

東京財団

政策提言

株式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～

2008年2月5日

東京財団研究部

TKFD
THE TOKYO FOUNDATION
東京財団

提言作成の経緯

本提言は、東京財団の研究プロジェクト、「会社の本質と資本主義の変質研究」における研究成果である。本プロジェクトは2007年4月に立ち上げ、8月以降敵対的買収のルールに関する本格的な検討を行った。研究会の主要メンバーは以下の通りである。

東京財団主任研究員 / 東京大学教授 岩井克人
東京財団研究員 / 駒澤大学准教授 村松幹二
プロジェクトメンバー / 一橋大学准教授 神林龍
プロジェクトメンバー / 東京大学准教授 清水剛
東京財団研究部 佐藤孝弘
東京財団研究部 金子洋一
東京財団研究部 南條昌康

月1~2回程度の頻度で研究会を開催し、毎回ゲスト講師を招いて経済理論的、法的観点から敵対的買収の問題を検討すると共に、市場関係者、機関投資家、弁護士、商法学者、経営者団体、経営者等、様々な関係者にインタビューを行い、望ましい敵対的買収のルールについて検討した。本提言は、それらの検討結果を取りまとめたものである。

本件については既に解釈論ではなく政策論が必要な段階に入っているというのが我々の認識である。日本経済の発展、日本の資本市場活性化のために、本提言を契機に各方面から様々な建設的な提案がなされることを期待する。

本提言に関するお問い合わせ先

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

目次

- 【1】敵対的買収の現状と問題点... p 1
- 【2】基本理念と提言の要旨... p 6
- 【3】会社支配権移転手続きの明確化について... p 12
- 【4】種類株式上場の容認について... p 23

【 1 】 敵対的買収の現状と問題点

はじめに

2005年の年頭に起こったニッポン放送事件は、日本の会社にとって敵対的買収の脅威を現実化するものであった。さらに、翌年の王子製紙による北越製紙への敵対的買収は、“伝統的”日本企業である王子製紙が、敵対的買収という手法を取ったことにより、すでに敵対的買収は特殊な手法ではないという印象を世に与えた。

以来、敵対的買収に関する議論が侃々諤々なされてきており、立法による対応がなされないこともあって現在に至るまでその議論が収束する気配はない。法的効果が当事者にとって不明確なまま、実務先行で事前警告型防衛策が次々と導入されているが、後に述べるように問題も多い。さらにはブルドックソース事件以降、株式持合いや安定株主工作の動きが活発化しており、望ましくない方向に向かっている。

本提言では、最初に敵対的買収に関する現状と問題点を述べた上で、株式会社と企業買収の本質を踏まえた理論的検討を行い、具体的制度改正案を提案する。

敵対的買収増加の背景

そもそもなぜ近年に至って敵対的買収の問題が立ち現れたのか。ニッポン放送事件以降、様々な敵対的買収の案件が浮上し、世間を賑わせた。これまで敵対的買収の脅威は、株式持合いや金融機関の政策的保有により実質的に経営陣によるコントロール下にあった。

しかし、90年代半ば以降、M & Aを巡る環境に大きな変化が起こり、その結果敵対的買収が起こりやすい環境が整った。具体的には以下のようなものである。

- ・ M & A全体が急増（業績回復のため事業再編が不可欠に）
- ・ 組織再編関連制度の整備
- ・ 株式持ち合いの解消（平成不況＋時価会計導入）
- ・ 外国人株主、機関投資家等、モノ言う株主の比率の高まり
- ・ 規制緩和（規制業種から規制による保護が外れる）

長く続く平成不況への対応として、経済界は「選択と集中」のスローガンのもと、急速な事業再編に動いた。M & Aによって、経営資源を効率的に再配分することが生き残りのためには不可欠となった。それにあわせて、簡易合併制度や株式交換制度の創設など、合併や買収に関するルールが大幅に、整備・簡素化された。

また、長期に渡る不況で体力を失った金融機関は、政策保有株式を放出し、株式持合いは解消に向かった。国際会計基準統一の動きに合わせて実施された時価会計（金融商品会計基準）の導入はその流れに拍車をかけた。

一方、外国人株主比率が高まるとともに、既存の機関投資家も株主としての意識を高め、いわゆるモノ言う株主の比率が高まった。経営者は多かれ少なかれ、株主の動向を気にしながらの経営をする必要に迫られることとなった。

これらの要因が重なって、M & A全体の件数が急速に増えると共に、敵対的買収の案件も頻繁に起こるようになった。M & Aによる経営資源の効率的な配分は、今後の日本経済にとっても重要な動きであり、本提言でもその重要性を強く認識するものである。

敵対的買収と判例の動向、企業行動への影響

敵対的買収が司法の場に持ち込まれることが多くなり、判例や実務はどのように動いてきたのだろうか。従来の裁判所の判断基準はいわゆる「主要目的ルール」に従ってきたが、2005年3月のニッポン放送事件高裁決定において、司法は新たな判断を示した。具体的には、機関権限分配論に依拠し、以下のように判示した。

「取締役の選任・解任は株主総会の専決事項であり…取締役は株主の資本多数決によって選任される執行機関といわざるを得ないから、被選任者たる取締役に、選任者たる株主構成の変更を主要な目的とする新株等の発行をすることを一般的に許容することは、商法が機関権限の分配を定めた法意に明らかに反するものである。」

その上で、現に経営支配権争いが生じている場面において経営者の支配権の維持・確保を目的とした新株予約権の発行がされた場合、原則として「著しく不公正な方法」によるものと解されるとした。さらに「株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする発行も不公正発行に該当しないと解すべきである。」とした。

この判断は、従来の主要目的ルールを踏襲しつつも、株主全体の利益保護の観点からこれを正当化する「特段の事情」がある場合には、例外的に不公正発行とならない場合があるということを狭い範囲で認めたものといえる。

さらに本高裁決定は、敵対的買収が認められる例外としていわゆる「4類型」を例示した上で、「敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを会社が疎明、立証した場合」には、会社の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような新株予約権の発行を差し止めることはできないとした。

「企業価値研究会」での検討

ニッポン放送事件と並行して、経済産業省の主導による「企業価値研究会」でも敵対的買収のルールについての議論が行われた。その成果として、2005年5月27日に企業価値研究会は「企業価値報告書」公表、それを受けた形で、経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」が公表された。

同指針は、あくまで“指針”であって、法的効果を持たない。しかし、敵対的買収に関する情報自体が極めて限られていた当時の状況において、企業に一定の相場観を与えるこ

ととなった。

実務の動き

実務レベルでは、防衛策の必要性を感じた会社が経産省・法務省指針とニッポン放送事件の決定をふまえ、法律事務所のアドバイスを受けつつ買収防衛策を導入しはじめた。買収防衛策のスキームは様々な工夫がなされてきたが、いわゆる事前警告型の防衛策へと収斂していった。事前警告型防衛策は、会社が買収に関する手続きを定めた上で、その手続きを敵対的買収者が遵守しなかった場合、防衛策が発動され、買収者に持株比率の低下という経済的損害を与えるものである。

そのほかの発動要件としては、ニッポン放送事件高裁決定の類型・強圧的二段階買収に該当するなど回復し難い損害や著しく企業価値を毀損する場合、買付け等の条件が本源的価値にかんがみ不十分または不適当な買付けの場合、ステークホルダー価値を毀損する場合など、解釈によってはいかようにも運用できる内容となっている。

また、多くの会社が、導入時に株主総会の承認を得たり（いわゆる「勧告的決議」）、独立した第三者委員会を設けるなど、できるだけ公正なルールとするよう工夫が実務ベースで行われた。その結果、2007年には、上場企業の約一割が事前警告型の買収防衛策を導入している。

事前警告型防衛策の適法性については、どこまでが認められるか、不明な状況である。東京財団のヒアリング調査によれば、実務を担う弁護士の大半は、取締役会決議による発動をした場合は「状況にもよるが、かなりのケースで差し止められるだろう」という認識である。専門家のレベルでは、少しでも時間稼ぎするための、ソフト・ローとしての買収防衛策、と割り切った対応がなされている。

ブルドックスソース事件の影響

2007年5月、投資ファンド、スティール・パートナーズがブルドックスソースへの敵対的公開買付けを開始した。ブルドックスソースは、これに株主総会の特別決議導入による新株予約権の無償割当てを利用した防衛策で対抗、その適法性について、司法の場に決着が持ち込まれた。

同年8月7日の最高裁決定はスティール・パートナーズの差止め請求を認めず、ブルドックスが勝利した。最高裁は、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものである」とし、原則株主の判断が尊重されるものとした。

本件では、スティールパートナーズ以外のほとんどの既存株主（出席株主の議決権の88.7%）が、株主総会で賛成したこと、ブルドックスソースがスティール・パートナーズに持株比率の低下という財産的損害に対する対価を補償するという点をふまえ、本防衛策は「公

平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められない」とした。本最高裁決定の特徴は、防衛策の必要性の要件としてほとんどの株主の支持があること、買収者に財産的損害を与えないこと、を重視している点にある。

実務的な観点から考えると、防衛策の適法性の基準については、わずかながら明確になったが、

- ・買収者の属性によって要件が変わるのか
- ・取締役会決議や株主総会の普通決議での導入の場合はどうか
- ・対価の支払いは必ず必要なのか？また、その際の金額の基準は何か

など、不明確な点がかなり多くある。また、多くの会社にとって最も知りたいはずの、「平時導入、事前警告型の防衛策はいかなる基準で認められるのか」についてもまったく不明な状況である。判例を通じたルールが確立するには、長期間かかると考えられる。

現状の問題点と政策対応の必要性

以上、これまでの敵対的買収の流れを簡単に述べたが、現状の問題点は以下のように整理できる。

まず、依然として買収する側、される側にとっての不明確性は解消されておらず、実務の混乱は続いているという点である。一連の司法判断をみるかぎり、実務上広まった事前警告型防衛策の考え方と裁判所の判断がマッチしていない。その両者が調和するためには、事前警告型防衛策に関する判例の積み重ねが必要となるが、今後の日本においてそのような裁判が数多く起こるとすることは想定しにくい。また、裁判が起こったとしても、現在の防衛策のスキーム（新株予約権の無償割当てを利用し買収者の持株比率を低下させる）であるかぎり、企業買収の本質よりも株主平等原則に違反するかどうかということが主要論点となってしまう。判例の積み重ねによって形成されるルールが日本経済にとって望ましいものになるかどうかは全く予測不能である。

また、ブルドックス事件での株主総会決議を重視する司法判断は、企業の株式持合い、安定株主工作を促進するものとなった。多くの報道にあるとおり、事業会社同士が、事業とは無関係に株式持合いを進めている状況である。何も対応がなされない限り、この傾向は続くと考えられる。

最高裁決定は、経済的損失の補償を重視したものであった。このような実務や判例が定着すると、グリーンメーラーにリスクなく利益を与える構造が出来上がる。無論、最高裁は経済的損失の補償をしなければ、防衛策が常に違法だと言っている訳ではないが、日本が「グリーンメーラーにとって活動しやすい国」になってしまう恐れは否定できない。

以上のような、現状の問題点が改善される動きは今のところ、ない。経済政策のあり方が、これまでの官庁による行政指導型から、司法による事後判断型へ移行すること自体は、大いに歓迎すべきことである。しかし、その判断が実務を混乱させては本末転倒である。

必要なのは、敵対的買収を忌避したり、防衛策を正当化するのではなく、株式会社と企

業買収の経済理論的な本質を見極め、各経済主体が合理的に行動した結果、経営資源が最適に配分されるようなルールについて検討することである。この点、これまでの司法判断は、到底本質を見極めたものとは言い難く、実務の混乱を招いている。今後必要とされるのは、解釈論よりも、現状を打破するための敵対的買収のルールの創造ではないか。

【 2 】 基本理念と提言の要旨

本提言の基本理念

本提言が拠って立つ価値は、「資源配分の効率化による国富の最大化」である。敵対的買収に関するルールを、社会全体としての富の最大化という観点から検討し、これ以外の要素を考えないこととする。そもそも、敵対的買収を含むすべてのM & Aの目的は経営資源の配分を最適にすることで社会全体の富を増進するということである。検討の中心である会社法は目的規定がない法律であるが、その目的はつきつめれば国富の最大化である。

例えば会社法の基本書では、会社法の目的として以下のように記述される。

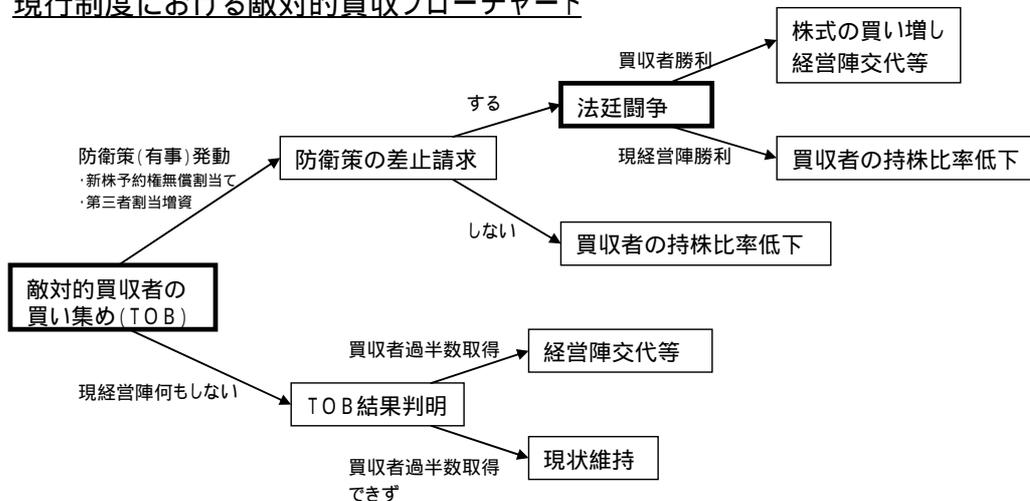
「会社法のスタートポイントは、会社をつくって経済活動を行わせることが国民経済上好ましいという価値判断である。すなわち、会社は、大規模な、リスクのある事業を行うことを可能にするもので、資本主義経済の発達にとって重要な役割を果たすものである。そこで法は、会社に法人格を与え、また会社に対する規制等を通じて、会社の健全な発達を図っている。」(弥永真生 『リーガルマインド会社法』第 10 版 有斐閣 1 ページ)

会社法は、この目的を達成するために株主、経営者、債権者等ステークホルダーの権利義務について規定している。株式会社の基本的性格である、「法人性」「有限責任性」「所有と経営の分離」等の会社法の基本概念も、究極的には国富最大化(あるいは国民経済上の好ましさ)という目的につながっている。本提言では以上の価値に基づき、敵対的買収防衛策のルールを主に経済理論的に検討するとともに、国富最大化のための具体的な制度改正案を提案する。

ルールの明確化(ルールによる支配)と提言の全体像

現在の日本の敵対的買収の流れは、おおまかには以下の図の通りである。

現行制度における敵対的買収フローチャート



まず、敵対的買収者が株式を買い集め（多くは公開買付けを利用）、それに脅威を感じた現経営陣は株式の第三者割当てや新株予約権の無償割当て等による防衛策を発動し、買収者は裁判所に差し止め請求をする。最終的には裁判所の判断により決着がつくが、これまでの裁判所の態度からすれば、取締役会決議で導入・発動した防衛策が認められる余地は少ないものと思われる。

敵対的買収のルールは、国ごとにより異なっている。イギリスでは、公開買付けに関し全部買付義務を課す一方、厳格な手続き規制で対応している。米国では、比較的自由度の高い公開買付け制度がある一方、ポイズン・ピルを始めとして取締役会限りで様々な防衛措置を取ることができる。

日本での一般的なイメージとは逆に、米国会社法では取締役会の権限が非常に強い。例えば、株主への配当の決定は専ら取締役会の専権事項であるし、株主には定款変更の議案を提案する権利も無い。株主の権利は、会社の基本的な変更に関する事項を除けば、取締役の選解任権があるといった程度である。また、スタガード・ボード（取締役の期差選任制）も利用できる。

それでも米国で敵対的買収が成立するのは、現経営陣に高額な退職金を支払う等の配慮を行うことにより、表面的には敵対的買収であったものが、最後にはそうではなくなっているということである。いわゆる「ゴールデン・パラシュート」は、もともとは買収防衛策として導入されたが、今では経営者は高額な退職金を手にし、買収者は安く会社を買える仕組みを合法化するという側面も持っている。

現在日本の上場企業の約一割が導入している事前警告型防衛策は、米国の防衛策を手本に設計されているが、今述べたような会社法の違いについて法的手当てがないままに導入が進んでいるため、争点の中心が米国では問題にならない「株主平等原則」となるなど、議論の混乱の要因になっている。

敵対的買収ルールを考えるにあたっては、日本の会社法の考え方や資本市場のあり方考慮に入れつつ、そもそも敵対的買収はなぜ起こるのか、敵対的買収が社会の富の最大化に貢献する場合としない場合はどういう場合かといった根本の問題からの見直しが必要である。

極めて多数の関係者に影響を与える経済活動のルールは、なるべく明確であることが望ましい。経済は予測可能性を前提にして動いているため、そこが不明確だと活動自体に支障が生じることとなる。各経済主体のインセンティブや市場メカニズムを生かした形で敵対的買収に関するルールをなるべく明確化し、裁判で決着をつけるのはあくまで最後の手段とすべきである。

以上の視点に立って現行法を見直し、社会の資源配分の効率化、国富の最大化に資するルールにし、不明確性を排除していくことが必要である。資源配分の効率化による国富最大化、会社が生み出す付加価値最大化の観点から、敵対的買収ルールに関する東京財団案として現行制度の改正を提案する。全体像は以下のとおりである。

敵対的買収ルールに関する東京財団案

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がいる時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より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)

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)

提言の要旨

提言 1、2 は、敵対的買収の決着のつけ方として、委任状争奪戦を有効に活用する制度である。この制度の導入によって、敵対的買収の手続きは以下ようになる。

買収者が 19.9%の株式を取得 現経営陣と交渉

- (a) 交渉が妥結した場合は取締役会決議により解除
- (b) 交渉が決裂した場合は取締役選解任に関する委任状争奪戦(必要に応じ同時に公開買付けを行う)によって決着

そもそも敵対的買収は、外形的には既存株主の一部と買収者の株式の売買にすぎない。両者の合意がある以上、本来であればそれを止める理由はないはずである。しかし、その売買に経営支配権の移動がある場合は別である。単なる株式の売買ならば、売り手と買い手の間で株式が移動するだけで、何の付加価値も生み出さないが、敵対的買収の結果良い経営陣が選ばれるか、悪い経営陣が選ばれるかによって会社が将来生み出す付加価値は大きく左右される。ここにルール作りの必要性が生じる。

公開買付けのみで経営支配権の移動が起こる現行の枠組みには、良い経営陣を選ぶためのインセンティブが欠けている。既存の株主は公開買付けに対して、提示された株価だけで保有株式の売却を判断してしまう。高値で株式を売り抜いてしまえば、その後の会社の業績には関心がない。

経営支配権の移動の結果、新しく入ってくる経営陣が元の経営陣より優れているという保証は無い（買収者が実際の能力と比較して自信過剰であった場合や、既存の株主が現経営陣の能力や戦略を一時的に過小評価して、株価が一時的に本来の価値より低く付いている場合によくミスマッチは起こる）。もし無能な経営者が入ってくれば、会社が生み出す付加価値は減少する。それに伴い、会社に関係する全ての者（例えば他の株主、債権者、従業員、取引先等）が被害を受ける。単純に前の経営者に戻せば済むということにはならない。それには多大な調整費用がかかる。

経済理論的には、経営支配権の移転をともなう株式の売買がある場合は、その都度会社関係者全員が集まって“合意”することが最適である。しかし、無数の関係者が集まって、支配権の移動にともなって起こりうる自体を予測・検討し、合意をするのは不可能である。そこで、次善の策として、「良い経営者を選ぶ」ということについて最も強いインセンティブを持つ既存株主にその役割を与えるべきだ。その手段が委任状争奪戦である。それを実現するのが提言1、2である。

重要なのは、取締役の選解任に関する委任状争奪戦で議決権を行使する既存株主は、支配権争いの帰趨が決した後も引き続き株主であるという点である。株主が売り抜けた後は部外者となり、その後の会社経営には何の関心も無くなる公開買付けとは全く異なる。株主は継続保有を前提とするため、経営能力や事業計画に加え、たとえば雇用の方針なども含めて総合的に判断せざるを得ない。敵対的買収のルールは、このように市場メカニズムを活かした形でなければ、経営資源の最適な配分という本来の役割を果たすことができない。

委任状争奪戦については、現行制度に実務的な問題があることが指摘されているが、それは手続きの問題であり、本質ではない。少なくとも経営資源配分の効率化という観点からは委任状争奪戦が最も合理的であるのだから、手続き的な理由で本質的な理由を否定するのではなく、現行の制度を公平な戦いの場を設定するという観点から改善すべきである。

なお、提言1、2については、株主の議決権行使を促進するものである。年金マネーを預かる国内機関投資家等が積極的に議決権行使をすることが求められている現在の流れと

も一致し、わが国資本市場の活性化にも資するものと考えている。

提言3は種類株式の上場をより積極的に認めよというものである。現行会社法は、多様な種類株式の採用を認めており、定款自治による会社と株主の関係について多様なアレンジメントを可能にしている。しかし、証券取引所が未だ種類株式の上場に消極的なため、そのメリットが活かされていない。

現在、証券取引所は種類株式の上場について検討中であるが、幅広い範囲で認めていくべきである。これにより、それぞれの会社が事情に応じ、株主の承認（特別決議）の下、種類株式による株主と会社間の関係を決定することが可能となる。

現在、資本主義における利潤の源泉が、物的資産から人的資産、とりわけ新製品や新技術や新組織や新市場を創り出すための知識や能力へと大きく移行しつつある。機械制工場さえ建設すれば利潤が得られた産業資本主義から、技術化革新や製品差別化などの「違い」によってしか利潤を生み出せない「ポスト産業資本主義」へ、という大きな経済の構造変化がその背景に存在する。そのような社会では、知識志向性の高い従業員に様々なプラスのインセンティブを与え、組織特殊な人的資産（個々の組織の中でのみ価値を持つ知識やノウハウ、熟練等）に投資し、蓄積してもらわなければならない。

従業員に、組織の発展について長期のコミットを求めるには、長期にコミットする株主が必要である。経営支配権の頻繁な移動によって組織文化の維持や雇用の長期的方針が変更する恐れがあると、そのこと自体が従業員の組織特殊な人的投資を抑制してしまうからである。

グーグル社が、創業者一族に議決権の大半を維持し、買収をされない形で株式を上場したことは、人間が決定的に重要となる新たな時代のガバナンスの方向を示唆している。会社のあり方の多様性を、市場と親和的な形で確保しようとしたものである。会社組織の維持発展に長期にコミットしていく株主と、短期の値上がり益を求めて投資する株主とが、株式市場を通して自由に住み分ける仕組みである。日本においては、製造業の現場における組織特殊な人的資産の重要性が指摘されることが多かったが、今後はそれに留まらず、どのような業種においても知識指向型の人材の重要性が増す。

ポスト産業資本主義においては、経営やガバナンス構造のあり方には、一つの絶対的なモデルは無い。株主による経営者のコントロールを徹底的に強化、奨励したほうが良い会社もあれば、株主の介入度合いを適切にコントロールすることで独自の組織文化を構築し、付加価値を高める会社もある。その選択は、業種・業態、経営方針、物的資産・人的資産の性質、商品・サービスの内容、顧客等、様々な要素を考慮に入れ、会社ごとになされるべきである。会社がある種類株式を導入したことの是非については、最終的に市場によって判断されるべきである。

種類株式の採用につき、適切な開示がなされている限り投資家にとって選択肢が増えるのは望ましいことであるし、種類株式を利用したアレンジメントによって会社が生み出す付加価値が増加する可能性が存在するのだから、そのような会社の株式市場への参入を阻

んで、資金調達のを狭めるべきではない。

提言のうち、提言 1、2 を上場企業における一般的なルールとする一方、会社のあり方の多様性を実現する手段として提言 3 を用意しておくべきである。特別決議というハードルもあり、提言 3 を採用する企業は少ないかもしれないが、各会社の工夫により徐々に活用されるだろう。適切な開示を担保した上で、その妥当性の判断は市場に委ねるべきである。

以上が提言の要約である。次章以降、各制度について、より詳細な検討と解説を行う。

【3】会社支配権移転手続きの明確化について

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がいる時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より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。

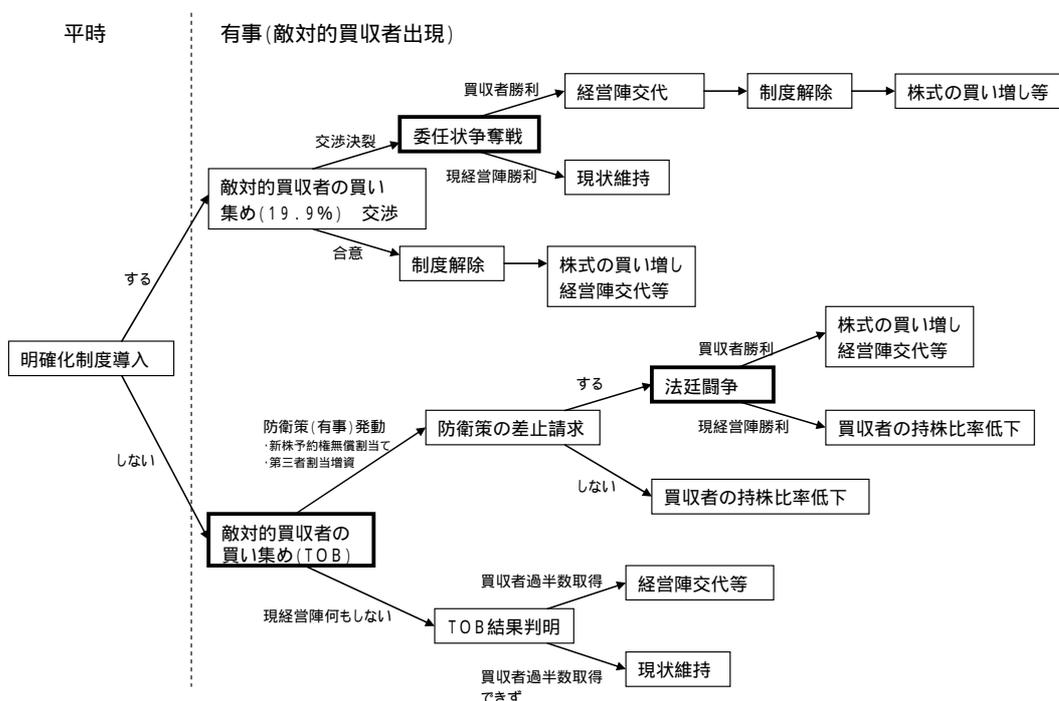
(金融商品取引法の改正が必要)

敵対的買収とインセンティブ

敵対的買収の局面において、社会的に最も望ましいのは、「よりよい経営者が出現したら交代する、劣った経営者が出現しても交代しない」ということである。そのためには、敵対的買収の帰趨を決する際の最終的な決定権者に、よりよい経営者を真剣に選ぶインセンティブを与える制度設計が必要である。

その目的を果たすために、本制度は、敵対的買収の最終的な決定権者を株主とし、委任状争奪戦によって決着をつけることとしている。本制度を導入した会社を買収しようとする場合、買収者は株式を一方的に20%以上取得すると議決権が行使できなくなるため、その手前(例えば19.9%)で現経営陣と買収交渉に入り、交渉が決裂した場合は、委任状争奪戦(または、委任状争奪戦とその勝利を成立条件とした公開買付けの同時実施)で決着を図るというものである(次ページのフローチャート参照)。敵対的買収の決着がついた後も引き続き株式を保有する株主に決定権を与える委任状争奪戦が「よりよい経営者を選ぶ」インセンティブを与える制度としては最も適している。また、そうすることで現経営陣にもより良い経営を行うインセンティブを与えることができる。以下、本制度の考え方について、より詳細に解説する。

会社支配権移動手続き明確化制度導入後の敵対的買収フローチャート



敵対的買収と経営資源配分の効率化

そもそも様々なプレーヤーが市場を通じ自由に取引を行うのは、なぜ良いことなのか。それは当事者同士の合意で行われる取引であれば、それはすなわち両者にとって望ましく、効率的だからである。

敵対的買収の場面においても、買収者と既存株主の合意のもと株式の「売り」と「買い」が成立しているのであるから、本来的にはそれに第三者が介入する理由はないはずである。これは買収手段が公開買付けであっても、市場からの買い集めであっても本質は変わらない。

だが、敵対的買収には「経営支配権の移動」が伴う。単なる株式の売買ならば、売り手と買い手の間で株式が移動するだけで、何の付加価値も生み出さない。だが、経営支配権が移動する場合は違う。それにより、有能な経営者が選ばれるか、無能な経営陣が選ばれるかによって、会社が将来生み出す付加価値に大きな影響を及ぼす。ここに、経営資源の望ましい配分に向けた制度作りの必要性が生じる。敵対的買収が社会全体の資源配分を効率化する場合、しない場合とはどのような場合かを検討する必要がある。

敵対的買収が社会の経営資源配分を効率化する場合

敵対的買収は会社の支配権を巡る争いである。敵対的買収とは、ある者が公開買付や市場での買い集めを利用して経営支配権を手に入れようとしたとき、現経営陣がそれに反対

したときの状況を指す。会社法の規定により、ある会社の株式の3分の1を取得すれば、株主総会の特別決議を常に否決できる。2分の1を取得すれば、経営陣の総取替えができるし、3分の2を取得すれば、株主総会の特別決議を常に可決できることとなる。ここでは、買収者が2分の1以上の議決権の取得を目指す場面を想定して議論をすすめる。

敵対的買収者は、なぜプレミアムを払ってまで敵対的買収をしようとするのであろうか。それは、始めから経営権を奪取するつもりが無いグリーンメーラーである場合を除けば、敵対的買収者が自己の経営能力を現経営陣より高く評価している、あるいは、会社経営に有利な情報を持っている等の理由により、自分で経営改善を行うことで会社が生み出す付加価値を増大させられると考えているからである（買収することでシナジーが得られると考えた場合等も含まれる）。

敵対的買収者の目論見どおりに経営改善が行われた場合、結果として経営資源配分はより効率化され、社会全体の富も増大する。このような場合、敵対的買収を止める理由は全くない（ただし、このような敵対的買収が市場の独占化・寡占化を企図している場合は別であるが、制度的対応として独占禁止法における合併規制が存在している）。

敵対的買収が社会全体の資源配分を効率化しない場合

1. グリーンメーラー

グリーンメーラーは、対象会社の経営には関与せず、短中期的に持株を対象会社自身や第三者に転売することで売却益を得ようとする。経営に関与する気のない大株主が、経営陣に様々な形で圧力をかけ売り抜けを目指すことは経営を停滞させ、会社が生み出す付加価値を毀損する。

2. 株価が一時的に下落した際の会社解体

株価は長期的には会社の実力を反映した値に落ち着くとされるが、短期的には会社の価値を反映しているとは限らない。市況全体の影響や、既存の株主が現経営陣の能力や戦略を一時的に過小評価したことにより、株価が会社の本来の実力より低く付いて、短期的には「お買い得」になる場合がある。その際、敵対的買収者が安値で買収し、会社を解体し、会社資産を切り売りすることで利益を確定しようとする可能性がある。解体型の買収の全てが非効率とは言えないが、会社の本来の実力からすれば長期的に経営することでより多くの付加価値を生み出せたにもかかわらず、解体してしまうケースも当然に起こりうる。

3. 経営者が自信過剰な場合

敵対的買収者が真摯に会社の経営改善しようとしている場合でも、非効率をもたらす場合がある。買収者はある会社に関して、自分が経営を行うことで実現可能と予測する株価よりも、現在の株価が低いと判断した場合に買収に踏み切る。しかし、買収者が誤った予測をし、自分が実際には実現できないような株価で株式を買い取る場合も当然ありうる。買収者の予測が常に正しい保証はどこにもない。

特に株価が一時的に低く付いている場合には、自信過剰な買収者が、買収して経営改善

をすることで利益を得ようとする誘因は強い。既存株主は喜んで株式を売るであろうが、結果として能力の低い経営者が経営を悪化させることで会社の業績は落ちる。

経済学におけるオークション理論では、勝者の災い(winner's curse)という概念がある。会社買収市場を考えた場合、各参加者は対象会社の価値をどれだけ上げることができるかについては予想値しか持っておらず、結局、入札に勝つのは最も楽観的な、誤った予想値を持った者になるというものである。実際、外部には知りえない情報の存在等によって、敵対的買収者が予測を誤ることが多い。このような場合、敵対的買収者と既存株主だけの売買によって支配権争いの決着をつけると、会社には自身過剰だが能力の低い経営者が入ってくることになる。

調整費用と不完備契約

以上のような場合、敵対的買収による経営者の交代によって、無能な経営者が会社に入ってくることが十分にありうる。そしてそれは、社会的な資源配分の非効率性をもたらす。つまり、買収者と既存株主が株式の売買について「合意」をしたとしても、それがその他の会社関係者にとっては望ましくないケースとなる。

交代した経営者が実際には無能だったとして、そこで発生した損失を取り戻すのは容易ではない。「あの経営者はダメだったから元に戻そう」というわけにはいかない。一旦組織が破壊されると、回復するためには多大な調整費用がかかる。組織を作るには時間がかかるし、信頼を築くのに時間もかかる。極端な場合では、無能な経営者に愛想をつかした優秀な従業員が辞めてしまったり、取引先から取引を打ち切られたりもする。会社が解体されてしまった場合はなおさらである。

その際、他の会社関係者、例えば買収者以外の株主や従業員、取引先等が被る社会的損失を全て買収者が負うのかといえそうではない。もしあらかじめ敵対的買収者が支配権を獲得することによって会社に起こりうる状況をすべて予測し、会社に関わる人々全てが、それぞれの状況についての損害賠償について契約で決められるのであれば、それは可能であるが、そのような契約(完備契約)を結ぶことは現実には不可能である。これを経済学では“不完備契約”と呼ぶが、不完備契約の場合、ある当事者間の合意がその他の関係者、ひいては社会全体にとって望ましい結果をもたらすとは限らない。そして、支配権の移動を伴う株式の売買という状況が、これにあてはまる。

本制度の考え方

ここで考慮する必要があるのは、どうすれば敵対的買収が社会全体の資源配分の効率化につながるかということである。上記の検討からすると、会社に関わる全ての人たちを集め、全員の合意のもと支配権の移動についての決定が行われることが最も望ましい。しかし、実際にはそのための費用も莫大なものになるであろうし、そもそも物理的に不可能であろう。

これらのコスト等も考慮すれば、制度としては、敵対的買収の帰趨は新たな経営者が確定した後も株式を保有し続ける株主に最終的に判断させることが望ましい。そのような株主は、良い経営者を選びたいというインセンティブを最も強く持っているからである。

そこで本制度は、敵対的買収の最終的な決着のつけ方を委任状争奪戦とし、敵対的買収者に支配権を移転させるかどうかを株主に選択させる制度となっている。本制度の導入決議をした会社の株式は、20%以上保有すると議決権を行使できない。そこで会社の支配権取得を目指す者は、例えば19.9%を買い集めつつ経営者と買収や事業提携についての交渉に入り、決裂したらその19.9%を出発点として現経営陣の交代の議案を株主総会に諮り、委任状争奪戦で決着をつけることとなる。

また、提言2により敵対的買収者は、委任状争奪戦の勝利を条件とした公開買付けを行うことができるようになる。その場合、一方で買取価格を提示しつつ、既存株主を説得することとなる。その方針につき株主の支持を集めることができれば、そのまま買収を成功させることができるし、支持を集められず、委任状争奪戦で敗れば公開買付け自体が無効となる。

一方、現経営陣には敵対的買収者と交渉に際し、会社が生み出す付加価値を最大化するような結論を目指す義務がある。取締役は会社のために行動する義務（善管注意義務・忠実義務）を負っており、敵対的買収の場面に直面した経営者は、どのように対応すれば自社が生み出す付加価値を最大化できるかを考えて行動しなければならない。ここで会社の利益に反する行動をとった場合、株主代表訴訟や取締役の責任を追及されることとなる。

企業買収の場面で、シナジー効果により経営改善が図れるようなケースでは、事業提携等でその目的が達せられる場合も多い。まずは買収者と現経営陣により最適な結論を模索する話し合いが行われるべきである。情報の非対称性により、買収者も現経営陣もお互いの会社の実情や意図を誤解している恐れもある。また、急速な敵対的買収により、対象会社の社員や取引先までもが敵対的買収者への過度の敵対感情を持つようであれば、たとえ買収が成功したとしても、シナジーは発揮できなくなるかもしれず、またそうでなくても無用なコストが発生する原因となる。

本制度は、両者に交渉の機会を与えるとともに、どうしても妥結しなかった場合には委任状争奪戦による決着をつけるという手続きを制度化することで、敵対的買収者と現経営陣、どちらが会社が将来生み出す付加価値に貢献するかについて、できるだけ市場メカニズムに基づき公平に決めることを目指している。

なお、本制度では、20%以上の株式の取得のためには、委任状争奪戦で勝ち抜く必要があるため、悪質なグリーンメーラーの活動の余地はほとんど残されていない。

株式買い集めと委任状争奪戦の違い

公開買付けや市場からの株式買い集めでの支配権の移動と、委任状争奪戦による支配権の移動には本質的な違いがある。前者においては、敵対的買収者に株式を売却した株主は、

その瞬間会社との関係から離脱するため、対象会社のその後の経営には関心が無い。ここでは、敵対的買収者の経営能力を判断しようというインセンティブが委任状争奪戦と比べて働きにくい。

公開買付けによる敵対的買収の場合は、さらに株主の心理を混乱させる不安定要因が加わる。公開買付けがかかると、株主は一定期間中に買付けに応じるか、株式を保有し続けるか決定する必要がある。株主の立場としては、敵対的買収者と現経営陣の経営手腕、現在の株価と公開買付け価格等を比較し、決定を行うわけであるが、この判断には常に不安定性が伴う。例えば、ある株主が敵対的買収者の経営手腕を非常に高く評価することとする。その場合、その株主にとって最も望ましい結果は、買収が成功し、かつ、自分が株主であり続けることである。そのためには、公開買付けに応じないことが必要である。

一方、ある株主が現経営陣の経営手腕を非常に高く評価しているとしよう。その株主にとって最も望ましい結果は、買収が失敗し、かつ、自分が株主であり続けることである。そのためにはやはり公開買付けに応じないことが必要である。

結論として、両方とも売らないという選択をする株主がほとんどとなる。売るという選択をするのは、買収者が実現できる株価が、現在の株価と公開買付けの間にあるという予測をする株主のみである。では、ほとんどの公開買付けは失敗するかといえば、そうではない。

今までの前提は、公開買付けの結果が、それぞれの株主にとって望ましいものとなることを前提とした場合であるが、実際には終わってみなければわからない。したがって、買収者の経営手腕を高く評価する株主が、「買収者は勝てない」と予測する場合には、現在の株価よりも高い公開買付け価格で売り抜けることが望ましい。一方、現経営陣の経営手腕のほうを高く評価する株主が、「買収者が勝つ」と予測する場合においても、やはり公開買付けに応じて売り抜けることが望ましいのである。

公開買付けによる敵対的買収は、このように他の株主の行動を予測しつつ自分の判断をしなければならぬという不安定な状態をもたらす。そのような不安定性から公開買付けに応じて株式を売却して利益を確定する道を選ぶ方へ心理的圧力が加わるのが通常であろう。ここでは現経営陣と敵対的買収者のどちらが優れた経営能力を持つかを真剣に考えるよりも、「他者がどう予測するか」といった点を考えてしまい、「よい経営者を選ぶ」というインセンティブは湧かない。

株主が敵対的買収者側の経営能力を一切考慮せず、買収者が提示した買取価格と、現経営陣の能力を比較して決定すると考えた場合はどうであろうか。この場合でも、敵対的買収者が自信過剰で実際には無能だった場合、株主は喜んで売却するであろうが会社には能力の低い経営者が入ってくることになってしまう。

経営資源配分の効率化、国富最大化の観点からは、敵対的買収の帰趨は現経営陣と買収者の経営能力によって決せられるべきだが、公開買付けはそのための制度としては欠陥が大きい。これは、公開買付けを利用した敵対的買収の場面において、既存株主の「経営者

は交代し、さらに自分株式を保有し続けたい」という選択肢が選べないという構造的な問題が原因である。

これに対し、委任状争奪戦による場合は、支配権の帰趨が決した後も株主が会社との関係から離脱しないため、買収者と現経営陣の経営能力を基準に真剣に選ばざるを得ないし、買収者も現経営陣も株主に対し、自己の経営能力や経営方針について言を尽くして説得する必要が生じる。本制度により、敵対的買収者と現経営陣は、「買収者の提示金額VS現経営陣の経営能力」という、異なる土俵から「買収者の経営能力VS現経営陣の経営能力」という同じ土俵での戦いを行うということになる。そうすることで、より経営能力が高い経営者が選ばれる可能性を高めることを目的としている。

本制度は、敵対的買収者と現経営陣が、経営資源に関しての情報を出来る限りオープンにして、競争させるものである。真に経営改善に自信がある買収者であれば、それは望むところであろうし、さらに多くの株式を取得したければ、委任状争奪戦と同時に公開買付けを行うこともできるし（提言2）、委任状争奪戦に勝利し、経営陣を交代した後買い集めることも可能である。

先に述べたとおり、敵対的買収が社会全体の資源配分の効率化につなげるためには、会社に関わる全ての人たちを集め、全員の合意のもと支配権の移動についての決定が行われることが最も望ましいが、そのためのコスト等を勘案すると現実には難しい。本案は、改善の策として、出資のリスクを負い、議決権を持ち、かつ支配権の帰趨が決した後も引き続き株主となる者にその判断を委ねることで経営資源配分の効率化を目指すものである。

取締役の選解任は株主の本来の権利であり、会社法の体系自体が、株主が経営能力のある経営者を選任するよう努力することをいわば前提としているのだから、本制度は、株主の本来の役割を発揮するインセンティブを与える制度であるともいえる。

株主は継続保有を前提として判断する必要があるため、経営陣の経営能力や事業計画に加え、例えば労働組合と買収者との関係など、その他の利害関係者に対しての方針も考慮すべきだし、せざるを得ないものと思われる。そのような中で、例えば敵対的買収者と現経営陣は株主に対しどのような判断材料を出すべきなのかといった規範が浸透していくことが望ましい。

なお、敵対的買収者が「対象会社の全株式を現金で買収する」という方針を強く打ち出した上で、委任状争奪戦と公開買付けを同時に実施した場合は敵対的買収者は買収金額以外の説明をしようとしなないかもしれない。この時に限っては、「買収者の提示金額VS現経営陣の経営能力」という勝負にならざるを得ない。しかしこの場合であっても、公開買付けだけで決着をつける場合と比較して、妥当な結論が出る。なぜなら、先にも述べた「株主の判断の不安定性」が発生しないからである。現経営陣を支持する株主は、仮に委任状争奪戦において敵対的買収者の勝利が確定しても、公開買付けに応じてその会社から離脱してしまえばよい。だからこそ、他の株主の動向を気にすることなく支持する側に投票することができ、株主の意思が正確に反映した結果が出ることになる。委任状争奪戦という

仕組みを介在させることで、株主が不安定な状況で金銭的な観点のみで判断せざるを得ない状況を回避できる。

その他の解説

これまで述べた考え方からすれば、本制度の導入を全ての会社に一律に義務付けることも考えられるが、本提言では取締役会決議による選択制としている。会社ごとの株主構成や、経営者の株式市場観によって妥当する場合もあるしそうでない場合もあると考えるためである。いずれにせよ本制度を導入すること、しないことについて経営者から投資家や株主への説明は必要になるのだから、それを見て投資判断を行えばよい。

導入・解除の決定権が取締役会にあることによって、機動的な意思決定が可能となる。例えば、対的買収者と現経営陣の交渉が妥結し、買収が行われることになったとしたときに、すぐに解除することができる。

基準となる議決権の割合が20%となっているのは、敵対的買収者と現経営陣が対等に勝負するための基点としての数値である。現状、上場会社の株主総会における議決権行使率が70%～90%程度であるため、35～45%程度取得すれば過半数を獲得できる。実際問題として20%以上持たれると、会社としては身動きが取れなくなってくるということから、そのように設定している。これについては、より詳細なデータによる研究で、21%が望ましいとされるかも知れないし、18%が望ましいとされるかも知れない。現在、設計されているポイズン・ピルのトリガーのほとんどが20%に設定されているのも同様の理由と思われる。

また、20%以上の議決権を持った途端、議決権を行使できなくなることであり、「20%未満の部分については行使できる」といったスキームになっていない。なぜなら、そうしなければ議決権が行使できなくても、それを無視して敵対的買収者が買い進め、最終的には20%分が過半数を超えてしまうからである。それでは結局、委任状争奪戦を経ることなく一方的に会社買収できてしまい、本提言の趣旨と異なる結果となってしまう。(ただし、この点については、「20%未満の部分については行使できる」としたとして事実上問題が起こらないかどうかなど検討の余地はある)

また、本制度の導入決議は、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こととしている。これは、例えば敵対的買収者が公開買付けを開始してから、本制度を導入することが可能だとすると、予測可能性を高めるという本制度の目的が達成できないためである。

事前警告型防衛策との比較

本制度を導入した場合と、現在の実務の主流を占める事前警告型防衛策と比較してみよう。事前警告型防衛策の場合、いざ発動された時に買収者が裁判所に差し止めを求め、法廷闘争の結果差し止められてしまうリスクを常に負っている。とりわけ、取締役会決議に

よる発動では差し止められる可能性は格段に高くなるというのが、現在の実務家の相場観である。

本制度は、敵対的買収の局面において、なるべく良い経営者を選ぶインセンティブを持つ者に選ばせることで資源配分を効率化させるとともに、裁判によって決着をつける部分を大幅に減らすものである。関係者にとっての予測可能性という点では、本提言がはるかに上回っている。また、本制度を導入した上で、事前警告型防衛策と同様に、会社を買収者に対し一定の手続きを敵対的買収者に要求することも可能である。

本制度の導入会社は公開買付け等による一方的買収を防ぐことができるが、それは経営者に安全な地位を保証するものではない。19.9%の株式を取得した敵対的買収者が仕掛けた委任状争奪戦（または、委任状争奪戦とその勝利を成立条件とした公開買付けの同時実施）により、経営者が交代させられる恐れは十分にある。現経営陣は、敵対的買収者と真摯に交渉せざるを得ないし、その主張を株主に対して十分に説明しなければならない点では変わらない。

また、事前警告型防衛策のほとんどが、発動時には新株予約権の無償割当てにより敵対的買収者に財産的損害を与える設計になっている。本制度では、敵対的買収者は、議決権で20%を越える株式を保有しても、議決権を行使できなくなるだけで持株比率の低下という財産的損害を被ることはない。取締役会によって解除されるか、一部売却して20%未満になるかすれば、議決権は復活する。その点、株式市場を混乱させ、かつ敵対的買収者に損害を与える現行の事前警告型防衛策よりも、株主の地位や権利に与える影響を少なくすることができる。

そういった方針を支持する株主はその会社の株を買うであろうし、支持しない株主は売るであろう。事前に導入され、その情報が適時開示されている限り、投資家が不測の損害を被ることはない。その目的や意味については経営者の説明次第であって、その妥当性を判断するのは市場である。裁判所が適否を判断する必要はない。

会社法との関係

本制度は、株式上場企業において、「敵対的買収による経営支配権の移動」という場面に着目したものであり、会社法と金融商品取引法の特別法として立法する必要があると思われる。現在の会社法にはそもそも「株式の上場」という概念が無いし、金融商品取引法も投資家保護、株式市場の発展を目的とした市場法であって、敵対的買収という場面を想定していない。

敵対的買収防衛策に関するルールは、複数の法律の複数の規定の集合体である。しかも、各規定は株式の買収による支配権の奪い合いという状況を想定して作られたものではない。しかし、現実に敵対的買収を行う環境が整い、会社や投資ファンドの重要な戦略の一つとして明確に位置づけられている現在、これらの規定を一体として見直す必要がある。

敵対的買収の問題に限らず、両法の狭間で（法務省と金融庁の狭間で）解決が放置され

ている問題があることは多く指摘されているところであり、本案がその第一歩ともなると考えられる。

資本市場との関係

本提言は資本市場との関係ではどのような意味を持つのだろうか。敵対的買収ルールは、株主、投資家をはじめとした市場のプレイヤーにとっても利点のある内容であるべきだし、日本の資本市場の競争力強化につながるものでなければならない。

本提言により敵対的買収のルールが明確になり、経営支配権市場の結論の妥当性を高めることは、そのような方向性と一致するものと思われる。良い経営者が選抜されていく公平で効率的な環境を整備すること、市場の混乱を防ぎ不透明な決着のつけ方を減らすことは、日本の株式市場の活性化につながる。

また、本制度は、経営支配権争いの場面において、委任状争奪戦を決着手段とすることで既存株主に判断を委ねるものであるが、その制度が有効に機能するためには、株主が敵対的買収者と現経営陣のどちらが優れているかについて判断し、選ばなければならない。その意味では、本制度は株主に議決権行使を促すものである。

日本市場の問題として、資本市場の中心的プレイヤーとして、積極的に企業のガバナンスに対して発言すべき国内機関投資家の動きがあまり活発でないことが指摘されてきた。特に、議決権に関してはその行使を躊躇してきたという問題がある。そもそも株主がそのような活動を行わなければ、市場を通じた規律など働くはずもない。

特に、国民の財産たる年金を運用する受託機関は一刻も早く、議決権行使の体制を整えなければならない。例えば英国や米国ではそれぞれ年金法、エリサ法により年金の運用に関して、厳しい受託者責任を負わせている。敵対的買収の場面においては、どちらの経営能力が高いかを真剣に選ばなければならない。現在通常の議案で行われているような、形式基準では判断できない。実質を見て議決権を行使する体制を整える必要がある。

本提言は、少なくとも国内機関投資家に議決権行使への誘因を与える方向に働くという意味において、日本の資本市場の信頼性をより高める方向の提案だと考える。当然、この問題を解決するためには、様々な別な政策が必要であるが、重要な政策テーマとして今後とも取り組んでいきたい。

委任状争奪戦について

会社支配権移動手続きの明確化制度が普及すれば、出口としての委任状争奪戦が増加するものと考えられる。これまで日本では委任状争奪戦は行われてこなかったが、近年増加中であり、いちごアセットマネジメントと東京鋼鐵の事例以降、現経営陣が敗退するケースも出始めている。

米国の上場企業ではスタガード・ボード（取締役の期差選任制）を採用している会社、株主による臨時株主総会の開催請求権を排除している会社の割合がそれぞれ50%を超え

ているなど、株主の影響を排除している場合が多い。この場合、敵対的買収はかなり難しくなるが、日本の会社法では取締役の任期とは無関係にいつでも株主総会決議により取締役を解任できるため、スタガード・ボードの買収抑制効果は小さい。ただし、会社法では定款で取締役の選解任決議の要件を加重することは可能であるため、本制度の適用条件として、選解任要件の加重していないこととしている。

国富の最大化という観点からは、株主が、敵対的買収者と現経営陣の能力や経営方針を評価・比較し、「この経営者なら会社が生み出す付加価値を高めてくれる」と思える経営者に投票を行うインセンティブを持つことが出来る委任状争奪戦が優れている。このような新たな位置づけを委任状争奪戦に与え、有効利用していくことが必要である。

委任状争奪戦には、委任状“勧誘”の定義の問題や、書面投票制度との関係、株主の把握・時間的制約などの実務上の問題も多く指摘されているところではある。また、会社法における株主名簿の閲覧拒否事由の条項（125条3項）など、法改正を検討すべき論点も存在する。しかし、そのことをもって委任状争奪戦という手段は良くないというのは本末転倒である。これまで述べてきたとおり、少なくとも敵対的買収によって資源配分を効率化するという観点から委任状争奪戦が最も合理的であるのだから、手続き的な理由で本質的な理由を否定するのではなく、現行の制度を、公平な戦いの場を設定するという観点から、改善していけばよいだけのことである。

取締役の選解任に関する議案については特別なルールを設けることも検討されてもよいだろう。現在進行中の実例から問題点を探り出し、なるべく対等な能力競争ができるよう、制度を整備していく必要がある。

これらの問題については、東京財団においてもさらなる検討を進める予定である。

【 4 】種類株式上場の容認について

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)

種類株式を用いた「株主 会社」間のアレンジメント

現行の会社法は、多様な種類株式の採用を認めており、定款自治による会社と株主の関係について多様なアレンジメントを可能にしている。

無議決権株式を発行したり、複数議決権を活用してグーグルがナスダックに上場する際に行ったのと同様な形式を取ることできる。具体的には、議決権のある A 株式と B 株式を発行し、A 株式については単元株式数を 100 株、B 株式については単元株式数を 1000 株として、A 株式を経営陣が保有し、B 株式のみ上場することで可能となる。

現在、証券取引所は種類株式の上場について検討中であるが、幅広い範囲で認めていくべきである。これにより、それぞれの会社が事情に応じ、株主の承認（特別決議）の下、種類株式による株主と会社間の関係を決定することが可能となる。

ポスト産業資本主義と人的資産の重要性

現在、資本主義における利潤の源泉が、物的資産から人的資産、とりわけ新製品や新技術や新組織や新市場を創り出すための知識や能力へと大きく移行しつつある。会社におけるブランドや特許権やデータベース、さらに経営者や社員の企画力や開発力、ノウハウといった、無形資産の重要性が増している。機械制工場さえ建設すれば利潤が得られた産業資本主義から、技術化革新や製品差別化などの「違い」によってしか利潤を生み出せない「ポスト産業資本主義」へ、という大きな経済の構造変化がその背景に存在する。

そこでは、「従業員はいつでも労働市場から必要なだけ調達できる」という発想では、経営は上手くいかない。「違い」は人間にしか作り出せず、さらにはその違いを連続的に作り続けるには複数の人間が長期に渡って協力していく組織が必要となる。知識志向性の高い従業員に様々なプラスのインセンティブを与え、組織特殊な人的資産（個々の組織の中でのみ価値を持つ知識やノウハウ、熟練等）に投資し、蓄積してもらわなければ高い利益を生み出せない。そのような人材に、組織の発展について長期のコミットを求めるには、長期にコミットする株主が必要である。経営支配権の頻繁な移動によって組織文化の維持や雇用の長期的方針が変更する恐れがあると、そのこと自体が従業員の組織特殊な人的投資を抑制してしまうからである。

現にグーグル社が、創業者一族に議決権の大半を維持し、買収をされない形で株式を上

場したことは、人間が決定的に重要となる新たな時代のガバナンスの方向を示唆している。実際、グーグル社が複数議決権株式導入の理由として挙げたのは、「人材の確保」や「組織文化の維持」である。これまで日本においては、製造業の現場における組織特殊的人的資産の重要性が指摘されることが多かったが、今後はそれに留まらず、どのような業種でもこの国でも、知識指向型の人材の重要性が増す。

グーグルの試みは、会社のあり方の多様性を、市場と親和的な形で確保しようとしたものである。会社組織の維持発展に長期にコミットしていく株主と、短期の値上がり益を求めて投資する株主とが、株式市場を通して自由に住み分ける仕組みである。日本においてもそれと同様の意味で、種類株式の導入を積極的に進めるべきである。

多様な経営のあり方の許容

経営やガバナンス構造のあり方には、一つの絶対的なモデルは無い。株主による経営者のコントロールを徹底的に強化、奨励したほうが良い会社もあれば、株主の介入度合いを適切にコントロールすることで独自の組織文化を構築し、付加価値を高める会社もある。その選択は、業種・業態、経営方針、物的資産・人的資産の性質、商品・サービスの内容、顧客等、様々な要素を考慮に入れ、会社ごとになされるべきである。

そして、会社がある種類株式を導入したこと、しなかったことが、会社が生み出す付加価値にとってプラスであったかどうかは、最終的に市場によって判断されるべきである。

ある会社の経営者が種類株式の導入を株主に提案し、株主総会の特別決議を経て導入したとして、それにより業績が悪化するので、株価は下がり、いずれその会社は株式市場から退出せざるを得なくなるであろう。しかし、種類株式の導入が組織特殊的人的資産重視の経営にとって必要であり、さらにその旨を株主にしっかり説明すれば、その会社の株価は上がるかもしれない。また、種類株式を導入した結果経営が非効率化するのであれば、ライバル企業に敗退し、赤字となり、市場自体からの退出を余儀なくされるかもしれない。

投資家にとって選択肢が増えるのは望ましいことであるし、種類株式を利用したアレンジメントによって会社が生み出す付加価値が増加する可能性が存在するのだから、そのような会社の株式市場への参入を阻んで、資金調達のを狭めるべきではない。

ただし、以上の議論の前提として、どの会社がどのような種類株式を採用しているかが投資家にとって明らかになっていなければならない。このような情報に関しては、厳格で適時の開示が求められる。またそれは、投資家が「経営方針としての種類株式」を見て、その会社の株主観や経営姿勢を評価できる制度になっていることが必要である。

どのような種類株式を発行するかにより、その会社の経営姿勢や会社観、株主観が示され、投資家はそれを参考に投資を行うことができる。証券取引所は、投資家の選択肢を増やし、会社が株式市場を利用しつつも多様な経営が可能となるよう、幅広く種類株式の上場を認めるべきであろう。

以上

【参考文献】

- 相澤哲、葉玉匡美、郡谷大輔『論点解説 新・会社法 千問の道標』商事法務
- 青木昌彦、伊丹敬之『企業の経済学』岩波書店
- 池尾和人「企業統治の多様性」『企業統治の多様化と展望』第4章
- 伊藤邦雄『ゼミナール企業価値評価』日本経済新聞社
- 伊丹敬之他編『日本の企業システム第4巻 組織能力・知識・人材』有斐閣
- 伊藤秀史『現代の経済学における株主利益最大化の原則 契約の不完備性と人的資本の見地から』商事法務 1535号
- 岩井克人「株式会社の本質 その法律的構造と経済的機能」『現代経済学の潮流 < 2002 >』第4章
- 岩井克人『会社はこれからどうなるのか』平凡社
- 上村達男「株主平等原則」『法学教室』1991年10月号
- 上村達男、金児昭『株式会社はどこへ行くのか』日本経済新聞社
- 江頭憲治郎『株式会社法』有斐閣
- 江頭憲治郎、三苫裕編『上級商法 M & A 編』商事法務
- 大杉謙一「敵対的買収と防衛措置の法的効力に関する一試論」『落合先生還暦記念論集』商事法務
- 太田洋「委任状勧誘に関する実務上の諸問題～委任状争奪戦（proxy fight）における文脈を中心に～」『証券・会社法制の潮流』証券取引法研究会編
- 太田洋「会社法下の株主提案権」『ジュリスト』2007年12月1日号
- 小佐野広『コーポレート・ガバナンスと人的資本』日本経済新聞社
- 落合誠一『新会社法講義第一回 第一章総論』法学教室 2006年4月号
- 神田秀樹『会社法』弘文堂
- 神田秀樹『会社法入門』岩波新書
- 岸田雅雄『ゼミナール会社法入門』日本経済新聞社
- 黒沼悦郎『金融商品取引法入門』日本経済新聞社
- 河本一郎、龍田節編『金融商品取引法の理論と実務』経済法令研究会
- 酒井太郎「委任状勧誘」『ジュリスト』2007年12月1日号
- 穴戸善一、常木淳『法と経済学 企業関連法のミクロ経済学的考察』有斐閣
- 穴戸善一『動機付けの仕組としての企業 インセンティブ・システムの法制度論』有斐閣
- 田中亘『買収防衛策の限界を巡って ニッポン放送事件の法的検討』日本銀行金融研究所
- 田中亘「ブルドックソース事件の法的検討（上）（下）」『商事法務』1809号・1810号
- 田中亘「敵対的買収に対する防衛策についての覚書」『民商法雑誌』131巻4・5号、6号
- 田中亘「ステークホルダーとコーポレート・ガバナンス：会社法の課題」『企業統治の多様化と展望』第1章

中東正文「新会社法を学ぶ 改正法と敵対的買収防衛策」『法学教室』2006年1月号
中東正文「ブルドックソース事件を巡る法的戦略と司法審査」『企業会計』2007年 vol59
中東正文「敵対的買収に関する法規制」『証券・会社法制の潮流』証券取引法研究会編
野村修也、中東正文編『M & A判例の分析と展開』経済法令研究会
葉玉匡美「議決権制限株式を利用した買収防衛策」『商事法務』1742号
藤田友敬「ニッポン放送新株予約権発行差止事件の検討(上)(下)」『商事法務』1745号・
1746号
藤縄憲一「検証・日本の企業買収ルール」『商事法務』1818号
藤本周、茂木美樹、佐々木真吾、谷野耕司「敵対的買収防衛策の導入状況 二〇〇七年六月総会を踏まえて」『商事法務』1809号
藤本隆宏『日本のもの造り哲学』日本経済新聞社
藤本隆宏『ものづくり経営学 製造業を超える生産思想』光文社
古山正明『企業買収と法制度 公開買付規制の研究』中央経済社
松井彰彦『慣習と規範の経済学 ゲーム理論からのメッセージ』東洋経済新報社
松井秀征「敵対的企業買収に対する対抗策の基礎」『立教法学』第63号
松尾直彦編『一門一答金融商品取引法』商事法務
松山遙『敵対的株主提案とプロキシファイト』商事法務
宮島英昭『日本のM & A』東洋経済新報社
三輪芳朗、神田秀樹、柳川範之『会社法の経済学』東京大学出版会
弥永真生『リーガルマインド会社法』有斐閣
柳川範之『法と企業行動の経済分析』日本経済新聞社
柳川範之『契約と組織の経済学』東洋経済新報社
矢野誠『法と経済学 市場の質と日本経済』東京大学出版会
横尾真『オークション理論の基礎 ゲーム理論と情報科学の先端領域』東京電機大学出版局
吉本健一「ポイズン・ピルと株主平等原則」『阪大法学』55巻 3・4号
『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見』別冊商事法務 289
内閣府『平成19年度版 経済財政白書 生産性上昇に向けた挑戦』
経済産業省・厚生労働省・文部科学省『2007年度版 ものづくり白書』

株式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～

2008年2月5日発行

発行者 東京財団

〒107-0052 東京都港区赤坂 1-2-2 日本財団ビル 3F
Tel 03-6229-5504 (広報代表) Fax 03-6229-5508
E-mail info@tkfd.or.jp URL <http://www.tkfd.or.jp>

無断転載、複製および転載を禁止します。引用の際は本書が出典であることを必ず明記してください。

東京財団は、日本財団および競艇業界の総意のもと、公益性の高い活動を行う財団として、競艇事業の収益金から出捐を得て設立され、活動を行っています。