

公正な買収の在り方に関する研究会

第5回 議事要旨

1. 日時：令和5年3月1日（水）13時00分～16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、別所委員、松倉委員、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、田中委員、玉井委員、藤田委員

（欠席：小畑委員）

4. 議題：これまでの議論を踏まえた検討の深掘り
5. 議事概要：

はじめに、事務局より資料3（「事務局説明資料」）について説明した後、討議を行った。事務局の説明及び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に沿って説明をさせていただく。次回の第6回では指針の原案を示したいと考えており、本日はそこに向けてこれまで議論し切れていない大きな論点を取り上げるとともに、各論でこれまで発言し足りない部分があれば、それを引き出していきたいと考えている。

2ページ。これまでの議論を踏まえ、買収一般に関する3つの原則として、企業価値向上の原則と、一般株主利益の確保の原則、そして株主の尊重及び透明性の確保の原則を挙げている。この後、詳しくご説明するが、第一原則を基本として、局面に応じて第二原則、あるいは第三原則が重要性を増す場合があるのではないかと考えており、取締役・取締役会の行動規範にも関わってくるもの。

3ページ。第3回研究会で出していたフロー図を修正し、改めて示している。大きなフローとしては、事前に経営陣と買収者との間で何らかの要請なり打診があった上で行われるいわゆる友好的な買収提案と、そういうものがない中で行われる unsolicited な買収提

案で、大きな流れの差はないだろうと言うことで一本化した。他方、 unsolicited な提案と友好的な提案では、経営陣が買収提案に対して、どういうスタンスで向き合っていくのかというところに、実態上の差異がある可能性は高く、取締役の行動規範を考える際には、この違いは留意すべきポイントだと思う。

5 ページ。 前々回の会合で、取締役・取締役会の行動規範を考えるべきだというご指摘を多くいただいていた。日本にはアメリカのレブロン義務のような規範がないので、 価格以外の要素も一定の範囲では考慮する余地があると思うが、その中でどういう行動規範を想定すればよいかという点について、ぜひご議論いただきたい。

5 ページの一つ目の丸のところ。一つの仮説として書いているが、買収提案を検討する初期の段階と交渉が本格的に進んだ段階では、買収が実行される確度や、あるいは会社が掛けるコストや時間が異なっており、検討が本格化するにつれて買収提案を検討するということが、会社にとってより重要な経営課題になってくるのではないかと考えている。 この点、実務においては買収の検討が進むにつれて、それが実現した場合に一般株主の利益に対してどのように影響するのかについて取締役会としてもよりしっかりと見る、あるいは説明責任を果たしていく必要性が高いと言えるのではないかという投げかけをしている。また、関連して、下の一つ目の矢羽根のところで、先ほど申し上げた第一、第二の原則との関係で、企業価値の向上と一般株主の利益の関係で、どのように考えるべきか、いくつか例示を書かせていただいた。中間的な論点案として、現在パブリックコンサルテーションの中でも投げかけているものだが、どのように考えるべきか悩ましい場面があるだろうと思っている。

9 ページ目。今の話と関係するが、上半分に全体に通底するような行動規範を、下半分に特に交渉が本格化した段階において求められる行動規範を記載した。交渉が本格化した段階において、という区切り方でいいのかという点からそもそも議論すべだと思うが、このように段階が変わることがあるとすれば、どのような行動規範が求められるかということ。典型的には下の方の2つ目の矢羽根で、積極的なマーケット・チェックを行うのは、ある程度煮詰まってきた段階であろうと思うので、そういう場面で、どのような行動が求められるのかを考えていく必要があると思っている。

10 ページから 11 ページについては、少し細かい話になるので、詳しい説明は割愛するが、各局面においてどのような行動規範が考えられるか、主なものを挙げている。

12 ページ。開示についての論点。買収は会社の存続に関わる重要なイシューであり、そ

の重要性に鑑みると、透明性を確保する、あるいは株主が知った上で、取締役会への信任の判断ができるようにするということが一つのあり方とも考えられる。そういう観点から、対象会社からの開示のあり方を論点として取り上げている。他方で、資料にも書いているが、買収交渉の途中の段階で開示をすることについては、例えばそれによる株価への影響も含めて、様々な影響があると思われる。また、事後に開示するのであれば、こうした弊害は相対的に少ないと思うが、それでもなお、買収者の固有名詞が出ると、買収に失敗したことが明らかになるので、デメリットもあると思っている。そうした中で、日本でのどのようなやり方が考えられるのかについて、ぜひご意見をいただきたい。

関連して 13 ページ。海外の制度を紹介している。これがスタンダードだというのが明確にあるわけではないが、例えばフランスでは、直ちにその買収交渉の状況について公表すると、交渉に悪影響が及ぶような場合には、開示を遅らせることができるとなっている。一方で、交渉する意味がないと考えた際には、買収提案を受領した事実を開示することが求められている。

14 ページ以降は、買収防衛策についての前回の議論を踏まえて取り上げたもの。まず MOM 決議については、これがどのような場合に許容されるのかについて、その趣旨に立ち返って考えると議論しやすいのではないかとのご指摘をいただいております、そもそもの趣旨に立ち返って、この赤枠の中に考え方を記載した。急速な市場買付を行う場合には、公開買付制度に基づく買付けのように、情報開示や検討時間の確保についての制度的な担保がなされていない中で、時間なり情報の面で問題があるというご指摘があった。そうした中で会社が買収防衛策を用いる場合、本来は買収される前に株主総会で判断を得たいところだが、急速に買い付けられるとその判断ができないうちに株主構成が変化してしまうので、本来得られたであろう株主の意思を確認するための次善の策として、時計の針を巻き戻すようなイメージで MOM 決議を用いるという発想があるのではないかと考えている。仮にこういう発想を取る場合には、買収前と比較して、株主構成が大きく変化する規模の急速な市場内買付け、あるいはそれと組み合わせる公開買付けの場合が、対象になると思っている。また、議決権のどの部分を分母・分子から除外するのかについては、まさにその急速に買い付けられた部分が除外の対象となると考えている。この点は、そもそも MOM 決議の趣旨をどのように考えるのかにかかっていると思われる。

16 ページ。取締役会限りで発動することについての論点だ。事後であれ、株主総会を開催することとしていなければ、司法で争われた際に差止めになるという判断が下る可能性

があるわけだが、ニッポン放送事件のような例外を踏まえると、取締役会で発動することを否定する必要は無いだろうということで、この中段の青枠の中に考え方を書いている。その上で、企業価値の毀損が明白なことから対抗措置を発動する必要が高く、かつ緊急性が高いような場合には対抗措置が適法とされる余地があるのではないかと書いている。一方で、下の注記にあるように、そもそもニッポン放送事件は、特定の第三者に割り当てるという特殊性がある中での判断であったので、考え方が違ってくる可能性もあるとのご指摘もある。こうした点も踏まえて、ぜひご意見をいただきたい。

17 ページから平時導入型の買収防衛策について整理をしている。2005 年の買収防衛指針は、平時から防衛策を入れることによって予見可能性が高まるという点に着目して書かれている。大枠としては、一概に否定する必要まではないのではないと思うが、一方で、18 ページに少し細かく記載しているが、平時に導入するといっても、幅広い場面で対抗措置が発動される余地がある場合には、どのようにすれば対抗措置を回避できるかが分からないこともあり、果たしてそれで予見可能性があると言えるのかが論点だと思っている。従って、平時に導入する防衛策について予見可能性を議論する際には、どのような場合に対抗措置が用いられるのかについて、あまり裁量がない形で分かるようになっているかどうか1つポイントだと思っている。

21 ページ。平時に導入する防衛策について機関投資家の反対が多いが、どのような防衛策であれば理解されやすくなるのかという点については、これまでの研究会の中でも様々なご意見をいただいております、そうした具体例をお示しした。防衛策の設計によって、機関投資家の判断が変わり得るポイントがあるのであれば、そうした点を指針の中で示すことは有意義ではないかと思っている。他方で、個別のケースによる面もかなりあると思うので、こういう設計にすれば一律に問題がないといったことを指針で書くのは難しいのではないかと思っている。

25 ページ。機関投資家の判断が重要になってくる中で、特にどのような点に機関投資家が留意して判断することが望まれるのかを考えてみてもいいのではないかと思っている。指針で打ち出していくべきことがあれば、ご意見をいただきたい。

26 ページ。買収に関わる派生的な論点として、役員の選解任との関係について取り上げている。経営支配権を得ようとする意図が明確になっている中で、取締役の選解任を通じて、買収の是非を株主に問うという場合には、株主は経営支配権が移ることを考慮した上で判断をしているので大きな問題はないと思う。他方、①と②に書いてある場合には経営

支配権が移るという重要な情報を株主が知らないまま実質的に買収が進む可能性がある。

①については適切な情報開示がなされること、②については選任された取締役の利益相反が特に課題になるのではないかと考えている。

28 ページ以降に用語の見直しの話をしている。「買収防衛策」については、経営者を防衛するためのものでは無いが、何を防衛するかについて様々な解釈の余地がある。また、指針で防衛策という言葉を使っていることで会社側が「防衛ありき」で考えることに繋がっているという見方がある。もう少し中立的に表現できないかということで、「買収への対抗措置」であったり「買収への対応策」、「買収時の株主意思確認手続」などを候補としている。「買収への対抗措置」と言うと、新株予約権無償割当てという最後の行為をイメージさせると思われ、「大規模買付けルール」と言うと、もう少し手前のところで、平時から開示をすることも含めてイメージさせると思うので、場面によって言葉が違うのかもしれない。

29 ページ。一般的に「敵対的買収」と呼ばれてきたものをどのように呼ぶべきか。研究会でのご指摘を踏まえて改めて検討し、買収提案を受領した時点と、最終的に取締役会として買収提案を受け入れないと判断をした時点で、呼び方が異なるのではないかと考えている。

(2) 討議

【角田委員】 三原則について。unsolicited な買収提案の用語としては「一方的買収提案」がよいと考えている。一方的買収提案を無視して第三者割当を縁故先や取引先にするようなことが許されてきたのは、ここに出てくる「企業価値」という意味ではなく、いわゆる企業価値という用語が独り歩きして株主以外のステークホルダーの利益についても考慮して、(その結果として)株主を軽視しても許されるような受け止められ方がされてきたからだと考えている。また、株主共同の利益についても、持ち合いや事業上の取引がある株主の利益、すなわち配当や株価以外のところで便益を得る株主の利益を割引かない考え方の免罪符になっていたと感じている。その観点では、事務局が示した原則の案で「一般株主」という言葉を使ったのは非常に良いことだと思っている。株価がいつも正しいと言うつもりはないが、いわゆる一般株主にとって株価はその価格で換金できる点ですべて

に近い価値であり、企業の中期経営計画など将来のものも含めて現在価値として反映されている値段である。そのため、一般株主の利益に資するように行動するということと、一方的な買収提案であろうとも、提案価格に対しては株価を中心とする価値を意識して比較・分析することについてもっと明快に記載された方が良いと考えている。

【太田委員】 簡単に6点ほどコメントしたい。まず、5ページの行動規範について。第一原則と第二原則の関係について書いてあり、例としては適切で分かりやすいと思う。しかし、これについてどう考えるべきかという観点からいえば、企業価値研究会以来の我が国における考え方は企業価値原則なので、例えば最後のポツに書いてある、中長期的な観点から企業価値を向上する可能性がある買収提案と、短期的には価格の高い買収提案の比較では、企業価値を高める方に応じるべきということが答えだと理解している。ただ、5ページの記載では、レブロン義務の話と通常買収提案の話とが合わさって記載されているので、分けて考えた方がよいと思っている。レブロン義務が出てくるような場合は、複数の買収提案が出てきた場合だと思うが、複数の買収提案が出てきたときには、抽象的には企業価値を高める方を選択すべきだと言える。ただ、どちらを選択するかということについて、対象企業側も少なくとも定量的な形で、それに対して応答する義務があるのではないかと思う。即ち、Aの提案が良いと考えて対象会社が買収提案を受け入れるというところに、それより価格が高いBの提案が出て来たという場合に、BではなくAのほうが良いと言うためには、現実としてBという買収提案が出ているからには、やはりBとの比較において、定量的にAの方が良いということを説得できないのであれば、Bの提案をとるべき。その意味では、一般株主の利益が前面に出てくるという関係だと思う。要は、5ページについては、複数の買収提案がなされた場合と、そうでないスタンドアローンの買収提案が来た場合で分けて考えた方がよい。

15ページ。MOM決議について、概ねここで書かれている通りで良いと思う。また、MOM決議をサンクションとして用いることについて、法令違反を直接的な根拠として議決権を排除することを正当化するのは難しい場合が多いのではないかという点は、今の日本の裁判所の底流にある考え方（公法私法二分論）とは整合すると思う。しかし、日本の場合、大量保有報告規制やTOB規制違反に対するエンフォースメントが非常に弱い。監視委員会が飛んできてくれるわけでもなく、SECが差止命令を出してくれるわけではないという意味において、企業の自主努力に任されているところが相当ある。そういう問題

があった場合、是正させる1つのやり方として、MOM 決議のようなものを使うことは本来あっていいのではないか。日本の裁判所では、こういうところで公法私法の二元論の亡霊が出てきている。アメリカであれば、例えば 10b-5 の違反があった場合はインジャンクションなどが発令されることになるはずで、法令違反を根拠にして買収者等の行為に対して対応することができないとは必ずしもなっていない。よって、「本来法令違反に基づくサンクションによって解決されるべきものと考えることが適当ではないか」と記載されている点については、監督当局が法令違反を適切に摘発してくれるのであればその通りだが、我が国の現状に照らすと、会社が MOM によって自助努力として対応せざるを得ないという道を完全に防ぐことはあまり好ましくない。ここは、日本の実情に応じて考え方を柔軟にしていいただきたい。

16 ページ、※印について。ここの記載は田中委員の説である。アメリカではそもそも取締役会が相当性の範囲内で対応できるけれども、ニッポン放送事件のケースは非常に強力な第三者割当型の買収防衛策（ロックアップ型買収防衛策）で、アメリカのデラウェア州であっても絶対に認められないほど強力な買収防衛策であった。この判例が生き残っているのは我が国にとってかなり不幸であると思っている。判例上も、取締役会限りで発動された防衛策で予約券無償割当型のものについては、ピコイ事件がブルドックス事件の最高裁決定の判断枠組みを用いて判断しており、そこではニッポン放送事件四類型は全く登場してこない。もちろん、この研究会でニッポン放送事件の決定を書き換えることはできないが、四類型に当たらなければ取締役会で買収防衛策を発動する余地が全くないかのような誤解が解けるよう、世の中に示せれば良いと考えている。※印にある考え方が充分あり得るということをどこかで書いていただければありがたい。

18 ページ。予見可能性について。どういうタイプの買収は受け入れず、どういう類型なら受け入れるのかを全部書ききることは難しい。例えば、対抗措置が第二新株予約権のようなものであって TOB も撤回されれば、対抗措置が発動される可能性がないというように、対抗措置の中身について事前にノーティスをしていれば、一旦提案してひっこめたとしてもサンクションを食らう可能性はなく、買収者側も安んじて買収提案を出すことができるはずである。予見可能性については、類型の詳細を全部書き切らないと駄目であるかのようにになると、実務上対応できず無理なのではないか。むしろその「対抗措置」の中身についてきちんと予見可能性が担保されるよう説明することが大事なのではないか。

26 ページ。臨時株主総会を通じた経営支配権の異動に関する事案は、広い意味で言うと

市場買い上がり型の買収の中で、問題がかなり大きいタイプの1つという整理なのではないか。つまり、単なる市場買い上がりではなくて、複数の連動者によるウルフパック型の市場買い上がりがなされた上で、臨時株主総会招集の請求を通じて、現任取締役を全部解任し、新任取締役を入れるという形で経営支配権の取得をするというのがこのタイプ。これについては、単一の者が市場買い上がりをしてくる場合に比べて次のような問題がある。単一の者であれば、市場買い上がりによる強圧性の問題だけが前面に出てくると思うが、それを逆手にとって、分散して買い上がるような場合には、大量保有報告規制の違反・潜脱の問題がある。また、臨時株主総会招集請求の場合は、招集請求者側に罰則を伴うような情報開示制度がない。つまり、この場合には、買収者側は、公開買付届出書のようなものを出さなければいけないわけではなく、また、株主総会の参考書類の中に、例えば買収者の属性や経営権取得後の経営方針を書かなければいけない等の規律は当然ない。なので、最後株主総会で株主の意思を問うと言っても、インフォームドコンセントが欠如してしまうという問題があると思っている。臨時株主総会を通じて、経営支配権の取得を図るような場合は、最後の株主総会での審議が重要になる。経営支配権の異動を目的としている以上は、臨時株主総会の招集請求の際に、一般的に必要とされている「招集の理由」を超えて、TOB 規制並の重厚な情報開示をしないと、株主がきちんと判断ができないのではないか。その点をもう少し書き込んでいただけると良いと思う。この問題は昨今続発しているので、今の時期に研究会をやっているからには、是非指針に書いていただきたいと思います。

28 ページ。用語について。レベルの違う言葉が複数並列されているのは良くない。「対抗措置」、「大規模買付け」、「株主の意思確認手続」というのは、1つの買収に対する対応策のパーツのことを言っているだけなので、全体を表現するのであれば、この中では「買収への対応策」という言葉が最もふさわしいと思う。対応策の中に対抗措置が組み込まれていたり、株主の意思確認手続があったり、大規模買付けルールを設定するようなものがあるということなので、一般的に価値中立的な言葉を使うのであれば、「買収への対応策」あたりが良いと思う。

【三瓶委員】三原則の提示については判断軸ができて、非常に分かりやすくなったと思っている。その中で、第二原則の一般株主が享受すべき利益というのを誰が判断するのかはひっかかっている。私の理解では、第二原則については第三原則で確認できると考えてい

る。それを前提にすると、企業価値の向上と一般株主の対立の話は、究極的には第一原則と第三原則の対立になってくる。その場合、対象会社の取締役会が第一原則を満たしていると判断するが一般株主は不満というケースと、一般株主は満足だが取締役会が第一原則を満たせないと考えているようなケースがあると思う。だとすると、これは対象会社の取締役会が丁寧に説明して、第三原則を通じて支持を得るしかないと思う。

そして、次に検討交渉の段階というところで、ステージが変わる契機は、対抗提案が出てくるところだと考えている。また、主体が誰かという話になるが、大きく違うのが、ファンドと事業会社の違いである。ファンドよりも事業会社の方が、一般的にはシナジー創出力が高いと考えられている。また、ファンドの場合だと、エグジットが前提にあるところが違う。そうすると、交渉検討のポイントでは、ファンドの方が比較的限定的で短くなり、事業会社の方は広範になり得ると言うところが違いとしてある。

また、100%現金や全部買付け・部分買付けの比較のところでは、100%現金だと、最後の取引ということで、一般株主にとっては価格が気になる。他方、全部買付けで株式交換であれば、交換比率だけではなくて、買収後の企業価値創造がどうなるのかというところにも関心が向くので、両睨みになると思う。部分買付けは、TOB に応じる株主と応じない株主が生じることから、情報の透明性が判断の重要なポイントになる。一方で、買収後だと買収者と対象会社の経営上の利害が残ることと、対象会社の少数株主の利益相反というのはよく言われることだ。あとは、買収後について、経営支配については、支配している以上、決定権は0か100になっている一方で、経済的利益の方は保有按分になるというミスマッチの問題が出てくる。以上のことから、部分買収はさまざまな矛盾をはらんでいると思う。

5 ページ。マーケット・チェックを促すような記載があり、比較検討ができる点で良いと思っている。

9 ページ。買収価格（対価）が低い提案に取締役会が賛同する場合というのはどういう場合があるかというところ、例えば全部買付けの提案をしてきた買収者に対して、対象会社の取締役会が部分買付けに交渉を持っていった場合などは、求められる説明責任の程度は相当高まるだろう。

また、12 ページの買収提案を受領した場合における開示の必要性については非常に難しいところ。第三原則に沿った開示というのは必要なので、株主がどのように意思を表明すべきなのか、どういうアクションをとるべきかという段階では開示が非常に重要。他方

で、検討中であるとか、交渉決裂後の対象会社からの開示というのは、慎重であるべきだ。というのも、これまでの会社と対話してきた経験では、今年1年間でどれくらい買収を検討したかという情報は普通に出てくる。例えば25件くらい検討したが、どれもあまり条件が合わなかったから、やらなかったという声は聞いたことがある。しかし、逆に、買収を受けた側から、今年10件提案があったけれども、全部断ったとか、そういう話は聞いたことがない。何故聞いたことがないのかというと、そういう情報を伝えるとなれば、こんなに買収提案が来ているのかと思い、誰がどういう買収を提案するのか、どんな会社か等、色々な思惑が出てきてしまうからだ。結局それが株価を動かすような微妙な情報になってしまうにもかかわらず、何ら根拠がないので、嫌なノイズのような情報になる。そのようなものが出てくるのが投機的な性格をもっているのによろしくない。万が一、会社がそうした情報を誰かに伝えたとすれば、フェアディスクロージャールールに従い会社は公表しなければならなくなるが、公表された情報はどのような意味を持つのかとか、様々な思惑が連想されるので、こういった情報の開示はかなり慎重であるべき。

あとは、経営陣が買収提案を受領したが、大した具体的な内容がなかったので取締役会に報告しないということはある程度得ないと思う。些細なことであっても提案があったらまず報告しなければならない。そうでないと、どういうことが行われているのか、取締役会は把握できないので、具体性の有無に関わらず、少なくとも報告事項にはすべきだと思う。

また、対象会社が情報開示せざるを得ない場面というのは、例えば交渉相手が交渉に難航した場合にリークして、メディアを経由して扇動するようなことが考えられる。その時に慌ててどうすべきか悩むのではなくて、もし誰かがリークした場合は、こういう情報を出すということをあらかじめ準備しておくことが必要だ。さらに、秘密保持契約があるから言えないということがあるが、例えば何者かによって何らかの情報がリークされて、それがかなり具体的で、市場が反応しているという時に、秘密保持契約があるから対象会社からは説明できないというのはおかしい。秘密保持契約を結ぶとしても、あらかじめそのようなことがある場合は、会社としては説明せざるを得ないという条項を入れておくことも確認して欲しい。

15 ページ。MOM 決議を許容する根拠については、ここに書いてあることで納得できた。ただし、15 ページの注記に書いてあることは、もっと全面に出して強調してもいいと思う。これも一つの重要な理由なのではないか。

取締役会限りでの発動の位置づけは、こういった整理で異論ない。

また、平時の買収防衛策の導入について、この書きぶりはバランスが取れていると思う。機関投資家側の理解と納得を得るための方策という部分。第三原則からすれば、平時に包括的に取締役会へ権限委譲するようなものを機関投資家は警戒している。株主意思を確認して発動するという方策であれば、納得感がある。さらに言えば、機関投資家側のパーセプションとして少なくとも3つあると思う。1つ目は、買収者に対する牽制機能として買収防衛策を用いるのはあるべき機能ではないということ。2つ目は、牽制機能があるとなれば、経営陣の規律が緩むという懸念があること。3つ目が株主意思を軽視しているということ。これらが問題だと考えているので、この3つがクリアになれば、何でもかんでも反対ではなくなる可能性がある。

用語について。感覚的な意見かもしれないが、「買収防衛策」というのは具体的な対応策、ツールであるということに焦点を当てると、「対抗措置」が良いと思う。「同意なき買収」については、確かにAとBという分け方があり、Aを不招請型、Bを不同意型とすれば、語呂が合っていて良い。また、「同意なき買収」は今までも使われてきたので、もう一回それを使うと、昔の定義と新しい定義が混同する。変えた方が良いと感じた。

26 ページ。取締役の選解任を行った上で買収を実施する場合の留意点。原則に照らして考えると、第一原則を充足したかどうか不明だ。さらに、株主総会をミスリードした可能性があり、第三原則の充足にも疑義があるとなると、第二原則の充足も不確かとなる。とすれば、これは非常に問題が多いので、事後的にでも何かできないのかというふうに思う。

【石綿委員】まず2ページ。私が実務をやっていて一番感じるのは、日本の経営者は、M&Aの局面でどこまで自社の株主の利益を配慮すべきかという点について必ずしも理解していないことが多いということだ。どうすれば会社の利益が向上するかということは常日頃考えているので、そこに対する見識があることが通常であるが、株主利益のためにどこまで交渉しなければならないのかという点についての理解があまり足りていないという印象だ。そういう意味では、第二原則を入れることは望ましいと思うし、株価を引き上げるよう合理的に努めるべきだという要素も、基本的には必要だろう。そのため、この3つの原則の大きな考え方については、異論があるわけではない。ただ、細かく見ていくと、疑問に思うことがある。

まず、三原則を作るのであれば、どのような前提の下における原則なのか、前提としてど

のような局面を想定しているのかを明確にした方が良い。

それから、第二原則も、「対象会社と買収者の双方による公正な手続を通じて行われることにより」という部分が本当に必要なのか、またその位置づけについてはもう少し考えた方が良い。例えば、上場している対象会社の大株主が対象会社が関与しない手続を通じて第三者に株を売った場合、対象会社側の公正な手続は一切行われていないわけで、それはすべて駄目なのかという議論は出てくる。この記載は、元々公正 M&A 指針から出てきていると思うが、こちらは MBO や支配従属会社との取引との関係で書かれたものなので、対象会社の取締役会がプロセスに参加することが当然に期待されるケースだった。そのため、ここで公正な手続を原則の不可欠な一部であるかのように記載するのは、悩ましいと思っている。一方で、なぜこの言葉が公正 M&A 指針に入ったのかというと、公正な手続が行われていれば、通常は一般株主の利益が守られているという意味があった。その意味では、公正な手続への言及は必要でもある。例えば、原則としては、一般株主が享受すべき利益を確保すべき、とは書いたうえで、それとは別のレベルの話として、公正な手続が経られた場合には一般株主の利益が確保されていると考えられる、と書くこともありうると思う。

また、第三原則のところは、「企業価値の向上に資するかどうかの判断において」、株主意思が尊重されるということで本当に正しいのか。ある経営判断が企業価値を向上させるか否か、中長期的にキャッシュフローを増加させるか否かを最も適切に判断できるのは、通常経営者だ。会社を取り巻く経営環境や会社の事業のことを誰よりも真剣に考えているのは通常は経営者。企業価値の向上に関し、その経営者の判断よりも株主意思が尊重されるというのが本当に正しいのか。むしろ、会社の支配権に係る事項については、株主の意思が尊重されるべきだという方が、納得できる。買収防衛策に関する一連の裁判例の中で、株主意思確認総会で企業価値の毀損について判断された場合には、必要性が推定されるという議論がある。それは企業価値の向上に資するかどうかの判断について常に株主の意思が尊重されるという話をしているわけではなく、経営支配権の異動を伴うようなコンテキストにおいて、株主が企業価値を毀損すると判断した場合は、それを尊重するという話である。それをこういう形で一般化してしまうと、何のために取締役や経営者がいるのかよく分からなくなってしまう。私は「会社の支配権に係る事項」は株主の意思が尊重されると言ったほうが正確ではないかと思う。

5 ページについて。何でもかんでもアメリカに従えと言うつもりはないが、アメリカのレ

ブロン義務というのは、1つの整理として合理的な面がある。6ページの右上にレブロン義務について書いてあるが、取締役会が会社を積極的に売りに出して買収者を募集する場合などにおいては義務が厳しくなる。逆にそのような事をやっていない場合に、厳しい義務を課されてしまうと、会社の取締役はスタンドアローンの企業価値の向上を目指した計画の立案・実行に集中して取り組めなくなってしまう。やはり私としてはどういう場面なのかに分けて、取締役の行動規範のレベルが異なることについて議論し、整理をするべきだと思う。事務局が作った基準は、初期段階と交渉が本格化した段階で分けをしているが、こういう時的な基準による切り分けが正しいのか、やや疑問がある。実務家からすると、初期段階と本格化した段階でいきなり基準が変わるというよりは、支配権の異動を伴うM&Aを実行する場合や積極的に支配権を売りに出す場合の議論だと思っている。なので、初期段階と本格化した段階という分け方が良いのかについては、もっと議論した方が良い。むしろ、取締役会としてどういうことをやると決めているのかという点で分けして整理するべきなのではないかと思っている。

9ページ。行動規範について一番大事なのは、この9ページの下の方の欄の具体的な行動の在り方の一つ目だと思っている。「一般株主が享受すべき利益の確保に資するものになるよう、真摯に交渉すべき」というところは、公正M&A指針の視点にも書いてあったものだ。この記載が少し埋没しているようだが、ここは非常に大事な部分である。

12ページ。開示の必要性について。真摯な買収提案が出た場合はどんどん開示しなければならないとなると、マーケットは大変なことになる。買収提案がなされていることが公表されれば、買収提案を受けているような会社と長期契約を結んでいいのかといったように、ステークホルダーとの関係も相当悪影響を受ける可能性がある。

13ページのところでフランスの紹介があった。私からすると、イギリスがなぜ2021年にその改正を見送ったのかというところを書いてあることが、非常にしっくりくる。なぜかということ、買収を検討している人が自分で開示をするというのは、ある程度の確度を持って開示しなければいけないということになる。他方、他人から飛んできたものを開示するというのとは、他人がどこまで真剣に考えているかどうか分からない中で、開示することになりかねないし、非常に投機的なマーケットになってしまうリスクがある。そこは相当慎重に考えた方が良い。

また、MOM決議について、ここに書いてあることは自分が発言した内容なので、これについて異論はない。なぜMOMに意味があるかという趣旨は他にも考えられるが、結論

としては異論ない。

16 ページ。緊急性が高い場合に限っていることについては違和感がある。やはり、必要性・相当性で基本的には考えていくべきなのではないか。私の過去の経験でも、昔、最終的に相場操縦で逮捕された暴力団系の企業に 51%以上株を買われた上場企業があった。その場合、総会決議はその企業によって左右される。この事案では会社は増資をして対応した。暴力団系の人たちが過半数の株を押さえていても、警察や証券取引等監視委員会はタイムリーには動いてくれなかった。結局増資後 5 年ぐらい経ったところで相場操縦で暴力団系の人たちが逮捕された。日本には小さな上場企業もあるので、そういう事例が起きてしまう。反社会的勢力に買い占められた小さな上場会社にとっては、緊急性のあるなしに関わらず総会が機能せず、取締役会で対抗していくことが求められているわけであるから、取締役会で対抗できる場合が買付方法等に照らして緊急性が高い場合に限定されてしまうのはやや限定しすぎではないか。ニッポン放送事件はこのような文言は使っていないとも思う。最終的には必要性・相当性という話になると思うし、総会決議による承認を経ずとも発動が認められるケースが例外的な場面であること自体に違和感はないが、緊急性を入れ込むことには違和感がある。

18 ページ。予見可能性に関連して、全部防衛策に書き切るとは難しいという太田委員の意見に同感である。今でさえ買収防衛策はボリュームがあるのに、さらに増えてきたときに投資家は読まないと思う。やはりいろいろなケースがあり得るので、それを全て書き切るとは現実的ではない。

26 ページ。ここについても太田委員の意見に賛成。非常に問題があると思う。こういう場面は、本来は公開買付規制の改正で対応するべきだ。ただ、制度的な対応が実現するか分からない状況では、こういう問題提起をすべきだと思う。

31 ページ。企業価値向上と一般株主利益の確保が相対立し得る買収提案について。日本では企業価値原則があるので、それを抜きにして議論はできないと思う。一方で、実際の実務では、株価が高い提案がある場合に、それより安い提案を取締役会がサポートするということは基本的には行われていない。少なくとも同じ価格にしてもらわないと、取締役会としては賛同できないという形で実務は動いているので、そのくらいのことは言っても良いと思う。通常は高い価格を出す企業は企業価値を向上させる自信があるということなので、一定程度は尊重されるべきだ。それでもなお、価格の低い提案の方が企業価値向上に資すると説明できるのであれば、理論的にそのような提案が支持されることがあるとい

う形で、ある程度実務を踏まえた言い方はできると考えている。

【別所委員】 5 ページ。三原則について、基本的に違和感はないと思っていたが、石綿委員の意見にも納得した。

その上で、第一原則と第二原則に乖離がある場合として5ページの①、②の事例があるわけだが、その時々状況によってどうすべきかは変わってくる。ただ、考える必要があるのは、そのギャップを生んだ原因についてきちんと理解・説明することだ。また、企業価値に資するものの、提案価格が低い場合には、価格を上げてもらうよう交渉するといったように、ギャップを埋める努力を尽くすべきと考えている。もう一つは、提案が良いか悪いか一元的に判断するのではなく、現状の経営・株価との比較において判断することが必要なのではないかと思う。それでもなお価格は低いが企業価値を高めると考える提案を採用することはあり得ると思うが、相当の説明責任がある。また、仮にそれを強行したとして、株主総会での賛同や公開買付けへの応募が実現するのかはやや疑問であり、プラクティカルなハードルはあるだろう。

9 ページ。考え方としてはアメリカのレブロン義務に近い整理の仕方だと思う。上段がビジネスジャッジメントルール、下段がレブロン義務の世界に類似すると理解している。その場合、交渉が本格化した段階の定義・整理が難しいと思うが、例えば、日本の企業がアメリカの上場企業を買収する場合、多くは unsolicited なアプローチを起点としている提案であり、経験上当初は多くの場合、we are not for sale と拒否されてしまう。それでも価格を引き上げたりするなど粘り強く交渉する中で、実務的な観点から潮目が変わると感じるのは、守秘義務契約を結んでデューデリジェンスに応じるという段階。そうすると相手側も売却に応じる可能性があるとの覚悟が高まったと感じることは多い。一つの参考になるだろう。

10 ページ。NDA は非常に重要な観点。日本企業が海外企業等から unsolicited な買収提案を受けた場合に、秘密保持契約でまさにここに書いてあるような、勝手に買収提案の公開をしないとか、勝手に公開買付けを始めないとか、買い増しをしないというスタンダードな条項を入れるといった NDA が締結できれば、いわゆる買収防衛策で企図しているものと同等の効果は得られると思う。

また、開示について、三瓶委員、石綿委員などと基本的には同じ考え。すべからく全部公開するとなると、市場が非常に speculative になってしまう。ただ、意図せず

speculative な状況になってしまった場合の対応という意味では、イギリスの PUSU のように、やるのかやらないのかはっきりさせて、買収しないとなった場合はその後 6 ヶ月等の一定期間は買い増しできないというルールを日本に導入するかは検討事項だ。

全体の観点では、指針の位置づけ、発信したい内容をクリアにした方が良く考えている。公正な買収の在り方、ないしは公正な買収を良い意味で促進するという意味でいえば、取締役・取締役会の行動規範の在り方が重要になってくると思う。一方で、全てが善意の集団ではないとすると、真摯ではない提案、濫用的な買収をいかに防止するのかという意味で、買収防衛策の議論が出てくるので、分量を含めてバランスを取ることが重要。用語について 28 ページ。「買収防衛」と言うと、確かに防衛ありきというニュアンスが出ないわけではないので、「買収への対応策」「買収への対抗措置」が適切だと思う。買収のアプローチの類型を整理した 29 ページにおいて書いてある A、B の分け方は必要だと思っている。用語を実際にどれにするかこだわりはないが、三瓶委員も仰っていたように「不招請」と「不同意」という対比は分かりやすいと思う。

【児玉委員】企業の目線からコメントしたい。2 ページの三原則について、石綿委員と同じところがひっかかっていた。つまり、企業価値の向上に資するかの判断について株主意思を尊重するという部分だ。もちろん株主に配慮・考慮はするものの、企業価値向上という観点では経営者・取締役会が一番よく分かっているという思いがある。

5・6 ページのレブロン義務について。クリアに整理をしていただいているが、5 ページ上段にあるような形でレブロン義務が活字になったときの実務側の受け取り方という観点からコメントをしたい。このメンバーでは、ビジネスジャッジメントルールというと、所与の前提で、世の中はこれで動いているだろうと思う方がほとんどだと思うが、企業実務はこのルールで動いているとは言えないのが現状だ。このルールはきちんと理解されていないと感じていて、取締役会の議論だと、微妙な案件に対して基本的に NO と言うことが善管注意義務を果たすということだとの考えが実務界の実態だと思う。大企業でもなかなか理解されていない。このことを前提に、レブロン義務がこういう形で活字になると、判断の硬直化を招くという印象がある。内容によっては、買収価格が高くない方の提案に賛成すべき場面があることを考えると、レブロン義務が活字で一人歩きして、価格が高い方に判断が傾いて、実務界が引っ張られすぎてしまう懸念がある。

12 ページの開示について。実務側からすると、例えば水面下の段階にある案件について

開示せよというのはあり得ないことだ。また、その判断を企業側・企業法務側がするのは難しい。開示に踏み切るのはネガティブインパクトが大きいので、差し控えるのが実態だ。三瓶委員から、守秘義務契約があっても開示すべき場面があるのではないかというご意見があったが、企業の法務担当として現実には難しいだろうと考えている。守秘義務契約の exception 条項を見るか、相手方とアmendメントした上で守秘義務を外して開示することはあり得ると思うが、実務感覚としてなかなか難しい判断を強いられると思う。

21 ページ。取締役会の構成について配慮をいただいているのは有難いが、もう一步踏み込んでいただきたい。前回の井上委員の実証研究の中でも裏付けられている。他の設計については方策の例として選択の余地があるが、独立性の高い取締役というのは方策ではなく前提だ。例えば取締役会の独立性が高い場合とそうでない場合に分けて、高い場合だけを前提に議論をすることで、機関投資家の行為規範につなげられるのではないかと期待している。一つの判断ファクターにしてしまうと、機関投資家が総合的に判断するという現状と同じことになるのではないかと危惧している。取締役会の独立性は方策とは違う次元での議論とすべきだ。

【小舘委員】2 ページ。第一原則、第二原則で分けて書いてあり、それぞれ原則として尊重するという考え方に賛成だ。実務でも公開買付けの場面では、対象会社の意見表明のなかで、基本的には、企業価値が高まるものであれば賛同し、条件・価格が公正であれば応募推奨ということで二段階に分けており、かかる実務ともマッチする。また、取締役・取締役会の行為規範との関係での原則と理解しているので、取締役の善管注意義務の観点から、どのような原則を置くべきかの議論だと思っている。取締役の善管注意義務としては、まず会社に対する義務なので、企業価値向上という観点が重要となる。さらに、公正な価値を移転する義務は裁判例も言及しており、株主の利益の確保も当然検討すべきであり、この2点は重要なものとして理解できる。第一原則と第二原則が相反する場合、つまり、企業価値は高まらないが価格は高いケースと企業価値を高めるが価格が低いケースだが、基本的には、価格が高い場合は、買収者側が企業価値を高めるインセンティブがあり、また、企業価値を高めるかどうかの判断は難しい面があるので、価格を重視するのが基本となる点は同感だ。逆に価格が低いケースに賛成するには十分な説明が必要だという別所委員の意見に賛成だ。以上のことは指針にも書くべきだと思う。第三原則について、株主意思の尊重には異論はないが、取締役・取締役会がここに出てこない点は修正を検討

したほうがよいのではないか。昨今の有事導入型の買収防衛策の裁判例でも株主意思の確認の有無が結論を分けるポイントとなっている。しかも、平時導入型の買収防衛策と異なり、有事導入型の場合は具体的な発動事由が定められないことが通常であり、理由は何であれ株主意思確認総会で多数をとれば、発動の必要性が推認されることになる。しかし、やはりいかに企業価値を高めるかについて、日々真剣に考えているのは取締役なので、取締役・取締役会が自らの意見を示すということを第三原則に入れるべきだ。したがって、「判断に必要な情報が適時に提供されるべき」の部分で、株主意思の確認の前提として、取締役・取締役会が自らの企業価値についての考え方を示すべきことも書くべきではないか。

MOM について、15 ページ。MOM 決議が許容される根拠について、資料の分析自体には特に異存無い。他方で、法令違反のサンクションに関係する点で意見がある。大量保有報告規制に違反した場合に議決権行使を停止するところまでいってよいのかはケースバイケースのように思うが、公開買付規制に違反して公開買付けをせずに大量の株式を取得した場合に、その取得した株式にかかる議決権の行使を本当に認めてよいのかという点は会社法創設の時にも議論があった。そういう場合には、法定の株主総会でも議決権行使を停止させるべきだという議論がある。MOM 決議は株主意思確認総会の決議の問題で、より柔軟な措置がとれると思うので、法令違反があった場合に、株主の意思として反映させるには不適切な議決権行使は認めないこともあってよいのではないか。また、MOM 決議は、株主単位ではなく株式・議決権単位で考えるべきだと思っていて、前から少しずつ長期で取得していた分と急速な市場買付をした分がある場合に、前者も議決権を行使できないようにするには取得手法以外の理由が必要と考えている。そのあたりをもう少し分析的に考えられるだろう。

さらに 16 ページとの関係もある。昨今の裁判例により、基本的には取締役会限りの発動というのは封じられているので、何らかの株主の意思の確認が必要というのが裁判所の考え方。本来取締役会限りで発動してもよいようなところを MOM 決議で受けているとも評価し得るので、濫用は厳に慎むべきだが、一定の柔軟性は確保しないと実務的に困るだろう。

26 ページ。ウルフパックについては、2 つ目のブレットの整理で異存無い。1 つ目のブレットについては、株主が買収提案をしたものの、会社との話がなかなか進まない場合に、社外取締役を増やすなど、取締役にもう少しフェアに考えてもらうような取締役会の

構成に変更したいという議論が出てくることもある。しかし、買収者側が送り込んだ取締役は、利益相反があるので、仮に選任されたとしても、買収提案の意思決定に参加すべきではないのではないかという考えもあり、二の足を踏むことがある。ここに書いてあることはまさに利害関係を開示した上で、株主が取締役として選任するのであれば、当該取締役は買収者の買収提案について判断しても良いという前提に立っていると思われる。逆にウルフパックはそれが無いから問題なのではないかと思っている。結論としてはこの資料の記載のままで良いと思っており、1つ目のブレットに関しては、買収者ないしは買収提案との利害関係についても株主が考慮、判断した上で、取締役に選任しているので、選ばれた取締役が買収提案について判断して良いということが明確になって良いと思う。

【三橋委員】まず原則について。第一原則は判断基準、第二原則は手続き、第三原則は判断主体のことを書いているという意味ではバランスがとれている。

17 ページ。有事型との比較における平時導入について。平時導入も、企業価値を高める買収を阻害せず、株主意思が尊重される限りにおいては一概に否定する必要はないとの記載には違和感はない。ただ、気になるのは、第三原則から波及して株主意思の尊重という表現がある状態なので、先ほどから議論があるようにそこが揺らぐようであればこれで良いのか疑問に思ったところだ。機関投資家としては、平時導入というのは基本的に経営者の保身に見え、それが企業評価のディスカウント要因になるから原則反対しているという状態にあり、今回それを少し緩められないかということだと理解している。そもそも何故、機関投資家がこういう考え方になったのかというと、防衛策を導入している企業と対話すると、多くが「あった方が安心だから」ということで、何故必要なのかあまり真剣に社内で議論されていない印象があり、その会社の取締役が取締役会で本当に議論をした上で導入しているのか疑問視せざるを得ない状況にあるからだ。加えて、その導入先はPBR 1 倍割れの企業が非常に多数あり、そういう企業に対し健全な買収が仕掛けられた際、防衛しようとするのは、単なる経営者の保身のための防衛策にしか見えないということも1つの理由。一概に防衛策を否定するのは良くないと思っはいるが、やはり経営者の保身ではないということを企業が示さないと、投資家は納得できないと思う。

その観点で投資家との対話が重要な1つの解決策と思っており、21 ページにも記載がある。しかし、これを広範な多くの投資家に周知できるかは対話だけでは限界がある。有事導入であれば、導入時に多くの投資家と議論をすることで一定の解決へ導けるが、平時導

入だと全ての企業と対話するのは現実的には不可能だと思っており、企業の開示に頼らざるを得ない。また、公表された情報だけで投資家が全て判断できるかも大きな論点だ。その観点で 21 ページのような方策を列挙して投資家と企業の目線をあわせることは非常に意味があると思うものの、これが揃えば一律問題がないという判断に導くような見せ方は望ましくない。方策 1 は必要条件であって十分条件ではないというのが投資家の考え方。防衛策を導入する企業の共通点としてオーナー系であることや安定株主が非常に多いことが挙げられ、株主総会決議をとってもほぼ会社提案に賛成されるような現状がある。また、方策 2 について、(1) の「ルールを遵守しないときに発動する」というのは非常に納得できるが、(2) は企業の判断が入ってくる。投資家として企業の主張をどこまで信じるべきか、その適切性の判断は非常に難しいと思っている。方策 3 について。弊社でも、現状では、経営の保身ではないと判断できる唯一の方法として、独立性の高い取締役が過半を占めている場合には賛成するという仕組みをとっている。ただ、本当に実効性が高いかは分からないので、社内ではもっと条件をつけた方が良いのではないかという議論もあるところだ。方策 4 については方策 1 と同様に、必要条件であって十分条件ではないと思っている。方策 5 に関しては、機関投資家協働対話フォーラムの見解として言及したものを反映いただいているので、こういう事例も 1 つあるかなと思っている。

以上だが、ここに書いた内容を全て否定しているわけではなく、冒頭申し上げた通り、投資家と企業の対話という観点で論点整理をするという意味では非常に有用だと思っている。他方で、これがあれば大丈夫という誤解がないような表現にしていただければと思う。

【松倉委員】資料に記載の原則に関する部分について、マルチステークホルダー主義という観点から申し上げる。第一原則の企業価値の定義について、株主にとっては金銭価値も大事ではあるが、従業員や顧客、取引先といったステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果などもあるので、そういった非金銭的価値も含めて検討していただきたい。第二原則については、「一般株主が享受すべき利益が確保されるべき」とあるが、これについても株式の買取価格が高ければそれで良いという解釈につながらないようにしていただきたい。例えば、株主を含む全てのステークホルダーを念頭においた企業価値全体の最大化を目指した合理的な努力が行われる状況を確保すべきといった内容にしていただけるとありがたい。

9 ページの赤枠に、「企業価値の概念を恣意的に拡大する」という表現があるが、マルチステークホルダー主義に則って、経営者や取締役が様々な要素を然るべき時間軸で総合的に判断しているにもかかわらず、これをもって「企業価値を恣意的に拡大している」と捉えられてしまう懸念がある。誤解が生じないように、補足説明の記載などが必要と考える。

17 ページの平時導入型の買収防衛策について申し上げる。青枠の 2 つ目の黒丸の部分に関してだが、平時導入型の買収防衛策は、有事と異なり、具体的な提案が存在しないため、事前に選択肢を幅広く示しておく必要がある。この点をもって「不明確」とすることには違和感がある。

21 ページについてであるが、関係者の理解と納得を得るための具体的な方策が書かれている。方策 2 から 4 までは概ね賛同するが、方策 1 については、導入時と発動時の 2 回にわたって株主総会で決議を得る必要性がどこまであるのか疑問に思う。日邦産業事件の例もあるので、どのように整合性をとるのが課題の 1 つといえる。方策 5 も時限的な措置として設計することを認めると、17 ページの 1 つ目にあった平時導入型の買収防衛策の効果が認められないと捉えられる可能性があるので、再検討いただきたい。

【藤田委員】まず冒頭に掲げられた 3 つの原則について、ここにあるようなメッセージを書くこと自体は賛成だ。ただ、この 3 つの原則で述べられていることが厳密には同じではないということが、いろいろと微妙な問題を引き起こしている。これは企業価値防衛指針が最初に書かれた時からあった問題ではあるが、当時は大まかには繋がっていて大体一致する 3 つの基本原則を出すことに意義があった。しかしながら、昨今様々な買収事案が問題となる状況があって、これらをどう考えるかということが問題となる。第一原則だけを掲げて、企業価値を損ねる悪い買収だからと称して値段が高いオファーよりも値段が低いオファーを選択することを正当化しようとするような例も無いわけではない。そういう意味で、この 3 つの原則の関係には留意しなければいけないような段階に来ているのかもしれない。M&A 指針ではそのことも意識して、企業価値と株主利益が一致しない例外がないわけではないことに言及しつつ、しかしそれはあくまで例外なので、もしそういう例外を主張するのであれば、きちんと説明して納得してもらわないと駄目だとはっきり書いている（注 20、3.4.4 参照）。このように、大まかに繋がっているこの 3 つの原則が矛盾するような場合についても何らかの形で言及せざるを得ない時代にはなっている。問題は言及の仕方である。M&A 指針も述べているように、ズレることもあるとしても基本は

この3つがおおむね一致することが多いのであって、株主利益と企業価値が一致しない場合に、経営者の判断で株主利益とは異なる企業価値の維持に努めますという主張を簡単に認めないというメッセージは出すべきである。そういう意味では1枚目のスライドに書いてあることは良いと思っている。なお第二原則については、レブロン義務と同じではないのは確かだが、どういう局面でどう現れるかは結構複雑で、あまり書き込みすぎると弊害の方が目立ってくる。具体的にあまり踏み込みすぎない程度に、説明することが必要だろう。主要なメッセージとしては、例外はあるけれども基本的には三原則であり、企業価値と株主利益は一致する場合の方が多いのだということになると思う。

15 ページの MOM 決議の正当化については、確かにここに書かれているような論理による正当化はあるのかもしれないが、市場における急速な買い上がりという要件が安易に拡張されないような記載にして欲しい。買収される前に意思確認が行われるべきだとか、本来得られたであろう株主の意思の確認だといった形で説明してしまうと、むしろ MOM 決議による意思確認が本則であるかのようにも聞こえる。経営者がすぐに対応せず、漫然と放置しておいて手遅れになってから同意を取ろうとした方がかえって有利になるようなルールになると困るわけで、MOM 決議による意思確認が許されるのは例外的な状況であるという基本線がぶれないように記載して欲しい。株主への売却圧力がかかるような買い方をしたことに対するサンクションという観点から正当化するロジックは、ある程度制約がかかるが、買収される前に意思確認が行われるべきだという正当化は歯止めがかかりにくいおそれがある。急速な買い上がりということが要件とされることで枠をはめているのだろうが、「本来得られたであろう株主意思の確認」や「買収前に確認すべき」という点を強調しすぎると、広がり過ぎてしまう恐れはある。

なおこのスライドの末尾にある法令違反について、本来は法令で対応すべきとの記載については、現状のルールを前提とするとサンクションが弱すぎるので、MOM 決議という対応方法を認めても良いのではないかという主張は、現行法を前提とする限りよく分かる。ただこの記述の受け取り方としては、今後の金商法改正などを含めた将来的な立法論を含めて考えると、本来は法令違反のサンクションはそちらで設けるべきであって、法制度側の対応もしていただきたいという方向性を要請・示唆するようなメッセージとしての言及ならもっともだと思うし、そういう趣旨で書けば良いと思う。

16 ページのニッポン放送事件決定の認める例外の話だが、古い下級審裁判例の例示にすぎない四類型が固定的なルールとして言及され続けているのは問題があることはいろいろ

な方の指摘の通りだと思う。あの事件で問題となったのは、支配権をめぐる紛争が顕在化した後で、防衛目的の第三者割当てをして新たな支配者を作り出すといった極端な措置であり、これが基本的に駄目なことだということは多くの方が了承していると思う。現在議論されている株主意思確認の機会を確保するための防衛策の利用は、そもそもこのルールの射程外だと思われるし、禁止の例外として言及されているルールとも無縁な話なので、これを含めて買収防衛策一般の話として議論することには確かに違和感がある。また時代の流れの中で言うなら、事後的な株主総会の承認があり得て、MOM 決議も許容されうるとなってくると、この例外的なルールに依存する必要性は相対的に弱まっている可能性もある。いずれにせよ、この四類型を固定的なルールとして放っておいてよいかという問題意識には同感であるが、その上で、何を書くかが問題となる。緊急性の要件を書き込むことについては様々な考えがあって良いと思うし、あまりこだわらないが、それ以上に整理しておくべきは具体的な例示の定式化ではなく、第三原則との関係をどう説明するのかだ。第三原則の株主の尊重の原則との関係を全く説明しないまま、現行法の中で水に浮いた油のような形で放置しておくのは良くない。整合的な説明の方向性は、大きく分けると2つある。1つは第二原則にいう株主の利益に沿っていれば株主の承認がなくても良いという方向で割り切って正当化する説明だ。もう1つは、この例外との関係でも第三原則を維持するが、合理的な株主であれば、きちんと手続きをとれば当然賛成するだろうという場合については、明示的な賛成はなくても良いとする方向性で正当化する説明だ。前者の説明だと濫用的に広がる危険があるとすれば、後者の説明で整合性を保つことも考えられると思う。緊急性を要件とすれば、後者の方向での説明はしやすくなるが、このような要件を課さないにせよ、第三原則との関係をきちんと説明していただきたい。

19 ページに書かれている類型は分かりやすく、①と③は比較的問題が少ないと思う。発動について株主の承認を要件とする防衛策の場合は、買収開始後、買収がある程度進行する前に株主の意思確認を取った上で対応を決めるという事前のルールがはっきり示されることになるので、むしろ透明性が高まることにつながり、取締役会による導入でもかまわないし、まして株主総会の承認があるのであれば一層問題ない。機関投資家もこういう類型まで含めて買収防衛策とひとくくりにして一律反対するという態度は取って欲しくないと思う。企業が必要性について十分説明できていないというのも分からないではないが、最終的に買収のための株主の意思を確認するための手続きを導入することの意義について、この文書の公表を機にもう少し理解が進むことを期待する。問題なのは②の類型だ。

株主が承認した対抗策の内容が具体的で、かつ取締役会の発動決定に客観的な制約がかかっているという実体的な要件を条件に、最終的には適法な措置として差し止めの対象等にはならないということだと理解している。日邦産業事件はこの類型なのであるが、その要件等は論理的に十分整理されていないように思う。②はさらに内容に検討が必要な類型なので、もう少し具体的に中身を記述できると良いと思う。

最後に用語について。あくまでこの文書における用語の定義という前提でコメントしようと思うが、場面によって適切な用法は微妙に変わってくるので、どういう局面で使われるかによって緻密に分けた方が良いように思う。

まず現経営陣が積極的に買収を持ちかけているような場合は Solicited な買収類型なのでこの文書の射程外である。それを除いた残りのもの全部——真摯な買収、そうでない買収の双方を含む——という大きなカテゴリーを呼称する用語が必要で、それがこの文書の検討対象になる。最終的に賛成することになるものも含まれるので、「同意なき買収」は呼び名として狭すぎるし、unsolicited は直訳すると「招かれざる」となるが、日本語で招かれざるというのは敵対的でネガティブなイメージになってしまう。「不招請」と漢字で書くと、耳慣れないので中立的な表現になると思うが、ややこねない気もする。とにかく経営者から積極的に持ちかけるもの以外の買収全部を示す日本語の用語が必要である。そして、買収の進行状況によってもさらに下位の類型がいろいろ出てくる。例えば、提案されたものが良いか悪いか全く分からない状態で、これから検討を始める段階については、一番広い用語がそのまま当てはめられるだろう。提案があって、このままだと駄目だが、条件次第で受け入れるかもしれないとして、交渉しているという段階では、この段階では同意がないので「同意なき買収」と呼べるかもしれないが、条件次第では同意できるかもしれないことに鑑みると、「同意が得られていない状態の買収提案」というように丁寧に表記した方が良いと思う。対象企業側が買収提案には応じないとし、他方で買収側も折れないような全面戦争となった段階では実質としては「敵対的買収」でも良いかもしれないが、この言葉は広い概念としてこれまで使われ過ぎてきたので、限定した状態を指す用語として「同意のない買収」とか「同意が得られなかった買収」などと呼ぶことが考えられる。

買収防衛策も同様に、コンテキストや段階によって使い分けるべきだ。買収の相手の属性が悪くて、企業価値を損ね、株主の意思にも反するような場合にこれを撃退する目的でとられる措置は、「買収防衛策」という言葉でも内容的には問題ないのだが、この言葉は広

い意味で用いられすぎており、たとえば、株主の意思確認を得るための措置まで含めて買収防衛と呼ぶのに抵抗があるのも分かる。文書で扱う企業側の対応を全て指す用語としては「対応」という表現になるだろう。そしてそれ以上の進行を止める――一時的にでも――という要素が入ってくれば、「対抗措置」となるだろうか。最終的に支配権を渡してはいけない買収者と判断した上で取る措置については、「防衛策」がこれまでいろいろな意味で使われすぎているとすれば、「防衛措置」といったような強い用語を考えたら良いと思う。いずれにしても、買収防衛策という言葉をもそのまま何か別の言葉に置き換えればよいというものではなく、コンテキストによって用語を使い分けるしか解決策はなく、一部については「防衛」といった否定的なニュアンスがないものにするということになると思う。最終的には事務局の工夫に委ねたいと思うが、コンテキストを考えて何種類くらいの用語を用意する必要があるかは整理して書き分けていただきたい。

【江良委員】2 ページの買収一般に関する原則について大きな違和感はないが、第三原則については、株主が適切に企業価値の向上に資する提案かどうかを判断できるようになるための情報が重要ということに尽きるのではないか。対象企業の取締役会がきちんと自らの考え方を示していただき、同時に、買収提案側もきちんと説明責任を果たしていただくということかと思う。このように、情報が適切に提供され、株主が合理的な判断ができる環境がさらに担保されれば、企業価値の向上に資する提案を判断する主体が誰かという点も懸念がなくなるのではないか。そのような観点から、具体的な修正については、小舘委員が提案された方向性が良いと思っている。

5 ページ。特に競合提案がある場合、企業価値の向上に資するものの価格が低い提案を採用するという局面は現実問題として難しいと私も思う。そのような提案があった場合は、取締役会が交渉して企業価値に見合った価格を引き出すための努力をするべきという点は改めて明確にした方が良い。また、三瓶委員からも指摘があったように、部分買付けなのか、全部買付けなのか、現金か、株式交換かによって、提案を評価する立場の株主が重視するポイントは大きく変わる。特に、部分買付けや株式交換の場合は、何らかの形で引き続き当該企業の株主として残る可能性が高いため、提案価格、条件に加えて、買い付けが成立した後の当該企業の企業価値も非常に重要なファクターになる。特にこのような場合は、対象会社、買収提案者側、双方から、当該企業の中長期的な経営方針など、企業価値の向上についての考え方についての積極的な説明が重要である。他方、現金による全部買

い付け買収提案であれば、価格を中心に議論するのが通常の判断になると思う。

12 ページ。情報開示のところは皆様の意見と基本的に同感である。透明性は重要だと思うが、受領した買収提案に関して、すべて情報開示という話になってしまうと、市場の安定性や会社の事業運営に与える影響も大きく、また場合によっては買収提案そのものを萎縮させてしまう可能性もあるのではないか。このように、対象会社による情報開示については、株主に不利益をもたらす可能性もあるため、慎重になるべきであり、具体的な対応については、対象会社の取締役会がきちんとした議論を踏まえ、状況に応じて判断することが望ましいのではないか。

買収防衛策について。17 ページの平時導入と有事導入の基本的な整理自体には違和感はない。ただし、21 ページに記載されている方策をもってしても、投資家がどこまでこれらを肯定的に考慮するのかはわからない。現実的には、今まで通りの考え方で、平時導入の買収防衛策については反対する投資家が多いのではないか？また、議決権行使助言会社が判断を変えることも想像しにくい。そのような場合、現実問題として、どのように考えるのか、今後の議論ではその点も考える必要があるだろう。

【田中委員】三原則に関して、見出しについてはこれで良いと思うが、その説明の中でどのようなことを書くかということが問題になる。第二原則の一般株主の利益の確保について、公正 M&A 指針で考えられていることは、むしろ一般株主が享受すべき利益は何かということだ。「M&A によらなくても実現する価値」も最低限保障されて、かつ「M&A によって生じる利益の公正な分配分」も保障されるべきだろう。これが実態的な内容であって、それを書くべきではないかと思う。M&A がなくても実現できる価値というのは、その株式の内在的な価値。特に株価が株式の客観的な価値と比較して割安なときを狙って買収が行われるということを投資家や株主は最も恐れていると思うので、内在的価値を上回る価格で買収は行われるということを書くことは大事だと思う。また、公正な手続きといっても、常に MBO や上場子会社の完全子会社化のときに求められるような公正な手続きを求めるわけではないのだという趣旨がはっきりしているのであれば、そういうことを書き込むこと自体は良いと思う。この点は石綿委員が言及したような誤解が生じる可能性はあるので、誤解なきように書くことが重要。第三原則について、企業価値の向上に資するかの判断について株主意思を尊重するべきなのかについては、難しい問題。一般的には企業価値については取締役会の方が分かっていると思うが、株主の意思に反して取締役

会の意思が貫徹されることを認めると、保身動機から株主の利益に沿わない買収が行われる可能性がある。情報に関しては取締役会に優位があるが、利益相反その他の問題からすれば、最終的には株主に判断を任せることが最も問題が少ないだろうという考え方に依っているのだろう。企業価値に資するかどうかの判断と言うより、買収の是非の判断だと思っており、「経営支配権の移転については」ないしは「買収については」株主の意思が尊重されることが第三原則になると思う。その際に株主の意思任せで取締役会は何もしなくても良いということにはならず、取締役会は善管注意義務を尽くして株主の最善の利益になる提案をすることになるので、「判断のために必要な情報」として取締役会の意見とそれに基づく提案を株主に提供されるべき旨が明確であれば良いだろう。

5 ページについて。競合提案が出てきた時に、価格優先なのか企業価値優先なのかという点はパブリックコンサルテーションの意見も聞きたいと思うが、例えば一方が全部買収提案で他方が部分買収提案だったり、両方とも部分買収提案ということもあり得る。部分買収提案の場合は、買収実現後も少数株主として残ることになるので、買収実現後の企業価値も考慮される必要があり、買収後にマイナスの影響があるような買収提案は価格が良くても他の提案を受けた方が良いこともあって良い。最も先鋭的な問題になるのは 100%現金買収で支払い可能性にも問題はないが、高い買収提案を出している人が楽観的で、取締役会から見ると良い計画があるように見えなかったり、従業員も反対していて先行きが良いとは思えない場合が悩ましい。そういう場合でも取締役会として企業価値を上げる提案者に対し、競合提案があることを利用して競合提案にマッチアップする程度の価格引き上げを求めるなどして、できるだけ企業価値向上と一般株主の利益の確保が一致する形で買収が実現するよう努めるべきだと思う。ただそれでもうまくいかない場合、取締役会として企業価値が高くなる方に賛成することがあり得てもよいと思っているが、その場合には株主に対し十分説明する必要がある。後は株主に判断を任せると言うことになる。

12 ページの、買収提案を開示するかについて。提案を開示すべきとの義務を設けるのは弊害が大きく、一般的には開示するかは経営上の判断の問題なので取締役会が判断し、多くの場合はむしろ開示しない方が望ましいと思う。ただ、気になるのは、取締役会として会社を売ると決めているときに、対抗提案が出ている場面だと、株主は対抗提案が握りつぶされているのではないかと懸念をする。このような場合には、取締役会が提案を受けた理由の説明の中で、対抗提案があったが、取締役会としてはこちらの提案がより望ましいと判断したとの理由を開示するべきと思う。ただ、買収提案が単発で出てきて、交渉の結

果、会社・株主の利益に沿わないという理由で取締役会が受入れを拒否した場合に、一般的に開示する義務はないと思っている。

15、16 ページ。市場買付けに対する MOM 決議について。私見としては、急速な市場買付けに対しては、取締役会決議で一旦止めることができていると思っている。これはアメリカのデラウェア州の考え方に近い。市場買付けは株主に対して情報が与えられず、強圧性の問題がありうるので、株主に十分な情報の下、支配権の移転の是非を判断させるという限度であれば、一旦止めることができていると思っている。これは、ニッポン放送事件のように、取締役会限りの判断で買収それ自体を阻止するような防衛策とは異なると思っている。したがって、急速な市場買付けについては必ずしもニッポン放送事件の射程内ではないということを書くとも良いだろう。ただ、日本の裁判例ではそういった場合であっても取締役会限りの防衛策を認めることに慎重ではあり、かつ公開買付規制が対応していない中では、MOM 決議のような対応もやむを得ないと考えている。こういう趣旨が書かれれば良いと思う。

16 ページについて。2008 年の報告書でもニッポン放送事件は取締役会限りで買収の是非を判断し、買収自体を止めるものであるというカテゴリーに入れられている。そのような場合には、買収者が私的利益獲得を目的に買収するなど企業価値毀損が明らかとなきに限られるという趣旨が書かれている。このような考え方は今でも妥当だと思うので、そういうものとしてニッポン放送事件を書くことはあり得ると思っている。それから藤田委員から指摘があった原則との関係だが、私は、ニッポン放送事件決定の「特段の事情」に関する判示は、第三原則（株主の意思の尊重）を曲げてでも第一原則（企業価値の向上）を守るべきであるといえる場合が、限定的ではあるものの存在することを明らかにしたものだと思っている。石綿委員が言及した事例のように、株主が 50%以上株を持っていて、株主意思尊重といってももうどうしようもないが、それでも、この株主が経営を支配すると企業価値が毀損することが明らかとなきに、第三原則を曲げてでも第一原則のために取締役会が対抗措置をとるということが、限定的ではあるもののあり得るだろう。ただ、取締役会限りで買収を止めるような買収防衛措置は劇薬みたいなもので、弊害も大きいので、あくまで限定的だということを述べれば良い。

21 ページ。いずれも異論ない。これに対して投資家はどう反応するのか、パブリックコンサルテーションを見て対応策を決めると良いと思っている。

用語について。「敵対的買収」については、実務レベルでは経営陣の反対があるのに行う

買収が敵対的で、敵対的というと企業価値にとっても敵対的だと直結してしまう見方はあり、ネガティブイメージを喚起するので、用語を改めるということで良いと思う。考え方の方向性としては、unsolicited offer という言葉の訳としては、「不招請提案」というようなできるだけ価値中立的な言葉にして、最終的に取締役会の同意なく買収が試みられて、その時に対抗措置を発動するかどうかの問題になるときは「不同意買収」というような言葉で良いのではないかと思う。この2つの概念を軸にして、それだけで報告書を書けるかを考えていけば良いと思っている。

【玉井委員】まず、三原則の前提として、企業価値の定義について。下の方の欄外で公正 M&A 指針の定義を書いているが、先ほど全てのステークホルダーの利益も勘案した書きぶりも考えられるのではないかというご意見もあった。この、企業価値とはなんぞや、というところも出発点としては重要。私自身は、公正 M&A 指針の書き方と同じように極力曖昧さを排した、合理的な検証がしやすい概念とした方が良いと思っている。それから第三原則について、株主が何を判断しているかというところ、企業価値向上に資するかというポイントだけとは限らず、端的にその買収提案への賛否、あるいは当該提案をしてきた買収者にコントロールを渡して良いかというところだと思うので、書きぶりは修正した方が良いのではないか。そもそも三原則が当てはまる取引は何なのかというと、今回の議論は非常にスコープが広く、市場での短期間での買い上がりの事象のような、時価総額の小さい企業に対する不適切な行動に対してどう対応するかという観点もあれば、一般的なストラテジックバイヤーによる競合的な買収提案に取締役がどのように行動すべきかという観点もあり、様々なことを包含している。ただ、基本的には支配権の移動を伴う取引が念頭に置かれていると思うので、そういったスコープを明確化しても良いと感じた。

5 ページ目。競合する提案には、100%現金買収対 100%現金買収、100%現金買収対株式対価買収、100%現金買収対上場維持の提案と様々なパターンがある。株主から見て apple to apple で比較できるものについては、本日の会議で既に議論されているところに私も異存ないが、特に比較の対象が上場維持を前提にした提案の場合、その後株主にどういう利益がもたらされるのかがわかりにくい部分がある。ここをしっかりと説明する必要があることは一言触れておいた方が良さだろう。仮にその後対象会社の上場が維持された場合、説明した通りの価値が実現されるのかは市場株価を通じて検証できることになるの

で、その後の一般株主の利益という観点からも説明責任は重いということが分かる書きぶりを足していただけると良い。

12 ページ。開示について。これまで各委員から出ている意見に異存ない。こういう問題意識が出てきている背景には、提案を受け取った取締役会なり経営陣がどのように検討して整理したのか見えないままお蔵入りされてしまう買収提案が世の中にあって、事後的にでも検証をしたり、あるいは取締役の適格性についての再任時の判断材料の提供という観点からも何らかの規律があった方が良いのではないか、という考えがあるのだろうと推察していた。そういったことをもっとも気にされるであろう機関投資家側から見ても、事後的であっても開示することのネガティブなインパクトの方が大きいという意見を頂戴したと思うので、開示しない方向で整理することで良いと思う。他方、受け取った提案にどう対応したのかということは、株主に知らせるということではなくて、取締役会が情報を共有し議論する中で、社外取締役が経営陣の対応にチェックを入れることが期待されるべきなのだと思う。

18 ページから 21 ページにかけて。平時に買収防衛策が導入されることによる予見可能性を2つに整理していただいている。防衛策の設計次第というところで、極力裁量の余地を少なくするにはどうすべきかが重要だと思っている。その関係で具体的な方策として 21 ページの方策2にある発動の要件を極力限定するという整理が1つ考えられると以前申し上げた。先ほど、(1)の手続きルールを遵守しないというところは分かるが、(2)のそれ以外の企業価値の毀損の有無の観点が入ってくると、そこに裁量の余地がどのくらいあるのか分からないので、機関投資家からネガティブな評価を受けてしまうという話があったと思う。その観点で言うと、有事型は別として、平時導入型については、日邦産業のルール違反のケースに対して取締役会限りの対抗措置が認められたという例があるので、(1)だけに絞るという考え方もあると思った。この辺りはパブリックコンサルテーションへの意見も踏まえて検討したい。

19 ページ。③で、取締役会の判断で導入し、総会で発動を承認とあるが、これはいずれにせよ発動の際に株主総会の承認は必要ということなので、あまり平時で導入するメリットはないと思っている。取締役会で導入するということになると、導入時には株主総会で株主意思を表明する機会がないため、過去の事例では CEO や社長等の選任議案に関してネガティブな影響が出てきていたと思う。その意味では平時で導入するのであれば、(①や②のように)株主総会の勧告的決議で導入するパターンになるのだろうと考えている。

28 ページの用語について。「買収への対応策」が良いのではないかと思う。英語で言えば counter measure や anti-takeover というのではなくて、あくまで「対応する」の response というイメージで考えていた。また「同意なき買収」については、(unsolicited の) 英語の訳としては「不招請型」、「不同意型」となるが、ビジネスの場面での分かりやすさの観点で言えば、「一方的な買収提案」という方が普及しやすいのではという印象を持った。

【井上委員】私自身は日本の経済、産業の状況を踏まえて、企業価値向上に資する M&A を通じて産業再編を促進するという観点で防衛策を議論すべきではないかと考えている。真摯な買い手にとって透明性・予見性を高めることが今回の指針で求められていることと考えており、そのような視点でコメントをしたい。

5 ページ。第一原則、第二原則の部分だが、ファイナンスを専門とする人間にとって、非常にわかりにくいので、もう少し客観性を高められないかなと言うのが正直な気持ちだ。中長期的な企業価値と提案された買収額の比較だと思うが、これまでの指針では企業価値は企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和とされているが、これは企業の市場価値の理論値として正しい。マルチステークホルダーの議論については、従業員や取引先などのステークホルダーのうち、将来キャッシュフローに貢献するステークホルダーの貢献価値は既に上記の企業の市場価値の中で反映されていると考えている。さらにここ 5 年間ほどでは、ESG 投資の流れの中で、環境や社会に対する責任に関する価値なども市場株価に反映されるようになってきていることが実証的に確認できるようになっている。したがって、前の防衛指針の時よりも、こうしたステークホルダーに関する価値も市場株価に反映されるようになってきているというのが私の認識だ。新しい資本主義の下でますますこうした流れがあり、少なくともプライム市場では株価＝「企業の市場価値」という状況にかなり近づいてきたと認識している。先ほど田中委員が割安なときに買収を仕掛けられることを避けるべきとの視点があるとおっしゃっていた。例えば過去は、バリュー株と呼ばれる PBR が低い企業は事後的に高いリターンを生むという状況が確認でき、これは割安株の存在を示唆するものだが、ここしばらくはバリュー株の事後的な高いリターンが消滅したと言われている。これは何が原因かというと、全体的に割安な株が消えてきていて、株価が適正化されてきている、すなわち株価＝「企業の市場価値」ということなので、実証的にも市場株価の効率性が高まっている。そうすると、市場が効率的で

あれば、中長期的な企業価値はすでに株価に反映されているということなので、市場株価よりも企業価値が高いというような状況はあまり想定されなくなっている。そういう意味では、我々が議論している「企業の中長期的価値>株価」というケースは特殊ケースではないか。そういう特殊ケースが特に懸念されるのはどういう時かというと、市場全体の株価ショックを受けたような時。米国の買収防衛策の導入実務でも、市場全体のショック時には防衛策導入が通常期より高い比率で観測され、株式市場もそうした導入は普段の状況と異なりプラスに評価している。したがって、指針において、常に中長期的な企業価値と市場株価が違って、市場株価よりも中長期的な企業価値が高いことが通常であるかのような書きぶりは、実証事実と異なり、慎重であるべきだと思う。

次に、買収価格が大きく市場価値を上回るという時について、上記で述べた市場の効率性を考えれば、現経営陣の下での中長期的な企業価値よりも買収価格が高いということなので、一般株主にとって買収価格での売却が利益になる状況だと理解する。ただし、10ページの取引条件とも関わるが、100%買収と部分買収を同じように扱うのは難しいと思う。部分買収では一時的に非常に高い買収額をつけて買収したとしても、最終的に買収対象外とされる株主が大きなコストを事後的に背負う可能性がある。すなわち、構造的強圧性が発生する可能性があるので、部分買収の場面における防衛策導入は整合性がある。一方で、100%買収で買収価格が高いということは、買い手が過度に楽観的であったり、過度に自信過剰であったとしても、100%買収である以上はそのコストを負担するのは全て買い手ということになる。したがって、一般株主の利益が毀損される可能性がなくなるわけで、構造的強圧性も無いし、基本的に100%買収のケースにおいては価格が高すぎることに對して対象会社が懸念を示すことは理論的に難しいと考えている。もし、市場が効率的ではないという立ち位置を導入するとしても、少なくとも一定水準の市場効率性が予見されるプライム市場においては、100%買収については、市場の非効率性を前提にした制度設計については慎重であるべきだ。プライム市場とその他の市場の取り扱いを変えた方が良いというのは前回の会合でお話した通りで、時価総額が大きくて、投資家の売買が頻繁で流動性が高く、株価の効率性が高い企業と、時価総額が小さくて株価の効率性が保証されない企業で異なる扱いをすることは現時点で妥当性が高いと私は思っている。小規模な企業が日本には多いという指摘があるが、そうした企業を主軸に置くのであれば、そういう旨の断りを入れておかないと、指針の導入が大企業の経営者に対してミスリードしてしまうのではないかという懸念を持っている。

11 ページ。最初の研究会では議題にしようという議論があったと記憶しているものの、その後放置されている議論として、いわゆる株式交換型の買収においては、買い手に対して情報を要求する水準が一段高くなると思っている。なぜかという、株式交換型の買収提案をかけられた時に重要なのはその株式対価に妥当性があるかという点である。買い手の株価が割高であればあるほど、買い手にとって買収を株式交換で仕掛けるモチベーションは上がるわけだ。そのように考えると、株式交換で買収を仕掛けてくる買い手の株価対価の妥当性というものは、やはり対象会社の経営者として気にすべき部分で、買い手企業の株価の妥当性の検証を可能にする情報要求については考えてもいいのではないか。今のところ現金買収しか想定せずに議論してきているが、今後、海外企業を含めて株式交換型の TOB が行われることも充分考えられる。そこについて何も議論しないというのは、指針が今後 10 年、20 年続くと考えたときには、問題があるのではないかと思う。

12 ページ。情報開示を慎重に行うことについて、異存は無い。一方で、開示しないことがどのようなケースでも正しいとしてルール化することには慎重であるべきと考えている。基本的に情報の非対称性の解消というのは一般株主にとって利益になることは間違いない。買収に関する情報は、株価に確実にプラスに働く情報で、これは一般株主利益につながるものだ。そういう意味で言うと、企業の市場価値を下回る買収価格での買収の可能性を明らかに低下させる点で、買収情報の開示は対象企業にとっての戦略的選択肢になり得る。一般株主利益になり、かつ低すぎる価格での買収を防止するという視点があるとなれば、対象企業が自発的に情報開示することを妨げてはいけないのではないか。開示について慎重であるべきことは確かだが、対象企業による自発的な開示という選択肢を残しておく必要はあると考えている。

17 ページ。平時の防衛策についてだが、前回の研究会で報告した通り、企業価値に対して平均的にプラスになるという実証研究結果はほとんどない。むしろ、ほとんどの研究は平時の防衛策は長期的な企業価値やパフォーマンスに対してはネガティブな影響を持っているというものだ。よって、平時の防衛策について、買収の境界条件の予見可能性がないものを、指針において積極的に推奨すべきではないと考えている。特に、平時は「相対的に緩やかな審査ができる」というのは良いように見えて悪い部分もあり、様々な将来の可能性を想定せずに防止効果の強いものを導入するリスクがある。買い手にとっての予見可能性を高め、買収の境界条件が明確な防衛策に限り、合理性を認めるべき。また、買収防衛策が株主価値にプラスになっていない、むしろネガティブであるということがグローバ

ルな研究で数多く指摘されている中で、機関投資家に平時の買収防衛策をポジティブに評価せよと言うのは明らかに無理があり、そうした指針は経済合理性を欠く。

また、機関投資家と企業の対話について、私の実証研究でも多くのケースで時価総額上位500社から1000社くらいまでしか発生しておらず、あとはほとんど対話していない状況だ。そういう意味で、小規模な企業において機関投資家と対話して問題解決ができる可能性は非常に低いと思うので、期待すべきではない。ここは江良委員が指摘していたとおりだと思う。

21 ページ。日本のガバナンス全体として経済産業省や金融庁がとっている姿勢からすれば、社外取締役が過半数を占める場合の方策3については、企業に裁量の余地を追加的に与えることがあっても良いと私も考えている。ただし、実証研究では過半数という閾値が重要なので、過半数という境界条件は守っていただきたい。また、アメリカ企業との公平性を考慮すると、先ほど市場の非効率性で言及したが、特に市場ショック時において、市場株価が効率的ではなく割安であると経営者が強く認知している場合には、独立取締役が過半数である企業においては、取締役会の判断で防衛策導入を認めるのも1つの手法として考えられると思う。

【武井委員】三原則について。第二原則と第三原則については抽象的には分かるものの、今の記載のままだと、対象会社はとにかく短期の買収価格が高いものに应じる義務があると誤解されるのではないかと懸念する。第二原則、第三原則の書き方はもう少し丁寧にするべきだ。第二原則の「一般株主が享受すべき利益が確保されるべきである」という箇所も、一般株主が享受「すべき」なので一応規範的な判断が入っている言葉ではあると理解しているが、「適切に享受すべき」といった文言など、一般株主が享受する利益は一銭でも高ければ良いのだという誤解を生まないようにすべきだ。また、第三原則も、すでにいろいろな指摘があったが、企業価値向上の判断を株主が決めるのだと読まれてしまうのも直した方が良いと思う。

この三原則に関連して5ページ。ここに書かれている4つの例示がこの三原則の関係で論点となるのだと思うが、4つ目の「中長期的な観点からは企業価値を向上させる可能性がある買収提案と、短期的に価格の高い買収提案」の例を含め、海外委託調査報告書にも詳細に書かれているとおり、どこの国においても、株主の短期的な利益のために企業の中長期な利益が放棄される必要があるという法制にはなっていない。それなのに日本だけそれ

とは異なる異質なルールを入れるべきではない。例えば、海外委託調査報告書を見ると、アメリカだと企業戦略を支える根拠が明らかに存在しないような場合でなければ、取締役は、株主の短期的な利益のために、慎重に検討された企業戦略を放棄する義務を負わないとなっている。その判断の過程で取締役は、株主以外のステークホルダーへの影響とか、過去の買収者の行為を考慮できるとされている。イギリスでも、プレミアム付きの買収提案がなされても、対象会社の取締役が買収により対象会社の中長期的な企業価値が毀損されると考える場合や、買収プレミアムに対象会社の根源的な価値が反映されないと考えられる場合には、買収提案を拒絶することも可能であるとされている。ドイツやフランスでも対象会社の利益だけではなく、ステークホルダーの利益を考えなければいけないということになっている。corporate interest には株主利益だけでなく対象会社の従業員、顧客、債権者や事業活動の保護もその内容として含まれ、一方の買収提案は買収提案価格が高いものの買収後に会社を解体することが企図されており、他方の買収提案は買収提案価格が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、対象会社の取締役会としては買収提案価格が低い後者の提案のほうが corporate interest に資するものであり賛同すべきであると評価される可能性が高いとされている。欧州では取締役は会社法も改正されて、株主の利益以外のステークホルダーの利益も考えなければならない義務を負っている。グローバルにもこのような状況なので、日本で、短期の価格さえ高ければ対象会社の取締役はそれに応じる義務があるかのような誤解を起こさないように、記載を明確にするべきだ。関連して9ページにある「できるかぎり有利な取引条件で」という箇所も、高い提案をとらなければならないと読まれるように思うので、ここも慎重に書いてほしい。

関連して9ページについて。買収の時系列の流れで何か規律が変わるように整理していることには私も違和感がある。レブロン義務は、経営権を手放すと対象会社が決めたときの話である。アメリカでさえ、自分が経営権を手放さない場合にまで高い買収提案が来たら全部受けなければならないという話にはなっていない。それなのに買収の時系列によって突然、レブロン義務的に少しでも高い価格のほうに応じる義務が日本の取締役会に生じるかのように読まれないように、慎重に書くべきである。

15ページのMOM決議について。急速な市場買付けというのはMOM決議の正当化の1つの例だと思うが、MOMが正当化される1つの場合は、買収に当たって一般株主のために適切な情報を出していないにもかかわらず株を買っているという場合に、必要性和相当性に照らして、MOM決議で議決権を否定するということではないかと思う。それと関連

して 15 ページの下に書いてある法令違反の場合について。大量保有報告規制違反の場合や公開買付規制違反というのは、まさに資本市場法制が求めている情報開示をやっていないということなので、そういう市場法制の法律の義務すら守らない人の議決権がこの文脈で否定され得ないというのはおかしいのではないか。法令に基づくサンクションと言っても課徴金で対応しようとしても日本国外の者に対しては域外適用とか限界があるし、諸外国でも議決権は普通に否定されているわけなので、むしろ MOM 決議を使うのが一つの正当な対応策であると思う。情報開示に係る法令違反について MOM の対象とならないという整理はおかしいと思う。

16 ページ。ニッポン放送事件は米国的には preclusive な措置の事例であって、限界を画する先例的基準ではないと思う。企業価値の毀損の懸念に対して必要性があって、相当な手段をとる、その過程で利益相反にも対処すれば諸外国でも本来行って良い行為を、今の書き方だと狭すぎて、およそ否定しかねない、現状固定的な書き方になっているように思う。8 ページに書かれているアメリカで言うユノカル基準を、日本で今後およそ否定しかねないような、現状固定的な書き方をすべきでない。

19 ページ。②については、日邦産業事件もあるのでおよそ否定的に考えるべきではない。④の類型についても、株主総会で株主意思を聞いていない云々ということには違和感があって、日本は欧米に比べて株主意思を直ぐに誰でもいつでも聞ける状況になっている。こんなに簡単に少数株主側が臨時株主総会を開ける国はないし、取締役の任期にも期差制がない、大半が任期 1 年で解任も自由である。誰でもいつでも株主意思を聞ける。そういう前提の中で、発動自体について株主意思が聞かれていないという形式的整理で④についてネガティブに考えるのが適切なのか。独立社外取締役を日本でも増強している現状で、この箇所も、米国型のインフラを日本で今後およそ否定してしまうような現状固定的な書き方は避けて欲しい。

25 ページ。方策 3 については、独立社外取締役が過半数であるというだけではなく、独立社外取締役が過半数を占めている委員会の判断に拘束されるというパターンも認められるべきだと思う。また、方策 1 から 5 について、これらがすべて「&」で満たされていないといけないという趣旨で書かれているのではないと思うが、もし機関投資家側がこれらがすべて満たされていないと賛成しないということになるのであれば違和感がある。今の日本の現状は、買収防衛策の存在自体を機関投資家が否定してしまっていることで、不透明な買収インフラで一般株主への情報も出ない状況になっている。欧米では買収の手続の

透明性や情報の開示の在り方を法制度等のインフラで存在しているところ、日本ではそうしたインフラすら無い状態になっている。先ほど藤田先生から 19 ページの①や③の場合についてまで機関投資家が一律反対するのはおかしいというご発言があったが、私も、きちんと買収における透明性を確保するインフラの存在について凡そ駄目だというのはおかしいと思う。パッシブは最後まで残る株主でもあるし、一般株主の利益の観点からも、方策 1 から 5 まで全て無いとおよそ認めない、買収について不透明なインフラのままで良いというのはどうかと思う。

名称について。「対抗」という言葉はやめた方が良いと思う。

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