

投資家ヒアリング議事要旨

1. 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
2. 場所：東京証券取引所会議室
3. 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）
4. 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

5. 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

(なお、議事要旨については、東証上場部文責による。)

- 問合せ先 -

株式会社東京証券取引所 上場部企画担当

TEL : 03 - 3666 - 0141 (大代表)