



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

「企業買収における行動指針」について

2024年4月26日（金）15:00～17:00

大阪取引所5階取締役会議室・東京証券取引所会議室及びオンライン開催

出席者（五十音順）

|    |    |                      |
|----|----|----------------------|
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授          |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授           |
| 梅本 | 剛正 | 甲南大学共通教育センター教授       |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院人間社会科学研究科名誉教授 |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授    |
| 北村 | 雅史 | 関西大学大学院法務研究科教授       |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授     |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授      |
| 齊藤 | 真紀 | 京都大学大学院法学研究科教授       |
| 白井 | 正和 | 京都大学大学院法学研究科教授       |
| 高橋 | 陽一 | 京都大学大学院法学研究科教授       |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授           |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授     |
| 山下 | 徹哉 | 京都大学大学院法学研究科教授       |
| 行岡 | 睦彦 | 神戸大学大学院法学研究科教授       |
| 若林 | 泰伸 | 早稲田大学大学院法務研究科教授      |

## 【報 告】

# 「企業買収における行動指針」について

大阪大学大学院高等司法研究科教授

久 保 大 作

## 目 次

- |    |                      |                       |
|----|----------------------|-----------------------|
| 一  | 本指針の概要               | 3. 公正性の担保             |
| 二  | 3つの原則                | 四 買収に関する透明性の向上        |
| 1. | 第1原則                 | 1. 買収者による情報開示、検討時間の提供 |
| 2. | 第2原則、第3原則            | 2. 対象会社による情報開示        |
| 三  | 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範 | 3. 株主の意思決定を歪める行為の禁止   |
| 1. | 買収提案を受領した場合          | 五 買収への対応方針・対抗措置       |
| 2. | 取締役会が買収に応じる方針決定をする場合 | 討論                    |

○黒沼 それでは、時間になりましたので、JPX 金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

今年度から神戸大学の行岡先生にメンバーに入ってくださいました。行岡先生、一言ご挨拶をいただけますでしょうか。

○行岡 こんにちは、神戸大学の行岡と申します。この4月から参加させていただきます。どうぞよろしくお願いいたします。

○黒沼 よろしく申し上げます。

それでは、本日の報告に入りたいと思います。本日は、大阪大学の久保大作先生に「企業買収における行動指針」についてというテーマで報告をお願いしています。

それでは、久保先生、よろしくお願いいたします。

○久保 大阪大学の久保でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

私に割り当てられましたタイトルは「企業買収

における行動指針」についてということで、昨年8月31日付で経済産業省から公表されました「企業買収における行動指針（企業価値の向上と株主利益の確保に向けて）」について報告させていただきます。

### 一 本指針の概要

まず、本指針の目的はどこにあるかといいますと、「上場会社の経営支配権を取得する買収を巡る当事者の行動の在り方を中心に、M&Aに関する公正なルール形成に向けて経済社会において共有されるべき原則論及びベストプラクティスを提示することである」とされているところ（1.2）。

このような目的の背景にある考え方としましては、公正な M&A 市場の整備による市場機能の健全な発揮、あるいは望ましい買収——この指針の中で望ましい買収というのは、「企業価値の向上

と株主利益の確保の双方に資する買収」と定義されているわけですが、これの活発化が買収による企業の成長、あるいは経営に対する外部からの規律の向上、あるいは日本の資本市場における健全な新陳代謝、つまり優れた企業が成長し、劣っている企業は市場から退場していくといったことに資するものというふうに評価しているということがあるわけです。

本指針における「買収」という言葉はどのように定義されているかといいますと、「買収者が上場会社の株式を取得することでその経営支配権を取得する行為」と定義されています。これはちょっと広めの定義ということになりまして、例えば、買収の対象会社の経営陣からの要請ないし打診がある場合のほか、ない場合、いわゆる敵対的買収のようなものも射程の中に置かれているわけです。

あるいは、対価の面に関して言えば、金銭を対価にする場合を主に念頭に置いているわけですが、そうでない、株式を対価とする場合であるとか、合併等の組織再編によって経営支配権を取得するという場合も買収に該当し得ると述べています。ということで、「買収」の定義は広いものとなっているわけです。

#### ・過去の指針等との関係

過去の指針等を改訂して設置するものではなく、新たに策定されたものという位置付けをしているというのが基本的なスタンスということになるわけです。ただ、他方で、過去の様々な指針等についても関係のあるものがあるわけで、それとの関係が問題になるところです。

内容的には、過去の指針を踏まえつつ、その原則論や考え方を継承したり、内容の発展・見直しを図っているというふうに考えられます。例えば、2019年に公表された「公正なM&Aの在り方に関する指針」については、MBOや支配会社による従属会社の買収といった支配関係、あるいは一定の利害関係がある買収行為の場合を対象とする指針だったわけですが、その中でも一部において通常

のM&A一般に当てはまる原則論を示している箇所があるという認識の下、本指針は、そこに必要な修正を加えつつ継承ないし発展させていると評価されています。

また、2005年に公表された「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」、あるいは2008年に公表された「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」といった指針については、その後に出た裁判例や関係者の行動の変化を踏まえた見直しを行った結果、本指針と2005年の指針との間で異なる内容が生じたことがあるため、一定の見直しを行うとともに、両者の内容が整合しない部分については、本指針の内容が優先することとされています（注1）。

## 二 3つの原則

本指針は、企業買収における行動指針の中で3つの原則を示しています。

### 第1原則：企業価値・株主共同の利益の原則

望ましい買収か否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に判断されるべきである。

### 第2原則：株主意思の原則

会社の経営支配権に関わる事項については、株主の合理的な意思に依拠すべきである。

### 第3原則：透明性の原則

株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から適切かつ積極的に提供されるべきである。そのために、買収者と対象会社は、買収に関連する法令の遵守等を通じ、買収に関する透明性を確保すべきである。

## 1. 第1原則

第1原則に関連して、望ましい買収を「企業価値ひいては株主共同の利益を確保・向上させる」と定義しています。このことは、よい買収か悪い買収かの判断の定量化というか、例えば伝統が崩されるからとか、そういった定性的な判断に

よるものではなくて、定量的な判断を導く意図があるかと考えられます。

そして、その望ましい買収の中でシナジーの実現や経営の効率化によって実現した企業価値上昇の分配として、株主への公正な分配が保障されるべきであると述べています(2.2.2)。

そのためには、対象会社の取締役は、企業価値の向上の観点のみならず、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収されるように交渉すべきであるということを示しています(2.2.2)。具体的には、社外取締役の役割の確認をしたり、あるいは必要に応じて特別委員会の設置等を検討することが要求されるということが述べられています(3.3)

## 2. 第2原則、第3原則

株主意思の原則と透明性の原則というのは、第1原則を実現する前提として求められるものという位置付けを本指針は示しています。会社の経営支配権に関わる事項については原則として株主の合理的な意思に依拠すべきであるという認識の下に、買収者や対象会社と株主との間にある情報の非対称性というものを考えると、株主の選択権行使のためには十分な情報が提供される必要があるのだというスタンスを示しています。

そのために、公開買付制度などにおいて必要な情報や時間を確保するための制度枠組みを遵守することを通じて透明性を高め、株主に十分な情報と時間を提供することが求められるということを述べています。

制度的枠組みによる対応では十分ではないと考えられる例外的かつ限定的な場合には、同意なき買収に対して会社の発意で買収への対応方針・対抗措置——今までで言うところの買収防衛策ですけども——を用いることがあり得るとということが述べられています。

その対応方針であるとか対抗措置への賛否については、株主総会における株主の合理的な意思を確認することが基本になるというふうに述べられ

ていますが、これについてはまた後でちらっと出てくるところがあるかと思います。

## 三 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範

ここでは、買収の進展の段階に従って、取締役会がどのような行動を取ることが求められるのかということが示されています。

### 1. 買収提案を受領した場合

・取締役会に付議又は報告することが原則となる  
「付議」と「報告」というのが使い分けられています。が、「付議」というのは、取締役会において買収提案に対してどう対応するかをきちんと話し合うための提案を行うということで、「報告」というのは、そういう検討は行わないけれども、こういう買収提案がありましたということを取締役に知らせるということになるかと思っています。

付議するのか、単に報告だけするのかということについての判断基準は、外形的・客観的に判断されるとしています。つまり、外形的に見てまじめそうな買収提案なのかどうかということが問題とされると考えられるわけです。例えば書面による提案か、単なる口頭による提案か、あるいは匿名なのか、それとも顕名で行われているのか、また内容の具体性が示されているかどうかということが外形的な判断の基準として考えられるところです。

それから、買収者のトラックレコードであるとか、あるいは資力の蓋然性、買収に耐えるだけの資力を持っているかといったことも判断材料とされるというふうにしています。

### ・取締役会における検討

「真摯な買収提案」に対しては「真摯な検討」を行うべきであると本指針では述べられています。「真摯な買収提案」とはどのようなものかといいますと、具体性・目的の正当性・実現可能性のある提案ということです。

真摯さが疑われるような事情がある場合、例え

ば目的の正当性が見えないとか、あるいは実現可能性が低いとか、そういった事情がある場合には買収提案を拒否することも考えるべきであるわけですが、「真摯な買収提案」を恣意的に解釈して、安易に買収提案を拒否することは避けるべきだというふうに指針は指摘しています。

真摯な検討を行う場合には、買収者から追加的な情報を得つつ、企業価値の向上に資するかどうかの観点から買収の是非を検討することになりますが、具体的にはどのような点が検討対象になるかといいますと、買収後の経営方針であるとか、買収価格等の取引条件の妥当性、あるいは買収者の資力・トラックレコード・経営能力、買収の実現可能性などが「真摯な検討」を行ううえでの重要なポイントというふうに指摘されています。

取締役会は、買収者が提示する企業価値向上策と現経営陣の持つ企業価値向上策とを定量的な観点から十分に検討することが望ましい、とされています。これは、経営者が経営計画の企業価値向上策を比較検討することなく、恣意的に買収者の提案を拒否することを避けるということかと思われれます。そのため、提案を断る際には事後的に説明責任を果たせるようにしなければならないということも指摘されているところです。

## 2. 取締役会が買収に応じる方針を決定する場合

この場合に取締役会としては何に注意しなければならないのかということですが、取締役会には、買収の実行が株主の利益に影響を及ぼす蓋然性が高まることであるとか、価格等の取引条件がその後の主な争点となることを考え合わせると、株主の利益について丁寧な検討が求められ、説明責任も強く求められます。つまり、株主の利益をどのように図るのかについて丁寧な検討が必要になってくるということが述べられています。

### ・全部買収か、一部買収かによる検討内容の違い

金銭による全部買収の場合には、株主が投資から利益を得る最後の機会になりますので、価格面

の適正さが特に重要になる。つまり、買収価格の中に今までの株式の価値に加えて成長部分、シナジーが発生する部分の公正な分配を受けられているかということが問題になります。

他方で、一部買収の場合は、売却価格が有利だったとしても、株主全員が株式を売却することはできないこととなりますので、一部株主にとっては利益が実現しない可能性があります。そのため、部分買収であることが問題となる場合には、全部買収への変更を含めた交渉をすることも考えられるということになります。

また、全部買収の場合と違って、一部買収の場合には、買収後も残存する株主がいることとなりますので、買収後の企業価値の向上可能性というのも重要な判断材料となります。つまり、買収後に入ってくる経営陣による経営によって企業価値の向上がどれほど図られるのかということも重要な判断材料になる。これは、企業買収に応じるか否かというときの企業価値の向上策のところとかなり重なる部分があるだろうと思われれますが、株主利益の観点からもそれが重要となるということが言えるかと思えます。

また、買収対価の全部又は一部が株式である場合、例えば買収者の株式が対価として渡される場合というのが考えられるわけですが、そういう場合には、売却に応じる株主は買収後も対価株式を保有することになる。つまり、買収者の株主として投資後継続することになるかと思えます。そうしますと、買収者の企業グループとしての価値が中長期的に向上するかどうかの問題になりますから、買収対象会社に対する買収者の経営方針だけではなくて、買収者そのものの中長期的な企業価値向上策というものも重要になってくるということになり得るわけです。ですので、そういうことについて株主が判断するための情報の提供が特に重要になってくることとなります。

### ・株主にとってできる限り有利な取引条件を目指した交渉

株主にできるだけ有利な条件で買収が行われるように真摯な交渉が要求されるということが指摘されています。例えばどのようなことかということ、企業価値に見合った買収価格に引き上げるための交渉の実施、あるいは競合提案があることを利用した買収価格の引き上げ、一部買収から全部買収への変更の提案、あるいは間接的ないし積極的マーケットチェックの実施が求められているということです。

これらの措置を取っても、企業価値の向上には資するものの価格が十分とは言い難い提案である場合に、これに取締役会が賛同するという例外的な判断をする場合には、そのことの合理性について十分な説明責任を果たすべきだということふうに述べられています。

買収されることによってシナジーが発生して、確かに企業価値は向上するが、現在の状況では株主が受け取る対価が十分ではないといった場合、でもそれ以上に交渉はどうも進みそうにないということで取締役会がそれに賛同するという場合には、そのことの合理性について十分な説明責任を果たすべきだということふうに述べているということです。

### 3. 公正性の担保

一方で、利益相反の程度や情報の非対称性の程度等によって、一定の公正性担保措置が重要な局面が出てくる可能性があります。他方で、一般的な買収の場面では、特別委員会等の設置が負担になる可能性も認められるわけです。

そこで、個々の事案ごとに、利益相反の程度であるとか、取締役会の独立性を補完する必要性、市場における説明の必要性の高さ等に応じて、特別委員会等の設置の必要性を検討すべきだということふうにしています。必ず特別委員会を設置しろというわけではなくて、必要な場合に特別委員会を設置せよという形になっています。

どういう場合に設置することが考えられるかということですが、キャッシュアウトにおいて取引

条件の適正性が株主利益にとって重要な場合であるとか、買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合、そのほか市場における説明責任が多いと考えられる場合、例えば競合提案が存在して、競合提案との間でどれを受けるかといったような話をする場合であるとか、あるいは買収において構造的な利益相反の問題が存在する場合というのが、公正担保措置が必要とされるような一定の場合だということふうに例示されています。

#### ・特別委員会の構成

これは、社外取締役を中心とすることが基本だということふうに指摘されています。それはなぜかということ、社外取締役は、①会社に対して法的に義務ないし責任を負っている。②取締役会の構成員として経営判断に直接関与することが予定されている。③対象会社の事業に一定の知見を有している。この3つの観点から、社外取締役を中心とすることが基本であるとされています。

ただ、社外取締役のみで特別委員会を構成することが独立性の観点から適切ではない場合には、必要に応じて社外監査役や社外有識者を構成員とすることも考えられるということふうにしています。

### 四 買収に関する透明性の向上

これは、前述の第2原則・第3原則を実現するために必要な措置の提示がなされています。

#### 1. 買収者による情報開示、検討時間の提供

買収者については、買収の各段階、つまり5%以下での株式取得、5%超の株式取得、市場内での株式取得や公開買付けの実施により経営支配権を取得する段階などにおいて、求められる情報提供の程度が異なるということふうに指摘しています。

いずれの段階においても、法律上の情報公開制度、例えば大量保有報告制度であるとか公開買付制度等で求められているような情報提供を遵守することによって、株主の適切な判断ができるようにすることが望まれる、としています。

- ・大量保有報告書や公開買付届出書を提出するもの

これらの制度に基づき、買収目的について充実した開示をすることが望ましい、とされています。また、市場内買付けの場合でも、公開買付届出書と同程度の情報開示をすることが望ましいというふうに述べています。

- ・事前取得 (toehold) を利用する場合

買収の意向が明確であるにもかかわらず、その買収目的を伏せて株式を買い進める場合、株主が安価で株式を売却してしまうことがあります。ですので、買収の意図が明確である場合には、その旨の情報提供をすることが望ましいというふうに述べられています。

- ・TOB の予告について

TOB については、対抗提案に対抗する必要性や許認可取得との関係で、事前に予告することが必要とされる場合があります。他方で、風説の流布等に該当し得る場合や、あるいは TOB の予告があることによって市場を不安定にする側面もあります。ですので、合理的な根拠をもって具体的な情報提供を行うことが望ましく、合理的な期間内に公開買付けを開始することができない場合には、予告を取り下げることが望ましいというふうに述べています。これもある意味、当たり前かなというところ です。

- ・実質株主に関する情報開示

買収提案を行う者が実質株主である場合には、対象会社に対してその旨を情報提供することが望ましい、としています。本人の素性を隠して買収を進めることはあまり望ましくないということを指摘しているわけです。

- ・買収に関する検討時間の提供

これは、対象会社の株主や取締役会にとっては

特に重要なポイントになり得ることが指摘されています。

この検討時間については、買収者の側において次のような措置を取ることが考えられるという指摘をしています。例えば、公開買付けにおいて当初よりも買付期間を長くする、あるいは延長することが考えられる。また、市場内買付けを行う場合でも、考慮期間を十分取れるスケジュールを用いる。急速に買い進めるのではなくて、ある程度ゆっくり買い進めていくというようなことが考えられるかと思えます。

あるいは、買収に応じることを考えている場合に、内部情報等の提供というのがあるわけですが、秘密保持契約と併せてスタンドスティル条項を用いることも考えられるということが指摘されています。

## 2. 対象会社による情報開示

取引条件の妥当性等についての判断材料を提供することで、株主の判断を補助することが要求されています。それに加えて、買収提案をどのように行ったのかの事後開示を行うことによって、株主を意識した慎重な検討ないし交渉を行えるようにすることが求められるということが示されています。

- ・買収が実施される段階での開示

これについては、適時開示規制に応じるのみならず、検討の経緯や交渉過程への関与状況、誰がどのように交渉に関与しているかといったことについて、自主的に充実した開示を行うことが望ましいというふうに指摘しています。

また、対抗提案があった場合には、その複数の提案の中でなぜその提案が望ましいと判断したのかという点について理由を開示すべきだとしています。

- ・買収提案の検討中で報道がされた場合の開示

買収中に報道やうわさの流布がなされた場合に

は、事実関係について開示をすることが必要になり得るため、この点については留意が必要だというふうに指摘されており、秘密保持条契約に例外条項を設けるなどの工夫が必要だというふうにしています。

### 3. 株主の意思決定を歪める行為の禁止

買収者ないし対象会社が行うことが望ましくない行為というものが指摘されています。

買収者が行うことが望ましくない行為

- ・強圧的二段階買収等の強度の強圧性を有する買収手法を行うこと
- ・不正確ないし誤導的な情報開示・情報提供
- ・買収の意図を隠して買付けを進めること
- ・公開買付けを実際に行う合理的な根拠なく公開買付けを予告すること
- ・買収者の取引先株主等へ優越的地位に乗じて働きかけを行うこと
- ・議決権行使や委任状の勧誘を行う際に金品・財物の交付を行うこと

対象会社が行うことが望ましくない行為

- ・不正確ないし誤導的な情報開示・情報提供
- ・対象会社の取引先株主等へ優越的地位に乗じて働きかけを行うこと
- ・議決権行使や委任状の勧誘を行う際に金品・財物の交付を行うこと

## 五 買収への対応方針・対抗措置

対象会社やその株主に対して必要な時間や情報が提供されない場合、あるいは買収者が対象会社や一般株主の犠牲の下に不当な利益を得ようとする場合には、対応方針を定めて、これに対する対抗措置を発動することが考えられます。

適切にこれが用いられる場合には、その検討のための十分な時間や情報の確保、そして取締役会への交渉力の付与に寄与することが考えられるわけですが、他方で、対抗措置を用いる可能性が、

望ましい買収提案の抑止であったり、買収を通じた規律付けの低下、あるいは買収提案に対する真摯な検討の阻害要因になってはならないとしています。

望ましい買収提案の抑止というのは、要するに、買収が実施されると企業価値も向上するし、株主利益にも資するけれども、対抗措置があるので対抗されてしまうということで提案が見合わされてしまうといったことが考えられます。

買収への対応方針が、構造的に、買収の経済的意義の大きい会社において用いられるおそれがある、あるいは買収を成立させない方向での制度設計・運用がされるおそれが内在しているということで、それを防止するためには、中立な手続ルールとして機能しないという懸念を払拭する努力をすべきだというふうに述べています。

そのためのポイントとして、以下の4つのポイントが挙げられています。

### ①株主意思の尊重

対応方針に基づく対抗措置の発動については、会社の経営支配権に関わるものなので、株主の合理的な意思に依拠すべきだというふうに指摘されています。

株主総会の承認を得ることは、株主の合理的な意思に依拠していることを示すための措置として考えられるわけです。この場合に、形式的に承認を得るのではなく、対抗措置の必要性や公正性の確保について慎重に検討して、十分に説明責任を果たすべきというふうに言われています。

### ②必要性・相当性の確保

株主平等の原則であるとか、財産権保護、あるいは経営陣の保身のための濫用防止等に配慮して、必要かつ相当な方法によるべきだということが指摘されています。

現在の裁判例も、必要性和相当性の観点から審査を行っているという認識が示されています。



### ③事前の開示

対応方針を平時に導入して開示することにはメリットとデメリットがあるので、それを勘案して平時導入を検討すべきだということになるのだろうと思います。

対応方針を平時に導入して開示することのメリットとしては、買収者や株主等の事前の予見可能性が相対的に高まると考えられ、そのことが投資の意思決定の慎重さや買収の手法の工夫につながり得るとということが挙げられています。

他方でデメリットとしては、平時導入をした会社は、望ましい買収を含めて、潜在的な買収候補から除外されてしまう可能性があり、そうすると経営陣に対する外部からの規律が弱まるので、それはあまり望ましくないと指摘されています。

### ④資本市場との対話

対応方針を平時に導入しようとする場合、株主総会決議ないし取締役の選解任等を通じて株主の意思が反映されることになるかと思われまます。ですので、機関投資家等を初めとする資本市場関係者の理解と納得が得られない限りは、実際に対応方針を導入することはかなり難しいということが考えられるかと思ひます。

そこで、対応方針を平時に導入しようとする場合には、中長期的な企業価値の向上の観点から、対象会社と機関投資家との間で建設的な対話がされることが望ましいというふうには指摘しています。例えば、対応方針の導入が必要だと考える理由についての対話や情報公開を行う。あるいは、取締役会の構成の独立性の向上とか、特別委員会の判断の最大限の尊重といったことを考えるということになります。

機関投資家や議決権行使助言会社は、対応方針に対する賛否を形式的に判断するのではなく、対象会社の状況や当該会社との対話の内容、対応方針の内容等を踏まえて対応、つまり賛否を決定するのが望ましいというふうには述べられています。

なお、対象会社と機関投資家との目線合わせ—

—「目線合わせ」とは何かというのはちょっと分からなかったのですが——をするための方策の例示として、次のようなものが挙げられていました。

- ・ 対抗措置の発動時に必ず株主総会に諮る設計とすること

これは株主意思の尊重の観点からということになります。

- ・ 発動要件を限定した設計とすること

なるべく発動しない方向で制度設計することです。

- ・ 特殊な状況下の時限的な措置として設計すること

力不足でただ単に行動指針の内容をまとめただけの報告になってしまい、批評といったところまでは進みませんでした。ご容赦いただければと思います。私からの報告は以上です。どうぞご指導のほど、よろしく願いいたします。

~~~~~

### 【討 論】

○黒沼 久保先生、どうもありがとうございます。

それでは、ただいまのご報告について、どの点からでもご質問、ご意見を承りたいと思います。

○加藤 ご報告ありがとうございます。

3つの原則の関係について久保先生のご意見を伺いたいと思います。

第1原則が主で、それを実現する手段としての第2原則、第3原則と整理されていますが、実務家による行動指針の解説などを読むと、最終的には株主の決定に基づき企業価値を高めるよい買収か悪い買収かが決まるということになって、結局、第2原則が主ではないのかという説明がなされることがあるようです。

株主の利益になるけれども企業価値を下げてしまう買収提案がなされた場合に、株主は賛成するのではないかということ。その結果、実際に

は第2原則が主とならないかという疑問が提起されています。この点について、久保先生のお考えはいかがでしょう。よろしくお願いします。

○久保 最終的には株主の判断じゃないかというのは、そのとおりなのかもしれませんが、恐らくこの指針の中では、企業価値を定量的に向上させるものが望ましいのだという一定の価値基準を置いて判断しているわけです。加藤先生のご指摘のものだと、その前提を外して、結局は株主が考えるものが一番いいのだ、利益を得るものが一番いいのだというふうになると思うのですね。

ですので、ちょっと次元が違うかなというか、前提を外してしまえばそうなるよねというような話なのかなというふうに、私はお伺いして考えた次第です。

○加藤 ありがとうございます。追加で質問させてください。行動指針の46ページから47ページにかけて、買収防衛策の取締役会限りの判断による導入及び発動が認められる範囲について説明があるかと思えます。買収防衛策の取締役会限りの判断による導入及び発動の行動指針における位置付けについて、46ページでは「明示的な株主の承認がなくとも合理的な株主は当然に賛成するはずであるとみなすことができ」という説明がなされています。

このような説明は、同じく行動指針の47ページで取り上げられているニッポン放送事件の立場とは異なる、という整理を行動指針の作成に関与した委員の方から伺ったことがあります。買収防衛策の取締役会限りの判断による導入及び発動について、このような説明に基づき指針が組み立てられているのであれば、やはり株主の意思に相当重きを置いているということになると思います。この点についてはいかがでしょう。

○久保 あまりちゃんと考えていなかったのですが、この指針は、さっきも申し上げたように、一定の合理的な株主みたいな像があるような気がするのです。合理的な株主像みたいなものがあるって、46ページ

の部分でも、合理的な株主であれば賛成するはずだというような、合理的経済人みたいなそういうスタンスで枠組みを作っているというところがあると思うのです。なので……

○加藤 合理的な株主が買収提案の望ましさを判断する際に何を考慮するかについて、部分買付の場合には、買収成功後も株主として残存する可能性があるため、その結果として、強圧性が問題となるのですが、株主は買収提案が企業価値を下落させるか否かも重視すると思います。一方、いわゆるオール・オア・ナッシングの買収、すなわち、現金対価で発行済株式全部の買付けを目指す買収提案については、株主にとって買収成功後の企業価値は重要ではなくなります。株主にとって望ましい条件を提示できる買収者は買収成功後に企業価値を高める可能性が高いという関係が認められる範囲では、第1原則と第2原則のズレは生じないと思います。しかし、このような買収者が企業価値を下落させる可能性があるとしても合理的な株主は賛成するわけですから、第1原則と第2原則のズレが生じます。このようなズレを調整する役割が取締役会限りの判断による買収防衛策の導入及び発動にあるかもしれません。しかし、行動指針に従った場合に、オール・オア・ナッシングの買収提案に対して、取締役会限りの判断による導入及び発動が認められる場合はほとんどないということが前提となっているようにも思います。

○久保 それはそのとおりの気がします。オール・オア・ナッシングの場合には、もう株主の判断に任せますという感じになってしまうような気はしますね。

○加藤 ありがとうございます。

○黒沼 重要な論点だと思いますので、今の論点についてのご意見とか、あるいは指針の見方についてのご意見があれば、ご発言をお願いしたいと思います。

○伊藤 逆に、一見して企業価値を下げるような買収提案に株主の多数が賛成をしている場合に、

そこには合理的な意思が示されたわけではないという評価がされてしまう可能性というのではないのでしょうか。株主は賛成しているのだが、研究者であるとか、あるいはその他の一定の者の目からすると、それは合理的ではないという場合、株主の賛成があるにもかかわらず、一定の防衛行動が正当化されてしまうとか、そういうおそれはないのでしょうか。そちらの方が私はちょっと気になるのですけれど。

○黒沼 誰かに答えていただくというよりも、ご意見としてということによろしいのですか。

○伊藤 はい。

○行岡 久保先生、ご報告どうもありがとうございます。

私も、この第1原則と第2・第3原則の関係がどうなっているのかなということがちょっとよく分からないなと思っていて、オール・オア・ナッシングで全部現金対価の買収だとすると、株主からすれば、買収対価がもっぱら関心事となって、買収後の企業価値がどうなるかには関心を持たないことになるのではないかと。すなわち、株主意思によって企業価値の向上が担保されるという関係にはならないのではないかとこのふうにも考えられると思っていました。久保先生のお考えをお聞かせいただけませんか。

○久保 望ましい買収というのを設定しているということ自体に一つ問題があって、望ましいか、望ましくないかは関係なく、株主の利益だけを追求すればいいよというのも一つの考え方だと思えるのです。

ところが、この指針はそうではなくて、企業価値が向上するという、株主利益とは一歩離れた企業そのものの利益みたいなものを向上させるものが望ましい買収なのだというふうに言っているという意味では、行岡先生がおっしゃったような、とにかく株主利益という一つの考え方とは内容がずれているということになるのかなと思います。

○行岡 そうしますと、第1原則が主たるもので、第2・第3原則がその手段という位置付けと

もちよっと異なるというか、そういう考え方では必ずしもないという理解になるのでしょうか。

○久保 恐らく、3つの原則に関するモデルとして、株主にも何か合理的な株主像みたいなものが置かれていて、合理的な株主だったらこう判断するよというのが多分ありそうな気がするのです。そういう前提の下で、このモデルというのは組み立てられているというような気がしています。

そうだとすると、もし合理的な株主像というものを外した場合には、原則の関係がちょっと変わってくることになり得るのかもしれない。私もちょっとここは整理できていないので、明確にお考えすることはできないのですが……。

○行岡 合理的な株主であれば、全部現金対価の買収であれば、買収後の企業価値は、もう自分は株主でなくなるからあまり意に介さないのがむしろ合理的になるのかなと思っていて、むしろ指針は、買収者側の合理性を仮定しているというふうに考えることになるのでしょうか。

○久保 そうだと思います。

○行岡 なるほど。そうであれば、第1原則と第2・第3原則が何かロジカルにつながってくるのかなと思いますけれども、そのあたりについて、この指針の前提としている考え方がよく分からないなと感じていました。ありがとうございます。

○梅本 加藤先生の指摘された行動指針の46、47ページに、「明示的な株主の承認がなくとも合理的な株主は当然に賛成するはずであるとみなす」というところの少し前に「反社会的勢力等による買収」という文言があります。これは深読みすると面白い論点になるのかもしれないと感じました。合理的に考えると、先ほど来ご議論になっているように、企業価値を向上させることができないのに買収者が高いTOB価格を提示することは、普通はできない。ところが、企業価値を向上させる意図はないけれども、ハコ企業として利用しようとする、そういった買収者の違法な利益も含めると、買収者によっては、一定の合理性がある場合もあるのではないかと。ただ、そういったものは認め

るべきではないので、「明示的な株主の承認がなくとも合理的な株主は当然に賛成するはずであるとみなすことができ」、といているようにも読めました。

ウルフパック戦術をとるような反社会的勢力等の買収に対しては株主の意思を問うことなく防衛策を認めてもいいのではないかと、何かそういった、ちょっと脇の論理といったものがあるのかなと思いました。

以上です。

○北村 ご報告いただき、ありがとうございます。

まず、今の点について若干コメントしたいと思います。

久保先生のレジュメの4ページ目ですが、取締役として考慮すべき事情として、金銭による全部買収の場合は、価格面の適正さが重要であるのに対し、一部買収の場合は、企業価値の向上可能性も重要であると述べられています。そうすると、取締役としては、企業価値向上、それはステークホルダーの利益も考えた企業価値向上ということですが、それも善管注意義務から要求されるので、買収価額だけが取締役の考慮要素ではないのだろう、と考えた次第です。

次に、別の点でお伺いしたいのは、第3原則についてです。第3原則は、第2原則の株主意思の原則において、株主が合理的に判断するためには情報提供が重要である、ということですが、それについて具体的に書かれているのが、レジュメでは6、7ページあたりです。7ページの「対象会社による情報開示」ですが、この規律付けは、対象会社取締役の善管注意義務から導けると思います。これに対し、6ページに書かれている買収者からの情報開示というのは、どのように実効性を確保すればいいのか、疑問に思いました。

考えられるのは、買収者として十分な情報を開示していないと行動指針に反するのだから、取締役としては、これは望ましくない買収だと判断しやすい。だから、買収しようとする人は適切に情

報開示をするだろうということを単に期待しているだけなのか、それ以外の何らかの規律付けがあるのか、この点についてはいかがでしょうか。

○久保 あまり考えていなかったのですが、恐らく一つは、こういう形で情報提供がなされていないということが、対抗措置であるとか対応方針を正当化するということに行くのだろうと思います。情報提供やその検討時間の確保のために対応方針であるとか対抗措置であるとかを取るというのが一つの帰結なのだろうと思います。

あと、損害賠償とかといった形ではちょっと考えづらいよなという気がしてしまっていて、それぐらいいかなあという感じがしています。

○北村 この行動指針は、結局、望ましい企業買収を促進しようという意味があるので、それは買収者も一緒になって促進しましょうというぐらいいの意味合いということになってしまいますね。

○久保 そうということでしょうね。

○北村 ありがとうございます。

○黒沼 私も実は北村先生と同じような発言をしようと思っていたので、ちょっと発言させていただきます。

今回の指針は、対象会社の経営者だけではなくて、買収者の行動指針の意味も含められていて、その点が重要であると評価する見方もあると思います。

しかし、先ほど北村先生も指摘されたように、対象会社の経営者は、対象会社とかその株主に対して信任義務を負っているけれども、その信任義務の内容からするとどういう行動を執るべきかということが必ずしも明確でないで、専門家が集まってこういう行動指針を作るということにも意味があると思うのです。それに対して買収者は、支配株主であれば別ですが、そうでない限りは、株主や会社に対して義務を負っていないわけなので、何を根拠にこういう行動指針が作られているのか。

規律付けがあるかないかという、そういうのはちょっと方向性が違うかもしれないのですが、

ここでは「透明性」という言葉がキーワードとして使われているのですけれども、果たして透明性を確保することが何にとって重要なのかということが見えてこないのではないかと思います。

例えば買収者が5%に至らない間であっても、買収の意図が明確であればそれを開示すべきであるとか、実質株主についても法律的に強制されていなくても開示するのが望ましいというのは、誰のための規律なのか、何のための規律なのかというのが明確になっていないのではないかと思います。これは答えにくい問題かもしれませんが、もし久保先生のコメントがあったら教えていただければと思います。

○久保 誰に対しての、誰の利益のための記述なのかといったときに、答えとして考えられるのは株主だろうと思うのです。最終的な判断は株主が行うということで、既存株主に対する情報提供、買収に応じるか否か、あるいは対応方針とか対抗措置に賛成するかどうかとか、そういったところについての合理的な判断ができるようにするためのものだというふうに考えられるのではないかと思います。

○黒沼 投資者の投資判断のためであれば、金商法を改正して規律付けるべきだということにはなりませんか。

○久保 うーん、難しいですね。これをソフトローで規律付ける意味はどこにあるのかというのは、また一つの議論だと思います。金商法で定めるとするのも一つのアイデアなのだろうと思いますが、ソフトローという形で発展させていこうというのも一つのアイデアなのかなと。

なぜ今回ソフトローという形が選ばれたのかということについては、ちょっと私は今のところ明確な答えは持ち合わせていません。

○黒沼 ソフトローにしても、最終的には、例えば情報開示をしない買収者に対しては買収防衛策を対象会社が発動して、それが裁判所によって認められる、差し止められないというところで、結局法的な判断に関わってくるので、その意味で

は、私は、2005年の企業価値報告書とかその指針とあんまり変わっていないのではないかと思います。この指針の書きぶりからは、第2原則の「株主意思の原則」における株主の判断のために有益な情報が提供されるべきであるということをもって「透明性の原則」と言っているかと思います。他方で、第4章の具体的な話では、「TOBの予告」のところのように、市場等を不安定にする側面があるとも書かれており、投資者一般を保護するような観点が紛れているのではないのかなという気がしました。そのあたりについてはいかがでしょうか。

○高橋

私も第3原則の「透明性の原則」のところ少し気になりましたので、質問させていただきます。この指針の書きぶりからは、第2原則の「株主意思の原則」における株主の判断のために有益な情報が提供されるべきであるということをもって「透明性の原則」と言っているかと思います。他方で、第4章の具体的な話では、「TOBの予告」のところのように、市場等を不安定にする側面があるとも書かれており、投資者一般を保護するような観点が紛れているのではないのかなという気がしました。そのあたりについてはいかがでしょうか。

○久保 市場というのが、既存株主とその他のまだ持っていない潜在的投資者みたいところで形成されているという面からすれば、確かにちょっと違うところが混じっているのかもしれませんが、恐らく指針は、既存株主が市場で売るという判断をするときに、買収者が本当は買収の意図を持って買っているのだけれども隠している、あるいはTOBをできるかどうか分からないけれどもTOBを予告しているというような形でやると、既存株主が適正な価格で売ることができなくなることが問題なのだという認識をしているのだと思うのです。

なので、市場といったときに、株主ではない人も混じってきているのではないかと思います。そのとおりで思うのですけれども、それは多分反社会的なものであって、市場の中で株主が売るところを重視しているのかなというふうに考えています。

○高橋 既存株主の保護がメインであり、付随的に投資者一般も保護されるということなのか。

○久保 ええ。

○高橋 ありがとうございます。

○片木 全然違う観点からの質問で恐縮ですが、レジュメの4ページから5ページにかけて、指針では20ページになるのでしょうか、取締役として真摯な努力をしたとしても、企業価値には資すると判断するものの価格が十分とは言い難い提案に賛同するような判断をするのであれば、その判断の合理性について十分な説明責任を果たすべきであると記載されています。

ここで問題になりますのは、十分なシナジー効果が認められて、社会的に見れば望ましい合併ないしは買収であるが、主として対象会社になるのでしょうかけれども、対象会社の株主にとって買収価格が必ずしも公正とは言えないにもかかわらず、それに対して対象会社の取締役会が賛成する場合、その合理性について説明せよということです。これはどういう場合に合理的ということになるのかについてご説明いただければと思います。

別の言い方をすると、対象会社の取締役は、こういう買収の局面では対象会社の株主に公正な価値を実現する義務が一応日本の会社法でも判例法上認められているのだらうと思うのですが、価格的には必ずしも十分でないけれども買収に賛成する判断をしたということが取締役としての善管注意義務違反にならないという場合を意味するのではないかなとは思っています。それは具体的にどういう場合が考えられるのかということをお話いただけないでしょうか。

○久保 私も報告の準備をしながら、本当にこんなことがあるのだらうかというふうに考えながら報告を書いていたところです。十分な価値が実現していないにもかかわらず取締役会が賛成するということは、そこに何かしら別の理由があるわけで、社会的にこれが望ましいからですというだけじゃなくて、ひょっとしたら取締役の利益相反状況的なものがあるのかもしれないというふうに考えると、十分な説明責任というよりも、これはもう高度な説明責任を課すべき事態なのではない

かというふうに考えられます。

ですので、具体的な事例としてどういう場合が考えられるかと言われると、私もこれはないのではないかというふうに考えています。何かありますかね。ほかの先生方、何か思いつくことはありますでしょうか。

○黒沼 片木先生、いかがですか。

○片木 私もよく分からない。ただ、大学の講義のときに学生に問うたりするのに、有利発行の場合には株主総会の特別決議を公開会社でもとらなきゃいけないですね。何で有利発行に賛成するのでしょねという議論で、今の市場で表れている価格から見たら、確かに払込価格は十分ではないのだけれども、恐らくそれを超えるような無形の一連のサポートが出資者から得られる場合だらうとか、そういう議論をするのですね。

ここでも、現段階では価格として適正とは思えないけれども、長い目で見たら、企業価値の向上によって、恐らく買収会社の株を対価とするような場合になるのでしょうかけれども、あなたも十分に利益を得られると思いますからという話なのでしょう。長い目で見たら得ですよという話で、今はとりあえず我慢しなさいということをごまかして合理化できるのかなとは思っていますが、私も正直、分からないところです。

○久保 今回の片木先生のお話で一つ考えられるのは、スポンサーが入ってくる場合ですよ。スポンサーが入ってきて買収するのだけれども、対価はその会社の株式で渡して企業再生をするというときには、今の対価としてはあまりよくないけれども、中長期的な株価の値上がりによってあなたも得しますよねというような場合というのが考えられるのかな。そういう場合は、ひょっとしたら考えられるのかもしれない。

○黒沼 この点、何かご意見をお持ちの方があれば、ご発言をお願いしたいと思います。

これは金商法的に言うと、賛同するのではなくて、中立の立場を取るべきであると書くべきだったのですかね。

あるいは、先ほど来指摘があったように、もう少し場合を分けて細かく書かなければ、行動指針としては何か示したことになるのではないかと、そういう批判はできそうな感じはしますよね。

○久保 行動指針自体には、注の 30 で、こういうときには企業価値の観点からは賛同するが、株主利益の観点から応募推奨とは異なる意見を表明する事例もあるというふうに書かれているので、最終的なアウトプットというか買収案が出てきたときに、単純に賛成するというのとは違う賛成の仕方をするというのは、指針の方でも意識しているみたいです。

○黒沼 ありがとうございます。

この点についてもしご意見がないようでしたら、ほかのどの点でも結構ですので、ご発言をお願いしたいと思います。

○松尾 久保先生、ご報告ありがとうございます。

公正性の担保のところの特別委員会のことについてお尋ねします。

この指針では、特別委員会の構成員について、社外取締役のみで構成するのが最善であって、それ以外の社外の有識者を入れるのは次善の策と書かれているのですけれども、ここは実務とはちょっと乖離があるというか、社外取締役以外の委員が入っているケースが多いのではないかと思うのですね。

それで、社外取締役のみが最善であるという理由はどこにあるのかというと、「会社に対して義務と責任を負い」とあり、取締役としての義務と責任ということだと思うのですけれども、それが理由になっているのだとすると、やはり取締役でない人には取締役と同等の水準で株主の利益のために行動することを要求しづらい、できないというふうに考えているのかなと思いました。

この指針の立場を前提としたときに、独立性の観点から適切でないような場合には、社外有識者を入れてもよいとあるのですけれども、独立性の

観点が特に問題もなさそうなのに、社外取締役以外の人を入れると、それは公正性担保措置として一段低いものに見られるという、そのようなことになるのでしょうかというのが質問です。

○久保 どうなのでしょうね。ここもちゃんと考えていなかったのですが、社外取締役のみで構成できない場合に、社外監査役とか社外有識者を構成員とすることも考えられると言っているけれども、それは一段下がると考えているのかと言われると、うーん……。

○松尾 次善の策、ベストではないとなると、社外有識者を入れている時点でやや公正性担保措置としての実効性が低いという推定を受けてしまうような、そんなことになりはしないのかなという気がしたのですが、あるいはそれでいいということなのかというのが質問の趣旨です。

○久保 恐らく、何も知らない人を社外有識者として連れてきて、いきなりぼんと置いて、社外取締役と同じようにさあ検討してくださいというんじゃないよと。だから、社外有識者を入れてくる場合には、例えばアドバイザーを入れるなり、スタッフを手厚く付けるなりして、何らかの形でインフォームド・ジャッジメントができるような体制にしなければいけませんよと、そういうことになるのだらうと思います。

なので、社外有識者だから何が何でも一段下がるということではなくて、何らかの形で独立性担保というか、一定の知見を有しているというのではない社外有識者に対して、一定の知見を有しているのと同等の判断ができるようにフォローするところが重要になってくるのかなと思います。

○松尾 今のご説明ですと、社外取締役が望ましいことの理由として挙げられている③の部分、社外の有識者だと事業に関する知見が足りていない、だからそこを補足してあげれば、社外取締役のみで構成される場合と同水準と評価してよいという、そういうお考えですか。

○久保 そこまで指針がはっきり言っているわ

けではありませんが、そういうふうにも考えてもいいのかなというふうに思います。

○松尾 ありがとうございます。

○齊藤 久保先生、本日は貴重なご報告をいただきまして、ありがとうございました。

少し戻って、株主の位置づけに関連した質問をしたいのですが、よろしいでしょうか。

先ほど来、この指針がどのような株主像を前提に組み立てられているかという点について、ご議論があったかと思いますが、指針は、恐らくは、強圧性のない状態において、株主は TOB の条件等を検討し、合理的な投資判断をする、そうすると望ましい企業買収は成功し、そうでないものは成功しない、そのようなものを目指しましょう、という発想を前提に組み立てられているのではないか、という印象を持ちました。

ヨーロッパにおいては、現在、アクティビストが TOB を妨害するという事態が各所で起こっているようで、TOB をするということが公表されますと、TOB 価格に近いところまで市場価格が上がっていく過程で多くの株式が売買されて、その過程でアクティビストが株式を買い集め、その地位を利用して様々な要求を突き付けてくることしばしばあるようです。そうしますと、例えば企業買収の局面において、対象会社の株主は取引条件の合理性の評価に従って TOB に応募するかどうかを決めるというような前提が働かなくなるように思われた次第です。

今回の指針は、そのようなアクティビストの存在というものも加味した上での内容であるでしょうか。それとも、そのような事態はまだ日本ではあまり深刻化していないので、とりあえず、よく知られている東京機械製作所の事件や、友好的買収における利益相反の問題に焦点を当てたのか。久保先生が指針をご覧になって持った印象などはございますでしょうか。

○久保 準備している段階では、アクティビストの影というのは特になかったのではないかとこのように感じております。今、ヨーロッパで入っ

ているとご教示いただきましたけれども、そういう TOB を阻害するような行為を行うということ自体はあまり想定されていなくて、そういうアクティビスト的なものというのは、また今後問題になるのかなというふうに思っています。

○齊藤 私も、指針の評価として、そのように思いました。

私自身は、株主の意思確認をすることを強くは求めていないように思いましたので、さじ加減として、ひとまずそれでいいのかなと思いました。株主総会等を通じた株主の意思確認を重視しすぎると、アクティビストに新たに交渉の機会を提供することにもなるようにも思われるためです。引き続き、自分でも考えてみたいと思います。ありがとうございました。

○黒沼 齊藤先生、情報提供を含めて、ありがとうございました。

○伊藤 四の買収に関する透明性の向上の中の 3. 株主の意思決定を歪める行為の禁止のところ、一つ久保先生のご意見を伺いたい点があります。それは、指針では、買収者が行うことが望ましくない行為として、「議決権行使や委任状の勧誘を行う際に、金品・財物の交付を行うこと」とされているところです。私は、指針のこの部分は不当なのではないかと考えています。

どういうことかといいますと、会社法のルールでは、会社の計算による利益供与は禁止されますが、そのほかの者の計算による利益の供与は禁止されていません。日本の会社法では、議決権売買が一般的に禁止されているわけではありません。もちろん、そういった行為が行われた場合に、事後的に決議の効力が否定されることはあり得ます。決議方法が著しく不公正であったと評価されることがないわけではないと思います。

指針のこのあたりの書き方がまた微妙で、「買収者が以下のような行為を行うことは望ましくない（法令違反に該当する行為は行ってはならない。）」とされているところです。

ただ、今申し上げたとおり、買収者の計算によ



る利益の供与は法令には違反しないはずですし、決議の瑕疵につながる場合でも、それは決議方法が著しく不公正だと評価されるだけで、法令違反ではありません。にもかかわらず、指針がそれを望ましくないとしているところが気になるところで、もしそうだとすると、指針というのは、法令違反に該当しなくても望ましくない行為があるという前提なのだろうと思います。

ただ、そもそも論として、買収者が委任状の勧誘を行う際に金品・財物の行為を行うことが、指針が言うように一律に防止されるべき行為なのかというところには、賛否両論あると思うのです。そういった交付行為を一律に株主の意思決定を歪める行為だと評価するのはなぜなのかが、私には全然分からない。そのような評価が妥当なのかは極めて疑問です。

こういった指針の立場というのは、様々な見解があり得るような会社法のルールの解釈について、勝手に公権的な解釈を決めるようなものだと思います。私は、そんなことが許されるのかということについては疑問に思っています。

もちろん、対象会社の経営者からしますと、対象会社の計算で行う金品とか財物の交付が利益供与として会社法によって禁止されているのに、買収者の方が同じことをやっても規制が及ばないということには不満があるというのは、理解できるところです。ただ、そういう不満は、会社法ルールの正式な改正という形で解消されるべきで、指針の策定という形で裏口から会社法ルールを改めるような行動は、私は望ましくないのではないかとちょっと思っております。

それで、この部分、久保先生は特に違和感とかは感じられませんでしたか。

○久保 違和感を感じなかったかと言われると、かすかに感じたというところはあります。(笑) 最近の事例でもありましたよね、買収者側が……

○伊藤 ありました。

○久保 ええ、あれが望ましいのかというのは、伊藤先生のおっしゃるとおり賛否両論あると思う

のですが、これも一種の分配行為ですというふうに考えるのであれば、それはそれでいいのかなど。取締役の側だって、自分のお金で金品・財物を贈ること自体は禁止されていないわけなので、会社の金を使うなどというだけの話ですから、どっちでもいいというところはあるのかもしれませんが。

確かに、これはちょっと議論の必要なところだろうなというふうには思いました。

○伊藤 ありがとうございます。

○黒沼 明確なご意見が出されましたので、もしよろしければ、今の点について自分はこう思うという方がおられましたら、ご発言をお願いします。

一つの考え方は、法令では禁止されていないからこそ、ソフトローでやろうとしていることですね。まさに伊藤先生が批判されたことをやろうとしているのがこの指針なのだと。それをやっっていいかどうかについてはまた賛否が分かれるところかもしれないと思いました。

それでは、ほかのどの点でも……。

○梅本 コメント2点と質問が一つです。

コメントですけれども、先生のレジュメですと4ページ一番下、「株主にとってできる限り有利な取引条件を目指した交渉を取締役会はずべきである」というところですが、挙がっている4点のうち3つは、取引価格・買収価格を引き上げる交渉に関するものです。コメントしたいのはもう一つの点で、一部買収から全部買収への変更の提案というところです。これは、必ずしも一部買収が望ましくなくて、全部買収の方が望ましいという趣旨ではないですね。

指針の方も、「部分買収であることによる問題が大きいと考える場合には全部買収への変更を含めて交渉するなど」と条件付きの表現になっていますから。先日のベネワンの争奪戦では、当初エムスリーとの間で上場を維持する部分買収の形で進めようとしたところ、最終的には第一生命が完全に子会社化しましたが、会社によっては、また状況によっては、上場を維持したままの部分買収

にしてほしいと会社のみならず株主が望む場合もあり得るのではないかというのがコメントの一点です。

もう一点は、先ほど片木先生がご質問になったところに関連しますが、「企業価値向上には資すると判断されるが価格が十分とは言い難い場合に取締役会が賛同する」という点です。ブラザー工業とローランド DG の争いがよい具体例になるんじゃないかと思えます。

より高値の対抗提案が予告 TOB という形で出てきたため、MBO 側の TOB に対する意見表明について、会社側は応募推奨を撤回したけれども、賛同は撤回しなかったですね。その理由は、ブラザーの買収提案は、価格は高いかもしれないけれども企業価値との関係ではディス・シナジーが生ずる可能性があるため、タイヨウ・パシフィック・パートナーズの TOB に賛同するということでした。恐らくここで書いている「価格が十分とは言い難い」というのは、企業価値の観点からというよりも、TOB 合戦の最中に投機的な思惑で対象会社の株価が異常に上がってしまったが、TOB 価格が時価より多少低くても賛同するということを指しているのかなという気がしました。

ただ、説明責任を果たすべきであるといっても、言い方は悪いですが所詮は会社の意見表明でしかなく、投資家の判断は経済合理性に基づくことになり、高い方に応ずることになるのではないかな、と思ったということがコメントの2点目です。

最後の質問ですけれども、25 ページの TOB の予告に関する情報開示で、先生がご説明になりましたように、最近予告 TOB が行われるケースが多く出てきました。どの会社も、予告を出すに当たって実際にはかなり詳細に情報開示はしているようです。ただ、正規の TOB と違うため、別途買付けは禁じられていませんね。予告をしながら別途買付けをしているらしきケースも以前あったように思うのですけれども、これについてはどう考えるべきなのでしょう。

もちろん、法律上は禁止されていないので、予

告であれば別途買付けをやってもいいという考え方もありますが、市場や対象会社の立場を不安定にする側面もあるのかなという心配も他方であるのですが、先生のご感触というかご意見はいかがでしょうか。

○久保 特に関心はないのですが、確かに、予告だけしておいて、別途買付けの形で制度を迂回した買付けをどんどん行っていくこと自体は、あまり望ましいことではないのかなという気はしています。そうすると、TOB の予告をした際にも、別途買付けというか、TOB によらない買付けというものは規制されてしかるべきというのは一つの考え方だろうなというふうには考えます。

○梅本 ありがとうございます。

○黒沼 梅本先生、予告して別途買付けすることに、買付け側にどういうメリットがあるのですか。

○梅本 先生のご指摘は、予告したら株価が上がってしまって、買収者にメリットがないのではないか、ということですね。

○黒沼 ええ、そうです。

○梅本 たしか YFO が東洋建設に対して TOB を予告した後に買い増したケースがあったと記憶しております。たしかに、東洋建設の株価は争奪戦開始後にかなり上がっていききました。もしかしたら YFO としては、当初の段階だと TOB 価格はまだ引き上げる余地があったのではないか。予告 TOB で東洋建設の株価を引き上げてインフロニアの買収成立を阻止しつつ、他方で市場買付けにより支配権をある程度確保したいと考えていたのではないか、その際に TOB 価格を事後に引き揚げることも想定していた可能性はあったのかなという気がしたので、質問させて頂きました。

○黒沼 ありがとうございます。質問を明確にするために質問させて頂きました。

そのほか、どの点でもいかがでしょうか。

○船津 また原則の関係のところに戻らせていただきたいのですが、株主の意思を尊重しさえすればいいという考え方もポリシーとしてあり得る

とは思いますが、そこに、あえて第1原則というものを定立していることの意味というのは、やはり取締役会、経営陣が関与できる余地を設けるためにこそ第1原則が効いてくるような気がして、具体的には、やはり企業価値を向上させる買収かどうかを取締役会が見極めるということを根拠付けるために第1原則があるというように私は読みました。

その中で、レジュメですと3ページ、「定量的な観点から十分に検討する」ことを取締役会はせよということが書かれているかと思いますが、定量的検討というものの位置付けといえますか、先ほど来の議論になりますけれども、しなければならぬものなのかどうかというあたりがよく分からないところです。

先ほどから申し上げているように、いい買収か悪い買収かを株主が判断するというのであれば、定量的な検討自体する必要がなくて、あとはもう株主にお任せしますということで、透明性と株主意意思の原則だけで足りると思うのです。そこで、あえてなぜ定量的な検討をしなければならないかということを見ると、やはりディフェンスするためにはそれなりの根拠が要るのだから、ディフェンスする対抗策を講じるための前提として定量的な検討をしましょうよということと言えるのかもしれない。

そのような形であるにせよ、取締役会に大きな役割を与えるということであるならば、逆に、買収を促進させるとか、株主に価値を与えるとか、そういう役割自体を取締役会に与えることもあり得ていいかと思います。実際、指針の中でも対抗買収を検討しましょうというようなことがあったかと思いますが。定量的検討というものがこの指針の位置付けにまさにかかってくると思うのですけれども、この指針自体の思想として、定量的検討をしなければならないという形に持っていく話なのかどうか。定量的検討は必ずしなければならないというのが義務として今後定着していったら、定量的検討をしていない取締役会は義務違反だと

いう法的評価になるというような話になるのかどうか。

もしそうであるならば、他方で、買収を促進させるようなことも義務として考え得るのではないか、より具体的には、レブロン義務的なものを入れていこうという話になってくるのか、どうかというあたりについてお考えをお聞かせいただければと思います。よろしくお願いします。

○久保 定量的な判断をしなければならないというのは、確かにこの指針の中で強調されている部分だろうと思うのですけれども、定量的判断にのみ依拠しなければならないという趣旨ではないような気が私はしています。これは感覚でしかないもので、私の感覚がずれていたら問題ですけれども、定量的な指標を使わずに、定性的な判断だけで買収提案を拒否したり、あるいは防衛策に走ったりしてはなりませんよという、そういう趣旨なのかなというふうに考えています。

定量的な判断といったときに、経営者自身が持っている企業価値向上策の定量的な測定とか、そういったものも強調されていますし、そういう一つの経営指標としての定量的なものを検討のまないたの上に上げないといけないのですよということをお願いなのであって、定量的判断に従ってやらないと義務違反になるとか、そういったような趣旨ではないのではないかという気はしています。お答えになっていますかね。

○船津 第1点に関しては答えていただいているかと思いますが。真摯な提案であれば真摯に検討せよと言っているわけですが、どういう場合に、どのタイミングでどれだけ定量的なことをやるかでかなり実務負担は変わってくると思うのです。この指針が求めているのは一体どのようなケースにおいてどの程度の深度の定量性なのかによって、かなり負担は変わってくるというのがありまして、一体どこまでしなければいけないのだろうかというのが感想としてまずあります。

それともう一つの感想としては、定性的判断をするということと、最近の、株主利益だけを考

えてはいけないというような議論とがマッチしていくのだろうか、人権だとか、環境だとかが重要になっているこの時代に、定量性ということを使うこと自体が時代に合っているのだろうかというのがちょっと気になったということです。

2点目のレブロン義務についてはいかがでしょうか。

○久保 レブロン義務というのを、私は不勉強でよく分かっていないところはあると思うのですが、なるべく高いところに売らなければならないというような義務でしたよね。それは取締役会自体が必ずオークションにかけて一番高いところに売らなければいけないという、そこまでは多分言えないと思うのです。それこそ中長期的な経営指標とか、そういったものを勘案してこっちに売るのが望ましいと取締役会は判断しましたという形で推奨意見を出すということ自体は許されてしかるべきだろうというふうに思います。

なので、定量的な判断を求めるということがレブロン義務を導入するということではないのだろうというふうに私は思っています。

○船津 取締役が判断するというプロセスをかませる以上は、高く売ることについても取締役が面倒を見てもいいのではないかという趣旨でして、株主に全部任せればいいという割り切りがなかったのであれば、そういう考え方もあり得るのかなと思ったということです。

以上です。

○黒沼 船津先生ご自身のご意見も聞かせていただければと思います。

○船津 私自身は、ここまで取締役に関与させるのであれば、レブロン義務を認めてよいのではないかと思います。ただ、株主の判断と取締役会の判断のどちらを尊重すべきかということに関しては定見がございませんので、もしかしたら株主の判断でいいということであれば、取締役をかませずに株主の判断でいくべきという、そういう在り方も一つあり得るのではないかと思います。

○黒沼 ありがとうございます。

私も一言だけコメントさせていただきたいのですが、すけれども、定性的な判断を否定するというのは、恐らく船津先生のご質問の趣旨は、ユノカル基準を否定するのということだと思っております。レブロン義務の方に行くのかと。この指針の趣旨はそこにはないと思うのですが、日本では昔から、企業価値、ひいては株主共同の利益というふうに両者を並べていて、そこが今日のご議論でもあったように、極めて曖昧で対立を含んだ概念になっていると思います。

アメリカではそこが、ユノカル基準が適用される場合とレブロン基準が適用される場合とで区別されているところを、日本は企業価値なのか、株主共同の利益なのかが区別されずに、いろんなことが言われたり、制定されたりしているところに根本的な問題があるのではないかと感じました。

ほかはいかがでしょう。

○白井 久保先生、ご報告ありがとうございます。質問ではなく、今の船津先生、久保先生、黒沼先生のやりとりに関する部分につきまして、特に本指針の内容とレブロン義務との関係に関し、私個人の感想程度に過ぎない話ではありますが述べさせていただきますと幸いです。まず、本指針が定量的な観点に基づく比較検討という考え方を重視しているということは、間違いのないところかと思っております。もちろん、どこまで定性的な観点からの反論の余地を許容しているかについては、本指針の読み方次第で論者によって変わってくる可能性があるとは思っておりますけれども、少なくとも、定量的な観点に基づく比較検討という側面を重視している点が本指針の特徴の一つであることは、疑いのないところかと思っております。

ただ、そのことと、レブロン義務の話というのは必ずしもイコールではない面もあるように思います。すなわち、本指針は、確かに定量的な観点を重視するよう促しておりますが、そこで定量的な観点に基づき対象会社が判断することを求められているのは、企業価値の向上という観点から買収の是非を判断することであり（本指針

3.2.1) 、あくまで企業価値の向上の有無を判断基準とする点が本指針の大前提となっています。これに対して、レブロン義務が適用される場面では、対象会社の取締役は、基本的には現在の株主利益のみを考慮して合理的に行動することが求められますので、現在の株主が得られる利益の大小という観点で買収提案を比較検討することになるわけですから、同じように定量的な観点を重視するとしても、比較検討する対象は異なりうるわけです。本指針は企業価値の向上という観点から定量的に比較検討することを求めています。レブロン義務的な考え方の是非については本指針は特に立場を示していないように思いました。

○若林 久保先生、大変ありがとうございました。

指針の 29 ページのところ、先ほど伊藤先生がご質問されたところで、買収者の方から金品・財物の交付を行うこととの関係で、日本の TOB のルールで別途買付けの禁止と、それから均一の価格を要求することによって、いわば最高価格ルールのようなルールを達成しようとしている部分があるのではないかと思うのですが、その部分に抵触するようなことがないのかどうなのかというのがちょっと気になりまして、全く的外れな質問かもしれませんが、買収者が金品・財物を交付することとの関係で、そうしたルールの潜脱といいたいまいしょうか、そこの抵触はないのかというのが一つ疑問に思ったところです。もし何かございましたら、ご教示いただければというのが 1 点目です。

それから、第 3 原則の透明性のとの関係で、他社株府令に書いていないようなことで重要な情報を買収者が提供していなかった場合に、誤導的な開示になるということはないのかということがちょっと気になりました。民事責任の方はあまり関係ないのではないかというお話だったと思うのですが、他社株府令に書いていなければ別に開示しなくていいということなのか、やはり開示はしないといけなくて、しかし誤導的な開示にはならな

いということなのか、ちょっとその辺がよく分からなくて、ご教示いただければと思います。どうぞよろしくお考えいたします。

○久保 非常に難しいところで、私は全然考えていなかったのでお答えできない部分もありますが、まず 1 つ目のところですが、金品・財物の交付については、そういう最高価格の部分というのもあったのかなというところがありまして、確かに、TOB 制度を迂回して金銭を渡すということになるのかもしれないなというところでは思いましたので、ちょっと考え方を改めたいというふうに思います。それは一つあり得るかなと思います。

2 つ目の方は、本当に皆目分かりませんで、今すぐお答えすることはできないというところがあります。直感的には、府令に載っていないものでも、重要なものについては情報開示しなさいというふうはこの指針は言うだろうなと思っていますが、それが公開買付けの効力に対してどういう意味合いを持つてくるのかということまでは、ちょっと今すぐ答えられるような状況にありません。大変申し訳ありません。

○若林 いえ、ありがとうございました。

○黒沼 若林先生のご質問で、1 点目は、例えば公開買付け中に委任状合戦が起きているようなときに、金品を委任状勧誘の際に交付することが当該公開買付けの規律に反するのではないかと、そういうご意見ですか。

○若林 そうですね、はい。日本の場合は最高価格ルールがなくて、そこに別途買付けの禁止と均一の条件でやっていると思いますので、金品・財物の交付の条件によっては、その潜脱になってしまうのではないかという感じがしまして……。

○黒沼 分かりました。どこまで行くと潜脱になるかというのは、難しい問題なので、一律には決められないかと思いますが、第 2 点は、具体的にどういう情報を出さなかったときに誤導的な情報提供になり得ることなのではないでしょうか。

○若林 それはちょっと私もすぐには出てこな

いのですけれども、黒沼先生がおっしゃっていたこととの関係で、金商法を改正すればよい、改正すべきではないかということは、結局そういう情報があるのかなというふうに思いまして、ちょっとお尋ねしたという次第です。申し訳ありません。

○黒沼　いえいえ、みんなで考えていくべき問題だと思います。どうもありがとうございました。

それでは、もうそろそろ時間ですので、もしご質問がなければ、これで本日の金商法研究会を終わりたいと思います。活発なご議論、本当にありがとうございました。