

2023年8月1日  
(社)機関投資家協働対話フォーラム

経済産業省「企業買収における行動指針(案)」に関する  
パブリックコメント募集に対する意見

経済産業省経済産業政策局産業組織課の「企業買収における行動指針(案)に対する意見募集」に、下のような意見を提出しました。

1. 総論

【意見】

企業買収における行動指針(案)(以下「本指針案」という)が、企業と投資家と双方の行動に正しい規律をもたらし、公正な M&A を推進することを期待して、その公表を歓迎する。

【理由】

機関投資家は、平時導入の買収防衛策によって経営陣の意に沿わない買収提案を阻止できるとの誤解が、上場会社の経営陣に存在しているのではないかと懸念を抱いている。そうした誤解は、経営の規律の不十分さや、外部者による異論を排除した硬直的な経営をもたらし得る。法制度上の不備を理由として、平時導入の買収防衛策の継続をあまりに許容しすぎれば、公正な M&A の推進を阻害し、経営陣の自己規律性を弱めてしまいかねない。本指針は、そのような問題へ対処し、我が国の M&A の実務をより公正なものとする上で、重要な視座を提供していると考ええる。

2. 個別の意見

(1) 企業価値の概念について

【意見】

本指針案の 9 頁において「企業価値」が定量的な概念として示されたことを歓迎する。この記載は適切であるので、そのまま残すべきである。

【理由】

これまで、「企業価値」という用語を、上場企業が自らの立場を正当化するための概念として融通無碍に解釈する事案が散見された。そうした事案では、投資家の考える定量的かつ測定可能な概念としての「企業価値」の捉え方と齟齬が生じ、企業と投資家との対話の場面で軋轢を生じがちであった。今回、企業価値とは定量的な概念であり、株主価値と負債価値の合計として表されるとの見解が示されたことで、企業買収における基礎的な概念を巡る不毛なやりとりが相当程度解消されることを期待する。

また、本指針案の9頁において、「経営陣が測定困難である定性的な価値を強調することで、企業価値の概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図る(経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ることも含む)ための道具とすべきでない」と述べている点は重要である。本指針案 30～31 頁の、「経営陣にとって好ましくない者」から経営陣を守るためのものではない」との記述も同じく重要である。

いくつかの企業は、経営陣の意に沿わない買収提案を阻止し、外部者による異論を排除するという本音を隠しながら、法制度上の不備を理由に時間と情報を確保するためという理由で平時導入の買収防衛策を継続していると考えられる。

(2) 本指針案第1原則と第2原則及び第3原則との関係

【意見】

本指針案 11 頁 2.2.3 項に、「第 2 原則及び第 3 原則は、第 1 原則を実現する前提として求められるものである。」との記載がある。この記載は、第 1 原則を実現するには第 2 原則と第 3 原則を充足する必要がある、これらの原則が充足されなければ第 1 原則も充足されず、ひいては望ましい買収ではないと判断されると理解した。言い換えれば、株主の意思を確認せず、透明性もない形で買収が実行された後に、企業価値と株主価値が向上したから望ましい買収であるという主張することは認められないと理解した。この理解で相違ないか、ご見解を伺いたい。

【理由】

第 1 原則(企業価値・株主共同の利益の原則)を実現していると、経営陣が恣意的に主張する可能性が懸念され、恣意的な解釈の余地を念のため排除しておく必要があるためである。

(3) 株主の適切な判断を可能とする環境

【意見】

本指針案 11 頁 2.2.3 項の、「基本的には、(・・・)株主に十分な情報と時間を提供することで、株主の適切な判断が行われることが期待される」との記載について、「基本的には、」を削除し、末尾を「適切な判断を可能とする環境を確保することが求められる」とすべきではないか。もし原文のままとするご方針であれば、十分な情報と時間が提供されず、株主の適切な判断を可能とする環境が確保されなくてよい場合として、具体的にどのような場面が想定されるのか、ご見解を伺いたい。

【理由】

本指針案は、十分な情報と時間が提供されず株主の適切な判断が行われなくてよい場合が存在し得ることを前提としていると解されるが、そのような場面は想定できず、株主に十分な情報と時間を提供することは必然であると考えられるため、以上の修正を提案する。

(4) 特別委員会の独立性・客観性

【意見】

本指針案 22 頁の社外取締役による特別委員会に関する記述の中に、注書きで、「独立性の高い社外取締役といえども、すでに就任後の取締役会における意思決定に関与しており、現在の経営方針を推し進める当事者の立場であることから、外部者である買収提案者からの提案に対し心情的に反買収的なバイアスがかかり得ることを認識し、買収提案に対してことさら中立性、客観性をもって接することに努めるべきである。」を書き加えるべきである。また、本指針案 22 頁、下から 4 行目の、「アドバイザー等を招聘しその専門的助言等を活用すること」は、「現経営陣から独立した自らのアドバイザー等を選任しその専門的助言等を活用すること」に変更することを提案する。

【理由】

株主をはじめとしたすべてのステークホルダーの利益代表である社外取締役による特別委員会の判断は大変重要である。現経営陣からの独立性の高い社外取締役には、さらに一段高い中立性、客観性が求められることを自覚していただきたく、以上のとおり提案する。

(5) 情報提供の適時性

【意見】

本指針案 23 頁 4.1.1.1 項に、「買付の目的、買付数、買収者の概要、買収後の経営の基本的な方針等の重要な項目については、少なくとも公開買付届出書における記載内容と同程度の適切な情報提供を、資本市場や対象会社に対して任意の方法で行うことが望ましい」と

の記載がある。この箇所にも、「適時、任意の方法で行うことが求められる」と変更し、情報開示のタイミングも重要である旨を明記することをご検討いただきたい。

**【理由】**

以上の記載の趣旨はその通りであるものの、東京機械事件のように、大量保有報告書を初めて提出した時点で既に 26.5%の株式を取得済であったケースでは、その後に充実した開示が行われたとしても、開示前に売却に応じた株主にとって十分な情報開示が行われたとはいえない。そのため、買収者からの情報提供は少数株主の投資判断にとって重要な要素であることから、情報提供を、任意の方法で「適時に」行うことが求められる。したがって、情報開示のタイミングも重要である旨を明記しておくことが重要である。

(6) 取引先株主等への働きかけ

**【意見】**

本指針案 29 頁の矢羽根「対象会社の取引先株主等への優越的な地位に乗じた働きかけを行うこと」に、注として、「対象会社の株式を政策保有する株主を含む。働きかけには暗黙的なものを含む」との記載を挿入することを提案する。

**【理由】**

取引先にはいわゆる政策保有株式を保有する株主も含まれているところ、こうした取引先株主等への暗黙的な働きかけも禁止することを念のため明確化する必要があるため、以上のとおり提案する。

(7) 買収への対応方針の中立性

**【意見】**

本指針案 31 頁に、「買収を成立させない方向での設計・運用がなされるおそれが内在している」「当事者にとって中立な手続きルールとして機能しないおそれがあることに留意した上で、その懸念を払拭する努力をすべきである」との記載がある。これらの記載は、いずれも投資家の懸念を適切に表しているものというべきであり、最終版においても同一の記載を維持すべきである。

**【理由】**

いくつかの企業は、経営陣の意に沿わない買収提案を阻止し、外部者による異論を排除するという本音をもちながら、時間と情報を確保するためという理由で買収防衛策を継続していると、機関投資家は懸念している。その懸念の存在を明確にしておくため、かかる記載を最終版においても維持すべきである。

(8) 丁寧な対話と情報開示

**【意見】**

本指針案 34 頁の「個々の会社の規模や状況等によって、対応方針の要否や求められる方策は異なりうるため、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、本来望ましい姿である。対象会社は、対応方針の導入が一つの経営戦略として必要だと考える場合には、その理由について丁寧に対話や情報開示を行うとともに、取締役会の構成の独立性を高めていく(例えば社外取締役の比率を過半数とする)ことや、社外取締役を主体とする特別委員会の判断を最大限尊重することで公正さを担保すべきである。」との記載は適切であるので、そのまま残すべきである。

【理由】

機関投資家は、経営陣が、平時に買収防衛策を導入することによって、正当な目的を持った戦略的買収でも経営陣の意に沿わない買収提案は阻止できると誤解し、株主からの付託に対する緊張感が薄れ、経営に甘さが出るのではないかと懸念している。ともすると平時に買収防衛策を導入することは、経営陣の自己保身ではないか、身内の論理だけを優先し外部者の異論に耳を貸さずに経営が硬直化するのではないかと考え、経営陣に対する不信感を募らせることにもつながる。これらのことから、機関投資家は、ガバナンスの評価をディスカウントして企業価値を評価することもある。これらの機関投資家の懸念や不信感、ガバナンス評価を払拭するために、丁寧な対話や情報開示がとりわけ重要であるため、以上の記述に賛成する。

(9) 恣意的な運用回避の必要性

【意見】

本指針案 44 頁の最後の行「恣意的な運用を回避する措置をとることが望ましい。」との記載がある。この記載の末尾を、「望ましい」ではなく「求められる」等の表現に変更することをご検討されたい。

【理由】

買収対応方針の導入について「恣意的な運用を回避する措置」を取ることは、取締役会の当然の責務というべきであるため、以上の変更を提案する。

(10) 恣意的な運用は許容されないとの指摘

【意見】

本指針案 48 頁の、「時間・情報・交渉機会の確保を理由として、買収者に延々と情報提供を求める設計や運用を行うことや引き延ばす等の恣意的な運用は許容すべきではない」との記載は適切であるので、そのまま残すべきである。

【理由】

いくつかの企業は、経営陣の意に沿わない買収提案を阻止し、外部者による異論を排除するという本音をもちながら、時間と情報を確保するためという理由で平時導入の買収防衛策を継続していると考えられる。取り得る手段を明確に禁じておくため、以上の記述を維持することを提案する。

(11) マジョリティ・オブ・マイノリティ決議が許容される範囲

【意見】

本指針案 45 頁において、「したがって、このような決議に基づく対抗措置の発動が濫用されはならず、これが許容されるのは、買収の態様等（買収手法の強圧性、適法性、株主意思確認の時間的余裕など）についての事案の特殊事情も踏まえて、非常に例外的かつ限定的な場合に限られることに留意しなければならない 76。」と、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ決議が許容されるのは「非常に例外的かつ限定的な場合に限られる」と述べている箇所は適切であり、この記載を維持すべきである。

【理由】

現在の日本の資本市場における株主構造を踏まえると、現経営陣側に立つ、いわゆる安定株主が、買収者側以外の少数株主のうち相当割合を占める場合が多いと考えられる。このような事情下において、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ決議を広く許容すれば、現経営陣側に過度に有利となり、買収の機会を通じた経営への規律が十分に機能しないと考えられるため、以上の記載を維持することを提案する。

以上