

黄金株についての覚書

鈴木 芳 徳

はじめに——M&A の時代

M&A はまさに時代の波である。2005 年の日本企業による M&A は過去最高の 2,713 件に及んだ。国内企業同士だけでなく海外での M&A も増加した。特に国際的な競争での生き残りをかけての戦略としての M&A が目立っている。小稿で後に詳しく扱う「国際石油開発」の松尾邦彦会長が「一定規模がないと世界では戦えず、国内外を問わず M&A に積極的に取り組む」と語っているのが特に目をひく（日本経済新聞 2005 年 12 月 29 日）。「国際石油開発」は、帝国石油、新日本石油との 3 社で資本・業務関係で合意しており、2006 年 4 月に統合する新会社「国際石油開発帝石ホールディングス」と現在は帝石の筆頭株主である新日石が、株式持合比率を高めるほか、石油開発などで協力する。両社統合に対して態度を保留していた新日石が賛成に回ることで、2006 年 1 月の臨時株主総会での統合承認は確実となった、と見られている（朝日新聞 2005 年 12 月 20 日）。後に見るように「国際石油開発」は一般会社の域を超えた特別の会社である。その「国際石油開発」ですら、否、そうであればこそ、国際的な規模での競争場裏における自己の戦略的な力を絶えず見直さざるをえない、ということであろう。

小稿はそうした時代の流れの中で、特に注目を集めつつある「黄金株」について若干の考察を試みる。

1. 黄金株とは

黄金株（ゴールデン・シェア）は、固有の歴史的背景とともに理解されるべきものである。

いま、ごく初歩的な理解を The Penguin International のハンディな金融用語辞典である *Dictionary of Finance* に求めてみよう。初歩的ではあるが、核心をついた説明がある。

この辞典の golden share という項目をみると、privatization の項目を見よ、とある。そこでその privatization の項目を見ると、次のように述べられている。その一部を記してみよう。

The sale of government-owned equity in nationalized industry or other commercial enterprises to private investors. Privatization, which used to be called denationalization, may involve the retention of either a majority or a minority holding by government, though the UK government in

several cases has retained a *golden share*, which is intended to give it power of veto in an unwelcome take-over bid, e. g. one from overseas.

これで分かってくることは、黄金株なるものが登場してくるわけは、例えば一国の防衛産業のごときが外国資本によってM&Aの対象とされることは、その国の安全を脅かす重大問題である。つまり、国益という観点から、いってみれば、トランプのある種のゲームでジョーカーが切り札の力を付されるのに似て、外国からの乗っ取りを国益の見地からして排除する切り札として「黄金株」が必要とされるのである。

ただし、併せて注目しておかねばならないのは、近年におけるヨーロッパの動向であって、EU諸国の緊密化・域内統合の促進という観点から、買収防衛策の設定について、厳しい態度がとられていることである。この点、アメリカにおけるとは大きく異なった方向性のもとなっている。EUは、各国に黄金株の廃止を強く要請しており、2005年11月、スペインの通信大手であるテレフォニカなど民営化企業の黄金株の廃止が表明された（日本経済新聞 2005年11月30日）。英国やアイルランドについても、スコッティッシュパワーなどエネルギー大手5社が黄金株を廃止した。（日経金融新聞 2005年12月6日）。

ところで、M&Aが盛んになるにつれて、買収防衛策はいよいよ重要視されるようになり、「黄金株」がそのための核心的な仕組みとして、一般民間企業に組み込まれるようになってくる。「黄金株」が、一般民間企業のM&Aに対する買収防衛策の重要な方策として捉えられるようになる。

2. わが国の「国際石油開発」の場合

それでは、わが国の場合、現在どうなっているのだろうか。

わが国の上場会社で、黄金株を発行しているのは、国際石油開発一社しかない。そこでこの会社の状況を調べてみることにしよう。

国際石油開発は、わが国における石油資源開発の最大手で、天然ガス、原油を開発、アジア地域が収益源になっている会社である。この会社の定款に定める発行株式数についてみると、

普通株式	2,366,800 (株)
甲種類株式	1 (株)
計	2,366,801 (株)

となっている。

発行済株式についてみると、平成17年3月31日現在で、

普通株式	1,919,832.75 (東京証券取引所市場第一部)
甲種類株式	1 (非上場・非登録)

これらのうち、甲種類株式は元来、平成16年11月17日付で石油公団に対して発行されたものであるが、石油公団の解散に伴い、甲種類株式は同日付で経済産業大臣に継承されている。そ

ここで、この甲種類株式の内容についてみると、次のようなものとなっている。すなわち、甲種類株式は、

1. 議決権

甲種類株式は、当会社株主総会において議決権を有しないものとする。

2. 種類株主総会の決議を要する事項に関する定め

次の場合においては、甲種類株式による種類株主総会の決議を経なければならない。なお、当会社株主総会の招集通知を発する場合、当会社は甲種類株主に対して、当該招集通知の写しを送付するとともに、甲種類株主総会の開催の有無につき通知するものとする。甲種類株主総会を開催する旨の通知は甲種類株主総会の招集通知を発することによりなされるものとする。

- (1) 取締役の選任または解任にかかる当会社株主総会決議時点において、当会社普通株式にかかる総株主の議決権の100分の20以上を公的主体以外の当会社普通株式の単一の株主または単一の株主とその共同保有者が保有していた場合（ただし、かかる場合にあたるかにつき、当該株主総会にかかる基準日現在の株主を前提に判断するものとする。）（以下、「取締役の選任または解任における100分の20要件」という。）の当該取締役の選任または解任
- (2) 当会社の重要な資産の処分等を行おうとする場合
- (3) 当会社子会社が重要な資産の処分等を行おうとする場合に、当会社子会社の株主総会において当会社が議決権を行使しようとする場合
- (4) 以下の事項に関する定款変更を行おうとする場合（当会社が合併、株式交換、株式移転を行おうとする場合で、合併契約、株式交換契約、株式移転契約、又はこれらを目的とする契約において定款変更の定めが含まれる場合を含む。）
 - ①当会社の目的
 - ②当会社普通株式以外の株式への議決権（甲種類株式に既に付与された種類株主総会における議決権を除く。）の付与
- (5) 当会社が合併、株式交換、株式移転を行おうとする場合。ただし、以下の各号に該当する場合を除く。
 - ①合併において当会社が存続会社となる場合。ただし、合併完了時点において当会社普通株式にかかる総株主の議決権の100分の20以上を公的主体以外の単一の株主又は単一の株主とその共同保有者が保有することとなる場合（ただし、かかる場合にあたるかにつき、当該合併を承認する各当事会社の株主総会にかかる基準日現在の株主を前提に判断するものとする。）（以下、「合併における100分の20要件」という。）を除く。
 - ②株式交換において当会社が完全親会社となる場合。ただし、株式交換完了時点において当会社普通株式にかかる総株主の議決権の100分の20以上を公的主体以外の

単一の株主又は単一の株主とその共同保有者が保有することとなる場合（ただし、かかる場合にあたるかにつき、当該株式交換を承認する各当事会社の株主総会にかかる基準日現在の株主を前提に判断するものとする。）（以下、「株式交換における 100 分の 20 要件」という。）を除く。

③株式移転において新設持株会社を設立する場合で、甲種類株主が当社定款上有する権利と同等の権利を有する当該新設持株会社の種類株式が甲種類株主に付与されることが、株式移転のための株主総会で決議された場合。ただし、株式移転完了時点において新設持株会社普通株式にかかる総株主の議決権の 100 分の 20 以上を公的主体以外の単一の株主又は単一の株主とその共同保有者が保有することとなる場合（ただし、かかる場合にあたるかにつき、当該株式移転を承認する各当事会社の株主総会にかかる基準日現在の株主を前提に判断するものとする。）（以下、「株式移転における 100 分の 20 要件」という。）を除く。

(6) 当会社の株主への金銭の払い戻しを伴う当会社の資本の額の減少を行おうとする場合。

(7) 当会社が株主総会決議により解散をする場合。

(8) 100 分の 20 要件に関するみなし規定（略）

次に、この「国際石油開発」なる会社の大株主の状況についてみると、次の通りである。まず、「普通株主」についてみると、平成 17 年 3 月 31 日現在で、

所有株式数（発行済株式総数に対する所有株式の割合（%））

石油公団	692,307.75	(36.06)
石油資源開発株式会社	248,174.56	(12.93)
三菱商事株式会社	189,594.00	(9.88)
三井石油開発株式会社	176,760.00	(9.21)
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	55,419.00	(2.89)
日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口）	51,910.00	(2.70)
丸紅株式会社	46,446.00	(2.42)
住友商事株式会社	46,446.00	(2.42)
JFE スチール株式会社	44,190.00	(2.30)
第一石油開発株式会社	23,455.44	(1.22)
計	1,574,702.75	(82.02)

上記の「普通株式」のうち、石油公団が平成 17 年 4 月 1 日に解散したことに伴い、その所有する普通株式はすべて経済産業大臣に承継されている。

次に「甲種類株式」について見ると、平成 17 年 3 月 31 日現在で石油公団が所有していたもの

が、石油公団の解散に伴い、その所有する甲種類株式は同日付で経済産業大臣に承継されている。

以上から知られることは、この「国際石油開発」なる会社が、一般企業とは全く異なる性格の、一種の国策会社であり、国益の見地から、すなわち国家的利益の観点から、創業され運営されてきたものであって、そのことからこの会社には「黄金株」としての意味を持つ「甲種類株式」なるものが存在し、これが外国資本等による乗っ取りからの決定的な防衛手段となっている、という事実である。

3. 新会社法と黄金株

わが国の場合、新会社法が成立した。この新会社法における「黄金株」の位置について触れておこう。新会社法は、2005年6月に成立、一部を除いて、2006年4月から施行される。

「黄金株」が、M&Aに対する防衛的な拒否権 (veto) を極めて強力なかたちで持つものである以上、国家防衛的見地・国策の見地から離れて、一般営利企業がこれを自ら備えたいと考えるのは自然の流れであろう。

新会社法は、その第108条第一項の8において、次のように規定する。

「株主総会にあっては株主総会において決議すべき事項のうち、当該決議のほか、当該種類の株式種類株主を構成員とする種類株主総会の決議あることを必要とするもの」

すなわち、ここにおいて当該種類株式の種類株主総会の決議を要することを内容とする株式の発行を認めている。また、従来は、特定の種類株式についてだけ譲渡制限をすることができなかったため、発行された黄金株が第三者に譲渡され濫用されるリスクがあった。そのところが、今回の新会社法では、取締役会決議で種類株式に譲渡制限を付することが可能となった。新会社法第108条第一項の4では次のように規定されている。すなわち、

「譲渡による当該種類の株式の取得について当該株式会社の承認を要すること」

ここに「黄金株」を買収防衛策として利用することが可能となった。従来の商法においては、会社が定款において株式の譲渡制限を設けようとする場合には、その会社の全株式が譲渡制限の対象となり、一部の株式に限って譲渡制限を設けるということはできなかった。そのため、従来は上場株式にあっては、種類株式も自由に譲渡でき、その際の譲渡先が常に友好的なものであるという確証はないわけであるから、種類株式の議決権行使を完全にコントロールすることは事実上、不可能となっていた。新会社法においては、この点に改正が加えられ、株式の種類毎に譲渡制限のあるなしを設定できるため、定款の定めにおいて「黄金株」に限って譲渡制限を規定することができるようになった。

こうして黄金株の発行は、従前より自由になったのであるが、しかし、その代わり、そこには

公開会社・上場会社に自ずから備わっているはずの、会社に対するマーケットからの規制力が無くなる、或いは希薄化して経営の緊張感が薄れるという、大きな問題が生じてくる。こうした観点からして、黄金株の導入に対しては、証券取引所、或いは機関投資家など各方面からする反対論ないし慎重さを求める見解がすでに公表されている。この点については、すでに、経済産業省・法務省 2005 年 5 月 27 日付「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たいする指針」、東京証券取引所平成 17 年 4 月 21 日付「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資家保護上の留意事項について」、厚生年金連合会平成 17 年 4 月 28 日付「企業買収防衛策に関する株主議決権行使の判断基準」が公表されている（これらについては、松本真輔『敵対的買収と防衛策』税務経理協会、平成 17 年、に収録されている）。

そこで次にそうした論点についての最近の論調を追って見ることにしよう。

4. 黄金株を巡る最近の論調

こうした黄金株に関する論議は、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」（神田秀樹座長）における検討から始まっているとあってよい。同研究会は、2004 年 9 月、「敵対的 M&A に対する適切な対応策及びコア人材の引抜き防止策について研究する」として発足、以後会合を重ね、2005 年 4 月「論点公開——公正な企業社会のルール形成に向けた提案」を公表、5 月経済産業省が「企業価値報告書」、経済産業省及び法務省が「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」を公表。これらにおいて既に議論の俎上にあった様々の問題の中で「黄金株」が昨今、改めて目前具体的問題として諸機関が取り上げるに至ったということである。しかし、現今における全体的状況は、まさに「迷走」（朝日新聞 2005 年 11 月 27 日）というに等しく、その状況を同紙は次のような一覧表にまとめている。

	黄金株発行済み企業の上場	上場後の黄金株発行
東京証券取引所	×	×
経済産業省	条件付で○	条件付で○
金融庁	○	×

- (1) 経済産業省の企業価値研究会は、黄金株の発行について制限を課すべきだ、という見解である。黄金株の導入が、経営者の保身をはかる不公正な防衛策となり、M&A の展開による企業価値向上にブレーキをかける可能性を危惧するからである。したがって上場企業が黄金株を発行する場合には、その効力をもつ期間を 1 年などに限定すること、取締役会の決議で権利を無効にすることのできる条項を含むこと、株主総会の決議で無効にできる条項をもつこと、の 3 条件のいずれかを満たすべきものとする。また、導入するにさいしては、防衛策の全てについての情報開示、目的を明瞭に示す、導入してから廃止するまで常に存在を明らかにする、の 3 項目を導入の条件とすべきとする（日本経済新聞 2005 年 11 月

3日)。

- (2) 東京証券取引所は、一般投資家の利益を損ないかねないとして、黄金株を原則禁止とし、上場企業が導入した場合には上場廃止、黄金株を発行している企業の新規上場を認めないとする上場規則の要綱試案を提出した。昨2004年に上場した「国際石油開発」のような国策的な意味から国が黄金株を保有している企業は例外として上場を認める。こうした考え方の基礎には、黄金株が特定の投資家だけを優遇し、「投資家平等の原則」に反し、企業価値の向上につながる買収まで排除する可能性がかかる、との見方がある(日本経済新聞 2005年11月19日)。

しかし、こうした東京証券取引所の方針に対しては、経済産業省や経済界から反発があり、会社法で認められている防衛策はできるだけ容認すべきとの意見がある。また、与謝野薫・経済財政金融担当相が、法律で認められている株式の種類を上場基準で狭めるのは理屈の上でおかしい、と語ったことが伝えられている(朝日新聞 2005年11月23日)。他方、世界標準の市場を日指す東京証券取引所が黄金株は許容限度を超えると判断するのは当然のことであって、「東証は市場の理屈を貫け」とする見解もある(日本経済新聞 2005年11月29日 末村篤編集委員)。また、金融審議会には、東証の黄金株規制は過剰とする見解がある、という(日本経済新聞 2005年11月29日)。また、日本経団連は、「一律に規制することは過剰規制」と指摘し、「買収防衛策は株主意見の反映の機会を奪ったり、一般株主や投資家に不測の損害を与えたりすることが明白な場合を除き、原則として認められるべきだ」としている(日本経済新聞 2005年12月2日)。

これらの諸見解を受けて、東京証券取引所は、先の要綱試案を踏まえつつ、修正案を公表した。修正案では、「株主の利益を損なうおそれが少ないと東証が認める場合には、上場企業による黄金株の発行を認める、とし、具体的には、経済産業省がすでに示したような基準を満たす場合には発行を認める方針で、1) 黄金株の有効期限を限定する、2) 株主総会の決議で無効にできる、3) 取締役会で無効にできる、などを条件とする。これで安易な発行に歯止めがかけられるとみている。また、新規に上場する企業にも安易な発行への歯止めや事前相談を条件に黄金株の発行を認めるとしている。上場審査にあたって、黄金株が一般投資家の権利を侵害していないかをチェックする。東証は、近く要綱を正式決定し、2006年3月1日から施行する方針である(日本経済新聞 2005年12月17日)。すなわち、東証は、黄金株は認めないという形式にとられるより、事前相談というかたちの指導に軸足を置いた方が投資家の利益につながると判断したもので、東証は当初から「株主総会で拒否権を消却できるような形態はほんらいの黄金株には当たらない」としており、経済産業省との違いは実質的には大きくはない、ともいえる(日本経済新聞 2005年12月17日)。

また、機関投資家には、黄金株の発行について反対の意見が多く、黄金株のような買収

防衛策が経営者の保身に利用される危険を警戒する向きが多い(日経金融新聞 2005年12月6日)。すなわち、例えば、企業年金連合会は、反対で、時価総額の増大に向けての経営努力を阻害する恐れのあることを指摘。日本生命保険は、電力やライフラインに関連する企業や国策に準じる場合などは特例扱いにしてもよい、としている。

5. むすび

歴史を振り返ってみることで、むすびに代えることにしよう。かつてのわが国は、原則禁止を旨とする外国為替法があり、また企業集団を基本とする株式相互保有が存在した。これらが敵対的買収からわが国企業を守ってきたのである。しかし、株式持合いは、言ってみれば「株主権封殺方式」であり、現今の「株主重視経営」はそこから180度の転換を意味していた。そうした点を考えてみると、わが国企業経営は、敵対的買収という見地からすると、実に無防備な状況にあり、しかも大企業の財務状況を見るに、手元には膨大な余裕資金が存在する。ということになると、これが敵対的買収の標的にならないわけではない。ただ漫然と余裕資金を持っている、というだけで、既に絶好の買収対象たりうる。いまやわが国大企業にあって、経営上の無防備さだけが残るとなれば、わが国大企業が、自らを守ってくれるものを捜し求めるのは当然といえば当然である。敵対的買収への防備の手段として「黄金株」が盛んに議論されるようになってくるのは、2004年の秋口からのことであつたように思われる。「ポイズン・ピル」条項の中で最も強力な「黄金株」について、過大とも思われるような期待が寄せられるようになった。しかしそれが敵対的買収から企業経営を守る守護神であつたとしても、そのこと自身が経営者の保身の術ともなりうるものだけに、「株主重視経営」からはむしろ遠ざかっていくことになりかねない。経営者の経営者としての地位を固定化・安定化・絶対化する可能性は、広く捉えるなら会社支配権市場の機能を阻害し、非効率的経営をしか行い得ない経営者を整理・淘汰する機能を停止させるものといってよい。短絡的な発想に基づく「黄金株」導入への期待の中に含意されるものを慎重に検討しておくのでなければなるまい(こうした観点については、拙著『現代証券金融論の課題』白桃書房2005年、で既に触れたところである。ご参照いただけるとありがたい)。

参考文献一覧

- 専門的なものから初学者向けのものまで多様な書物があり、関心の深さと広がりが見て取れる。
- 松本真輔『敵対的買収と防衛策』税務経理協会、平成17年
- 新谷 勝『敵対的企業買収』税務経理協会、平成17年
- 相沢 哲編著『新・会社法』商事法務、2005年
- 太田 洋・中山龍太郎編著『敵対的M&A対応の最先端』商事法務、2005年
- 佐山展生監修・藤田勉著『新会社方で変わる敵対的買収』東洋経済新報社、2005年
- 高谷信一郎『ポイズンピルが分かる本』かんき出版、2005年
- 新日本監査法人・改正会社法実務研究会『新会社法の実務』税務研究会出版部、平成17年
- 関根稔・掛川雅仁・飯田聡一郎編集代表『新会社法の実務』清文社、平成17年
- 神田秀樹監修『敵対的買収防衛策』経済産業調査会、平成17年

前田陽司ほか『M&Aと企業防衛がよく分かる本』秀和システム，2005年
渡辺顕・辺見紀男編『敵対的買収と企業防衛』日本経済新聞社，2005年
布井千博監修・富永千里著『企業買収防衛ルールの考え方』中央経済社，平成17年

また、『商事法務』所載論文のうち，以下のものは特に重要である。

太田洋・今井栄次郎「米国各州における企業買収規制立法の最新情報（上）（下）」1722号，2005年2月15日，1723号，2月25日

武井一浩「企業価値報告書・買収防衛指針と買収防衛策の実務（上）（中）（下）」1735号，2005年7月5日～1737号，2005年7月15日

武井一浩・中山竜太郎・高木弘明・石田多恵子『『条件決議型ワクチン・プラン』の設計書（上）（下）』1739号，2005年8月5日～1745号，2005年10月25日

岩倉正和・大井裕紀「M&A取引契約における被買収会社の株主の利益保護」（上）（中）（下の1）（下の2）」1743号，2005年9月25日，1745号，10月25日，1747号，11月15日，1748号，11月25日

香田温子・鈴木賢一郎・渡辺奈津子「株主総会判断型の企業防衛策」1725号，2005年12月25日

神田秀樹・日下部聡・村田敏一・武井一浩「企業買収防衛策をめぐる法的論点と実務上の対応—『企業価値研究会における検討を中心として』1731号，2005年5月5日

三苦裕・玉井裕子「6月総会会社における企業買収防衛策の導入とそのあり方」1737号，2005年7月15日

竹平征吾「希釈型ポイズン・ピルの適法性」1729号，2005年4月15日

大杉謙一「企業買収防衛策のあり方—ライセンス・プランの長所と短所」1723号，2005年2月25日

石綿学・小林卓泰・青山大樹・内田修平「日本型ライセンス・プランの新展開」（上）（下）」1738号，2005年7月25日，1739号，8月5日

なお，小稿における国際石油開発の有価証券報告書に関して，経済学部教授西川登先生からご教示を得ました。記して感謝申し上げます。