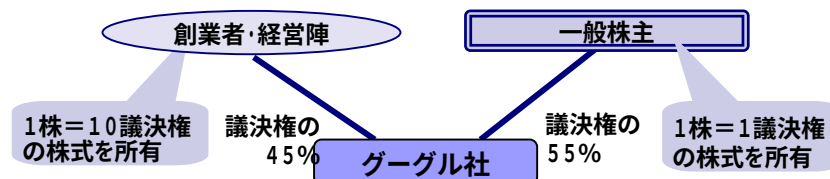
<複数議決権付株式の効果(良い事例)>

- 経営能力に長けた創業者に割り当てれば、長期安定的な経営展開が確保されるので、市場からも評価され、株価が上昇する。

[複数議決権付き株式が機能した事例]

- 米国のインターネット検索会社グーグル社では、議決権の異なる2種類の株式を用意し、創業者2人及び経営陣が強力な議決権 (1株10票) を保持する一方、1株1票の優先株式のみを一般株主に割り当てる形で公開し、長期的な経営方針の堅持を確保。

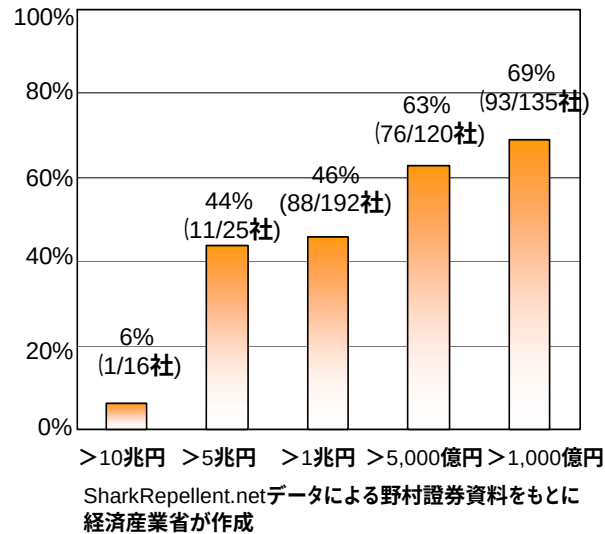
株式公開後、時価総額が5兆円を超え、市場の評価を得ている。



(参考) 米国の主要企業の防衛策導入状況

(2004年9月現在)

【ライツプラン導入企業の割合】 (時価総額別)



(用語説明)

○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(典型的には15%から20%程度)、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が低下する仕組み

○期差任期制

取締役の選任に期差を設ける制度

○白地株式

将来の市場動向に応じて株式の内容を自由に決める権限を取締役会に付与

○複数議決権

創業者等の特定の株主が複数の議決権を持つ仕組み

○取締役の補充選任授權

取締役に欠員が生じた場合に、取締役を補充する権限を取締役会に付与

○取締役の解任制限(正当事由)

任期中で取締役を解任する場合に正当事由を必要とするもの

○取締役の解任制限(要特別決議)

任期中で取締役を解任する場合に総会の特別決議を必要とするもの(注)

注:米国では、通常、取締役の解任は普通決議で可能。

① 投資銀行の上位三社は全てライツプランを導入

	時価総額 (100万ドル)	ライツ プラン	期差 任期制	白地株式	複数 議決権	取締役の 補充選任 授權	取締役の 解任制限 (正当事 由)	取締役の 解任制限 (要特別 決議)
モルガン・スタンレー	52,627	○	○	○		○	○	○
メリルリンチ	48,664	○	○	○		○	○	○
ゴールドマン・サックス	44,748	○	○	○	○	○	○	○

② IT電子・電機業界やソフト業界の多くの企業がライツプランなどの防衛策を導入

DELL (コンピューター製造)	86,283	○		○		○	○	
ユニシス (コンピューター製造)	3,450	○	○	○		○	○	○
ゲートウェイ (コンピューター製造)	1,983	○	○	○	○	○	○	
ゼロックス (コンピューター製造)	12,050	○		○			○	
オラクル (ソフトウェア)	62,208	○		○				
シマンテック (ソフトウェア)	18,358	○		○				
Adobe (ソフトウェア)	12,831	○	○	○		○		
ピープルソフト (ソフトウェア)	7,250	○	○	○		○	○	○
ヤフー (コンピューターシステム開発)	47,892	○		○				

③ その他、米国の主要企業の防衛策導入状況

シスコシステムズ (電信電話機器製造)	120,107	○		○				
エリーライリー (医薬品)	57,026	○	○	○		○	○	○
モトローラ (電気機器製造)	39,832	○		○		○		
ジレット (化粧品)	39,433	○	○	○		○	○	
アメリカンファミリー (保険)	19,191				○			
Gap (服飾品小売)	17,831			○	○	○		
ハーレイダビッドソン (輸送用機械)	16,584	○	○	○		○	○	
ムーディーズ (専門サービス業)	10,903	○	○	○		○	○	○

(2) どういう工夫が企業価値を高めるのか ～ 機関投資家の議決権行使の基準 ～

○ 基準は「防衛策が長期的な株価の向上をもたらすかどうか」

- ・ ハーミーズの議決権行使ガイドライン
「敵対的買収状況においては、既存の経営陣や役員会がその企業の株主にとっての長期的利益を実現しようと確信できることを前提として、既存の経営陣を通常支持します。」
- ・ AFL-CIOの議決権行使ガイドライン
「ライツプランの評価をする際には、長期的企業価値の向上に資するか否かを考慮すべき」、「長期的な株主価値の向上を目的とする買収提案に対しては好意的に対応すべき」
- ・ 米国法律協会のガイドライン
「(敵対的買収局面における取締役の行為については、)株主の長期的利益を著しく害することにならない限り、会社が適法な関係を有する(株主以外の)諸利益を考慮することができる」
- ・ (参考) 厚生年金基金連合会のコーポレートガバナンス原則
「企業の目的は、長期間にわたり株主利益の最大化を図ることにある。なお、株主利益の最大化は、従業員、取引先、地域社会などのステークホルダーの利益と矛盾するものではなく、これらのステークホルダーとの良好な協力関係の確立により達成できるものである。」

○ 機関投資家の3つの判断

- ① 経営者に絶対権限を与える防衛策は原則反対(複数議決権株式等)
- ② 委任状合戦を制限したり、交渉の長期化をもたらす防衛策を投資家は嫌う(期差任期制等)
- ③ 経営者に買収者との交渉力を与えるような方策は条件付きで支持(ライツプラン)

- 要すれば、長期的な株価向上のため、取締役会に買収者との交渉力を与えるような防衛策については支持している。
ただし、濫用のおそれもあるので、株主のチェック(株主総会の承認、社外チェック、サンセットなど)を求める傾向にある。

機関投資家は、長期的な株価向上という判断基準に基づき、防衛策の濫用を防止している。

(参考) 防衛策導入に関する欧米機関投資家の評価

- 投資家の反応は「条件付賛成」、「原則反対」、「絶対反対」に分かれている。
- 防衛策の中でも、合理的なライツプランは投資家から評価されている。株主価値への効果も実証されている。
- 防衛策導入に際しては、株主総会の承認を求める傾向にある。

【議決権行使ガイドラインにおける防衛策へのスタンスの傾向】

<機関投資家・運用機関の主な考え方>

絶対反対

期差任期制：○ライツプランなど他の防衛策との併用で自由市場における大きな障害となるため反対。

- 年1回の取締役選任こそが取締役のパフォーマンスを向上させる。
- 長期的企業価値を向上させる取引を阻害する。

複数議決権：○株主の権利を希薄化する可能性があるため原則反対。

- 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。

白地株式：○株主の権利を希薄化し、取締役が配当、議決権などに関する株主の権利を決めることになるので原則反対。

- 株主の賛成がある場合や、目的が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。

特別多数条項○少数株主が拒否権を持つことで、株主の権利が制限させるため原則反対。

- 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。

- 全取締役が反対している株主提案については認める。

原則反対

ゴールデンパラシュート：

(賛成の条件) ○給与の2～3年分であれば賛成。

- 株主総会で承認を受けた場合は賛成。

ライツプラン：

(賛成の条件)

<<行使条件>>

- 20%以下の株式所有でトリガー条項が発動するフリップ・イン条項を含むライツプランでなければ賛成。

<<株主承認等>>

- 株主総会の承認を得るならば賛成。
- 3年(またはそれ以下) 毎に見直すサンセット条項があれば賛成。
- 最低でも3年毎に社外取締役による構成される委員会で見直しを行うライツプランについてはケースバイケースで支持。

<<消却条件>>

- 議決権行使ガイドラインにて一律に消却条件を定める機関投資家はない

条件付賛成

<その他>

- グリーンメールへの応諾については、明確に反対を表明している機関が存在。
- 公正価格条項については、株主は平等として賛成する機関と良好な買収すら抑制する可能性があるとして反対する機関が存在。
- 株主の権限を制限することを目的とする会社所在地の変更には反対する機関が存在。

(出所：公表されている10機関の議決権行使ガイドラインより経済産業省にて作成)

【日本に投資する運用機関の防衛策に対する平均的な考え方】

- 日本企業に対して投資を行っている運用機関のうち、運用額が上位の機関(米国20機関、英国20機関)を対象に、欧米で導入されている防衛策に対する考え方に関するアンケートを実施(日本企業の採用に関するものではない)。

・防衛策の導入に対する態度。

	(米国系機関)	(英国系機関)
賛成	0%	6%
条件付賛成	100%	61%
絶対反対	0%	33%

・条件付賛成とした機関のうち、

- ①導入に際して株主総会の決議が必要とした機関。

米国系で15機関、英国系で6機関。

- ②期間を明確に定めることを条件とした機関

米国系で6機関、英国系で3機関。

- ③消却が可能であることを条件とした機関

米国系で4機関、英国系で2機関。

- ④その他

英国系で4機関

・株主価値の希薄化も考慮に入れて個別判断

・全ての案件の状況なども考慮し個別判断。など

(出所：(株)IR JAPAN、米国19機関、英国18機関が回答)

(3) 買収者と経営者の間で何が争いになるのか (誰にとって敵対的か) ～ 米国の判断基準 ～

- 買収案件に関する米国デラウェア州裁判所の判断基準
- 経営判断原則 (経営者が判断することが妥当という考え) から、経営者の利益相反を防ぐため、より厳格な基準に修正。

[ユノカル基準～企業価値への脅威とそれに対する防衛策の相当性が必要]

防衛策の導入が適法かどうかは、①敵対的買収が対象企業の経営や効率性に対し脅威となり、②防衛策が脅威との関係で相当なものであったかどうかで判断する。

[ブラシウス基準～防衛策の相当性に関する修正1]

委任状合戦の機会を株主から奪う防衛策については、取締役は更にその合理性を強く立証しない限り違法になる。

[レブロン基準 ～防衛策の相当性に関する修正2]

以下の局面においては、取締役は防衛策を講じてはならず、売却価格の最大化を図らなければならない (防衛策の合理性はないと判断され違法となる)。

- ①経営陣が、会社自体を売却するか、会社の分割を含む再構築を行うことを決定した場合。
- ②支配権の移動を伴う組織の再編があり、再編後に支配株主が生じる場合。

○ 争点：何を守るのか ～ 「企業経営の効率性、長期的な株主価値の増大」

○ 敵対的買収による企業価値に対する脅威があるかどうか

・ 以下のような買収の場合は脅威があったとみなされる。

➢ 強圧性を有する買収

二段階買収などのように、株主に売り急がせるような買収類型。買収者の属性（グリーンメイラーかどうか）や買収の手法により合理性を判断。

➢ 株主誤信のおそれ

買収者の提案が会社の正しい価値を反映していない買収類型。経営者が想定する会社価値のもっともらしさ（企業の競争力の源泉・根幹となっている人的資本の蓄積・信頼関係への影響も考慮）により判断。

➢ 代替案喪失

経営陣に代替案を提示するいとまを与えない買収類型。

○ 企業価値に対する脅威に対して経営者が講じた防衛策が過剰でないかどうか

・ 委任状合戦の可能性を制限するような防衛策は過剰なものとして違法となる。

・ その他の防衛策に関しては、経営者の保身ではなく会社のために講じたことを立証するために、取締役の意思決定のプロセスの妥当性が重視される。

➢ 検討に要した時間や情報開示の程度

➢ 独立社外取締役の関与の度合い

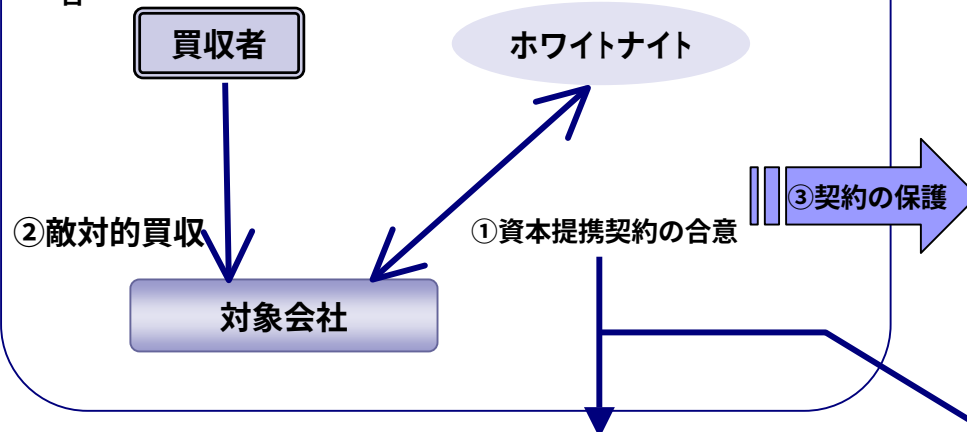
➢ 弁護士などの外部専門家の分析や助言があったかどうか など

・ 企業の支配権がすでに売却状態にあるときは、防衛策が過剰と判断される可能性が高く、経営者は原則として防衛策導入に慎重であることが求められる。

裁判所は、敵対的買収による企業価値への脅威の存在をまず判断し、かつ、脅威との関係で防衛策が過剰であるかという点を綿密にチェックしている。

(参考) 企業の支配権が既に売却状態にある場合の判断基準

対象会社がホワイトナイトとの資本提携契約に合意した段階で、買収者が現れて対象会社が買収者とホワイトナイトの競売状態となった場合



<ロック・アップ (LOCK-UP) 条項>

●ノーショップ条項

ホワイトナイト以外の買収者との交渉を禁止。

●クラウンジュエル条項

対象会社の魅力のある資産を買い取れる権利。

●新株予約権の授与

対象会社の株式を一定程度買い取れる権利を与える。

●拒否権付き株式の授与

対象会社の合併提案や取締役解任提案などに対して拒否権を持つ株式を与える。

●違約金条項

当初の当事者間で取引が完了しなかった場合、売り手が買い手に代償を支払う。

会社が売りに出されたと判断されない場合

会社が売りに出されたと判断される場合

○経営者が会社を売却する意思がないことを明確に示している場合。

(事例) ブーン・ピケンズ VS ニューモント社

・ピケンズによる買収提案に対して、ニューモント社は株主への特別配当を実施、同社の筆頭株主であるゴールドフィールズ社が配当を用いてニューモント社株式を買い増し。
⇒ニューモント社はゴールドフィールズ社との間で現状維持契約 (ゴールドフィールズ社はニューモント社株式を49.9%までしか買い増しできない、など) を締結しており、会社を売却しない意思を明確に示していることから会社を売りに出していないと判断される。

○支配権の移動を伴う組織再編があるが、再編後の会社には、支配株主がいない場合。

(事例) タイム社 VS パラマウント社

・パラマウント社による全株式対象の現金による買収提案に対し、タイム社はワーナー社との合併を決定し、ノーショップ条項を導入。
⇒合併後の会社の株式が多数の株主の間で拡散して保有されることから、会社を売りに出していないと判断される。

防衛策の採用は措置の合理性で判断される
(ユノカル基準を適用)

○経営陣が、会社自体を売却するか、会社の分割を含む再構築を行うことを決定した場合。

(事例) パントリーブライド社 VS レブロン社

・パントリーブライド社からの全株式対象の現金による買収提案に対して、レブロン社はフォースマンリトル社に対して会社の売却を決定。
⇒レブロン社取締役会が経営陣にフォースマンリトル社に対して会社を売却する交渉を権限を与えた時点で、会社は売りに出されたものと判断される。

○支配権の移動を伴う組織の再編があり、再編後の会社には、支配株主が生じる場合。

(事例) パラマウント社 VS QVC社

・QVC社による買収を恐れたパラマウント社は、バイアコム社との合併 (合併後、新会社には70%を超える議決権を保有する支配株主が生じる) に合意。
⇒合併計画により支配株主ができることで、会社は売りに出されたものと判断される。
(パラマウント社の既存株主は少数株主に転落し、影響力の著しい減退や、将来におけるプレミアム取得の機会喪失が生じるため、保護される必要がある。)

防衛策の採用は過剰なものとして判断される
(レブロン基準を適用)

(参考) 米国の判例から見る敵対的買収の類型

- 敵対的買収の局面においては、買収者と経営者の多様な組み合わせが存在。米国においては、判例が積み重ねられる中で、現経営に劣後した経営提案を行う買収者から経営者が会社を守ることができるルールが形成された。

【事業会社による敵対的買収】

経営者が勝訴

<タイム判決:1989年> パラマウント(映画) VS タイム(出版)

- パラマウント社(映画会社)による、タイム社(出版会社)に対する敵対的買収事例。
- 買収者は、世界規模で競争力を高めることを目的として全株式を対象とした現金による買収を提案。
- 経営者は、買収者の提案前に別会社との合併に合意済。合併の防衛策として、契約の中に自動的株式交換契約、ノーショッパ条項などを導入。また、買収者が現れたことから、合併から公開買付に変更。

[判決:防衛策を容認]

- ・取締役は慎重に練り上げられた会社の計画を短期的な株主利益のために放棄する義務を負わない。防衛策は合併後の新会社を買収することを妨げるものではない。

<ユニトリン判決:1994年> アメリカンゼネラル(金融) VS ユニトリン(保険)

- 金融サービス全般を取り扱うアメリカンゼネラル社による、ユニトリン社(保険会社)に対する敵対的買収事例。
- 買収者は、潤沢なキャッシュフローを武器に買収による業務拡張を図っており、本件においても全株式対象の現金による買収提案を行った。
- 経営者は、ライツプラン及び付属定款の改正による株主提案権行使の事前通知制度を導入。更に社外株式の約20%を上限とする株主買い戻しを実施。

[判決:防衛策を容認]

- ・株主が会社の真の価値を知らずに不十分な提案に応じる可能性がある。防衛策は苛酷なものではなく、合理性の範囲内にある。

買収者が勝訴

<マクスウェル判決:1989年> マクスウェル(出版) VS マクスウェル(出版)

- 英国の出版会社であるマクスウェル社による米国の出版会社であるマクスウェル社に対する敵対的買収事例。
- 買収者(英国)は、ドル安と欧州の成熟化を背景に、米国の出版界への進出を熱望。新聞・出版事業を紙・パルプの生産から編集、印刷までの垂直統合した経営の根幹と位置づけ、全株式を対象とした現金による買収を提案。
- 経営者は、ホワイトナイトとしたMBOを対抗策として実施。提案は少数株主に対しては劣後債や新会社の株式を対価とするものであった。また、経営者がホワイトナイトに対して、買収者の提案価格などを告知するなど差別的な対応を図った。

[判決:防衛策を否認]

- ・利害関係を有する経営者がホワイトナイトに対してのみ重要な情報を与えたことは明らかな開示義務違反。そのような状況で行われた取締役の決定は認められない。

<パラマウント判決> QVC(ケーブルテレビ) VS パラマウント(映画)

- QVC社(ケーブルテレビ)による、パラマウント社(映画会社)に対する敵対的買収事例。
- 買収者は、映像ソフトの製作から流通までの垂直統合を目指すとして、全株式の過半の取得を目的とした二段階買収を実施。(二段階目は自社株式を対価。)
- 経営者は、買収者による買収を懸念し、別会社と合併契約を締結。その中にはノーショッパ条項や違約金条項などを含んでいた。

[判決:防衛策を否認]

- ・防衛策が株主への最善価値の実現の妨げになるのは明らかだったにもかかわらず、見直しのための努力をしなかったのは受任者義務違反。

【それ以外の買収者による敵対的買収】

経営者が勝訴

<ユノカル判決:1985年> ブーン・ピケンズ(グリーンメーラー) VS ユノカル社(石油)

- ブーンピケンズ(石油会社:メサ社長)によるユノカル社(石油会社)に対する敵対的買収事例。
- 買収者はユノカル以前に複数の石油会社に対してグリーンメールを実施。ユノカル社に対しては二段階買収を提案。(段階目についてはジャンク債を対価)
- 経営者は、買収者が株式の過半数を買い占めた場合、株式の29%を買収者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ことを提案。(買収者は除く)

[判決:防衛策を容認]

- ・買収者をグリーンメーラーと推認。買収者の提案は強圧的で価格が不十分。対抗措置が合理的であったと容認。

<ニューモント判決:1987年> ブーン・ピケンズ(グリーンメーラー) VS ニューモント社(鉱山)

- ブーンピケンズ(投資会社:アイバンホーパートナーズ社長)によるニューモント社(鉱山会社)に対する敵対的買収事例。
- 買収者は、ユノカル判決においてグリーンメーラーとして推認。TOBによる過半数買付の後、部門の大半を売却・再編することを計画。
- 経営者は、特別配当を実施し、その配当を用いて大株主がニューモント社の株式を買付けることで対抗。

[判決:防衛策を容認]

- ・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。対抗措置により株主が二段階買収に応じることを避けることができた。

買収者が勝訴

<レブロン判決:1986年> ロナルド・ペレルマン(実業家) VS レブロン社(化粧品)

- ロナルド・ペレルマン(食品会社:パントリーブライド社長)によるレブロン社(化粧品会社)に対する敵対的買収事例。
- 買収者は、大型の企業買収を複数手がけた実業家であり、他のLBO専門事業家と異なり経営の細部への強いこだわりがある。本件も当初は友好的に提案。ライツプランの消却を条件とする全株式対象の現金による買収を提案。
- レブロン社は経営多角化しており業績も株価も低迷。経営者は買収者に対する対抗措置として、ホワイトナイトに対し、クラウンジュエルロックアック条項、違約金条項を含む契約を締結。

[判決:防衛策を否認]

- ・ひとたび会社を現金で売却することを決定した場合には、取締役は防衛策を講じてはならず、短期的な価値の最大化を図らなければならない。

3. 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 ～

- 「平時導入・有事発動（機能）型の防衛策」としては株式持合の慣行が、「有事導入・有事発動型の防衛策」としては新株の第三者割当増資が、日本における典型的な敵対的買収に対する防衛策であった。
- 持合解消の解消が進展した結果、「平時導入・有事発動（機能）型」の防衛策がなくなりつつある。
- また、「有事導入型・有事発動型」の防衛策については、新株の第三者割当て増資の経験にかたよっており他の経験に乏しい。
 - ・新株発行を活用した有事導入型の防衛策の問題 ～裁判でその合理性が争われることが多い上、資金調達目的の有無でその合理性を判断すること自身に無理が生じている。
- 「知恵と経験の不足」による2つの問題
 - ・どういう防衛策が企業価値や株主利益のためになるのかという知恵が不足。このため、「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状況
 - ・過剰な対応の懸念、過少な対応の懸念 ～経営者の保身のために防衛策を採用する危険、他方で、企業価値・株主利益の長期的な向上を確保するための防衛策も講じることができないことの弊害

株主に対する企業価値に密接な情報開示を促すような敵対的買収防衛策こそ求められている（敵対的買収を成功に導くための方策とも言える）。

～ 合理的な防衛策確立のための3つの論点 ～

- ① [法制度] 日本において欧米並みの防衛策を導入することは可能か
- ② [基準] 防衛策の合理性はどのような基準で判断すべきか
- ③ [工夫] 防衛策を合理的なものとするためにはどのような工夫が必要か

(1) [法制度] 日本において欧米並みの防衛策を導入することは可能か ～現状でも可能、会社法の現代化などでより効果的な防衛策の導入が可能に～

○「平時導入・有事発動型」の新たな防衛策に関する現在の会社法の評価、会社法現代化の効果

・「欧米で認められている企業買収防衛策は、日本流にアレンジすれば、ほとんど日本でも実現できる」(法務省)

➢ 新株予約権(※)を活用すれば、ライツプランの導入は可能。

※買収者以外の株主だけが行使することができる新株予約権の発行は可能(法務省)。

➢ 種類株式を活用すれば、拒否権付株式の導入は可能。

➢ 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は可能。

・「会社法制の現代化においては、さらに多彩な防衛策が可能になる」(法務省)

	＜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)

○「平時導入・有事発動型」の新たな防衛策(新株予約権を活用したライツプランや黄金株など)も、合理的な範囲内で活用されるのであれば、株主平等原則を論拠に導入自体が一律に禁止されるわけではない。

・株主平等原則については、この原則を一律に厳格かつ硬直的に解した場合、現実に即応した柔軟な会社運営を困難にし、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するため、合理的な範囲内での不平等については、株主平等原則は当然に許容していると解される。

○様々な防衛策の導入が可能な状況に鑑みれば、防衛策の導入状況などに関する株主への開示制度の創設が必要である。

・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、買収者に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。

・防衛目的の新株予約権の活用などに関する開示制度はないため、これについても整備する必要がある。

➢ 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。

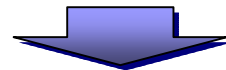
・また、証券取引法や証券取引所の開示ルールの見直しも検討に値する。

○投資家保護の観点から、敵対的買収時における証券取引法のルールのあり方やその他関連制度のあり方についても検討を深める必要がある。

現行会社法の下でも欧米並みの防衛策を導入することは可能であるが、公正なルールを確立するための開示制度の創設や防衛策の実効性を高めるための会社法現代化、証取法の見直しなどを急ぐべきである。

(2) [基準] 防衛策の合理性はどのような基準で判断すべきか ～防衛策の合理性は企業価値向上策かどうかで判断～

- **株主平等原則**：「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。
 - ・株主平等原則については、この原則を一律に厳格かつ硬直的に解した場合、現実には即応した柔軟な会社運営を困難にし、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するため、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解される。
- **主要目的ルール**：「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、不公正発行に該当しない（差止め対象にならない）。
 - ・新株や新株予約権の不公正な発行は差止め対象となる（商法280条の10）。
 - ・不公正か否かについては、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が存在し（いわゆる主要目的ルール）、これまでの裁判例では、資金調達を主要な目的としていれば不公正ではないと判示されてきた。
 - ・この点、新株予約権の発行については、必ずしも資金調達の必要性は要求されていない（例：ストックオプションなど）。したがって、新株予約権を用いた防衛策で資金調達の目的を直接有しないものについては、資金調達目的の有無だけで不公正か否かを判断することは適当ではない。
 - ・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も採用できることが正面から認められるべきである。



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、それを防ぐための過剰な措置でないかどうか（企業価値基準）で判断することが妥当である。

(注) 合理的な防衛策は、①企業価値に対する脅威が存在していること、②防衛策の内容が過剰ではないこと、③防衛策の導入（維持）に関する意思決定が中立的であること、の3つを満たすものである。

(注) 上記の3点は相互に関連しており、脅威の程度に応じて内容面の合理性や意思決定の中立性が要請される度合いは異なり、また、防衛策の内容に応じて手続き面での中立性の度合いは異なることになる。

(注) 合理的でない防衛策を講じた場合の法的措置：防衛策が企業価値に対する脅威に対して過剰なものであれば、取締役の善管注意義務・忠実義務違反ということで、損害賠償請求等の法的リスクが生じることとなる。

(参考) 防衛策の合理性に関する判断基準 ～ 企業価値に対する脅威があり、防衛策の内容が過剰なものでないかどうか ～

【判断基準1】 脅威の存在 ～ 敵対的買収により企業価値がより損なわれるという脅威があること

①構造的に強圧的な買収であること(強圧的買収手法類型)

- －買収提案に応じなければ不利益を被るような状況をつくりだし、株主に売り急がせる場合。
- －買収者がグリーンメーラーの場合
【主な判断材料】・買収の手法(部分買い付けで、二段階目の買収条件が不明確である場合など)
・買収者の過去の経歴(グリーンメーラーであるかどうかなど)

②実質的に強圧的な買収であること(株主誤信類型)

- －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おそれがある場合。
- －買収提案に従えば企業の継続的価値が毀損し、十分な情報をも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おそれがある場合。
【主な判断材料】・買収価格よりも高い経営者が想定する企業価値の存在
 - 客観的な根拠の存在
 - 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の存在
- ・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
 - 経営者の経営手腕に対する評価
 - 株主や投資家、ステークホルダー、専門家の経営者への信頼の度合い
 - 過去の経営戦略の効果が今後顕在化することの確実性
 - 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
- ・買収者の経営提案の内容の具体性とそれが企業価値に与える効果
 - 買収者の経営手腕に関する過去の実績、評価
 - 買収提案に従った場合の長期的企業価値への影響(買収者が従業員・契約先など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り、その結果、企業の競争力や源泉・根幹となっている人的資本の蓄積・信頼関係が毀損しないかなど)
 - 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など)

③代替案を検討する時間的余裕を与えないような買収の場合(代替的機会喪失類型)

- －事前に何の予告もなしに、いきなりTOBをかけられるなど、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。
【主な判断材料】・買収者が会社に提供した交渉機会の有無、長さ

【判断基準2】 防衛策の相当性 ～脅威に対して過剰な内容となっていないこと

①防衛策の内容が、株主の選択権を奪っていないこと

- 【主な判断材料】・委任状合戦の機会を確保し、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(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)
- ・会社が売却に出されている局面にあるかどうか(会社が競売状態にある場合には防衛策の採用は過剰となる可能性が高い)

②防衛策の消却基準が合理的であること

- 【主な判断材料】・消却条件の事前開示の有無(事前開示のない場合、過剰となる可能性が高い)
- ・第三者による関与の度合い(社外などが関与する度合いや社外の独立性が高いほど過剰性は低い)
- ・消却条件の客観性(消却条件の客観性が高いほど過剰性は低い)
- ・事前の株主承認の有無(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)

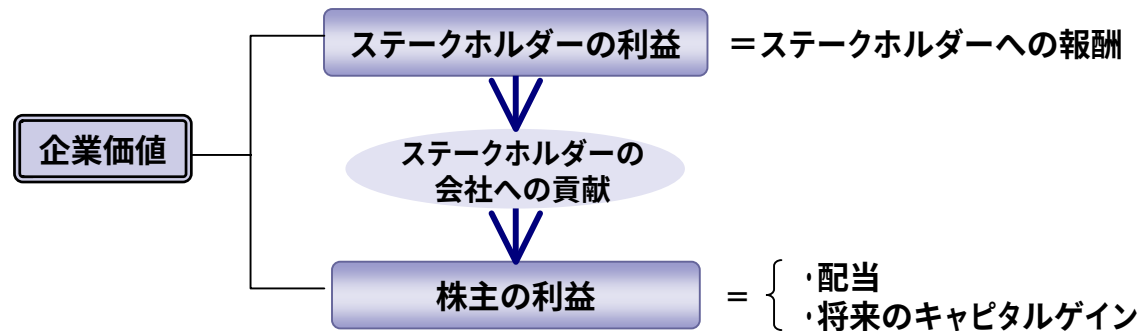
【判断基準3】 意思決定の中立性

～脅威の認定、防衛策の内容の妥当性に関する意思決定のプロセスが、専門性、中立性が高いものであること

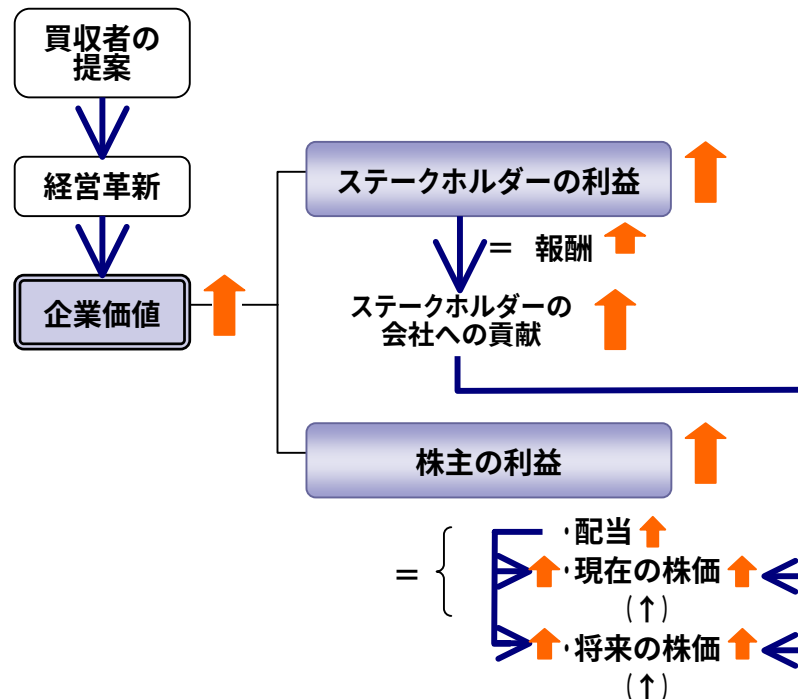
【主な判断材料】

- ・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
(取締役会における検討時間、買収提案に対する客観的検討の有無など)
- ・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こと
(外部アドバイザーの分析、助言の有無)
- ・脅威の認定、防衛策の内容の妥当性の判断における利益相反のない第三者が関与していること
(社外取締役、社外監査役の関与の度合い、独立性の高さなど)
- ・意志決定プロセスについて予め株主承認を受けているとともに合理性が高まる

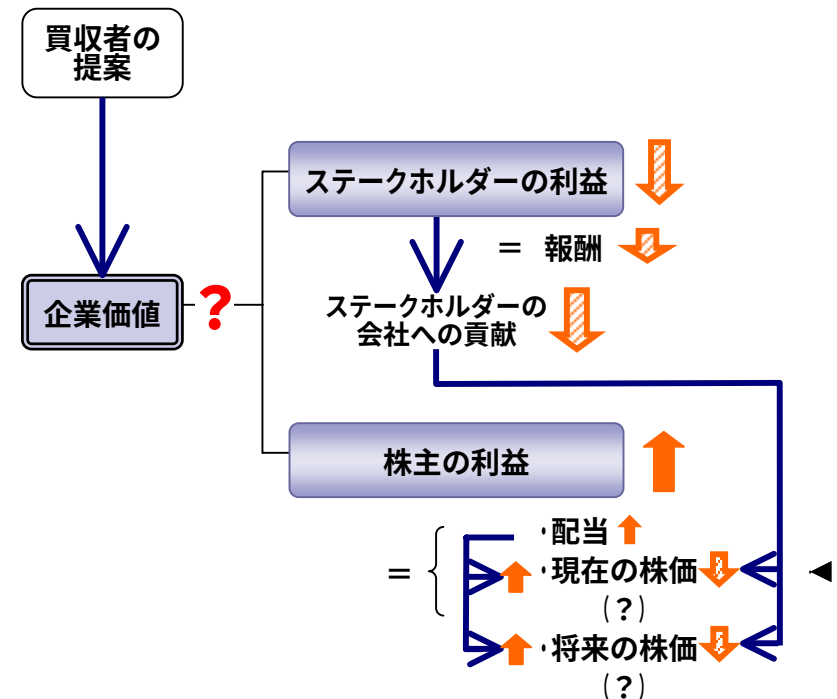
(参考) 企業買収が企業価値に与える効果



経営革新をもたらす良い買収提案 (資源配分効果あり)



所得分配を変えるだけの買収提案



(3) [工夫] 防衛策を合理的なものとするためにはどのような工夫が必要か ～ 防衛策を企業価値向上策とするための仕組み ～

- 企業価値を防衛する上で過剰とならない防衛策とするためには、買収の是非に関して株主の判断が反映できる工夫を講じることが重要。

- 具体的には、以下のような工夫が必要。

- ・有事、すなわち、実際に敵対的買収者が現れ、取締役会が防衛策維持（あるいは警告型の場合には導入）の是非を判断するに当たっては、株主総会の承認を求めることが実態上難しい。
- ・したがって、有事における取締役会の防衛策維持という判断について、経営者の保身ではなく、企業価値や株主利益向上のための対応であるといえるよう、以下の工夫が必要がある。

(1) 防衛策の基本設計（委任状合戦確保という最低限具備すべき基本要件）

- ・（たとえ、有事において取締役会が防衛策を維持しても）委任状合戦による株主投票の確保は必要。
- ・委任状合戦は、防衛策が企業価値向上のための方策として機能するために、最低限具備すべき基本要件。

(2) 防衛策の合理性を高めるための更なる工夫（追加的要素）

- ・基本設計を前提とした上で、防衛策維持を決定した経営陣の判断の合理性を高めるためには、企業と株主との対話の中で、株主の理解を得ながら、下記①②③の要件を追加的に組み合わせることが有効である。また、①②③の要件の内容も、その組み合わせ次第で強弱をつけることも考えられる。

(注) 防衛策を導入するまでもなく、事前警告型(※)で下記①②③を組み合わせることも可能である。

(※) 買収者が一定割合の株式の買い占めた場合には対抗策を講じる用意があることを予め警告しておく方策

① [第三者チェック型]

有事における、防衛策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。

② [客観的解除要件設定型]

有事における、防衛策の解除要件を客観的に設定し、株主が十分な情報に基づき判断できる状況になった場合や企業価値を高める可能性が高い買収提案が提起された場合には、TOBに移行するよう措置する。

③ [株主総会承認型]

防衛策の是非・内容（特に有事における判断基準や方法）について、導入時に株主総会の承認を得る。サンセット条項（例えば3年）を設定し、定期的に株主総会の承認を得ることでさらに合理性を高める。

【防衛策の基本設計】 委任状合戦による株主投票の機会の確保

○ 委任状合戦による株主投票の機会を確保する。

- ・「委任状合戦の確保」は、防衛策の基本設計で必ず具備しなければならない基礎的な条件。したがって、デッドハンドは許されない。取締役会が防衛策を維持したとしても、委任状合戦という株主投票の機会は確保される。
(注) 米国のライツプランの基本設計でもある。
- ・株主投票の機会をどの程度許容するか、選択肢としては以下の2つが考えられるが、日本においては②を採用する。
 - ① 米国のように、期差制を入れて途中解任を制限することによって、最長2年間の委任状合戦を許容する。
 - ② 日本の現状のように、1年か2年の任期の中で、解任制限を設けることなく、最長1年間の委任状合戦とする。

(委任状合戦の効果)

- ・委任状合戦の過程において、買収者側、会社側それぞれから当該企業の潜在的価値を示す有用な情報が開示されれば、株主はより高いプレミアムを手にする機会が確保されることになる。
(注) 米国の敵対的買収に係る判例から委任状合戦における有用な情報開示項目を分析し、日本においても委任状合戦の局面において開示すべき情報の一群を提示することも一案。

(委任状合戦の実効性)

- ・TOBをしかける用意のある買収者から見れば、委任状合戦に要する追加的なコストは高いものではなく、実質的に株主の選択権を確保する手段となる(米国では委任状合戦が盛んに活用されている)。
(注) なお、日本の委任状合戦は、制度的には米国と同様だが、その活用事例は少ない。今後、買収提案の判断のような重要事項に関する委任状合戦を適正かつ有効に展開できるよう、制度のあり方や活用の方策を検討する必要がある。

(委任状合戦で取締役会を支配できる最短期間の設定)

- ・米国では、取締役の任期を3年とした上で期差制を導入し、かつ、取締役の任期途中の解任を制限することにより、取締役会を支配するには最長2年間かかるように措置している企業が6割程度ある。
- ・日本の場合、取締役の任期は1年か2年であるため、期差制にほとんど意味はなく、かつ、任期途中の解任制限もできない。このため、取締役会を支配するには1年しかかからないが、こうした日本の制度環境は、米国に比べて、株主の選択機会を保証する大きな要素である。

【防衛策の合理性をさらに高めるための工夫①】 第三者チェック型

- 有事における防衛策維持又は解除に関する取締役会の意思決定に、利益相反のない第三者が関与し、株主の利害を反映させる。

- ・ 米国企業の主流となっている対応。米国では、有事における防衛策を導入・維持するという取締役の判断について、独立社外取締役の関与があれば、法的安定性は高まるとされている。
- ・ 第三者は、経営陣からの独立性が高いほど、また、経営判断事項を決定する権能と会社（株主）に対して責任を有しているほど合理性が高まる。
- ・ 例えば、主要な株主である機関投資家の支持を集めるには、取締役会の構成に関わらず、独立社外取締役や独立社外監査役が、防衛策の維持又は解除に関して明確に関与することが求められる。
- ・ 防衛策の維持は取締役の善管注意義務・忠実義務にかかわる問題であるため、弁護士等の外部専門家から意見を徴求するなど、慎重な判断過程を経ることが求められる。

(注) なお、我が国において第三者チェック機能を働かせるためにはどのような形で利益相反のない第三者が関与したらよいのか、また、どのような者であれば利益相反がないと言えるのかについては、今後更なる検討が必要である。

(社外取締役、社外監査役の権能と責務)

○社外取締役

- ・ 取締役は株主総会で選任され、会社に対して善管注意義務・忠実義務を負う
- ・ 取締役は、職務執行上、法令・定款違反の行為等により会社に損害を生じさせた場合には、それを賠償する責任を負う。
- ・ 取締役は、悪意・重過失による任務懈怠があったときは、第三者に対して責任を負う。
- (例) 社外取締役が過半数をなす取締役会が決定を行う。
- (例) 社外取締役だけで構成する委員会（指名委員会、監査委員会など）の助言に基づいて取締役会が判断する。

○社外監査役

- ・ 監査役は株主総会で選任され、会社に対して善管注意義務を負う。
- ・ 監査役は、その任務を怠ったときは、会社に対して損害賠償の責任が生ずる。
- ・ 監査役は取締役の職務執行を監査する。
- ・ 監査役は、取締役の法令又は定款に違反する行為が会社に著しく損害を与えるおそれがある場合には、取締役に対してその行為を止めるよう請求できる。
- ・ 監査役は、取締役を被告とする訴訟において会社を代表する。
- ・ 監査役は、取締役への責任減免や代表訴訟における訴訟上の和解において同意権を有する。

(参考) 日米の社外取締役(社外監査役)の現在の状況と独立性の要件

	米 国	日 本	
	社外取締役(独立取締役)	社外取締役	社外監査役
社外取締役 (社外監査役)の占める割合	○大企業で 約8割 ・取締役会の平均人数: 12人 - うち、社内取締役 2人 (CEO、CFOであることが主) - うち、社外取締役 10人 (うち、独立取締役が8~9人) (注) ニューヨーク証券取引所、ナスダック上場企業については、取締役の過半数が独立取締役であることが必要。また、監査委員会については、全員独立取締役であることが必要となる。	○委員会等設置会社 : 約4割 ・取締役会の平均人数 10.3人 - うち、社外取締役 4.5人 (注) 法律上、最低2名の社外取締役が必要。 ・社外取締役が過半数を占めている企業 2社(回答40社の15.4%) ○監査役設置会社(大会社) : 約2割 ・取締役会の平均人数 9.8人 - うち、社外取締役 2.4人 ・社外取締役が過半数を占めている企業(大会社以外も含む) 118社(回答2003社の5.9%)	(参考) 委員会等設置会社(委員会等設置会社の監査委員会は、監査役ではなく、取締役で構成される) ・監査委員会の平均人数 3.4人 - うち、社外取締役 2.7人 (注) 委員会等設置会社の監査委員会は、過半数が社外取締役で構成されることが必要。 ○監査役等設置会社(大会社) : 約6割 ・監査役の平均人数 3.7人 - うち、社外監査役 2.2人 (注) 法律上、大会社における監査役会は、半数以上が社外監査役で構成されることは必要(H17.4末までは、1人以上であればよい)。 出所: (社)監査役協会アンケート調査(2004年7月実施)
独立性 (中立性)の要件	【ニューヨーク証券取引所上場企業に求められる独立取締役の要件】 ・現在及び過去3年間、会社との雇用関係がないこと ・現在及び過去3年間、本人又は家族が、会社から10万ドル以上の報酬を受け取っていないこと ・本人家族が会社の監査関係者ではないこと ・会社の売上の2%又は100万ドル以上の大口取引先の従業員ではないこと - など (注) この他、会社が当該取締役が独立であると判断した理由を示す必要がある。	出所: (社)監査役協会アンケート調査(2004年7月実施) 【商法上における社外取締役の要件】(商特188) ・現在及び過去において、会社又は子会社の業務を行う取締役、執行役、支配人、従業員ではないこと (注1) 親会社や連結子会社の関係者、親族、取引先関係者(顧問弁護士等経営コンサルタントを含む)は、社外取締役になれる。 (注2) 過去に企業との雇用関係が全くないことを要件とする点では、米国よりも厳しい。 (注3) 独自に社外取締役の要件を定めている企業もある。	【社外監査役の要件】(商特18) ・就任前に、会社又は子会社の取締役や支配人、その他従業員ではなかったこと (H17.4末までは、就任前5年間、上記のような関係でなければよい)

出所: 各種資料より経済産業省作成。

【防衛策の合理性をさらに高めるための工夫②】 客観的解除要件設定型

- 防衛策を解除する客観的な要件を設定して、株主に十分な情報が提供された場合や企業価値を高める可能性が高い買収提案の場合には、速やかにTOBに移行する（噛み砕きやすい防衛策Chewableな防衛策）。

- ・ 客観的な解除条件を設け、その条件に合致する買収であれば防衛策を解除して（事前警告型の場合は、防衛策を導入せずに）、TOBに移行する。
- ・ 解除条件を工夫することにより、防衛策の合理性を高めることができる
～株主に十分な情報が提供され取締役会に代替提案を行うための合理的機会が与えられた場合には、防衛策を解除してTOBによる株主の選択に委ねる。
～企業価値を高める可能性が高い買収提案（全株式を現金で相当のプレミアムを付した買収提案など）に関しては、防衛策を解除してTOBによる株主の選択に委ねる。
- ・ 解除条件の客観性が高いほど合理性は高まる。

（客観的解除要件の例）

（例）買収提案に関する本源的情報（買収後の経営方針及び事業計画など）が得られた後、経営者が代替提案などを提示するに足る一定期間が経過した場合

（例）米国企業が採用する「噛みくだきやすい-pill（Chewable pill）」

・ 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米国のライツプランの2%」

・ 買収提案の妥当性を評価する項目（価格、資金の裏付け、買収後の経営目標、雇用方針など）と評価手法（外部専門家のチェックなど）、評価プロセス（第三者の助言など）、評価基準（自社の過去の業績、業界平均などのベンチマーク）などを予め定めておく場合「Permitted offer exception（Qualified offer）条項～米国のライツプランの3割」

（客観的解除要件に対する機関投資家の考え方）

・ 買収の内容に応じてケースバイケースに判断すべきとの考えから、議決権行使ガイドラインにおいて、買収内容に関して一律の解除要件を定めている機関投資家はない。

【防衛策の合理性をさらに高めるための工夫③】 株主総会承認型

- 平時において防衛策導入に株主総会の承認を得る。特に有事における消却方法（判断基準や判断プロセスなど）について、株主総会の承認を受けた上で、これに従って有事における防衛策維持・解除の判断を行うことで、合理性を確保する。

- ・ 平時において予め防衛策導入に株主の承認を得ることで防衛策の法的安定性を高める。
- ・ 株主総会承認型は、企業の過去の業績や将来の経営方針、さらには経営者の経営能力などから判断して、防衛策の是非・内容を株主が決定する方法となる。
- ・ 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ことを踏まえると、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。
- ・ 米国企業における防衛策は①の社外チェック型が主流であり、防衛策を廃止した企業が再度導入する際には株主総会の承認を必要としている例以外は、株主総会承認型を採用している企業はほとんどない。また、米国では、こうした方策の類型として、TIDE条項（独立取締役による3年毎の評価義務付け）を設けている企業が約1割存在する。いずれにしても定期的な株主総会承認型の防衛策は、米国における防衛策よりも相当程度合理性が高いと言える。

（株主総会の承認の例）

- ・ 本来、取締役会の決定により導入可能な新株予約権を用いた防衛策についても、行使条件、消却条件、消却時の判断プロセスなどを定款に記載した上で定款変更の承認を受ける。
- ・ 拒否権付株式の場合、定款にその内容を記載することになるので、株主総会の特別決議により承認を受けることとなる。
- ・ 単元の異なる複数の種類株式を導入する場合も同様である。

（欧米の機関投資家の支持）

- ・ 米国機関投資家の大半が、防衛策導入時に株主総会の承認を求めていることから、こうした方策は機関投資家からも承認される見込みが高い。
- ・ 英国では、City Code（自主規制）により、買収局面における取締役の買収を阻止する行為は厳しく制限されているが、制度的には株主総会の承認が得られれば防衛策の導入は可能とされている。

（株主総会型の濫用防止効果）

- ・ 経営不振企業の場合、株主総会で承認される仕組みはかなり厳しいものになると考えられる（すなわち、経営者側にとって、防衛策を採用しにくい仕組みとなる）。逆に、経営優良企業の場合は、その仕組みは緩やかになると考えられるが、その場合であっても、1年間の委任状合戦が最大限の交渉期間として確保される。

防衛策の合理性を確保するための工夫 (まとめ)

【基本的な考え方】

- 防衛策の合理性を高めるため、株主が関与できる工夫を施すことが不可欠。

【防衛策の基本設計】

- 有事の際に、委任状合戦という株主投票の機会を確保する。

【防衛策の合理性を高めるための3類型】

① 第三者チェック型

- ～ 社外取締役、社外監査役が判断
- ～ 米国企業の主流

② 客観的解除要件設定型

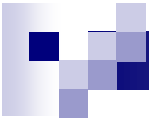
- ～ 例えば、株主に十分な情報が提供された場合や、同業他社による戦略的な買収提案 (全株式全現金によるプレミアム付の買収) には防衛策を解除してTOBへ、それ以外の買収提案では防衛策を維持し委任状合戦で決着をつける方法
- ～ 米国企業の修正の主流 (ライツプラン導入企業の3割)

③ 株主総会承認型

- ～ (例え取締役会で導入可能な措置でも) 株主総会が承認した防衛策のみ採用という究極の手段
- ～ 機関投資家の求める類型で、ライツプラン廃止後の米国企業が宣言している類型

企業価値や株主利益を向上させる防衛策とするためには、導入及び発動のプロセスにおいて株主重視型の工夫をほどこすことが大事

- | | |
|------------------|------------------------------------|
| ・機関投資家の意見＝総会チェック | ＋1年交渉 (しかし実現していない) |
| ・米 国 | ＝社外チェック |
| ・日 本 | ＝総会または社外チェック＋1年交渉 (or一部客観的解除要件設定型) |



(4) 企業価値研究会の4原則

1．企業価値向上

2．グローバルスタンダード

3．内外無差別

4．選択肢拡大

4. 企業社会のインフラ (1) 米国のトレンド ～ 防衛策の進化 (裁判所や機関投資家がもたらした企業価値防衛策のダイナミズム) ～

○ 2つの変化

- ・ 増加から減少へ
- ・ 修正

○ 修正のトレンド

- ・ デッドハンド → 委任状合戦 + 社外のチェック + 客観的解除要件設定型 → 総会チェック
違法 判例法で確立 現在の主流 3割がこれ 廃止企業の方針

○ 修正を可能とするメカニズム

- ～ 裁判所による監視
- ～ 機関投資家による監視
- ～ 90年代末以降の社外制度の浸透、取締役の報酬改革 (ストックオプション)

市場は経営判断原則と株主判断原則の調和を求めている。

**(2) では日本では？
～ 防衛策議論がもたらすであろう日本企業社会の変化 ～**

- (1) 株主重視の定着**
- (2) 社外活用論の本格化 (より重い義務とより重い権限)**
- (3) 株価連動報酬の普及**
- (4) 株主還元政策の見直しや開示・IR活動の強化 (内部留保戦略などの正当性を巡る) による企業価値向上策の本格化**
- (5) 機関投資家や外部アドバイザーの機能強化**

5. 合理的な防衛策を実現するための具体的対応

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必要がある。
 - ・ライツプランの実効性を高めるため、会社側の判断で株主が有する新株予約権を新株に代えることが可能となる。
 - ・強制転換条項付種類株式を用いた方策については、既に発行している普通株式を防衛策の施された強制転換条項付株式に一律に変更するための手続きを設ける。
 - ・自衛策としての安定性を高めるため、拒否権付種類株式や複数議決権株式のみに譲渡制限を付けることが可能となる。
 - ・株式買い占めに対抗するため、合併の承認や取締役の解任についての株主総会の議決要件を引き上げることが可能となる。
- 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必要がある。
 - ・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ことが有益である。

【→企業価値防衛策指針（経済産業

省・法務省）の策定】

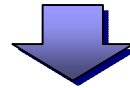
- **【事前開示の徹底】** 会社法に基づいて、新株予約権や種類株式などを活用した敵対的買収防衛策を導入するに当たっては、平時から会社法令などに基づいて開示を行わなければならない。
- **【企業価値基準遵守の原則】** 防衛策を導入・発動するにあたっては、企業価値に対する脅威に対して講じた措置が過剰とならないよう工夫する必要がある。
 - ・ 企業価値基準を満たしている限り、株主平等原則や不公正発行には該当しない。
- **【企業価値基準を満たすための具体的な方策】** 以下のような工夫を組み合わせることにより、防衛策の合理性を高めることができる。
 - ・ 株主の選択権を確保するため、最低限、委任状合戦の道を確保する（防衛策の基本設計）。
 - ・ 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）

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を確立

指針に従った合理的な防衛策を導入すれば、経営者と敵対的買収者が適切な時間をとって交渉することができるようになり、企業価値や株主利益の向上が実現する。

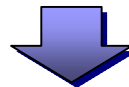
6. 今後の予定

- **企業価値研究会の論点公開** (3月中)
～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