

# 公正な買収の在り方に関する研究会

## 第2回 議事要旨

1. 日時：令和4年12月1日（木）10時00分～12時00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：神田座長、石綿委員、市川委員、井上委員、江良委員、太田委員、小館委員、児玉委員、玉井委員、別所委員、三橋委員  
オンライン：武井委員、田中委員、角田委員、藤田委員、松倉委員、菊池部長、廣川課長  
ゲストプレゼンター：SBIグループ（小林様・外館様）  
（欠席：小畑委員、三瓶委員、渡辺参事官）
4. 議題：買収防衛策を巡る当事者の行動のあり方等
5. 議事概要：

はじめに、事務局より資料3（「事務局説明資料」）について説明を行った。次に、SBIグループの小林様・外館様より資料4についてご説明いただいた後、討議を行った。事務局の説明及び小林様・外館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について概要を説明する。まず、17ページ、「買収防衛策」という用語について、前回研究会では価値中立的な表現にしたほうがよいという意見もあったところであるが、一度、あるべき姿を議論した上で呼称についても考える方がよいと考えている。そのため、本日の資料でも「買収防衛策」という用語を暫定的に用いている。次に、19ページ、買収防衛策が用いられるケース・場面については様々な分類手法が考えられるが、ここでは、前回の指針が想定していた平時と、そうではない有事という軸で左右に分けている。また、司法判断で重視されることの多い株主総会の発動の有無という軸で上下に分けている。21ページ、いわゆる平時導入型買収防衛策と有事導入型買収防衛策を比較している。対象が特定の買収者かどうか、事前に内容が開示されるのかどうか、急速な市場買付けへの対応のしやすさ、株主意思確認総会を開催する際の時間的制約の違いといった点が、平時・有事の違いに起因している。このような差があるなかで、足下では、平時導入型買収防衛策については反対する機関投資家が多く、有事導入

型買収防衛策については事案に応じて賛否が分かれている状況にある。ただ、この点については、買収防衛策が用いられてきた際に企業が想定した目的や設計、それに対する機関投資家の見方が反映されたものになっていると思われる。今回の議論で在るべき姿を示したときに、それらがどのように変わっていくかがポイントだと考えている。次に、22 ページ、買収防衛指針では、株主平等原則や財産権の保護、経営者保身のための濫用防止に配慮して、必要かつ相当な範囲にとどまるべきとなっているが、過去の裁判例の司法判断を見ても、基本的には、必要性和相当性に着目した判断構造になっている。平時導入型買収防衛策と有事導入型買収防衛策を比較すると、前者のほうが、事前に手続が開示されていて予見可能性が高いと評価できるが、その点が司法判断にどのような影響を及ぼすかは定かではなく、有事導入型買収防衛策とは異なる判断構造になる可能性も否定できない。24 ページ、買収防衛策に基づく対抗措置の発動がどういう目的でなされる場合に必要性が認められるのかという点が論点となるが、現行の買収防衛指針では、スライド左下にある濫用的な買収や強圧性のある買収の防止、時間・情報・交渉機会の確保などが例示されている。また、スライド右下にあるように、株主以外のステークホルダーの利益を目的に掲げ発動要件としている企業があり、そのことに否定的な機関投資家もいるが、そうした中でどのように考えていくべきかも論点の一つである。26 ページ、必要性の判断について、近時の裁判例では事後にでも株主総会を開催して株主意思を確認することが重視されているが、特に買収者がかなりの株主を保有している場合には、通常の決議では、その他の株主の意思が十分に尊重されないおそれがある。こうした観点から、東京機械製作所事件で用いられたいわゆる MoM 決議がどのような場面で許容されるのか、は実務上の大きな関心事だろう。27 ページ、現行の指針では、取締役会決議限りでの防衛策発動についても、事後に株主の消極的な承認を得る方法が確保されていれば許容されるとの記載があるが、近時の裁判例、機関投資家の見方、実際に取締役会決議のみで導入している企業が 2 社にとどまることを踏まえて、改めてこの記載の当否をどう考えるかも、議論する必要がある。28 ページ、株主以外のステークホルダーの利益をどのように考慮していくのかも取締役会限りでの発動の可否を考える際の 1 つの考慮要素となるだろう。また、有事導入型買収防衛策は時間が無い中での対応となるが、取締役会限りでの発動を肯定的に捉える場面があるのかどうかという点も関連する論点である。29 ページ、対抗措置の相当性については、過去の指針や裁判例で一定の予見可能性が確保されてきたものであるが、近年三ツ星事件のように共同協調行為が疑われる中でどのように相当性を確保し

ていくのが、新たな問題点として生じているとも指摘されている。

33 ページ、34 ページは、これに限るものではないが、今回特にご議論いただきたい論点を示している。

【SBI グループ（小林様・外館様）】過去経緯について、今回の研究会でどう説明するかなかなか難しいところがあるが、研究会の趣旨に強く賛同しているので、できる限りの内容をご報告したい。本公開買付けの経緯についてであるが、SBI グループは様々な事業展開をしていくなかで、地銀への出資をしており、そのなかで、やはりより強い銀行との関係を築く必要があるだろうということで、新生銀行との資本業務提携の可能性について検討を開始した。8 月上旬から、新生銀行株式に対する公開買付けの本格的な検討を開始し、2021 年 9 月 9 日に、新生銀行株式に対する公開買付けの実施を公表した。

機関投資家・議決権行使助言会社に本公開買付けの目的や新生銀行が導入した買収防衛策に対する当社の見解等を説明したが、海外投資家を含め数十回におよぶ投資家とミーティングを開催した。

また、機関投資家への SR 活動については、各機関投資家とも同様の質問が多く、短期間に多くの機関投資家との面談が入るが、買付者としては、機関投資家との関係が従前からあるわけではないので、一から説明をしなければならなかった。実務負担軽減のための何らかのルールで意見表明ができるようになれば効率化できるのではないかと。

次に、2 ページではディスクレマーとして「本資料に記載した新生銀行との事業上の連携は、新生銀行において採用される利益相反防止措置を通じて、新生銀行の少数株主の利益に適うとの判断が同行においてなされた場合に限り実施されます」と掲載している。これは SBI が IR 等で公表している新生銀行関連の資料に常に記載している。TOB をローンチした際に、なぜ部分買付けなのか、少数株主の利益に反するのではないかとという指摘があった事を念頭に、親子間の利益相反管理は新生銀行と協同する上で最も気にしている部分であり、（証券会社の引受部門と営業業務の間に設ける）チャイニーズウォールと同様に重視している。

(3 ページ) TOB について、なぜ 48%なのかという指摘があったが、この点は銀行持株会社の許認可取得が間に合わないためであった。事後的に認可は取得し、現在、SBI グループは新生銀行の過半数の株式を取得しているが、今後、2023 年 1 月 4 日には新生銀行は「株式会社 SBI 新生銀行」と商号変更をし、名実ともに SBI グループの中核銀行として位

置づけていく。(4 ページ) SBI と新生銀行との連携戦略について、SBI は顧客基盤が 3,534 万超あり、日本のリテールマーケットのなかで強固な基盤がある。一方で、新生銀行も長銀時代から培ってきた顧客基盤がある。双方の業態やスキルも違うので、それらを交換しながらシナジーを実現していく。(5 ページ) 新生銀行グループの中期経営計画では、SBI グループの多種多様な事業ドメインと連携しながら先駆的・先進的金融を提供するリーディングバンキンググループを目指すとしている。SBI グループの特徴としてベンチャー気質があり、意思決定も早い点は、新生銀行側の方からも新鮮だったようで、ポジティブな影響を与えることができていると認識している。(6 ページ) ガバナンス体制については、「親法人取引諮問委員会」を設置して、利益相反について適切に説明できるような体制を整えている。(7 ページ) 新生銀行が子会社になる前の 2022 年 3 月期第 2 四半期と今期の第 2 四半期とで比較しているが、法人業務の好調を背景に増収増益を達成しており、結果論かもしれないが、SBI との提携がうまくいっているのではないかと思う。法人業務については、当時の新生銀行は、ノンバンクや、ストラクチャードファイナンスを中心とした特徴的な法人業務にシフトしていたが、それを軌道修正した形で法人業務に注力し始めたことが功を奏した要因だと思う。(8 ページ) 新生銀行の預金残高推移であるが、色々なキャンペーンをやって、2022 年 9 月末には預金残高を大きく増やしているという結果も残している。(9・10 ページ) ノンバンクや証券のラップ口座の開発といった形の個別の施策も行っているほか、アルヒへの TOB についても、新生銀行グループとのシナジー実現を一丁目一番地として意識して行った M&A となっている。

※SBI グループの小林様・外館様はここで退席。

**【小館委員】** 事務局説明資料 33、34 ページについて、必要性と相当性の各要件においてどのような要素を考慮、重視するかが重要だと思うが、事務局説明資料 22 ページで取り上げている最近の裁判所の判断構造について、有事導入型買収防衛策に係る各裁判例では、不公正発行の該当性がまず検討されて、株主平等原則はあまり詳細には判断されていない。他方、ブルドックスソース事件最高裁決定はその逆である。当事者がどのように主張をしたのかにもよるところかもしれないが、必要性・相当性は、ブルドックスソース事件最高裁決定では株主平等原則の判示部分で提示されている要件と理解している。これに対し、不公正発行における主要目的ルールにおいて、必要性・相当性の要件がどのように位

置つけられるのか判然としない。必要性・相当性について議論する際には、どの差止め要件のどのような判断枠組みのどういう位置づけなのかによってその外延が異なり得るかもしれないため、特に不公正発行における主要目的ルールとの関係では、その点について整理して議論する必要があるように思われる。次に、差別的取得条件・取得条項付新株予約権の無償割当てが不公正発行に該当するか争われている場面で、そもそも裁判所が主要目的ルールによって判断をしていることが適切なのかどうか疑問がある。経営支配権に現に争いがあって買収者の持株比率を低下させる対抗措置は、経営支配権の維持が目的だという推認が働くとなると、ほぼ全ての事案が経営支配権維持目的と推認されてしまう。不公正発行に当たらないというためには、対抗措置を正当化する特段の事情が必要となり、ニッポン放送事件高裁決定の 4 類型が必要と判断されるとなると、ハードルがかなり高く、対象会社にとって勝ち目はないということになる。強圧性がある、時間や情報提供が目的といった点をそのような推認を妨げる事情として主張するという方法もあるのかもしれないが、その場合、実際には買収者の持株比率の低下以外に効果のない対抗措置をもって経営支配権の維持が目的でないというのは相当無理があるのではないか。そういった点を考えると、主要目的ルールの適用の可否という判断枠組みの大枠部分についても議論をすることが必要だと考えている。

【武井委員】1 点目、事務局説明資料 33 ページについて、アメリカ型の現行インフラを、日本において否定すべきではない。経営陣が日常的に会社を経営している中で企業価値について相对比较で一番分かっているはずなのに、買収防衛策の話になると、経営権の帰趨に関するもので利益相反があるとして、全て株主が判断する必要があるという話になることには違和感がある。株主が何を判断するのかといったときに、現行のアメリカ型のように、株主はいつでも株主総会で取締役の選解任が可能であるという点をもって「株主意思に沿っている」という法的評価は日本でも可能なはずであり、その芽を現段階で摘むべきではないのではないか。特に日本では、臨時総会が少数株主主導で簡単に開催できるとか期差制がないなどの点で、アメリカよりも株主意思を容易に聞ける制度になっているわけである。

2 点目として、平時導入型買収防衛策を全否定する必要はない。買収防衛策を導入することで買収者の情報開示等や企業価値等の側面においてプラスの側面があるにもかかわらず、機関投資家がステレオタイプに、そうした手続を導入すること自体に反対するとか、

経営陣の選任議案に対して反対するということはおかしいのではないか。アメリカでは判例法で、EU では制度で、こうした手続が整備されている一方で、日本にはいずれもない状況なので日本企業は買収防衛策を手続として導入しているわけだから、手続に対する誤解を解いた上で、平時導入型買収防衛策の可能性は残しておくべきではないか。

3 点目、MoM 決議について。手続違反をした者に対する規律も必要で、また日本の現状の法制度、特に市場買付けに関する制度からすると、「3分の1以下だからといって MoM 決議は利用できない」といった話ではおよそないだろう。

4 点目、相当性について。第二新株予約権型でないとおよそだめかということそうではないはずで、手続違反に対する規律という観点から色々な選択肢が考えられるということについても整理しておきたいところ。

**【田中委員】** SBI による新生銀行の買収については、新生銀行による買収防衛策の利用が経営陣の保身というのではなく、株主の適切な判断を可能にするためのものとして実際に機能したものと評価できるのではないか。有事導入型買収防衛策で株主意思を確認して発動の可否を決める日本の防衛策実務の中で模索して作り上げてきたものが機能するという点で、1つのモデルケースと評価できると思う。

その上で、様々な論点はあるが、MoM 決議による対抗措置発動の可否の問題に関しては、東京機械製作所事件が、急速な市場買付けが規律されていない現状で起きた事案であり、その中で MoM 決議による対抗措置を認めたのは適切と考えているが、他方で、MoM 決議がどのような場面で認められるのか不確実性が高まっており、強い懸念が市場で生じているのではないか。アメリカと違って、日本の裁判所は、取締役会決議に基づく対抗措置の発動に対して厳しい姿勢を取っているなかでの解決策として、MoM 決議という手法が出てきたのだと思うが、例えば、TOB に対して MoM 決議で対応することはかなり慎重になる必要があるだろう。他方で、市場買付けに対して MoM 決議による対抗措置発動については、3分の1に達していなくても、相当、会社の経営に影響力を行使できるようになるし、その後に TOB を行った段階での対抗措置の発動を阻止できる程度の議決権を取得できるので、先行する裁判例よりも低い保有割合でも、MoM 決議を利用できると解しうるのでないか。ただ、こういったルールを、個別の事案に対する裁判所の判断に基づいて確定していくことは難しい。本来は、事前に導入する買収防衛策のなかでルールを明示することが望ましいと思う。事前に導入する買収防衛策については買付者が

急速に買い付けていない状況で導入するものであるから、もちろん MoM 決議ではなく通常の株主総会決議によるのだが、その中でルールを決めることも解決策としてあり得るのではないか。その場合、機関投資家が事前に導入する買収防衛策に非常に批判的であることについて、特定の問題に関する懸念が解消されるのであれば、賛成の余地があるのかどうなのか。そういった点も検討すべき点だろう。

【藤田委員】SBI による新生銀行の買収については、最も多くの議決権を持っていたのが預金保険機構という若干特殊な法的性格を持つ株主であり、この者が防衛策導入に消極的な姿勢を示唆したことが、一般の会社における株主の意向表明と同視できるかという点がよくわからないため、最終的な評価をしかねるが、その点を除けば、買収防衛策の導入や、その後の買収に至るまでの交渉等の流れは評価できるという意見に賛成である。

次に、今後の議論の枠組みにかかわることを若干申し上げたい。

まず事務局説明資料 28 ページの記載についてであるが、取締役会決議限りでの買収防衛策導入・発動を認めるという方向で検討するなら、背後にあるロジックをきちんと整理しなければ混線のもとになる。

まず株主意思に基づかない防衛としてニッポン放送事件高裁決定が認める「株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情」がある場合、つまり「当該会社を食い物にしようとしている場合には、濫用目的をもって株式を取得した当該敵対的買収者は株主として保護するに値しないし、当該敵対的買収者を放置すれば他の株主の利益が損なわれることが明らか」として四類型が例示されているケースはさしあたりは措いておく。実はこの類型と株主の意思との関係はよく分からないところがあり、緊急を要するし、合理的な株主なら絶対賛成なはずだから確認は不要という論理かもしれないが、本来は何らかの説明が必要に思われる。ただいずれにせよこの例外を認めることは異論がないと思われるので、差し当たりこれは置いておき、この四類型に該当しない場合の考え方について議論をしたい。

従来の指針等は、企業価値を向上させる買収か否かについては誰も分からないから株主の判断に委ねるしかないという前提で議論を組み立ててきた。そのための手続としてどのような決議が必要か、あるいは決議でなくても良いかは措くとしても、指針は、株主意思に基づくか否かで考えてきたわけである。株主総会決議に基づかない取締役会による買収防衛策の導入・発動についても一定の範囲で容認してきたが、それは総会決議の機会があっ

たのに防衛策が存続していれば株主の消極的承認があるという形で、株主意思に引きつけて説明してきた。

これに対して、事務局説明資料 28 ページに記載されている（２）の考え方は、株主の意思に沿わない防衛も認める考え方の可否を問うている。ここで掲げられているのは、極論すれば、株主の多数が反対しても買収を阻止してもよい場合を認めるという話であり、従来の指針のロジックの根幹を変えてしまう話である。そのような議論を認めるかは大きな論点であり、これを認める論理があるとすれば、資料記載の通り、株主には合理的な判断能力がないから取締役会が後見的にその利益を守ってやる必要があるということか、株主以外の者の利益のための防衛を認めるべきであるから株主に決めさせるのではなく取締役会に判断させるべきとするかのいずれかと思うが、このような方向性は会社法の枠組みの根幹にまで手をつける話になるもので、経産省のソフトローで手をつけられる問題とは思われない。ちなみにアメリカでは取締役会限りでの防衛を認めているということがよく言われるのであるが、株主の積極的事前承認が不要というだけで、株主意思に反してでも取締役会が防衛策をとることができるという考え方が採用されているわけではない。

その上で、株主の意思と結びつける考え方に基づくルール設計も色々なバリエーションが考えられるが、株主の意思表示が全くない状態における買収防衛策の発動について、日本の裁判所が容易に認めるとは思えないので、何らかの形で株主の意思表示に結びつける形にしないとルールとしては受け入れられないのではないかと思われる。

その上で、平時導入型買収防衛策を否定する必要はないことは武井委員のご指摘のとおりだが、まずは有事導入型買収防衛策の発動可能性を十分に検討した上で、平時導入型買収防衛策を考えていく方がロジックを検討する手順としては分かりやすい。このため、まずは、有事導入型買収防衛策発動が適法となるための要件が株主意思に沿っているかという問題設定をした上で検討することがよいのではないかと思う。現在の実務の到達点として、事前の総会決議が常に必須ではないということははっきりしてきており、取締役会による有事導入型買収防衛策の導入・発動も、事後の株主の意思確認総会の開催とセットであれば直ちには違法ではなく、そのようなケースには主要目的ルールが適用されないという整理もほぼ異論ないと思う。

難しいのは、事後の承認でよいとする場合に、承認の要件は何なのか、たとえば MoM 決議でもよいのかどうかといった点である。この点はおそらくは一律に定まるものではなく、買収者の対応等を踏まえると色々なバリエーションが考えられる。どの要素でどのよ

うに要件が変わってくるのかについては、判例法上も全く明らかではないし、ここが今回の研究会でも一番検討すべき課題だろう。そのこととの関係で、「強圧性」なるものの言葉の意味や、それがどのような形で株主の意思決定に影響を及ぼすかについても検討することになると思う。

なおこのような方向性で考えていく場合、従来の指針にあった、取締役会決議で平時に買収防衛策を導入した場合でも、一定期間経過すれば株主の消極的な承認があるから発動も許容されるという考え方は見直して、発動について事後的にでも株主の意思を確認することとした上で、その代わりにその意思確認の中身については柔軟に考えていく方が整理としては素直だと思う。明示的な株主意思の確認がない場合でも、株主が買収防衛策を廃止するという選択肢を有している以上は、それがない限り株主の承認があるとみなして買収防衛策を承認することは、アメリカの判例法の発想に近いものであるが、日本の判例の発想とはあまり整合的ではないので、混線させないほうが、ロジックとしては一貫すると思う。

最後、三ツ星事件については相当性の文脈でよく語られるが、対抗措置の対象となる株主が拡大するおそれがあるという問題は、賛成しないということにより、自分もサンクションの対象とされるおそれがあるという状況があることから、株主総会の承認が歪められていたという面もあり、これは株主の意思確認の在り方にもつながる話で、この観点からも検討すべきではないか。

**【松倉委員】** 様々なステークホルダーの利益を考慮することが企業価値向上や企業の中長期的な利益の確保のために不可欠であり、ますます重要となっていることを踏まえて、事務局資料 33 ページ、34 ページについて 3 点発言したい。

まず、対抗措置の必要性について、いかなる買収提案であっても、対象企業が、現経営陣のもとで果たしてきた社会責任が継続的に全うされるのか、様々なステークホルダーにも意見を聴きながら検討・交渉して判断するための十分な情報と期間は必要である。その中で、企業価値・株主共同の利益が毀損されるかを判断する際に、従業員・顧客・取引先・地域社会等のステークホルダーの利益が毀損されるかどうかという点も考慮すべきであることを指針にぜひ加えていただきたい。2 点目として、取締役会限りでの防衛策の発動について、株主総会決議の必要性を説く近年の裁判例の傾向を見ても、買収防衛策は株主の合理的意思に依拠すべきとの現在の指針の内容が本来のソフトローの枠組みを超えて司法

判断の考慮要素の一つとなっているところ、今後の指針はどのような位置づけとなるかは重要な論点である。買収防衛策について、指針がある程度の予見可能性を示唆するものであるならば、導入・発動それぞれの段階でどのような場合に株主意思の確認が不要となるケースがあるかなどという点を指針において例示列挙することも検討してほしい。アメリカでは、独立性の高い特別委員会等が買収防衛策発動の判断をしている。しかし、我が国では、社外取締役に求められている役割は様々であり、必ずしも対象企業の事業実態に精通されているわけではない社外取締役も含まれる特別委員会が買収防衛策の発動を判断する責任を負うことが合理的か慎重に判断する必要がある。したがって、現時点では、利益相反の濃淡にもよるが、企業価値を最も理解して経営責任を負っている経営者が判断して、特別委員会等は、その意思決定のプロセスをレビュー・モニタリングする役割を担うことが望ましいのではないかと考えている。そして、当該プロセスが合理的であれば、取締役会限りの発動も許容すべきではないかと考えている。3点目として、平時導入型買収防衛策の在り方について、やや実務的な話だが、株式等の大規模買付けに備え、企業は、買収者が守るべき手続を事前に定め開示しており、こうした買収防衛策の導入は、買収提案対応の予見可能性を高めるもので、買収者が真摯な検討をすることにもつながると考えている。なお、買収者が開示する情報がステークホルダーにとって十分な水準に達していない場合があるため、平時・有事問わず、買収する側・買収される側双方の予見可能性を高めるために、買収者が合理的・具体的な提案を出すことを指針で明確に記載すべきである。

**【三橋委員】** 買収者と投資家の対話は、実施しないと、例えば部分買付けのケースを形式的に反対するといった行動を加速させるおそれがあり、企業の負担が大変だとしても対話することには意義がある。SBIによる新生銀行の買収案件については、対話を経て総合的に判断したが、この1～2年で最も深く検討した案件の一つ。

まず、必要性の判断者について、取締役会限りでの発動という点で、取締役会限りでの導入はよくても、発動の際には株主の意見は聞いてほしいと思うところである。その背景として、我々は、企業価値向上に資する方に投資したいと考えているためである。取締役会限りでの決定については独立社外取締役に判断してもらうことが前提であるとしても、企業価値向上のための判断ができているかは書面等だけでは判断できないので、最終的には株主意思を聞いてほしい。全ての企業ではないが社外取締役の機能の実効性が現時点で不十分である点に不安を感じていることから投資家はそう考えている。時間の経過と

ともに、社外取締役の機能が改善していけば、前提も変わってくるだろう。2 点目として、有事導入型買収防衛策の在り方を最初に議論したほうが良く、これを議論すればどうして事前警告型が必要なのかという議論にもつながっていくと思う。2005 年当時は、指針に則って企業も買収防衛策を導入していて、当社はそうであれば基本的に賛成としており、今でもその姿勢は変わっていない。ただ、経営者の保身になっていないことを重視しており、それを確認する意味で（取締役会に）独立社外取締役が過半数いないと反対するという基準を導入している。基本的に、指針に則って企業が取り組むという前提のもとで、有事導入型買収防衛策の在り方の定義がしっかりとできれば、事前警告型の在り方も決まってくるのではないかと。

【太田委員】事務局説明資料 34 ページについて、対抗措置の必要性としての強圧性については、一般的には買収手法の強圧性が議論されるが、買収者の「属性」に基づく強圧性をもう少し判断要素に盛り込むべきではないか。ニッポン放送事件においても、ライブドアがその後粉飾で上場廃止になっており、今から振り返って考えると買収者の属性に問題があったと評価されておかしくない事案であり、東京機械製作所事件でいえば、アジア開発キャピタルも、当初から特設注意銘柄で、今年に入ってから、SESC から課徴金が課され、当時の社長の公私混同を指摘する監査役会の報告書が出されるなどの事情も生じている。このようなことを踏まえると、「強圧性」といった場合に、必ずしも買収手法に関する強圧性に限らず、買収者の属性に基づく強圧性もあるのではないかと。

2 点目として、MoM 決議については、3 分の 1 に拘泥する必要はないと考えている一方で、MoM 決議を余り安易に認めるべきではないとも考えている。東京機械製作所事件は、代理人であった自分としては、本来ならば取締役会限りで買収防衛策を発動できると考えていた事案であるが、裁判所は株主意思に基づくことが必要というであろうから、そのことも考慮して万全を期して MoM 決議をとって対応したという事情がある。この件の裁判所の各決定では、たまたま対象会社株式の 3 分の 1 を超えた割合を市場内で買い占められていたことが対抗措置発動の適法性を認める理由の 1 つとされているが、色々な事情を考慮して、低い割合でも株主意思の確認がとれたと評価すべき場合もあるだろうから、必ずしも「3 分の 1」にこだわるべきではないと思う。

最後に、新たな指針を作るにあたっては、機関投資家の行為規範を是非作っていただきたい。大手機関投資家のなかには、事案の個別性が強いいため本来個別判断がなされるべき有

事導入型買収防衛策議案であっても、議決権行使基準にある「買収防衛策」の定義では平時・有事を区別していないというそれだけの理由で議決権行使基準に基づき形式的に判断するという投資家がいる。これでは本末転倒である。また、ROE 5%未満だから買収防衛策や対抗措置の発動に反対するという投資家もいるが、ROE5%未満だからといって、買収者がどれほど属性が悪くても（極端に言えば反社会的勢力や反市場勢力でも）買収防衛策や対抗措置の発動に反対するのかという話になる。本来的には有事には個別判断が必要。そういう規範を入れてもらわないと、株主意思に全面的に委ねることにも危険が伴う。そういう観点で、機関投資家の判断のガイドラインを指針に盛り込んでいただきたい。

【市川委員】まず事務局説明資料 21 ページの平時導入型買収防衛策については、平時導入型が保身に繋がるということであれば、平時導入型買収防衛策の発動時に株主総会に諮ることも一つの手ではないか。また、通常の平時導入型とは異なるが、買収防衛策の導入を取締役会で決議したうえで、企業がその買収防衛策の内容を公表し、実際に発動する際には株主総会へ諮る仕組みとすれば、通常の平時導入型と同様に、真摯ではない買収者への抑止力になると思われるし、予見可能性も確保される。2 点目として、強圧性について色々な見方があることもあり、原則として株主総会に諮るべきだと考えている。他方、スキームに問題がない前提で、買収者があらかじめ定められた手続に抵触した際に、取締役会限りで発動することは問題ないと考えている。ステークホルダーの利益の考慮については、我々は中長期な投資家であり、長い目で見ればそれらも企業価値に影響を与えると考えており、一つの要素として考慮することについて違和感はない。株主が比較検討できるように、買収者側には適切な情報開示を行ってもらい、対象会社側についても自社の経営戦略や買収者側のプランに対する評価を公表することや特別委員会がそれらのレビューも公表することが望ましい。最後に、MoM 決議については、個別事案として東京機械製作所事件の決定は理解できるが、まずは、真摯ではない買収者を律する制度を優先して検討すべきだと思う。そのような整備が進んだ中で、MoM 決議が利用できる場面は限定的にすべきであろう。

【児玉委員】事務局説明資料 33、34 ページ、必要性の判断について、「取締役会」という言葉が度々でてくるが、色々な構成があり得る各社の取締役会を「取締役会」と十把一

絡げにするのではなく、取締役会の構成次第では、買収防衛策の発動権限を取締役に委ねてもいいのではないか。そのことは、今後の取締役会の在り方を考えることとも深く関係するのではないか。2点目として、前回は申し上げたとおり、2005年当時になかったステークホルダーキャピタリズムの観点からも検討してもらいたい。日本の労働市場が変わらない限りは、被対象会社の経営陣は従業員の利益を当然考えざるを得ない。最後に、平時導入型買収防衛策は機関投資家の反対が強いので現実解としては採用しづらいところである。機関投資家の行動が変わらないと、企業としても平時導入型買収防衛策は採用しづらいのではないか。もっとも、機関投資家の中には取締役会の構成に着目して賛成するかどうか判断する者もいて、例えば社外取締役が過半数占めていないと買収防衛策については反対の議決権行使をする人もいる。これも、最初に申し上げたところと似ているが、取締役会の構成を踏まえた議論があっても良いのではないか。

以上

お問合せ先

経済産業政策局 産業組織課

電話：03-3501-6521

FAX：03-3501-6046