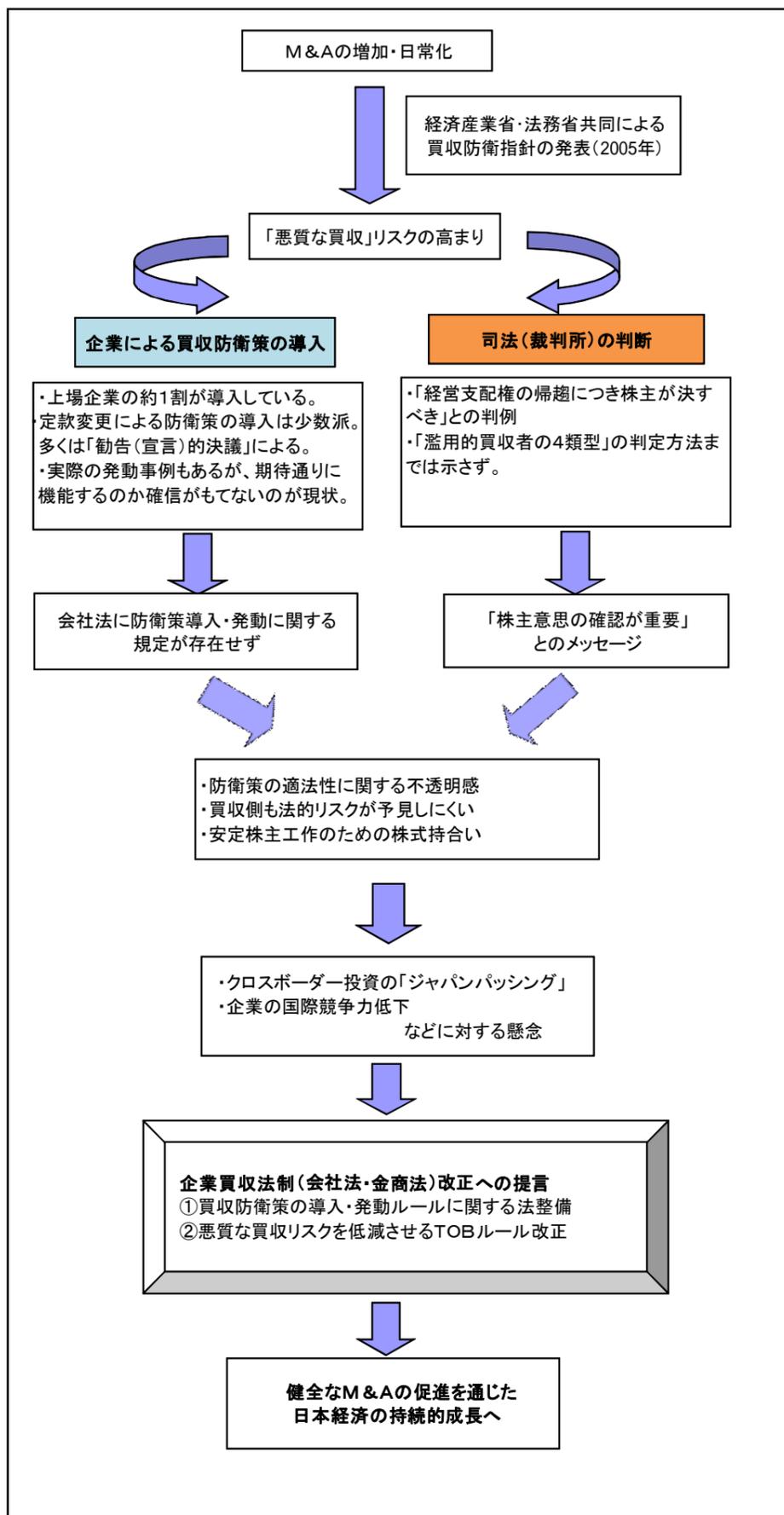


イントロダクション  
 <本提言に至るまでの問題の背景>



1. 企業の存在意義と企業買収

・企業は、社会の発展に貢献する「公器」としての性格を有するのであるから、その経営に対し決定権を有する支配的株主となった企業買収者には、社会に対する一定の責任や経営に関する規律性が求められてしかるべき。

2. 「健全な買収」と排除すべき「悪質な買収」

<健全な買収とは…>  
 「現経営陣に対して敵対的であるかどうかを問わず、真に企業のミッションの実現と企業価値の持続的向上に貢献しうるM&A」

<悪質な買収とは…>  
 ● いわゆるグリーンメーラー等の濫用的買収者による、略奪的な経営支配  
 ● 短期的な運用利益の獲得を重視するあまり、中長期的な企業価値の向上、企業のミッションの実現を疎かにしかねない経営支配

3. 企業買収法制の問題点と改正の方向性

買収防衛策の意義について

・敵対的買収においては、買収者と経営陣のどちらがより企業価値向上を実現できるのか、株主が正しく判断できるための適切な情報が提供されるべき。  
 ・買収防衛策導入には、現経営陣や株主が買収者の提案を検討する、あるいは現経営陣が株主に対して自らの経営方針や代替案を提示するなどを通じて、株主共同の利益確保の観点から十分な時間、情報、交渉機会を得られることにその意義がある。

買収防衛策の導入・発動に関する現状の問題点

・まず、現行の会社法には買収防衛策の導入・発動に関する諸手続についての規定が存在しないため、企業が買収防衛策を導入しようとした場合、本来的にはそれを新たに定款に設けるのが望ましい。→株主総会の特別決議による承認が必要  
 ・だが、定款変更まで行って防衛策を導入している企業がかなり少数派である一方、いわゆる「勧告(宣言)的決議」によって導入している割合が多くを占めているのが実態。(P2.参考データ参照) →「勧告(宣言)的決議」による株主総会での承認自体の適法性が不透明な状況にある。  
 ・仮に定款変更を経て、事前に買収防衛策を導入できた場合でも、株主総会を経ずに取締役決議によって防衛策を発動することの適法性にはなお不確実性がある。  
 ∴ 司法(裁判所)は、これまでの判例を見る限り、原則として「支配権の帰趨は株主が決すべきである」との立場をとっている

・こうした状況に鑑みると、防衛策の導入主体や発動主体、有効期間などについて、会社法に原則的な規定を設けることで、買収防衛策の導入ならびに発動の適法性をめぐる不透明感をできる限り解消することが肝要。

(→「提言 : 買収防衛策の導入・発動に関する会社法の改正」へ)

悪質な買収者の判定に関する問題

・適法に買収防衛策を導入・発動できる環境が整備された場合でも、実際に買収者が現われた場合に、いかに悪質な買収者を公正に判定し、排除できるかという問題は残る。  
 ・2005年3月に東京高裁が示したいわゆる「濫用的買収者の4類型」についても、これを客観的に判定する方法までは示されていない。  
 ・また、自らを「真摯な買収者」と偽るような、巧妙かつ悪質な買収者が現れた場合に、これを合理的に判別し、完全に排除することは現実的に困難。  
 ・現行のTOBルールは、悪質な買収者の出現リスクに対する備えが不十分。

・企業価値の向上に対する意欲と責任感を有する真摯な買収者のみがTOBを実施できる制度に改めることも有効。

・TOB実施へのハードルを高めることで、「悪質な買収者」に対する スクリーニング機能が発揮され、健全な買収の促進に資するルール改正を行うべき。

(→「提言 : 悪質な買収を抑制し、健全な買収を促進するためのTOBルールの改正」へ)

**4. 提言 : 買収防衛策の導入・発動に関する会社法の改正**

- ・買収防衛策の適法性に関する不透明感を払拭すべく、**会社法に買収防衛策の導入手順や発動の具体的な要件などに関する具体的な規定を設けるとともに、買収防衛策の本来の意義に照らして、的確な情報を提供された株主が公正に判断できるための導入・発動ルールを整備することが肝要。**
- ・ただし、あらゆる形態の会社におよぶ現行法の改正に相当な困難が伴うと思われるため、**約4千社の上場企業に限定した新法の制定も一法と考える。**

**5. 提言 : 悪質な買収を抑制し、健全なM&A促進に資するTOBルールの改正**

- ・TOBルールの制定目的に、「**悪質な買収者から企業がバナンスを保護すること**」ならびに「**企業価値の持続的向上に貢献しうる健全な買収を促進すること**」を明示的に加えたうえで、しかるべき改正が必要。
- ・支配的株主としての責任や規律性に鑑み、TOBによって経営権の獲得を目指す買収者に対し、**企業価値向上に向けた説明責任やその実行意欲を問うためのルール改正を提案する。**
- ・以下の措置は、TOB実施者に対し、一様に入口段階での負担を強いるものではあるが、**企業価値の向上を目指す買収者としての説明責任や情報開示を果たすものであって、過度の追加負担とはならない。**

改正案	改正の趣旨と内容
(1) 経営支配目的がある買収者(議決権比率3分の1以上の株式取得を行う場合)に対し	
● 企業価値の持続的向上に資する経営改善策の提示を義務付ける	企業価値・株主共同利益の向上を真摯に目指す健全な買収者であるか否かの判断基準の一つとして、経営改善策の提出を義務付ける。 なお、買収提案を受けた企業側も、自らの経営計画について、買収側との相違点を含め、株主に説明する義務を負うものとする。
● 経営改善策の実行に必要な期間中の株式保有を義務付ける	専ら短期売り抜けのみを意図した買収を防ぎ、経営改善策の実効性を担保するため、買収者に経営改善策の中でその実行に必要な期間を明示させるとともに、経営支配権の取得後、当該期間の株式保有を義務付ける。 ただし、経営支配の状況に変更が生じない範囲の株式譲渡は妨げない。
● 買収にかかる資金源の開示を厳格化させる	買収者が、真摯に対象企業の企業価値向上を実現する意欲を持って、TOBを実施することを証する意味からも、買収資金の裏付けの詳細を具体的に開示させる。たとえば子ファンドが買付者である場合に、親ファンドによる出資の保証というだけでなく、親ファンド自身の資金調達先(レンダーからのコミットメント等)についても明確にする。
(2) 全部買付け義務の条件を厳格化する	現行では議決権比率2/3以上となっている当該義務を、1/2超に変更することで、悪質な買収者によるTOB実施への意欲を減殺する効果が期待できる。

**おわりに**

- **独禁法における企業結合規制について**  
・当局は市場のグローバルな競争状況を常にモニタリングしながら、状況に応じて、国内シェアの高い**大企業同士の合従連衡もより容易に行えるよう、柔軟な規制のあり方を検討していくべきである。**
- **種類株式の上場について**  
・種類株式の上場は、その実施方法によっては、本提言の目的である「**悪質な買収リスクからの解放**」にも**一定の効果を有するものであるため、既存株主の保護や企業の「過剰防衛」といった副作用には十分に留意したうえで、制度のあるべき姿について今後も十分な議論が必要。**  
→今後の議論の進展を注視しつつ、必要に応じて意見を提示していきたい。

**<参考> 買収防衛策の導入状況について**  
(出所: MARR 2007年9月現在)

① 買収防衛策の導入企業数

	2005	2006	2007	総計	構成比
事前警告型	6	113	249	368	96.8%
信託型ライププラン	3	6	0	9	2.4%
その他	1	1	1	3	0.8%
総計	10	120	250	380	-

② 防衛策導入の決定機関

	2005	2006	2007	総計	構成比
株主総会承認型	0	78	243	321	87.2%
(定款変更型)	-	13	49	62	16.8%
(宣言的決議型)	-	65	194	259	70.4%
取締役会決定型	6	35	6	47	12.8%
総計	6	113	249	368	-

③ 対抗策発動時の判断者

	2005	2006	2007	総計	構成比
株主意思確認型	-	11	34	45	12.2%
取締役会決定型	6	102	215	323	87.8%
(委員会あり)	4	87	198	289	78.5%
(委員会なし)	2	15	17	34	9.2%
総計	6	113	249	368	-