

「敵対的買収ルールに関する東京財団案」の概要

平成20年2月5日

東京財団研究部

政策シンクタンク・東京財団では、岩井克人主任研究員（東京大学経済学部教授）を中心に研究プロジェクト「会社の本質と資本主義の変質研究」を進行中です。この度、研究成果の第一弾として、政策提言「会社の本質と敵対的買収～敵対的買収ルールに関する東京財団案～」をとりまとめました。

（提言の全文は東京財団ホームページ（<http://www.tkfd.or.jp/>）よりご覧いただけます）

提言の目的

敵対的買収による経営資源配分の効率化に資するルール作り

そもそもM & Aの究極の目的は、社会全体の経営資源を効率的に配分し、それによって国民全体の富を最大化すること。敵対的買収においては、結果として会社が生み出す付加価値に貢献する経営者が残るようなルールが望ましい。

現行法制度の問題点

現状の買収プロセスと実務先行で普及している「事前警告型買収防衛策」の問題

適法性が極めて不明確。多くの不確実性を経営者・敵対的買収者双方に与えている。

裁判での決着を前提としており、結論の適正さが担保されない。

買収者に財産的損害を与えるスキームとなっており市場を混乱させる原因になる。

「日本の資本市場は不透明」という印象を投資家（特に海外）に与えている。

株式持合い、安定株主工作の動き

株主総会決議重視の判決が、株式持合い、安定株主工作を促進している。事業会社同士がビジネス上の必要性とは無関係に持ち合いを進める事例も現れている。

グリーンメーラー呼び込みの危険。

ブルドックスソース事件最高裁決定における対価の支払いの認容は、日本でのグリーンメーラーの活動を促進しかねない。

以上の問題点を解決するには、市場メカニズムを活かし、各経済主体が合理的に行動した結果、経営資源配分が最適になるようなルールが望ましい。

それを実現する具体的な政策として、次ページ以下の制度改正を提案する。

提言 1 . 会社支配権の移転手続き明確化制度の創設

・ 株式上場会社について、取締役会決議により、「議決権の行使について、株主が有する株式の数が発行済株式総数の 20%未満であることを行使条件とする」ことができるものとする。 本制度は、取締役会決議によりいつでも解除できる。

・ 既存の株主で、すでに 20%以上の株式を持っている者にはその者の同意を必要とする。

・ 上記導入決議は、取締役の選解任要件を定款で加重している会社は、行うことができない。

・ 上記導入決議は、株主の誰かが対象会社の支配権の取得を目指すことを宣言してからは行うことができない。

あわせて、委任状争奪戦のルールをなるべく公平な戦いができるよう改善する
(会社法と金融商品取引法をまたぐ特別法の制定が必要)

提言 2 . 公開買付けルールの改正

・ 「取締役選解任の委任状争奪戦の勝利を成立条件とした公開買付」を認める。

・ 公開買付期間は現行の最長 60 営業日から、最長 120 営業日まで可能とする。

(金融商品取引法の改正が必要)

本制度導入後の敵対的買収の手続き

本制度を導入した会社に敵対的買収をかける手続きは以下のようになる。

敵対的買収者が (例えば) 19.9%の株式を取得

現経営陣と買収や事業提携、経営改善等について交渉

(a) 交渉決裂した場合 委任状争奪戦 (プロキシファイト) による決着。この際、買収者は “委任状争奪戦の勝利を成立条件とした T O B ” を同時にかけることも可能。

(b) 交渉が妥結した場合 取締役会決議による制度解除

委任状争奪戦における既存株主は、敵対的買収の帰趨が決した後も引き続き株主であり続けるため、敵対的買収者と現経営陣の経営能力を真剣に選ぶインセンティブが働く。

そうすることで、敵対的買収の場面を「経営者の選抜機構」として有効に機能させることが可能となる。また、投資家にとっても、どのような経緯で敵対的買収が行われたかが明白になる。

本制度導入のメリット

経営支配権市場の結論の妥当性を高める

最終的な決着を既存株主に判断させることで、優秀な経営者が残る可能性を高める。

敵対的買収手続きの明確化

敵対的買収の手続きが明確になり各経済主体から見たビジネスの予測可能性を高める。

資本市場にとってのメリット

裁判等による市場の混乱を防ぐ（敵対的買収者に経済的損害を与えることも無い）。

株主（特に機関投資家）の意識を高め、議決権行使の流れを促進する。

提言3．種類株式の上場の容認

・複数議決権株式の上場、無議決権株式の上場等、会社の実情に応じて設計される種類株式の上場を幅広く認める。

（証券取引所ルールの改正が必要）

現行制度の問題点

現行会社法は種類株式によって、定款自治による（株主総会の特別決議が必要）多様な「株主 会社」関係の規定が出来るようになっている。しかし現在のところ証券取引所がその上場を認めることに消極的で、そのような選択をすることができなくなっている。

本制度導入のメリット

企業が自社の実情にあったガバナンス構造を採用できるようになる

例えば、米グーグル社が行ったように、特定の株主の長期のコミットのもと、従業員との長期の関係の形成が必要なタイプの会社が活用できる。（発行株式をA株とB株に分け、議決権比率の小さいA株のみ市場で流通するなど）

ベンチャー企業等でリーダーシップある経営者による経営体制を維持しつつ、資金調達ができるようになる。

投資家の選択肢が増える

議決権行使による経営の参画よりも配当利回りに強い関心を持つ投資家にとっての選択肢が増す。

以上

本提言についてのお問い合わせ先

〒107-0052 東京都港区赤坂1-2-2 日本財団ビル3階

東京財団研究部 佐藤孝弘 電話 03-6229-5502 e-mail sato@tkfd.or.jp

「会社支配権の移転手続き明確化制度」で実現する買収ルールのポイント

現行制度の問題点（近時の司法判断と事前警告型防衛策が招く問題）

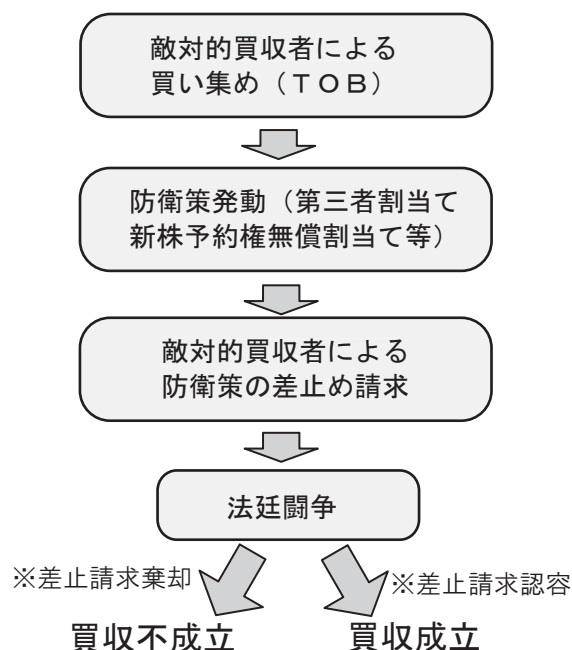
- ◎適法性が極めて不明確。多くの不確実性を経営者・敵対的買収者双方に与えている
- ◎裁判での決着を前提としており、結論の適正さが担保されない
- ◎買収者に財産的損害を与えるスキームとなっており市場を混乱させる原因になる
- ◎「日本の資本市場は不透明」という印象を投資家（特に海外）に与えてしまう
- ◎株主総会決議重視の判決が、株式持合い、安定株主工作を促進している
- ◎グリーンメーラーの活動の余地が大きい

⇒手続きを明確にし、かつ妥当な結論が出るよう、敵対的買収の局面を「経営者の競争的な選抜機構」へと変えることが必要

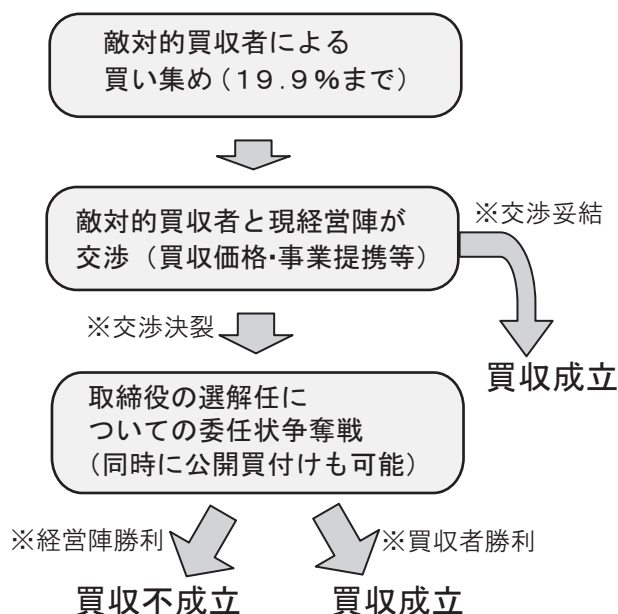
制度導入による買収ルールの変化とメリット

20%以上の株式を取得し経営支配権を得るには、取締役選解任の委任状争奪戦と公開買付けを同時に行い、既存株主の支持を得て経営陣（取締役）を交代させることが必要になる。⇒支配権争いの帰趨を、裁判所ではなく株主の判断に委ねる。

◎現在の法制度における敵対的買収の流れ



◎東京財団案導入後の敵対的買収の流れ



- 最終的な決着を既存株主に判断させることで優秀な経営者が残る可能性を高める
- 買収の手続きが明確になり各経済主体から見たビジネスの予測可能性を高める
- 裁判等による市場の混乱を防ぐ（敵対的買収者に経済的損害を与えることも無い）
- 株主（特に機関投資家）の意識を高め、議決権行使の流れを促進する
- グリーンメーラーの排除が可能

⇒上記問題点の解決へ