

企業価値基準を実現するための買収ルールのあり方に関する論点公開

平成17年12月15日
企業価値研究会

．基本的な考え方

企業価値研究会では、公正な買収防衛策のあり方について検討し、去る5月27日に企業価値報告書を公表した。また、同日、経済産業省及び法務省は、買収防衛策に関する指針を策定した。これらの目的は、「企業価値を高める買収は実現し、企業価値を損ねる買収は実現しない」という企業価値基準に基づいた公正なルール形成を促すことにある。

買収には、現経営陣の同意が得られる友好的な場合と同意が得られない敵対的な場合があるが、敵対的な場合であっても、企業買収の結果、経営革新が実行され企業価値が高まる場合もあり、また、敵対的買収に対する懸念が存在することにより、経営の規律を高める効果もあるため、一律に否定されるべきではない。

一方で、敵対的買収の中には、企業価値を損なう可能性のあるものがあることも事実であり、ある買収提案が企業価値を高めるかどうかについては、一般論としては、買収者の買収提案と現経営陣の経営方針、そして場合によってはその他の買収者による買収提案も含めて、判断されるべきことがらである。株主がそのような判断を行うに当たって、買収防衛策が、買収者及び対象会社の経営者双方から、その相対比較を行うに当たって有益な情報が提供されることを促すものであるならば、「企業価値基準」の実現に資するものといえる。

それでは、欧米各国では、買収及び買収防衛策についてどのようなルールが採られているのであろうか。

欧州各国における対応は、一言で言えば多様であるといえる。

英国では、買収者に対して全部買付義務を課すことにより、強圧的な二段階買収を入口段階で規制しているが、このルールは法令に基づくものではなく民間団体による自主規範である。他方で、買収防衛策については、株主総会の承認があれば制度的には導入可能であるが、実態上はその導入は難しいとされている。

ドイツでは、法令上、買収者に対して全部買付義務を課している。他方で買収防衛策については、監査役会の承認がある等の一定の場合に導入することが可能とされている。

フランスや北欧諸国などの大陸諸国においても、買収者に対して全部買付義務を課しているが、買収防衛策については、株主総会の承認により複数議決権株式等の種類株式を活用している企業が多いようである。

一方、米国では、欧州と異なり全部買付義務といった厳しい買収者規制は行われていないが、その一方で、取締役の忠実義務が厳しく問われる中で、ライツプランなどの買収防衛策を取締役会の決定限りで導入することが可能となっている。また、州レベルの立法の中には、一定数量の株式取得後の事業結合について、少数株主の保護を図る観点も踏まえて、数年間事業結合を制限したり、公正な価格の提示を求めたりする措置を講じているものもある。

このように買収及び買収防衛策に関するルールは、各国の状況により異なっているが、これらを見ると、考え方のポイントとなるべき第1の柱は、買収者及び対象会社双方のバランスをいかに確保するかという点にあるといえよう。

日本の現状をみると、まず、買収防衛策については、従来の株式持ち合いの解消が進む一方で、欧米並みの買収防衛策を講じることが可能な環境となっており、企業価値報告書や買収防衛策に関する指針の考え方に沿って、実際に買収防衛策を導入する企業も現れつつある。

また、日本においては、これまで敵対的買収が成功した事例がほとんどなく、敵対的な買収が成功しにくい環境にあるといえるが、近年では、これまであまり利用されてこなかった公開買付の利用が増加しつつあり、中には敵対的な買収にも利用される事例が現れつつある。

このような日本における買収及び買収防衛策を巡る環境の変化を踏まえながら、現時点において、防衛側そして買収側双方のバランスを確保し、公正かつ透明な買収と公正かつ透明な防衛を実現するという観点から、買収ルールのあり方について検討を行うことが必要であると考えられる。

また、企業買収、特に敵対的買収の局面においては、数多くの利害関係が複雑に絡み合うため、通常の商品の売買に比べて、格段に豊富な情報が提供されなければ、企業価値の是非を正しく判断することが難しく、また、誤った選択をした場合の経済的・社会的損失が大きい。

そのため、株主及び投資家の十分な情報に基づいた判断（インフォームド・ジャジメント）を可能とする制度・慣行の確立と実現に向けた取り組みが必要となり、この点がポイントとなるべき第2の柱である。

株主及び投資家のインフォームド・ジャジメントを可能とするための制度と慣行を確立するためには、買収者と対象会社とのバランスが確保されることを前提とした上で、株主及び投資家に対して買収者及び対象会社の経営者等から買収価格の妥当性や他の買収提案、将来の経営方針等に関する十分な情報が提供されることが重要といえる。

以上に述べたように、企業価値研究会としては、買収側と防衛側とのバランスの確保及び株主及び投資家のインフォームド・ジャジメントを可能とする制度・慣行の確立により、企業価値基準を実現する買収ルールが確立され、その結果、公正かつ透明な買収と公正かつ透明な防衛が実現されるものと考えている。

なお、買収ルールの一つである公開買付制度のあり方については、現在、金融審議会において議論が進められているが、買収ルールについては、公開買付制度のみならず会社法制など様々な制度が関係するため、企業価値研究会においても、金融審議会における議論と連携しつつ、買収側と防衛側の各制度を横断的に検討し、買収者と対象会社とのバランスの確保及び株主及び投資家のインフォームド・ジャジメントを可能とする制度・慣行を確立し、企業価値基準を実現する観点から、制度化すべきもののみならず、関係者が自主的に取り組むべきものなども含めて、買収ルールのあり方全般について以下のとおり提言する。

・ 具体的提言

1. 買収者及び対象会社とのバランスの確保

(1) 公開買付の撤回・条件変更

現行の公開買付制度では、公開買付の撤回や条件変更については限定されているが、買収防衛策の発動等により、買収者がそれらの制約のために不利となる場合は、両者のバランスが崩れ、買収防衛策導入企業に対して、企業価値を高める買収提案すら行われることを阻害してしまうおそれがある。

そのため、株主や投資家への影響にも配慮しつつ、対象会社が買収防衛策を発動し又は廃止しないなど一定の場合に限り公開買付の撤回や条件変更を認め、買収防衛策導入企業と買収者とのバランスを確保することが必要である。

(2) 十分な公開買付期間の確保

敵対的買収の際に求められる期間のあり方については、対象会社、買収者、株主及び投資家にとって以下のように考えられる。

対象会社について見ると、まず、買収防衛策を導入している対象会社の場合、買収者側は、その消却や無効化を求めて対象会社と交渉を行うことになるため、対象会社は、代替案や買収防衛策の発動の是非などを含めて判断するための期間を確保することは可能である。しかし、買収防衛策を導入していない対象会社の場合には、買収者にとって、買収防衛策導入企業と比べて、対象会社との交渉を行うインセンティブがそれほどないため、いきなり公開

買付などが開始される場合がありえ、買収提案の是非について検討・判断したり、株主総会を招集するなど株主の意向を確認するために必要となる期間を確保することができないおそれがあるので、企業価値を高める観点から、一定の期間が確保されることが望ましい。

次に買収者についてみると、買収に係るコスト等の関係から、一般に買収に必要な期間は短い方が望ましいものの、対象会社が買収防衛策を維持し続け、委任状合戦に持ち込んだ場合などには、委任状合戦と買付を同時に行うことにより、その実効性が高まる場合もあり、一定程度の買収期間を確保することが望ましい。

株主及び投資家にとっても敵対的買収の際に求められる期間には重要な意味がある。株主及び投資家によるインフォームド・ジャジメントを可能とする観点からは、株主及び投資家が買付価格の妥当性等について、提供される十分な情報をもとに検討・判断を行うための期間が確保されることが必要となる。また、株主及び投資家に対する情報の充実という観点からは、対象会社による代替提案や他の買収者による買収提案がなされ得る可能性が確保されることは、株主及び投資家の利益に資するものであって、その意味において、企業価値を高める観点からも、一定の期間が確保されることが望ましい。

このように、対象会社、買収者、そして、株主及び投資家の観点から、敵対的買収の際の期間のあり方について考えると、買収側と防衛側とのバランスを確保し、また、株主及び投資家によるインフォームド・ジャジメントを可能とし企業価値を高める観点から、期間のあり方が論じられることが必要といえる。

一方、公開買付期間が徒に長期化すると、流通市場へ影響があり、株主及び投資家が不安定な地位に置かれるおそれがある。公開買付期間のあり方を考えるに当たっては、この点についても十分な留意が必要である。

以上のような観点から、公開買付期間のあり方について、以下具体的に考え方を提示する。

(買付期間の下限について)

公開買付期間の下限は、現在20日となっているが、その期間で公開買付が行われた場合、実務上、対象会社や他の買収者が株主に対して他の買収提案などを提示するために必要となる期間を確保することが難しいことから、対象会社等から十分な情報が提供されず、株主及び投資家がインフォームド・ジャジメントを行うことができない可能性があるため、現行の日数に加えて一定程度の期間が確保されることは企業価値を高める観点から望ましい。

そのため、買付期間の下限については、友好的買収への影響を考慮しつつ、一定程度伸張すべきである。

(対象会社による一定の買付期間の確保)

敵対的買収の場合、対象会社は、代替案の提示という選択肢を含めて、買収提案の是非について慎重に検討・判断を行う必要があるため、一律に一定期間が確保されるようにすべきとの意見がある。

先に述べたとおり、買収防衛策を導入していない企業については、買収者にとって対象会社との交渉を行うインセンティブがそれほどないため、対象会社の経営者が当該買収についての価格の妥当性等の情報を検討・判断したり、株主の意思を問うための期間を確保することが困難な場合があり得る。その結果、対象会社から買収提案の是非や代替案に関する十分な情報が株主等に提供されず、その結果、株主及び投資家がインフォームド・ジャジメントを行うことができないおそれがあるため、そのような場合に対象会社に対して一定の期間が確保されることは企業価値を高める観点からは望ましいといえる。

したがって、国際的な整合性や買収防衛策導入企業とのバランスに配慮しつつ、敵対的買収等の場合には、インフォームド・ジャジメントの確保のためにも一定程度期間が伸張できる等の対応が望ましい。

(買収者による買付期間の延長)

買収防衛策導入企業がそれを維持した場合、その消却を求めるための委任状合戦の実効性を確保し企業価値を高める観点から、一定の場合に、期間の延長を認めるべきとの意見がある。

買収者が公開買付を開始する前に買収防衛策消却の委任状合戦を行う必要があるということになると、株主にとって、その後提案どおりの買収が行われるかどうか明確でないため、十分な支持が得られないおそれがある。その結果、企業価値を高める買収までもが実現しないこととなる可能性があり得る。

その意味では、対象会社が買収防衛策を維持し続けた場合等には、委任状合戦と公開買付との同時実施を可能とするような一定の買付期間が確保されることは、買収者と対象会社によるバランスを確保し、また、買収防衛策の消却を巡って双方から株主に対して十分な情報提供がなされることにもつながるため、企業価値を高めるという観点から望ましいといえる。

一方で、公開買付期間が徒に長期化することは、流通市場に影響を与え、一般の投資家を不安定な地位に置くことにつながりかねないことに留意が必要である。

この点については、現状では、買収防衛策の導入事例がまだ少ないため、今後、買収防衛策の導入事例や買収防衛策導入企業に対する公開買付の実態等を踏まえた上で引き続き検討すべきである。

(3) 強圧性の排除

株主及び投資家が公開買付に際して、事後に著しい不利益を被ることを避けるために、やむなく公開買付に応じるという判断を行うことがないようにすることが必要である。

例えば、大部分の株式の取得を目的とする部分買付の場合、公開買付が成功して少数株主となると、その後の上場廃止等により買付に応じなかった株主は著しい不利益を被る可能性もあり得るため、結局のところやむなく公開買付に応じるなど、株主及び投資家が不合理な行動を強いられるというおそれがある。そのため、上場廃止等により株主が著しく不利益を被ることを避ける観点から、買付の結果、上場廃止となるような場合にはその旨を明示し、また、公開買付の際にそれに応じないとその後不合理な不利益を受けるため応じざるを得ないというような強圧的な効果が株主に生じないように配慮することが望ましい。

しかしながら、たとえば全部買付義務を法により一律に導入することについては、制度運用によっては友好的な公開買付までも阻害する可能性もあり、また、買収防衛策が一般化した場合には、厳しい買収規制を課すことにもつながり、買収者と対象会社とのバランスを崩すおそれもあるため慎重な検討を要する。

なお、事業結合規制によりこの問題に対応すべきとの意見もあるが、会社法が施行されれば、各企業の自己責任に基づく判断により、定款変更によって同様の効果を上げる措置を講ずることができるため、これとは別に法律上義務付ける必要までではないといえる。

(4) その他 (M B O 等の取扱い)

買収者が対象会社に対して実質上の強い影響力を有する場合、対象会社の経営者にとっては、通常の企業買収と比べて、利益相反となる可能性が高い。特に、M B O¹ (Management Buy-Out) については、対象会社の経営者自身が買収者となるため、情報の非対称性が大きく、買付価格の妥当性等について株主及び投資家がインフォームド・ジャジメントを行うことが難しいという特徴がある。

そのため、このような場合については、買付価格の妥当性等について株主及び投資家が適切な判断を下せるよう、それに関する情報提供の充実や専門家による評価を得る、第三者によるチェックなど判断プロセスの客観性の確

¹ M B Oとは、現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入することを言い、対象会社の経営者自らが主体となって実施する場合や、買収自体はファンドが行い、経営者はそれに対して一部出資する場合、様々な形態がある。これまで、M B Oは、事業再生の手法の一つとして活用されてきたが、ここ最近、既上場会社が短期的な業績に左右されることなく、中長期的な視点に基づいて迅速かつ機動的な経営を行うことを目的として実施する事例が現れつつある。このようなM B Oについては、対象会社の経営者が経営の自由度を確保するため経営判断の一環として行うものであり、企業価値を高めるものであれば評価されるべきものといえる。

保を行う、他の買収者による買収提案の可能性を確保するため一定の買付期間を確保するなどの工夫を講ずるべきである。なお、MBOにより上場廃止となる場合については、それにより株主が著しく不利益を被ることを避ける観点から、上場廃止となる旨を明示し、また、全部買付を行うなど、強圧的な効果が生じないように配慮することが望ましい。

2. 株主及び投資家のインフォームド・ジャジメントを可能とする環境整備

(1) 買収者・対象会社からの情報提供の充実

株主及び投資家によるインフォームド・ジャジメントを可能とし企業価値を高める観点から、買収者及び対象会社の経営者等から双方のバランスが図られた形で、買付価格や買付数の妥当性に関する情報提供がなされるべきことは当然のことであるが、今後の経営方針等についても情報提供の充実を図る必要がある。

そのため、買収者からの情報提供の充実、買収者に対する質問の機会の付与、対象会社による意見表明の義務付けなど、買収者及び対象会社の経営者から株主及び投資家に対して必要な情報がわかりやすくかつ適時適切に提供されることを促進するような措置を講ずるべきである。

(買収者からの情報提供の充実)

株主及び投資家によるインフォームド・ジャジメントを可能とし企業価値を高める観点から、買収者から買付価格や買付数の妥当性についての情報提供に加えて、今後の経営方針等に関する情報提供の充実を図る必要がある。

さらに、株主及び投資家が、買収者からその意図や今後の経営方針等に関する具体的かつ十分な情報を得ることに資するため、対象会社の経営者に対して、買収者に質問する機会が確保されることが望ましい。なお、その実効性のあり方については引き続き検討を行う必要がある。

(対象会社からの情報提供の充実)

株主及び投資家によるインフォームド・ジャジメントを可能とし企業価値を高める観点から、買収者のみならず、対象会社からも、買収提案に対する賛否の理由や反対する場合における将来の経営方針等に関する十分な情報が提供されることが必要となる。

現在、対象会社による意見表明については任意とされているが、買収者からの情報提供の充実を前提として、対象会社からの情報提供も促進する観点から、対象会社に対して意見表明を義務付けるなど、情報提供の充実を図るべきである。なお、その実効性のあり方については、引き続き検討を行う必要がある。

(市場内買付の際の情報提供の充実)

現在、市場内における株式の大量取得については、公開買付規制の適用の対象外とされているが、公開買付と比較すると、買付価格、目的、買付数などの情報提供が不十分であるとの指摘があることから、今後、株主及び投資家に対する十分な情報提供のあり方等について検討が必要である。

なお、買収者が大量の株式の買付を市場内で行う場合に、公開買付を法律上義務付けることは、買収者の選択肢を狭めることにもなるため、買収者と対象会社とのバランスを確保するという観点から妥当か否かは容易には判断できない。

(2) 大量保有者に関する情報提供の充実

株主及び投資家が判断を行うに当たっては、大量保有者の動向は大きな影響を及ぼすため、公正かつ透明な買収ルールを整備する観点からも、その保有状況については、原則としては、迅速かつ正確に開示されることが求められる。その観点から、特例報告の一定の期間短縮など大量保有報告制度のあり方について検討すべきである。

なお、大量保有報告制度のうち、機関投資家等に認められている報告の特例のあり方について検討を行うに当たっては、国際的な整合性を踏まえつつ、それに伴う機関投資家等の投資行動への影響や事務上の負担などに十分配慮する必要があるとともに、株式市場への資金の流れを阻害することのないように留意する必要がある。

(3) 実質株主に関する情報提供の充実

会社側からの情報提供を促進する観点から、実質株主に対して直接、情報提供を行うことが有効と考えられるが、現状では、会社側には実質株主を把握するための手段が十分ではないとの指摘がある。

実質株主の把握については、会社側による株主判明調査などの自主的な取り組みが行われているが、その実効性を確保する観点から、何らかの措置が必要なのではないかとの意見がある。特に、敵対的買収時において、会社が株主の総意を踏まえた行動を取るためには、議決権の指図権者が誰であるのかを事前に知る必要性が高い。

他方で、実質株主に対する情報提供のあり方については、機関投資家等における情報提供のあり方の問題でもあり、コストがかかる割にそれに見合うだけの効果がない、あまり実質株主に関する情報の提供が求められると投資行動に影響を与える可能性があるなどの指摘もあることから、機関投資家等が自らの受託者責任に留意しつつ、会社側からの実質株主に対する情報提供の求めに自主的に応じる運用とすることが株主と会社のコミュニケーションの改善の観点から望ましい。

それ以上の措置については、会社側及び機関投資家等との間において、ど

のような情報提供のあり方が望ましいのかという観点から、双方による情報提供に係るバランスにも考慮しつつ、制度的な対応を含めて検討を行う必要がある。