ＩＳＳＵＥ　ＢＲＩＥＦ

M&A の促進と敵対的企業買収防衛策

国立国会図書館　ISSUE BRIEF NUMBER 466(Feb.15.2005)

Ⅰ　はじめに
Ⅱ　我が国の M&A の現状と M&A 研究会報告書
Ⅲ　M&A 促進策と問題点
　1 三角合併
　2 現金合併
Ⅳ　敵対的企業買収防衛策
　1 敵対的企業買収の現状と防衛策の検討
　2 敵対的企業買収に対する防衛策の要否
　3 現行法上可能な防衛策
　4 米国における敵対的企業買収防衛策
Ⅴ　おわりに

経済産業課

(高澤（たかざわ） 美有紀（みゆき）)

調査と情報

第４６６号

Ⅰ　はじめに

対日投資の増加は、新市場や雇用の創出につながり、日本経済活性化の鍵になるといわれている[1]。しかし、対日投資の中の合併・買収（Mergers and Acquisitions 以下M&Aとする。）は、未だ年間200件程度に過ぎず、OECD諸国の中では、その経済規模に比し、最低である。こうしたことから、法制審議会（法相の諮問機関）会社法（現代化関係）部会は、合併対価の柔軟化等を検討してきた。同部会の「会社法制の現代化に関する要綱案」では、国際的に広まりつつあるM&Aの流れに対応するため、合併の新たな対価として、現金や保有する親会社株式を与える方針を打ち出した。

M&A を行う環境が整うことに伴い、外資系企業による日本企業の敵対的買収（後述）が増加するのではないかとの懸念も高まっている。これまでは、株式の持合いが敵対的企業買収の予防に役立ってきたが、不良債権処理を目的とした銀行の持株処分や、資産の効率性を追及するための事業会社による持株処分、さらには株価の低迷などにより、そのような構造を維持することが困難となった。また、会計基準のグローバル化により、海外投資家も増えている。このような状況の下では、従来の法技術的な買収予防措置では必ずしも有効ではないといわれる。

以下では、M&A の促進策と敵対的企業買収防衛策をめぐる最近の動向を紹介する。その前にまず、我が国の M&A の現状を見ておく。

Ⅱ　我が国の M&A の現状と M&A 研究会報告書

平成16年の日本企業同士のM&Aは、平成2年（1990年）の268件から1,678件へと約6倍に、一方、対日M&Aは、平成2年の19件から207件へと約10倍に増加し、過去最高を記録した。対日M&Aの件数は、日本企業同士のM&A件数の8分の1程度に過ぎない。M&Aの形態では、買収・営業譲渡による方法が急増している[2]（巻末資料参照）。

現行の我が国の法制度の下では、外国会社が国境を超えて合併することはできない。それは、第一に、商法（明治32年3月9日法律第48号）第325条の株式交換条項が外国会社に対しては認められていないため、外国親会社の株式を買収の対価に使う直接的な株式の交換ができないためである。第二に、後述する三角合併は、産業活力再生特別措置法（平成11年8月13日法律第131号、以下、「産業再生法」とする。）の場合を除き、認められていない。外国会社は、既存の日本の子会社と合併する形で、特定の親会社の傘下に入ることができるだけである。

内閣府は平成15年12月、M&A研究会を設置して検討を重ね、平成16年9月に、『わが国企業のM&A活動の円滑な展開に向けて』と題する研究会報告書[3]を公表した。この中で研究会は、我が国企業のM&Aの動向を分析した上で、M&Aの低い成功率や敵対的企業買収防衛策の遅れなどの課題を指摘し、M&A促進策、敵対的買収防衛策、人材育成などに関して提言を行った。特に、商法・会社法関係では、「会社法制の現代化」に関して、M&Aや敵対的買

---

[1] 深尾京司・天野倫文『対日直接投資と日本経済』日本経済新聞社，2004，pp.239-249.

[2] 「M&A統計とデータ」『MARR』2004.2,pp.7-8.

[3] 内閣府HP 経済社会総合研究所『わが国企業のM&A活動の円滑な展開に向けて』2004.9.
＜http://www.esri.go.jp/jp/mer/houkoku/040916houkoku-sassi.html＞ (last access: 2005.1.28).

収、国際合併や国際株式交換などを念頭に置いた議論が不足していることを指摘している[4]。

平成 16 年 12 月には、法制審議会会社法部会による「会社法制の現代化に関する要綱案」[5]が、公表された。要綱案中、「第 7　組織再編行為関係」の「対価柔軟化」の項で、消滅会社の株主等に金銭その他の財産を交付することができるとしている。

III　M&A 促進策と問題点

合併対価の柔軟化で、我が国でも親会社株式や金銭を対価としたM&Aが可能となる。以下では、そのようなM&A方式の必要性と問題点を整理する。なお、欧州・米国間では、株式を対価とした買収が増加しているが、公開会社間で株式交換や合併を国際的に行う例は多くなく、むしろ、株式を対価とした公開買付や米国各州の会社法に則った三角合併が利用されている。また、公開買付後、少数株主（一人又は数人で一定割合の株式を有することを要件として認められる株主権を有する株主）分を買収するために、後述する現金合併も多用されている[6]。

1　三角合併

三角合併とは、会社の合併等により消滅する会社の株主に対し、存続・新設する会社の株式に代わり、所有する親会社の株式を交付する合併方式である。つまり、存続会社Ｂが、合併により消滅する会社Ｃの株主に対し、Ｂの親会社Ａの株式を交付する方法である。

現在は、非上場企業による上場企業の買収は、上場企業の株主の株式取引の機会を奪うという理由から困難である。しかし、三角合併が可能になれば、外資系企業の日本法人のような非上場企業でも、親会社が本国で上場している場合には、その株式を割り当てればよいため、国境を越えたM&Aがしやすくなる[7]。

ただ、会社法制の現代化で可能となる三角合併の方式には、合併の対価として、子会社である日本法人を通じて外国株の譲渡を認めるに過ぎず、外国親会社との直接的な株式交換の導入は見送られる。これは、直接的な株式交換を認める法制が、諸外国でも見当たらないためである。

さらに、産業再生法と同様の税制上の問題が発生することが指摘されている[8]。産業再生法は、三角合併を含めた合併対価の柔軟化を商法の特例として認めている（産業再生法第 12 条の 9)。産業再生法による認定を受けた三角合併方式を使って対日M&Aを行う場合には、組織再編税制上、非適格組織再編となる可能性があり（法人税法 昭和 43 年 3 月 31 日法律第 34 号 第 2 条 12 の 8)、譲渡益課税が生じる。また、三角株式交換（Ｂが親会社Ａの株式を利用した株式交換によりＣを傘下に収めた後、ＢとＣが合併する方式）の場合でも、同様の問題が生じる。

我が国では、国内企業の株式を 100%保有するための持株会社の設立、国内企業間の株

---

[4] 同上.

[5] 日本政策投資銀行HP 「会社法制の現代化に関する要綱案」.
＜http://www.dbj.go.jp/japanese/download/pdf/economy/25_3bessatsu_1.pdf＞ (last access: 2005.1.28).

[6] 同上.

[7] 中村八大「産業再生法による三角合併」『MARR』106 号. 2003.7, pp.31-34.

[8] 同上.

式交換による合併や共同事業会社の設立、株式交換による完全子会社化などの取引形態は、日本企業の場合にのみ、課税繰り延べが認められている[9]。

在日米国商工会議所は、買収される企業の株主に対する譲渡益課税の繰り延べ措置がないため、産業再生法の使い勝手が悪いと指摘している。また、合併の対価として日本に設立した子会社の株式を使う場合、その子会社に親会社株式か大量の資金を投入して資本勘定を潤沢にする必要があるが、投入する資金や期間が不明確である点も問題にしている[10]。

欧米では、三角合併の場合に幅広く税の繰り延べを認めているほか、被買収会社の株主にも株式譲渡益課税の繰り延べを認めている[11]。

2　現金合併

現金合併とは、会社の合併等により消滅する会社の株主に対し、存続・新設される会社の株式に代えて相当額の現金を払う合併方式である。

現行法上の企業再編では、消滅会社の株主、完全子会社となる会社の株主、分割会社やその株主に対しては、それぞれ、存続会社、完全親会社、承継会社、新設会社等の株式を交付する方法のみが認められている（商法第 230 条の 8 第 6 項）。しかし、対価としての株式の評価が困難である上、株式が金銭より価値が高いとは限らない。しかも、非公開会社における株主構成を変えずに企業再編を行うことで、存続会社に対する影響力を維持したいという要請を満たし、外国会社が完全子会社である日本法人を用いた企業再編を容易に行うようにするためには、株式交換のみならず、金銭その他の財産の交付による企業再編を認めていく必要があるといわれている[12]。

現金合併を認めたとしても、対価の評価が困難であることに変わりはなく、対価の価値や内容の適正性の確保が必要である。このため、合併の相乗効果で生じた利益をどう分配するかについては議論がある。「会社法制の現代化に関する要綱案」では、対価の適正性に関する理由書の交付を義務付けることが提案されている。また、合併検査役の設置等、対価の適正性を調査するための制度の設置も予定されている[13]。現金その他の対価を交付する会社の株主を害する可能性も指摘されており、債権者保護手続への強い要請もある[14]。

Ⅳ　敵対的企業買収防衛策

1　敵対的企業買収の現状と防衛策の検討

M&Aの流れが加速するにつれ、敵対的企業買収への懸念とそれに対する防衛策の議論が盛んになっている。敵対的企業買収とは、一般に、経営陣の同意を得ることなく公開会社の支配権を取得しようとする行為と説明されており、海外では急増している[15]。敵対的企業

---

[9] 深尾京司・天野倫文，前掲書，p.180.

[10] 「Long Interview　三角合併使い勝手疑問」『日経金融新聞』2004.10.8.

[11] ニコラス･E･ベネシュ「ワイドインタビュー　問答無用」『エコノミスト』82 巻 64 号, 2004.11.23, pp.42-45.

[12] 中西敏和・中村直人・松山遥・角田大憲『会社法現代化と実務への影響』商事法務，2004，pp.253-257.

[13] 藤田友敬「企業再編対価の柔軟化・子会社の定義」『ジュリスト』1267 号，2004.5.1-15，pp.103-113.

[14] 中西敏和・中村直人・松山遥・角田大憲，前掲書，pp.253-257.

[15] 「敵対的買収 世界で急増」『日本経済新聞』2005.1.24,夕刊.

買収には、次のような手法がある[16]。

株式の取得	・市場における株式の買占め ・株式公開買付＊（株式の数・価格などを公表して、証券市場外で不特定多数の株主に対して株式買取の提案を行い、株式を買い付けること。）
委任状合戦	委任状を得て議決権を取得することにより、株主総会の決定権を持つ。

＊TOB（Takeover bid の略）と呼ばれる。

我が国では、敵対的企業買収の事例は多くなかったが、平成 15 年秋以降、スティール・パートナーズ・ストラテジック・ファンドによる株式会社ソトーとユシロ化学工業株式会社に対する株式公開買付が行われたことを契機に、敵対的企業買収に対する警戒感が高まってきた。究極の買収防衛策は、企業の業績を上げて企業価値を高めることにより、買収を困難にすることである。しかし、個々の企業による努力だけでは買収の防衛が困難である点は否めない。

日本では敵対的買収は増加しないという主張がある。その理由は、第一に、そもそも敵対的企業買収を行うようなプライベート・エクイティ・ファンド（未上場企業を買収し、株式の上場や企業の売却で利益を得る仕組み）による買収の割合が、10%程度と低いことが挙げられている[17]。第二に、平成 17 年に予定されている商法の改正内容は、対日M&Aを活発化させるには不十分であるため、敵対的企業買収は依然として低い割合にとどまる可能性が高いというのである[18]。このような見方にも考慮し、敵対的企業買収防衛策を導入する合理的な理由づけが必要であろう。

経済産業省は、平成 16 年 9 月、「企業価値研究会」を設置した。我が国における M&A の現状を分析し、米国の動向などを参考にしつつ、敵対的企業買収防衛策に関する提言を行うことを目的に議論を進めている。

このような政府の動きに対し、全国銀行協会会長は、「制度的に敵対的企業買収防衛策を講じるのは、資本の自由化や経済のグローバル化に反する。企業の活性化や成長が促されるのであれば、敵対的買収は悪いことではない。」と発言している[19]。

他方、日本経済団体連合会は、「企業買収に対する合理的な防衛策の整備に関する意見」を公表し、我が国においても国際的な機会均等を実現するためには、諸外国のような合理的な企業買収防衛策を早急に整備し、企業価値を毀損するおそれのある買収に歯止めをかけるべきであると提言している[20]。

2　敵対的企業買収に対する防衛策の要否

---

[16] 武井一浩「第１章　企業買収防衛戦略の必要性と正当性」武井一浩ほか編『企業買収防衛戦略』商事法務，2004，pp.4-5 に基づき作成。

[17] 深尾京司・天野倫文，前掲書，p.182.

[18] ニコラス・E・ベネシュ，前掲，pp.42-45.

[19] 「全銀協会長　経産省の外資M&A防衛策『本末転倒』と牽制」『産経新聞』2004.9.22.;「外国企業による敵対的買収　防衛策検討の政府に異議」『東京新聞』2004.9.22.

[20] 日本経済団体連合会ホームページ「企業買収に対する合理的な防衛策の整備に関する意見」<http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2004/085.html>　(last access:2005.1.4).

(1) 防衛策不要説

防衛策が不要であるとして、次のような理由が挙げられている[21]。

- 防衛策は、効率的な資本市場において、買収対象の経営資源をより効率的に運用する機会を妨げることになる。
- 取締役は買収によって地位を失う可能性があるため、株主の利益となる敵対的買収の場合でも、取締役と株主の利益は相反する。

(2) 防衛策必要説

他方、防衛策を必要とする理由としては、次のようなことが挙げられている[22]。

- 買収の種類もさまざまであり、単に安く買って高く売る破壊的な目的の買収は、企業価値の向上につながらないので、防止の必要がある。
- 会社が買収の危機にさらされている時には、研究開発費や人材育成費などの削減が優先され、長期的な視野にたった経営ができなくなる。
- 会社が企画してきたプロジェクトや、企業の誘致を図る自治体の施策が延期されてしまうおそれがある。その結果、地域経済や雇用に悪影響を及ぼす可能性がある。
- 企業買収に際して、株式を売却する株主が不十分な対価しか受け取れない可能性がある。公開買付に応じない株主は、会社が上場廃止になった場合に保有株式を処分する機会を失ってしまう。また、買収成功後に不利な条件で市場から締め出されてしまうおそれもある。さらに、部分的公開買付が行われた場合には、少数株主の利益が失われる可能性がある。つまり、買付が行われない株式に対して適正な対価を受領できず、買収成功後の株式価値の低下を享受せざるを得ない場合がある。

3 現行法上可能な防衛策

平成13年の「商法等の一部を改正する等の法律」（平成13年法律79号）により、新株予約権、多様な種類株式[23]の発行、種類株主総会等が、現行法上可能な防衛策となっている[24]。しかし、これらの手法も必ずしも十分なものではないといわれている。以下にその概要と問題点を紹介する。

(1) 新株予約権の発行による方法とその問題点

あらかじめ新株予約権を発行しておき、敵対的企業買収の危険が生じることを予約権の行使条件としておくことにより、敵対的買収が行われた場合に株式の持分を希釈化し、買収者が必要な株式数を取得することを困難にする方法である。原則として、取締役会の決議で可能である（商法第281条の20第2項）。方法としては、株主に予約権を割り当てる

---

[21] 石綿学「相談室　会社法務 敵対的企業買収に対する防衛策」『企業会計』55巻12号，2003.12，pp.145-147.

[22] グレゴリー・パフ・山本和也「日本におけるポイズン・ピルの具体化の検討[上]」『商事法務』1694号，2004.4.5，pp.16-21.

[23] 種類株とは、普通株式と異なる権利内容の株式で、重要な経営事項について拒否権を有する株式など多様な種類がある。

[24] 大塚章男「株式制度に関する商法改正の企業買収防衛策としての活用」『別冊商事法務』256号，2002.11，pp.122-129.

場合と第三者に割り当てる場合がある。敵対的企業買収防衛策として有力な方法であるが、以下のような問題点を含んでいる[25]。

- 差別的取扱条項（買収対象企業の株式の一定割合を保有する者は、新株予約権を行使できないとする条項）を設けた場合、株主平等原則に反しないかが問題となる。差別的取扱条項は、株主平等原則（株主としての資格に基づく法律関係において、株主は原則として所有する株式数に応じて平等な取り扱いを受けるという原則）に反するとする考え方が有力である（商法第 280 条の 39 第 4 項による第 280 条の 10 の準用）。しかし、支配株主による多数決の濫用を防ぐために、株主平等原則の例外として認めることも可能ではないか、といわれている。
- 第三者割当による発行の場合、当該予約権の発行が、有利発行にあたるかが問題となる。また、新株予約権保有者以外の株主すべての持分を希釈化するため、株主への影響が大きい。さらに、形式的な資金調達の事実ではなく、新株予約権による資金調達を行う合理的な理由が必要となる。
- 新株予約権の発行が、著しく不公正な方法による発行となるのかどうかは、判断基準として主要目的ルール（支配権の維持・争奪が主要な目的の新株発行は不公正発行として違法とする基準）の適用の可否による。裁判所がこのルールを適用しないとすると、新たな基準が必要となる。
- 新株予約権や種類株式の発行にあたり、不公正発行による差し止め（商法第 280 条の 39 第 4 項、第 280 条の 10）、取締役の信任義務違反による差し止め（商法第 272 条）の問題が発生する。また、取締役の、善良なる管理者としての注意義務・忠実義務の問題も考えられる。

(2) 自己株式の防衛買いによる方法

自己株式を取得すると買収者の持株比率の上昇を防止できるが、自己株式には議決権がないため、かえって買収者側の議決権比率を高めてしまうおそれがある。逆に、保有している自己株式を市場に放出することで、買収対象となる株式総数を増加させて買収を困難にし、議決権比率を下げることも考えられる[26]。

このほか、多様な種類株式を利用する方法、重要な経営事項に種類株主総会決議を要求する方法、強制転換条項[27]を利用する方法などがある[28]。

「会社法制の現代化に関する要綱案」では、種類株式をさらに柔軟化させることを提案しており、敵対的買収の新たな防衛策となり得る。

4 米国における敵対的企業買収防衛策

(1) 敵対的企業買収防衛策の合法性

---

[25] 家田崇「取締役会決議に基づく新株予約権の発行を用いた敵対的企業買収の防御」『判例タイムズ』1117号,2003.6.15, pp.79-88.

[26] 大塚章男，前掲論文，pp.122-129.

[27] 公開買付により、一定以上の株式の買付が成功した場合、株式を優先配当条件付株式や拒否権を有する種類株式等に変換される条項を定款に記載する方法。

[28] 大塚章男，前掲論文，pp.122-129.

米国では、1980年代以降、敵対的企業買収に対する議論が進展し、買収防衛策の合法性についても、下記に掲げるような判例理論が確立されてきた。

経営判断の原則 （19世紀以降発展した判例理論）	経営者の行為が、会社のために適切に行われたと推定し、経営者による判断内容の審査は原則として行わないとする考え方。この考え方に基づき、経営者による多くの買収防衛策が承認されてきた。
UNOCAL基準 （1987年　UNOCAL事件判決）	①会社の政策・効率性に危険が存すると信じるにたる合理的な根拠、②採用された防衛策が、発生している脅威に対して相当である、との2つの要件を経営者が立証すれば、防衛策は合法となる。
BLASIUS基準 （1988年　BLASIUS事件判決）	取締役会による防衛策が、株主の議決権の実効性を害する主要な、ないし唯一の目的である場合には、取締役会は、当該措置の正当化事由を説明する義務を負う。

（出典）徳本穣『敵対的企業買収の法理論』九州大学出版会，2000，pp.51-89.に基づき作成。

日本では、このような合法性に関する明確な判断基準がないため、米国のような経営判断の原則を採用し、敵対的買収防衛策を採用した取締役を保護すべきであるとの意見もある[29]。

(2) 敵対的企業買収防衛策の種類

米国では、防衛策について様々な議論がなされてきたが、防衛策には以下のような方法がある[30]。

(ｉ) 定款記載の買収防衛条項による方法

(a)　シャーク・リペラント

買収者をサメに例えた、買収の危機より前の予防策の総称である。定款や付属定款に以下のような条項を設けることで、買収を防衛する方法である。①取締役の期差選任（取締役の選任に期差を設けることで、買収者により交代させられる取締役の数を制限する方法）、②取締役資格制限（取締役の居住制限等の資格制限を設ける方法）、③会社支配権の変更の際などに、州会社法より重い決議要件を定款で求める方法、④臨時株主総会開催請求権を有する株主を制限する方法、等がある。

(b)　契約条項の利用

チェンジ・オブ・コントロールや資本拘束条項と呼ばれる方法である。具体的には、会社の主要株主の移動や、経営陣の変更などがある場合などに、重要な契約（ライセンス契約など）が終了したり、長期債務の即時返済義務が発生するような契約を結んでおく方法である。

[29] 藤原総一郎「M&A市場の今後と法務的視点」『NBL』800号，2005.1.1，p.88.
[30] 野村證券株式会社IBコンサルティング部編『「敵対的M&A」防衛マニュアル』中央経済社,2004，pp.94-108.

(ⅱ) 買収価格釣り上げによる方法

（a） ポイズン・ピル（毒薬条項）

1～2 割程度の株式を取得したり、公開買付を開始した買収者を、取締役会が、敵対的買収であると判断した場合に発動されるもので、ライツ（新株発行などの権利）を株主全員に付与する。ライツの行使により、買収者の持株比率が低下したり、買収価格が増加したりし、買収が困難になることを目的としている。このライツは、株式と一体となって移転し、取締役会はいつでもこのライツを消却することができる。ポイズン・ピルは、重要な敵対的買収防衛策の一つとして考えられている。

（b） ゴールデン・パラシュート、ティン・パラシュート

買収による経営陣の退職に際し多額の報酬や退職金を支払う、という契約を締結する方法を、ゴールデン・パラシュート（金のパラシュートでの落下）という。多額の現金流出を招き、買収者が支払うコストを増加させるのが目的である。従業員と長期的な雇用保証契約を結んでおき、経営陣の退陣と同時に従業員が退職を余儀なくされる場合に、割増退職金を支払わねばならないようにする方法は、ティン・パラシュート（ブリキのパラシュート）と呼ばれる。

（c） 公正価格条項

買収者が支払うべき公正価格（買収開始前の平均株価など）をあらかじめ定めておき、その価格以下での買収に対しては、株主総会特別決議を必要とする条項を定款に記載する方法。最終判断を株主に委ねるので、株主からの評価が高いといわれている。

(ⅲ) 友好的な買収相手に自社を売却する方法

敵対的買収の対象となっている企業が、自ら友好的な買収を行う企業（ホワイト・ナイト、白馬の騎士と呼ばれる。）を選択することで、敵対的買収から身を守る方法である。競合買付者が生じる危険性も伴う。

(ⅳ) 逆買収を行う方法

敵対的買収の対象となっている企業が、逆に買収者に対して株式公開買付（TOB）を行う方法である。TOB の資金を準備するために重要資産の売却などを行うので、買収者にとっては、魅力が減少する。しかし、そのような行為により、対象となっている企業が疲弊し、第三者の買収対象になる危険性もはらんでいる。

(ⅴ) 重要な資産や事業を売却する方法

敵対的買収の対象となっている企業が、ホワイト・ナイトに重要な資産や事業（クラウン・ジュエルと呼ばれる。）を売却する方法である。

以上、米国における敵対的企業買収防衛策を紹介したが、近年米国では、企業統治の観

点から、ポイズン・ピルを廃止する企業が目立っている。米国大手財務広報会社の株主総会に関する調査報告によると、2002 年は 50 件の株主総会において、ポイズン・ピル廃止提案がなされ、総投票数の 59%の賛成票[31]があり、2003 年は 76 件の株主総会において、ポイズン・ピル廃止提案がなされ、賛成票が総投票数の 59%[32]に達したという。在日米国商工会議所によると、ポイズン・ピルのある会社は、企業統治に関する格付けが下がることもあり、ポイズン・ピルをやめる企業が、米国では増加しているという[33]。

他方、別の調査によれば、2003 年から 2004 年にかけて、40 社以上がポイズン・ピルを採用している。いったん廃止したポイズン・ピルを復活させた企業もあるという。また、取締役会の決定によるポイズン・ピルの発動は、株主の利益にかなうとして、株主の同意なしに認める企業もあると報告されている[34]。

EUでは、2003年に、EU企業買収指令（Directive 2004/25/EC）が15年余りに及ぶ議論の末に採択された。このように議論が長引いたのは、敵対的買収防衛策を認めるか否かの論争が紛糾したためである[35]。同指令第9条で敵対的買収防衛策を原則として違法とし、さらに第11条で、株式の公開買付が行われる場合には株式移転制限や議決権の制限の効力が失われるとしたものの、第12条では、それらの条項の採用は各国の裁量に委ねるという妥協策をとることとなった[36]。

V　おわりに

M&A を促進することが、直接、敵対的企業買収の増加につながるわけではない。しかし、敵対的企業買収防衛策を制度的に認めることにより、結果として M&A を妨げ、経済的損失が生じるのであれば、本末転倒である。我が国では、敵対的企業買収防衛策についての議論がまだ不足していると言われる。米国におけるポイズン・ピル廃止の動き等も考慮に入れて、我が国の企業や経済状況にふさわしい敵対的企業買収防衛の仕組みを考えていく必要があるのではないだろうか。

＜資料＞

図１　M&A のマーケット別推移

---

[31] Georgeson Shareholderホームページ*Annual Corporate Governance Review 2002,* p.6. <http://www.georgesonshareholder.com/pdf/02wrapup.pdf> (last access 2004.12.28).

[32] Georgeson Shareholderホームページ*Annual Corporate Governance Review 2003,* p.7. <http://www.georgesonshareholder.com/pdf/03wrapup.pdf> (last access 2004.12.28).

[33] 「Long Interview　三角合併使い勝手疑問」『日経金融新聞』2004.10.8.

[34] ISSホームページ 2004 *Postseason Report*, pp.7-8. <http://www.issproxy.com/pdf/2004ISSPSR.pdf> (last access 2005.1.18).

[35] The Oxford Council on Good Governance HP, *The EU Takeover Directive and the Competitiveness of European Industry*. ＜http://www.oxfordgovernance.org/fileadmin/Publications/EAna001.pdf＞

[36] OJ L142/12 <http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2004/l_142/l_14220040430en00120023.pdf>.

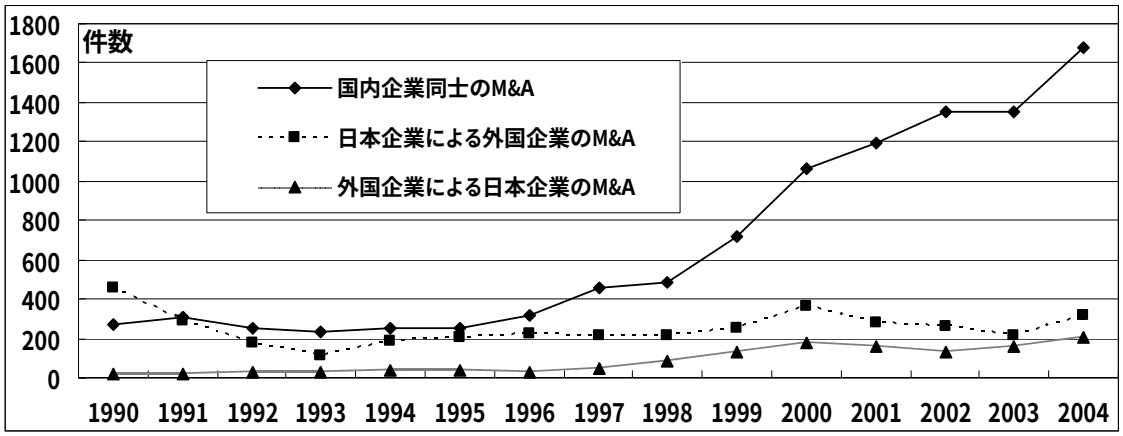
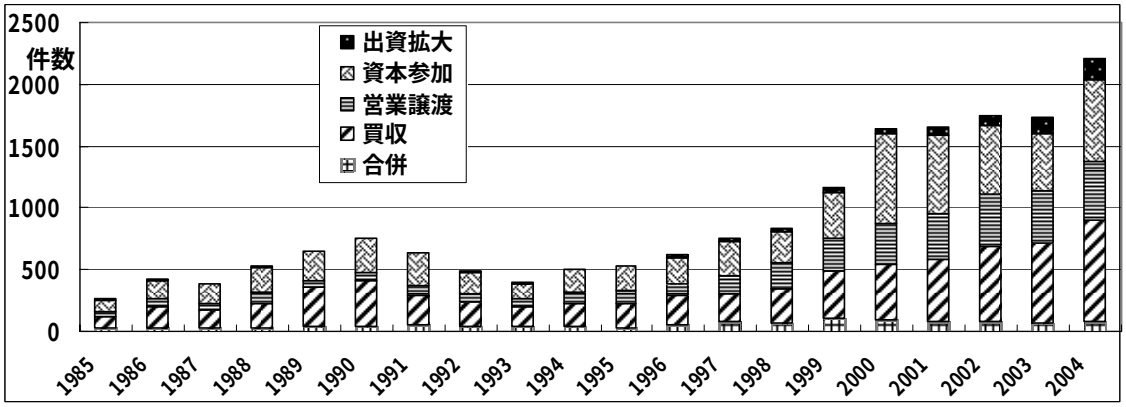


図 2 M&A の形態別推移



（出典）図 1、2 共に『MARR』2005.2 に基づき作成。

合併：2 社以上の会社が契約によって 1 社に合同する。

買収：株式取得、増資引受、株式交換等による 50%を超える株式の取得。MBO（企業の事業部門や子会社の責任者、従業員が本体企業から株式等を買取り、独立する手法）を含む。

営業譲渡：会社の資産、従業員、商標等が一体となった「営業」の譲渡・譲受、既存事業の統合。

資本参加：買収と同様の形態で、50%を超えない株式の取得。

出資の拡大：既に株を保有している当事者の 50%以下の追加取得。

＊用語の定義は『M&A データブック 1988-2002』p.740.による。