

M&A をとりまく現状に関する投資家意見の概要

— 買収防衛策を中心に —

2008年8月26日

株式会社東京証券取引所

目 次

一	はじめに	2
二	投資家の意見の収集方法	3
三	投資家からの意見の紹介	3
1	概観	3
2	投資家からのコメント	3
(1)	買収防衛策の現状に関する評価	3
(2)	導入について	4
(3)	発動について	5
(4)	買収防衛策に関するルール等について	5
3	その他買収防衛に関連して寄せられた意見	5
四	まとめ	6
	<資料編>	7
	上場会社による買収防衛策の導入状況の分析	7
	買収防衛策に関する当取引所のルール	9
	買収防衛策に関して寄せられた投資家の声	11

本レポートで紹介する意見は、投資家から当取引所に寄せられた意見を取りまとめたものであり、その分類や集約方法については、当取引所の判断に基づくものであるが、内容については、当取引所の意見や、将来的施策を何ら示すものではないことにご留意いただきたい。

一 はじめに

企業のM&Aは、適正に行われれば企業価値を高め、産業の再編を促すほか、海外の資本を日本に呼び込む手法でもあり、国際的な連携を促す効果も期待されている¹。かかるM&Aの活発化は一般的に我が国経済の活性化に資するほか、対日直接投資を促進する上でも望ましい効果が期待されている²。

しかしながら、日本においても敵対的買収が珍しくなくなり、産業界・経済界の危機感を背景に、買収防衛策を導入する公開会社は500社を超える状況³となり、現実には買収防衛策が発動される事案も出現した。このような状況については、買収防衛策の導入等に係るルールの理解が定着していないことや司法判断に対する理解の混乱がみられること等からM&Aの円滑な発展が妨げられ、これが諸外国からの投資の阻害要因となるおそれが出てきているとの指摘がある⁴。

東京証券取引所（以下「当取引所」という。）では、これまでも、企業行動規範で買収防衛策の導入に関する尊重事項を定めてきたほか、開示事項の充実を図るなど、株主・投資者保護のために様々な方策を講じてきたところであり⁵、また、本年度の重点課題としても、上場会社のコーポレート・ガバナンス向上に向けた環境整備を掲げ⁶、M&Aに関する事項を含めて広く検討を進めていく方針としているが、最近の買収防衛策の増加を懸念する声の一層の高まり⁷や、経済産業省の企業価値研究会における買収防衛に関する報告書の見直し⁸に伴う今後の実務への影響等を勘案し、M&Aに関する事項については市場開設者としてより早急に取り組むべき課題であるとの認識から、今後の具体的な制度整備に向けての参考とするため、コーポレート・ガバナンス全般に対して行った投資家の意見聴取のうち、M&Aに関するものを中心に集約を行い、その結果をここにとりまとめることとしたものである。

¹ 自由民主党総合経済調査会企業統治に関する委員会「公正なM&Aルールに関する提言」（2005年7月7日）参照。

² 対日投資有識者会議「対日直接投資の抜本的な拡大に向けた5つの提言」①我が国における企業のM&A活動（2008年5月19日）参照。

³ 最近の買収防衛策の状況については、資料編7頁参照。

⁴ 対日投資有識者会議「対日直接投資の抜本的な拡大に向けた5つの提言」②早急な買収ルール of 整理・明確化（2008年5月19日）参照。

⁵ 資料編9頁参照。

⁶ 東京証券取引所「2008年度上場制度整備の対応について」（2008年5月27日）参照。

<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/2008program.pdf>。

⁷ ACGAより公表された日本のコーポレート・ガバナンス白書

http://www.acga-asia.org/public/files/Japan%20WP_%20May2008.pdf。日本語版は、

[http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_\(Japanese2\).pdf](http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_(Japanese2).pdf)も同様の懸念を示している。

⁸ 経済産業省が主催する企業価値研究会では、2005年5月27日に企業価値報告書を公表し、これを受けて、経済産業省及び法務省が「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を公表しており、広く上場会社の指針として利用されてきた。企業価値研究会では、上記指針が制定されて以降500社を超える我が国企業に買収防衛策が導入された実態に鑑み、本年6月30日に、今日において株主や投資家の理解と納得を得ることができるといえる合理的な買収防衛策の在り方を示すことを目的として、投資家、産業界をはじめ、関係各方面の多様な意見を反映した「近時の環境変化を踏まえた買収防衛の在り方」を公表している。

二 投資家の意見の収集方法

M&Aに関する投資家の意見を集約するにあたり、当取引所では、以下のような方法により、投資家の意見聴取を行った。

まず、個別ヒアリングによるもので、これは、本年7月22日に開催された主にM&Aに関する投資家ヒアリング⁹によるもののほか、個別面談による意見聴取を含んでいる。

このほか、当取引所において、本年6月26日から7月25日にかけて行ったコーポレート・ガバナンス全般に関する投資家アンケートによるものであり、国内外の投資家から合計41件の意見（海外機関投資家30件、国内機関投資家6件、国内個人投資家5件）が寄せられているが、本報告書では、このうちM&Aに関係するものを取り上げた。

三 投資家からの意見の紹介

1 概観

M&Aには、様々な態様がありうるが、当取引所では、特にM&Aの態様を限定することなく、投資家の意見聴取を行ったところ、その多くが、買収防衛又はそれと同等の効果を有する持合いや第三者割当て¹⁰など、敵対的買収を前提とするものであった。そのほかには、買収防衛策の問題に派生して公開買付ルールの強化が必要であるとの意見や、合併やM&Aの一手段としての第三者割当てへの意見等も寄せられている。

2 投資家からのコメント

上場会社の導入する買収防衛策に関し、当取引所のヒアリングやアンケート調査に対して寄せられた意見は、大きく分けて、導入状況そのものへの評価、導入の目的・手続き・導入後の体制に関するもの、発動の手続き、その他に関するものに分類することができ、その概要は以下のとおりである。

具体的に寄せられた意見については、資料編11頁を参照されたい。

(1) 買収防衛策の現状に関する評価

買収防衛策に対する現状の評価については、適切な買収防衛策の導入や発動の在り方について議論する以前に、そもそも買収防衛策自体を歓迎しないとする意見が多数寄せられた。実際に買収防衛策を導入した企業のパフォーマンスは悪いとのデータを示した上で、一般株主や投資家にとっては好ましいものでないことは明らかであるとする意見をはじめ、本来、買収防衛策は買収者との交渉の道具として用いられるべきところ、日本の実態は、既存の経営陣の保身のために発動を前提としており、戦略的買収者との交渉についても拒

⁹ 当該投資家ヒアリングの議事要旨については、<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/2008hearing.pdf> 参照。

¹⁰ 買収の一手段として用いられる第三者割当て（支配権の移動を目的とするもの）ではなく、敵対的買収者を排除するためにその権利の希釈化を目的として行われるもの。

もうとする印象が強いとする意見や、根本的にその会社が買収防衛策を必要とする納得できる理由が見当たらないとする意見のほか、株式の売却機会を狭める可能性という観点から市場全体の流動性の低下、ひいては日本市場からの投資家離れの危険性に言及するものなどが見られた。

一方で、既存の経営陣と潜在的買収者による提案を評価する適切な時間を株主に提供するために買収防衛策には一定の意義があることから、買収防衛策が長期的な株主価値の向上に資することについて十分な説明があり、かつ、スキームの内容が経営者の恣意性を排除するものである場合など一定の条件を満たす場合には賛成するとの意見も寄せられている。

なお、最近における買収防衛策の廃止や継続見送りの動きについては評価する意見が寄せられている。

(2) 導入について

まず、導入にあたっては、経営陣の保身や株主への説明責任を妨げることを目的とすることは許されず、その目的を限定すべきであるという意見がみられた。具体的には、投資家に対する情報提供の観点やより良い価格を得ることができるための交渉の手段とするという観点から、あくまで「少数株主の権利を守る」目的に限定すべきであるとの意見や、買収防衛策は濫用的買収者に対して適用するものではあるが、資本市場を歪めることのないよう「真」の濫用的買収者のみが対象となるよう限定すべきとの意見などがあつた。

導入の手続き面では、買収防衛策の導入における意思決定過程において、株主の利益となるかどうかをきちんと判断できる仕組みが望ましいという意見が多数を占めた。その具体的な手段としては株主による承認を必要とすることや、独立社外取締役を含む取締役会で意思決定すべきとの意見があつた¹¹。

買収防衛策の内容面については、買収者に対して金員を交付する買収防衛策は、短期的な利益追求のため特定の株主に破壊的な活動に関与することを奨励しかねないため支持しない旨のコメントが数点寄せられており、この点については本年6月30日に公表された企業価値研究会の「近時の環境変化を踏まえた買収防衛の在り方」（以下「企業価値研究会の新報告書」という。）での整理に沿うものといえる。

さらに、導入後のガバナンスについて言及するものとして、買収防衛策は、取締役の地位を強化するものであるから、発動に関する判断という局面に限ることなく独立取締役の導入が必要であるという意見があつた。

¹¹ この点、本年6月30日に公表された企業価値研究会による「近時の環境変化を踏まえた買収防衛の在り方」では、株主が買収の是非を適切に判断するための時間・情報や、買収者・被買収者間の交渉機会を確保する場合については、恣意的運用がなされないことを前提に、取締役会がこれを導入することが認められるとしている。

(3) 発動について

買収防衛の発動に関する意思決定については、公正性の担保は不可欠であり、取締役会の責任強化による実効性の確保や独立取締役の存在を前提として、取締役会であるとするものと、適正な株主構成（必要以上の持合いがないことが前提）のもとでの株主総会決議によるべきとするもののいずれの意見も寄せられており、投資家サイドにおいても明確な方向性は見出せていないことがうかがえた¹²。

なお、株主総会決議によるべきとする意見については、それは株式持合いを助長しかねないとする意見が寄せられているほか、買収防衛策のスキームとして多くの会社が採用している独立委員会については、適正に機能するような構成が望ましいが、現状の委員会の独立性や専門性について疑問視する意見が多く見られた。

(4) 買収防衛策に関するルール等について

以上、買収防衛策そのものについての意見のほか、買収防衛策に関連するルール等についての意見も寄せられている。

まず、買収防衛策に直接関連するルールとしては、企業価値研究会の新報告書が存在するが、同報告書における、買収防衛策の導入や発動に関し、形式的に株主総会にその判断を委ねることは「取締役の責任逃れ」であり、説明責任を果たしていない旨の指摘については、同様の意見が寄せられている一方で、同報告書により示された取締役の行動規範に関しては、大きな方向性としては賛同を示すものの、当該報告書の拘束力・実効性に懸念を示す意見が寄せられている。

また、現状の法制面への意見として、直接的に買収防衛策の導入方法や弊害防止策を検討するよりも、TOB規制の見直し（100%買付ルールの導入）を行うことによって、強圧的な買収を排除することで、過剰な買収防衛策を講じる必要をなくすことで、株主が最終的に提示された株価で株式を売却するか、保有するかという単純な判断で平等を保つこととすべきとの意見や、強圧性に対する方策としてフェアネスオピニオンの活用や公開買付け終了前に応募しなかった株主に対して引き続き株式譲渡の機会を提供することができる米国の制度（Subsequent Offering Period）についても検討すべきといった意見などが寄せられている。フェアネスオピニオンについては対象会社の開示義務がないことを問題視する声も寄せられた。

3 その他買収防衛に関連して寄せられた意見

以上が、買収防衛策に関して投資家から寄せられた意見であるが、投資家からは、買収防衛策と類似の効果を有するものとして、買収防衛策同様に規制する必要があるとして、

¹² この点、企業価値研究会では、株主意思の原則との関係について、①株主が買収の是非を適切に判断するための時間・情報や、買収者・被買収者間の交渉機会を確保する場合、②買収提案の内容に踏み込んで実質的に判断を下して発動し、買収をとめる場合に分けて整理している。

株式の持合いに言及する意見のほか、買収防衛を目的として株主権の希釈化を伴う第三者割当てを行うことには強く反対するという意見などが寄せられた。

四 まとめ

当取引所は、投資者の保護及び市場機能の適切な発揮の観点から、上場会社の企業行動に対して適切な対応をとることを、上場制度の整備における基本方針の一つとしており、従来より、買収防衛策の導入に係る尊重事項を企業行動規範に定めているほか、詳細な開示事項を定めるなど、買収防衛策の導入時または導入後において、株主及び投資者の正当な権利を保護するために必要と考えられる事項を整備してきたところである。

当取引所では、現行の我が国の法制度の下において、買収防衛策自体を一律に否定するものではないが、議論の対象は企業一般ではなく上場会社の買収防衛策であることから、資本市場の視点を重視する必要がある。その意味でも、今回、買収防衛策の導入そのものを歓迎しない旨の投資家コメントが数多く寄せられたことについては、真摯に受けとめる必要があると考える。そこで、当取引所としては、買収防衛策が株式市場において投資者に与えるネガティブな側面を上場会社に発信していくこととしたい。

また、このような投資家意見の背景には、投資者の権利への配慮が不十分な買収防衛策の導入や、実際の買収局面において、防衛策の発動や第三者割当て等の敵対的買収に対する対抗措置により、投資者が株式を売却する機会が奪われたり制約を受けたりするような企業行動が現実に見られることがあるように思われ、当取引所としても、投資者の保護及び市場機能の適切な発揮の観点から、あらためて市場開設者として何ができるかについて、早急かつ重点的に具体的方策を打ち出していくこととしたい。

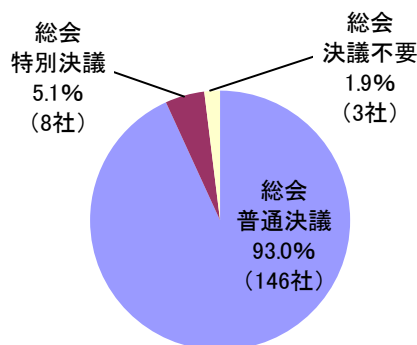
<資料編>

上場会社による買収防衛策の導入状況の分析

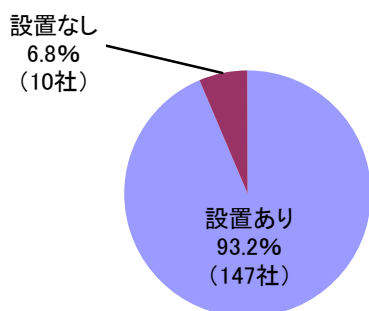
M&A活動の活発化に伴い、企業側では買収リスクの高まりから買収防衛策の導入が進み、また、買収に係る係争案件について司法判断に至った事例も出てきている。当取引所上場会社では2008年7月末現在において約500社が買収防衛策を導入済みである。そのほとんどが事前警告型の買収防衛策であり、現在の我が国においては、この種類の買収防衛策が主流となっている。その他としては、信託型ライツプランを導入している会社ごく少数見られるが¹³、いずれも昨年までに導入されたものあり、今年に入ってから1件の導入例もない¹⁴。これは一般的に、事前警告型の買収防衛策に比べて、信託型ライツプランは費用面において信託銀行が介在することによるコストが発生することなどから、導入を見合わせる会社が多いといわれている。

また、最近の傾向を分析したところ¹⁵、買収防衛策の導入については、ほぼ株主総会決議を経る形をとっている(図表1参照)一方、発動についてはその検討プロセスの中に第三者委員会を設けるパターンが多く(図表2参照)、その勧告を最大限尊重する形で取締役会が判断するものと、株主総会決議によるものがほぼ半々の割合となっている(図表3参照)。

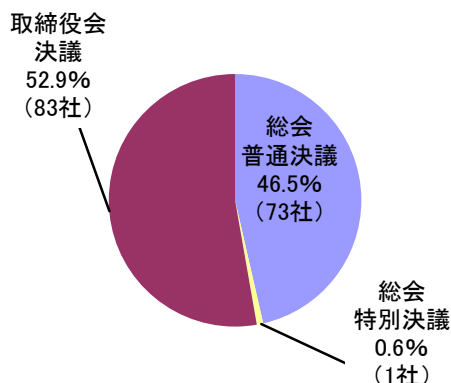
【図表1 導入段階】



【図表2 第三者委員会の設置】



【図表3 発動段階】



¹³ 2008年7月末現在、当取引所上場会社で信託型ライツプランを導入している会社は7社ある。

¹⁴ 逆に今年に入って、信託型ライツプランを廃止し、その代わりに事前警告型の買収防衛策を導入した会社が1社ある。

¹⁵ 当取引所上場会社のうち買収防衛策の新規導入又はスキームの変更を行った継続案件について2008年3月14日から7月末日までに公表した157社を対象としている。

安易な買収防衛策の導入や過剰防衛ともうつる我が国の動きは、外国人投資家を中心として日本市場の閉鎖性を一層強く印象付けてしまっている向きがある一方で、最近は、経営者が自らの立場を守るために買収防衛策を導入しているのではないかとの批判もあり、導入した買収防衛策を廃止する動きも見られている¹⁶。

¹⁶ 2008年7月末現在、当取引所上場会社のうち7社が、いわゆる平時に買収防衛策を廃止した実績がある。

買収防衛策に関する当取引所のルール

買収防衛策を導入する場合、適法性やいわゆる企業価値基準（企業価値を向上させる買収を排除せず、企業価値を毀損する買収は忌避できるような買収防衛策の在り方）に照らした妥当性等を十分に検討のうえ行われるべきであるが、当取引所では、市場開設者の立場から、これらに加え、上場会社は買収防衛策の導入時点の株主のみでなく、潜在的投資者を含む幅広い投資者層の投資対象であり、投資者保護の観点から買収防衛策に関して十分な配慮が求められるものと考えている。

当取引所では、こうした観点から、国際的な動向を踏まえつつ、上場規則において企業行動規範（有価証券上場規程442条）や上場廃止基準（有価証券上場規程601条1項17号）などを定めている¹⁷。

【企業行動規範】

企業行動規範において買収防衛策の導入に係る尊重事項として以下の項目を規定し、尊重していない場合は公表措置を実施することができる（有価証券上場規程508条4項）。

→ 公表措置の実施事例なし

- ・ 開示の十分性¹⁸
- ・ 透明性
- ・ 流通市場への影響
- ・ 株主の権利の尊重

【上場廃止基準】

上場廃止に関する規定として以下の項目を規定しており、6か月以内に当該状態が解消されない場合は上場廃止とする（有価証券上場規程施行規則601条12項1号）。

→ 上場廃止基準への該当事例なし

- ・ 随伴性のないライツプランの導入
- ・ デッドハンド型のライツプランの導入
- ・ 拒否権付種類株式の発行（株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ない場合は除く）
- ・ 重要事項についての議決権を制限する種類株式への変更
- ・ 議決権の多い株式の発行（株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きい場合に限る）

公表措置や上場廃止の措置をとるか否かの判断にあたっては、投資者保護の観点から、個別の事案ごとの内容や開示の状況に応じた柔軟な対応を行う必要があるため、個別の事

¹⁷ なお、上場制度上の買収防衛策は、上場会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせず、新株又は新株予約権の発行を行うこと等により当該上場会社に対する買収の実現を困難にする方策のうち、経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前に導入されるものをいい（有価証券上場規程2条80号）、いわゆる平時導入の買収防衛策を想定している。

¹⁸ 開示事項については、適時開示ガイドブックにおいて、留意事項が公表されている。例えば、発動・廃止等の判断主体やその判断基準について詳細な開示のほか、買収防衛策の合理性を高めるための工夫（例えば、導入に際しての意思決定プロセス、全株式・全現金買収の場合には消却するといった客観的な廃止条件の設定、独立社外者のチェックが機能する仕組みの導入、サンセット条項（定期的に買収防衛策の内容や導入の是非を株主総会などで見直す条項）などの定期的な見直し条項、取締役の選解任要件及び任期等）について分かりやすく説明することを求めている。

案ごとの内容や開示の状況を総合的に勘案することとしている(上場管理等に関するガイドラインⅢ8.等)。そこで、このような柔軟な上場管理を当取引所が円滑に実施できるよう、上場会社においては、買収防衛策の導入の決定、公表に先立ち、十分な時間的余裕を持った事前相談を寄せていただくことをお願いしているところである。

なお、当取引所では、買収防衛策の発動に係る有事の局面においては、特段のルールを定めているわけではないが、流通市場への影響等を考慮して、例えば、買収者が出現した場合に、買収者に関する情報、買収提案に関する内容、会社の当該買収提案に対する考え方、今後の対応方針といった事項を開示することや、買収防衛策を発動又は廃止する場合に、当該決定に至った経緯及び理由、今後の手続・日程、株主・投資者に与える影響といった事項を開示することを求めている。

買収防衛策に関して寄せられた投資家の声

1. 東証上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する投資家向け意見募集¹⁹に対して寄せられた意見概要

◎：同様の意見が10件以上だったもの ○：同様の意見が4～9件だったもの
●：同様の意見が3件以下だったもの

a 買収防衛策の導入に関して寄せられた意見

【当該テーマに関する現状の評価】

- 利害関係者の利益を侵害するものであり、すべての買収防衛策に強く反対。
- 買収防衛策の激増に対して懸念している。これらの買収防衛策は、株主の利益を守るために使われているのではなく、一般株主の犠牲のもとに経営陣を守るために使われている。
- 買収、開示に関する法令、規制は更新され、新しいTOBルールなど会社のM&Aのための公平な仕組みは作られた。買収防衛策は企業価値を守るために必要ではなく、株主の利益にも合致しない。

【買収防衛策導入の目的】

- ◎ 買収防衛策の目的は、成果を出していない取締役会・経営陣を保護することではない。
- 買収防衛の目的は株主が可能な限り良い価格を得ることができるようにすることである。
- 買収防衛策は、買収が適正な価格（すなわち買収者が利益を上げることができる価格で、かつ、買収に応じた既存の株主が適切に補償されるような価格）で行われるように入念に設計されなければならない。

【買収防衛策導入の手続き】

- ◎ 買収防衛策の導入にあたっては、「株主価値向上に資するのか」「取締役の保身目的ではない仕組みか」等について株主に対して徹底的な説明がされるべき。
- ◎ 買収防衛策の導入にあたっては、株主の承認を得るものとするべき。
- 株主が、毎年の定時株主総会において、買収防衛策について見直すことができるようにするべき。
- 手続きの公正さを確保するため、取締役の構成は、独立社外取締役が過半数を占めるべき。
- 買収防衛は、株主の利益に寄与する機能を果たすことができるが、潜在的な濫用を防ぐための適切な対策が必要だ。独立取締役が取締役会にいることは基本的な対

¹⁹ 東証上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する投資家向け意見募集として、2008年6月26日から7月25日まで実施されたもの (http://www.tse.or.jp/news/200806/080626_g.html)。

策である。

- 企業価値研究会による報告書において、株主総会決議に諮ることで防衛策導入に係る株主のお墨付きを得たことにすること及び第三者委員会にその発動に係る判断を「丸投げ」することが取締役の「責任逃れ」である旨が指摘されてはいるが、法的拘束力の無い報告書による指摘事項を上場会社が実務面でどの様に反映するかについてはかなりの温度差があることが予想されるため、会社法上の適法性判断からもう一步踏み込んだ「市場ルール」が定められ、市場原理が働くような制度の設定および広く産業界に世界的に通用する価値観の浸透が期待される。
- 不公平で適切でない買収防衛策の採用は、妨げられるか、あるいは、少なくともやる気をなくさせるようにするために、経済産業省のガイドラインが修正されることが不可欠である。

【買収防衛策の内容】

- 買収防衛において防衛対象とするのは「濫用的買収者」に限られるべき。
- 買収防衛策の濫用を防ぐため適格オファー条項、サンセット条項や、株主による承認などを含む構造的な対策も必要だ。
- 買収防衛策については、トリガー条項の必要性を含め、ISSの提案に沿ったものにするべき。

【その他】

- 買収の提案は、公開企業の株主になされるものであり、それゆえに意思決定をするのは株主であって、どんな買収提案についても本質的に利益相反関係にある経営陣ではなく株主が最終的な決定権を持つべき。
- 買収提案に対する最高の防御は、株主に支持されるような経営管理と資本管理に基づく高い株価である。
- 企業価値研究会の新たな報告書などを踏まえ、経営者の保身ににつながるような方策については、東証として制限してほしい。
- 買収防衛策は、完全に経営陣から独立した委員会によって厳格にコントロールされたものであるべき。
- 最終的には、会社の買収防衛策が一般株主を守っているのか、経営陣の保身に寄与し、株主の権利を奪っているのかについては、どれだけ公平に当該買収防衛策が組成され、導入されたのかに、大いに依存する。多くの国において、買収防衛策が本来的に不公平であるとされていることは、特筆に値する。
- 企業価値研究会の報告書は、東証によって何らかの形で推薦されるべき。
- 「買収防衛策」という呼称をやめ、「株式の大規模買付時の対応手続」に変更する。
- 買収防衛策の適切性を考えるときは、TOBが会社のパフォーマンスを向上するのに重要な役割を果たすことが出来るということを認めることが重要だ。TOBが起こる可能性があることだけでも、実際に経営に規律をもたらし、経営陣に株主価

値の向上に焦点を当てさせることによって、企業価値の向上に実際に役立っている。さらに、戦略的買収者による買収は、株主共通の利益を増大させるような価値のあるシナジーをもたらす可能性があり、単にさらなる経営陣の個人的な利益のために買収防衛策によって毀損されるべきでない。

- 買収者に対して金員を交付することを伴う買収防衛策は、短期的な利益の追求のため特定の株主に破壊的な活動に関与することを奨励することになりかねないため、そのような買収防衛策を支持することは株主の利益にならない。

b 買収防衛策の発動に関して寄せられた意見

【当該テーマに関する現状の評価】

- パフォーマンスの悪い取締役会と経営陣を守ろうとするような買収防衛策の発動は、どちらも等しく一般株主に対して悪用されるおそれがあるため、反対。
- 利害関係者の利益を侵害するものであるため、すべての買収防衛策に強く反対。
- 買収防衛は株主の利益のために行使されるべきで、支配権市場の効率的な運用を妨げるようなものであってはならない。
- 経営陣による買収提案の検討期間の引き延ばしは、買収者による買収の実行・完了を著しく遅延させ、実質的に防衛策の発動と同様の効果を持ち、ひいては買収に賛成しているかもしれない一部または多くの株主の株式売却の機会を奪っており適切でない。

【買収防衛策発動の手続き】

(買収防衛策発動の決定者)

- ◎ 買収防衛策の発動の是非、方法について決定する者は、経営陣及び関係会社から完全に独立したものであるべき。
- 独立／特別委員会委員の「独立性」要件について、客観的な定義が提供されるべき。
- 独立取締役は、買収防衛のような経営陣、会社、株主の利益が分離するような場面で、重要な役割を果たしうる。買収防衛策発動の決定の公正さを確保するため、社外取締役が取締役会で過半数を占めるべき。
- 適切な株主の代表が、買収提案の評価をしなければならない。
- 買収防衛策の発動の是非の決定者は、関係するビジネスの経験を相当程度積んだ者であるべき。
- TOBが開始されるとき、独立取締役から成る委員会が、提案を評価して、勧告するべき。ただし、委員会が、ポイズンピルを実行することを勧めたとしても、買収防衛策を発動するには、3分の2の株主が承認しなければならないとすべき。
- 独立／特別委員会のメンバーは株主の利益に対して責任を持ち、必要であれば株主と対話するべき。

- 一般的に、株主に代わって行動するとされる独立／特別委員会は、買収防衛策の発動に関する取締役会の決定を覆す権限を持っておらず、独立／特別委員会が選任されても株主の利益の保護には十分ではない。
- 独立／特別委員会を構成する委員は究極的には既存経営者によって選任されるため、委員会の独立性に対する疑念は払拭できない。さらに、経営や投資に関する実務経験や知識を十分有していない委員が選任されるケースもあり、委員会の質が問われる場合もある。そこで、東京証券取引所が主体となって構成される、名実共に独立性の高い委員会を設立することを提言する。
- 主たる会社（株主）に対する信認義務、法律的な責任が執行取締役にかかっているときや、社外取締役が経営陣から「独立」していない場合、及び、日本において、社外取締役の価値が一般に理解されていないような状況のなかでは、買収防衛策を発動する際に、社外取締役を主たる意思決定者とする利点については、懐疑的である。
- 株式持合いが増えてきていることを踏まえると、株式持合いをしている多数株主が買収防衛策の発動を承認しても、発動は完全には正当化できない。
- 取締役は、あらゆる投資の意思決定の実行について、既存株主に責任を持たなければならない。正式で、透明性の高い手続きが必要だ。
- 経産省と法務省による買収防衛に関するガイドラインと金融商品取引法におけるTOBルールは、買収防衛策が導入されている上場会社に対し買収提案があった場合における買収防衛策の公平な適用を確保するために、当該上場会社の取締役会の役割と責任を明確にするよう修正されるべき。

(買収防衛策発動の決定に係る情報公開)

- 買収防衛策の発動のプロセスにおいては、全ての株主に対する高いレベルの説明責任と透明性が要求されるべきである。とりわけ、買収防衛策の発動条件と、買収防衛策の発動がなぜ、またどのように長期的に株主の利益にとってベストなのかについて説明を望む。敵対的買収の際は、株主は、既存経営陣と買収者の両方から会社の将来計画に関して、適切な情報を受領する機会が与えられるべき。
- 防衛策発動のためには、グリーンメーラーでない場合、上場会社が考えるみずからの理論株価がTOB価格を上回ることを説明して開示するべき。
- 買収提案が株主共同の利益を毀損するかという実質判断に基づく発動が安易に行われることを防ぐため、より厳格な開示要請（例えば、経営者が考える安定株主比率を自主申告させる等）を求めることなどを期待。

(買収者に対する金員交付)

- 買収者に対して金員を交付して行うような買収防衛策の発動は、企業からの多額の資金流出を招くこととなるなど、一般株主の利益が損なわれるおそれがあることから発動されるべきではない。

【その他】

- 買収防衛策の発動を株主総会に確認するタイプが増えており、防衛策を導入する企業は安定株主工作を行う誘惑にかられる恐れが大きいと思われる。こうした持合いなどの安定株主が支配する資本市場になることはガバナンス上の健全性が損なわれ日本企業のダイナミズムを殺ぐことになると資本市場関係者として強く懸念している。

2. 投資家ヒアリング議事要旨

日 時：平成20年7月22日(火)午後3時30分から午後5時40分まで

場 所：東京証券取引所会議室

参加者：中長期的スタンスの投資家等（木村祐基氏（企業年金連合会）、清原健弁護士（ジョーンズ・デイ法律事務所）、阿部修平氏（スパークス・アセット・マネジメント株式会社）、宮坂彰一氏（スパークス・キャピタル・パートナーズ株式会社）ほか2名）

議 題：M&Aルール（買収防衛策を中心）に関する投資家側の意見

議事要旨：

（総論）

- ・ 投資家として企業に要請することは、長期的な株主価値の最大化、株主資本の効率的活用、適切な情報開示及び説明責任である。
- ・ 今後、アメリカと同様に株主の機関化が進行するものと思われる。日本企業がより真剣に株主と向き合っていかなければ株式市場は低迷するだろう。
- ・ 日本の企業のROEは国際的に見てかなり低い。
- ・ 日本の企業のコーポレート・ガバナンスに対して海外の投資家が不信感を抱いていることと、株価の下落は無関係ではない。
- ・ 日本の企業と同業種の海外の企業を比べると、日本の企業の方が売上げははるかに大きいのに、時価総額では逆に負けているという事例もある。そういった場合には海外の企業は日本の企業の買収を検討するであろうし、戦略的な投資家であればそういった日本の企業に注目するだろう。
- ・ 日本では、大企業であるほど収益力の高い部門と低い部門が混在しており、それが固定化してしまっている。日本の取締役会は閉鎖性が高く、利害関係のない独立社外取締役が入れば、その点を変えられるのではないか。
- ・ 社外取締役を導入する企業は増えているが、例えば親会社出身であるなど独立性が認められないようなケースについてはほとんど意味がない。

（M&A全般）

- ・ 開示を通じた公正性・透明性の確保が基本であると思うが、合併や株式交換等の単発的な行為については開示規制のみでは不十分な場合もあるため、より実効性のある制度が整備されることが望ましい。
- ・ MBO等の際に公正な買付価格が担保されるような仕組みが必要である。
- ・ 機関投資家としても、企業価値を高めるという観点から、経営継続性の意義にも目を向けることも必要であると考えている。
- ・ 敵対的買収の場面だけでなく、友好的な買収の場合における経営陣の保身や少数株主の利益の毀損の問題を看過してはならない。

- ・ 公開買付法制の更なる改正が必要ではないか。具体的には、対象会社にフェアネスオピニオンの開示義務がないこと、部分買付の余地が大きいこと、買付条件に関する規制が硬直的であること、行政当局の監督の実効性、市場買付や第三者割当てなどの適用対象外となる行為の存在などについて検討する必要があるのではないか。
- ・ 第三者割当ては公開買付けと類似した効果をもたらす場合があるにもかかわらず、公開買付けにおける場合と同様の開示の規制がないのはアンバランスであり、解消する必要がある。
- ・ 強圧性の問題としては、上場廃止の可能性が示唆されるとかなりの投資家が公開買付けへの応募を事実上余儀なくされるという現状があり、公正さの判断要素の一つである少数株主の多数の賛成（majority of minority approval）が機能していないということがある。フェアネスオピニオンの活用や、公開買付け終了前に応募しなかった株主に対して引き続き株式譲渡の機会を提供することができるような方策、例えばアメリカの公開買付制度上許容されている Subsequent Offering Period についても、検討する必要があるのではないか。
- ・ スクイズ・アウト手続等の公正性、部分買付けにおける少数株主の保護という観点についても検討する必要があるのではないか。
- ・ 会社法については、取締役の行為規範（善管注意義務に関するルール）の明確化、支配株主の責任の明確化、少数株主の十分な権利保護についてもっとルールが明確化されるようにさらに検討が進む必要があるのではないか。
- ・ 裁判官が投資者保護の観点から踏み込んだ判断をなかなか下さないことや、ディスカバリーがなく証拠収集が困難であること、クラス・アクションがない点で権利救済をあきらめる事案が多い、といった司法制度上の問題もあるのではないか。そのような問題への対処がなされるまで、裁判手続になる前の取引上のルールが確立している必要があるのではないか。

（買収防衛策）

- ・ 買収防衛策については、少数株主の権利を守る目的に限定されるべきである。
- ・ 買収防衛策は、交渉の道具として用いられるべきものであるが、日本の実態はそうではない。戦略的買収者との交渉についても阻止するものとなっている。
- ・ 買収防衛策は株式の売却機会を狭める可能性があり、適切な運用がなされない中で多くの会社が導入している状況であれば、市場全体の流動性の低下につながり、結果として日本市場から投資家が離れていくことになってしまう。
- ・ 買収防衛策のあり方については経済産業省の企業価値研究会の報告書を参照できると考える。
- ・ 買収防衛策を歓迎する投資家はいない。

- ・ 買収防衛策を導入した企業のパフォーマンスは悪く、買収防衛策の導入は望ましくない
- ・ 買収防衛策については肯定的に判断することはできないが、防衛策が長期的な株主価値の向上に資することについて十分な説明があり、かつ、防衛策の具体的な内容が経営者の恣意性を排除するものである場合など一定の条件を満たす場合には賛成することもある。
- ・ 一部の会社で買収防衛策の廃止や継続見送りの動きが見られていることについては良い兆候である。それらは自社の経営戦略に対する自信の表れであり歓迎している。しかし、買収防衛策を導入する会社は全体としてはまだ増加傾向である。
- ・ 買収防衛策の発動などの株主と経営陣の利益相反が懸念される局面において、独立社外取締役の役割が重要である。
- ・ 買収防衛策の導入・発動を決定するのはいずれも取締役会であり、その中に独立社外取締役がいることが重要である。
- ・ 独立委員会の委員の構成について問題が見受けられるケースがある。法的位置づけの明確化や、基準・要件についての踏み込んだ議論が望まれる。
- ・ 買収防衛策の発動の判断のために設置される独立委員会が、実際の交渉の場面で買収者と全く対話をしていないようなケースはどう考えてもおかしく、独立委員会が正しく機能していない。
- ・ 事前警告型の買収防衛策が時間稼ぎに悪用されていないかという点について、海外の投資家は強く懸念している。
- ・ 日本の企業の買収防衛策の内容を見ると、企業価値の意味するところが広すぎる。EVA（経済付加価値）の開示を求めるなどして、経営者の意識改革を促す必要がある。
- ・ 「買収防衛策」という表現よりも「大規模買付け行為への対応方針」という表現が適当ではないか。「買収防衛策」とあると文字通り買収を防衛するものと捉えられてしまう懸念がある。

(その他)

- ・ 有事における第三者割当ては、実質的に買収防衛策として機能しており、一定のルールが必要である。
- ・ 持合いに関する企業側の説明は決まりきっているが、その具体的な内容、例えば戦略的な提携というのであれば、その中身について具体的な数字を示して説明をする必要がある。また、そもそも戦略的な提携をするために、持合いが必要なのかということについても慎重に検討する必要がある。
- ・ 新株予約権付ローンについて継続的に適切な情報開示がなされる必要がある。
- ・ 無議決権株式等種類株の発行について、発行の目的等について明確な情報開示がなされる必要がある。

- ・ 上場会社は、株主総会招集通知の内容を株主に対してだけでなく広く投資家に対して開示することが必要ではないか。
- ・ 株主総会における議決権行使結果について、適切な開示がなされることが必要ではないか。

以上