

持株会社における敵対的買収防衛策の検討

東京大学公共政策大学院

林 朋晃

<論文要旨>

企業は、その業務内容や理念、社会から求められている役割も多種多様である。それに伴い、企業にとって何が重要か異なる。例えば、ITやベンチャーの知識集約型産業では、技術を生み出すために、優秀な技術者および開発投資が重要である。電力会社は、安定的に電気を供給することが必須である。ファンドは高い収益率を求められる。

このように、会社の役割や重視するものが多種多様である以上、株主が主権をもつ株主主権論は、全ての会社に妥当するものではないと考えられる。技術者や中長期的な開発投資を大事にするため、買収しにくい会社があってもいいのではないかと。現に、グーグルでは、創業者が議決権の5割を有する株式を所有しており、投資家はそれを前提に投資する。ライツプランは確実な買収防衛策ではない。最後は委任状合戦に持ち込まれる。その喧騒の対価や交渉コストも大きい。もっと確実な防衛策があってもいいと考えられる。

持株会社は、株式の二重構造およびファンドに近いという特性を有している。この特性を活かし、買収防衛策に強く中長期的な観点から経営を営むことができ、その反面、株主から株価を通じて高いリターンを求められるという新しい持株会社形態がありうる。そのような形態の会社に対する社会のニーズがあると考え、持株会社の新たな活用方法、特に買収防衛策について検討した。会社法の役割は、会社形態のメニューを提供することであって、選択するのは市場である。これを期に、持株会社の新たな活用・役割が検討されることを期待したい。

目次

- 1 はじめに
- 2 持株会社とは
 - (1) 定義
 - (2) 制度趣旨
 - (3) 持株会社のメリット
- 3 持株会社の子会社の黄金株を用いた買収防衛策
 - (1) スキーム
 - (2) 拒否権付種類株式が持株会社の子会社で発行された例
 - (3) スキームのメリット
 - (4) 問題点
 - (5) 対応策
- 4 持株会社の子会社株式売却による買収防衛策
 - (1) スキーム
 - (2) スキームのメリット
 - (3) 問題点
 - (4) 対応策
- 5 全部取得条項付種類株式を用いた買収防衛策
 - (1) 全部取得条項付種類株式とは
 - (2) スキーム
 - (3) スキームのメリット
 - (4) 問題点
 - (5) 対応策
- 6 持株会社における全部取得条項付種類株式を用いた買収防衛策
 - (1) スキーム
 - (2) スキームのメリット
 - (3) 問題点
 - (4) 対応策
- 7 持株会社における会社分割を用いた敵対的買収防衛策
 - (1) スキーム
 - (2) スキームのメリット
 - (3) 問題点
 - (4) 対応策
- 7 HD傘下の子会社の経営権を守ることの合理性
- 8 HD傘下の子会社の経営権を守ることの許容性
- 9 まとめ

1 はじめに

メガバンク統合へと発展した UFJ と東京三菱グループの統合事件では、住友フィナンシャルグループによる UFJHD に対する敵対的買収を防ぐため、UFJHD の子会社である UFJ 銀行が拒否権付種類株式を発行するという防衛策が採用された。通常、買収防衛策は、買収をしかけられた会社が自身の会社の経営権を防衛するために用いられるが、UFJHD は、自身の親会社の経営権ではなく子会社の経営権を防衛することにより、買収者の意欲を削ぐ防衛策を採用したのである。持株会社が買収対象となった敵対的買収においては、買収者の目的は、持株会社の経営権奪取にあるのではなく、むしろ持株会社を通じて収益を産出する子会社の経営権を奪取にあることが多く、UFJ が採用したような特定の子会社の経営権を防衛する買収防衛策は有効であると考えられる。

持株会社は、株式所有が二重構造をなしており、株式が上場している持株会社を買収をしかけられても、非上場の子会社の経営権を防衛する独特の買収防衛策の可能性であるのでないかと考えた。同時に、持株会社はファンドに近い特性を有しており、買収防衛策に強く中長期的な観点から経営を営むことができ、その反面、株主から株価を通じて高いリターンを求められる、という新しい持株会社形態への社会のニーズがあると考えた。

そこで、持株会社の子会社を守る敵対的買収防衛策およびその合理性について、過去の事例及び想定されるスキームを本文 3～6 で複数提案し、検討することとした。

なお、本稿で検討の対象としたのは、純粋持株会社において親会社が子会社株の 100%を所有し、親会社が上場し子会社が非上場であるという典型的な場合である。

2 持株会社とは

(1) 定義

持株会社とは独占禁止法上の概念であり、「子会社の株式の取得価額（最終の貸借対照表において別に付した価額があるときは、その価額）の合計額の当該会社の総資産の額に対する割合が百分の五十を超える会社」（独禁法 9 条 5 項 1 号）と定義される。持株会社方式は、持株会社となる会社が傘下にいくつかの子会社を持ち、各子会社が各々の事業を独立して営むとともに、持株会社は各子会社の株式の相当数を所有することによって経営的に支配し、グループとしての戦略を立ててグループ全体で活動をするという方法である。

持株会社は純粋持株会社と事業持株会社に分類される。純粋持株会社とは、

主たる事業を持たず、株式の所有を通じて他の会社の事業活動を支配することを目的としている会社をいう。事業持株会社とは、自らも主たる事業を営み、かつ他の会社の事業活動を支配することもおこなっている会社をさす。

(2) 制度趣旨

1997年12月に独占禁止法が改正されて、禁止されていた純粋持株会社を解禁された。改正前の独禁法が純粋持株会社を禁止していたのは、戦前の旧財閥による経済支配を反省し、事業支配力が過度に集中しないようにし、自由競争を確保するためだった。もっとも、90年代に産業構造の変化が加速する中で、純粋持株会社の解禁の声が産業界を中心に高まった。当時世界の有力企業が純粋持株会社制度を活用して、事業の整理・統合や吸収・合併などを効率的に進めていたので、日本でも純粋持株会社の活用が主張されたのである。独占禁止法の改正後、多くの企業が純粋持株会社制を導入している。

(3) 持株会社のメリット

メリットは主に三点挙げられる¹。第一に、ある特定の部門の利益にとらわれない、戦略的な本社（親会社としての持株会社）を構築できること。第二に、他企業の買収、グループ化（M&A）がしやすいこと。第三に、傘下の各社への権限の委譲がしやすいことが挙げられる。

3 持株会社の子会社の黄金株を用いた買収防衛策

(1) スキーム

HD傘下の重要な子会社が合併・株式交換・営業譲渡などの重要事項について拒否権付種類株式を第三者に対し発行することにより、子会社の経営権を買収者から守り、子会社の経営権を欲していた買収者の意欲を削ぎ持株会社を守るという手法がある。

(2) 拒否権付種類株式が持株会社の子会社で発行された例

(ア) 事実の経緯

拒否権付種類株式が持株会社の子会社で発行された例として、UFJグループ²と東京三菱フィナンシャルグループ（以下東京三菱FG）との統合を確実にするため、UFJ銀行が東京三菱HDに対して発行した拒否権付種類株式がある。

このメガバンクの統合劇は、2004年5月21日に、UFJHDと住友信託銀

¹ 發知=箱田=大谷『持株会社の実務』（東洋経済社 2007）6頁

² UFJHDは持株会社で、統合協議の開始前は、UFJ銀行の株式を100%保有していた。UFJ銀行の収益は、UFJHD全体の収益のおよそ80%を占めていた。また、UFJHDはUFJ信託銀行その他数社をUFJグループの傘下に抱えていた。

行は、UFJ 信託銀行と住友信託銀行との統合について基本合意したところに始まる。この基本合意の中には、他の第三者と交渉を行わない独占交渉条項が定められていた。しかし、その後 UFJHD は、基本合意を破棄し、UFJ 信託を含めグループ全体で東京三菱グループと統合するほかないと判断し、7月14日に東京三菱 FG に経営統合の申し出をすると発表。さらに、7月16日には、UFJ グループと、東京三菱グループは経営統合に向けて協議開始の合意を発表した。これに対し、住友信託は同日（7月16日）に、基本合意に基づき、UFJHD は住友信託と独占的に交渉する義務があると主張し、UFJHD と東京三菱 FG との統合交渉差止の仮処分の申立てを行った。本件訴訟は最高裁まで争われたが差止めは認められなかった³。

このような状況下で仮処分申立後、住友グループも8月8日に UFJ に対し、経営統合を申入れたが、UFJ グループと東京三菱 FG は、統合の基本合意を締結した。これに対し、三井住友 FG は、8月24日に UFJ に対して、UFJHD 1株につき三井住友 FG 株一株を割り当てる1対1での統合比率による経営統合の提案が行われた。

この三井住友 FG からの提案が存続する中、UFJ は9月10日に、UFJ 銀行が拒否権付きの第一回戊種優先株式（以下戊種優先株式という）を発行し、これと引き換えに、東京三菱 FG が UFJ 銀行に対して7000億円の資本注入を行う条件を発表した。UFJHD と東京三菱 FG との統合交渉は続けられ、平成17年2月18日には本統合契約が締結された。

（イ）戊種優先株式の内容と機能

戊種優先株式の権利内容としては、UFJ 銀行の合併などの組織再編に対する拒否権が付与されていることに加え、一定の場合に UFJ 銀行の議決権の三分の一以上の議決権を有する乙種優先株式に転換される転換予約権が付されている。戊種優先株式の種類株主総会の決議事項として、UFJ 銀行の合併、株式交換、株主移転、会社分決または営業譲渡、さらに取締役の選解任も含まれおり、戊種優先株式には、広範な拒否権が認められている。

この戊種優先株式の機能は以下の通りである⁴。当時、UFJ グループと東京三菱グループとの統合を阻止するため、三井住友フィナンシャルグループ

³東京地裁はこの申立てを許可したが、東京高裁は原決定を取消したうえ申立てを却下した。この判断は平成16年8月30日の最高裁判所決定により支持され、差止めは認められなかった。

⁴この戊種優先株式について、敵対的買収防衛策としてではなく、M&A 取引の保護機能として捉えるべきだという見解があるが、(岩倉正和=大井悠紀「M&A 取引契約における被買収会社の株主の利益保護 下(1)」商事法務1748号38頁(2005))両者は特定の第三者を排除するという機能や、取締役と株主の利益相反状況は共通している。さらに、本スキームは、M&A 取引時という特殊な場合のみならず、平時においても導入可能であるから、本稿では敵対的買収防衛策の観点から論じる。

(以下三井住友 FG) が UFJHD に対して公開買付や委任状合戦を行うと観測されていた。そこで、三井住友 FG の公開買付や委任状合戦への予防措置として、UFJHD の子会社であり TOB の対象とならない UFJ 銀行が拒否権付種類株式を発行したのである。すなわち、仮に公開買付の結果、三井住友 FG が UFJHD の株主総会を制しても、三菱東京 FG が UFJ 銀行の種類株主として合併決議案に対し、拒否権を行使すれば、三井住友 FG は UFJ 銀行と合併できないのである。三井住友 FG としては、UFJ 銀行を除いた UFJHD との合併はシナジーが低く、結局公開買付や委任状合戦は行われなかった。

(3) スキームのメリット

スキームのメリットは、二点ある。第一に、取締役会決議限りで買収防衛策を取ることが出来る点にある。すなわち、UFJHD が拒否権付種類株式を発行するためには、定款変更のための HD の株主総会特別決議を経ることが必要であるのに対し、UFJ 銀行が拒否権付種類株式を発行については、UFJ 銀行の株主総会決議、事実上、UFJHD の取締役会決議で決定することができるという点にある。第二に、持株会社全体ではなく、特定の子会社のみを防衛することができるという点にある。

(4) 問題点

このスキームの問題点は2つある。第一に、東証の上場基準に抵触し、上場廃止となる恐れが高いことである。「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について」(平成18年1月24日)では、「持株会社に該当する上場会社の主要な事業を行っている子会社が拒否権付種類株式又は取締役先任権付種類株式を当該上場会社以外の者に発行する場合で、その種類株式の発行が持株会社の買収の実現を困難にする方策であると認められた場合についても、当該上場会社自体によって、拒否権付種類株式が発行されたものとして取扱うことします」として上場会社が拒否権付種類株式を発行した場合と同様⁵、上場廃止の対象となることが示されている。

「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について」が制定されたのは、UFJ 事件以後であり、以下のような批判を受けたものだと考えられる。すなわち、持株会社の子会社による拒否権付種類株式の発行は、子会社の株主たる持

⁵ 「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について」では、「上場会社が備えるべき基本的かつ重要な権利が著しく損なわれる状態となった上場会社が、6ヶ月以内に当該状態を解消しない場合には、上場を廃止するものとします」としている。これに該当する場合として、「拒否権付種類株式のうち、取締役の過半数の選解任その他の重要な事項について種類株主総会の決議を要する旨の定めがなされたものの発行(会社の事業目的、拒否権付種類株式の発行目的、割当対象者の属性及び権利内容その他の条件に照らして、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと当取引所が認める場合を除く)」が挙げられている。

株会社の取締役会決議のみで行うことができるため、持株会社の株主としては、当該子会社の種類株発行の決定に関与できない。さらに、会社法上、親会社の株主は子会社の発行する株式について、新株発行差止請求訴訟、新株発行無効の訴えの原告適格がない⁶。このように、持株会社の株主の意思が全く反映されないまま、持株会社の取締役の判断で重要な財産である子会社の経営の統合先を確定することにより、株持株会社本体の買収先の選択肢を株主から排除することは、持株会社制度の濫用であるという批判があった⁷。

第二の問題点として、買収防衛策の消却可能性、すなわち株主が買収防衛策を消去できるかという問題が挙げられる。「企業価値・株主共同利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」⁸では、株主共同の利益を確保するため「株主総会の決議により買収防衛策として新株予約権を発行する場合でも、株主共同の利益を向上する提案が行われた場合には、新株予約権を消却できるよう措置することが必要であり、株主が一回の株主総会における取締役の選解任を通じて消却できる条項を設けることが合理性を高めるうえで必要である。」としている。

(5) 対応策

拒否権付種類株式の発行による上場廃止の例外として「会社の事業目的、拒否権付種類株式の発行目的、割当対象者の属性及び権利内容その他の条件に照らして、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと当取引所が認める場合を除く」とされており、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ない方法として以下のような3通りの方法が考えられる。いずれの場合も株主総会決議による消却条項を付す。

第一に、有事に HD の臨時株主総会を開催し、子会社の拒否権付株式発行について HD 株主総会で是非を決することが考えられる⁹。もっとも、公開会社では株主総会の通知から召集するまでに2週間要するので、機動性が低いという欠点がある。(会社法 299 条 1 項・325 条)

そこで、第二に、予め平時に子会社の拒否権付種類株式を SPC のような会社に発行しておく。そして、有事において SPC が拒否権を行使するか否かを、簡易な HD の株主会議にて問うということが考えられる。この株主会議の議決方法および招集方法は、予め株主総会で議決しておく必要があると考えられるが、

⁶ UFJ 銀行の定款変更の株主総会における UFJ 代表取締役の議決権行使を、違法行為差止請求できる余地はある(360 条) もっとも、株主総会の通知は株主(UFJHD)にのみ行えば足りるので、差止の機会がない可能性がある。

⁷ 新谷勝 「UFJ の経営統合をめぐる法律上の問題点」判例タイムズ 1172 号 107 頁 (2005)

⁸ 2005 年 5 月 27 日 経済産業省・法務省共同発表

⁹ 第一の方法については持株会社でなくとも、一般事業会社でも用いることができると考えられる。

株主総会に比べて柔軟な運用が可能であると考えられる。例えば、会議の決議事項の当事者たる買収者や取締役会の持ち株会については、議決権の対象外とすることも考えられる。

第三に、予め平時に HD 株主総会にて、子会社の拒否権種類株式の発行について取締役会の判断に委任する決議を行い、有事には取締役会決議にて拒否権付種類株式を発行する方法が考えられる。

4 持株会社の子会社株式売却による買収防衛策

(1) スキーム

以前から指摘されている¹⁰、持株会社の買収防衛策として以下のような防衛策がある。甲 HD が取締役会決議（362 条 1 項 4 号）を経て甲銀行の株式の半分を第三者に譲渡してしまえば、買収者はいかに甲 HD の株式を買い集めたとしても甲銀行の経営権を取れないことになる。一種の焦土作戦である。なお、完全子会社の株式の譲渡は親会社の事業の一部の譲渡に該当しないため、親会社の株主総会決議を要しない¹¹。

(2) スキームのメリット

このスキームのメリットは、第一に、HD 取締役会決議のみで、買収防衛策を採ることが出来る点である。第二に、既に発行されている株式のみを用いて行うので、新株予約権の発行や管理などの手間やコストがかからないことである。第三に、持株会社全体ではなく、特定の子会社を防衛することができることである。

(3) 問題点

第一に、持株会社の株主が子会社の株式の譲渡について賛否を表明する機会や違法性を争う術がなく¹²、甲 HD の取締役が善管注意義務違反を理由として、株主代表訴訟を提起され責任を追及されるおそれが高いこと。第二に、現実的な問題としては、上場されていない甲銀行株を、多大な資金をつぎこみ買う第三者がいるのかという問題点がある。第三に、持株会社が子会社株式を 100% 維持しなければ経営が難しくなるという問題点がある。すなわち、親会社が子会社株式の一部でも手放すということは、買収のために経営効率を犠牲にするならともかく、通常は考えにくい。

(4) 対応策

¹⁰ 関 俊彦「会社組織の合理的選択と親子会社規制」商事法務 1783 号 24 頁（2005）

¹¹ 江頭 848 頁

¹² なお、重要な子会社株式の全部の譲渡につき親会社の株主総会の議決を要するという案は、商法 13, 14 年改正にも検討されたが、実現はしていない。（「持株会社傘下における種類株式の発行に関する問題」 別冊商事法務 206 号）

(ア) 第一の問題について

子会社株の譲渡にあたり HD 株主の意見を尊重することで、締役の責任が否定される方向に働く。また、経済産業省・法務省の発表した買収防衛策の指針にも合致する。HD の株主の意見表明の場として、次の三通りが考えられる。

第一に、子会社の株式の譲渡の是非について有事の株主総会で表決を採る方法が考えられる。もっとも、公開会社では株主総会の通知から召集するまでに 2 週間要するので、機動性が低いという欠点がある。(会社法 299 条 1 項・325 条)

そこで、第二に、買収者が TOB をかけているなど緊急性を要する場合には、株主総会という商法上に定められた機関ではなく、簡易な株主会議を開催することが考えられる。この簡易な株主会議の召集手続・議決方法については、予め株主総会の同意を得ておくべきである。すなわち、平時の株主総会決議で導入+有事の簡易な株主会議で発動という構成になる。簡易な株主会議は、他の買収防衛策における委任状合戦と類似し、現経営陣を支持するか・敵対的買収者を支持するかという信任投票の要素がある。信任投票である以上、当事者たる買収者、及び取締役の持ち株会双方とも投票できず、従来株主のみで投票を行うこともありえよう。

第三に、平時の株主総会にて、子会社の株式譲渡について、取締役の判断を尊重するという決議を行い、有事においては取締役会の決議で発動するという方式がある。平時の株主総会決議で導入+有事の取締役会決議で発動という構成になる。

(イ) 第二の問題について

譲渡の対価の資金を抑えるために以下のような議決権制限株式を用いて、譲渡する株式数を少なくする方法が考えられる。すなわち、①甲銀行株主総会を開催し全ての株に譲渡制限を付し、甲銀行株を閉鎖会社化する。②甲銀行の定款変更し、種類株式発行会社として、株式の 90% に議決権制限を付す③残る 10% の株式の半分 (5%) を第三者に譲渡すれば、全株式を譲渡する (1) と同様の買収防衛の目的は達成される。

(ウ) 第三の問題について

買収防衛という非常事態においては、子会社株式を手放し、ある程度経営の効率性を犠牲にしても仕方がないという考えられる。また、子会社株式を譲渡する第三者をメインバンクやグループ会社などに指定すれば、子会社株式を 100% 保有せずとも、子会社の経営を維持することは可能であると考えられる。さらに、譲渡先に対して、有事が終わった際は、子会社株式を持株会社に返還するという契約を締結することがありえよう。

5 通常の会社における全部取得条項付種類株式を用いた買収防衛策

(1) 全部取得条項付種類株式とは

(ア) 定義

会社法で新たに認められた種類株式の一つに全部取得条項付株式がある。全部取得条項付種類株式とは、種類株式発行会社において、特定の種類の株式の全部を株主総会の特別決議によって取得することのできる旨の定款の定めがある種類の株式である。(171条1項、108条1項7号、309条2項3号) 会社が発行している株式を強制的に取得できるという点では、取得条項付株式(107条1項3号・2項3号参照)と共通であるが、あらかじめ取得事由を定めておくことを要せず、発行後に株主総会の特別決議によって取得し、取得の対価についても、取得の決議を行う当該株主総会において定める点に特徴がある。¹³

(イ) 制度趣旨

会社制定前から行われていた、会社が債務超過(破16条1項)の場合に既存株主の持株をゼロにする100%減資は、同時に株式発行がなされれば行いうると解されていたものの、裁判所の監視のもと行う民事再生手続・会社更生手続を除き、株主全員の同意を要すると解されてきた¹⁴。しかし、株主全員の同意が必要では、迅速性にかけるので、会社法は、株主総会の特別決議により、株主総会決議の特別決議により会社が株式全部を強制取得できる一方、不満な株主が裁判所に救済を求めることができる「全部取得条項付株式」の制度を創設した。この制度は立法過程において、債務超過の要件を不要とする、種類株式発行会社の制度とする等の変更が加えられたため、制度が複雑になった。

さらに、株式の有償取得が可能となったことにより、既発行会社の株式の内容を変更とするための制度としての用途が広まった¹⁵。このように、全部種類株式条項は本来の目的とは異なり、ある種類の株式を別の種類の株式に転換する媒体としての役割を果たすようになり、敵対的買収策のツールとして議論されている。

(2) スキーム

企業価値研究会により公表された企業価値報告書¹⁶では、全部取得条項を用い

¹³ 相澤哲=葉玉臣美=郡谷大輔編著『論点解説 新会社法(千問の道標)』83頁(商事法務、2006)

¹⁴ 稲葉威雄他『実務相談会社法』(商事法務研究会5巻128頁、1992)

¹⁵ 江頭憲治郎『株式会社法』151頁(有斐閣、2006)

¹⁶ 企業価値報告書は、経済産業省経済産業政策局長の私的研究会である企業価値研究会(座長神田秀樹東大教授)が17年5月27日に公表した報告書である。

て、買収者のもつ既発行普通株式を議決権制限株式に変更し、買収防衛するというスキームが検討されていた。具体的な手続きは以下の通りである。

- ① 既発行株式を全部取得条項を用いて取得条項付株式に変換¹⁷
- ② 取得条項株式の内容として、定款に以下のことを定める。i) 買収者が一定割合以上の株式を保有した際 ii) 一定割合以上の株式を保有する株主から会社が取得すること iii) その取得の対価として議決制限付株式を交付すること (108条2項6号)
- ③ 買収者が出現し、一定以上の株式を保有すると、会社は買収者の保有する株式のみを取得し、代わりに議決制限付株式を交付

株式の変化をまとめると以下の通りである。

普通株式→全部取得条項付株 (上記①) →取得条項付株式 (上記①) →買収者に議決制限付株式、買収者以外は株式に変動なし (上記③)

(3) スキームのメリット

メリットは以下の2点である。第一に、全部取得条項には随伴性があるので、ライツプランにおける新株予約権の信託は不要であり、管理コストが小さくなる。第二に、ライツプランでは、実際に買収防衛策が発動された場合、株式の希釈化により買収者に経済的負担¹⁸が生じるが、このスキームでは生じない。

(4) 問題点

全部取得条項付種類株式を用いてどこまでできるのか。全部取得条項の限界については争いがある。株主総会特別決議で導入できる全部取得条項の行使の要件に条文上ない正当な理由を求め、解釈により全部取得条項の行使について制限する見解もある¹⁹。しかし、条文にない概念である正当理由の存否の判断基準は不明確であり法的安定性を欠く。よって、会社法上の他の原則に抵触しない限り許されると解する。

最近の裁判例では、全部取得条項の取得対価が廉価であることにつき適法で

¹⁷ 具体的な手続きは以下の通り。①株主総会特別決議で種類株式発行会社に定款変更②既発行の普通株式を全部取得条項にするための定款変更の株主総会特別決議 (309条2項) 及び種類株主総会の特別決議 (111項2項、324条2項1号) ③全部取得条項付株式取得のための株主総会決議 (171条1項) を行う。取得対価は取得条項付株式とする。なお①～③は一回の株主総会で行うことができる。

¹⁸ 新株予約権に相当する金品の補償が必要であるかということが議論されることがあるが、企業価値研究会報告書案 (2008年6月) では「買収者に対して金員等の交付を行うことは、発動による買収者の不利益を失わせ、買収者が、買収を行う前に一時的に停止するインセンティブが生じなくなる結果、逆に買収防衛策の発動を誘発してしまうことになる。」として否定的である。

¹⁹ 笠原武朗「全部取得条項付の種類株式制度の利用の限界」江頭憲治郎先生還暦記念 上巻 『企業法の理論』239頁 (有斐閣2007)

あると判断したものもある²⁰。ただし、現時点では全部取得条項を用いた買収防衛策を導入した会社はない²¹。また、株主平等原則の問題が生じる可能性がある。

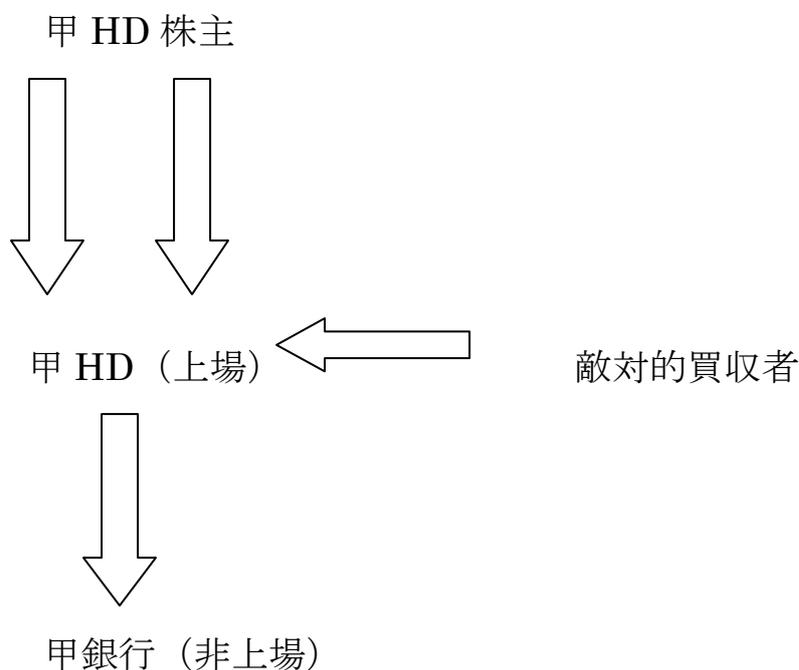
6 持株会社における全部取得条項付種類株式を用いた買収防衛策

以下については私案かつ試案であることをお断りしておく。

(1) スキーム

取得条項付株式を用いて、買収者以外の甲 HD の株主の株を取得し、対価として甲銀行の株式を交付する。HD の持つ甲銀行の株式が 50%以下になれば、買収者はいかに HD の株を集めても、甲銀行の経営権を取ることができない。(図 1 参照) 5 で紹介したスキームとの違いは敵対的買収者の株ではなく、現 HD の株主の株を取得条項により取得する点にある。以下、甲 HD 株の価値と甲銀行株の価値は 2 対 1 とする。株式所有の変動を示すと次ページの表 1, 2 の通りである。

図 1 スキームの関係者



²⁰ 平成 19 年 12 月 19 日 東京地裁判決 レックスが行った MBO についての判決である。なお判決が出た直後に執筆しており、調査が不十分であることに留意されたい。

²¹ 藤本 周ほか「敵対的買収防衛策の導入状況--2007 年 6 月総会を踏まえて (買収防衛策の事例分析)」別冊商事法務 310 号 5 頁 (2007)

表 1 取得条項行使前の株式所有割合

株式所有者			
	一般甲 HD 株主	買収者	甲 HD
甲 HD 株	80%	20%	0%
甲銀行株	0%	0%	100%

表 2 取得条項行使後の株式所有割合

株式所有者			
	一般甲 HD 株主	買収者	甲 HD
甲 HD 株	40%	20%	40% ²²
甲銀行株	80%	0%	20%

まず導入プロセスについて

- ① 甲 HD 株主総会にて、全部取得条項付株式（108 条 1 項 7 号）を用いて、取得条項付株式を発行する。取得条項の行使条件は、①買収者が一定割合以上の株式を保有した際②一定割合以下の株式を保有する株主から会社が取得すること③その取得の対価として甲銀行株式を交付すること（108 条 2 項 6 号）
- ② 甲銀行の株式に譲渡制限²³を付す。
- ③ 敵対的買収者の出現

以下が発動プロセス

- ④ 甲 HD の取締役決議により、甲 HD の株主に甲銀行の株式が付与される。
- ⑤ 甲 HD が保有する甲銀行の株式が 1 / 2 以下になれば、買収者がいかに甲 HD の株式を買い集めても、甲銀行を買収はできない。

（2）スキームのメリット

スキームのメリットは以下の 4 点が挙げられる。第一に、敵対的買収者の株を取得条項を用いて取得しているわけではなく、買収者への財産権侵害は 5（2）「通常の会社における全部取得条項を用いた買収防衛策」と比較して軽微であること。第二に、持株会社全体ではなく、特定の子会社のみを買収防衛策

²² 自己株の取得規制に反しないための仕組みについては 6（4）で述べる

²³ 甲 HD 株主から買収者に甲銀行株式を譲渡させないために譲渡制限を付す。甲銀行は非上場会社ゆえ譲渡制限を付しても、上場基準との抵触は生じない。

を講じることができる点である。残りの2点は、5（3）でメリットとして挙げた①管理コストの低減②発動された際の買収者への経済的負担の低さである。

（3）問題点

スキームの問題点は以下の六点である。第一に、甲銀行株を交付された旧 HD 株主が買収者にとりこまれるリスクがあること。

第二に、全部取得条項付株式の対価規制の問題がある。すなわち、上記④において、取得対価が当該会社の株式以外の場合、取得対価の帳簿価格は取得日における配当可能額を超えてはならないという配当規制の問題がある（461 条 1 項 4 号）

第三に、買収防衛成功後、非公開での甲銀行の株式の交付を受けた株主について、甲銀行株式をどう処理するかという問題がある。

第四に、株主平等原則に反する恐れがあるという問題がある。

第五に、4（3）で「子会社株売却スキームの問題点」で指摘したように、持株会社が子会社株式を 100%維持しなければ経営が難しくなるという問題点がある。すなわち、親会社が子会社株式の一部でも手放すということは、買収のために経営効率を犠牲にするならともかく、通常は考えにくい。

第六に、議決制限付株式や全部取得条項付株式を買収防衛目的で発行することは、不明確な上場基準に抵触する恐れがあり、持株会社の上場維持の維持の観点からリスクがあるという問題である。

（4）対応策

第一の問題点である甲銀行株式を持った、旧 HD 株主が買収者側についてしまうリスクについては、委任状合戦類似のことが甲銀行株主総会で起きるのであり、むしろ正当であるといえるのではないかと考える。さらに、甲銀行株については、買収者がいかに資金をつぎこんでも買うことはできないので、甲銀行株主としては、どちらの経営がよいかという観点から比較することができる。と考える。

第二の配当規制の問題については、甲銀行の株式を議決権制限付株式と議決のある株式（普通株式）に分け、議決権のある株式を HD の株主に交付。または、対価を甲銀行の新株予約権とすることで、甲銀行の対価を低く抑え解決されると考える。

第三の甲銀行株式の処理については、甲銀行株式に取得請求権または取得条項を付し、甲 HD の新株予約権または金銭とする解決策が考えられる。すなわち、買収防衛に成功した後に、甲銀行株主（旧甲 HD 株主）が取得条項を用いて防衛策発動以前の持株会社形態に戻るのである。

第四の株主平等原則との関係については、「企業価値・株主共同利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」7 頁にあるように、「株主平等原則は

株主の権利についての、その有する株式に応じて平等に取り扱わなければならないという原則であり、株主間で異なる扱いをする買収防衛策については。商法上設けられた次の①～③の制度を用いることにより株主平等原則に反しない」としており、「③種類株式の発行～明文で規定された株主平等原則の例外であり、変更上必要な手続きをふめば適法である。」とされている。よって、指針に照らしても、全部取得条項は適法であると思われる。また、仮に買収防衛策が発動されても株式の希釈化は起きず、買収者の経済的利益は害されない。

第五の問題に対しては、有事後に持株会社が取得請求権を行使することで、子会社株が返還され、有事前のように子会社を支配する経営を行うことができる。

第六の問題に対しては、確かに、上場している会社が議決制限付株式を発行するのは、「議決権種類株式の上場制度に関する報告書²⁴」でも一定の条件の下でのみ認められるべきだとされている²⁵。しかし、このスキームでは、上場していない子会社が議決権制限付株式を発行するのであって、上場基準の対象外である。いずれにせよ、現状では上場廃止にあたりと断言できず、持株会社のメニューのひとつとして、このような買収防衛策が認められる可能性がある。

7 持株会社における会社分割を用いた敵対的買収防衛策

以下についても私案かつ試案であることをお断りしておく。

(1) スキーム

スキームの概要は、HD の持つ議決権のある甲銀行株式を、HD から新設分割した閉鎖会社 A 社に譲渡することで、買収者が HD の株をいかに買収しようと

24上場制度整備懇談が 2008 年 1 月 16 日にまとめた報告書である。本報告書の記載内容は当取引所の決定事項ではないとしているが、決定に影響を及ぼすものと考えられる。

25 報告書では「少なくとも以下の要件を満たした無議決権株式並びに複数議決権方式における議決権多い株式及び議決権の少ない株式については、株主の権利の尊重がなされているものとして、原則としてその上場を認めることとすべきと考えられる。」として、以下の 5 つの方策の全てが取られている事を要求している。i) 既公開会社にあつては、上場株式より議決権の多い株式を上場させる場合にあたらないこと。ii) 極めて小さい出資割合で会社を支配するような状況が生じた場合に議決権種類株式のスキームが解消できるような方策がとられていること。(例：ブレイクスルー条項、サンセット条項等)iii) 種類株主間の利害が対立する場面における株主保護の方策がとられていること。

iv) 支配株主と会社の利益相反取引の場面における少数株主の保護の方策がとられていること。

v) 複数議決権方式の類型 I (新規公開時における B 種株式の単独上場) の場合は、A 種株式の譲渡等の時に B 種株式に転換する条項が付されていること。

甲銀行の経営権を掌握することはできない仕組みである（図2参照）。また、甲HDの株主にはHDの株式割合に応じて、A社の株を交付する。これは、A社を通じて、甲銀行の取締役を監督するためである。なお、甲HD株は買収者が10%所有し、それ以外の株主が90%所有しているものとする。株式所有の変動を示すと以下の表3、4の通りである。

図2 スキームの概要

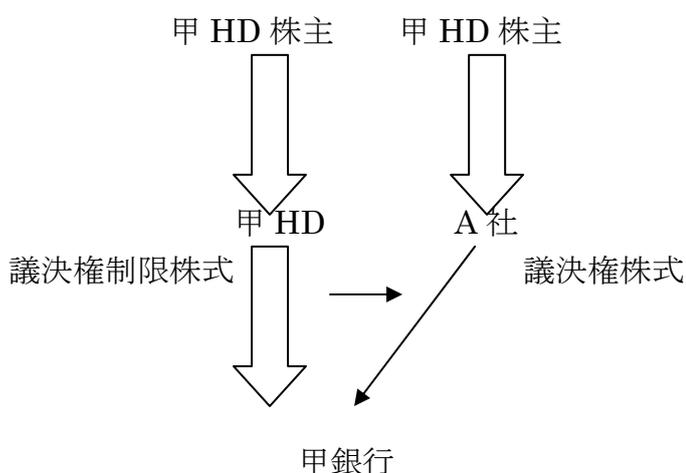


表3 防衛策発動前の株式所有割合

	株式所有者			
	甲 HD	買収者	甲 HD 株主	
甲 HD 株	0%	10%	90%	
甲銀行株	100%	0%	0%	

表4 防衛策発動後の株式所有割合

	株式所有者			
	甲 HD	買収者	甲 HD 株主	A 社
甲銀行株	90% 議決権制限	0%	0%	10% 議決権あり
A 社株	0%	10%	90%	0%

手続きを示すと以下の通りである。

- ① 甲銀行が種類株式発行会社に定款変更
- ② 甲銀行の譲渡制限を全株式に付す。さらに、譲渡制限付・議決権制限付優先株式（甲種種類株）と譲渡制限付株式（乙種種類株）を発行。甲銀行は閉鎖会社化。
- ③ 議決権制限付優先株式（甲種）を90% 譲渡制限付株式（乙種）を10% 発行する²⁶
- ④ 甲 HD 株主による特別決議を経て、株式会社 A（非公開・非上場）を新設分割する。株式会社 A に乙種株式を譲渡
- ⑤ 現甲 HD の株主に対して、甲 HD 株10株につき1株の割合で株式会社 A の株式を交付²⁷。
- ⑥ 株式会社 A の株式に譲渡制限及び、A の株主が甲 HD の株式を譲渡した場合無償取得できる取得条項を付す²⁸。さらに株式を甲 HD 株主総会時に無償取得できる条項を付す。

これにより、甲銀行の経営権は株式会社 A の下に移る。今後、買収者はいかに HD の株を購入しようとも、株式会社 A の株は購入することができず、甲銀行の経営権はとることができない。さらに買収防衛を確実にするには、今後発行する A 会社の株式を議決権を二分の一とする²⁹方法や、⑤において A 社の新株予約権を交付し、HD の株を一定以上所有する株主は行使できないという条件を付す方法が考えられる³⁰。

スキームのメリットは以下の4点である。

（2）スキームのメリット

第一に、甲銀行の取締役からすれば、甲銀行に対する買収のリスクをなくすことで、甲銀行の経営陣は長期的な観点を見据えた経営が可能となる点である。他方で、HD の株主が引き続き、A 会社の株主になることで、防衛策を消却するための委任状合戦や甲銀行の取締役のモニタリングは働く。なぜなら、A 会社株主総会の判断で甲銀行株の譲渡制限を解除し、議決権株式を HD に売却することで最初の純粋持株会社形態に戻せるからである。

第二に、株式会社 A 設立後も、甲銀行からの収益は HD にもたらされ、HD の株主把握している経済的価値に変化はない。株価には影響はほとんどない。

²⁶ 甲銀行は譲渡制限を付すことで、非公開会社になり、議決権制限株式の発行規制から外れる。(115条)

²⁷ これにより現甲 HD の株主構成と A 社の株主構成を一致させることができる。

²⁸ 甲 HD の株を手放した以上、A 社株も手放すことにしたほうが望ましいと考えた。

²⁹ 非公開会社ゆえ、複数議決権も可能である。(118条)

³⁰ この方法を用いると株式会社 A から完全に買収者を締め出すことができる

第三に、MBO と異なり株主の賛同を得やすく、株主代表訴訟による責任追及のリスクも少ないことである。

第四に、持株会社全体ではなく、特定の子会社にのみ買収防衛策を講じることができる点である。

(3) 問題点

スキームの問題点は4つある。第一の問題は、設立した株式会社 A の株主構成にいかにして設立後の HD の株主構成を反映させるかという点である。

第二は、甲銀行の取締役のモニタリングが適正に働かないのではないかとという点である。

第三に、このスキームは平時に際導入することが想定されているが、平時に導入していない場合に有事の際どうするかという問題がある。

第四に、甲銀行に HD からの監視が行き届かなくなり、HD 制に支障をきたすという問題点が挙げられる。

(4) 対応策

問題一および二に対する解決策としては、一定期間経過した際には、株式会社 A の株主をその時点の HD 株主に入れ替えることが考えられる。具体的には、数年経過すると株式を無償取得できる取得条項を付しておき、その時点の HD 株主に新株を発行することが考えられる。

問題三に対する対応策としては、買収者が外資系企業でありかつ被買収者が日本の国防上重要な企業であれば、外為法に基づき当該投資の停止や中止を勧告・命令するということもありえよう。

問題四の子会社への HD による監督を確保するための手段としては、A 銀行の取締役の社外取締役として HD の取締役を選任するという規定を A 社の定款に入れることが考えられる。

7 HD 傘下の子会社の経営権を守ることの合理性

敵対的買収者による買収を認めるのか否かの一義的な判断権は、株主の判断にあると考える。それは公開買付に応じるかどうかという局面でも、委任状合戦という局面であつてもいい。株主が利益最大化行動を取ることにより、企業を最も高く評価している人が企業の経営権を握ることは、企業の生産・資産効率性を高め企業の価値を向上させるからである。

もともと、株主の正当な判断プロセスが確保されていない、買収者が買収制度を濫用しているなどの理由で、株主に判断させているだけでは、企業価値が下がり社会的効率性が害される恐れがある場合がある。例えば、買収者がグリーンメーラーである場合や、公開買付けの強圧性がある場合、企業価値について株主の情報が不足している場合（情報の非対称性）、人的資産を買収後の従業員

員の大量解雇されるような場合等が挙げられる³¹。

このような、ある種の市場の失敗が生じている場合には、社会的効率性のため、取締役が買収防衛策を講じ、株主の判断を否定することが許されると考える。なぜなら、会社は、社会的効率性のため特別に法人格や有限責任という特権を認められられているのであり、社会的な存在だからである。また、会社が会社法・金融商品取引法などのガバナンスの制限を受けることも、会社が株主だけのものではなく、社会的な存在であることを示している。

取締役は会社から委任を受けており、会社に対して善管注意義務を負う。(会社法330条) 会社の価値が毀損される恐れがあるときに、買収防衛策を発動することは取締役の義務といえるかもしれない。特に、株主が株式を買収者に譲渡するか保持し続けるか判断するため十分な情報がないなど株主が当該提案を判断することが困難な場合に買収者に情報を提供させたり、あるいは、会社が買収者の提案よりも有利な条件をもたらしたりするため必要な時間を交渉力を確保するための買収防衛策を講じることは取締役の会社に対する義務といえると考えられる。

では、本稿で検討してきた HD 制の場合、どのような場合取締役の介入を許すことができるのか、すなわち、どのような場合に株主に判断させると社会的非効率性が起きるのか。

第一に、HD 傘下の子会社が多いため、子会社についての技術・財務情報について株主が情報不足であり、特定の子会社が過小評価されている場合である。特に、持株会社の株主は、事業会社の株主に比べて、経営に関心が低いと予想され、それぞれの子会社の会社価値まで把握することが困難であり、取締役と株主の情報非対称性が生じ易いと考えられる。

第二に、HD 制の下で組織再編が容易であることを利用し、買収者が会社を一時的に支配し、会社の重要な資産・子会社について廉価に取得し、会社の犠牲の下にその処分利益をもって買収者の利益を実現する行為を取る場合である³²。

第三に、同様に HD 制の下で組織再編が容易であることを利用し、買収者が

³¹ 田中亘「敵対的買収に対する防衛策についての覚書」武井=中山『企業買収防衛戦略Ⅱ』(商事法務2006)306頁

³² 企業価値・株主共同利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針4頁では、株主共同の利益に対する明白な侵害をもたらす行為として、以下の4つを挙げており、ここでは(ii)と(iv)を防止することを念頭においた。

(i) 株式を買い占め、その株式について会社側に対して高値で買取りを要求する行為 (ii) 会社を一時的に支配して、会社の重要な資産等を廉価に取得する等会社の犠牲の下に買収者の利益を実現する経営を行うような行為 (iii) 会社の資産を買収者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する行為 (iv) 会社経営を一時的に支配して会社の事業に当面関係していない高額資産等を処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるか、一時的な高配当による株価の急上昇の機会をねらって高値で売り抜ける行為

会社資産のうち高額な資産・子会社を処分し、一時的な高配当をさせるか、一時的な高配当による株価の急上昇をねらって高値で売り抜ける行為を取る場合である。

上記のような3つの場合に、子会社の経営権について買収防衛策をとることで効率性が改善するか検討する。第一の場合については、HD株主に特定の子会社について情報の非対称性があるときに、特定の子会社の経営権のみ保護する買収防衛策を講じればその子会社の企業価値は減少せず、さらに残る子会社について価値があると買収者が判断し買収すれば、残る子会社について企業価値が向上する。他方で、このように、特定の子会社の情報が不足しているときに、持株会社全体の経営権につき買収防衛策をとると、特定子会社以外の子会社の企業価値が向上する可能性を阻害してしまう恐れがある。第二、第三の場合については、特定の子会社や資産を処分し買収者が利益を得る行為は、特定の子会社の経営権を買収防衛策により守ることで、防ぐことができ、企業価値が毀損されることを防ぎ、社会的効率性も向上する。

さらに、上記の視点とは異なるが、子会社が国防上有用な技術を有しており、外為法により外資系企業による投資を制限するような場合に、子会社の買収防衛策は合理的であると考えられる。外為法では、外国投資家による対内直接投資が、「国の安全を損ない、公の秩序の維持を妨げ、公衆の安全保護に支障を来す」等のおそれがある場合には、外為法に基づき事前届出の対象としており、財務大臣及び事業所管大臣は、審査の上必要と認める場合には、関税・外国為替等審議会の意見を聴取した上で、当該投資の変更又は中止を勧告・命令することができる³³。特定の子会社が有用な国防上有用な技術を有している場合、その子会社だけに買収防衛策を講じることで、市場への影響は少なくて済み、買収により、特定の子会社を除くグループの企業価値が向上する可能性がある。

8 HD傘下の子会社の経営権を守ることの許容性

上記のような買収防衛策を認めることは、子会社に対する取締役の裁量を広く認め、株主の権利の縮小化を招くという批判があろう。しかし、私は持株会社の経済的機能からすれば、株主の権利は縮小するのも止むを得ないと考える。なぜなら、純粋持株会社は金融仲介機関としての性質を持っており、その機能

³³ 「外為法に基づく対内投資規制の見直しについて」経済産業省貿易経済協力局19年9月1頁参照。平成20年5月13日、財務大臣及び経済産業大臣は、TCIFファンド(ザ・チルドレンズ・インベストメント・マスターファンド)に対し、電源開発株式会社の株式追加取得に係る対内直接投資について、外為法に基づき中止命令を出した。外為法に基づく株式取得の中止命令の初のケースである。(経済産業省平成20年5月13日プレスリリース)

はファンドに近いと考えたからである³⁴。企業グループの資金の流れを観察すると、持株会社は一方でその株主から資金を調達し、他方で、その調達資金で子会社に投資しているのである。いま、最終的な貸し手から最終的な借り手への資金移動を仲介する活動を金融仲介と呼ぶとすれば、まさに持株会社は金融仲介機関なのである。

金融仲介機関である持株会社の株主は、事業会社の株主と比較し、会社経営に参画する意欲は薄く、多角的経営によってもたらされる高い配当に関心が強いといえよう。別の言い方をすれば、持株会社の株主は、事業会社の株主とファンドの出資者との中間に位置すると考えられる。会社経営の参加意欲が事業会社の株主に比べて低いと想定される持株会社の株主は、経営やグループのマネジメントについて、取締役委任している部分が大きく、取締役の裁量も大きいといえる。従って、持株会社の最終的な処分権は株主にあるにしても、持株会社の株主の権限は縮小するのは止むを得ず、他の事業会社では、認められがたい買収防衛策も許され得るのではないかと考える。

さらに、株主からすれば、持株会社は高い配当が期待できる代わりに、経営参画は制限的であるということを経営に投資すればいいのではないかと³⁵という整理も考えられる。このような考えを前提とすれば、株主の予見可能性を確保できる。持株会社を、会社組織の選択肢のうち、買収されにくく長期的経営するための会社の一形態として捉えることもできよう。会社のガバナビリティーについては、株価を通じて会社の収益性を株主からモニタリングを受ける。すなわち、持株会社は、他の事業会社より高いリターンを求められることになるのである。

9 まとめ

持株会社という会社形態は非常に特殊であり、様々な可能性を秘めている。そもそも持株会社は本当に会社なのかという疑問すら感じる。本稿では、持株会社の特殊性が敵対的買収防衛の場面でどのように現れるかという点を検討してきた。

近年、わが国でも買収案件が増大する中、労働者の保護、安心した技術開発投資、長期的な視点に立った経営を可能とする会社形態が模索されている。持株会社の長期的なグループ戦略という特性を生かすためには、事業会社に比して防衛策は広く認めることも許されうると考える。防衛策を広く認めることで、R&Dのような長期的成長のため必要な分野に投資することができるのである。R&D投資を行えば、短期的にはリターンは得られないため、配当が低くなり株

³⁴増井良啓「持株会社の課税をめぐる二、三の問題」商事法務 1479号 82頁（1998）

³⁵ 通商産業省産業政策局編 『企業組織の新潮流』（通商産業調査会 1995）53頁

価が低下し買収されやすくなる傾向があり、R&Dに対する積極的な投資が躊躇される。グーグルは積極的な R&D で知られているが、そのような R&D が可能になるのは、創業者が支配的株主であり買収のリスクを配慮する必要がないからである。グーグルは R&D により技術開発に成功しており、会社価値は向上しており、長期的には株主の利益になっている。

持株会社下においても、同様に、買収のリスクを低減し、R&D に特化した子会社をつくる等して、長期的な株主の利益を見据えた経営が可能となる。さらに、R&D 投資を積極的にすることはイノベーションによる付加価値向上に繋がっており、日本社会全体としても望ましいと考える。

このように、持株会社を通常会社形態と異なる全く別物の会社と捉え、買収に強く長期的な経営をする会社形態として、新たな役割と位置づけを与える積極的解釈が可能であると思う。これは、社会の新たなニーズに対応するという新会社法の趣旨にも合致し、今後生じる新たな社会的ニーズに対応できる法制度として持株会社の可能性を示唆するものである。

結論として、持株会社は、株式の二重構造を用いて、傘下の子会社の経営権を守るため独特の買収防衛策の可能性があり、買収防衛策について様々な手法の可能性を提示することで、状況に応じた防衛策がとりうるのではないかと考える。また、特定の場合、子会社の経営権を守る防衛策が効率的であると考えられる。このような、子会社の経営権を守る防衛策がこれから検討され、導入されることを期待したい。持株会社は新たな会社形態の可能性を秘めていることも後半の議論からいえよう。これから新たな会社形態が議論されることを期待したい。会社法は会社形態のメニューを提供するものであって、選択するのは市場であると私は考える。

最後に、本稿では提案した防衛策について税の観点から検討することができなかつたので、税制の観点からどのような防衛策が有利かという点については今後の課題としたい。

10 参考文献

(1) 会社法について

- ・ 稲葉威雄他『実務相談会社法』（商事法務研究会、1992）
- ・ 江頭憲治郎『株式会社法』初版（有斐閣、2006）
- ・ 神田秀樹『会社法』第10版（2008）

(2) 買収防衛策について

- ・ 神田秀樹『敵対的買収防衛策～企業社会における公正なルール形成を目指して』（財団法人経済産業調査会、2005）
- ・ 落合誠一編著『わが国 M&A の現状と課題』（商事法務、2007）

- ・ 武井一浩ほか『企業買収防衛戦略Ⅱ』（商事法務、2006）
- ・ 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」商事法務 1618号（2002）
- ・ 経済産業省・法務省「企業価値・株主共同利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（2005）
- ・ 藤本 周ほか「敵対的買収防衛策の導入状況--2007年6月総会を踏まえて（買収防衛策の事例分析）」別冊商事法務 310号 5頁（2007）
- ・ 企業価値研究会「報告書案」（2008 6月）
- ・ 江頭憲治郎先生還暦記念 上巻 『企業法の理論』（有斐閣 2007）
（3）持株会社について
- ・ 發知=箱田=大谷『持株会社の実務』（東洋経済社 2007）
- ・ 通商産業省産業政策局編 『企業組織の新潮流』（通商産業調査会 1995）
- ・ 前田雅弘「持株会社の法的諸問題（1）」資本市場 118号 37頁以下（1995）
- ・ 前田雅弘「持株会社の法的諸問題（2）」資本市場 119号 50頁以下（1995）
- ・ 黒沼悦郎「持株会社の法的諸問題（3）」資本市場 120号 70頁以下（1995）
- ・ 黒沼悦郎「持株会社の法的諸問題（4）」資本市場 121号 72頁以下（1995）
- ・ 森本滋「純粋持株会社と会社法」曹時 47巻 12号 1頁以下（1995）
- ・ 江頭憲治郎「純粋持株会社をめぐる法的諸問題」商事法務 1426号 18頁以下（1996）
- ・ 神作裕之「純粋持株会社における株主保護 上～下」商事法務 1429号 2頁以下、1430号 9頁以下、1431号 13頁以下
- ・ 酒巻俊雄「純粋持株会社と会社法上の問題点」ジュリスト 1104号 22頁以下（1997）
- ・ 法務省民事局参事官室「『親子会社法制に関する問題点』の公表及び意見照会について」ジュリスト 1140号 33頁以下（1998）
- ・ 西尾幸夫「子会社運営に関する親会社株主の権限」ジュリスト 1140号 10頁以下（1998）
- ・ 畠田公明「純粋持株会社と株主代表訴訟」ジュリスト 1140号 16頁以下（1998）
- ・ 増井良啓「持株会社の課税をめぐる二、三の問題」商事法務 1479号（1998）
- ・ 前田重行「持株会社における経営参加権の確保-比較法的観点からの分析-」181頁以下
- ・ 前田重行「持株会社法制に関する序説的考察-持株会社に対する会社法上の規整-」
- ・ 株主代表訴訟制度研究会「株主交換・株式移転と株主代表訴訟（1）-原告適格の継続-」商事法務 1680号 4頁以下（2003）

- ・ 「持株会社傘下における種類株式の発行に関する問題」 別冊商事法務 206号 (2000)
- ・ 前田重行「持株会社株主総会の子会社に対する権限の拡大と株主総会の運営」 537 頁以下
- ・ 金融法務研究会『金融持株会社グループにおけるコーポレート・ガバナンス』(金融法務研究会事務局、2006)
 - (4) UFJ 統合事件について
- ・ スティーブン・ギブンス「デラウェア州最高裁であったら、今回UFJ ホールディングス側がとった合併統合防止策に対して、どのような司法判断を下したであろうか？」国際商事法務 32 巻 10 号 1315 頁以下 (2004)
- ・ ケン・シーゲル他「UFJ の合併統合保護条項の米国上の評価」国際商事法務 33 巻 1 号 1 頁以下 (2005)
- ・ 岩倉正和=大井悠紀「M&A取引契約における被買収会社の株主の利益保護下(1)」商事法務 1748 号 38 頁 (2005)
- ・ 新谷勝 「UFJ の経営統合をめぐる法律上の問題点」判例タイムズ 1172 号 107 頁 (2005)
- ・ 中東正文『UFJ vs 住友信託 vs 三菱東京 M&A のリーガルリスク』(日本評論社、2005)
 - (5) 種類株式について
- ・ 吉井敦子「種類株式の多様化と企業防衛-主要目的論の再検討を踏まえて」今中利昭先生古稀記念『最新倒産法・会社法をめぐる実務上の諸問題』(民法法研究会、2005)
- ・ 岩原紳作「自己株式取得、株式の併合、単元株、募集新株等」ジュリスト 1295 号 36 頁以下 (2005)
- ・ 江頭憲治郎『『会社法制の現代化に関する要綱案』の解説 IV』商事法務 1724 号 4 頁以下 (2005)
- ・ 新谷勝「敵対的企業買収防衛策と黄金株の活用」日本大学法科大学院法務研究 2 巻 (2006)
- ・ 東京証券取引所 上場制度整備懇談会「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」(2008)