

2025年1月21日

(社)機関投資家協働対話フォーラム

エンゲージメント・アジェンダ「買収防衛策の必要性」の総括

(事前警告型買収防衛策の効果に対する正しい理解と、投資家との信頼関係の重要性の認識)

企業年金連合会、第一生命保険、三井住友DSアセットマネジメント、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三菱UFJ信託銀行、明治安田アセットマネジメント、りそなアセットマネジメント(以下、参加投資家)の7社は、機関投資家協働対話フォーラム(以下、当法人)を事務局として、2018年から2024年まで6年間、「大規模買付行為に関する対応策(以下、事前警告型買収防衛策)」を導入している日本企業225社(累計393回)に、「資本市場の評価を下げるリスクをとってまで事前警告型買収防衛策を継続する必要性」をアジェンダとする協働エンゲージメントを実施してきました。

協働エンゲージメントでは、当該年の株主総会で事前警告型買収防衛策の期限を迎える企業などの経営トップと社外取締役宛にレターを送付し投資家の考え方を伝えるとともに(添付資料参照)、「継続する必要性」について、投資家が納得できる説明を招集通知等に記載するように求めてきました。また、一部の送付先企業からは、文書回答や面談を通じた説明を受けてきました。

以下の図表は、送付先企業の買収防衛策継続・廃止の状況を示しています。レターを送付した305社のうち79社が、投資家が事前警告型買収防衛策をどのように捉えているかを理解し、防衛策の継続により投資家からの信頼を損なうリスクと、廃止によるリスクとを勘案し、レター送付年に事前警告型買収防衛策を非継続としました。特に、時価総額が大きい企業において非継続とした割合が多かった状況です。(2018年末時点で事前警告型買収防衛策導入企業は、上場企業383社、そのうち、時価総額1000億円以上は102社。2024年6月現在、継続している企業は、上場企業223社、そのうち時価総額1000億円以上は27社。)

(図表) 各年の送付先企業の事前警告型買収防衛策継続・廃止の状況

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	計
レター送付対象	時価総額1000億円以上		プライム上場				
	当該年の株主総会で買収防衛策期限到来 or 新規導入					3月末現在で買収防衛策継続企業(発生前に廃止表明していた企業等を除く)	
レター送付企業数	59	29	13	53	108	131	累計393
送付先の内、初送付の企業数	59	29	13	37	85	2	合計225
送付先の内、当年廃止した企業数	37	13	6	8	7	7+廃止公表1社	合計79
送付先の内、当年継続した企業数	22	16	7	45	101	44	-
送付先の内、2024年6月末現在、継続している企業数	14	10	6	43	94	124	-
送付先の内、2024年6月末現在、廃止している企業数	45	19	7	9	13	7	-
送付先の内、当年上場廃止数	0	0	0	1	1	0	合計2

一方、事前警告型買収防衛策を継続した企業は、招集通知に理由を記載していましたが、参加投資家が納得できる必要性を十分に説明した例は見当たりませんでした。企業からの文書での回答や面談での説明内容も、いずれも変わらず、企業価値を棄損するような同意なき買収の提案を受ける可能性はあり、株主が適切に判断する時間と情報を確保するためという理由であり、その背景に、現在の法制度には不備があるからというものでした。特に、時価総額が小さい企業が、短期的な株主利益を求めるアクティビストに狙われるという心配を挙げていました。

なお、面談では、当法人の事務局が対話を行い、対話の詳細を参加投資家に共有しました。企業からは、投資家の思考や論理の背景がよくわからないという意見もあり、以下のとおり、事前警告型買収防衛策による株式の価値への影響と、資本市場へのメッセージの意味についてご説明しました。

・株式の価値への影響

買収防衛策は、複数ある株主の権利のうち共益権の一部に制限をかけることになる。これにより、「利潤証券」「支配証券」「物的証券」という株式がもつ3つの性格のうち、「支配証券」の価値が損なわれることを意味する。当然、その分、株式の価値の低下に繋がる。

・資本市場へのメッセージの意味

買収防衛策は、今の経営方針を変えようとする者を排除することを可能とする。事前警告型買収防衛策を導入している企業の多くは、改革が求められているにも関わらず取り組みが不十分であり、株価が低迷している。そのような状況にも関わらず、「現在の経営方針を変えることはない。」というメッセージを資本市場に示すことになる。

事前警告型買収防衛策は、「現経営陣の経営改革により企業価値の向上が実現するまでの時限措置である」との説明があれば、投資家は株主の権利の一部の制限を受け入れる可能性はありますが、その他の理由で事前警告型買収防衛策に賛同することは極めて難しいものと考えます。

こうしたなか、2023年8月、経済産業省が「企業買収における行動指針」をまとめ、M&Aに関する公正なルールが示されました。また、2024年5月15日に公開買付規制を含む金融商品取引法の改正法が成立しました。一方で、買収防衛策に関する判例が複数示され、真に株主共同の利益を毀損する買収が開始されたときに発動する有事導入型買収防衛策の適用範囲が明確になりました。こうした現状に鑑みると、法制度上の不備の問題はかなり後退したと参加投資家は考えます。

もはや、リーガルリスクより、マーケットリスクを重視すべき状況です。事前警告型買収防衛策によって企業防衛を図るのではなく、資本コストを上回る資本収益性を実現し、持続的に成長させていく経営に取り組んでいただくべきであり、それがもっとも強力な企業防衛となります。そのような取り組みに邁進していきたいという経営陣であれば、参加投資家は支援していきます。

このように、時価総額が大きい企業を中心に企業側の理解が進み、法制度の整備も進んだことから、同意なき買収を巡る環境は大きく変化したと判断し、今後、フォーラムとして、事前警告型買収防衛策導入企業への一斉レター送付による協働エンゲージメントは一旦停止することとしました。依然として事前警告型買収防衛策を継続している企業とは、他のアジェンダや個別のミーティングのなかで対話を継続していきます。また、更なる制度の整備・改善を関係省庁や有識者、市場関係者に働きかけるパブリック・エンゲージメントを強化していきます。

【添付資料】 フォーラム参加投資家の事前警告型買収防衛策に対する考え方

1. 事前警告型買収防衛策に対する投資家の認識・懸念

私たちのようなパッシブ運用や長期安定運用を中心とした参加投資家は、幅広く日本株式全体に投資をしていることから、言わば“日本株式会社”のユニバーサル・オーナーという観点を有しています。超長期投資のスタンスで、持続的な成長による企業価値の向上を支援する立場であり、短期的な株主利益を追求しません。したがって、中長期の企業価値を犠牲にするような短期投資家による濫用的な買収行為には賛同しません。

また、短期的な株主利益を迫及する買収者が現れても、参加投資家は、有事導入型の買収防衛策の導入・発動に際して、個別具体的な事情を踏まえ、株主共同の利益が毀損されないかという観点から議決権行使判断を行います。

一方、参加投資家は、経営陣が、事前警告型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、ガバナンスが効かなくなるのではないかと懸念しています。ともすると事前警告型買収防衛策を導入・継続する本当の目的は、一般の少数株主の利益のためではなく、経営陣の自己保身ではないかと懸念され、このような場合には、経営陣に対する不信感の広がりにもつながり得ます。これらのことから、事前警告型買収防衛策を導入している企業のガバナンスの評価をディスカウントする投資家も存在します。

そもそも、事前警告型買収防衛策を導入していれば、短期的な株主利益のみを迫及し利益を得るとすぐに売り抜けるような“アクティビスト”が寄ってこなくなるというのは誤解です。一般の投資家が経営に隙があると不信感を募らせ株価が低迷する企業こそ、“アクティビスト”の絶好のターゲットであり、事前警告型買収防衛策は自らがターゲット候補であることを表明していることにもなりかねません。

企業は投資家との信頼関係を構築し適正な株価を形成するために情報開示やIR活動などに努めています。このような投資家からの信頼の低下や企業価値の評価を下げるリスクを取ってまで事前警告型買収防衛策を導入している理由について、参加投資家は納得し難い状況です。参加投資家は、事前警告型買収防衛策により“企業防衛”を図るのではなく、ガバナンス改革による企業価値の向上に取り組んでいただきたい、その支援をしていきたいと考え、このような協働対話に取り組んでいます。

2. M&A に関するルールの進化

日本における M&A に関するルールは、徐々に進化してきました。まず、2006 年の公開買付規制の改正で、潜脱的な支配権取得取引への規制や全部買付義務の導入がなされるとともに、会社側は公開買付者に関する質問や公開買付期間の延長を求めることができるようになりました。

その後、買収防衛策に関する判例が複数示され、真に株主共同の利益を毀損する買収が開始される事態となったときに発動する有事導入型買収防衛策の適用範囲が明確になりました。特に、従前から指摘されていた市場内取引により支配権を取得する買収行動については、当該買収者を除く株主の過半数の賛同を得ることによ

り買収防衛策の導入・発動を認める裁判例¹が 2021 年に示され、相当程度手当てされました。さらに、2022 年には、買収防衛策の発動対象となる株主の範囲が過度に広範であるなど買収防衛策の設計に問題があったと指摘されている事案で、市場内取引による買い集めへの対抗策としての買収防衛策を最高裁が否定しました²。

そして、2023 年 8 月、経済産業省から「企業買収における行動指針」(以下、本指針)が公表され、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が示されました。本指針では、上場会社の経営支配権を取得する買収一般において尊重されるべき原則として、以下の 3 つが提示されました。

①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、または向上させるかを基準に判断されるべきである。

②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。

③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。

この 3 つの原則のもと、買収者と対象会社が買収に関連する法令等を通じて遵守すべき事項として「買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範」「買収に関する透明性の向上」「買収への対応方針・対抗措置」が明確化されました。

さらに、2023 年 12 月、金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」が報告書(以下、WG 報告書)を公表し³、2024 年 5 月 15 日に WG 報告書に沿った内容で金融商品取引法の改正法案が国会で承認可決され、公開買付制度と大量保有報告制度の改正が行われました⁴。改正法の下では、いわゆる 3 分の 1 ルールの閾値が 3 分の 1 から 30% に引き下げられるとともに、市場内取引(立会内)を同ルールの適用対象に含めることとされました。これにより、市場内(立会内)取引を通じて、株券等所有割合が 30% を超える水準まで株式を取得することは原則としてできなくなります。さらに、WG 報告書は、複数の者が暗黙裡に協調して株券等を取得していることが疑われる事例への対処策として、大量保有報告制度違反に対する当局の対応を強化していくとの方針を掲げています。また、買収者が大量保有報告制度を遵守しないままに公開買付けを開始しようとする場合には、公開買付届出書の事前相談の際に、大量保有報告書の提出や訂正を求めるとの方針も示しています。

このように、各種の法制度の整備と、過去の有事導入型買収防衛策に関する判例の蓄積、さらに、当局から公表された指針及び報告書などにより、買収防衛策を巡る環境は大きく変化しました。

¹ 最決令和 3 年 11 月 18 日金融・商事判例 1641 号 48 頁(東京機械事件)。

² 最決令和 4 年 7 月 28 日資料版商事法務 461 号 143 頁(三ツ星事件)。

³ 金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告」(2023 年 12 月 25 日公表)。

⁴ <https://www.fsa.go.jp/common/diet/213/index.html>

連絡先

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム 事務局

理事長:木村祐基 事務局長:山崎直実 理事:大堀龍介、鎌田博光、小澤大二

〒103-0027 東京都中央区日本橋 3-2-14 新槇町ビル別館第一 東京アントレサロン

メールアドレス info@iicef.jp WEB サイト <https://www.iicef.jp>

以上