

参考資料

（指針原案についての関係者への ヒアリング結果概要）

産業組織課

2023年4月28日

指針原案についてのヒアリング結果概要

- 第7回研究会後、指針原案についてのフィードバックを得るため、パブリックコンサルテーションに意見を提出いただいた一部の方々（機関投資家・事業会社等）と事務局・一部委員にて指針原案についての意見交換を実施。
- 主な意見の概要は、次ページ以降のとおり。

■ 実施期間：令和5年4月17日（月）～4月25日（火）

■ 意見交換者：11者（機関投資家6者、事業会社3者、その他2者）

- 現在の指針案は投資家の立場から見てもバランスの取れた内容になっている。
- 全体として、パブリックコンサルテーションの意見等を踏まえて指針案を策定いただいており、感謝。
- 英訳版が出ると、更に理解が進むと思う。
- 予見可能性や客観性を保つとともに、市場関係者が合意する何らかの基準に基づく一定の強制力のある指針になることが望ましい。
- 取締役会の義務などについて、より詳細、より具体的に記載して、強制力のある形で指針が広まって欲しい。
- 指針全体として、何がだめで、何が良いのか、明確に分かる書き方にしてほしい。
- 指針の実務への浸透や検証を行う観点から、指針がどう使われているかについて将来フォローアップをすることとし、その方針を示すのが良い。そうすることで、指針が恣意的に解釈されることへの歯止めとなる。
- たとえ株主提案を受け入れないとしても、企業と株主の健全な対話は企業に異なる視点を与えるなど企業・株主双方にとって利益となるため、それを奨励するようにしてほしい。
- 本指針の策定により、平時導入型の買収防衛策を撤回できる方向になっていくことを期待。
- 金融庁における公開買付制度・大量保有報告制度の見直しの議論も見据えながら、本指針の整理・検討を行うべき。
- 本指針の範囲からは外れるが、構造的強圧性を排除する観点からは、全部買付義務を英国のように見直すことも検討すべき。また、一種の防衛策ともいえる種類株の扱い方についても検討を深めてほしい。
- 日本では市場内買付けが規制されていないが、その合理性が理解できていないところがある。

原則と基本的考え方

- 企業価値など用語の定義が曖昧な点が不安だったが、指針原案では定量的なものとして記載されており、明確化されている。
- 「望ましい買収の促進」という点は、誰にとって望ましいものを指しているのか、明確にすべき。
- 企業解体の場合は望ましくない買収だと思う。他方、買収後に事業ポートフォリオを見直し、特定の事業を売却する場合については、だからといって望ましくない買収とはいえないと考えている。
- 企業価値が株主価値と負債価値の合計としているところについて、負債価値は純負債であることを明記してほしい。
- 企業価値と株主共同の利益の最大化の検討においては、一株当たりの価格が高いかどうかを基準に行われるべき。
- 第一原則で、株主共同の利益の「確保」ではなく、「最大化」とした方が、特に海外の投資家からすると分かりやすいと思う。
- ステークホルダーについては、企業価値に貢献するステークホルダーなのかどうか的大事。「ステークホルダー」に言及する際は、「良好な関係の形成」という表現ではなく、バランスに言及する方が良い。
- 買収提案を受け入れることを決める前の段階であったとしても、通常の事業運営と買収提案を検討するときの取締役会の裁量は異なると考えられるので、それを踏まえた記載してほしい。

買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範①

- 「付議又は報告」となっているが、買収提案は、取締役会への付議の前に報告するというのが実務上自然な姿。
- 真摯な買収提案を受けた場合、善管注意義務に沿って考えると受け入れざるを得ないのではないか。アメリカのレブロン義務はハードローだが、本指針はソフトローであり、日本のガバナンス体制や株主構成等も踏まえると、更に踏み込んで記載すべき。
- 買収提案の真摯性を判断するに際して、買収者のトラックレコードを基準の一つとすることによって、新規参入したフィナンシャルバイヤーや同業他社による業界内での買収が阻害されるおそれがあることを懸念。
- 買収提案の検討の時間やリソース確保等を取締役会が判断する裁量があるという記載があるが、この記載があると、（経営判断原則があるのは大前提の上で）本指針が望ましい買収の促進のためのベストプラクティスを書いているにもかかわらず、今までと同じ対応をしてもよいように捉えられかねないことを懸念。
- 買収資金の裏付けについて、残高証明書以外に、PEファンドの場合はエクイティーコミットメントレターを出すこともあるので、それも含まれることが明確化されるとよい。
- 取締役会に付議するかどうかの段階では、具体性のみを議論すればよく、信用性はその後にと取締役会で検討すればよいのではないか。
- 「経営支配権を取得する目的が明確でない」という点が何を指すか不明瞭。具体性があると良い。
- 日本では、買収者は友好的に接触しようとする事が多く、その際、当初は具体的な買収条件までは示されないこともある。指針案の記載ぶりでは、そうした場合に取締役会で検討されないことにならないか、懸念する。
- 米国のレブロン義務のような形で、取締役会の義務が明確化されることを期待。
- どういう場合に買収提案を断るのかの基準を明確にしてほしい。また、買収提案の検討に当たっては、フィナンシャルアドバイザーの活用なども行い、定量的な検討を行うようにしてほしい。
- 買収価格等の取引条件を軽視してはならない旨に言及しているが、合理的に考えれば企業価値を高めることが期待し得る提案であれば、取締役会としては、提案を受け入れる方向で検討する必要があるというメッセージが出ると良い。

買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範②

- 買収を受入れる方針を決定している場面の例示として、「法的拘束力のある提案に応じる方向・・・」というものがあるが、あえて法的拘束力が生じないように整理した上で、企業価値・株主利益の向上に向けた努力義務を回避する動きに繋がらないか、懸念。
- 買収提案を取締役会で議論することになれば、受領の事実や内容について、企業価値や株主価値がどう変化するか説明することになるので、投資家としてもエンゲージメントしやすくなる。
- 友好的買収は価格が低い可能性もあり、問題がありうることから、レブロン義務のような考え方は必要不可欠。
- 買収提案の検討主体として、取締役会が基本であり、社外取締役が過半数を占めるかどうかという点を過度に強調せず、CGコードに合わせて、社外取締役が1 / 3以上で良いとするなど機関設計の特徴等に応じて、柔軟な解釈ができるようにしてほしい。
- 日本では、社外取締役含め、取締役会が真に独立しているとは言いがたい企業も多くある。あくまで最終判断は取締役会の責任ではあるものの、第三者による独立委員会に諮問して検討してもらうのがよいのではないか。
- 特別委員会に買収者側が選んだ人も入れて欲しい。完全な第三者による特別委員会は別として、特別委員会は基本的に取締役会の方を向いているため、あまり期待できない。何の責任もインセンティブも負っていない特別委員会に重要な決断を任せるべきではない。
- 社外取締役の独立性の重要性に触れるべき。「独立」社外取締役と記載してほしい。
- 取締役会の過半数が社外取締役であったとしても、適切な判断を下すうえでは、社内取締役は除いて、株式市場にも精通した社外取締役のみが入った特別委員会にて検討することが必要。
- 法令又は指針に従わない場合や、急速な買付けで他の株主の意思を形成できない場合は、真摯な買収提案ではないという記載をしてもらいたい。

買収に関する透明性の向上

- 実質株主の透明性確保は必要。反対する株主もいるかもしれないが、資本市場の観点から考えると、株主構成が見えることで、市場の効率性が上がる。
- 対象会社側の情報開示において、他に買収提案があった場合に、他の提案価格と比較してなぜその提案を選んだのか、数字面を含めて開示されると、投資家側に納得感が出ると思う。
- 対象会社による情報開示について、対抗提案が「公知となっている場合」となっている場合に限定されているが、株主利益の配慮の観点からは、公知か否かにかかわらず同じレベルでなされることが望ましいとも考えられないか。
- 市場内買付けの場合の買収者側の情報開示について、公開買付届出書と同程度の情報提供を求めた場合、買付数などは風説の流布や相場操縦に当たりかねない点がある。実務的にどういう開示を想定するか考える必要がある。事前取得の利用時の場面も同様。
- 公開買付けの場合において、対象会社は買収者へ質問できるにもかかわらず、買収者には買収提案の権利しかなく、買収提案以上のアイデアについて質問する権利がないことや、対象会社から買収提案以上のアイデアを開示する義務がないことはアンバランスに感じる。買収者の開示義務が大事なのは分かるが、株主は十分高い値段だと感じれば売るだけなので、過度に強調するのは疑問。
- 予告TOBにおいて、合理的な期間内に公開買付けを開始できない場合に、原則として予告を取り下げるべきとしている点は、かえって対象会社の対応を長引かせるインセンティブにならないか。公開買付けを開始できないのは、必ずしも買収者側にのみ原因があるわけではない場合もある。
- 現行の大量保有報告規制など株主側の開示規制は適切で公正であるものの、株主が適切な判断を行うためには、対象企業側において、真摯な買収提案を受領した場合、その提案を適時・適切に開示すべきと考える。
- 独立性のある社外取締役がおり、株主総会を経ることを考えると、どのような懸念を背景として別紙2の議論がされているのかがよく分からない。原案のままでは、取締役の選解任の株主提案そのものを否定的に捉えていると誤解されるおそれもあり、極めて例外的なケースについての話なのであれば、別紙2の記載は不要ではないか。
- 別紙2については、経営支配権の移転がどのタイミングで行われたのかについて、ここで想定しているケースの中でも違いがあるのではないか。

買収への対応方針・対抗措置

- 買収への対応方針が交渉時間・機会の確保のために用いる必要があることは機関投資家として否定しないが、株主間の対話が阻害されないように設計されるべき。
- 買収への対応方針・対抗措置を導入する企業に対して、指針を形式的に守れば大丈夫という誤ったメッセージが伝わらないように留意してほしい。
- 平時導入型について株主意思確認の原則を意識して整理されているが、より限定的な方向性を打ち出すことが考えられないか。
- 有事導入型と平時導入型双方を同様に考えるような表現がいくつかあるが、有事は相手が特定されているものの、平時は相手が導入時点で存在せず、判断が難しい。投資家としては反対のスタンスになる傾向にあり、その差を踏まえた表現にしてほしい。
- 平時・有事導入型のトリガーとしてどの程度の株式を取得する際と考えるのが良いのか、またトリガーに「○%の株式を取得する意思を持ったとき」という表現がよく使われるものの、主観であることから、これらの点を明確化した方が買収者・対象企業双方にとってわかりやすい。
- 一部の株主を除いた決議、いわゆるMoM決議について、司法判断も踏まえると、記載内容の考え方は理解できるものの、株式の公平性の観点からは、議決権を否定するのは過剰ではないかと感じる。原則として許容されるべきではないのではないか。
- いわゆるMoM決議が認められうる場合について、急速な市場買付けや法令違反を挙げていただいているが、例えばTOBの最長期間の60日間などを参考に、「急速」の定量的な要件や、法令違反とまでは言えない手続違反の場合もMoMが妥当である旨を本指針に記載すると、予見可能性が高まる。
- MoM決議について、短期間のうちに市場内買付けを行う場合が、具体的にどの程度の期間、株式取得の場合なのかの判断が難しいと感じる。また、法令違反があるからといって、議決権を失うのは疑問が残る。