

公正な買収の在り方に関する研究会

第1回 議事要旨

1. 日時：令和4年11月18日（金）17時30分～19時30分
2. 場所：経済産業省本館17階第2特別会議室
3. 出席者：対面：石綿委員、反田様（市川委員代理）、井上委員、小舘委員、
児玉委員、三瓶委員、玉井委員、角田委員、三橋委員
オンライン：神田座長、仲田様（江良委員代理）、武井委員、田
中委員、藤田委員、別所委員、松倉委員、菊池部長、廣川課長、
渡辺参事官
（欠席：小畑委員）
4. 議題：買収提案を巡る当事者の行動のあり方等
5. 議事概要：

はじめに、飯田経済産業政策局長より挨拶。その後、本研究会の進め方等について、資料3（「公正な買収の在り方に関する研究会について」）記載のとおりとすることについて委員の了承を得た。次に、事務局より資料4（「事務局説明資料」）について説明を行った。次に、長島・大野・常松法律事務所（濱口耕輔様）より資料6、続いて太田洋様より資料7についてご説明いただいた後、討議を行った。事務局の説明、長島・大野・常松法律事務所のご説明及び太田洋様のご説明並びに討議の概要は以下のとおり。

【事務局（安藤産業組織課長）】 資料3について、研究会の趣旨は先ほど飯田局長の挨拶とも重なるが、ここに書かれているとおり。研究会で御議論いただいた上で、最終的には何らかの指針を策定する、ないし、買収防衛指針など既存の改訂することを目指したいと考えている。どういう形になるかは、議論の結果として、手当する部分の範囲がどうなるかも踏まえて検討していきたい。

資料4について概要を説明する。2ページについて、株式所有構造が大きく変化しており、いわゆる持合い株式が減少している。3ページについて、国際的に見ると、イギリスやアメリカほどではないが、日本では株主構造が比較的分散している。4ページについ

て、上場企業の数が比較的多く、それ自体は良いことかもしれないが、市場の期待に十分に応えられない企業や、上場の意義が乏しくなっている企業がいる場合に、買収を通じて市場から退出する機能が働いていないのではないかという指摘がなされている。次に 6 ページ、M&A 投資額を見ると、2000 年代前半は国内 M&A 投資が多かったが、次第に国内ではなく海外向け M&A 投資が多くなっている。9 ページについて、これまで「敵対的買収」と言われていたものが近年増加している。なお、敵対的買収については、対象会社が想定していなかった買収提案でも、本来検討や交渉の余地があることが通例であると思われるため、ここでは、「同意なき買収」と呼んでいる。10 ページが具体的な事例であり、オレンジ色の、事業会社が買収しているケースがかなりの部分を占めている。11 ページ、複数の買収者が存在している競合的買収についてであり、同意なき買収が競合的買収につながることもあるし、複数の買収者のなかで一方が対象会社に比較的友好的で他方の買収者が対立していることも考えられるので、今回、競合的買収も同意なき買収と併せて取り上げたいと考えている。12 ページは TOB の性質を国際的に比較したものであるが、他国と比べて日本は TOB 市場の競争性が低いとの指摘がなされている。

13 ページは買収時に対象会社側から関心や懸念がどこにあるかを示したものである。具体的な内容を見ると、企業価値の向上に最大の関心が向かっていることは非常に良いことだと思うが、これに加え、従業員の雇用や経営の主導権を維持することにも会社としては関心を持っている。

17 ページは買収防衛策を巡る状況を示したものであるが、2005 年に買収防衛指針を策定した後、いわゆる事前警告型買収防衛策が普及したが、その後機関投資家の反対もあり、導入企業数は減少している。その中で、有事導入型買収防衛策といわれるものが一部の事案では用いられるようになってきている。また、司法判断に関しては、発動の際に株主総会の決議がなされているかどうかという点が重視される傾向になっている。18 ページについて、2005 年に指針を策定した後、日本の買収防衛策のもとにしたものは米国のライツ・プランであるが、米国の状況として、従来は会社の支配権を争うことが買収と捉えられていたと思われるが、近年は事業戦略の是非を問うものに変化してきており、かつてのようには「脅威」と捉えられていないとの指摘もある。その中で、ライツ・プランを導入している企業は直近では 1%まで減少している。もっとも、これに対しては、必要なときに取締役会限りでライツ・プランを導入することができる点が広く知れ渡っている点で「シャドウ・ピル」があると言われている点等が日本と異なる。21 ページ以降は買収防衛

策に対する機関投資家の受け止めについてであるが、買収防衛策については特定の買収者に限定していない平時導入型買収防衛策については反対が大きく増えている。こういう状況があるなかで買収防衛策を廃止する企業が増加しているが、24 ページにあるとおり、有事導入型買収防衛策については機関投資家は個別のケースに応じて判断していることがわかる。

28 ページは、以上を踏まえた課題認識を示している。本来企業価値を高める買収提案というものは社会全体にとっても、買収者・対象企業双方にとってもメリットがあるが、反対された場合のリスクを考えると買収提案を躊躇することがあるのではないか。他方で、敵対的な関係に発展する場合に、対象企業にとっては、強圧的・濫用的買収者である場合に企業価値が毀損されてしまうという課題がある。一方、買収者側にとっても買収防衛策が濫用的に用いられることで損失を被るおそれがある。

30 ページ以降は、本日の議論に関係する内容である。31 ページ、「買収」の定義についてであるが、買収防衛指針では、「買収」は「会社に影響力を行使し得る程度の数の株式を取得する行為」と定義されているが、他方で、近時は、ファンドによるアクティブなエンゲージメントも一般化しているため、「会社の経営支配権に影響を与える程度の数の株式を取得する行為」としてはどうかと考えている。これは抽象的な話であり、具体的な割合での線引きを示すものではないが、現状で一般的に買収防衛策の閾値として用いられているものは議論の対象と想定している。32 ページ、基本的な考え方は、従来対抗提案の場面を想定して考え方を示していた「真摯な提案には真摯に対応する」ということではないかと考えているが、買収一般に当てはめることができるか検討が必要と考えている。34 ページ、「真摯な買収提案」とは何かという点について、ここでは「真摯な買収提案」に該当しないものは何かを考えるというアプローチとして、いくつか考えられる類型を示しており、研究会での議論に期待するところである。35 ページ、買収提案がきた場合に対象企業としてどのように対応すべきかについて、大きな利益相反がある場合には、特別委員会等の手を借りる必要があるのではないかとすることで一つの論点として取り上げている。ここでは競合的な買収におけるベストプラクティスとして考えられるかと記載しているが、どのような場合に、どのような段階で必要になるのかは、掘り下げる必要があると考えている。これに関して、36 ページについて MBO 等の場合は価格を中心とした取引条件が争点になるが、今回の議論の対象となる取引は、そもそも買収の是非をめぐって認識が一致していないという点で異なると考えている。

42 ページ、買収者側の行為規範として、濫用的な買収は望ましくないと言われるが、何が濫用的買収かという判別は難しい。同様に、43 ページ、強圧性がある買収は良くないと言われるが、何が強圧性のある買収なのか、様々な指摘がある。これらの点は、買収防衛策を利用する中でどのようなものを対象とするかに関連するものであり、買収者側の行為規範を実効的にするためには、買収防衛策をどの場合に利用できるかという論点と連動すると考えている。44 ページ、同じく買収者側の行為規範として情報提供の在り方についてであるが、TOB 等の制度的枠組みがあるなかで、情報提供がなされているわけではあるが、それだけでは担保されていない部分についてどのように情報が提供されるべきか、あるいは、買収者の背後に実質株主がいる場合にその情報の提供をどのように考えるかが論点である。45 ページ以降は買収防衛策についてであり、次回の研究会のテーマであるため、本日は説明は割愛する。1 点、46 ページで「買収防衛策」として差別的な行使条件・取得条項付の新株予約権無償割当てを主な対象としてはどうかという点と、純粹に株主のための時間・情報・交渉機会等を確保するための対抗措置等について、果たして「買収防衛策」という保身的なニュアンスがある言葉を用いることは正確ではないとの指摘もあり、どのように考えるべきか、という点は本日の論点として考えている。62 ページは、特にこれらに限るという意図はないが、本日特に議論いただきたい論点を記載している。

【濱口様（長島・大野・常松法律事務所）】海外制度等の概要について、資料 6 に基づき説明する。

アメリカについて、7 ページ、2017 年から 2022 年現時点で、上場企業の買収件数は 1 年あたり、200 から 300 件程度で推移している。8 ページ、2017 年以降、同意なき買収は年間 20 件程度である。9 ページ、直近 5 年間で競合的な買収提案がなされた案件の件数をまとめているが、年に数件から 10 件程度である。2022 年には全体的に M&A マーケットが落ち着いているために、それを反映してか、件数は少なくなっている。10 ページ、2020 年からは新型コロナウイルス感染症の影響で株価が下落したために同意なき買収の懸念が高まったため、2022 年頃にはいわゆるポイズンピルを導入する企業が増加したが、その傾向は現在その傾向は落ち着いており、新規導入数は減少している。14 ページ、買収提案に対する一般的な行動準則として、レブロン義務その義務の適用場面をまとめているが、買収提案を受けた段階では、交渉義務が自動的に生ずるわけではない点がポ

イントと考えている。15 ページ、買収提案の検討に際して、通常、取締役会は外部のフィナンシャルアドバイザーをリテインして、提案価格の公正性に関するフェアネス・オピニオンを取得することが一般的な実務であり、また、外部アドバイザーの意見に依拠した取締役には取締役の信認義務違反の判断にあたって一定の保護が認められることもあるほか、株式非公開化のための取引の場合等、証券取引所法に基づき外部アドバイザーの意見の開示が求められる場合もあることがアメリカの特徴と考えられる。17 ページ、同意なき又は競合的買収提案の局面における取締役の行動準則について、レブロン義務の場合は前述のとおりであるが、単に最高価格の提案を受け入れることが直ちに是認されるわけではなく、取引の実行可能性等も考慮要素になることは判例法上明確になっている。

イギリスについて、19 ページ、2018 年 1 月から 2022 年 10 月までの期間における買収案件の件数は公表ベースで 267 件である。20 ページは、その中で、同意なき買収としてどういうものがあるかを記載しているが、5 年間で 13 件であり、アメリカと比較して件数が少ない。21 ページ、いわゆる競合的買収提案がなされた件数も少なく、年間数件程度であるが、直近 2 年では件数が増加している。24 ページ、イギリスにおける買収提案一般に対する行動準則についてであるが、取締役会は会社の構成員全体の利益のために会社の成功を促進することが求められ、また、会社の従業員の利益や会社の運営が地域社会や環境に与える影響も考慮に入れなければならない点でアメリカとはやや異なる考えが採用されていると考えられる。25 ページ、買収防衛策に関する行動準則であるが、イギリスでは買収防衛策を発動するには株主総会の承認が必要である。もちろん、ホワイトナイトによる買収防衛は可能であるが、そのようなことは実際にはまれである。26 ページ、競合的な提案がある場合の行動準則であるが、どちらの提案に賛同するのかという場合に、価格が重要な判断要素となるが、対価の種類や取引の実行可能性も考慮要素となる。

ドイツについては、28 ページ、過去 5 年間で、ドイツでは約 120 件の上場企業の公開買付けが行われた。29 ページ、いわゆる同意なき買収や競合的買収提案がなされる件数は少なく、1 年につき 1 件、多くて 2 件である。同意なき買収が少ない背景の一つには、流動性のある株式が比較的少ないことがあると指摘される。33 ページ、買収提案一般に対する行動準則について、イギリスと似た考え方で、対象会社の取締役は、会社の最善の利益のために行動する義務を負い、公開買付けの意見形成にあたって、株主のみならず、従業員や会社全体の利益も考慮しなければならないとされている。取締役会は、かかる情報収集・評価に係る義務を遵守するため、意見表明にあたって外部専門家の助言を求めるこ

とが望ましく、少なくとも大規模な公開買付けでは、外部専門家からフェアネス・オピニオンを取得することが一般的な実務となっている。34 ページ、買収防衛策に関する行動準則であるが、取締役会は、原則として、公開買付けの成功を妨げる行為を一切してはならないということになっており、イギリスと類似している。35 ページ、競合的買収提案の局面における取締役の行動準則について、そのような場面における特別の義務が法令上定められているわけではないが、一般原則に従い、取締役は、会社の最善の利益のために行動しなければならない。その際には、必ずしも、より価格の高い公開買付けを常に推奨しなければならないわけではなく、長期的な会社の利益を考慮して、価格の低い公開買付けを推奨することもできる。もっとも、価格差が大きい場合には、価格の低い公開買付けを推奨することを正当化することは難しくなるのが通常であることは日本と同様と考えられる。

フランスについて、37 ページ、2017 年から 2021 年の上場企業の買収件数は 20 件から 40 件程度であり、多くはない。38 ページ、2014 年以降、同意なき買収の件数は 7 件のみと非常に少なく、買収防衛策が発動されることも稀である。また、同意なき買収が行われても、その後の対象会社との交渉により結果として友好的買収となることが多い。41 ページ、買収提案一般に対する行動準則として、フランスにおいて、取締役は常に "corporate interest" に従って行動しなければならないということが判例法上明確になっており、そのような "corporate interest" には、株主利益だけでなく、従業員、顧客、債権者や会社による事業活動の保護もその内容に含まれる。また、2019 年の PACTE 法により、社会的、環境的な要素が "corporate interest" の概念に含まれることが明確化された点も注目すべき点と考えられる。同意なき買収に対する買収防衛策については、2014 年以前は、ドイツ同様中立義務が定められていたが、2014 年にフロランジュ法が制定されてからは、株主総会の承認が必要とされるものを除き取締役会の判断で "corporate interest" のために買収防衛策を講じることが広く認められる法制となっている。そのような局面における取締役会の判断は、買付提案の公平な取扱い等の一般原則による制約を受けるが、これらを遵守する限り、株主総会の承認が必要とされないものであれば、買収防衛策の導入・発動は認められることとなる。42 ページ、競合的買収提案の局面における取締役の行動準則について、"corporate interest" が判断の基軸となっている。その際には、買付者の意図等価格以外の要素も考慮することになっている。教科書事例としては、仮に二つの買収提案がなされ、一方は価格が高いものの買収後会社を解体することが企図

されており、他方、価格は低いものの従業員の雇用や事業活動の継続を前提にしている場合とでは、基本的には後者を選択することが想定される。最後に、同意なき買収提案・競合的買収提案を受けた対象会社の取締役会は、独立した専門家を起用し、買収提案の公平性や買収防衛策の発動是非について意見を取得することが望ましいと実務上は考えられている。

まとめると、株主利益と会社の利益という二つの軸があり、それらは重なることは多いが、概念的には異なるものであり、アメリカは株主利益を重視し、イギリス・ドイツはそれよりは会社の利益をやや重視し、フランスは会社の利益をより重視するという違いが見て取れる。

【太田洋様】資料 7 の 1 ページ、近時目立つ動きとして昨今の円安を背景に、海外の事業会社による同意なき買収提案の動きが水面下でかなり見られるようになってきている。また、中小型株では「日本版ウルフパック」による支配権取得が大きく増加している。2 ページでは、企業価値向上に資するものは良い同意なき買収・アクティビストであり、企業価値の毀損につながるものは悪いものとして分類している。第一に、ストラテジックバイヤーやハンズ・オン型 PE ファンドによる買収は結果的に真摯に対象企業の経営を目指すので、企業価値向上につながるものが多いのではないかとと思われる。また、第二に、アクティビストの中で欧米系のアクティビストの手法に典型的と思われるが、事業ポートフォリオの組替えを志向することで、ポテンシャルのある企業の価値を顕在化させるものについては、良いものに分類しやすいかと思われる。他方で、第三に、もちろん株主還元が不十分な場合には自社株買いは必要であるが、もっぱら自主株買いを志向するアクティビストがおり、特に我が国では、プレミアム付自社株 TOB を典型的な手法とするアクティビストが見られる。本来的には、自社株買いは株価が割安の場合に行われるものであるため、株価以上の額での自社株買いを要求するこういったものは企業価値向上につながるには言いにくいのではないかと考えられる。第四に、「仕手筋ウルフパック」、すなわち、市場内買い上がりで議決権の 30~40%を掌握して臨時株主総会招集請求等を駆使して対象会社の経営支配権の奪取を企図し、買収後に対象会社を自らの私的利益収奪のための「ハコ」にすることを目的とする者も存在しないわけではないと思われる。そういう場合、主導者に内部統制上の問題がある場合や、その過程で、大量保有報告書等の虚偽記載等がなされることが多く、そのようなものは、企業価値向上につながらないと思われる。

4 ページでは、我が国の諸外国と比較した我が国の特徴を示している。1 点目として、市場内買上がりがア・プリアリに適用されない点に特徴がある。また、2 点目として、事務局の説明にもあったとおり、我が国の特徴として、特にドイツ・フランスと比較して、上場企業数が多いと認識している。同意なき買収を議論するときにはブルーチップカンパニーを想定することが多いところ、実際に東証に上場している企業は 4,000 社弱あり、プライム上場の下位に位置する企業やスタンダード上場企業はかなりブルーチップカンパニーと異なるところがあるのではないかと認識している。3 点目として、大量保有報告規制のエンフォースメントが弱い点が挙げられる。日本では、大量保有報告規制違反単独での処分事例は不明であるが、アメリカでは、SEC が数十万ドル規模の民事制裁金を課している例も多数存在する。それ以外のレメディーとして、イギリス・ドイツ・フランスでは大量保有報告規制違反の株式保有者につき（閾値超過分の）議決権を停止する制度がある。アメリカでも、原理的には、エクイティ・コートは柔軟な対応ができるので、議決権の停止ができると考えられる。この点について、日本では過去の会社法改正の議論の際に、TOB 規制違反に関して導入が企図されたが実現に至らなかった。4 点目として、臨時株主総会招集請求のバーが比較的低いということが挙げられる。デラウェア州会社法では、取締役会のほか、基本定款又は附属定款に記載された者のみが当該請求権を有するものとされているため、基本定款及び附属定款によって株主には招集請求権はないとしている会社も多く、マイクロソフトやメタ・プラットフォームズがその典型である。また、株主に認めている場合でも、例えば、GM やアマゾンでは議決権の 25%以上、JP モルガン・チェースは議決権の 20%以上を要件としている。日本では、3%以上・6 か月という要件であるため、日本では臨時株主総会の招集請求をしやすいといえる。5 点目として、義務的な実質支配者（UBO）開示規制が存在しない。G7 の中でそのような制度がないのは、日本とカナダだけと認識している。最後に、日本では種類株式の利用規制が厳格であるといえる。アメリカでは IT 系を中心に Dual Class Structure は広汎に利用されており、ある意味で絶対に同意なき買収ができない形になっている企業が多い。欧州でも、いわゆる 2 倍議決権制度が広く利用されている。

4 ページ、以上の帰結として、わが国の株主アクティビズム/同意なき買収の特徴を抽出すると次のようなことがいえると思われる。1 点目として、市場内買い上がりによる経営支配権/消極的支配権取得や 20%～3 分の 1 未満を市場内買い上がりで取得してから敵対的 TOB を試みる「踏み上げ型」TOB の例が多いと認識している。アメリカでは短期売買

差益返還規制等の関係で 10%未満の株式取得にとどめ、事業ポートフォリオの組替えを提案して株価が上がった後で市場売却で exit する例が多いが、わが国では 20~40%弱を取得してプレミアム付き自社株 TOB で exit する事例が多い点が特徴的である。2 点目として、逆にストラテジックバイヤーによるベア・ハグを経た TOB による非友好的買収は少ない点が挙げられる。従来少なかったのは株式持合構造等が影響していた可能性があるが、スチュワードシップ・コード等で株式の持合構造が崩れるなど環境が大きく変化しているので、今後は増加する可能性が高い。3 点目として、「日本版ウルフパック」については、簡単にいうと、大量保有報告書を提出すると株価が上昇して安く株式を購入できなくなるので、意図的に大量保有報告書の提出を意図的に遅らせた上で、色々な仕手筋が連携して、株式を買い集めている。それらの者は TOB の届出書を提出することを嫌がるので、逆に市場内買い上がりによって、集団的に株式を買い集め、最後に臨時株主総会招集請求権を行使して支配権を取得することが特に 2019 年以降目立つようになっている。この点は、ある意味では TOB が行われる場合のような十分な情報開示がなされない中で、市場内で株価が高騰しているところで一般株主が狼狽売りをする結果として、最終的に経営支配権が取得されるため、対象会社の中長期的企業価値・株主共同の利益に反するものではないかと考えられる。最後に、わが国における UBO 開示規制の不十分さと相俟って、外国資本が背後にいる仕手筋が株式を買い上げる例もでてきているところである。

6 ページ、裁判例の特徴と課題として、ニッポン放送事件東京高裁決定が現在まで強い影響を及ぼしていると思っている。今から当該決定を振り返ると非常に特殊な事例で、単に敵対的買収を阻止するだけではなく、経営支配権者を交代させて確定させるという極めて強力な防衛策の当否が問題となった事例であり、当該決定は、容易に一般化するべきではなかったのではないかと考えている。この決定の影響もあるかと思うが、現在の裁判所は、濫用的買収者かどうかをあまり判断しておらず、いかに買収者側が反市場勢力に近い者であったとしても、ニッポン放送事件高裁決定の規範を前提にすると取締役会限りで対抗措置を発動することについては依然として高いハードルがあるが、それで本当にいいか、個人的には疑問である。ブルドックソース事件や富士興産事件、さらに東京機械製作所事件等をベースとすると、有事のときに株主総会の普通決議を取得できると対抗措置発動の適法性が認められる可能性が高く、例外的な局面として市場内で急速に買い上げられる場合には、いわゆる MoM 決議を取得していれば対抗措置の発動が認められるという状況になっている。特にウルフパックによる市場買い上がり型の買収については、対抗措置

発動中止要件を適切に設定・開示せず、「共同協調行動者」の認定基準やその適正な認定
手続を整備しておかない場合には、対抗措置発動の「必要性」が認められても「相当性」
が認められない可能性があるというのが現状である。

7 ページについて、これらは逸脱を許さない「ルール」ではないが、レジюмеに記載した
内容にのっとった対応は非常に望ましいのではないかと考えている。まず、買収者側は十
分な情報開示が必要であろう。また、「踏み上げ型」TOB もその動機は分かるが、最初か
ら事前のベア・ハグで買収提案の内容や企業価値向上の道筋を示して広く株主が賛否を問
えるような買収手法が望まれるのではないかと。その上で、対象会社側が買収提案に反対す
る場合には、最後は、委任状争奪戦を通じて、対象会社の株主に判断を委ねることが強く
期待される。逆に、買収者側が今申し上げた形で企業価値向上策を示した場合には、対象
会社側においては、買収者側の企業価値向上策と十分な比較可能性を有する具体的な企業
価値向上策を提示することが強く期待されるのではないかと。加えて、自らの本源的価値を
可能な限り定量的に株主・投資家に対して提示することが強く期待される。

8 ページについて、買収に関して経営者の保身という点が指摘されるが、実務感覚では、
日本の場合、経営者は個人として保身に走るというより、経営者はいわゆる従業員共同体
の中で出世してきた人で共同体全体の利益を守っているという意識が強いのではないかと。
友好的買収も同様であるが、買収されることへの従業員の理解が得られていないので、買
収件数が増えないのではないかとと思われる。ドイツやフランスでは、制度的に従業員の意
思を吸い上げるシステムがあるが、日本の場合はそのようなものがなく PMI がうまくい
かないのではないかと懸念があることが、ストラテジックバイヤーによる「良い」同
意なき買収が進まない背景としてあるのではないかと。そのような中で、「良い」同意なき
買収を活性化させるためには、労働分配率の維持・向上に向けた適切なコミットメントや
人的資本への投資状況等を活用しつつ、丁寧に対象会社の従業員の理解を得ていくことが
望まれる。また、対象会社側においては、同意なき買収の場合でも、買収者側に対して、
従業員の不安を解消するために説明を行う機会を適切に提供することが期待されるほか、
対象会社側においても、従業員に対する株式報酬を積極的に活用することで、株主の利益
と従業員の利益とが適切に align するように努めていくことが強く期待される。

9 ページ、弁護士の肌感覚として感じているかもしれないが、M&A で一番難しいのは、
支配株主が上場従属会社を第三者に売却する場合ではないかと思っている。というのも、
対象の上場従属会社の取締役会・独立委員会は、上場維持や 100%子会社化にア・プリオ

りに反対していることが多いがために、これらが進まないのではないかと感じることも多いためである。ベストプラクティスという観点からすると、対象会社自体の企業価値の中長期的な最大化を中心に、支配株主や一般株主の exit の利益にも適切に配慮した形で、売却先の選定についての意見を形成する必要があることを認識する必要がある。また、支配株主は、売却先の選定に際して、支配株主のみの利益ではなく、一般株主の利益にも適切に配慮することが望ましい。対抗買収提案がなされた場合には、対象会社自体の企業価値の中長期的な最大化を中心に、支配株主や一般株主の exit の利益にも適切に配慮することが望まれるという点を、ベストプラクティスの中に織り込むべきではないか。「身売り」を前提としている場合についても、対象会社の取締役会・独立委員会は、対象会社自体の企業価値の中長期的な最大化のためには当初買収提案と対抗買収提案のいずれが優れているかという観点から判断すべきという点が強調されるべきではないかと考えているところである。

【角田委員】 方向性について、太田様様の話を聞いて胸が痛くなった。ストラテジックバイヤーによるベア・ハグが少ない点について、王子製紙による北越製紙の買収がうまくいかなかったことが、かなり尾を引いていると思っていて、当時は、社外取締役がゼロ、提案受領後に友好先に第三者割当増資が簡単にできるなど、いわば盾が強かったと思う。その後、いわゆる買収防衛策に対する厳しい目、持合株式も減少するなかで、部分買付が可能なこともあり、矛のほうが強くなっているのかなと思う。より良い M&A マーケットを作るためには、盾と矛のバランスが必要だと思うので、今回の研究会は重要であると考えている。

スコープや規範について、海外調査プレゼンテーションが面白かったが、いわゆる同意なき買収の本場はオーストラリアであると感じている。スキーム・オブ・アレンジメントではなく takeover bid で行われた買収件数は、会計年度であるが、去年は 22 件中 13 件が unsolicited offer として始まっており、かつ、成功率は 4 割と高いそうだ。面白いのは、PE ファンドが始める unsolicited offer も多いため、ファイナンスを外部に頼る買収提案も多い。この点は、ファイナンスが付いていない提案は真摯でないのかという点の参考になると思う。オーストラリアでは、イギリス同様、Takeovers Panel の制度があるところ、ファイナンスについては、明確な資金証明書がないと提案ができないというものではないが、お金のない状況での提案は詐欺だという通念があるし、なるべく資金調達の

進展状況を開示させるようであり、ファイナンスが提案時点で付いてなくても、真摯性の度合いを図ることができるようである。

防衛的な側面でいうと、株主が誰か知るという点はプロキシファイトの局面では非常に重要であるが、その点についてはトレーシング・ノーティスの制度があって、上場会社が要求すれば実質株主の開示を求めることができるようである。イギリスで思ったよりも同意なき買収が少なかったが、プットアップ・オア・シャットアップルールが防衛側に効いているのではないかと感じた。他方で、オーストラリアでは、イギリス同様プットアップ・オア・シャットアップルールが形式上はあるが、実効性が弱いそうで、盾が弱いことが unsolicited offer が多い背景にあるのではないかと思った。こういったものも参考に議論できればと思う。

【石綿委員】事務局説明資料において、日本では同意なき買収が少ないという点が指摘されているが、日本では、TOB 規制の対象とならない 32%の株式の相対取引が実質的には敵対的に行われているケースがあることは申し上げておきたい。実質的には対象会社の同意を得ない株式譲受であっても、最終的に対象会社の取締役会が仕方なく同意することがあり、そのような株式譲受については表面上は友好的と公表されていることがある。そのため、実際には、事務局が指摘したよりも、同意なき買収は若干多いのではないかと思う。

見直しの方向性について、買収防衛指針について、平時導入型買収防衛策の発動に関わる事項や有事に買収防衛策を導入するための要件や、有事導入型買収防衛策の発動に関わる話はスコープ外となっていた。今回の研究会で、これらを検討することは必要だろうと思う。また、競合的な買収提案も増えているので、検討に賛成である。もっとも、注意する必要がある点として買収防衛指針を策定した 2005 年当時は、日本は政府をあげて買収防衛策に賛成しているのかとマーケットから見られたこともあったので、当該指針の新たなバージョンという打出しではなくて、公正な買収の在り方という広い概念を用いて整理するほうがよいと思っている。

次に、「買収」の定義や「買収防衛策」の定義・スコープについて、文脈によって議論が変わってくる。事務局説明資料 31 ページの定義だと「会社の経営支配権に影響を与える」とあるが、買収防衛策との関係では定義を変えてもらってもかまわないと思っている。他方で、競合的な買収提案を議論する局面において、その定義の買収提案がなされた

場合に直ちに対象会社で特別な対応が必要であるとする、実務上相当の負担が生じる可能性がある。アメリカでは経営陣が会社を on sale にするという決定があってはじめてレブロン義務が発動するわけであるが、日本において、レブロン義務が発動するような要件を飛ばして、競合的な提案がある場合や競合的ではない状況でも買収提案がきた場合には特別委員会を直ちに組成するべきであるというような整理をしてしまうと、実務上負担になるので、この点はきめ細かく考えた方がよい。また、公正 M&A 指針の対象としての対抗提案の議論は構造的利益相反がある場面に限った話である。今回の議論で構造的利益相反といった絞りを外した場合に、どのように考えるかは慎重な考慮が必要である。公正 M&A 指針では、利益相反構造や情報の非対称がルールの根拠と位置づけられてきたところ、競合的な買収提案がでてきた場合に、一定のルールを課すのであれば、どういうロジックで説明するのか、よく考える必要がある。

あとは、「真摯な提案には真摯に対応する」という点について、一定の要件が充足された上で競合的な買収提案がでてきた場合には、特別委員会を設置することが望ましいケースがあると考えているし、そのような場合に取締役会がどのように在るべきかについても議論する必要があるだろうと考えている。

最後、買収者の行為規範については、議論してみたらいいと思う。どういう強圧性が非常に問題のある強圧性で、どういう強圧性はそこまで問題にならない強圧性なのかという点の概念整理を公の場で取り組むことに一定の意味がある。今後裁判所などで強圧性が問題となるような場合に、今回の議論を踏まえた指針が参照される可能性もあるだろう。また、実質株主の開示制度については基本的に欧州型がいいと思うが、どういう方法であれ、必要だと思う。加えて、先ほど、角田委員よりプットアップ・オア・シャットアップルールの話があったが、予告 TOB が増えているなかで、予告 TOB を行う場合にどのような点に留意すべきなのか、議論してもよいと感じた。

【井上委員】最初に事務局説明資料 31 ページで「買収」の手法について述べられているが、前回の指針から 15 年以上経過している中で、TOB のなかでもエクステンジオファアを議論する必要があると考えている。今後ストラテジックバイヤーによる株対価 TOB も徐々に増えてくると思うが、その際に相手企業の株価をどう考えていくかも必要であると考えている。

太田様のプレゼンテーションの内容に関する疑問点として、「仕手筋ウルフパック」は日

本特有の問題であるものなのか。日本特有の問題である場合、これが非常に小さい上場企業が残っていることに起因しているならば、その問題に対応するために全体の設計を検討することには注意が必要と感じた。また、M&A の理論では、事前保有比率が、買手にとって価値を創造する非常に重要な部分になっている。つまり、事前に安い価格で一定の株式を買っているがために、その後の買収価格に構造的に高い価格を提示しやすくなるため、本質的に長期的には最大の価値を創造しない買収者でも、事前保有比率が高ければ、高い価格を提示できるという問題が出てくる。太田様のプレゼンテーションにおける踏み上げ型 TOB の話にもつながってくるが、大量保有報告規制が機能していれば対応できる話なのではと考える。事前保有が買手にとっても買収のインセンティブになっている側面があるので、そこを規制し過ぎると買収そのものが阻害されるリスクがある。また、実証研究をしていると、労働者保護規制が強い国ほど、買収が実施されておらず、ROA 等で見た事後的なパフォーマンスが低くなっているなど、価値創造の大きな部分が阻害される可能性がある。大きな価値を創出している従業員であるならば、買手もリテンションしようとするはずなので、ある買収に従業員が強く反対するのはエンtrenchメントではないか。

最後になるが、株主のベストプラクティスも議論したほうがよいのではないか。アメリカではパッシブ大手 3 社がほとんどの時価総額の大きな上場企業のトップ 3 の株主になっている。今後、日本でもパッシブ投資家の割合が増加していくことが考えられる中で、パッシブ投資家の存在が様々な TOB を難しくしているのではないかと指摘されるので、ベストプラクティスが必要ではないかと考えている。

いずれにしても、日本では、非常に多くの中規模企業が上場している。アメリカでは、急激に上場企業が減少している。これ自体、良いか悪いかという話はあるが、日本では、銀行借入れのスコアリングが良くなるからといった理由でとりあえず上場している企業が多い。このような状況をいかに改善し、上場企業の成長を確保するかをどのように考えるかも重要だろう。

【小舘委員】 全般的な論点として、何らかの指針の策定を見据える中で検討することは賛成であるが、買収防衛指針と公正 M&A 指針等は、取締役と一般株主の利益相反が強いという難易度の高い取引を取り扱った。今回の研究会では、同意なき買収や競合的な買収という、MBO や買収防衛策の発動に比べると必ずしもそれと同等の利益相反状況が認めら

れるものではない取引を取り扱うものと理解している。この点に関しては、企業価値を高める買収をより実現させるために実は一番取り組まなければならないのは、複雑なコンテキストがないようなプレーンな買収をいかにより実現させるかだろう。実務のなかで難しいのは、真摯な提案には真摯に対応をするといったときに、真摯な提案がなにかという点であるが、例えば、業界再編が進んでもよい業界で企業価値をお互いに高めるように思われる買収提案も、様々な理由で現状維持を志向して、真摯な提案ではない理由が対象会社から探索されるということもあり、今回の研究会で議論ができればと考えている。

また、特別委員会の利用について、利益相反状況が深まれば、特別委員会を組成することが望ましいと考えている。ただし、実務的に疑問と感ずるのは、例えば対抗提案ができた場合、経営陣がまさに高度な経営判断をすべきところであるが、特別委員会を設置してその判断を最大限尊重すると、特別委員会に判断を投げてしまい、かつ、その独立性を害することをおそれて経営陣からのインプットを控える一方で、特別委員会も自分たちだけで判断できるのか、してよいのかと懸念を有する状況がまま見られる。利益相反状況の濃淡によっては、特別委員会を利用するにあたり、特別委員会の判断を最大限尊重というフレームワークではなく、経営陣が主体的に検討のうえ意見を述べ、それを特別委員会が検証していくようなプロセスが望ましい場合があるのではないかと考えている。

【児玉委員】 真摯な買収提案について、実務側で何が「真摯」か、判断する際に実質的なファクターがあまりにも多い。大企業としては保守的に考えざるをえないので、「真摯」かどうか、曖昧であれば真摯な提案として扱う方向に傾くことが予想される。「真摯」性を定義する場合には、キャッチオールのようなものをいれないようにしないと実務は混乱するだろうと思う。

事務局説明資料 13 ページ、買収提案に際して会社が何をファクターとして考えているかについて、会社は本当に従業員のことを考えている。ステークホルダーキャピタリズムの考えや、アメリカ・欧州と比較して日本は雇用の流動性が低いことが現実としてあることから、従業員について考えざるをえない。

実質株主の判明については、いい機会なので、バランスの良い実質株主の探索について深い議論ができればと考えている。

【松倉委員】 本件を検討するにあたって、企業のあり方について述べたい。定款の目的の

最大化であるが、株主のほか、顧客・従業員・サプライヤー・地域社会等の重要な、すべてのステークホルダーも視野に入れながら、社会的責任と経済的責任を高い次元で調和させ、会社と社会が相互に発展することが重要と考えている。そのため、支配的株主となる可能性のある買収提案者に対しても、社会に対する一定の責任や規律が必要だと考えている。こうした観点を踏まえ、資料 62 ページに記載されている論点について述べると、まず、見直しの方向性については、今回の議論が買収提案者の立場にかたよらないよう、慎重な姿勢で望んでほしい。次に、会社の支配権争いの方向性について、基本的には株主が判断すべきであるが、企業が果たしてきた社会的及び経済的責任を買収提案者が負えるかどうか確認する機会や制度が必要と考えている。買収防衛策の適法性や合理性にばかり焦点を当ててのではなく、買収提案者の行為規範を見直すとともに、たとえば、ドイツやイギリスなどの制度なども参考に、買収提案者に対する情報提供請求権を会社に付与することなども検討すべきではないかと考える。

最後になるが、買収防衛策の適法性について予見可能性を高める必要性はあるものの、ソフトローである「指針」が、買収防衛策の幅を狭めることにならないよう留意してもらいたい。

【別所委員】 3 点ほど述べたい。1 点目、unsolicited な提案について、敵対的か友好的か二者択一ではなく、プロセスの中で変化していくことにも丁寧に解説したほうがよいのではないか。2 点目、初期動作で色々な企業にアドバイスをすることがあるが、unsolicited な提案を受け取った企業の事務局が提案内容を抱え込む傾向がある。しかし、抱え込むことで状況が変わるわけではないし、その判断が主観的になることもあるので、専門家に迅速に相談することが重要ではないか。3 点目として、買収防衛策は究極的には会社を守り切ることが目的ではなく、正しい判断をすることや、よりよい買収提案・条件を引き出すためのツールであることの認識が重要ではないか。今後、これらの点について議論できればと思う。

【藤田委員】 事務局説明資料 62 ページの「本日特にご議論いただきたい論点」を中心に話したい。まず買収防衛策の「買収」の定義の見直しには賛成である。他方で、「買収防衛策」の定義については、今回の研究会を踏まえて何らかの文書を出す場合の目的に関連する。例えば、買収防衛策が発動され差止めが図られた場合を見据えてそのような場合の

指針となるようなものを策定したいという意図で、かつ、金商法上の公開買付規制改正について提案するものではないというのであれば、差別的行使条件付新株予約権の無償割当てを原則として想定することでよいのではないかと思う。今言ったような文書の目的からすると、例えば、安定株主工作は、対象からは外れてくるし、TOB 後に極端な額の配当をすることも、現在の TOB 規制を柔軟化することにより対処すべき話ならば、対象外としてもよいのではないか。

気になった点として、事務局説明資料 46 ページ、株主のための時間や情報、交渉機会の確保を目的としたものは「買収防衛策」と呼ぶべきではないと記載されているところである。呼称を変えることについてはこだわりがなく、「防衛」という表現が抵抗があるなら適切な言葉に変えてもらってもよいと思う。ただ買収防衛策とは考えないということが、検討対象から外すということを意味するなら、現在典型的に問題となる有事の局面での新株予約権無償割当てで事後的に株主総会の承認を得ることがパッケージとなっているものが対象外となってしまうので、こういう目的によってスコープを狭めるべきではない。

行為規範との関係で、ほかの委員からの御意見に関連して気になった点として、当該指針は利益相反が強い状況を扱ったもので、今回の対象は利益相反が弱い場合を取り扱うという指摘がある。ただ公正 M&A 指針の議論と今回の議論とでは、利益相反が生じるコンテキストが異なるので、単に利益相反が強い・弱いという対比で語らない方がよい。公正 M&A 指針のようなケースの方が利益相反が強いというと、敵対的買収の場合は、もっと規律が緩くてよいということになりかねないが、単純にそうは言えない。公正 M&A 指針の目的は、キャッシュアウトが実際になされた場合に「適切な対価」かについて事後的に争われる可能性があることを想定しつつ、その場合にも意味を持ちうるような事前の行為規範を作ることであった。これに対して買収防衛の場合には、買収を止めさせようという試みについて、事前にその適否が争われる局面での行為規範を問題にする。両者では、紛争のコンテキストが異なるので、たとえば特別委員会の機能等が大きく異なってくる。

公正 M&A 指針が適用される典型であるキャッシュアウトでは、対象会社取締役会が賛成してキャッシュアウトがされるのが典型的なシナリオで、その場合、特別委員会メンバーの社外取締役等は、自分達が職を失うことはすでに覚悟した上で、少数株主のために少しでもよい条件を確保するように行動することになるが、そういう行動は一定の範囲で期待できる。これに対して、買収防衛が検討される場合、社外取締役含めて取締役全員が自分

たちの立場を失わないようにする誘因があるので、そもそも公正 M&A 指針の適用がある場合のように特別委員会に重要な意味を持たせてよいか疑問がある。

このように紛争のコンテクストが大きく異なるので、特別委員会の機能や、その承認があったことの事後的な評価の在り方も相当変わってくるだろう。太田様のプレゼンテーションで深刻な問題として挙げられたものについてどう対処するかという方向性として、特別委員会に期待するという方向にいくのか、あるいは、事後的な株主総会の承認を予定していれば取締役会で発動することも認めてよいことになるが、富士興産事件や東京機械製作所事件を前提に株主総会決議もある程度緩やかな形でよいなどの方向にするかという大きな選択につながっていく問題である。このように公正 M&A 指針の対象とされている買収と今回の対象との関係については、慎重な整理が必要で、特に特別委員会の位置づけや方向性についてそれを踏まえて再検討する必要があるのではないかと。

【三瓶委員】 見直しの方向性について、買収は企業価値向上の経営に緊張感を与える点で非常に重要である。現状の経営に重大な影響を及ぼすので、被買収会社に適切な情報が提供されることも重要であるし、また、投資家にとっても買収は極めて重要な情報であるので、ある時点から一般株主に公平に伝わるのが重要である。そういう意味で、不意打ちのような買収であるとか、法令の盲点をつく行為について見直すことが、今回の根拠ではないかと思う。

事務局説明資料 31 ページ、「買収」の定義について、事務局が提示した内容に違和感はなく、また、20%程度の株式取得も対象となることについても違和感はない。事務局説明資料 46 ページの「買収防衛策」について、何を「防衛」または「阻止」するのかということ考えたときに、①企業価値の防衛、②経営支配権の著しい変化の阻止、③経営者の地位等の防衛があり得るが、①以外を目的とする手法は買収防衛の対象とすべきではないと考えている。

買収提案に関する論点として、真摯性を真正面から定義することは難しいので、「真摯」性が否定される場合を明らかにすることがよいのではないかと。

事務局説明資料 34 ページ下段の①②③に関連するが、日本では、TOB が公表されると直ぐに、TOB の提案価格と株価が同じになっていくことは極めて異様である。欧米の市場では、投資家は、提案価格に対して対抗提案があるのではないかと踏みとどまって様子を見る。また、価格の高い対抗提案が出てきた後も、その成立可能性も考えるために、提案

価格と株価は同じにはならない。関連して、実現可能性が必ずしも 100%ではないと考えられる提案も出される中で、どの株価水準で売べきなのか、どの提案を支持すべきかを考えるので、最初から実現可能性 100%に過度に重きを置くと M&A が起きにくくなるのではないかと思われる。

【反田様（市川委員代理）】全体像の見直しという観点からコメントしたい。当社は基本的なスタンスとして中長期的な視点で企業と対話しており、企業の自主性を尊重している。平時導入型買収防衛策については経営者の保身につながるという考えで減少しているところ、平時導入型買収防衛策が本当に必要だと考えているが、議案が否決されてしまうという消極的な理由で廃止している企業もある。買収防衛策が保身目的だと主張する投資家の意見も理解できるが、マイナス面ばかりに注目されて杓子定規に判断をされているようにも思われる。企業側にも工夫が必要であるが、買収防衛策のプラスの側面にも焦点が当たるべきではないかと考えている。企業側として日頃から成長戦略等の開示やエンゲージメントに積極的に取り組む必要はあるが、平時導入型買収防衛策を入れることが買収提案対応の予見可能性を高めて買収提案が真摯に検討されることにも資するのではないか。一方で有事導入型買収防衛策についても研究会での議論を通じた整理をすることも望ましいと考えている。

【玉井委員】総論について、2005 年の買収防衛指針策定時から世の中も大きく変わり、M&A 市場や企業価値の考え方も変化してきている。児玉様が指摘されたように、昨今、株主至上主義からステークホルダーキャピタリズムへのシフトといった議論がアメリカでも生じている。社会課題の解決と企業の存続意義とを企業価値の向上の観点から整合的に考える立場も踏まえ、今回ガイドラインを策定する際には、そのような背景事情や議論の推移も整理してアップデートした上で、今企業が公正な買収の在り方についてどのように考え、どのように振る舞うべきかがわかるようなものになれば良いと思う。日本で事前警告型買収防衛策がうまくいかなかったこと背景として、ステークホルダーの利益を隠れ蓑として経営者の保身に利用しているのではないかと資本市場からの一定の不信感があったのではないかと。米国でもステークホルダーの利益の考慮が言われるような昨今の状況において、日本企業は従前から変わるつもりがないのではといった捉え方で誤解されることのないように、うまく説明することが重要でないか。

もう 1 点、太田様から話があったように、最近の一連の裁判例を見ても、短期間に市場で買い上げられるような問題事例は主として時価総額の小さな上場企業が対象になっており、本来、2005 年の買収防衛指針が策定された当時多くの大規模な上場企業が関心を寄せていたような買収の文脈とはちょっと違ったところで色々問題が起きているような印象。ただ、中小規模の上場企業がこういう状況に陥った場合に、自前で専門家チームを立ち上げて対応することは非常に大きな負担が生じるので、買収者・対象会社の行動として在るべき姿をガイドラインの形で示すことは社会経済上も望ましいと考えている。他方で、2005 年当時に高い関心を寄せていた主要な日本の上場企業にとっても自分ごととして役に立つと考えられるガイドラインになることも重要である。その意味で、本日のテーマのような買収提案を受けた場合や競合買収が生じた場合の行動一般について整理することも重要だろう。

最後に、同意なき買収や競合買収があった場合に、特別委員会を設置することがいいことかどうかについてであるが、他の委員からのご指摘があったように、公正 M&A 指針におけるそれとは文脈が全く異なる。結局、株主から見て、そのような買収の是非について誰が判断・評価することがフェアなのか、納得感のあることなのかという観点で考えたときに、本当に特別委員会を組成するのがよいのかは、議論の余地があると思う。アメリカではそのようなケースでは特別委員会を組成するわけではないと理解しているが、そうっていないのは、独立社外取締役が過半数を占めているためだと思う。結局、ケースバイケースで柔軟に考えてもよいように思っており、そのようなことも考慮しながら議論できればと考えている。

【三橋委員】 機関投資家の立場で発言したい。買収防衛策をどう捉えているかについて、平時導入型買収防衛策については、経営陣の保身に繋がる可能性があるとして否定的に捉えており、現在は独立社外取締役が取締役会の過半数を占めていなければ買収防衛策議案には原則反対する運用を行っている。直近は有事導入型買収防衛策が増えているため、平時導入型買収防衛策を導入している企業とエンゲージメントする場合に、平時導入型は保身として受け取られ企業価値がディスカウントされる可能性がある一方で、有事導入型買収防衛策を検討していただけないかと説明しているが、有事導入型買収防衛策は予測可能性に乏しいという点で足踏みされる企業も多い。そういう意味で、有事導入型買収防衛策の事例が増えていくと、予測可能性が確保されてきて事前警告型買収防衛策は減少していく

のではない。買収防衛策が濫用されることが保身の目的と見られることを回避するために、「買収」の定義を「経営支配権に影響を与える程度の株式を取得する行為」として以前の定義から限定されるという点で好ましいのではないかと思う。

【武井委員】事務局説明資料 46 ページの「買収防衛策」の用語について、前段の「差別的な行使条件・取得条項付の新株予約権無償割当て等を利用したもの」というライツ・プランの法的構成要素の部分はよいのだが、後段の点、特にそうしたライツ・プランが、経営者にとって好ましくない者による買収の実現を困難にするためのものであるという部分は、機能が異なって誤解を与えるので、これを「買収防衛策」という用語で呼ぶことはやめる、変えるべきだと考えている。「真摯な買収提案には企業側も真摯に対応する」ということが今日の議論の基本だと思うが、ライツ・プランは買収者が真摯な買収提案をしているのかという点について買収者に情報開示を求める機能が非常に大きい。そのような情報開示のプロセスとしてのライツ・プランと、ここに列挙されているようなクラウンジュエルなどのような「買収防衛策」とで混ぜて議論されてしまっているがために色々な意味で混乱を招いている。買収者に情報を出してもらうためのインフラは「買収防衛策」と呼ぶべきではない。しかもそうした買収者から情報を出してもらうインフラはアメリカでも欧州でも制度的に普通に存在しているものであり、日本では現行の法制度下ではライツ・プランしか選択肢が存在していない。なので日本でも、欧州やアメリカに劣後することなく、資本市場の透明性について欧米と同等のレベルになるインフラが存在すべきである。日本で、そういった情報開示プロセスという手続・インフラを導入するだけの話に対しても、株主総会の承認が必要であるという状況は、欧米のインフラとも異なっており、問題である。今回を機会にライツ・プランが本来果たしている機能をブレイクダウンして、買収防衛策という用語自体も修正すべきである。

2 点目、「買収」の定義について、アメリカのライツ・プランでは 10%の段階で買収者に情報を求める機能があるので、20%という言葉が一人歩きしないほうがよい。

3 点目、競合的な買収提案がある場合について、企業価値について分かっている経営者を除外して独立社外取締役が判断できるのか。競合的な買収提案があった場合に、何でもかんでも経営陣を外すことまでいってよいのか、そこまで利益相反があるのか慎重に考える必要がある。

【田中委員】2点ほど述べたい。1点目、用語の定義について、今回「同意なき買収」という価値中立的なものにすることは非常に良いことだと思う。買収の中には濫用的な買収もあるが、企業価値向上につながる真摯な買収もあるし、日本において事業リストラクチャリングが求められている中で買収が有力な手段になることもあるので、海外でいう unsolicited offer を訳したものである旨の注釈を入れて、「不同意型買収」や「同意なき買収」とすることは良いと思う。また、「買収防衛策」について、現在の実務と合致していない点がある。特に日本の裁判所の考え方として、許されているのは経営支配権争いについて株主が適切に判断するための措置であるが、これは、必ずしも防衛ということではないので、この点も「不同意型買収に対する適切な対応」といった価値中立的な表現にしたほうが良いと思われる。そのなかには濫用的買収については阻止するケースも含まれることがはっきりしていれば、言葉自体は価値中立的なものにした方が良いと思う。

2点目、真摯な買収提案を受けた場合の対応として、「真摯に対応する」ということの内容について議論が必要ではないか。アメリカでは100%現金買収の提案が競合する場合には、どちらも実現可能性に問題がなければ、価格が高いほうを選ぶことがレブロン義務の帰結になるが、日本の場合にそれでよいのか真剣に議論する必要があると考えている。レブロン義務は、防衛策を禁止するという消極的なレブロン義務と、価格が高い提案を選択するという積極的レブロン義務があると思っている。消極的レブロン義務は、株主以外のステークホルダーの利益保護を目的として株主が賛成している買収提案を止めてはいけないというものであると考えている。他方で、積極的レブロン義務は、取締役の行為規範で、取締役自身が、買収価格の高い提案が来たら当該提案を採用しなければいけないということである。消極的レブロン義務は日本でも採用しうると考えており、裁判所も同じ考え方と思われるが、積極的レブロン義務については議論の余地があるのではないか。買収者側は株主に訴えかけられるとして、対象会社の取締役会は、ステークホルダーの利益や買収計画を精査して買収価格が高くない提案を賛成することも一つのバランス感覚としてあり得ると思われるので、この点についても議論することも考えられるのではないか。

以上

お問合せ先

經濟產業政策局 產業組織課

電話：03-3501-6521

FAX：03-3501-6046