

公正な買収の在り方に関する研究会

第4回 議事要旨

1. 日時：令和5年1月26日（木）10時00分～12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】神田座長、石綿委員、井上委員、江良委員、太田委員、児玉委員、三瓶委員、角田委員、別所委員、三橋委員

【オンライン】市川委員、小館委員、武井委員、田中委員、玉井委員、藤田委員、松倉委員

（欠席：小畑委員）

4. 議題：買収防衛策を巡る当事者の行動の在り方に関する論点等
5. 議事概要：

はじめに、事務局より資料3（「事務局説明資料」）について説明し、井上委員より資料4（「ファイナンス研究から見た買収防衛策と制度設計への示唆」）についてプレゼンテーションいただいた後、討議を行った。事務局の説明及び井上委員のご説明並びに討議の概要は以下のとおり。

（1）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。

公正な買収の在り方を考える中で、買収防衛策をなぜ取り上げるのかという点を、2～3ページで説明している。株主が望めば買収者は株主から株を取得でき、会社はそれを止めることができないのが原則だが、買収者が自己の利益のみを目的として会社運営を行うことで、企業価値などを損なう可能性がある。そうした企業価値を損ねる買収への対抗措置を導入することは、適法かつ合理的な場合があると考えられており、現に使われている事例もある。ただ、企業価値を損ねる買収への対抗措置として防衛策を用いる可能性があることにより、買収を通じた規律付けの低下や、買収提案に対する経営陣の真摯な検討の阻害をもたらしてはならないということは、議論の前提として強調しておくべき点だと思う。

3 ページ、今の話とも関係するが、本来は買収防衛策が使われず、関係する当事者が適切に行動することで企業価値が高まっていくことが理想だと思う。前回議論いただいた対象会社の行為規範や買収者側の行動が適切かという点が関係する。また、買収防衛策は、少なくとも米国では、本来発動を前提とするものではなく、その可能性があることで買収者からの情報の提供や、買収条件を巡る交渉力の強化に繋がるという点が重視されている。日本では、それに加え、市場内買付けへの対応など公開買付け制度を補完する側面が、実質的にはある。後ほどの井上委員のプレゼンとも関係するが、買収を通じた規律付けの低下など、マイナス面とのバランスを考慮する必要がある。

5 ページ、先ほどの4 ページの話とも関係するが、買収提案の内容・手法や、対象会社側の行動など前回御議論いただいた点と、今回の買収防衛策の議論は深く関わる。前回の研究会では、取締役の行為規範を考えないといけないというご指摘が複数あったが、例えばこういうものが考えられないか、というものを、このページの一番下に3つ書かせていただいている。

7 ページ、詳細は割愛するが、特に平時の買収防衛策についての機関投資家の見方をヒアリングした結果を示している。有事のものについては、一番下にあるとおり、具体的な状況に応じた判断をしているという声が多くあった。

9 ページ、ここから、具体的な防衛策の中身の話となる。まずは有事の防衛策から議論したらどうかということで、資料を作成している。まず、現在用いられている平時導入型と有事導入型で防衛策の内容を比べると、掲げられている目的は概ね共通で、情報提供、交渉機会の確保といったものに加え、企業価値の明白な侵害の防止といったことが掲げられている。他方、要件については幅があり、平時については発動要件があるが、左下のオレンジ色の部分のように、比較的裁量性の高い要件が含まれている場合もある。有事については、個別の発動要件が列挙されないことが多く、買収者が手続ルールを遵守したとしても、株主総会で承認を得れば、発動する余地が残されている設計になっている。どうすれば発動を回避できるかという予見可能性と、企業価値を明白に侵害するような買収が現実にはあり得ることの双方を勘案した結果、このような実務になっているのではないかと思う。

10 ページ、近年の司法判断では、誰が会社を支配すべきかは株主が決める事項だという考えが取られる傾向にある。防衛策に係るプロセスの中に株主意思の確認を組み込むことは、株主の合理的な意思に依拠していることをより直接的に示すものと考えられる。下の

図のように、どの段階で株主意思を確認するかでパターンが分かれる。

15 ページ、発動について、株主総会の決議を経ることの意義を整理している。これまでの司法判断を踏まえると、まず、①のように、総会の承認を得ることが、時間情報の確保や、強圧性の排除といった目的があることを示す事情になると考えている。また、②のように、株主が様々な要素を勘案して買収が企業価値を害すると考えて買収防衛策を承認することは、対抗措置の発動が株主の意思に依拠しているという意味で、必要性を示す事情になると考えられる。

16 ページ、買収防衛策が仮に発動された場合、買収に賛成する株主が TOB に応募するなどして株式を売却する機会が奪われることになる。情報不足や強圧性を問題として防衛策を用いる場合は、買収手法の改善により防衛策の発動を回避できるのでこの弊害は顕在化しにくい。買収後の経営計画など買収の内容を問題として防衛策が用いられる場合はそうではないため、売却機会が奪われる可能性が相対的に高いかと思う。そう考えると、特に、買収の内容を理由に企業価値等が害されるという判断をしようとする場合においては、取締役会は形式的に株主総会の判断に委ねるのではなく、対抗措置の必要性や判断の正当性などについて慎重に検討し、十分な説明責任を果たすべきではないかと、書かせていただいている。また、買収者から見た予見可能性を高め、企業価値を高める買収を阻害しないという観点からは、例えば手続ルールが守られ、強圧性も排除されているような公開買付けのような場合には、対抗措置の発動は制限的に考えることがプラクティスとしては望ましいのではないかと考えている。

17 ページは、今の話とも関係するが、そもそも、公開買付けに応募することで株主が判断するという方法と株主総会で判断する方法の比較をしたスライド。どちらの方法が正しいと一概には言い難いように思ったので、ここでは価値判断は示していない。

20 ページ、平時導入型とも関係するが、導入の際に株主総会の決議を取る方法は、総会で決めた方針に基づき、恣意性・裁量性が制約された中で対抗措置を発動するため、株主の合理的意思の範囲内であると考えやすいと整理している。

21 ページは、事後的にも株主総会の承認を得ず、取締役会限りで有事導入型防衛策を発動することについて。ニッポン放送事件がこのタイプで、かなり限定をかけた上で取締役会限りでの発動が認められている。他方、特に有事導入型においては、現に争いになっており株主の関心も高く、また、総会を開催しなければ、司法判断で防衛策が差し止められて真の株主意思とは逆に買収が進むということにもなりかねないので、基本的には積極的

に総会で株主意思を確認することが適当ではないか、と書かせていただいている。関連して、濫用的な買収とはどのようなものかというのも論点となる。

23 ページは、時間・情報・交渉機会の確保との関係。こうした目的だからといって、延々と情報提供を求める、期間をいたずらに延ばすということはあってはならず、ある種の歯止めを示すことができないかと考えている。例えば、公開買付け制度で定められている期間や情報提供内容と同程度のものであれば合理的と言えるのではないかと書かせていただいている。

26 ページ、強圧性については、この言葉が多義的に用いられているが、今回指針を示すに当たっては、27 ページのような純然たる買収の構造が問題となる場合に限定して強圧性という言葉を使うこととしてはどうかと思う。他方、株主の誤信や、買収者のいわゆる属性がどうかといった点は、それぞれ情報不足や濫用的買収かどうかという捉え方をしてはどうかという考えだ。

30～31 ページ、強圧性について、詳細は省くが、市場内買付けについては強圧性を指摘する声がある。公開買付けについては、強圧的二段階買収のような強圧性が強いものもあれば、オール・オア・ナッシングのオファーのように強圧性が弱いものもあり、工夫によって強圧性を和らげることができ、それを前提に、どういう場合が真に問題なのかを考えてはどうかと思っている。

33～35 ページ、MOM 決議についてだ。先ほどの強圧性の強さとも関係するが、市場内買付けでは、急速に買付けられることで対抗措置発動の議案成立を妨げることが可能となるという問題があるため、MOM 決議を用いることも合理的な場合がありえるのではないかとしている。他方、公開買付けについては、これは制限的であるべきであり、市場で大きく買い上がった上で公開買付けをするような場合を除き、普通決議に基づくことが望ましいのではないかとしている。

39 ページ、日本では例が少ないが、買収者には取締役の選解任を巡って争うという選択肢もある。特に、経営支配権を得て自ら経営しようとしている場合や、MOM 決議の適用を回避したい場合などには、こうした形で株主の判断を得るということがあり得ることを視野に入れて、防衛策の位置づけを考える必要があるかと思う。

40～41 ページは、相当性について。有事導入型では、いわゆる第二新株予約権を交付することで、買収者の持分のうち、防衛策導入以降に買い増した部分が希薄化の対象になるという設計が多いが、元々持っていた部分を希薄化させて良いのかという論点がある。

平時導入型ではこれが可能だが、有事導入型では危険の引き受けが無いという点で、大きな違いがあるかと思う。

46ページ、これ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として、1枚にまとめている。今回の研究会では、公正な買収の在り方について指針を示すことを目指して議論いただいているが、その大きな枠組の中で、買収防衛策をどう位置づけるかというのが一点目の■だ。今日の冒頭でお話させていただいた話で、この後の井上委員のお話とも関係するかと思う。さらに、防衛策というものが実際に使われていることを踏まえ、特に有事における買収防衛策について、各論点をどう考えるかというのが、二つ目以降の■となる。

最後に、議論用叩き台として「これまでの議論から見えてきた主な論点」の資料について、一言だけお話しする。この研究会で議論されていることについて、関心を持っている潜在的な買収者、防衛策を持っている企業などの意見も聴くため、「これまでの議論から見えてきた主な論点」を簡単に整理した上で、2月のどこかのタイミングで、パブリックコンサルテーションにかけたいと考えている。本日、叩き台をお配りさせていただいている。

研究会の今後の進め方については、資料47ページにあるが、前回多くご指摘いただいた取締役の行為規範の話や、平時導入型買収防衛策の話、呼称の話など、これまでご指摘をいただきながら深められていない点を、次回の研究会（3月1日）で取り上げる考え。先ほど申し上げたパブリックコンサルテーションの結果が出てくるのが3月中旬になると思うので、それも見た上で、できれば3月28日の研究会で指針の原案を示したい。開催日程は未定だが、その後も検討を重ねることを想定している。

(2) 井上委員プレゼンテーション「ファイナンス研究から見た買収防衛策と制度設計への示唆」

【井上委員】 全般的な議論についてファイナンスの観点からまとめている。

2ページ、ファイナンス研究における買収防衛策の位置づけは、上場企業の経営権の配分をいかに効率的にするかということが論点である。直接防衛策に関わる問題として、非常に多くの研究がされてきている。そこでは、防衛策導入が買収にどのような影響を与えるかということだけではなく、企業の経営にどのような影響を与えるかということに大き

な比重を置いている。日本とアメリカで違う問題として、ポイズンピルの発動事例がアメリカではほとんどないので、むしろ導入時の潜在的な阻害効果に着目してきたという部分だ。これからお話しする防衛策導入は、理論的には企業価値に対してプラスにもマイナスにも働くものであるので、実証研究は制度設計を考えるに当たって有意義かと思う。以下、3つ主要な理論的研究をまとめている。

1つ目は交渉力仮説。個別の株主というのは分散していて結託できないので、買い手に対して非常に弱い立場にあり交渉力がない。そのため、経営者は防衛策を用いた交渉力を生かし、適切な買収条件を獲得することで、株主価値に正の影響を与えるということになる。特にここで議論されているのは、構造的強圧性に対して有効な交渉力を持つということだ。

2つ目はキャリア・コンサーン緩和仮説。これは経営者のキャリア・コンサーン(注：自分の地位確保への懸念)を指しており、エントレンチメント的に思われるかもしれないが、これはむしろプラスの話だ。要は、過度な買収リスクを緩和することで、経営者がキャリア・コンサーンに影響を受けず長期的な企業価値最大化戦略をとるようになるということだ。過度な買収リスクにさらされて短期で確実に成果が出るような経営戦略をとってしまうのではなく、(短期的な)株価はディスカウントされるが、それ自体は合理的なリスクテイクで長期的な株主価値を最大化する、といった経営戦略をよりとりやすくするために、キャリア・コンサーンの緩和により企業価値に正の効果を持つというものだ。従業員の雇用の保護も議論されてきたが、キャリア・コンサーンを緩和して、従業員が自分の会社に自分の時間や労力を投下するインセンティブにもなる。

3つ目は、株主価値にネガティブな影響を与えるというエントレンチメント仮説。これは、最終的には株主がコスト負担することになる非効率な経営を、買収という市場メカニズムの中で是正しようという試みを、非効率な経営を行う経営者自身が阻害する手段が防衛策であるという説だ。塹壕に立てこもるということでエントレンチメント仮説と呼ばれている。先ほど従業員の雇用についてプラスの面を述べたが、マイナスの面もあり、従業員と一体化してエントレンチメントしているリスクもあるということで、従業員保護の目的を謳う場合もプラス・マイナスの面で分かれることになる。

6ページに株主価値に対するプラス・マイナスをまとめてみた。買収防衛策は、買収リスクの高い企業が導入するという特徴があるということで、防衛策導入そのものが「この会社は潜在的にアクティビストの脅威にさらされている」とか「近い将来、買収提案が出て

くるのではないか」ということで、株主価値のプラスに対する影響もあるということで、非常に複雑なものになっている。

これからお話するのは、日本の買収防衛策として主要なポイズンピルについてだ。アメリカでは期差取締役会とポイズンピルが特に買収阻害効果が大きいという指摘もある。一方で、アメリカでは取締役会が短期間で入れることのできるシャドーポイズンピルもあるので、あまりポイズンピルそのものに注目してもしょうがないのではという指摘もある。

まず8ページにもあるが、買収防衛策のトリガーになっている事前保有比率 (toehold) については、理論的な研究が多くある。ブロック株を持つ事前保有者は、残っている株式を買い付けるときに相対的に高い価格をつけることができ、積極的な入札が可能になるので、いわゆる対抗ビットする方が慎重になってくる。結果的にオークションに勝つことができるし、価格を低く抑えることができ、自身の過剰支払いリスク (勝者の呪い) を避けることができると言われている。このこと自体は実証研究の、ブロック株保有者の買収合戦の勝率が高く、かつ支配プレミアムが小さいという結果と整合的である。

しかし、9ページにもある通り、買収者にとって事前保有比率を上げることは有利だが、アメリカでは買収者の事前保有比率は下がってきており、現状では10%以下になっている。有利と言われながらも事前には持たないというのがアメリカの現状だ。これは、理論的研究で、経営者の抵抗が激しくなるほど、大きなブロック株が必要になるわけだが、それ自体は買い手の失敗のリスクを大きくするので、結果的には事前保有比率はゼロか、一定の閾値を超えた、より大きなものになる。結局それだけ大きな価値創造を買い手が見込めるかに依存するということになると言われている。かつ事前のブロック株保有自体がターゲット企業の抵抗を呼ぶ可能性があるので、買収が失敗するリスクがより大きくなると考えられている。実証的に言うと、米国ではM&Aの9割で事前保有比率が0、1割で平均20%というように、大きく持つか、全く持たないかで分離している実態だ。アメリカは経験が多いので、ここが(経験を重ねた上での)均衡なのだと思う。ただし、敵対的買収では約半数で事前のブロック株を保有している。したがって、買収による価値創造は大きいですが、被買収企業の経営陣の強い抵抗を予測する場合に、ブロック株の取得に踏み込むと解釈されている。買収者が経営者の承認無くブロック株を取得すること自体が信頼性の低い買い手であると評価され、経営陣は信義則に反すると批判する。一方で、経営者が事前の交渉で強く抵抗しているからこそ、事前保有比率を積み上げるしかなかったという部分もあるので、そういう意味では双方向の関係がある点は注意が必要だ。

ここからは効果の話をする。

10 ページ、ポイズンピルの潜在的な買収の防衛効果についてだ。多くの研究があるが、Comment and Schwert の研究では、ポイズンピルは被買収確率を下げない（導入企業が買収提案を受ける確率を下げない）一方で、買収が起きたときの支配プレミアムが増大しているの、そういう意味では交渉力仮説が支持されるのではないかという見解だ。Heron and Lie の研究も、有事・平時いずれのポイズンピルも買収完了確率を下げず、支配プレミアムを引き上げているので、これも交渉力仮説を支持するのではないかという研究だ。他方、その後の研究においては、そもそも防衛策を入れる企業は買収ターゲットになりやすいという、内生性をコントロールすると、防衛策強化は潜在的な買収を阻止しているという研究もある。また、Eckbo は、5000 件以上の M&A を分析しているので一番サンプルとしては大きい、最終的にはポイズンピルは支配プレミアムに対して引き上げ効果を持たないという研究であり、ここでは交渉力仮説が支持されないことになっている。Karpoff の研究を見ると、買収を阻害する一方、支配プレミアムの引き上げの効果は明確でなく、どちらかというところとエンツェンメント仮説が整合的なように解釈できる。

11 ページ。一方、ポイズンピル導入そのものが株式市場でどう評価されているのかというと、マイナスというのが一般的な見解だ。1980 年代の初期について行われた研究においてはマイナスだった。または、マイナスではないが、ターゲットになっているというような噂をコントロールすると、マイナスになるというようなことが指摘されている。または、最近の研究では、買収防衛策も勧告型の議決、廃止議案が可決線以上だと事前に言われていたものだけを分析して、最終的に買収防衛策の廃止が認められたときに注目すると、ここでも株価がプラスだということで、一般的に防衛策はマイナスではないかといわれている。日本でも蟻川・光定の研究で同様の結果が出ているということで、防衛策自体はネガティブで、エンツェンメントと整合的というのがある程度のコンセンサスだと思う。

12 ページ。一方、ポイズンピル導入企業のガバナンスの影響について、児玉委員が指摘されていたことと近いが、導入企業のガバナンスの状態によって株式市場の評価がかなり異なる。Brickley らの論文では、独立社外取締役が過半数の企業では導入時の株価に対して正の効果がある。一方、社外取締役が半数未満の企業では負の効果があって、それぞれ統計的に完全に2つに分かれているという分析結果がある。また、独立社外取締役が半数以上の企業においてのみ買収時に高い支配プレミアムの獲得に結びついているとする研究もあり、一般的に防衛策導入の効果というのは、導入企業の取締役会の独立性、ガバナン

スに依存しているという点は注目してよいと考えている。

また、最近の研究で、私自身注目しているのは、株式市場のショック時の防衛策の効果だ。13ページ、Kestenの研究は、2007～2008年のいわゆるリーマンショックという金融危機のときの防衛策は、強固に入れた方がパフォーマンスが良かったという例だ。またその後の研究では、コロナが一斉に分析の対象になっていて、コロナの中で、特に影響が大きいといわれている産業において、ポイズンピルの導入というのは顕著な株価のプラスになっているということで、株価が急落して安く買われる可能性のあるときの防衛策は、株式市場全体で評価されているということが示唆されている。一方で、世界全体で言うところとそうでないという研究もあるが、株式市場のショック時は、一定の条件で防衛策は株主一般に対してプラスの影響を持ち得るとのことだ。

14ページ、長期的効果については、分析が難しい。防衛策を導入する企業は、株価が低く、もともとパフォーマンスが悪い企業が多いという問題がある。Gompersらの研究では、買収防衛策だけではないが、ガバナンスと経営者をいかに守っているかの指標としてG-Indexを開発した。それを分析すると、G-Indexが高い企業、つまり株主権に対する多くの防御措置を講じている企業ほど、株主のリターンは低く、相対的な株価水準も低いということを明確に示した。その後のBebchukらの研究では、特に防衛策に関係ある6項目に絞ったE-Indexで分析したところ、これも株価に対して負の効果を持つということを示している。ポイズンピル単独でも負の効果を持っているとしている。Gompersらの研究はその後の引用数が1万件以上と、非常に影響力の大きい論文になっている。ただ、これも状況依存的だということが明らかになっている。

例えば、15ページ、競争状態の緩やかな企業では、防衛策で守った企業のパフォーマンスの悪さが目立つが、競争にさらされている企業ではあまり影響がないということを示している研究もある。またイノベーションも市場では適切に評価できないということで、リスクの高いイノベーション投資をしている企業ほど、株式市場で割安に評価されるということ踏まえて、実際に防衛策導入というのは、情報の非対称性が高い産業においては、会社のイノベーションに対してプラスの影響を持つとされている。一方で、それ以外の会社は株価にマイナスの効果を持つということで、個別企業の置かれた状況に依存して、キャリア・コンサーン緩和仮説とエントレンチメント仮説のいずれの効果もより強く出現するかが決まる。ここは、最近の研究の大きな知見だと思っている。

最後、一般的にエントレンチメント仮説を予測する効果が、交渉力仮説やキャリア・コン

サーン緩和仮説の効果を平均すると上回っているが、ガバナンス状態や産業の競争度合い、イノベーションの必要性等に注目すると違う絵が出てくるということが、最近注目されている。ただ、アメリカのポイズンピルというのは基本的に交渉手段であり、行使をして阻止したことがないというのは、より交渉力仮説に一定の根拠があるというふうに見える。その側面が出てくるか否かにより、日本の防衛策の評価も変わってくるだろう。また、ポイズンピル発動のトリガーとなるブロック株の取得というのは、買収される側の抵抗そのものが原因になっているところがあるので注意する必要がある。

今日ご報告したのは、ほとんどがアメリカの研究結果だが、世界の株式市場の垣根が低くなっており、国際分散投資を行う機関投資家が株式市場の中で重要な存在となる中で、アメリカと日本は違うという議論は弱くなってきている。世界の動向から乖離した防衛策の制度設計は機関投資家の理解を得られないので、注意する必要がある。また、アメリカでは M&A を通して企業価値が上がっている一方で上場企業数が減っていったという状況。他方で、日本においては上場企業数が極端に増えていったものの、活発に取引されない中小の上場企業数が増えていったということを考えると、健全な M&A の阻害に結びつかないような制度設計が意識されるべきではないかと考えている。

(3) 討議

【角田委員】 井上委員のプレゼンテーションは実感に合っている。事前保有 (toehold) を持っていて失敗すると株価下落で損したり、勝手に買ったとして対象会社に嫌われるので、実務上はそうはせず、最低限だけ持つようにする。あとは機関投資家、株主の皆様にはエンタレチメントを防いでもらう。むしろ、スタンドスティル、すなわち株の買い増しを自ら禁ずる秘密保持契約を結ぶ用意があるという状況で買収交渉を始めるのが実態なので、実務上の実感と合っていると感じた。

防衛策の実行については、アメリカでは交渉のためのツールにとどまっているが、日本は実行した例もあることに鑑みて、2つ目的があると考えている。1つは、悪質な買収を実現させないというもの。悪質とは属性、もしくは構造的強圧性等を考えている。もう1つは、アメリカ的な情報提供や交渉時間の確保の観点。スタンドスティルがあれば、株を事前に取得したうえで取締役選任に反対票を入れることができる大株主の圧力下で交渉するという状況を避けることができる。それをやりそうな人に対して、スタンドスティル契約

はないが防衛策を用いることで同じようなポジションを作り、その交渉期間にオファーをより良いものにする、もしくは他の選択肢と比較検討して、より良いオファーや選択肢をとれるようにすることができる。スキームで言えば、強圧性があるスキームを改善してもらうことに使うと考えている。

2つ目の情報提供・交渉時間の確保に関しては機関投資家の中でも一部ご理解をいただいて、賛成しても良いという方がいる。実務上は、真摯な提案の場合、NDA でスタンズティルを入れることも多いので、独立社外取締役をはじめ、ガバナンス条件を満たしている会社の決定であれば情報提供・交渉時間の確保のための防衛策の有事導入を許容しても良いと感じている。最終的には次の定時総会等で株主に意見を聞くことで良いと思っている。

こうした中で、悪質な買収とは何なのか、良い買収とは何なのかという議論になるので、悪質な買収とは何なのかを判断するための検討事項を示せば良いと思う。逆にそういう事項を満たしている「真摯な提案」であれば、(英国の) テイクオーバーコードにあるように、新株予約権の発行や、第三者割当、焦土作戦、クラウンジュエルのようなフラストレティングアクションはしてはいけないとすることができるのではないかと。

最後、こういったプロセスを株主が検証できるように、悪質だとして葬り去ったような買収提案があった場合には、それに関して意思決定をした取締役に対する賛否で次の定時総会などで株主が意思を示すという一連のサイクルを例示できれば良いと思う。

また別の話として、最近、低プレミアムの部分買付・上場維持で同意を得ない TOB を公表しているのに「経営権を取得する意図はないが、影響力が欲しい」と言及している事例があったり、当事者間で合意した TOB をより高い価格での予告 TOB 提案で失敗に終わらせたのに当初言っていた資金調達を実行して TOB 開始することもなくプロキシーファイトに転ずるなど微妙な案件も増えてきている。提案を受ける上場会社側だけでなく提案する側も含め、公開買付けや大量保有報告書類の開示内容や監督で十分なのか、予告 TOB 提案しっぱなしを防ぐ PUSU のような仕組みが必要なのか、パネルのような専門家が審査する仕組みが必要ではないか、などもしっかり整理する必要があると思う。

【太田委員】事務局説明資料の21ページ、取締役会限りで買収防衛策を発動し得る、「濫用的買収」の話について。ニッポン放送事件の高裁決定の四類型というのは、ニッポン放送のケースそのものが、単に買収を阻止するだけではなく、経営支配権者をフジテレビに

確定するという非常に強力な内容の買収防衛策であったから故の、非常に限定された類型—いわゆる四類型—として示されている。単に買収を阻止するだけのもう少しマイルドな買収防衛策を含めて考えると、この四類型にあたるもの以外にも、阻止することを考え得る類型はあるのではないか。さらに、ニッポン放送事件の高裁決定では四類型に当たることについて高度の疎明が必要とされているが、裁判所の言う高度の疎明は「当事者がそういう買収を実行すると言っている」くらいでないと認めてくれない。他方、そんなことを自ら言う買収者はいるわけがないので、ここをもう少し緩めないと、濫用的な買収が増えていくと思う。従って、ニッポン放送事件東京高裁決定は、そのような、単に買収を阻止するだけということを超えて経営支配権を買収者とは別の第三者に確定させるという極めて強力な買収防衛策を念頭に置いた裁判例であって、その射程範囲はその範囲に限定されるということを確認しておくべきように思われる。

そのような観点から、場合によっては取締役会限りでの買収防衛策の発動も許される濫用的買収の類型としては、四類型の他に2つあると考えている。1つ目は、広い意味で、株主共同の利益向上ではなく、基本的に買収者自らの私的利益の追求を目的としているような場合。2つ目は、株主共同の利益を主観的には意図していたとしても、こういう人が上場会社を経営してはいけないという場合。例えば、反社会的勢力など。そのような者が実質的に裏口上場の手段として敵対的買収を行うこともないわけではなく、自分では上場審査を通らず、上場ができないので、上場企業の経営支配権を取得することによって上場会社の経営者というステータスが欲しいという人も現に存在しているのが実情である。今まで、取締役会限りでの買収防衛策の発動も許され得るという意味での「濫用的買収」はニッポン放送事件の四類型に限定して理解されていたが、もう少し広く考えるべきなのではないか。

23ページ、時間・情報・交渉機会の確保について。全体的に違和感はないが、「公開買付期間の上限と同じ60営業日まで買収の実行の停止を買収者に対して求めることは合理的であると考えられないか」とある点は、“必要な情報が開示されてから”60営業日ということであれば合理性があるかと思う。ただ、より高い価格を出してくれるホワイトナイトを探索するための期間として60営業日は実務感覚としては本当にギリギリなので、厳しいという印象はある。日本ではまだ例がないが、アメリカのように、今後、敵対的買収の文脈でも買収者の株式やジャンクボンドのようなものが買収の対価になることがあり得るとすると、そういう分析も必要。90営業日までとは言わないが、実務感覚としては6

0 営業日だとギリギリで、果たして間に合うのかという印象がある。

次に、16 ページについて。日本の裁判所においては、ある意味で、対抗措置発動について総会決議が取れば対抗措置の発動を認めるというルールが事実上採用されている。この点、16 ページでは、内容を理由に対抗措置を発動すべきと判断をする場合には、十分な説明責任を果たすべきではないかというのが2 ポツで、例えば、買収者側でも強圧性等につき工夫をした場合には、発動について制限的に考えることがプラクティスとして望ましいと3 ポツで書かれている。これはガイドラインとしてはやや介入しすぎで、判例のルールを踏み越えているのではないか。アメリカ（デラウェア州）では、ポイズンピルは取締役会限りで導入できるが、最後に株主総会においてプロキシファイトで買収者側が勝てば、ポイズンピルを消却（redeem）して、買収できるという構造になっている。日本の有事導入型買収防衛策についても実質的には同じような形になっているのであって、株主総会での決議が適正になされているのであれば、株主総会が対抗措置の発動を正当と認めた場合には、それが認められるべきであって、16 ページで書かれているようにそれ以上要求するのは、アメリカの裁判例でも日本の裁判例でも採られていない考え方であって、ガイドラインでそこまで書くのは行き過ぎではないか。また、2 ポツについては、対抗措置の必要性や発動の公正性について十分な説明責任を負わせるというのは当然だが、「株主総会の判断の正当性」というのは、株主総会で判断することはそれ自体正当だと思うので、あえてそれについても殊更に「正当性」を要求するのはややおかしい。3 ポツについては、ここで書かれているように、ルールを遵守して、更に強圧性についても工夫した買収提案であれば、通常は買収者側に十分合理性があるということで、株主総会で株主の多くも賛成する結果になるという認識。そうであればそれに従えば良いし、株主総会で負けたとなれば、結局はなにがしかの理由があるわけなので、3 ポツのような形でグラデーションをつけて敢えて裁判例が定立している規範を超えて厳しいガイドラインを示す必要があるのかは非常に疑問。

関連して31 ページの強圧性の議論。公開買付けも、それがたとえ上限なしで3分の2を確保したら TOB と同一価格でスクイーズアウトするというものであっても、株主にとっては60 営業日という限られた時間の中で判断を迫られるという意味で、一定の強圧性がないわけではない。例えば、半年かければより会社にとっても株主にとっても良いホワイトナイトが出てくることもあり得るので、公開買付けは、たとえ上限なしで3分の2を確保したら TOB と同一価格でスクイーズアウトするというものであっても、公開買付

けという手段それ自体にも、強くはないにせよ一定の強圧性があるという点はテイクノートしていただきたい。

最後、39ページについて。「TOB に対して」対象会社が抵抗する場合に臨時株主総会の招集請求で対象会社の経営陣を差し替えるということが書かれている。これに関連して、近時、(ウルフパックが典型的だが) TOB を使わず、大量保有報告書等で開示されている分は10%程度だが、潜在的には協調して行動する者と併せて30~40%を持っておいて、表面上は臨時株主総会招集請求だけを使って、現任取締役を全員解任して、自分たちの影響力が及ぶ人物をそれに代わる取締役に選任し、経営支配権を取得する事例が増えている。昨年、レコードイヤーだと思うが、上場会社において14社で延べ17件、株主による臨時株主総会招集請求を機縁として臨時株主総会が開かれており、そのうち先に述べたような形で経営支配権が覆されているものが5社ある。こういう場合も、経営支配権の取得という意味では買収と同じ。日本の場合には3%の株式を6か月間保有すれば臨時総会招集請求ができるため、定款で少数株主の臨時株主総会招集請求をなくしたり持株割合要件を加重したりできる米国や、持株割合要件が10%の英国、5%のドイツと比較して臨時株主総会招集請求をできるバーが低いということもある。なぜ臨時株主総会を使うのかというと、買収者側に情報開示を強制できる仕組みがなく、買収者側が情報開示を十分しなくても良いから。この点も議論のスコープに入れていただき、臨時株主総会を使って経営支配権を取得する場合、経営支配権を取得しようとする者は、取得後の経営方針や経営戦略、自らの属性、その他について十分な情報開示をするべきというような規範を及ぼすべきだと思う。

【別所委員】 前回欠席していたため、前回研究会の議論を踏まえてコメントしたい。今日のトピックは買収防衛策ということで、議論するのは良いことだが、買収防衛策の技術論を詳細に深掘りしすぎると、会自体が「買収防衛策研究会」のような形になってしまう。特に外部にどう発信するか、出し方にもよると思うが、経済産業省が「矛」と「盾」の「盾」を強くしようとしているという間違っただけ受け止め方がなされるとしたら望ましくない。我々モルガン・スタンレーグローバルのバンカーといわゆる Unsolicited なシチュエーションについて作戦を練ったり、対応策を検討したりする場合も買収防衛策は登場はするが、全体の一部として語られるものなので、全体の位置づけを正しいものにする必要がある。今回は公正な買収の在り方ということで、いわゆる Unsolicited な提案を受けた

場合どのように対応すべきかということが主題だと思う。第3回研究会でも指摘があったとおり、マニュアルや手続きを定めるのではなく、取締役会として基本に据えるべき行動規範を定めることが重要だと思っている。米国の例ではビジネスジャッジメントルールからレブロン義務へ入っていく。レブロン義務をそのまま日本にあてはめることが適切とは思わないが、日本でも、株主の共同利益と、中長期的な企業価値という対立があって、会社として企業価値をき損すると考えられる提案に NO と言えらると思うものの、そのアカウンタビリティは相当上がる、相当限られるということを明確にする必要があると思う。現場でのアドバイスで申し上げるのは、提案に対する評価はポジティブ・ネガティブの両方あって良いと思うが、単に評価が意に沿わないから嫌というだけではなく、会社ないし取締役会として代案があるのかが非常に重要。Unsolicited な提案を受けたときに、より良い条件にならないのか、より良い相手がいないのか、ホワイトナイトを探すということ。また係る提案よりも、自主独立の方がなぜ良いと考え、なぜそれを株主に訴えたいと思うのかを、しっかり立案・対応・説明することが重要。そこが欠けたままの議論だと、この人は強圧的だ、濫用的な買収だと言っても、主観的な好き嫌いの判断になってしまう。やはり企業価値最大化のための最善策は何なのかということを会社、取締役会が責任を持って検討することが重要。

その関係で、17ページ。買収防衛策について株主総会で判断を求めるのか、それとも公開買付けへの応募を通じて株主が判断するのかという比較がされているが、必ずしもこういう整理ではないと思っている。公開買付けのプレミアムでいいかどうかの信を問うことが株主判断だというのはその通り。しかし、先ほどの代案の話と同様に、この TOB が本当にベストの提案なのか分からないまま応募するかしないかの決断を強いられるのが問題だと思う。買い手の論理としては、今まで真摯にアプローチをし、提案したのに、会ってもらえず、会社と話しても埒があかないのでやむを得ず株主に直接信を問うということで、同意なき公開買付けをローンチする。一方、対象会社の論理としては、急に不意打ちをされることがあってはならないことだとすると、代案を検討する、交渉を尽くすための時間を確保することが買収防衛策を導入する意義。防衛策を導入して第三者からの提案をなきものにすることだけが目的ということでもないと思う。

また各論についていくつか話をする。防衛策導入の是非、toehold の話も出ていたが、これらが気になる根本として、日本の場合は部分買収のルールが緩く、できてしまう点があると思う。1株2株買うだけならいいけれども30%は困るといったような、「程度問

題」の受け止め方の裁量が広いというのが問題。アメリカの場合は最大価格を追求すると
なると部分買収でフルプレミアムになるわけがないという推定が働くし、イギリスの場合
はマンダトリーオファールのルールもあるので自然的に抑止されている。この研究会の議論
というよりは、日本の金商法も含めた課題と考えている。

また、前回、デューデリジェンスをどこまで求めるべきかという話があった。以前、公正
な M&A の在り方に関する研究会でも申し上げたことだが、望まない相手ないしは
Unsolicited なアプローチをする相手との交渉を開始するとしても、いきなりフルデュー
デリジェンスを常にさせなければならないということはない。段階的に情報を開示してそ
の真剣度を確かめていくというやり方は十分あると思う。

また、アドバイザーについて。前回児玉委員からお話があったが、常にアドバイザーを使
わないといけないかというと、そうではない。「指針にこう書いてあるからアドバイザー
を使わなければいけない」となると、取引全体のコストやハードルが上がってしまうので、「判断に迷うような場合にはアドバイザーの活用の検討もありうる」というような書
き方で良いと感じた。

最後に、用語について。Unsolicited の翻訳は難しいが、「同意なき買収提案」という訳に
はやや違和感がある。例えばオークションにおける1次ビッドの提案も同意なき提案に
なってしまうので、田中委員がおっしゃった「非招請」ないしは「招かれざる買収提案」
というような、頼んでもいないのに来たという言葉の方が良いと思う。つまり、同意の有
無となると、交渉の結果同意が得られなかったという場合も含むので、この点はもう一度
議論しても良いと感じた。

【三瓶委員】 今の別所委員の意見に賛成。今回の改訂、指針作りの議論の目的が一言で分
かりやすく伝わるのが非常に重要だと思っている。そういう意味では、経済活動の機能
の1つとして買収があり、買収は生産性・企業価値を上げていくというのが大前提にあ
る。それがされる分には構わないというのが1つ。ただし、その中で、そういう手段を
使って本来の目的とは違うことをやろうとする人がいるのも事実。その場合には歯止めを
かけなければならないので、どういう形で歯止めをかけるのかという議論だと思う。買収
防衛から入ってテクニカルな議論をすると本来の目的からズレると感じるのと、買収防衛
に視点を置きすぎると、当事者目線になる。買収者、対象会社、株主など、その当事者た
ちがどう振る舞うのかという前に、経済的な活動としてあるべき姿がなされているのかい

ないのかということを見ていく必要がある。だからこそ、日本でも英国のテイクオーバー・パネルのようなものがあるべきという議論がある。機関投資家は時間と経済的コストが掛かる裁判の手段は余程のことがない限り使わないので、物事が起こっている中で、速やかに方向性づけるという意味があるから、テイクオーバー・パネルというのが議論されているものと思っている。そういう意味では、買収防衛という手段は限定的に使われるべき。真摯な買収提案以外のものを対象に限定して議論すべきだと思うし、そうすると防衛策も有事のものが大事になってくる。

また、情報と時間がよく議論に出るが、私はこの2つは別物だと感じている。また、対象会社が検討するための情報と時間という場合と、株主が判断するための情報と時間という使われ方があると思うが、これはまた別。対象会社にとっては情報と時間はセットだと思うが、株主にとって、情報は非常に大事だが時間はそこまで大事ではない。情報があれば、株主はオーバーナイトで判断できる。毎日株価は動くし、こういうことが起こったときは、次の日には自分たちは適正な株価の水準を決めなければならないものなので、時間を必要としないし、時間があっても早く決断しなければならない。情報・時間については、主体を明確にした方が良いと思う。

また、企業価値低下が見込まれる買収は、経済的な買収の機能の位置づけからすると、本来受け入れるべきではないもの。それを排除するプロセスはあっていいが、企業価値低下が見込まれる買収の許容を前提としたプロセスとして俎上に載せるのはおかしい。

「Unsolicited」について、その反対にあるのが友好的な買収であるとする、市場においては友好的な買収こそ危険だと考えている。知らない間に密約が交わされてシャンシャンと終わって、たいしたプレミアムが払われないというのが最も怪しいので、友好的な買収をスルーするのは問題。取締役会の行動規範からしたら、そこも十分に説明責任が果たされなくてはならない部分だ。

そういう大きな観点からすると、MOM 決議をどうする場合に使うかも全体の軸の中で整理されると思う。

【石綿委員】 46 ページの論点について。まず、わが国において、公正な買収が行われる法的インフラを作っていくうえでは、公開買付規制の在り方と一体として買収防衛策の在り方を議論していったほうが本来的には望ましい。

株主総会の承認を得ることの意義に関しては、日本で積み重ねられてきた過去の裁判例を

修正するというところまで狙うのか、それとも日本で積み重ねられてきた裁判例を所与の前提として議論をしていくのかによっても異なる。例えば、「四類型」の場合には取締役会で発動できるというのが裁判所の考えで、(事務局説明資料2 1 ページのように) その場合にも積極的に株主の意思を確認することが適当とまで言うのは過去の判例との関係で整合的なのか疑問。ただ、ニッポン放送事件の後でこういうことを書くから裁判例との関係が気になってしまう。むしろニッポン放送事件が言ったような四類型に該当するような買収が行われることは実際にはほとんどない中においては、ニッポン放送事件に修正をかけに行く必要はなく、ニッポン放送事件は所与のものとして受け入れたうえで、四類型を満たさないようなケースにおいて、対象会社の取締役会が、本当は企業価値を向上させる良い買収であるにもかかわらず、濫用的な買収だとして抵抗する場合に株主の意思確認を促すという形で、(四類型について株主意思を問うという議論とは別の形で) 株主意思を確認する重要性を論じた方が良いのではないか。

有事に買収防衛策を取締役会限りで発動し、株主総会の事後的な承認を得ない場合をどう評価するかという点については、基本的には日本の裁判所は株主総会で諮ることを求めていると思うので、それを受け入れて整理すれば良い。ただし、例えば新生銀行では買収防衛策を使って公開買付期間を60営業日まで延ばしているわけで、買収者が提供している時間が限定されているような場合に60営業日に延ばす程度であれば、総会を経なくても買収防衛策を使うことができるという評価もあり得る。そういう限定的な意味での買収防衛策の使い方は排除しない方が良いと思う。

また、三瓶委員から時間は不要だという話があった。実務的に時間が必要であるとしてよく問題となるのは、対象会社として代替案を提供する場面である。投資家からすると、自分たちが判断するということなのかもしれないが、実務としては、こんなに良い会社であればもっと高い値段で買ってくれる人がいるのに、予告なく提案がなされたが故に、もっと高い値段で買ってくれるよりよい代替案を株主に提供できないということは少なくない。マーケットチェックをして、より良い代替案があるという情報を投資家に提供することにも意味があり、その用意をするための時間と考えることもできるだろう。

次に、MOM 決議の許容範囲について。まず議論すべきなのは、なぜ MOM 決議を許容するのかという趣旨。なぜ全株主に議決権を付与するのではなく、買収者及びその特定の関係者を排除する形で意思を問うことで足りるのかという趣旨を整理すれば、自ずと許される範囲が見えてくるのではないか。仮に本来は議決権を有する全株主が判断すべきだが、

その判断の機会が奪われるようなケースにおいて、本来すべきであった判断を確認するために MOM 決議があるということが MOM の趣旨であるとする、という場合に認められるかという議論ができる。

また、相当性の要件について。防衛策導入時に保有している割合を下回るまで希釈化させる対抗措置等について、原則はやめた方がいいと思うが、例外的に、防衛策導入の決議に公表されていた株式保有割合を超えて株式の買い上りがなされたような場合などがあるので、「原則として」という文言を入れるべき。

最後に、株主総会の承認を得ることの意義について。企業価値を向上させる M&A が良い M&A だと整理した場合、企業価値が向上するかどうかを株主総会が常に正確に判断できるとは限らない。その意味では、例外もあり得るとならざるを得ない。ただ、原則として株主総会の決議を経るというのは賛成だ。

【三瓶委員】 先ほどの補足と石綿委員の発言を伺って思ったことをお話ししたい。代替案のところ、「ホワイトナイト」が出てきたことに違和感があった。投資家からすると「ホワイトナイト」はネガティブな言葉だ。ホワイトナイトは（経営陣にとっては）友好的だが、疑うべき最も危ない対象だ。ホワイトナイトを確保するための時間はなくてよい。代替案として考えていただきたいのは、対象会社が自らの経営が甘かったのであれば、買収提案よりも良い経営戦略を新たに打ち出して説明していただくこと。その方が会社を見てきた株主も分かりやすいしありがたい。また、他の第三者の対抗提案が出てきたときに、それも考慮するというだけでも良い。買収提案を受けて、新たな発想やアクションをとることなどが代替案であって、代替案＝ホワイトナイトとなると、非常にネガティブになるので、ここは皆様と意見が違うと感じた。

【石綿委員】 一点だけ三瓶委員にご質問したい。例えば、当初の買収提案が1000円で、代替案が900円だった場合には代替案が勝つわけがない。代替案というのは1000円より高い値段で出てくる。ユニゾのケースで言えば、最初に敵対的買収者が提示した価格は3100円であったのに対し、最終的な代替案は約2倍の価格（6000円）であった。つまり、代替案というのは当初提案よりも高い値段になるのが通常であるわけだが、その高い値段で売る機会を失うことについてどうお考えか。

【三瓶委員】高い値段は一見良いように思えるが、対象会社の経営陣を守るためにその値段を払うと、結局買収・合併した会社というのは、プレミアムを価値化できないということになる。例えば株式交換であれば株主は新たな株を持つわけだが、プレミアム以上の価値創造ができるかというところには期待できない。また客観的に見ればその買収は失敗するだろうということで、対象会社の経営陣を救ったものの、その買収は新たな価値を創造しないと市場は見る。結果、高い価格で買収が行われたとしても、そこから買収側の会社の株価が下がっていくというのはよくある。高い値段を払ったから、前の提案よりホワイトナイトの方が良いのかというと、経済全体の生産性を上げることにつながっているのかという先ほど申し上げた買収が経済活動として期待される機能を果たしているのかどうか。買収がそういう機能として使われているのかというと、そうならない可能性があると思う。

【別所委員】補足だが、私は三瓶委員と自分の意見に大きなズレがあるとは思っていない。ホワイトナイトは例示的に申し上げたが、ポイントは「代替案」である。Unsolicited offerがあった場合にそのままいくのか、それが最善なのかということで、他の候補先をあたるということ、ないし、自主独立で企業価値を高められないかということも再検討することも、当然代替案に入る。ホワイトナイトという用語に適切なものではないものが含まれるということであれば、マーケットチェックという言葉が正しいかもしれない。

高い値段で提案が来たときに、必ずしも良いわけではないというのはあり得る。しかし、買収後の企業価値が上がるかは、後にならないと分からないわけで、それを論じると結論が出なくなる。また、値段だけ異常な提案が出てきた場合にはアドバイザーとしてもおかしいということになり、一定の抑止力は働く。後から振り返ったときの正しさを100%担保し切れないというのはその通りだが、それがビジネスなのではないか。

【市川委員】資料の9ページ。買収防衛策の目的と発動条件について。有事導入型の発動要件について、平時導入型のように個別の要件が列挙されていないことが多く、そのため取締役会に裁量の余地が残されているということの問題点としてあげられている。平時導入型のように個別の発動要件を列挙することは、買収者にとっての予見可能性向上に一定つながるかもしれない。しかし、平時導入型の(2)の③にあがっている「買付条件が企

業の本源的な価値に比べ不十分な場合」などの発動要件を具体列挙したとしても、企業側が企業価値に関連付けて発動することが可能であり、裁量は必ずしも小さくならないので、結局のところ、買収者の予見可能性は必ずしも高まらないのではないか。

15～17ページにある、発動について株主総会の決議を経ることの意義について。我々は、買収防衛策を発動するのであれば、株主意思を確認するために株主総会に諮るべきというスタンスをとっている。買収防衛策において、9ページの左側の(1)、(2)①②を理由とする発動については否定する株主はあまりいないのかもしれないが、具体的なスキームがルール化されていない現状では、株主総会で適切なスキームかを確認する必要がある。一方で、同ページの(2)③にある要件について、(反社会的勢力については(2)①に含めて考えても良いかもしれないが)少なくとも企業価値が高いのか低いのかに関連して発動することに関しては、実際の買収防衛策の発動を通じて株主総会で諮るという方法と、買収防衛策ではなく、公開買付けの場で株主の意思を諮るという方法の両方があり得ると思う。それに関係して17ページについては、例えば買収防衛策の発動を株主総会で諮るのであれば、買収者が株主総会の場で企業と直接やりとりする機会が得られるし、一方で公開買付けにおいては、買収に賛成する株主が少数だった場合に、株式を売却する機会を得られる可能性が高まると思っている。どちらの形で株主の意思を確認するかというのは、最終的には対象企業が選択できるものだと思うので、企業が熟慮したうえで、判断に至った考え方を公表すべき。

【松倉委員】 46ページの1つ目の、買収防衛策の位置づけ・在り方の論点について。CGコードの基本原則に、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果である、と明記されている。今回改訂される指針が、企業価値向上に資する合理的な買収防衛策の在り方を示すものであるならば、マルチステークホルダー主義の観点から、買収提案者側は買収が成立した場合、従業員や取引先を今後どう処遇し、どう取り扱うのかを説明すべきであり、株主意思の確認にはこうした情報の開示が前提にあるべきだと考える。

続いて46ページの2つ目と4つ目の論点について。有事の買収防衛策発動の決定プロセスだが、対象会社側が株主意思を事後的に確認すると表明しているにもかかわらず買収提案者側が買収を進めるような場合には、取締役会限りで、買収防衛策の発動を決議するこ

とも想定されるので、事務局資料21ページ上段の青枠の2つ目の●の記述についても、改訂後の指針の中で、株主総会の決議を必ず経る必要があると受け取られるような表現にならないよう配慮していただきたい。

また、46ページ、5つ目の論点について。23ページの1つ目の矢印に「公開買付期間の上限と同じ60営業日」とあるが、対象会社側が買収提案の内容を検討した上で、株主意思を確認するという実務を考慮すると、例えば「少なくとも」60営業日といった表現が望ましい。また、その下の2つ目の矢印に「公開買付届出書における記載内容と少なくとも同程度の情報」とあるが、これだけではウルフパック等の対応は難しいと企業からも声がある。こうした情報の提供については、最低限必要なものと位置づけていただきたい。

最後になるが、46ページの3つ目の論点について。買収提案者側の予見性を高める点で、手続きルールや必要な情報開示項目等をあらかじめ提示する平時導入型の買収防衛策は、その導入及び継続に際して、事前に株主承認を得る必要があることから、当該措置を発動する場合、相当性が認められる蓋然性が高くなるのではないかと考えている。上場会社として市場から資金を調達する以上、一定の覚悟を持つべきとのご意見や企業買収にかかる機動的な動きを著しく妨げるようなことは避けるべきといったご意見があるのは重々承知しているが、改訂後の指針では、是非とも、平時導入型の買収防衛策の有用性を改めて認めていただきたい。

【田中委員】井上委員のプレゼンテーションに関して、買収防衛策については、エントレンチメントによって企業価値を引き下げる懸念が実証的にも裏付けられる部分があるものの、その対象会社のガバナンスの構造や事業環境、株価が低いときに買収される恐れがあるケースにおいては有益な場合もあるということを示唆する形になっている。これは以前から指摘されてきたことを裏付けるものであるし、私の印象にも合致している。そのことからすると、防衛策を一律的に禁止するというのは望ましくなく、何らかの形で機能する場面はあると考えることはできるだろう。なお、この点に関連して、公開買付規制を改革すると防衛策の必要がなくなるのかという論点がある。以前は私も「必要がなくなる」という見通しを示したこともあったが、現状そう簡単に言えないところがある。特に、市場買い集めについて、仮に公開買付規制を改正して市場買い集めもいわゆる1/3ルールの適用対象にするという形にしても、1/3まで市場で買い集めてしまうと、実質、経営支

配権を取得できることになる。または、少なくとも対象会社が他の会社を買収されるのを封じ込めるという形で、経営支配権に大きな影響を与えることができる。そうすると、対象会社としてはその前の段階で一時的にでも買い占めをストップさせたいというニーズは否定できない。これについて、公開買付規制で1/3ルール of 閾値を下げるという議論もあるが、それはそれで買収阻害効果の問題も起きてくるので、ドラスティックには下げられないだろう。そうすると、公開買付規制を改正できたとしても、対象会社の個別的判断によって、買収防衛策により濫用的買収ないし市場買い集めに対処していく部分が有益になることは否定できない。そういう意味でも、今回の指針の中で防衛策についての指針を示すことは、公開買付規制が改正されたとしても、なお意義が残っている。ただし、経済産業省が敵対的買収対応マニュアルを出すと受け止められるのは良くない。現在の事務局案は防衛策が不当に利用されることの抑止に重きをおいた記述になっていて私は肯定的だが、「こういう防衛策ならよい」というマニュアルを作っていると市場から受け止められないようにする工夫が必要。以上が総論である。

次に、各論点について申し上げる。まず、事務局説明資料の16ページの株主総会の決議を得た場合の問題について。

16ページで、買収者が強圧性の排除の一定の工夫をした公開買付である場合に、対抗措置を実際に発動するのは、たとえ株主総会決議があっても制限的に考えることがプラクティスとしては望ましいと書かれている。この点については、日本の裁判例は、ブルドックスソース事件最高裁決定が特段公開買付けの強圧性に触れないで、買収防衛策の必要性について株主総会の判断が基本的に尊重されるという判示をしているので、株主総会の決議を得ているときは、強圧性の有無にかかわらず買収防衛策の発動を認めるというのが裁判所の基本姿勢なのかなと思う。その一方で、株主総会の決議を得れば当然に対抗措置の必要性を認めることには議論の余地がある。17ページにもあるように、株主総会での議決権行使と公開買付けへの応募とでは、株主の意思表示の構造が異なる。特に気になっているのは基準日の関係で、基準日時点の株主は必ずしも買収時点の株主そのものではないということがあり、市場での株式取引が活発になっているようなケースだとこの乖離は大きくなる。その点は株主総会による意思決定の1つのデメリットだと思っている。また、株主総会の決議をとれば良いという考え方が広まったときに、持ち合い安定株式の保有工作の動機付けを与えるという問題がある。上場会社の中でも比較的規模の大きな企業では、持ち合いなどは過去の問題のように見られているのかもしれないが、実際に敵対的買収の対

象となる企業は規模の小さい会社が多く、そういう企業では安定保有株式の割合は高いので、現実の問題としてはある。もちろん、持ち合いというのは必ずしもネガティブのものばかりではなく、ポジティブな面もあるが、株主総会の決議を取れば良いのだという理解が不当に広がりすぎないためにも、プラクティスとして、総会決議を取れば良いということではない点は言及しておきたい。特に強圧性の排除の工夫をした公開買付けの場合には、なぜ株主に公開買付けへの応募の判断を委ねるというシンプルな対抗ではなく、株主総会決議をしてでも対抗措置を発動しようとするのかということについて、それなりに説明責任を問われると思っている。16ページの記述は、あくまでプラクティスとして望ましいかどうかを問題にしておき、対抗措置発動が適法であるかということの問題にしているわけではないので、最高裁の判例に反したことをいっているわけではないと思う。表現ぶりを工夫する必要はあるのかもしれないが、この部分は何らかの形で残して欲しい。

2点目は三瓶委員からもご発言があった、23ページの情報・検討期間の確保の問題である。これについては、買収オファーが強圧的かどうか重要であると思う。例えば、市場で株式を買い集めるというような強圧的な方法で買収が進められている場合、情報や検討期間が与えられていないと株主は迷ったら売るという判断になってしまうので問題がある。他方で、強圧性を排除した買収オファー、例えば全部公開買付けのような場合だと、そのオファーまでに十分な検討時間を確保していたかどうかは株主が判断すればよい。例えば対抗買付けを募りたいので時間をくれと対象会社取締役が求めているとしても、対抗提案が本当に株主の利益になるかは分からない。不必要に時間稼ぎをしている恐れもあるので、対抗提案を募るための時間を与えるかどうか、株主が、オファーに対して応募するかを通じて判断すれば良いという考えも、1つの割り切りとしてあるのではないか。私としては、検討時間の確保のための買収防衛策であれば比較的問題は少ないという考え方に疑問を持っている。現実的には時間の確保という形で延々と引き延ばすことがされると、実際は提案内容に着目した対抗措置発動の可能性と同じように買収オファーを阻害する恐れもある。そういう面では、23ページの延々と引き延ばすようなことは許容されるべきではないという記述も残す方が良いと思う。一方で、特にオファーに強圧性があるようなケースだと、必要であれば株主が応募の有無を通じて判断すれば良いという割り切りが必ずしもできないこともある。また、オファーが非強圧の場合でも、非常に短い時間で判断を迫られる場合に間違った判断をする可能性もあるので、時間を確保することが対象会社取締役会の判断でできるというのは全く不合理とも言えないと思っている。

結論的には、情報とともに検討時間の確保というのも防衛策の目的となり得ると考えて良いが、23ページにあるように、延々に引き延ばすのは駄目なのだという記述は書いてほしい。もし付け加えるとすれば、少なくとも非強圧的なオファーの場合は、検討時間をこれ以上確保することが本当に必要かどうかも含めて株主が判断することもあり得る、という意見も付け加えておくとよいと感じた。

【玉井委員】三瓶委員の「友好的買収、あるいはホワイトナイトとの取引こそ怪しく見える」というご発言を受けて、機関投資家側からの不信感は根強いと感じた。日本での実務の積み重ねの中で、そういったご感想が形成されたのだとすると、それを和らげるためにどういう努力をしなければならないのか真剣に考える必要がある。ガイドラインを作る中で、うまくそういう方向へ持って行ければ良いと感じた。太田委員も以前の回でおっしゃっていたが、対象会社側をサポートする場面が多い私からすると、対象会社の経営陣やボードメンバーは、何が企業や株主にとって良いオファーになるかを真剣に考えながら対応をしていると思うので、自己の保身というのは違うと思うが、そういったご意見があるということ踏まえて対応を考えなければならないと感じた。

また、防衛策のところを細かくガイドラインで作り込んでいくというよりは、もっと根本的な部分、取締役がどう振る舞うべきか、提案が来たときにどうすべきかを整理した方が良いというご意見については、私も同意だ。他方で、それぞれの当事者がどういうふうに行動するかには、どうしても今ある仕組みとしての防衛策が関わってくるので、今まで集積された裁判例を踏まえて、ベストプラクティスとしてどういうことを考えていけるのかを示すことには意味がある。また、TOBの規制改革をしてもどうしても残る部分が出てきてしまうという話は、田中委員のおっしゃる通りだと思うので、そういう趣旨でも整理の必要があるだろう。

必要性の要件との関係で言うと、全部買付け、部分買付け、市場買付けのいずれの場合についても時間と情報の確保というところがコアになると以前から思っている。取締役会で意見を形成して株主に届けるということ自体が、取締役の責務だと思う。そのためには一定の時間が必要になるし、情報もとりまとめて整理し、株主に分かりやすいようにお伝えするということが必要になる。場合によってはスタンドアロンで行う改革案の提示や代替案の準備も必要になるだろう。そのために、時間・情報は欲しい。他方で、防衛策を活用する側の問題として、濫用を防止するための工夫も非常に重要。時間についてずるずる

と延ばさないという観点からは、最長でも60営業日とし、それ以上は延ばさないこととして、もしそれまでに情報が不足していた場合は、その不足していたこと自体を得られた情報の一つとして判断するという形での整理も可能であると思う。情報については、2006年にTOB規制の改正があって、それを踏まえての公開買付届出書の中での情報開示で足りない部分は何なのかを整理する必要がある。抽象的ではあるが、買主が合理的な経営を目指して企業価値の向上にどう資するかについて、公開情報をベースにして、対象会社あるいは事業環境についての分析を踏まえて、丁寧に説明をしてもらうことが、買収後の経営方針やステークホルダーへの影響を考えると重要だと思う。

次に、16ページについて。3つ目のボツの、一定の買収については防衛策を活用するのではなく、制限的に対応する、つまり、一定の買収については防衛策を使わずに直接TOBに応募するかどうかにより判断していただくことで良いというカテゴリーがどのようなものを、とりまとめて示唆することには意義がある。買主側から見たときのセーフハーバーを示すということだ。100%買収を目指して、強圧性が除かれているような手法で、かつ時間と情報は対象会社にも確保された上で対応している場合であれば、企業価値き損の恐れがあるかの判断についても、別途株主意思確認株主総会で聞く必要はなく、TOBに応募するか否かという形で株主に判断してもらうのでも足りるのではないかと考えている。ここの記載を残すことは検討いただきたい。

また、部分買収について議論があった。いわゆる株主意思確認総会でこの買収を望んでいるのかどうかについての意思の表明を、強圧性のない形で確認し、その買収がサポートされるのであればTOBを継続し、そうでないのならば対抗措置が発動されるという形で対処することが考えられる。関連して、35ページに記載があり、またイギリスのTOB規制については38ページに記載があるが、MOM要件の決議に近似したような状況になっていると思う。それを踏まえ、35ページの3つ目、MOM決議を使用することについて、市場買付けだけでなく部分買付けの場合も20%を超えるような株式取得の場合は、MOM要件を入れることも示唆として検討してもよいのではないかと。

最後に、21ページ、取締役会限りの発動について、私も違和感を覚えた。取締役会限りで防衛策を発動するというのは減っているものの、あえて、なるべく株主総会で意思を確認した方が良いのではないかとこのところまで指針に入れる必要はないのではないかと。例えば、反社会的組織が入ってきているような、四類型に限らない困った事態もあると思うので、決定の内容まで触らなくても良いと感じた。

【武井委員】今回、企業価値を高める買収のためのインフラを議論している。その観点から、透明性を高めるインフラなのだというのが総論だと思う。

21ページ。発動の株主の意思確認の方法として、発動についての株主総会の事後承認しかなないと書き切るのは慎重にあるべきと考えている。アメリカ型の、独立社外取締役が判断したことに対して取締役の選解任で株主意思を諮るという選択肢もあってよいと思っている。今出ている裁判例を固定的に考えて書いて、逆に裁判所が「政府もこう言っているからそうする」となるのも現状固定になってしまってよくなく、新たな場合に新たな判断を裁判所にしていただける余地は残しておくべき。またその関連で言うと、企業買収のときには取締役に経営の保身や利益相反があるから凡そ関与してはいけないという、極端な利益相反処理となっている現行の主要目的ルールがこの文脈でよいのかという論点もあるので問題提起したいところである。なお、株主総会や TOB で決めるというのはすべての情報を出したオープンな場で決めるということの意味するが、いろいろな制約で全ての情報をオープンにできない場合もある。言えることと言えないことがありえる中で、独立社外取締役の判断も活かしたルートもあった方が企業価値向上という観点からもうまく回る場合があるように思う。以上の点で、現状固定型でなく、アメリカ型のインフラの余地も残すべき。

また、強圧性のない TOB のときにはおよそ防衛策の発動が考えられないというような、極端な捉えられ方をしないようには注意すべき。例えば30%とかを市場で買ったうえで行うような TOB のときには防衛策が適切な場合もあるだろう。企業価値基準からすると重要なのは、買収者側を含め企業価値を向上させる、あるいはき損しないと言ったことがきちんとコミットして守られる透明性のある仕組みがあるのかどうかという点。上場会社側が情報開示についての法的責任を負っているのと同様、買収者側も言ったことに対してコミットする仕組み、違うようであれば企業と同様の一定の開示責任を負うコミットの確からしさも重要ではないか。

MOM 決議については、現行法制度下では相当柔軟であるべき。なお EU 等でも部分買付けなどのときに MOM 決議をとる制度になっているので、MOM が何か日本だけ特殊なことをやっているとしても捉えるべきではない。また、MOM についてはその趣旨からその射程を整理することになると思うが、35ページで、説明を含めた情報に関する透明性に問題がある場合は MOM が適切であるという場合もあり得ると思うので、何か特定比

率で MOM 決議が使える使えないと割り切れる話ではないように思う。

最後、43、44 ページで、適時開示に関して。買収防衛策という用語は有事でも平時でもやめるべき。企業価値を高める買収がきちんと行われるための透明性を高める措置をやっているということを開示すべきで、「買収防衛策」という用語はなくした方が良いと思う。

【井上委員】別所委員から発言があった通り、あまり議論が防衛策や敵対的買収に集中しない方が良いと思う。三瓶委員の話もあったが、友好的買収にも問題があることもあるので、そこは気をつけるべきだ。

また、ファイナンス学者として私は市場を信じたいという部分があるため、株主総会の判断が正当であるという弁護士委員の発言は、少し私の考えと違うと感じた。構造的強圧性の無い状況下であれば TOB の結果も株主意思の表明で正当性を持つと期待している。市場が信用できないという議論には本源的価値と今の株価が違うという前提があって、本源的価値の方が株価より大きいと思うと、こういう議論が出てくるのだろう。ただし、それはまさに（本源的価値が株価に反映されるように）企業側の経営者が努力すべきところであって、CFO がそれをできていないとすれば非効率な経営だと思える。パブリックマーケットを選ぶからには、それだけの責任があるのが前提だと思う。他方で、市場は効率的かという、必ずしも効率的ではないということもあるので、どの市場が効率的でどの市場がそうでないのかを考えないといけない。

ここではワン・ルール・フィット・オールのような議論になっているが、研究を概観して分かったのは、様々な効果が非常に状況依存的だということだ。全ての上場企業を一つに扱うから問題が起きるのであって、例えば小さい企業の反社による買収など、そういうことを議論し始めるといろいろなものに網をかけてしまうことになる。この議論は、プライム市場に限った方が良いと感じている。そもそも、プライムにいる必要のない企業もプライムに入ろうとしている部分もあるが、プライムに限って言うと、もう少ししっかりした責任を経営者に負わせた方が良いのではないか。パッシブ投資はプライムがベンチマークになるので、多くの機関投資家はプライムに投資している。最もキャリア・コンサーン緩和仮説をサポートするのは経営者と機関投資家とのエンゲージメントであり、エンゲージメントはそれなりに重要な意義がある。機関投資家は、（エンゲージメントで経営戦略に）合意したからには敵対的買収等のときにそれなりに責任のある行動をとる責任

があると考えている。プライムでは（機関投資家が情報を得た上で判断できるようになっており）ある程度市場効率性が効くという前提で考えるべきだろう。

問題なのは強圧性で、プライム市場での強圧性を考える場合は、二段階買収の構造的強圧性と、事前保有比率については考えても良い。そういう点がアメリカで0%と20%に分かれている1つの原因なのだろう。したがって、（二段階買収の）構造的強圧性が無く、事前保有比率が5%の大量保有報告の基準に満たない場合は、他の理由を根拠に買収防衛策は発動されないことを前提にプライム市場を構成してもよいのではないか。プライム市場とそれ以外を分けて考えるというのは重要。

また、会社という貴重な資源を最適に経営できるグループに任せるというメカニズムもあるので、その意味で言うと、対象会社が最適な経営者の手に行かないというのを懸念すべきであって、そのときに例えば対抗ビッドが出る期間として60営業日に延ばすというのはあってもよいと思う。

武井委員がおっしゃっていた、取締役会の判断というのも、プライムで事前保有比率がなく、かつ構造的強圧性が明らかに無い（場合には発動されない）ということに（条件を）限定した防衛策であれば、独立社外取締役が過半数を占める会社については、そうした機動的な対応があっても良い。

海外からのエクスチェンジオファー（株式対価でのM&A）のように、大きな企業であっても買収提案の対象になることはあり得る。そうしたときに日本の場合、明確な強圧的二段階買収に対するルールが必ずしもきちりしていないということもあるので、この点は考えた方がよいと思う。プライム市場とその他を分けて考えないと、どちらかの市場で大きなひずみを生むのではないかというのが問題意識だ。

【児玉委員】 今回資料を拝見して、日本の判例の整理からというアプローチで資料を整理していただいているので、わかりやすく良い。その反面、判例の整理にはないものとして、たとえば社外取締役過半の場合の取締役会での判断権限といった取締役会の構成への配慮という視点が抜けてしまっている。井上委員のプレゼンテーション資料12ページで、独立取締役が過半数の企業ではプラスの影響が見られるとされており、社外取締役の多い取締役会の判断を尊重することについて、ファイナンスの観点でサポーターエビデンスをいただいたと思っている。日本には大中小とさまざまな企業がある中で、一括りで取締役会というのは何か違うのではないかという印象が強いので、配慮をお願いした

い。判例の整理だと論点にならない部分だと思うので、別途論点化することをお願いしたい。

【藤田委員】まず大前提としては、井上委員の報告にあったとおり、同意のない買収が企業価値にどのような影響があるかは状況依存的なので、もちろん一律禁止でも無制限でもルールとしてあってはならないわけで、しかも裁判所が良い買収か悪い買収か決めるというルールもとれない。そういう中でルール設定をしなければならず、完全なルールというのはできず例外的にはうまく働かないこともあるが、それでも相対的に納得できそうな設定にするための議論をしている。

次に、本研究会の報告書というソフトローで何ができるか、どういうスタンスを取るかは考える必要がある。現状固定的な判例のリステイトメントになっても始まらないというのはその通りだと思う。ただ、裁判所に行ってもおそらく否定される内容を指針で宣言することが適切かは、よく考えなければならない。例えば、社外取締役が過半数いるような独立性の高い取締役会であれば、買収が悪い買収であると取締役会が実体判断をして阻止し、結果、株主が判断する機会を完全に排除するような対応をとっても適法だという内容を報告書で記載した場合に、それが（将来的に）裁判例で肯定され日本の買収に関する判例法が変わるかという、その確率は極めて低いと思う。そういうことを承知の上で問題提起をすることも論理的には選択肢としてはあるにせよ、それが適切かどうかはよく考える必要がある。例えばアメリカではそういうルールであると言うことは構わないが、日本の裁判上のルールもそうあるべきであると、当面は受け入れられないことを承知で宣言することの是非は慎重に検討すべきだと思う。現状固定的なリステイトメントに終始すべきというつもりはないが、研究会の公表する指針が将来に与える影響を過大評価し、自分達が判例を変えられるというスタンスでソフトローを宣言するかは別問題なので、どのあたりを目指すかスタンスを一度考える必要がある。

以上が大前提であるが、その上で、現在提示されている文書の構成は基本的には良いと思う。繰り返しになるが、まず根本的なゴール設定は企業価値基準であり、原則は株主が企業価値を高めるか否か判断するということがある。そのコララーとして、特に同意なき買収を阻止するという対応をすることについては原則として株主の承認が必要であるとした上で、株主の決定を歪めるような形で買収が進行しているような場合には、そもそも株主意思の尊重に反するので取締役会限りで止めることが当然できる。ただし、その場合

は、株主の事後承認を前提に一旦止めるのが自然な帰結であろう。逆に、企業価値を高めないことを理由に買収を止めて、事後承認の機会を永久に排除するのであれば、原則は取締役会限りの判断ではダメだというスタンスになる。異論があることは理解するが、ソフトローとしてここを変えることは難しいと思う。

ただ、承認の仕方は MOM 決議も含めて柔軟性を求めるという方法も検討すべきである。また従来の方針にあった、取締役会決議で買収防衛策を導入する場合でも、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が許容されるという考え方については、近時の裁判例を前提にすると見直すことを明らかにするのが必要に思われる。

その上で、企業価値を高めないからという理由で、株主の事後承認の機会を排除する形で買収を止めることを容認するケースとして、ニッポン放送の四類型に言及があること自体は良い。ただ、その位置づけと内容については再整理が必要だと思う。理論的な位置づけとしては、企業価値を高めるかは株主が確認するという株主意思の原則との関係で、どういう理屈で例外となるのかという説明が十分されておらず、ここを説明しないと法制全体の中で異物として残りかねない。決定当時とは異なり現在では会社法 206 条の 2 第 4 項ただし書があるのが参考になるかもしれない。これは、支配権の異動を伴う新株発行は一定数の株主が求めれば総会決議が必要だとすることへの例外であり、単純化するなら、実体としての必要性と緊急性があれば株主総会をスキップできるという例外を定めるルールである。ニッポン放送事件の例外も、これと同じような話だと思う。そういうものとして現行法上は位置づけが一応可能で、その限りですでに実定法上あるタイプの例外として、株主意思との関係での説明がつくように思う。

問題は例外の中身であり、実体としての必要性をどう考えるかということで、ニッポン放送事件高裁決定の四類型がよく引用されるが、あれはあくまで例示であり、あの類型にこだわって外延を明らかにしようとしてもはじまらない。決定自体も、一般的な規範としては、株主全体の利益の保護の観点から正当化する特段の事情があれば良いとだけ言っている。この辺りを整理し、内容を検討することはこの研究会の指針で取り上げてもそれほど問題ないと思う。内容としては、太田委員が指摘した私的利益のある場合や買収者の属性は、もちろん考慮要素になるが、これはあくまで実体としての必要性、つまり企業価値を損ねるような買収であるという要件の徴表にすぎないのであって、それ自体として独立の要件であるようなルール化は避けるべきである。位置づけは正確にした上で、そういった考慮を入れる余地があることは示唆しても良いと思う。

個別の論点についていうと、まず株主の承認の正当性についてであり、資料では三ツ星の事件に触れている。株主の意思決定を歪めないために買収を一旦止めるという対抗措置をとるわけだから、承認の際の株主の意思決定が歪んでいたら話にならない。三ツ星事件は防衛策の相当性との関係でよく引き合いにだされ、その点で問題があるわけだが、40ページ以下の対抗措置の相当性で挙げられている損害軽減措置も、株主の承認の正当性に関連することに留意していただきたい。損害軽減措置は、買収者にダメージを与えるとかわいそうだからという問題ではなく、むしろ株主の決定を歪め承諾の正当性に影響を与える可能性があることが重要だと思う。極端な例だと買収者が一切行使できない差別的行使条件付新株予約権の割当てをすると、その他の株主は株式を取得できるので、経済的利益を得られることになる。しかも買収者側の持ち株比率が大きければ大きいほどその価値は高くなる。こういう形の対抗措置は、導入・発動の株主の意思決定に歪みを与えかねない。損害軽減措置の話は承認の正当性との関係でも次回検討する必要がある。

MOM 決議の許容性については新しい点で、いわばハードローが生成中なので、研究会の出す指針が今後のハードローの形成に影響する非常に重要な点だと思う。ただ、現在の整理のように TOB か市場買付けの二分論で、市場買付けの場合には正当化されるという形で決め打ちしてしまうのは気になる。無限定で認めてはいけないはその通りだが、理屈としてこの二分論が通るのかは危惧を持っている。実際問題として、相当数を市場で買い上げて最後のわずかな部分について買付上限を相当低くして公開買付けで取得する場合などでも MOM 決議が使えないのかというのは疑問がある。また、強圧性の程度が相対的に小さいから公開買付けの場合は原則 MOM 決議が駄目だという論理にも見えるが、26ページに書かれているように、市場買付けと公開買付けの強圧性の違いは程度の差ではなく、性格の差である。市場買付けから生じる強圧性は、株主の不合理な行動を引き起こすという問題であるのに対して、公開買付けから生じる強圧性は合理的に行動しても起こる構造的なバイアスという違いである。公開買付けでも少数株主を安い値段でキャッシュアウトすると予告をした TOB の場合は非常に強い強圧性を構造的に発生させるし、そういうものに対しては MOM 決議による承諾も認める余地はあると思う。実際そういうことをする人がいないから問題がないということかもしれないが、公開買付けか市場買付けかというだけでルールを変え、後者だけは MOM 決議で良いというのは、論理としては維持できないように思われる。どういう理屈で MOM 決議を正当化するかはもう一度整理し直していただければと思う。

【小館委員】三瓶委員から、友好的買収ほど警戒する、ホワイトナイトも同様であるという話があった。買収の局面において、機関投資家・株主の取締役に対する信任が低いというのは非常に憂うべきだと感じた。

今回の研究会において、買収防衛策にフォーカスしすぎるべきではないというのは同感。公正な買収は進むべきということであれば、買収は友好的買収の方がよほど多いので、今回 Unsolicited offer についての対応、買収防衛策を整理して、特に取締役についてどのように行動をすべきかにつき指針が示されれば、それとの比較で友好的買収をどのような形で取締役として検討・実行すべきかがより明らかになるだろう。指針はマニュアル的になるべきではなく、公正なプロセスだと分かるプリンシプルを示すことで、それに沿って行う友好的買収が増えれば、より機関投資家や株主の理解も得られると思う。そういう意味では、今回はかなりニッチなトピックを題材にしていると思うが、より大きなユニバーサルの友好的買収について、研究会の成果によってより良い買収が起きるようになると良いと思っている。

【三橋委員（事後意見）】以前申し上げた、「強圧性」という言葉が濫用されており、定義した方が良いという点を26ページで整理して頂いた点を感謝する。対抗措置の必要性を基礎づける強圧性は、純然たる買収の「手法」ないし構造が問題となる場合に議論の対象を限定すべきとの整理は非常に納得感がある。

「有事における買収防衛策に係る必要性の要件と判断者との関係」の観点では、16ページにある3段目の2行目「手続きルールが遵守され」というのは重要なキーワードではないか。ルールを遵守しない案件で様々なリスクが見えてきていることから、様々なご意見あるようだがこのワードは残して欲しい。

取締役の行動規範については次回議論予定とのことだが、買収提案がなされた場合、機関投資家として社外取締役の存在、役割を重視したいとの思いがあり、お伝えしたい。日本企業の取締役会構成において社外取締役1/3は、大方達成される中、今後は取締役会の実効性が問われている。買収提案された際、例えば、有事に取締役会限りで買収防衛策を発動、株主総会で事後的に承認する時、社外取締役による少数株主を意識した判断や振る舞いの有無は賛否の重要な判断材料になる。社外取締役の規律ある行動が濫用的買収から結果的に会社を守ることに思料する。

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