

公正な買収の在り方に関する研究会

第3回 議事要旨

1. 日時：令和4年12月26日（月）15時00分～17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、太田委員、小舘委員、児玉委員、三瓶委員、角田委員、藤田委員、三橋委員

【オンライン】市川委員、井上委員、江良委員、武井委員、玉井委員、田中委員、松倉委員

（欠席：小畑委員、別所委員）

4. 議題：買収提案を巡る当事者の行動のあり方について等
5. 議事概要：

はじめに、前回の議題「買収防衛策を巡る当事者の行動のあり方等」についての追加の討議を行い、その後、事務局より資料3（「事務局説明資料」）について説明した後、討議を行った。追加の討議並びに事務局の説明及び討議の概要は以下のとおり。

（1）前回の討議の続き

【井上委員】1点目、買収防衛策について、特に有事導入の局面においては、独立社外取締役をどの程度含めているかが重要ではないか。海外の実証研究では、独立社外取締役の比率によって買収防衛策への認識・評価がかなり異なることが示されている。規模の小さい企業では人材不足等で独立社外取締役を充実させることが難しい点とどうバランスをとるかは重要だが、独立社外取締役を多くする努力をしてガバナンスを強化している企業については、有事導入型買収防衛策についても、評価する方向は肯定できるところである。

2点目、強圧性に関する先行研究では基本的には二段階買収における強圧性の問題がハイライトされている。その意味で、公開買付けによる全部買付けで二段階目の買収について公開買付価格と同じ価格でスクイズ・アウトを行うことを表明している場合には、強圧性がかなり解消されており、これに対して買収防衛策を導入することには慎重に考えるべ

きではないか。

3 点目として、事前保有比率の問題は非常に複雑。事前に株式を保有することは敵対的買収の場合にのみ多く行なわれており、これに規制をかけることは敵対的買収という選択肢の可能性を低めることになるので、単純な議論をするべきではない。他方で、アメリカでは事前保有比率が急激に低下し、2000 年代半ばにはほとんど消えている。この点について、日本がどうなっていくのかは注目すべきであり、次回の研究会までに考えたい。基本的には、株式を高い割合で持っていることは買手にとって大幅に有利になるが、一方で事前保有が現経営陣からの強い抵抗を生じさせ、結局買収が失敗に終わる可能性を高めているという認識が広がってきたので、事前保有をしなくなってきたことが（米国では）報告されている。このように、市場の経験値によって事前保有に関する態度も変わってくるのだろうが、基本的には大量保有報告規制の徹底で対応は足りるのではないか。

4 点目として、前回研究会で指摘があった買手の「属性」による強圧性について。二段階目で公開買付価格と同一価格でスクイーズ・アウトすることを表明することで、一段階目で売り急ぐという意味での「強圧性」は制限できるので、買手の「属性」による強圧性は、（買収防衛策導入の理由として）正当化することは難しく、また「属性」の事前の判断も難しいのではないか。公開買付価格と同一価格でスクイーズ・アウトすることを表明した公開買付けや全部買付けについては強圧性が制限されていることとのバランスを考えると、買手の「属性」による制限は必要ないのではないかと感じている。

【江良委員】ステークホルダーの利益も考慮した上で買収提案を検討すること自体については異論がないが、日本においては、経営陣と従業員との関係性が他国と比べて密接に連動しており、従業員の利益を過度に評価することは投資家も警戒するところであるので、この研究会のメッセージの出し方については慎重に慎重を重ねるべきだろう。

2 点目として、ガバナンスの体制に応じて権限のバランスをとるべきであり、適切な取締役会であれば、買収提案に対する対応についてもより裁量を認めるべきではないか。その点の基本的な考え方を改めて強調することは非常に重要である。一方で、これまで買収防衛策を有事導入したケースでも、ガバナンスの体制整備に積極的に取り組んでいたとは考えにくい会社もあったのではないか。ガバナンス体制によって、認めるべき裁量の範囲も変わってくる点は、今後議論できればと思う。

3 点目として、買収防衛策に関する機関投資家の評価が硬直的すぎるという指摘について

は、自身もそのように感じることもある。ブラックロックでは、取締役会の構成や買収防衛策のスキーム等を踏まえ、恣意性が排除されている仕組みのある会社については、買収防衛策の導入に賛成することがあるが、賛成した事例の中には、他の機関投資家が多く反対したものもあった。機関投資家も一般に許容しうるスキームやガバナンスの体制についての考え方について目線合わせをすることが重要。

【三瓶委員】買収防衛策について、江良委員がおっしゃった機関投資家の行動について、事例を紹介したい。平時導入型買収防衛策については、前職では、基本的に全て反対という固いルールがあった。その中で、当時、議決権行使助言会社の ISS は 11 種類の条件を ISS の議決権行使基準として示しており、それが全て整えば、賛成できるような記載になっていた。ある会社から、それら全部をクリアしたので賛成してくれますよねと言われたことがあったが、我々としては自社の基準に沿った結果賛成できないと告げたらがっかりされたということがあった。その際に、買収防衛策に賛成する局面があるのかと聞かれたので、発動時に株主総会決議をとることが唯一の道ですと言ったところ、複数回の対話を経て、原則として株主総会決議を経る形の設計に修正してもらえたので、実際に賛成した。その際には、3 年後の更新時にはもっと慎重に考えてくれと伝え、その後、その会社は 3 年後に買収防衛策を更新せず廃止した。このように、会社側が真摯に検討すれば我々としても真摯に検討して賛成することもある。

【玉井委員】平時導入型買収防衛策を否定する必要はないのではないか。平時導入型買収防衛策のほうが、買収者側にとっても予見可能性や危険の引受けがあると指摘されており法的安定性が相対的に高いのは明らか。ただ、導入時に株主総会でいわゆる勧告的決議が通りそうにないということで企業としては断念せざるを得ないのが実情。前々回の研究会において、企業側の認識としては、平時導入型買収防衛策はもはやないものと考えざるを得ないというご発言もあったような状況のなかで、苦肉の策として有事導入型買収防衛策が使われているが、機関投資家から見て、平時導入型買収防衛策のどの点が具体的に受け容れられないのかを深掘りする必要があるのではないか。発動要件については、ルールを設定してそれに違反した場合に発動する場合と、ルールが遵守されていても例外的に実質的な企業価値毀損の観点で発動する場合という二通りのパターンで整理されているものが多いと思うが、経営陣の恣意的な運用を懸念してネガティブな評価がされているのであ

れば、裁量の余地を極力削いでいき、ルール違反のみに適用される平時導入型買収防衛策という設計の方向性もあり得るのではないか。そういう観点から、機関投資家の考え方について、どこをどうすれば平時導入型買収防衛策に賛成する余地があるのか、確認することは有益と考えている。特に東京機械製作所事件のような市場買付けによる買収に対しては、有事導入型買収防衛策では十分に対応することはできない。現在の裁判例の考え方を踏まえれば、防衛策導入時点での保有割合が既に高いと、対抗措置でそれを下回る割合まで押し下げることが難しいので、根本的な解決策にはなっていないだろう。

有事における買手側の望ましい振る舞いについても、ガイドラインで明確化したほうが良い。特に対象会社の賛同を得ずに公開買付けが始まって、対象会社が株主総会での意思確認をすることを決めて買付者に公開買付期間の延長を求めた場合、買付者はそれに則って対応することもしないこともできるわけであるが、TOB が終了する前に株主意思確認総会の結果を見極めることができる方が良いことから、買手としては期間延長に応じるべきである、といった望ましいプラクティスをガイドラインで示すことは有意義ではないか。日本は M&A 一般について、アメリカと比較して時間がゆっくり流れている。同意のない買収の時だけ、急いで買収を進める必要性が高いわけでもなく、株主意思確認総会が終了するまでは TOB 期間の延長という形で時間を確保することを買手に受忍させてもよいのではないか。

【角田委員】1 点目、買収防衛策における独立社外取締役の役割について、前回議論になったような情報取得・交渉をするための時間の確保をする際に、後ろから刺されない、強圧的な TOB が開始されて不十分な情報や交渉でも株主が応募してしまうことを防ぐ担保としての買収防衛策については、資質を有する独立社外取締役による適切な監督の下での導入であれば厳しい目で見なくてもよいのではないか。

2 点目として、同意なき提案をする場合、株主提案権や株主総会の招集請求権を持つこともできるので、株式を保有しているほうがよいし、持つことが通常である。ストラテジックバイヤーの場合、最初から同意なき買収をしたいということは少なく、むしろエンゲージメントをしてほしいと思って開始するので、スタンドスティル条項がある秘密保持契約を結ぶ準備があるくらいの気持ちで提案をする。井上委員から米国では事前保有が減少しているという話があったが、誠実に交渉したいという本心と株の事前保有による圧力とで矛盾するから、減っているのではないかと感じた。昔と違って、高すぎる価格で買収して

しまうと株価が下がったり、低い ROI、資本の使い方として不適當と買収者の株主から批判されたり、そのお金を自社株買いに使うべきといった指摘がされることもあり得る。対象会社側に売り気はない、話す気もないとエンtrenチされた場合、事前取得した株式分のお金は「死に金」になり、プレミアム付きで取得していると株価下落で大きな損失が生じる。機関投資家が対象会社のエンtrenチメントを防止する機能を果たしてくれるのであれば、何も自分が事前取得しなくても、機関投資家などその他の株主による圧力期待できる素地が増えてきたから、（米国では）事前保有が減ってきているのではないか。他方アクティビスト型の買収者はそうではない、株をもたないと儲からないので、事前保有をし続けているのではないかと理解している。

【石綿委員】まず、2008 年の企業価値研究会の報告書における整理を今後どのようにしていくのかについて、近時の裁判例を踏まえて議論を詳細にしていければよいのではないかと。特に、時間・情報確保のための買収防衛策については、近時の裁判例を前提にすると、株主意思確認総会を開催するための時間・情報確保なのかどうかとも議論になるはずなので、その点も整理できればよいのではないかと。平時導入型買収防衛策については株主総会で承認されるのであれば、枠組みとして残すことについて異論はない。

Toehold（事前取得）について、日本の場合、有事の際、株主意思を株主総会で確認し、承認されれば、防衛策の必要性が肯定されることになっている。そうすると、株式を事前に買い増しておけば、株主意思確認総会で有利に働くことが一つの大きな背景としてある。MoM 決議が使われれば一応の牽制にはなと思うが、本質的には、公開買付規制のあり方を見直すべきだろう。

相当性の考慮要素については掘り下げて検討することができるのではないかと。例えば、買収が開始されていなくて完全に撤回が可能な状況で買収防衛策が発動される場合には、もしかしたら損害回避可能性や予見可能性があるから損害軽減措置は問題にならないという整理はできるかもしれない。他方、撤回もできない状況では損害軽減措置の必要性は増すと思う。

（２）本日の議題について

【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、3 ページ、今回

の研究会の対象としている同意なき買収提案や対抗提案がなされる場合について、フローチャートで整理している。同意なき買収提案に対し、会社として応じるかどうかの判断をした結果、友好的な取引になる場合や、敵対的な買収となる場合もあれば、買収者が提案を取り下げて不成立となる場合もある。また、対抗提案が出てくる場合は、元々の買収提案と競合することとなるが、そのいずれかが友好的で、他方がそうでないというケースがある。

5 ページ、対象会社の行動を考えるに当たり、利害状況の大きく異なる二つのパターンに分けた上で整理できないかという提案をしている。パターンの一つ目は、会社が複数ある買収提案のいずれかに応じるつもりである場合であり、この場合、いわば会社は売りに出された状況といえる。二つ目は、会社がいずれの買収提案にも応じるつもりがないという場合で、現経営陣が続投することが前提となっている。

7 ページ、同意なき買収提案や、対抗提案がなされるケースの特徴・留意点を改めて整理している。一点目は、買収後に経営陣が残れるかどうかといった、経営陣の保身等を背景とした利益相反への懸念があるのではないかとという点である。とにかく会社を存続させることを最優先として経営陣が行動する、というのも、個人的な利害に基づく保身ではないが、これに近い状況と捉えられるかもしれない。二点目は、経営陣と一般株主の間の情報の非対称性がある点。三点目は、特に現金対価の買収の場合は、買収に応じた株主は企業価値の増加分を享受できないという点である。一番下の矢印の所は、性格が異なるが、特に、支配権争奪を伴う取引は市場の関心が高く、会社としての判断の合理性について説明責任を果たす必要性がより高いケースといえるのではないかと考えている。

8 ページ、取締役の行動の在り方について、本日の議論の叩き台として、案を提示している。まず、同意なき買収提案を受け取った場合の初期的な検討としては、執行側が内容の分析等、初期的な検討を行い、その上で、真摯な提案であれば取締役会で取り上げて検討していくという流れになるのではないかと考えている。真摯な提案かどうかという判断においては、専門家の助言や社外取締役の意見を得ることも望ましいのではないかと記載している。①のパターンは、いわば売りに出ている状況であるが、第1回での議論等を踏まえると、価格が安い買収提案の方が企業価値の向上に資すると判断する場合には、それに賛同するということもあり得るが、特にその場合は説明責任が求められるのではないかと考えている。②のパターンでは、価格等の条件での交渉がしにくいいため、比較可能性のある企業価値向上策を経営陣が出した上で、比較することが重要になるのではないかと考

えている。なお、一番下の※の所であるが、同意なき買収提案がオープンにならずに取り下げられる可能性も考えられる。その場合、取締役会として適切に判断したのかを株主が事後的にでも判断できるように、開示の在り方についても議論の余地があるのではないか。

11 ページ、真摯な買収提案について、真摯では「ない」ものに該当すると言えそうな要素を列挙しており、これらを総合考慮した上で、判断することになるのではないかと考えている。この判断でいわば門前払いする可能性があることを考えると、判断の合理性については会社として説明責任が果たせるようにすることが望ましいのではないかと考えている。

13 ページから、特別委員会についてであるが、機能としては、取締役会の独立性、機動性、専門性の補完といったことが考えられると思っている。MBO 等の構造的利益相反がある取引では独立性が特に期待されていたが、これまでの議論を踏まえると、もう少しケースバイケースで考える面があるのではないか。

15 ページ、特別委員会が求められる場合として、二つのパターンに応じて整理している。パターン①での特別委員会の位置づけについて、この場合には、取引条件の公正性について慎重なプロセスを経るために特別委員会を使うという観点から意義があり、特に(1)や(2)で、青字で書いているような場合には、設置が有益ではないかということを記載している。場面としては、他の買収提案と比較して買収対価は低いものの対象会社の企業価値の向上により資すると判断する買収提案に賛同する場合、もう一つは、経営陣が賛同する一方の提案が買収後も経営陣を続投させるものである場合であり、二つ目は案件の規模等を踏まえて市場の関心が高まっている場合を例示として記載している。下の方に書いているように、委員会の設置のタイミングや構成は、ケースによって異なるのではないか。

16 ページ、パターン②についてであるが、経営支配権の移動を伴う買収提案に対し、会社側が応じないというのが典型的なケースであり、そうした場合は特別委員会の関与が有益な場合もあり得るとしている。ただし、複数の提案が競合しているパターン①と比較すると、こちらのパターンでは、必ずしも買収提案がなされていることがオープンになっていない場合も多いと考えられ、その点は特別委員会の可否を考える際の一つの考慮要素になるのではないか。また、このパターンでは、今の経営陣の経営方針が問われる性格が強いので、社外取締役を中心とした取締役会による通常の監督の延長線上にあると考えるこ

ともできるかと思われる。このあたりの特別委員会の要否は、是非ご意見を伺いたいポイントである。

17 ページ、関連するトピックとして、キャッシュアウトの場合の特別委員会を設置していることが多いため、取り上げている。株式買取請求手続で価格の公正性を争われる可能性があることも背景に、特別委員会を設置していると理解している。

20 ページから 23 ページにかけて、実際のデータや事例を表で載せているが、総じて言えば、20 ページの「SQ あり」の赤枠のように、キャッシュアウトのケースではほとんどの場合に特別委員会が置かれている。21 ページのとおり、競合的な買収の場合でも設置されている。22・23 ページ、そういったものではない第三者間の取引の場合は、特別委員会を置く場合もあれば置かない場合もあるというのが現状。

24 ページ以降は、買収者側の行動についてである。事務局説明資料 25 ページの図は買い進みの状況に応じて 3 つのステップに分けて書いているが、それぞれの段階で、買収者がこういった情報を示すのかが論点になる。

27 ページ、実質株主に関する情報提供については、これまでの議論でも必要性を指摘するご意見があった。大量保有報告制度で一定の開示制度が措置されていると理解しており、株主名簿に記載のない機関投資家等の実質株主も提出義務者になる。そうだとすれば、5 % 以下を保有する場合において実質株主が誰なのかや、買収提案を行なう者と協調行為を取る者が誰なのか、といった情報が分からないことが課題ではないか、という問いかけをしている。

29 ページ、公開買付けを行う前に株式を事前に取得することを巡っては、初回の研究会で議論があり、メリット・デメリットがあると思うが、少なくとも、買収意向の確度が高まれば、それに応じて情報を開示して市場に周知していくことが重要ではないかと。

31 ページ、公開買付けを行う前に、その旨を表明するいわゆる予告 TOB について初回で議論があったところである。これも、実務上必要なケースもある一方で、「風説の流布」に当たりかねないなど懸念が示されている場合もあり、こうした懸念をどう考えるべきかという問題提起をしている。関連する話として、33 ページではイギリス・フランスの制度としてプットアップ・オア・シャットアップルールを紹介している。これは、公開買付けを行う前の段階において情報を開示させ、買収者を規律付ける制度であるが、公開買付け制度含め、買収を巡る制度が日本とイギリス・フランスでは大きく異なるので、そうした制度全体の中で捉える必要があるだろうと考えている。

35 ページ、「強圧性」という言葉がかなり多義的に用いられているという指摘があった。ここでは、狭い意味での「構造的強圧性」と言われているものだけでなく、株主の意思決定を歪める行為にいったん目線を広げて、各所で指摘されているものを幅広く列挙している。意思決定を歪めているという問題が仮に大きいのであれば、その大きさに応じて適切な解決策を考える必要があるのではないか。

37 ページ、記載している論点に限られるものではないが、特にご議論いただきたい論点を示している。前半部分は、公正 M&A 指針を踏まえた実務が進んでいることもあり、本日の資料である程度具体的なイメージを示している。他方、後半部分は、ハードローの世界と関係する部分もあるが、今日の研究会では、特にソフトローの世界で早めに取り組むべきことや、研究会としてしっかり打ち出していくべきこととして何があるのかという観点から、御議論いただければと思う。

【石綿委員】事務局説明資料 7 ページ、同意なき買収提案についての留意点として経営陣の保身等が記載されている。それが問題となる局面があることは否定しないが、実務で経営陣の方と話して感じるのは、抽象的には善管注意義務を負っていることは分かっているが、具体的な局面でどのように振る舞うべきか、どういう判断をすべきかあまり明確ではない結果として、不適切な行動をとってしまうということがあるように思う。つまり、有事の際における取締役の具体的な行動規範が明確ではないことが最大の問題点ではないかと考えている。経営陣も、あからさまに自らの保身を図る人は多いわけではなく、むしろ、辞任を覚悟しているくらいの気概のある人のほうが多いと思われる。そうすると、仮に行為規範の不明確性が大きな問題の一つだとすると、特別委員会を設置しただけでは解決策とはならない。今回の研究会では、そういう局面でどう行動すべきか、具体的な行動規範を示すことが重要。そのうえで、特別委員会の利用を促すことが有意義と考える。

事務局説明資料 15 ページ等でも、経営陣を続投させるものかどうか重点が置かれているが、買収後はいつでも買収者は経営陣をクビにできることが通常なので、1 年間続投させるからといって大きく変わらない。この点にフォーカスしすぎて短絡的な内容にならないかと懸念している。

また、会社が売りに出されているかで①②という分類で整理している点は、レブロン義務を日本的に表現したと理解しており、それ自体は一つの整理としてよいと思うが、注意点として、アメリカでさえ、レブロン基準は差止めの基準であり、レブロン義務違反で取締

役が損害賠償責任を負うような運用はされていない。日本では任務懈怠を理由とする差止めがない結果として、事後的な損害賠償責任の基準として受け止められてしまう可能性がある。報告書では、できるだけ具体的に、こういう場合には、こうしたほうが良いと書いた方がよいと思う一方で、それが安易に損害賠償責任の基準になるとアメリカと比較しても厳しい内容になり、相当の萎縮効果を与える。したがって、最後のとりまとめの際の表現には留意が必要だろう。

事務局説明資料 27 ページ、買収者からの情報開示という点について、株主が誰なのかについての情報開示は非常に重要。ただ、アメリカで開示対象となる投資家の対象を 1 億ドルという数値基準で区切っているように、数値基準で限定してしまうと、中小の上場企業に対して投資している中小規模の投資家が多い日本の状況下では、裁判例で問題になってきたような濫用的な株主が情報開示の枠組みから外れるのではないかと。他方で、そのような投資家も含めてすべてに情報開示を求めるとすると、投資家にとって過大な負担となるおそれもある。そうすると、EU 型の制度設計が望ましいと思うが、それは最終的に会社法の話で法務省が動かないと物事が変わらないという話であれば、この研究会の報告書で、法務省にメッセージを発信することも考えられる。

最後に、買収者側からの情報開示については、非常に不適切又はミスリーディングな情報が開示されているにも関わらず、それに対して十分には規制されていない点は問題だと思ってきた。対象会社側は法律や東証等からの指摘でかなり厳しく規制されている一方で、買収者側の情報の正確性や適切性を担保する枠組みがない点は、株主において適切に判断を行う前提が整わず問題である。

【三瓶委員】事務局説明資料 3 ページのフローチャートは簡略化できるのではないかと。「友好的な買収提案の受領」と「同意なき買収提案の受領」については、「友好的な」と「同意なき」をとって一本化すれば良く、最初から、友好的買収か、同意なき買収かを区分することに意味はないのではないかと。「同意なき対抗提案」も同様である。「友好的な買収提案の受領」のラインに「真摯な買収提案」かの検討が記載されていない点も正確ではなく、競合的提案がある場合にはその点の検討が必要になるはずである。

買収目的として、買収者側が何らかのシナジーを求める場合と、現経営陣へのダメ出しという場合があると思うが、後者は、市場の規律として非常に重要。もっとも現経営陣からすると、unsolicited なものと整理されるのだろうと思う。事務局説明資料の①②という

分類については、買収提案を真摯に検討する姿勢があるかどうかという観点からは、①はその姿勢があるといえるので、②の方がより問題のあるケースだろう。市場への説明責任という観点からすると、①の場合、買収提案の評価・判断をどのように行ったかを説明することになるが、②の場合、そもそもダメ出しになぜ耳を貸さないのかという、買収提案の内容以前の点について説明が必要だろう。

事務局説明資料 8 ページ、「真摯な買収提案である限り、原則として取締役会において取り上げ」と書かれているが、真摯かどうかについても取締役会で判断することが必要。特に、その議論が議事録に残ることが重要。「その後社外取締役の意見も聞くことが望ましいのではないか。」と書かれている点も、第三者のアドバイザー等に意見を聞いた後ではなく、まず社外取締役に意見を聞くべきではないか。そう考えると、①②に共通して、社外取締役が自分の意見を表明することが非常に重要であり、社外取締役の再任議案に機関投資家が議決権行使をするに際しても、その点の情報開示が重要となる。特別委員会を作るより手前で、社外取締役が買収提案等にどう考えているかをまず表明・開示していただきたい。社外取締役が自分の意見を形成する際に専門性が足りないのであれば、助けになるアドバイザーを利用したり、会議体での検討が必要であれば特別委員会を招集するが、（それらの要否の検討も含め）社外取締役が自らリードしていくことが社外取締役の役割に適っているのだろうと思う。

買収者の行動に関する論点として、事務局説明資料 33 ページについて、イギリスの例が非常にクリアで良いと感じた。他方で、オーストラリアの制度については「単独または他の者とともに、」という点は非常に重要だと感じた。

事務局説明資料 27 ページで実質株主等に関する情報について①②として記載されているところ、②については情報が提供されることがマストだと思うが、①については実質株主にとって過大な負担になるので、①については②のような協調行為を取る場合との「且つ条件」とするのが妥当ではないか。

【太田委員】特別委員会については、石綿委員の発言と同意見であるため割愛する。

その上で、事務局説明資料 5 ページにおける①②の分類については、図式としてわかりやすくいいと思うが、中間的な局面があると思われる。例えば、友好的買収提案を受け入れている場合に対抗 TOB ではなく対抗的な予告 TOB がでてきたことによって、最初の友好的買収が不成立に終わった場合がある。対象会社側としては最初の提案者であればシ

ナジーが見込めるので身売りを決めていたが、予告 TOB をした買収提案者との関係ではシナジーが見込めないのでは身売りしないという場面であり、このような中間形態も議論する必要があるだろう。

次に、事務局説明資料 11 ページについて、全体的には整理に異存はないが、このなかで捉えきれていないところとして買収者の「属性」が重要ではないか。ライブドアのような例は事前には分からないと井上委員が指摘された点はその通りだとは思う一方で、当時のライブドアが株式分割で株価を高騰させつつ、ファンドから株式を ToSTNeT-1 経由で取得した点については、当時から脱法的ではないかという議論があり、ある程度のことは分かっていたといえるのではないか。日本の上場会社にはブルーチップカンパニーから小型株まで多様な会社があるところ、小型株を狙う買収者のなかには、率直に言って、反市場的勢力と思われる者もいるし、実質的には裏口上場を狙って買収しようとする者もいる。そのような者は、事務局説明資料 11 ページの「③真摯性が合理的に疑われる場合」に当たると思うが、概念的には、反市場的勢力であっても、真摯に買収したいということはある。買収者自身の適切性の問題はあるのではないか。究極的には、非常に高いプレミアムで買収したいという者でも、それが反市場的勢力であっても許容するのだろうか。例外的に市場全体の健全性を含めて総合考慮で買収提案には応じないという場面も、多くはないにせよ実際には存在するので、その点をカバーできようものにしてもらいたい。

3 点目、事務局説明資料 29 ページの toehold（事前取得）について、少数株主権行使に必要な限度での株式保有はエンゲージメントの足がかりとして良いと思う一方で、日本の裁判所では買収防衛策の発動の是非に関する判断においては株主総会の結果が重視される点がアメリカと異なる。MoM 決議を利用する可能性もあり得るが、一般論として、toehold の割合が大きければ大きいほど、それ自体で買収の成否を決する可能性が生じてくるが、それは正当化できないのではないか。本当に真摯な買収者なのであれば、一般株主から同一条件で株式を買い付けるのが在るべき姿であり、toehold を積極的に考慮する必要はないのではないか。アメリカの買収防衛策の場合、一般的には、一度取得した持株割合を押し下げることが前提であり、買収者に経済的損失を与えることができるということを梃子にして対象会社は買収者と交渉できる。ところが、日本では裁判所が、一度取得した割合から押し下げることについてネガティブに捉える傾向が強く、アメリカと大きく異なる。このため、toehold を認めると色々な弊害がでてくると思われる。本来的には、真摯な買収提案とは、一般株主があまねく同一条件で購入できる手法が筋であり、積極的

に toehold を認める意義はないのではないか。

最後に、事務局説明資料 27 ページについて、大量保有報告制度における情報開示が非常に重要。この点の情報開示を誠実に行わないことが買収提案の真摯性を疑わせる大きな事情になると考える。「協調行為を取る者に関する情報」は提供されることが望ましい点は記載されている通りだが、協調行為をしていないと言うが実際には協調行為をとっているのではないかと疑われる事案も多い。そういう意味では、実質株主に関する情報や協調行為をとっているかに関する情報を誠実に提供することが、買収提案が真摯なものであると認められるための前提条件になるという点を強調していくべきと考えている。

補足として、買収者が上場会社の場合にはきちんと情報開示をする場合が多いが、非上場会社が市場買付けの方法で買収を企図する場合には、公開買付規制の下での情報開示を免れる目的で市場買付けを利用しているのではないかと疑われるのが実情としてある。その意味で、買収を考える場合には、（市場買付けであったとしても）公開買付届出書における情報開示の深さ・範囲を参考に株主に対して積極的な情報開示を行うべきである。また、かかる情報開示に虚偽があったとしても、買収方法が公開買付けではない場合には法律上の制裁の対象にはならないから、当該情報開示に虚偽がある場合には、買収防衛策の発動含め、情報開示の実効性を担保できるような形での対抗措置の発動を認めることで我が国 M&A 市場の透明性を高められるのではないかと。

【角田委員】事務局説明資料 2 ページについて、日本で、買収提案を受けた場合に、検討すべき項目がこれまでしっかりと整理されていないこともあって行動規範として腹落ちしていないところを、今回の研究会を通じて、分析・整理できればと思う。

その点について、同意なき提案なのか、経営陣から上がってくる提案なのかで検討項目が大きくは異なるのではないかと。経営陣から上がってくる提案に対する検討においても、取締役会で、他の選択肢と比べてどうか、他の相手だったら想定される価格や実現可能性はどう違うのか、同意なき提案がきた場合の行動とほぼ同じような検討プロセスを経て、実際に同意なき提案が来た場合は検討・交渉、場合によっては経営提案ではない相手と取引する必要があるときちゃんと整理してから当初案を進めた案件もある。経営陣からの提案であっても、他の選択肢や相手、対抗提案が出てき得ることを想定して行動できる取締役会とそうではない取締役会が存在し、大きなギャップがあると思うので、そのギャップを埋める必要があると考えている。提案の取扱いについて、友好的な提案の場合はスタ

ンドスタイル条項付きの秘密保持契約を締結して交渉がなされると思うが、敵対的なものに近い買収提案の場合、有事導入型買収防衛策でスタンドスタイルと同様の効果を狙うことを認めてもいいかもしれない。また、買収提案に対する取締役会の対応について株主が事後に検証し、不服があれば次の総会で取締役を替えるというアクションができるまで一連の行動規範となるガイドラインを作ることができればいいと思う。経営陣が選んできた買収提案については、往々にしてケミストリーが合うといった事業運営上の事情が価格等の株主にとっての経済条件よりも先になるので、かなりのケースで経営陣を除いた特別委員会を利用することになるだろう。

買収者側の情報開示についても取扱いのルールとして掘り下げる必要がある。

【松倉委員】事務局説明資料 27 ページについて、少し金商法に触れるところもあるが、3点ほどコメントしたい。まず、現在の日本の大量保有報告制度については議決権と経済的権益を分離させる金融派生商品等によって上場会社側として大量保有報告書が提出される前の段階で実質株主を把握することは困難である。その点について、会員企業から、市場の公平性や透明性を高めるという制度趣旨にそぐわないという指摘があった。そこで、現在の制度上の「保有」という概念を拡げるとともに、上場会社側ができるだけ早い段階で実質株主に関する情報を入手できるように、例えば株主が重要提案行為を予定する場合には、保有割合が 5% 以下でも報告義務を課すような見直しをしていただきたい。また、東京機械製作所のような事案で買収者側の株式保有状況が投資家に適時適切に伝わらないといった事態を防ぐためには、市場内での大量買集めについてスピード制限を設けたり、保有状況が開示されるまでは追加の株式取得を禁止するような規制を導入することもひとつのやり方と考える。

次に、いわゆるウルフ・パックへの対応という点で、買収提案者だけでなく、協調行為をとる者に対しても、一般的な買収防衛策の情報提供要請で求めているような内容と同程度の情報開示請求権を認めるべき。

最後に、大量保有報告規制のエンフォースメントについても強化すべきであり、イギリス・ドイツ・フランスの例も参考にしながら、日本でも大量保有報告規制に違反した株式保有者については議決権の停止等を可能にするといった制度が必要ではないか。

【市川委員】3点申し上げたい。1点目、事務局説明資料 11 ページについて、②の「買収

資金の裏付けのない買収提案」という点は総論的には賛成だが、大きなディールでは最初から資金が用意できていないことも多い。そういうケースも考えると、初期的な段階で、資金の用意ができていないことでもって直ちに真摯でないと整理することは健全な M&A を促すという観点からは妥当ではないと思われる。

2 点目として、事務局説明資料 13 ページ、特別委員会の機能について、特別委員会が (a) 取締役会の独立性を補完することは最も期待すべきところであるし、(c)取締役会の専門性の補完についても重要なところだと思う。他方で(b)取締役会の機動性の補完については、重要だと思うが、機動性を高めるために、社外取締役の人数を減らすことで (a) や(c)の機能が失われてはいけない点には留意が必要。

最後に、事務局説明資料 27 ページ、実質株主の情報提供について①②を自主的に開示することについては、買収提案の真摯性を表すとともに、対象会社としても真摯な検討をするために必要な情報だろう。もっとも、①について買収の意図がない者に対しても情報開示を強制的に求める点は実務への影響が大きいため、避けるべきだろう。

【藤田委員】取締役が完全に私利私欲に走る問題というよりも、やっていいこと・やってはならないことについての買収局面における整理ができていないことが問題だという指摘には共感するところが多い。ただし、これを克服するために、マニュアル的な判断基準・手順を与えることが重要なのではなく、実質として何をすべきかについての発想が納得できる形で示されておらず、共有されていないことが問題である点に注意を払う必要がある。これまでの経験からも、ガイドラインを示した結果、形式的に手順を遵守することが自己目的化する傾向にあることにも注意すべきである。

次に、次回以降議論する予定の対抗措置の許容性については、差止めの可否という形で裁判で争われる以上、究極的にはハードローによることになる。今回検討する対象会社の経営者の行動規範をソフトローで対処する場合には、そのハードローとの理論的な整合性を説明できるよう内容でなくてはならない。ただソフトローで経営者の行為規範をまとめることは意義のあることだと思う。

事務局説明資料 7、8 ページの整理については、検討した結果、有益な差がでてこないと分かれば、記載された整理を採用せず一体化すれば良いだけなので、さしあたり、①②の場面对比して、行為規範を書いてみることでいいと思う。もっとも、①②の間にもグラデーションはあり、①②の単純な二分論で手順が変わるという形にならないには注意すべ

きであり、理念型としての対比にとどまることに留意すべきだろう。

事務局説明資料 11 ページについては、「真摯な買収提案」というのが何のための概念かを押さえて議論する必要がある。「真摯な買収提案」は、これに該当しない場合には検討も交渉もしなくていいという提案をくくり出すための概念なので、提案内容を具体的に検討して初めて判断できるような要素は、論理的に「真摯な買収提案」か否かの考える際の要素には入らないはずである。逆に言うと、検討や交渉をせずに得られる情報だけから明らかに判断できる要素のみが列挙されるべきことになる。

そのように限られた情報によって判断する場合、「買収者の属性」による推認に依存する場合もあることは理解できるが、理論的に考えると、「属性」それ自体の問題とは異なると思われる。たとえば太田委員が挙げた例は、実態としては、企業価値向上とは全く無関係な動機で利益を図っていることが問題なのであり、その徴表として「属性」が持ち出されているに過ぎないのではないか。だから買収者の「属性」が考慮要素になること自体はよいとしても、その位置づけについては留意すべきである。

最後に事務局説明資料 16 ページ、「これまでの経営戦略や経営者に対する評価が判断の軸となるという点で、社外取締役による通常の監督業務の延長線上にあると考えることもできる」という記載はやや勇み足という印象がある。買収、とりわけ同意なき買収の局面では、経営者の評価の問題にとどまらず、監督機関である取締役会全体についても監督機能が不十分であるとか、取締役会がその中から経営者を選任しようとしている役員候補者の中には適切な人はいないのではないかといったことも、買収者によって問題視されている可能性がある。そのような主張に対し、対象会社の取締役会としては、監督のシステムのあり方等含め、現状の方針で十分であるという反論をすることになるはずであり、そこには明らかに「通常の監督業務の延長」ではない判断も入ってくる。同意なき買収に対する判断を「社外取締役による通常の監督業務の延長線上にある」と性格付けてしまうと、同意のない買収によって問われている問題を矮小化してしまうおそれがある。

【児玉委員】事務局説明資料 8 ページについて、公正 M&A 指針策定の際にも同じことを述べたと思うが、書きぶりとして、「アドバイザーからの助言を得ることが望ましい」等と書かれると、たとえ「望ましい」というトーンでも、実務界では、硬直的にそれにのった対応をやらざるを得ないことになってしまう点には注意してもらいたい。具体的な取締役会の構成を反映する形にするという考え方からは、必ずしもそのような記載は実務

としてありがたくなく、取締役会にもう少し判断権限を与える方向も考えるべきではないか。とりわけ、取締役会構成員のスキルマトリックスの開示が始まり、スキルマトリックスが外部から分かる状況になったので、取締役会として「こういうことができるのではないか」ということについては、客観的な資料として株主含め誰でも見られる。その点を反映した上で、取締役会の柔軟な判断を認める場合も検討すべきではないか。

最後に、事務局説明資料 27 ページ、実質株主の情報開示については、一般論として、アメリカ型か EU 型かの二者択一である必要はない。実務界からすると両方あってなぜいけないのかという思いがある。中小の上場企業にとっては、5%超の保有が対象となる大量保有報告規制の実効性を改善することやアメリカ型の開示を導入することに意義があると思う。そのような企業では、大量保有報告規制が十分に機能することもあり得ると思う。他方で、大規模な企業からすれば、実際問題として 5%超を保有する株主が出てくるとは少ないため、関心があるのは 5%以下の株主であり、最終的な到達点として EU 型の規制を導入していただきたい。時間軸の問題として、まずは大量保有報告規制の実効性を確保すること、さらにはアメリカ型開示を導入することからスタートして、最終的に法改正まで踏み込めるのであれば、EU 型制度の導入までぜひ実現して欲しい。いずれにせよ、実質株主把握は、喫緊の課題であることは理解していただきたい。

【三橋委員】パッシブ運用をしている機関投資家の考え方については、「機関投資家協働対話フォーラム」が、買収防衛策を更新する大手企業数十社にレターを毎年送っており、その中で基本的な考え方を示している。具体的には、中長期的企業価値を犠牲にするような短期投資家による濫用的な買収には賛同していない一方で、買収防衛策は、投資家からの信頼、ガバナンスの評価・企業価値評価の低下につながるため、基本的には好ましくないとしている。どうしても買収防衛策は正当な目的を持った戦略的買収でも経営陣の意に沿わない買収提案は阻止できると誤解されるなど、投資家からは経営者の保身に見えてしまい、経営の規律の緩みを一番懸念している点を表明している。平時導入型買収防衛策を継続することで結果的に投資家からの信頼・評価が落ちて導入企業の企業価値を毀損する可能性がある中、「そのようなリスクをとってまでなぜ買収防衛策を継続するのか」と企業に問うている。市場内の取引で支配権に影響与える株数が取得されてと困るという声も聞くが、投資家のスタンスの根底にあるのはこのような内容である。

他方で、買収防衛策の中でも許容できるのではないかとする場面として、今の経営状況に

課題があって経営改革を遂行している最中であるが、どうしても利益の水準が低いので今だけ時限的に導入したい、数年後成果が発揮され、企業価値が回復した際には廃止するという場合がある。

「経営の保身」という点では、事務局説明資料 5 ページの②を念頭に考えており、大半が②の事例だと考えている。市場内での買付けが急速に進んでしまう点についても、法整備が進めば、企業側が平時導入型買収防衛策を利用する必要性は低下するのではないかと思う。我々が、買収を仕掛けられた企業と買収者側の双方の意見を聞く場合、悩ましいと感じる場面でよく問題となるのは「強圧性」という言葉である。強圧性という言葉が広範に使われ、「強圧性があるから買収防衛策を導入すべき」という形式的な議論になっている点を懸念しており、強圧性についての分類は重要と考えている。

【小館委員】事務局説明資料 8 ページ、「同意なき買収提案を受領した場合における初期的な検討」において、「真摯な買収提案」でないとして入口で断る（提案内容の検討を要しない）ケースは、事務局説明資料 11 ページで整理されているが、この段階は提案内容の検討前なので、提案内容の実質的な要素に踏み込んだ形で判断すべきではない。その上で、「真摯な買収提案」であると判断し検討を開始した場合、次に実務上問題となるのは、買収者によるデューディリジェンスを認めるかどうか。その段階でも真摯性が問題になるが、非公表の会社情報を開示することの重大性にかんがみ、より厳しく判断する必要があると考えている。このように、買収提案受領後の局面の違いによる真摯性の判断基準の違いについても触れると良い。

次に、同じく事務局説明資料 8 ページに記載されている①について、記載内容に違和感はないが、対抗提案の場合においては、買収者間の「公平な取扱い」が取締役の行動の基本理念としてあげるべきではないか。さらに、株主、投資家が比較検討を十分にできるように「積極的な開示」が取締役に求められると考える。

3 つ目に、買収者の行動に関する論点として、ウルフ・パックの事案が典型であるが、大量保有報告書による開示には限界があり、実際に買収者から十分な情報を入手することに困難を伴うことが多いのが実情である。買収者は、上場会社でなければ、開示を義務付けられることはなく、かつ、自由に発信できるのに対して、対象会社は、上場会社として適時開示規制に服するとともに、適時開示の内容や時期について取引所の事前確認等に伴う制約を受ける点で、必ずしもフェアではない。ソフトローとしては、買収者による正確か

つ十分な情報提供を確保するため、不正確または不十分な情報提供や開示については、例えば、株主意思確認総会における MoM 決議のような形で議決権行使が認められない可能性があるといったサンクションの可能性に言及することも検討すべきではないか。

最後に、予告 TOB について、公開買付規制の枠外にあるため、情報開示の量と質がまちまちである。公開買付届出書のレベル感で十分な開示をする買収者もいる一方で、かつては買付価格と公開買付開始の条件等だけ提示するような予告もあり、このような予告は市場に与える影響等に照らして望ましくない。3 つ目の指摘と重なるが、不十分ないしは不正確な情報開示をもって予告をした買収者に対してはペナルティがあり得ることも言及すべきではないか。

【田中委員】言葉の話として 2 点、内容にわたることを 2 点述べたい。事務局説明資料 3 ページについて、「同意なき」・「友好的」・「敵対的」それぞれがどういう意味かに応じて整理すると良いだろう。Unsolicited offer については、「非招請型提案」と呼ぶのがいいのではないか。「友好的」な買収提案という記載については恐らく solicited offer なので、こちらは「招請型提案」と呼べばよいと思う。solicited か unsolicited かは招かれたかどうかであるが、招くのは対象会社の経営陣だと思うので、経営陣が招いたかどうかの概念である。我が国では伝統的には、経営陣＝取締役会だったので、経営陣が招いた提案は「友好的」であると考えるのが一般的だったと思うが、今では経営陣と取締役会とは異なる主体なので現実的にも判断が変わることもあり得るようになってきている。「友好的」か「敵対的」かは取締役会が賛同したかどうかによって決まるのであり、経営陣が招いた solicited offer でも取締役会が検討した結果、当該提案には応じないという概念整理ができるのではないか。

2 点目として、「強圧性」という言葉について、事務局説明資料 35 ページで「構造的強圧性」と「実質的強圧性」の言葉が用いられているが、「強圧性」について紹介する論文を書いた際に、アメリカでは「構造的強圧性」と「実質的強圧性」があり、「実質的強圧性」という実質的な話まで「強圧性」に含まれるようになってきて、用語が混乱しているというアメリカの学者の議論をうけて、自分の立場として「強圧性」は「構造的強圧性」の意味でしか用いないこととしている。「実質的強圧性」を言い出すと、防衛策の合理性が認められる場面が拡大して、元々の言葉の意味が不明確になってくる。日本の他の会社法学者も「強圧性」といったときに「構造的強圧性」の意味で用いていると思うし、日本

の裁判所も基本的に「構造的強圧性」に着目して「強圧性」を用いていると思われる。他方、アメリカのデラウェア州最高裁判例では「実質的強圧性」を用いているので使ってはいけないということではないが、言葉遣いを不明確にしていると思われる。対象会社株主の誤信のおそれや十分な情報が得られないこと自体も買収提案に対する取締役会による何らかの行為を正当化することはあるかもしれないが、「強圧性」という言葉を使わずに、「誤信のおそれ」という言葉を用いた方がよく、「強圧性」の中身を拡大しない方がよい。同様に、また、「属性による強圧性」についても、買収者が対象会社を買収した後でアンフェアな取引をすることによって対象会社の企業価値を毀損するおそれがある点に着目しているのであれば、そのような中身を用語として説明すればよい。「強圧性」という言葉自体は、買収の取引形態（例えば市場買い集めとか、部分公開買付けとか）によって、株式を売却しないでいると売却した場合よりも不利に扱われるという懸念から対象会社株主に売却のプレッシャーを与える結果、株主が賛同しない買収が成立してしまうという概念であり、その意味に限って使ったほうが良い。

3 点目として、買収提案に対する対応のマニュアルを作ること以前に対象会社取締役はどういう基準に従って動くべきかという行為規範を明確にすべきという点は非常に重要。どういう内容にするか難しいが、基準が明確でないままだとマニュアルが一人歩きしてしまう懸念がある。個人的には、これまでの指針で言われてきたように、企業価値向上と株主共同の利益の確保が一番重要で、その応用で具体的な行為規範が導かれると思う。両者は一致する場面が多いと思われるが、理論的には一致しない場合もあり得る。その場合に、取締役に対する行為規範としてどういうものを要求するのかについてよく議論する必要がある。例えば、買収後に対象会社の企業価値を毀損するが買収者は楽観的でそのことに気がつかない場面で、買収者が現金対価・全部買付けとする場合、対象会社株主にとっては、買収価格が高ければ得だから買収に同意することはあり得るが、その結果買収が成功し、企業価値が下がるということが生じる。その場合に取締役はどういう対応をとることができるのか検討する必要がある。アメリカのレブロン義務の考え方だと、取締役会が会社を売却すると決めた以上は、株主利益しか考えてはならず、買収後のステークホルダーの利益を考慮してはならないことになるが、日本ではその考えまで進めると極端と思われる。買収提案に No といえるかどうかについては、もう少し裁量があってもいいと思われる。ただ、その裁量も無制限ではなく、100%現金買収で、対象会社株主に影響がないにもかかわらずステークホルダーの利益のためという理由で買収提案に反対することになる

と、経営陣の保身といった偏った動機から買収提案に反対することがある。経営陣はステークホルダーの利益を考慮するといっても、それはあくまで経営者の目の届く範囲、利害が共通すると考える人たちのことを考えるだけであり、それ以外の利害関係者の利益をもフェアに考慮するということを保証しない。株主共同の利益にはかなうが、企業価値を毀損する買収提案には No といってよいことは合理性があるが、それが認められる場面は相当限られた場面であることを書くべきではないか。なお、日本では、部分買収が相当多く、特に unsolicited offer で市場で買い集める場合、ほとんどの事例が部分買収であるところ、部分買収の場合、株主が残存するので、買収後の事業計画について対象会社の取締役が関心を持つことは当然で、買収防衛策の対抗措置を発動する場面では株主総会の承認を得たほうがよいものの、事業計画が不合理である場合には取締役会が買収提案に反対することは許容されてよい。

4 点目として、今までの議論の中には立法論にわたる話もある。実質株主の情報開示も実質株主が名義株主との間で開示して良いという契約ベースで処理できることもあると思うが、実質株主が同意していなくて現行の大量保有報告規制の対象にならない場合は立法が必要だと思う。また、買収者側が必要な情報開示をしないことや虚偽の情報開示をするといった点についてはサンクションとしての議決権の行使停止という考えもあるが、公開買付けの場合、情報開示に不備があるということを理由とした公開買付けの差止めということも考えられるのではないかとと思われる。この研究会でこういった立法に関する提言をすることも考えられるのではないか。

【井上委員】気になっている点として toehold（事前取得）の点がある。Toehold を積極的に認めることは問題ではないかという御意見もあり、理念としては共感するところではある。もっとも、toehold を持つということは買手もそれなりにコストをかけて、株価が上昇する中で、高い価格で株式を取得しているので、リスクをとった行動である。買収防衛策を考える際に、よからぬ投資家による買収を防ぐという視点は非常に重要であるが、一方で、諸外国と比較して日本では中堅企業の統合が進んでいないという課題がある。その背景には、日本では M&A のやりにくさがあるのではないかと考えている。その意味で、中堅企業等が M&A を展開していこうと考える際に、対象会社の経営陣の同意が得られないが故にどうしても敵対的になり、その結果諦めているケースが多いのではないか。海外でも、ターゲット企業の経営陣が同意しない場合に限り、買い手が toehold を持つこ

とが分かってきている。アメリカでは toehold が消えてきたということを発言したが、アメリカでも敵対的買収では平均で 20% の toehold を持つことが分かっている。買手側の買収を成功させるための創意工夫としての toehold であるから、(真摯な買収提案であることが前提であるが、) 真摯な買収の手段を奪ってしまうことは過剰な規制になり、中堅企業の統合を阻害することになるのではないか。この点は慎重に考える必要がある。一方で、大量保有報告規制のエンフォースメントを高めることも重要である。

また、アクティビストと一般的な機関投資家の区分という部分でも難しい場面がある。一般的な機関投資家が重要提案行為を行おうとする場合でも、グループ全体で 5% を超えてくると重要提案行為ができないといった懸念もあり、そういった副次的な影響がある。買収防衛の観点から大量保有報告規制を厳しくすると、企業と機関投資家の健全な対話という提案のインセンティブのバランスが崩れる可能性もある。いわゆる悪い買収をいかに阻止するかという議論も分かるが、良い買収か悪い買収かの区分は非常に曖昧であるので、健全な産業再編的な買収を進めるための戦略としての toehold 戦略の選択肢を奪うべきではないと考えている。

【玉井委員】事務局説明資料 5 ページの整理の仕方として①②の分類がある。特に異を唱えるわけではないが、日本ではレブロン義務が明確にあるわけではない中で、その分類がどの程度有用であるかは分からない。特に M&A のダイナミズムを考えると①②の中間的な場合や途中で変化する場合もあると思われる。また、①②いずれの場合でも、企業価値向上に資するかという観点と株主共同の利益に資するかという観点（現在の株主に対するオファー条件）の双方から、市場に向けて充実した開示ができることが重要。①②について違いがあるとすれば、事務局説明資料 8 ページの※にあるように、日本では買収提案があったからといって適時開示が必要となるわけではないので、②のパターンで全てが水面下で進み、結局経営陣がスタンドアローンで経営するほうがより良いのだと判断すると、その経過や判断の内容は明るみに出ずに終わってしまうことがあり得ることになる。これが良いのかについても、議論できたら良いと考えている。

複数の提案があったときの対応、公平な取扱いの観点からの留意点や開示の充実については、いずれも悩ましいところがあるが、公正 M&A 指針の中に一定の記載があり、この考え方が参考になるはず。公正 M&A 指針は本来構造的利益相反取引に関するものであるが、対抗提案の取扱いに関する部分は構造的利益相反のない一般的な取引にも当てはまる

ものなので、そこで書かれている部分をより詳しく、あるいは深掘りして論じることが効率的だろう。

また、真摯な買収提案の判断について、何をもって検討に値する真摯な買収提案というかは個別の事案ごとの判断を要するものであり、当てはめがとても難しいと感じている。この点は、日本よりも先行して実務が重なっているアメリカの開示資料等の中で参考になるものがあれば、それも参照しながら議論を進められるとよいと思う。

【武井委員】「強圧性」について、最終的には企業価値を損なう買収なのかどうかという議論の中での話なのだろう。関連するが、100%現金買収の場合においても、企業価値を損なうかどうかについては、田中委員が挙げられたような具体的な事例でどう考えるかも含めて、頭の整理が必要。

なお、100%現金買収の場合等であっても買収防衛策が不要ということにはならない。そうでないと情報開示としてのインフラとして必要なことについても全否定することになる。「買収防衛策」の用語・機能が誤解されている面だと思う。

買収者側の行為規範について、委任状勧誘の際の行動などでも論点があり整理すべき。

相当性について。買収者側からおよそ情報を出してもらえなかった等の手続違反がある場合に一定のサンクションがないと、手続としてそもそも機能しない。手続違反のときに相当性の規律としてどこまで求められるのか。（買収者による既取得分について）現状維持をしなければいけないとなると、買収者側が守る規律が乏しくなる。アメリカではおよそ発動されずに適切にルールが遵守されているのに、日本では買収防衛策が現に発動されそうになっていること自体がおかしく、ルールを守らなくても大丈夫という程度のサンクションしか認められないということがないように、規律を整理すべき。

機関投資家のカバレッジとして 100 億円規模以上の企業が主な投資対象となっているとよく言われるが、時価総額が小さい上場企業だからといってトンネリングとかが起きてもよいという話にはならない。また、上場企業側がいくら努力をしてもアナリストカバレッジが資本市場側の事情で減少しているという事象があることも踏まえるべき。さらにはこうした現状を踏まえると、上場企業として、実質株主の把握制度がないと機関投資家と適切に向き合えない。なお機関投資家の同意という点に関連して、アメリカの NOBO・OBO 制度も日本で受け止める必要があろう。

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