

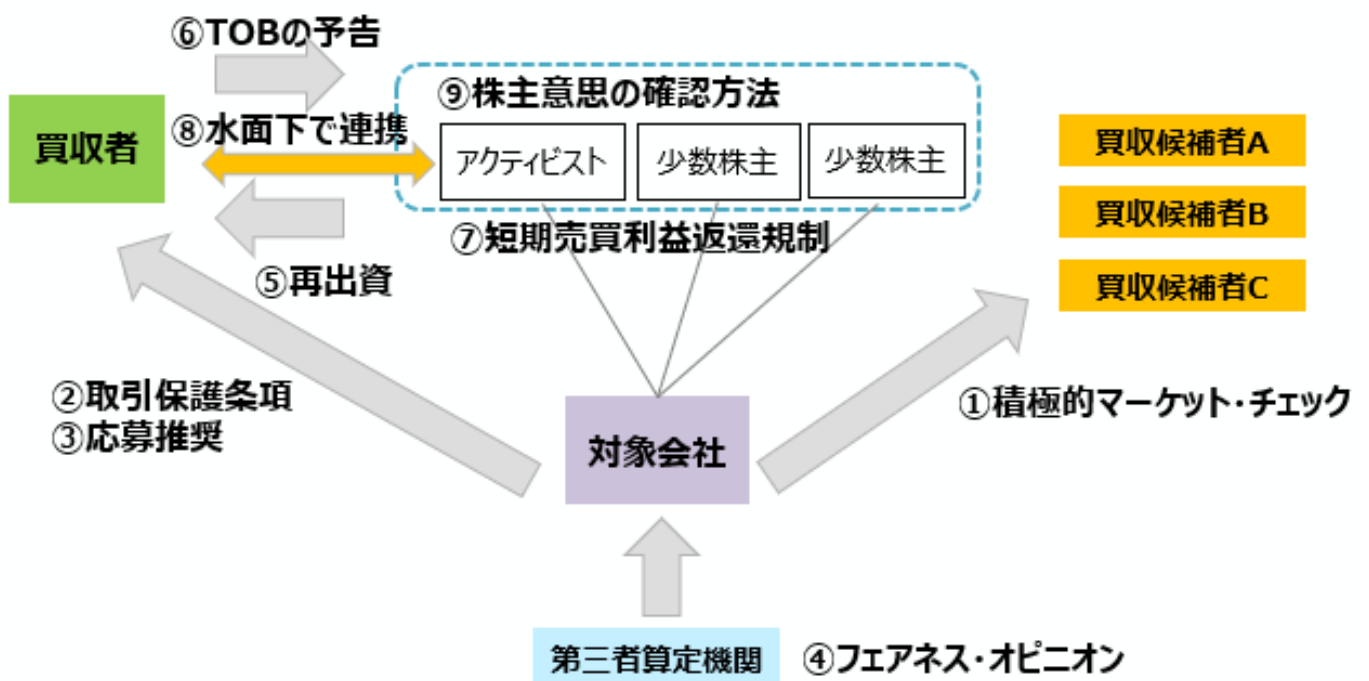
公正な買収の在り方に関する研究会において 問題提起があった事項

本研究会においては、「企業買収における行動指針」のポイント及び Q&A に反映した内容以外にも、最近の M&A を巡る状況を踏まえて対応すべき課題について問題提起がなされた。

本研究会において委員から問題提起があった主な事項は、次頁以下のとおりであり、その概要は下図のとおり。

今後、関係当局も含む議論の契機となることが期待される。

企業買収を巡る問題提起



1. 取締役・取締役会の行動規範

- ① 積極的マーケット・チェックは、実務において多種多様な運用がなされており、関係者の間で、どのように積極的マーケット・チェックを行うべきであるのか共通認識が不足。例えば、候補者リストの絞込みの方法、応札方法、特定候補者への再応札の打診や、時機に後れた応札の取扱いなどは、基本的には積極的マーケット・チェックを実施する者の合理的な裁量に委ねられるべきと考えられるものの、公正性担保措置としての積極的マーケット・チェックの在り方や、取引保護条項との関連で評価されるべき積極的マーケット・チェックの在り方等について議論を深める必要。
- ② 競合的な買収提案がなされる事例が増加している状況において、取引保護条項の在り方等について検討を進める重要性は高い。特にフィデューシャリー・アウト条項の定め方やブレイクアップフィー（解約金）条項の考え方等について、積極的マーケット・チェックの実施状況との関連も踏まえて整理することは、有益。
- ③ 典型的には非公開化取引の検討過程において、実務上、賛同の意見表明はできるものの、買収の取引条件等に照らして応募推奨までできるかを悩む場面がある。真摯な交渉等の合理的な努力は尽くす前提であるが、買収の取引条件等が必ずしも十分でない場合に、応募推奨をするかどうかについても、取締役の行動規範や考え方の整理について議論が深まることが望ましい。
- ④ フェアネス・オピニオンは今後増加すると思われたため、投資家と企業の双方が共通の認識を持つため、フェアネス・オピニオンの質の担保方法や、フェアネス・オピニオン取得時の開示範囲などを含めて、重要な検討課題。

2. 買収に関する透明性関連

- ⑤ アクティビストが、会社に対して非公開化や MBO を提案し、最終的に PE ファンド等が主導して MBO を実施することになった場合に、非公開化や MBO を提案したアクティビストが、当該 MBO の買収ビークルに再出資（いわゆる折り返し出資）する事例や、買収ビークルの出資者である PE ファンド自体に LP 出資をする事例の存在が疑われる。非公開化や MBO を提案したアクティビストのみが、自らに有利な条件で、他の一般株主の利益と乖離した形で独自の利益を確保するものと考えられ、透明性の観点や株主平等の観点から問題。

- ⑥ TOB の予告については、同意なき買収を含め、近時非常に多用されるようになってきている。特に対抗 TOB が予告されたこと（又は一部メディアに対抗 TOB の可能性をリーク報道させたこと）により、市場価格が TOB 価格を上回るため TOB が不成立となり、対抗 TOB も結果的に行われなかった場合、エグジットの機会を逃した少数株主にとっては大きな不利益を被ることになる。そのため、TOB の予告については、その根拠の開示を充実させたり、米国の SEC 規則も参照して適切に規律されるべき。
- ⑦ 短期売買利益返還規制は、主要株主が 6 か月以内の短期売買により利益を得た場合には、その利益を上場会社に返還する制度であるが、「主要株主」に該当するか否かを判断する際に、大量保有報告制度上の共同保有者の保有分が算入されない扱いになっていることから、米国とのイコール・フットイングの観点から疑問。また、受託者の保有株式についても、「主要株主」該当性を判断するための議決権のカウントから除外されているため、信託型ファンドが規制の対象外となっており、規制対象が十分であるか疑問。
- ⑧ アクティビストが株式を大量に買い上がった後、非公開化を要求して PE ファンドを紹介すると持ち掛けたり、一部の PE ファンドがアクティビストと連携しているのではないかと疑われるような事例も見られる。アクティビストと PE ファンドが水面下で連携しているのであれば、買収に関する透明性の観点から問題がないかは疑問。

3. 買収に関する株主意思関連

- ⑨ 特に現金対価の全部買収の場合を典型に、株主は買収後に残るわけではない以上、株主は買収後の企業価値向上には合理的関心を有していないと考えられる。「対象会社の取締役会が、買収への対応方針・対抗措置により買収提案の進行を一時停止させた上で、自らの企業価値向上策と買収者が提示する企業価値向上策を示しつつ、株主総会における取締役の選解任議案に議決権を行使させる方法をもって、買収に対する株主意思を確認すること」について、現行指針でも否定されていないと認識。取締役会が企業価値向上策を責任をもって進める積極的意義も踏まえ、議論を深めるべき。