

## 【座談会】

## 「企業買収における行動指針」の検討

＜参加者＞（五十音順）

- 飯田秀総（東京大学大学院法学政治学研究科 教授）  
 石綿 学（森・濱田松本法律事務所 弁護士）  
 加藤貴仁（東京大学大学院法学政治学研究科 教授）  
 三瓶裕喜（アストナリング・アドバイザー LLC 代表）  
 田中 亘（東京大学社会科学研究所 教授）  
 角田慎介（野村證券株式会社 経営役）  
 藤田友敬（東京大学大学院法学政治学研究科 教授）＜司会＞

## 〈目次〉

1	企業買収行動指針の意義：企業買収行動指針第1章……………	113
2	企業買収行動指針の基本的なスタンス：企業買収行動指針第2章……	133
3	買収提案を受けた対象会社取締役・取締役会の対応： 企業買収行動指針第3章・別紙1……………	156
4	買収に関する透明性の向上：企業買収行動指針第4章……………	178
5	買収への対応方針・対抗措置：企業買収行動指針第5章， 別紙2，3……………	188
6	むすび……………	210

## 1 企業買収行動指針の意義：企業買収行動指針第1章

## (1) 企業買収行動指針を定める意義

藤田 2023年8月31日、経済産業省によって「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」(行動指針)が公表されました。この文書は公正なM&A市場における市場機能の健全な発揮により、経済社会にとって望ましい買収が生じやすくなることを目指し、買収を巡る両当事者や資本市場関係者にとっての予見可能性の向上やベストプラクティスの提示を目

指すものです。典型的なソフトローであると同時に、現在、非常に注目を集めているものでもありますので、本誌で取り上げるのにふさわしいと考え、本座談会を企画いたしました。なお『ソフトロー研究』では、これまでも経済産業省関係の文書について検討したことがあります<sup>(1)</sup>。いずれの座談会もかなり大部で相当立ち入った議論がなされていますが、今回も同じように詳細な検討をできればと思っております。

それではさっそく企業買収行動指針の意義として、指針の第1章に関係するところから検討したいと思います。最初に皆様にお伺いしたいのは、企業買収行動指針を今定めることの意味についてです。それと関連して、過去の指針類との関係はどう理解すればいいか、この行動指針の目指す方向性はどのようなものなのかといったことを確認してまいります。企業買収関係では、2005年に経産省と法務省の共同で「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」(買収防衛指針)が公表され、その後、2008年にそれを補完する意味で、企業価値研究会より「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」(2008年報告書)が公表されています。これらが今回の指針の直接の前身なのでしょうが、そこから数えるともう15年も経過していることになるわけで、その間に2019年に「公正なM&Aの在り方に関する指針——企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」(公正M&A指針)が公表されています。このような流れで今回の指針があるわけですが、今現在こういう文書を策定することの意味、過去の文書との関係、今回の基本的な策定の動機やスタンス等についてご自由にご意見いただければと思います。

**角田** いわゆる防衛策、事前導入型の新株予約権無償割当による対抗措置については、当初の役割を終えたとは言いませんが、機関投資家からの反対が強く、逆に有事導入型も状況次第では機関投資家含む株主の承認を得られることが分かり、機能する類型や受け入れられるやり方が裁判例を通じてはっきりとしてきました。防衛策だけを議論、更に整理するだけだったら、やる意味は少なかったのかなと思います。そもそも防衛策自体は、何らかの提案、対象

(1) 神田秀樹＝柳川範之＝神作裕之＝藤田友敬＝田中亘＝草野耕一＝大崎貞和「(座談会) 企業価値研究会報告書『近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方』について」ソフトロー研究12号143頁～227頁(2008年)、飯田秀総＝石綿学＝加藤貴仁＝神田秀樹＝後藤元＝田中亘＝角田慎介＝藤田友敬「(座談会)『公正なM&Aの在り方に関する指針』の意義と影響」ソフトロー研究30号63頁(2020年)。

会社はその時点では望んではいないもの、企業買取行動指針の用語で言うと同様な買取提案が来た時にどう振る舞うか、どう対抗できるのかをまとめたものだと思います。M&Aには、経営者が自ら取締役会に付議する友好的提案もありますが、同意なき買取提案のやり方、受領した際にどう取り扱うか、対抗措置の設計と導入・発動、他の選択肢との比較検討、情報開示、更には提案が来る前の平時の経営の在り方など大きな塊で議論できたのは非常に意義があったと思います。私は前回の公正 M&A 指針のメンバーでしたが、いきなり第三者間の M&A 取引までソフトローを作るのは簡単ではなかろうという趣旨もあったのか、MBO、親子間取引という関係者間で構造的利益相反性が高いものだけを念頭に置くものでした。これを第三者間取引のところに拡大していくのも、あの時点からやりたい、やるべきだなと当時のメンバーの皆さんも思ってきたことなのではないでしょうか。防衛策の整理により必然的に第三者からの提案を取り扱うことになり、公正 M&A 指針の範囲外にあえて残したのも、第三者間の M&A、経営支配権に関わる際に関係者がどう行動すべきかと合わせて議論できる研究会になり、しっかりとしたものが生まれたと考えています。

**藤田** ありがとうございます。防衛策だけではなくて、より対象を広げて、対象会社及び買取者の行動のあり方全般に関する提言をする点に意義があるということ、そういう意味で公正 M&A 指針との連続性があるということですね。そして公正 M&A 指針では構造的利益相反がある場合に限定して検討したのに対して、今回は対等当事者間で買取を含む買取全般について検討した点で、公正 M&A 指針の発展形としての側面も相当あるということですが、今の点も含めていかがでしょうか。

**田中** 指針の文章の中で、この指針の基本的な立場を表していると思われる部分はいろいろあるのですけれども、その中でも特に、「第6章 おわりに」に書かれている、「経営支配権が移転する買取取引において市場機能が健全に発揮され、企業価値の向上と株主利益の確保の双方に資する買取が活発に行われるようになることは、M&Aによるリソース分配の最適化や業界再編、資本市場における健全な新陳代謝が進むことが期待される我が国の経済社会にとって、目指すべき姿といえる」という文章が重要であり、このような方針が、今回の研究会を作る時から、かなり強く経産省によって打ち出されたと思います。実は、この確定した文章は、当初の案と比べるとやや穏当になっていて、研究

会で最初に案として出てきた文章は、もっと先鋭的で、我が国では、「これまで望ましい買収であったとしてもそれが実現しないこともあった」と書かれていました<sup>(2)</sup>。やはり、日本において、企業価値の向上や経済の活性化につながるような買収再編が必ずしも充分に行われていないのではないかというある種の危機意識みたいなものがあって、それが、この指針の策定の一つの重要な動機になっているように思います。このような問題意識から、特に買収提案を受けた時の、対象会社の経営陣や取締役会がとるべき対応について、かなり従来にない踏み込んだ記述をしている。それは一言で言えば、真摯な提案に対して真摯に対応するべきだということですが。もちろん、その半面で、濫用的な買収提案とかがままあるという声もあり、指針はそちらに対処する必要もありますので、それほどシンプルに、指針の全てが、買収提案に対して積極的に対応すべきというポリシーで貫かれているとはいえません。ただ、従来、経産省が作ってきた買収に関する指針と比較すると、経済の活性化につながるような買収を促して行く、またそれに対する障害を除去して行くことが望ましいという考え方が、かなり強く打ち出されていると思っております。

**藤田** 適切な買収の活性化がリソースの分配の最適化や業界再編、資本市場における健全な新陳代謝につながるという買収に対して前向きな見方を背景にした文書であるとすれば、悪い買収に対してどうやって防衛するか、どういう防衛が許容されるかという側面が正面に出ていた2005年の買収防衛指針や2008年報告書とは、性格が違うのかもしれませんが。企業買収行動指針を紹介した日本経済新聞2023年5月28日記事では、「買収拒否ハードル高く、『敵対的』は『同意なき』に言い換え 企業価値の向上促す」という見出しのもと、「これまでの指針では買収価格が妥当かどうかなどに焦点を当て、公正なM&A市場にすることを目指してきた。新たな指針では、買収によって企業の成長を促すことに主眼を置いた。」としています。企業買収の活性化を促進する方向性で理解しているようですね。そういう意味でも、企業買収行動指針は、公正M&A指針との連続性があるのでしょうかね。

**角田** そうですね。公正M&A指針では、上場子会社の利益相反や非効率性

(2) 第8回公正な買収の在り方に関する研究会(2023年4月28日)資料3「指針原案(第8回研究会での議論用)」37頁([https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei\\_baishu/pdf/008\\_03\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/pdf/008_03_00.pdf))。

が問題として政府・経済界でも取り上げられていたことも背景にあったと思うので、今、田中さんがおっしゃられた買取の促進という、背景にある危機意識とのつながりはその通りだなと思いました。前回も今回も、裏テーマとして経済社会が要求するものに答える形になったとの意味で、公正 M&A 指針と連続性があるということですね。

**石綿** まず、今回の指針は、わが国の M&A 実務に相当のインパクトを与えたいと思います。わが国においては、買取の対象となった会社の取締役の行為規範が明確ではないという問題があります。ご承知の通り、米国のデラウェア州の判例法理においては、対象会社の取締役の信認義務に関し、かなり精緻な議論がされています。これに対し、日本においては、この点に関する判例法理や学説が非常に不足しているため、我々実務家などは、具体的な案件があると、まず米国の判例法理で整理し、そのうえで日本法と米国法の違いを加味して考え、日本法であればここまででいいのではないかとといったような思考回路を採ってまいりました。もちろん、わが国にも、第三者割当増資の場合の不正発行の差止めの基準としての主要目的ルール、利益相反構造のある取引についての公正 M&A 指針の示したルールといったような、特定の取引類型に関するルールはあったわけですが、より広義の買取提案に対する対象会社の取締役の行動のあり方については、十分な議論がされてきておりませんでした。

一方で、最近、同意なき買取提案というのは増加してきております。その中には、資本市場が眉をひそめるような泥試合が行われることもあり、わが国においても、買取対象となった取締役の行動のあり方についての議論をより活性化する必要があったと思います。今回の指針は、買取の対象となった会社の取締役の行動指針をベストプラクティスという形で示しているものです。これがたたき台となって議論が進化し、実務が形成され、いずれ判例理論に取り込まれるいくことによって、わが国の実情に合った、買取対象会社の取締役の行為規範が形成されることが望ましいと思います。

今回の指針は、2005 年の買取防衛指針とは、だいぶ色彩が異なると思います。2005 年のときは、会社法において対価の柔軟化が認められ、それに伴い敵対的買取が増加するのではないかと、そうなった時に日本企業の備えがないのではないかと、ということが問題となり、平時に買取防衛策を適法に導入するための要件の整備が行われました。今回の指針は、そのような限定された場面にと

どまらず、買収の対象となった取締役の行為規範についてより幅広い形で議論するものかと思います。

**三瓶** 資本市場の現場からの感覚なのですが、2005年の買収防衛指針、2008年報告書が今回の指針の直接の前身なのかもしれませんが、2014年のスチュワードシップ・コード、2015年のコーポレートガバナンス・コード導入から始まった一連のコーポレートガバナンス改革の文脈が色濃くて、2019年に公表された公正M&A指針の発展形と私は捉えています。今回の指針が作られたその背景に三つのキーワードがあるように思っています。それは、「有事の買収防衛策」、「少数株主権利の保護」、そして「経済の活性化」です。まず、有事の買収防衛策が、事業会社からすると意外に、機関投資家から賛成票を得られて可決することがあったということ。二つ目の少数株主権利の保護は、公正M&A指針ではそれが焦点でしたし、海外からも日本がいよいよ少数株主権利の保護の整備を進めていると関心が高まっている中で、買収者と対象会社の対立事案が増え少数株主のインフォームド・ジャッジメント確保への懸念が顕在化してきた。そして、経済の活性化については、買収対象会社自身の活性化、すなわち、事業変革とか経営変革とか、その企業の経営に関する変化ですね。それをもっと広げていって、最終的に経済活動の活性化を通じて日本経済の全体最適を促進するという。これはもうずっとガバナンスコードができてから続いてきてることで、最初の2015年のガバナンスコードの時にもすでに「原則1-5、いわゆる買収防衛策」には、買収提案を防衛策によって不当に断らないでしっかりと検討すべきということが書かれているんですね。しかし、あまり注目されてこなかった。その後、2020年の「事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて～」など、事業再編の検討や無作為を取締役会が監督する必要性を訴え、2021年改訂のコーポレートガバナンス・コードでは、事業ポートフォリオに関する戦略の実行を取締役会が実効的に監督を行うべきなど、もっと取締役会が責任をもって監督し必要な事業変革や経営変革を促すようないろいろな指針が出揃ってきた流れの先に位置付けられ、M&Aを通じた事業再編における取締役・取締役会の行動規範の明確化が必要になってきたということではないかと思います。

そして、足元の2021年・2022年の資本市場での動向も検討を促す重要なきっかけになっていると思います。例えば、平時の買収防衛策については2005年・

2008年に整理した。ところが有事の買取防衛策は2005年の買取防衛指針、2008年報告書では対象にしていない。買取防衛策は一般的に機関投資家が反対すると思われていたが、実は有事の買取防衛策については機関投資家が賛成する場合がある。これは一体どういうことなんだとわからない部分もあって、機関投資家にどのような場合なら受け入れられて、どのような場合は受け入れられないのかを整理したい、ということがあったんじゃないかと思います。また、先ほども何度か出しましたが、MBO指針を改定して公正M&A指針が策定された際に対象はMBOに加えて完全子会社化もその範囲になりましたが少し拡大しただけで、一般的な買取は入ってこなかったのも、公正M&A指針をもとに一般的な買取も含めて全部考えて、残されている範囲を全部カバーした指針が必要という感じでしょうか。そのような時に資本市場からの注目度がぐんと上がったのは、東証で2022年7月から始まった「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」で、2022年4月4日の市場区分再編の際に設けていた経過措置の終了時期を検討し始めたことです。簡単にいうと、当該市場の上場基準に未達の状態になっている流通株式時価総額を大幅に引き上げないといけなから一つの方法としてM&Aが連想されます。もう一つは同じく東証がPBR1倍割れの会社が多すぎるということで、2023年1月頃から具体的な検討が始まり、3月末には正式にプライム市場・スタンダード市場の全上場会社を対象に改善に向けた方針や目標・計画策定・開示を要請したことです。これも、市場に評価される企業価値向上ができない経営者は交代すべきで、当該会社が自ら経営変革できないなら、第三者による経営権の取得による経営変革をすべきと投資家はそんなことを連想するわけです。そのような時期に経産省で本指針の検討が始まったので、東証の取組みとの連動性・整合性に関して2023年2月から3月にかけて実施された「主要論点についてのパブリック・コンサルテーション」は買取抑制的なのか買取促進的なのかどちらの方向を向いているのか曖昧で心配になったので、期待しかけていた投資家、特に海外投資家は敏感に反応して、不満を表明する厳しいコメントを投げかけた。そんな感じじゃないかと思います。

藤田 貴重なご感触をありがとうございます。確かに2019年の公正M&A指針の延長にあるような面がある一方、三瓶さんのご指摘の通り、有事導入の防衛策の限界を明らかにしたいということも、検討動機になったことは否めな

い面はあると思います。2021年に有事導入の有名な裁判例がいくつも出されて、たとえば東京機械製作所事件（東京地決令和3年10月29日金判1641号30頁、東京高決令和3年11月9日金判1641号10頁、最決令和3年11月18日金判1641号48頁）の位置等も重要な関心事になった。これも一つの動機だったことは間違いないと思うのですが、今回の公正な買収の在り方に関する研究会は、それに尽きない公正 M&A 指針からの大きな流れの中での検討作業でもあったという複合的な性格を持っていることなのでしょう。ここまで研究会に参加された委員の方々の意見をお伺いしましたが、飯田さん、加藤さんからも、何かあればお願いできますか。

**飯田** やや外在的なコメントですが、一つは2005年の買収防衛指針と2008年報告書のアップデートとして企業買収行動指針を位置づけることができると思います。もう一つは、もう少し抽象的な話ですが、コーポレートガバナンス改革という2015年ぐらいからソフトローとハードローの両面から大きく動き出した流れの文脈からも位置付けられると思います。いわゆる内部からのガバナンスと外部からのガバナンスという視点でいうと、社外取締役など取締役会のあり方の改革を通じて、内部のコーポレートガバナンスを強化するという流れが、法改正も含めて、かなり動いてきたところだと思います。それに歩調を合わせるような形で、実際の市場では敵対的買収ないし同意なき買収、また株主アクティビズムなどの外部からのガバナンスが盛んになってきたと思います。外部からのガバナンスに関わるルール形成は、裁判にならない限りあまり動かないわけですから、企業買収行動指針でかなり包括的に議論されたことに意義があるように思います。そういう広い意味でのコーポレートガバナンス改革の一連の流れでも企業買収行動指針を位置づけられると考えています。

**加藤** 研究会が設置された当初は、先ほど藤田さんがおっしゃったように2021年に買収防衛策に関する重要な司法判断が相次いだ後でしたので、やはり買収防衛策に関する議論が中心になると思っていました。しかし、結果としてはそれにとどまらず、非常に対象の広いガイドラインができたことについては、興味深く色々と議論を拝見しておりました。これはいい意味での驚きで、とても良いことだと思います。なぜかと申し上げますと、買収防衛策は重要ですが、買収法制の一つの要素にすぎなくて、司法判断の積み重ねではどうしても全体的な整合性が取れない部分があると思うからです。石綿さんがおっしゃった、



対象会社が買取提案を受けた場合の行為規範は、本来であれば、買取提案を受けた際、買取防衛策を導入することを決定する前の段階で、どういった行動をとるべきかという問題、これは買取提案を受け入れることにも関わってくるものであって、やはりなかなか司法判断だけで望ましい行為規範が出てきにくい問題であると思っていました。そういった観点からは、企業買取行動指針によって、最終的に買取提案を受けて、その買取に応じるかどうかの決定に関する一連のプロセスの中で、どういったことを対象会社の取締役が検討しなければいけないかということが明確な形で示されたことは、今後の買取法制の発展にとって非常によいことであるとは私は思っています。

**藤田** 私自身の感想も少しだけ申し上げますと、まず皆様の言われたご感想には共感しており、その通りだと思っております。それに付け加えますと、まず、今回の指針が企業買取の活性化を促進する方向であることは最終的には明らかにされたと思うのですが、実は2022年11月に公正な買取の在り方に関する研究会が始まった時点では、全く別の方向で検討が進められるのではないかと懸念を引き起こすような周辺事情があったのではないかと思います。近年、研究者や実務家の一部から日本のM&A規制が不十分であることに付け込まれて日本のマーケットは外資系ファンドがやりたい放題ができる場になっているといった声が聞かれるようになってきました。加えて、論理的には別の話なのですが、近年経済安全保障の重要性ということが説かれ、外資系による日本企業の買取によって情報の海外への流出が懸念されるようになっていきます。両者は本来別系統の話なのですが、政治的に共鳴する可能性があって、そうなると日本企業の買取防衛を強化するような方向に向かいかねない。さらに悪いことに、数年前起きた東芝事件では、経済産業省が外資系ファンドによるガバナンスに介入したのではないかとということが取り沙汰されました。この事件の真相はよく存じませんし、外資系ファンドの言い分が全面的に正しいとは限らないですが、部局こそ違うものの、経産省に設置された企業買取の研究会で新たなルール策定に向けて検討が始まったことに対して、投資家サイドからある種の警戒感が起きてても不思議はなかったと思います。三瓶さんの言われた2019年の公正M&A指針あたりから、せっかく日本におけるM&A関連のルール作りのあり方について海外機関投資家が見直し始めたというのに、それに逆行することが起きるのではないかと恐れる人も出てきて、実際3月の

フィナンシャル・タイムズの記事(“Japan takeover reforms raise worries over protectionism”, Financial Times March 13, 2023)では——事実誤認と偏見に基づく面が多分にありますが——, こういう論調が前面に出ていたと思います。実は公正な買収の在り方に関する研究会の事務局のスタンスは, 適正な企業買収を促進するという方向性で一貫してたのですが, 外部からは必ずしもそう見てもらえず警戒された可能性があると思います。そういう中で, 4月に原案が示されて, 企業買収を促進する方向で指針が構想されていることが明らかになったのは非常に大きかったと思います。ただ, 行動指針への誤解はなくなっても, 先ほど言ったような, 企業買収自体や外資系ファンドに対する反発が世の中から消え去ったわけではなく(『企業買収における行動指針(案)』のパブリックコメント募集に対する主な御意見の概要及び御意見に対する経済産業省考え方」No.12, 13, 14参照), 行動指針のスタンスに対する反発や行動指針を本来の意図に沿わない形で利用しようという動きが出てくる可能性が全くないとは言えないことには, 今後とも注意してゆきたいとは思っております。

**角田** 藤田さんのお話を聞いて, 外為法が改正されたからNTT法も改正を議論できるという記事を思い出しました。外為法という安全保障について別の仕組みができたことによって, M&A促進の方向で制約少なく議論できた面があると思います。経営支配権の市場もコンテストブル(contestable)に, 外部からチャレンジできるようにする。製品やサービス市場における議論のように, コンテストブル, 外部から参入が可能であれば効率性が向上するという観点では, やはり日本の経営支配権市場は全くと言ってよいほどコンテストブルではありませんでした。経営支配権についても外部からチャレンジできる, それにより実際に支配が移転したり, 緊張感を持った平時の経営促進によって経済社会の発展につなげるという方向を示せたのがとてもよかったかなと思います。

**藤田** どうもありがとうございます。いずれにせよ, 少なくとも本座談会のメンバーの間では, 今回の行動指針が企業買収の活性化を促進する方向であることを積極的に評価することは一致してるようですので, 次に移りたいと思います。

## (2) 企業買収行動指針は実務的に大きな影響を持つと予想されるか？

藤田 次は、行動指針は実務的に大きな影響を持つと予想されるかという質問です。すでに若干の感想は頂いたところではあるのですが、行動指針は、すでにもう一定の影響を持ち始めているのでしょうか。たとえばコスモホールディングスの買収においては、まだ「企業買収における行動指針(案)」に係るパブリックコメントが開始される前から、買収者側が採択されるであろう指針を引き合いに出して買収者の議決権を除外した承認の決議について非難しております(なお163頁の【追記】参照)。ニデックによるTakisawaの買収でも、行動指針が近々採択されるであろうことを前提に、対象会社が行動指針に沿った行動をすることを強く求めています(なお201頁の【追記】参照)。このように、そもそも最終的に採択される前から行動指針の内容が援用されたわけですから、今後も行動指針をベースに買収当事者が自分たちの立場を正当化しようとしたり、行動指針の枠組みに沿って買収の交渉や攻防が行われることが予想されるのでしょうか。

三瓶 はい。詳しくは角田さんからお話ししていただけたらと思うので、私は簡単に。コスモエネルギーホールディングスの件は、タイミングからすると、シティインデックスイレブンス側は「公正な買収の在り方に関する研究会」とは関係なく進めていて、途中から指針案が検討されていることに関心を持ち、使えるところがあれば使おうと考えて参照したという感じだと思います。ただ、指針原案や公正な買収の在り方に関する研究会の事務局説明資料からの引用があることから、丁寧に同研究会の資料を読んだ痕跡があります。この件では、(MoM)決議の有効性・妥当性が焦点ですが、大規模買付者側は買収防衛策の発動を差し止める仮処分命令申立をしようと言っているもので、その場合に裁判所がどういう判断を下すかが今後に大きく影響すると思われるので注目しています。私は、この件での(MoM)決議の有効性・妥当性には懐疑的です。

ニデックの方は、タイミング的にこの企業買収行動指針の検討が進んでいることを念頭に置いて、おそらく公正な買収の在り方に関する研究会での検討過程を非常に子細にフォローして、今回の指針を励行した形で対象会社の抵抗余地を残さないような、徹底して外堀を埋める方法を随分考えた上で、アクションを起こしたという印象を持っています。例えば、対象会社に買収提案を通知すると同時に、その内容を詳細に公表することで、対象会社は受領した買収提

案について取締役会に報告しなければいけないけれども、速やかに詳細まで全て報告せざるを得ないような状況に追い込み、且つ、「株主意思の原則」や「透明性の原則」を遵守し対象取締役会、特別委員会及び株主が十分検討できるよう合理的な範囲で追加の質問にも回答するとしてインフォームド・ジャッジメントする機会の確保を明言しています。こうした真摯な提案に前向きな答えを出さないと対象会社のほうに問題があるというぐらいの準備をしたという印象です。これまで日本では買収者関係者が躊躇したり、または、対象会社の不同意により成立しにくかった unsolicited な買収提案であっても、株主共同の利益を確保し企業価値を向上するものであれば、真摯な買収提案・望ましい買収として成立することを証明する事例になることを期待しています。

**角田** 先ほど紹介された記事のように、当初は買収防衛策についての議論と取り上げられたこともあり、買収者、防衛側もあまり新しいもの、大きな変化はもたらさないと考えていたでしょう。真の意図というのでしょうか、経営支配権の市場も外部から挑戦歓迎というような趣旨が現れたところから、今回の指針を踏まえて具体的行動方針を考える、変えつつあると思います。投資銀行業界からみえる今回の指針への企業側の反応として典型的なものは、PBR が一倍以下という状況をどう改善していくのか強く東京証券取引所から言われたこともあって、しっかりと企業価値を上げることが、外部から経営支配権について挑戦されない、同意なき買収提案されないためにも重要である。企業として防衛策に頼るのではなく、しっかりと企業価値を向上するにはどうしたらよいのかという相談が増えています。防衛策導入・発動を法務アドバイザー、株主総会の票集めを IR コンサルタントが手伝い、企業価値向上策は後回しだった昔と比べると、財務アドバイザーに相談することが増えたというのが、最初の側面ですね。2つ目、多少の摩擦があっても急いで再編したいという企業、経営者は、企業買収行動指針の分析をして実際に活用しようという動きがあると思います。ただし、買収提案と同時に公表して当事者間努力をバイパスして株主・外部の圧力を期待する買収が数多く追隨して出てくるのかは注目すべき点です。企業買収行動指針の基本は、真摯な提案に対して真摯に対応するべきであり、同意なき提案でも真摯であればもう無視できないというものなので、まずは同意なき状況でも、真摯に提案して提案の事実自体は公表しないで、対象会社取締役会にもしっかりと考えてもらうのがむしろ主流になるのかもしれない

ん。他業種相手で独占禁止法・競争法上の懸念もなければ、ノールックでTOBを開始することもできますが、同業同士での統合では確認しなければならないこともあり、最低限のデューデリジェンスが必要となるケースもあります。水面下という言葉はよくないですけど、外部公表をしない前提の真摯な提案を取締役に付議いただいて、デューデリジェンスの機会を得る、交渉に入る同意を得るために価格を上げるというようなまだ外部から見えていない企業価値向上につながる交渉が増えつつあるのではないかなと期待しています。

**石綿** 先ほどの藤田さんのご質問にご回答いたしますと、今回の指針は、わが国のM&A実務に大きな影響を与え始めていると思います。まだ公表されていない案件ですけれども、同意なき買取の対象となっている対象会社において、社長以下の役員が丁寧にこの指針を読み込んで、「この指針のこの箇所はどのように解釈すべきか」みたいなことを子細に聞いてきたりするというようなこともあり、対象会社の取締役の方々が真剣にどうあるべきかということを議論する場面を直近拝見しております。また、買取サイドの側も、この指針を利用して対象会社の固い扉をこじ開けられないか、真摯な買取提案として取り扱ってもらうためには、どこまでのことをする必要があるのかといったことを検討したり、調整したりとしている状況です。そういう動き自体は非常によいことですし、どんどん進んでいけばいいと思うのですが、最初に出てくる案件は、できれば比較的綺麗なものであってほしいと思っております。その良し悪しはさておき、日本の企業社会から感情的な反発を受けやすいようなカテゴリーの買取が先行しますと、この指針を通じた取組み自体に社会的にネガティブな評価がなされてしまうためです。綺麗なものからスタートして、この指針が自然と社会に浸透していってくれるのが理想です。

**藤田** 三名の実務家からご意見頂きましたが、行動指針が強い影響を持ち、買取側にせよ、対象会社側にせよ、行動指針に沿った形で、自分たちの立場を正当化する議論を組み立てるような方向になって行く傾向が、もうすでに見え始めているようですね。また、石綿さんの言われた懸念もよくわかります。将来的にはいろんな方が利用されればいいのですが、行動指針の採択後、批判を受けやすい属性の買取者によって最初に援用されたりすると、行動指針が色眼鏡で見られかねないのが多少気になるころではあります。そのあたりは、行動指針に沿った適切な議論か否かをきっちり見極めるような議論をするとい

う対応しかないでしょうかね。

**角田** 第6章に「本指針が、対象会社・買収者の経営陣や取締役、株主・投資家、アドバイザーといった諸関係者によって尊重され、我が国経済社会の行動規範となり、その変化を促していく契機となることを期待する」とありますが、石綿さんのお話を聞いて、対象企業や買収者、我々のような実務家が、企業買収行動指針を尊重し行動して経済社会の変化につなげていかなければならないと改めて感じています。

### (3) 企業買収行動指針の対象

**藤田** それでは、次の点に移ります。本行動指針は、買収者が上場企業の株式を取得することで、その支配権を取得する行為を対象とすると書かれています。これは一面では広くて、経営陣からの要請・打診を受けた提案であっても潜在的にはカバーされます。逆に狭いと思える面もあって、経営者支配権の取得はしないけれど一定の影響を及ぼそうというような株主の行動に対抗して取られる措置——最近アメリカでは anti-activist poison pill といわれているもの——は、少なくとも直接の対象とはされていないように読めます。最近の例ですと、日邦産業事件（名古屋地決令和3年3月24日資料版商事法務446号152頁、名古屋地決令和3年4月7日資料版商事法務446号144頁、名古屋高決令和3年4月22日資料版商事法務446号138頁）は、このカテゴリーに属する事件かもしれませんが、従来、いわゆる主要目的ルールで議論されたのは支配権を取得する場合だけではなくて、特定の株主の影響力を削減する行為も対象としていました。そういう意味だと、行動指針は対象を限定しているという印象もないわけではありません。このあたりは皆さんいかがお考えでしょうか。たとえば、アクティビストによる株主提案が近時増加してきており、会社側からアクティビスト側への反発を表明する例も散見される中で、このような対象の限定はどう受け止めるべきでしょうか。

**三瓶** よろしいでしょうか。まず、経営支配権の取得はせずに経営に一定の影響を及ぼそうとする株主の行動が市場機能として想定している範囲なら全く問題ないと思います。市場機能として想定しているのは強制ではなくて経営陣の裁量に委ねるものであると認識しています。その上でむしろ市場機能がより活発に発揮されているなら経済の全体最適を促進して良いことです。他方、公

正な買取の在り方に関する研究会では、アクティビストなどの株式取得行動に疑義がある場合が指摘され議論しました。その対応策として一つは、大量保有報告制度のエンフォースメントです。提出遅延の問題や保有目的、共同保有者の記載ぶりを徹底し同報告制度の実効性を確保する必要性が議論されました。同報告制度が励行されれば、対象会社は早い段階で当該株主と対話して現経営陣として株主の期待に応える方策を示すことが考えられます。ただし、これは金融商品取引法の運用の話なので今回の指針のメインではないです。もう一つは、市場内買付けについて公開買付届出書と同程度の情報提供が望ましいと今回の指針に盛り込まれました。これら株式の大規模買付者による情報提供のアプローチは表面的には一般株主への情報提供の意義を強調していますが真の狙いは対象会社が状況を把握することに役立てるためだと理解すると一応狭くはないというか、アクティビストの動向を考慮した内容なのではないかと思っています。ただ、公正な買取の在り方に関する研究会の初回に「買取」の定義を議論しましたがその際には「一般的に買取防衛策の対象とされている20%程度の株式取得も含む」というような議論でしたが、公開買付けの閾値と一致していない点はスッキリしません。また、第5章には、平時からの企業価値を高めるための合理的な努力を貫徹し市場評価の向上に取り組むべきとの記載もありアクティビスト側への反発だけでなく会社側の姿勢改善を促していると思います。

**藤田** ありがとうございます。支配権の取得ということをある程度柔軟に考えればよいのかもしれませんが、支配権は取得しないとはっきり宣言してしまっている人は、相当数の株式を取得しても、行動指針の対象外にも読めるあたりが多少気になる場所ですね。

**田中** 今回の指針が、これまでの指針と比べて広いと言えるのは、一つには2019年の公正M&A指針は、利益相反のあるM&Aに限定されていましたし、それから買取防衛策に関する指針は、やはり敵対的買取に対して対象会社がどう振る舞うかということが中心でした。このように、従来の指針は、その作成の目的から、対象となる買取の範囲がもともと限定されたということがあると思います。これに対し、今回の指針の場合、買取側に対しても対象会社側に対しても望ましい行動を求めるという形で、わが国の買取市場自体を健全に発展させていこうという目的がありますから、経営支配権を取得する取引を全体的

に対象にする形になっています。その点では、指針の対象は広いと思いますね。これに対し、今回の指針の対象が狭いのではないかという点ですが、これは、対象会社の経営支配権は取得しないけれども、経営に対して一定の影響力を及ぼそうとする活動、あるいは、事業再編など特定の要求を、ほかの株主の賛成も得ながら実現させていこうとするような、いわゆるアクティビズム的な活動については対象から外したということがあると思います。これは、アクティビズムまで指針の対象に含めようとする、今度はアクティビズムに対する評価とか、わが国のアクティビズムについてはどうなのだとか、いろんなところに論点が拡散して行くので、対象を限定するという観点から合理的だったのかなと思います。ただし、この点は日本とアメリカのアクティビストの違いとして言及する人もいますが、日本のアクティビズムの場合、本当に経営支配権の取得までいってしまうというか、取締役を全員交替させるところまでいっているケースもあります。またそれを、公開買付けでなくて、市場買い集めという形で実現するというものもありますので、そういうものについては、やはり経営支配権を取得する行為ですから、今回の指針の対象になるでしょう。今回の指針で、市場買い集めによる経営支配権の取得についてもかなりの頁数を割いて分析していますが、それは、今言ったようなわが国の現状が関係していると思います。

**藤田** ありがとうございます。アクティビスト関係のように異なる問題があるものについて別枠としたとしても、行動指針の対象が狭すぎることにはならないし、他方で、むしろ従来の買収防衛の在り方に特化していた過去の指針と比べると、対象を広げている点が肯定的に評価されるということですね。他の皆さんも、田中さんの言われたような整理でよいでしょうか。なおアクティビズムが日本とアメリカと違うかという点ですが、少数株主としてとどまるけれど影響力を行使するという現象と、言うこと聞かないなら乗っ取るところまで行ってしまうという現象の間が連続的なのは、日本の固有の話なのでしょう。

**角田** 逆に質問になりますが、日本では株主が提案できる事項が欧米と比べて広すぎるとい議論を聞きます。海外だと、会社を移るようなプロの経営者の存在を前提に、企業のマネジメント、具体的な施策はプロフェッショナルに任せて、経営者の是非・交代をスーパーバイズする。スピノフのような大き



な方針決定は、取締役会に加えて場合によっては株主が直接みてアクティビストとしても強く介入する。逆にそこから先は、ある程度プロ経営者以下に任せられているように見えます。アクティビズムに基づく細々としたものも含む株主提案と経営支配権が連続的につながっている日本と、アメリカみたいに非連続的に分かれている違いが影響しているのでしょうか。

**藤田** 株主提案に関する法制の違いが今の点に影響あるとかについては、ちょっと考えたことがなかったんですけど、どうでしょうか。まったく関連がないわけではないかもしれませんが、それが重要な違いをもたらしているのだろうかという疑問も感じます。

**三瓶** ちょっと違う視点でよろしいでしょうか。取締役や監査役が集まりなどで、アクティビストに狙われる会社をどう思いますかとか、狙われる対象会社は広がるのかなど様々意見を聞かれることがあります。そのたびに、狙われるような脇が甘いガバナンス且つ市場評価が低い経営をしているからですと応えています。企業価値を向上し高い市場評価を得ているのにアクティビストに狙われたかといえばそうではなく、単に甘かったという感じがするんです。時価総額の大小にかかわらず、その会社の経営について、長年様々な投資家から指摘をされてきたが特にアグレッシブに対応を要求された訳ではないため、指摘されたことを決断せずに放置してきたとか、安定株主がいるから大丈夫だろうと思っていたとか、世の中の動きについて非常に疎いとか、経営側の問題が大きいと思います。一方、アメリカにそういう会社が多くあるかということそんなことはない。ただアメリカの場合には、経営者が確信をもって、私はこういう経営をしたいと実行したときに、真っ向から経営方針に反対の株主は、なんとかCEOを引きずり降ろして交代させてやろうというぐらいの強引さで臨むアクティビストがいる。株主が経営者に挑む前の前提で状況がずいぶん違うと思います。翻って今の日本には、ターゲットになりやすい会社があまにも多い。そして東証がPBR1倍割れ問題を指摘してくれたとなると、経営者にダメ出しをする大義名分があるので、やはりそういう経営は正してもらわなければいけないので、一律にアクティビストが悪いということには決してならなくて、むしろ市場機能の活性化ということでは、そういう是正行動があることで経営陣に緊張感がもたらされ、規律ある行動が促されることにつながるのが最も健全なのではないかという見方です。

**藤田** ありがとうございます。アクティビストが目をつけるような対象会社には原因が少なからずあって、いろいろつけ込まれる隙があるところまではよいのですが、その場合のアクティビストの行動が経営に文句をつけて影響力行使することに行くこともあれば、買収まで行ってしまいうこともあって、境界があまりはつきりしないのが日本の特徴なのだとしたら、それはどういう事情に由来するのですかね。制度的な違いがあるのか、実態面の違いなのか、ちょっとよくわからないところはあります。

**石綿** 私は、アクティビスト株主の本質自体は、日本と海外であまり変わらないと思っております。ただし、日本では、長らく株主アクティビズムに対して社会的に批判的な風潮が強かったために、アクティビスト株主によるキャンペーン活動が成立しにくかったという特殊事情はあったと思います。以前の日本においては、機関投資家もそれ以外の投資家も、アクティビスト株主の提案に賛成をするとレピュテーションリスクがあるということで、アクティビスト株主のキャンペーンに賛成することは少なかったわけです。そうすると、アクティビスト株主が、マイノリティ株式のみを取得して、キャンペーンをしても、機関投資家の賛同を得ることができないわけですから、対象会社に影響を与えることができなくなったわけです。その結果、株式を自ら買い上げて支配権に影響を与えられるようなポジションを取得してみたり、株式買取請求権の行使といった法律上の手段を駆使してみたりするということが行われました。特に、日本で以前からアクティビズム活動をしていたローカルなアクティビスト株主については、そのような日本の環境の中で日本独特の投資手法を用いていたところがあります。しかしながら、日本版スチュワードシップコードの導入の影響などもあり、そのあたりは大分この数年間で変わり始めているように思います。アクティビスト株主が行っているキャンペーンであっても、よいキャンペーンであれば機関投資家も賛成するようになってきた。これにより、アクティビスト株主がキャンペーンをしやすい環境が日本に現れてきていると思います。そうなってくると、日本においても、アクティビスト株主において、自ら対象会社の株式を買い上げるという必要性が減るように思います。

もう一つは、日本には、非常に小さい上場企業が多いという点も特徴的です。小さい上場企業については、アクティビスト株主が少々本気を出せば支配権を獲得することができるわけです。そのため、小規模な上場企業との関係におい

では、株式を買い上がって支配的影響力を行使できるポジションをとってアクティビズム活動するという動きも引き続き残っていくように思います。

**角田** 質問しておいて申し訳ないのですが、欧州のような部分買付禁止、アメリカのように支配株主が間接的に訴えられて責任が重くなるのが、日本にはないのが大きな理由のような気がしてきました。著名なアクティビストでも、エリオット、アイカーンも、アクティビズム活動とプライベートエクイティ、会社を買収して非公開化して価値を上げてから転売するビジネスを両方やっていますが、中間的な支配持分で上場したままのアクティビズムは見ないと思います。アクティビストとして、全株主、株主共同の利益のためにスピノフやCEOを交代させる提案と、上場会社を100%バイアウトして、非上場化して少数株主はいない形にした上で価値向上させるかに分かれているのは、部分買付の有無、支配株主への責任追及の有無がかなり影響しているかもしれません。

**藤田** 純然たるアクティビズムか完全にバイアウトしてしまうかの中間があるのが日本の特徴だってことでしょうか。

**飯田** そういう評価もできると思います。まず、日本法で株主に与えられた株主提案の権限は、他の国と比べれば強力であることは、基本的な制度の違いとして日本の特徴の一つだと思います。ただ、アクティビストが支配権を取りに行くような買い集めをするかどうかと、株主提案権の強さは必ずしも連動しないのかなと私自身は思ってきました。たとえば、アクティビストにとって、一定のキャンペーンを張ることにかかるコストとの見合いで、どれだけのリターンを得るかということを考えたときに、わりと規模の小さい会社にキャンペーンを仕掛ける場合は、ある程度大きな規模の株式を買っておいて、キャンペーンに成功したときの利益を確保しておくことには経済合理性があるように思っていて、そのへんがアメリカと比べたときには違うという話になるかなと思っていました。もう一つは、今、角田さんのおっしゃった話と関係すると思いますけれども、アクティビストが市場で買い集めて、その持分割合がたとえば15%とか20%を超えると、アメリカだと、取締役会限りの判断でポイズンピルが導入されて発動しようと思えばできるし、裁判になっても差し止めは認められない可能性が高いと思います。あるいはアクティビストが公開買付けをするとしても、上限を50%とする部分買付けなどであれば、取締役会限りの判断でポイズンピルが導入され、これまた裁判になっても差し止めは認められない可

能性が高いと思います (Jeffrey N. Gordon, *The Rejected Threat of Corporate Vote Suppression: The Rise and Fall of the Anti-Activist Pill*, 2022 Colum. Bus. L. Rev. 206, 214 n.29 (2022))。ですので、この点も日米で異なると思います。日本で今後アクティビスト対応にかかる何らかのルール作りをする時には、もちろん反アクティビストピル (anti-activist pill) のような論点もありますけれども、もう一つ議論になりそうなのは、事前通知条項、つまり、株主提案の時に提案株主により詳細な情報提供を要求する趣旨の定款等の効力の有無など、会社の自治はどこまで認められるのかとかいった論点もありそうです。これは今回の企業買収行動指針からかなり距離がある論点なので、そこは外れていて当然だと、冒頭の藤田さんの問いとの関係では、そういうふうに思っていました。

**藤田** 結論が出るものでもないのですが、いずれにしてもアクティビズムについて扱うのであれば、それはそれで本格的に検討した上でやらなければいけないでしょうから、行動指針が不用意にアクティビズムに対する対処まで取り組んだ形になることを避けたのは賢明だったということでしょうかね。

**加藤** 今回の企業買収行動指針は、主に第三者間の買収を対象とするものであって、MBO や親子会社間の取引の話は直接的な対象ではないのですが、個人的には第三者間の買収において買収者と対象会社がどのように行動するべきであるかということが、たとえば、親子会社間の取引やMBOの手続、特に一般に公正と認められる手続の評価にも跳ね返ってくる部分があるのではないかと思います。つまり今後、MBO や親子会社間の取引を行う際に、公正性担保措置によってどのような状況を達成する必要があるのかといったことがより明確になってくる気がします。そういった面では、この企業買収行動指針に基づき、今後どういった運用が積み重なっていくかということが、MBO や親子会社間取引など、今回の指針の直接の対象ではない取引にも何らかの影響が出てくるのではないかと考えています。

**藤田** 確かに実務もそうだし、理論的な立場からすると、今回の直接の対象ではない取引に対する考え方への影響があることもきつとあるのでしょうね。特殊なルールかを一般化したルールが出たときには、特殊なものを対象としたルールは特則としてそのまま残るのかのように思われがちなのですが、一般的

なルールが出たことで特殊なルールの位置づけが再定義され、特殊なものについてのルールに対する見方が多少変わるということは時折あることです。今回の行動指針もその例なのかもしれません。具体的にどこにどう影響があるかまではちょっと今申し上げられないのでよくわかりませんが、確かにそういう面もあるのかもしれませんね。どうもありがとうございました。

## 2 企業買取行動指針の基本的なスタンス：企業買取行動指針第2章

### (1) 企業価値・株主共同の利益の原則（第1原則）

#### 「企業価値」の意味

藤田 企業買取行動指針の基本的なスタンスとして、指針の第2章を検討したいと思います。第2章の冒頭では、企業価値・株主共同の利益の原則（第1原則）、株主意思の原則（第2原則）、透明性の原則（第3原則）が提示されています。そして、2.2.3では、第2原則、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だという位置づけが書かれています。第1原則は2005年の買取防衛指針で示されていました。同指針では、企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則、事前開示・株主意思の原則、必要性・相当性確保の原則という3つが掲げられていましたが、第1原則は、今回の行動指針と共通しています。

第1原則から見て行きたいと思います。第1原則は、「望ましい買取か否かは、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」と述べますが、公正な買取の在り方に関する研究会では、その表現をめぐってかなり紆余曲折がありました。ただ最終的には、買取防衛指針とほとんど同じ表現になっています。若干表現が違うところは、指針の対象が、企業が防衛指針と違って買取防衛策に限定されないことに由来する技術的なものです。しかも第1原則には、2.2.2に企業価値の向上と株主利益の確保と題する数ページにわたる解説が伴っています。この第1原則について、どのようにお考えか、あるいはどんな問題があると思っておられるか意見をいただければと思います。

ちなみに、2月22日のパブリックコンサルテーションの段階では、日本企業の買取防衛を広く正当化する方向の文章を経産省が策定しようとしているとい

う誤解があり、前述のフィナンシャル・タイムズの記事でもその点が強調されていました(“Japan takeover reforms raise worries over protectionism”, Financial Times March 13, 2023)。その際の批判の眼目の一つはこの第1原則で、曖昧な企業価値概念に依拠する対抗措置を正当化するという懸念が表明されていました。実は、2008年報告書において、企業価値概念が濫用されることをおそれて、企業価値概念を明確に定義していて、2月22日のパブリックコンサルテーションの段階でも当然それを前提にしていたつもりだったのですが、企業価値概念が不明確であるという懸念を示すコメントが非常に多く寄せられました(第6回 公正な買収の在り方に関する研究会「参考資料1 パブリックコンサルテーション結果報告」参照)。あらためて、指針が「2.2.2 企業価値向上と株主利益の確保」のような説明を非常に丁寧にしたこと、このあたりの疑念は一応払拭されたと考えてよいのか、それとも依然多少の懸念は残るのか、この辺りも合わせてご意見いただければと思います。

**角田** 公正 M&A 指針にも企業価値の定義はしっかり書いたのに、Financial Times 記事、パブリックコンサルテーションを見ていると、読んでもらってない、少なくとも頭には残ってないと分かりました。今までの諸指針の問題ではなくて、ユニゾの案件での企業価値の誤用、悪用みたいなも含めた実務が曲げて前例をつくってしまい、原典読まずにその前例だけで助言してしまう実務家、メディアも多いので、誤用のほうが残ってしまったのかなと思います。その意味では、過去の指針を読んでない人に文句を言われて、それに応えて今回の指針には丁寧に書き過ぎぐらい書いた、企業価値の議論が注目を浴び取り上げられたことはよかったと評価しています。

**藤田** どうもありがとうございます。2005年に買収防衛指針が出された時点で、企業価値概念についてどこまでコンセンサスあったかは、私はよく知りません。次に出された2008年報告書では、企業価値は明確に定義されたのですが、企業価値と株主価値の一致しない場合の扱いについては、あまり詰めて議論しなかったと思います。これに対して2019年の公正 M&A 指針では、この問題がきっちり取り上げられていまして株主利益は最大化しているけれども企業価値は最大化しないという可能性は論理的には認められるものの、そういう例外を主張するのであれば、高い説明責任が必要ですよという記述があります(公正 M&A 指針 3.4.4 及び注 69)。しかも、それにあわせて、買収提案が対象

会社の企業価値の向上に資するかについては慎重な判断が求められ、企業価値の概念を恣意的に拡大にすることにより、このような判断を不明確にすることは望ましくないと警告しています(同・注70) そのようなところまで2019年の公正 M&A 指針が踏み込んでいる以上、今回の行動指針で、両者が一致しない場合について無視してしまうことはもはやできないので、きっちり対応せざるを得なかったという事情があるのかもしれませんが。

なお、「企業価値ひいては株主共同の利益」という表現自体については、ブルドッグソース事件最高裁決定(最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁)の中で、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立発展が阻害される恐れが生ずるなど、株主会社の企業価値が毀損され、会社の利益引いては株主の利益が株主の共同の利益が害されることになるような場合」という表現が用いられています。同決定では、こういう場合には平等原則からの一定の逸脱が認められ、差別的行為条件付き新株予約権を無償割り当ててよいとつながるのですが、「企業価値ひいては株主共同の利益」という表現は、ハードローでも認知されているようです。実は、このブルドッグソース事件決定の表現が買収防衛指針からきている可能性も否定できず、そうするとソフトローがハードローになり、現在のソフトローを拘束するという面白い状況になるのですが、いずれにしても、ハードローではっきり採用されていることから、この表現そのものはもはやいじれないという面があるのかもしれませんが。

2.2.2に書かれた長い解説部分も含めて、皆さんが第1原則についてポジティブに評価されているとすれば、第1原則への批判は、読み手の誤解あるいは不勉強の問題だと言え言えるのかもしれないのですが、そう言い切ってもよいかわかりません。イノセントに読み違えているのではなくて、理解していながら、意図的に自分に都合がよい企業価値概念を援用しつつ、われわれは行動指針に依拠して対応していますといった主張をする当事者が出てくる可能性があるとするれば、世の中によくない影響があります。ユニゾの買収の件は、本誌に掲載した座談会で取り上げて相当議論したのですけれども(飯田秀総=石綿学=加藤貴仁=神田秀樹=後藤元=田中亘=角田慎介=藤田友敬【座談会】『公正な M&A の在り方に関する指針』の意義と影響)ソフトロー研究30号(2020)90-97頁)、やはりユニゾの持ち出したような企業価値概念が援用されることは、日本の企業社会では未だに潜在的な危険として残っているので

しょうかね。

**田中** そう思います。

**三瓶** ユニゾのような主張は日本の企業経営者のマインドの中には根強くあるのだと思います。それを投資家の前で言うか、表立って議論するかというのは別ですけれど。特に、よく日本で取り沙汰されるアメリカのビジネスラウンドテーブルでのステークホルダー議論は、アメリカではそれほど注目されていないのに日本の経営者はよく持ち出す印象があります。この数年、企業価値について、従業員の雇用確保と働きがいなどだけではなくて、サステナビリティの文脈で経済的価値と社会的価値を分離して2つを別の目標として追うことを掲げることなども含めて、企業価値概念のブレがますます広がりつつあると思います。海外の投資家と話す時には、企業価値という単語が使われるたびに、彼らは必ずその意味合いを確認してから話す傾向があります。ですから、2023年2月のパブリックコンサルテーションの際に、「え？そこに噛み付いてきた？」というよりは普通の反応で、意図的でもイノセントに読み違えているのでもない、ごく普通にいつも通り確認を求めてきたということだと思います。その後、企業価値の定義を改めて明確にし、DCFに基づくものだとはっきりしたことで、この点についての投資家からのさらなるツッコミは減ったと思いますが注目度が高い点は変わりません。関連して、2.2.2第2段落の終わりの4行の文章は、私も原案の最終修正までに事務局と何度もやりとりして、微妙な文言を最後の最後まで微調整してもらいました。特に、サステナビリティの観点は今やどうしても頭の中に入れておかなければならないのですが、企業価値とサステナビリティとの関係について、今回の指針で最終的には「地域社会や地球環境を含む多様なステークホルダーにも配慮したサステナブルな事業活動を通じて経済的な企業価値の向上を実現する」という記載になりました。経済的価値と社会的価値を分離させず表裏一体、コインの裏表であることを念頭に、企業価値は地球環境を含む様々なステークホルダーへ配慮した事業活動の結果として創出する将来キャッシュフローの割引現在価値です、とまとめています。

第2原則と第3原則が確保された前提で「TOBへの応募」の場面を想定すると、第1原則の「企業価値の向上」と「株主利益の確保」は、それぞれ「買収成立後の企業価値向上」、「買収プレミアムの確保」と言い換えられるのではないかと思います。そこで、部分買収の場合、買収プレミアムが、期待される企



業価値向上とその蓋然性に比べ有利だと判断すれば TOB に応募し、有利でなければ応募しない。全部買取の場合、買取者が思い描く「企業価値の向上」をその蓋然性を含め買取プレミアムに十分に反映していると判断すれば TOB に応募し、プレミアムが不十分だと判断すれば応募しないのが一般株主の合理的な行動だと思います。そうすると、機関投資家のような説明責任を伴う一般株主は常に買取プレミアムと蓋然性を含めた企業価値向上を比べて判断しているわけで「企業価値の向上」と「株主利益の確保」は相互に関係しているけれども別のものだと言ってしまった方がスッキリする気がします。対抗提案がある場合は、提案 A と提案 B の買取プレミアムは単純比較できますが、より注目して内容を比較するのは 2 者の企業価値向上策の方だと思います。

### 企業価値≠株主利益の場合の扱い

**田中** これ、本当は非常に難しい問題だと思ってまして、これからする発言がちゃんとまとまるか、自分でも自信無いのですが、企業価値については、必ずしも読み手の誤解とか、そういうのにとどまるものではない問題が含まれていると思います。まず、第 1 原則に関しては、結局、「企業価値ひいては株主共同の利益」という表現で落ち着きましたけれども、検討段階では、「企業価値および株主共同の利益」というように、「および」でつなげるべきではないかという意見もあったと思います。ギリギリ突き詰めて考えると、やはり「企業価値」と「株主共同の利益」は同じとはいえないので、同じではないということを書きおくべきなのではないかという意見もあったように思います。企業価値というのは、何かしら、日本独特の怪しげな概念みたいに考える向きもあるのかもしれませんが、会社法学では、結構、この概念は重要性を増しているように思うところもあります。現在、アメリカ法律協会——リステイトメントを作っている団体です——で、コーポレートガバナンスのリステイトメントを作るプロジェクトが進んでいて、tentative ドラフトの第 1 案が公表されていますが、その中で、“The Objective of a Corporation”という、ある意味で最も基本的な問題について提案が出されています。そこでは、“The objective of a corporation is to enhance the economic value of the corporation”とあります<sup>(3)</sup>。“the economic value of the corporation”というのは、まさに「企業価値」ですよ。というわけで、ある意味で企業価値はグローバルな概念になったという感

じもするんですね。それと、アメリカは州ごとに会社法が異なっていて、デラウェア州をはじめとする、会社の目的は株主利益最大化であるというコモンローの伝統を維持している州（コモンロー州）と、例のステークホルダー立法を作って、取締役はステークホルダーの利益も考慮できる、あるいは考慮すべきというような規定を設けた州がありますので、tentativeドラフトでもその2つで区別したルールを提案しています。つまり、会社の目的が“the economic value of the corporation”を enhance することにあるというのは、どの州も共通であるけれども、コモンロー州では、それは“for the benefit of the corporation’s shareholders”, つまり、株主のために企業価値を増進することが会社の目的だとされます。これに対し、ステークホルダー立法をしている州では、“for the benefit of the corporation’s shareholders and/or, to the extent permitted by state law, for the benefit of employees, suppliers, customers, communities, or any other constituencies”となっていて、企業価値を増進することが会社の目的であることは各州で共通であるものの、誰の利益のためにそうするかには違いがあることになっています。ここで、tentative draft が想定している企業価値とは、経済学的な意味のそれ、つまり、企業が生み出す経済的利潤（economic profit）の割引現在価値を想定していると思われます。その場合の経済的利潤は、たとえば労働者が、その企業に特殊な投資をしているために、労働市場で一般的に得られる賃金よりも高い賃金を企業から得ている場合は、労働市場で得られる賃金を上回る部分については、経済的利潤の分配を受けている、というように理解されるはずです。だから、企業価値は株主だけではなく、今言った労働者のような、企業特殊な投資をしている他のステークホルダーにも一部は帰属している。そういうことから、企業価値と株主利益は異なってきて、企業価値が全体的には増加するけれども、株主が得る利益は減るとか、あるいはその逆という関係も、考えられるということになります。

買収に関していうと、今は単純化のために100%現金買収について考えますと、買収価格が非常に高いので、買収提案を受け入れることが既存株主の利益にはなるけれども、買収者が有している買収後の事業計画は客観的に見て非常

---

(3) American Law Institute, Restatement of the Law, Corporate Governance, Tentative Draft No. 1, § 2.01 (a) (April 2022), available at ALI website, <https://www.ali.org/publications/sh-ow/corporate-governance-rs/#drafts>

に不合理なので、買取により企業価値は毀損する、ということがありえる。このように、企業価値と株主共同の利益は必ずしも一致しないことがあり得ます。ただ、そのような可能性を認めつつも、基本的な考え方としては、企業価値を最も増進する買取者は、株主に対して最も高い対価を払えるだろうという、競争原理あるいはオークションの考え方を信じるなら、企業価値を増進することと株主共同の利益を図るということは、一致する場面が多いということはいえるのではないかと。また、企業価値という概念をあまり野放図に使うと、対象会社の経営陣がこの概念を恣意的に使って、実際は企業価値を高めるような企業買取も、保身のために阻止してしまう恐れもあり得るということがありえます。そういうことも考えて、企業価値を増進する買取が行われ、それがひいては株主共同の利益になるというのが本則であって、そのような買取こそが促進されることが望ましいということをいうために、企業価値「ひいては」株主共同の利益という言葉を使ったのだと思っていまして、私は原則としてそれを掲げることには一定の意義があると考えています。ただ、これはこのあとも議論になるでしょうけれども、やはり、この二つが一致しない場合にどうすればよいのかという点は、どうしても理論的に気になるし、また実務的にも起きることだと思うので、その点について、この原則は必ずしもすっきりした解答を与えていないということはあると思いますが、難しい問題について一定の対応をしたということはいえるのではないかと思いますね。

**藤田** これは理論的にも難しいですね。第1原則自身、この表現でよいかについては、公正 M&A 指針を策定した公正な買取の在り方に関する研究会においても議論のあったところですが、企業価値概念そのものが特殊日本的なものではないことは確かで、行動指針が理論的におかしな独自の主張をしているわけではないと思います。田中さんのおっしゃったとおりに、論理的に詰める余地が残ってるのをどう解釈・運用し、おかしな結論にならないようにしていくかを考えるというスタンスになるのでしょうか。第2原則との関係など、なかなか難しいものではあります。株主共同の利益と企業価値が一致しない場合の処理というものは、第1原則だけ見てもちょっとよくわからないので、さらに別途考える必要があるのはそのとおりに思いますね。

**石綿** 公正な買取の在り方に関する研究会の第7回会合に配布された「資料4 企業価値と株主利益について（討議用資料）」で、まさにこの企業価値、株

主共同の利益についての整理がなされたと思います。その時の資料には、買収の局面においては、買収による本源的な価値の反映等を基礎とした企業価値の向上があり、次に適正の取引条件による企業価値の増加分の公正な分配がなされ、これにより株主利益が確保されるという連関が指摘されており、その連関を意味する表現として、「企業価値ひいては株式の利益」という言葉が使われていると思います。この整理自体について、皆さまはどのようにお考えでいらっしゃるのでしょうか。この資料自体は正しいと考えるので良いか、それともこれは審議経過に提出された資料の一つに過ぎないのか、いかがでしょうか。この連関を意味する言葉として企業価値ひいては株主の利益という言葉を使っているのだとすると、「企業価値を毀損するけれども、株主共同の利益に資する買収」について、望ましい買収には該当しないということになるように思います。

**藤田** 石綿さんが言及されたように研究会資料でも詳細に書かれていましたが、研究会資料を抜きに考えると、企業価値を害するけれども株主への買収対価は十分に高いために株主が賛成してしまう状況は考えられますので、行動指針自体の原則の文章だけを前提にしても、石綿さんの提示された問題は有効に立てられると思います。企業価値は毀損するものの株主に対する買収対価としては高額なものが支払われ、ではそのお金はどこから出てるかという点、たとえば従業員の利益や債権者の利益を害して得られているという例が典型的に挙げられますが、そういうものは「悪い買収」と扱われるのかということですね。

**角田** 実務でいうと、従業員の利益からも労働関連法規則に触れないように賃下げをすれば捻り出せるのかもしれませんが、買収を機に大胆には実行できず、やはり一番大きいのは債権者の利益の問題です。大規模な借入を用いた非公開化のレバレッジドバイアウト(LBO)になるとレバレッジが増加して債券としてリスクになるので価格は下がります。財務アドバイザーがフェアネス・オピニオンを出す際は、会社にとってのフェアネスではなくて株主だけを念頭に分析し、株主にとって財務的な見地でフェアだみたいな書き方をしているので、債権者の利益の減少の問題を正面から議論することを回避している面はあると思います。一方、債券投資家も馬鹿ではないので、change of control, 新たな支配株主ができることによって額面償還されるプロテクションを付けたりします。プロテクションがないユニゾ債券価格が当初は下がらなかったのでは

驚きましたけれども、東芝で非公開化の噂が出た際、今は債券は発行してないのですが、クレジットデフォルトスワップというプロが参加する保険のような商品があって、非公開化の検討が始まった途端に保険料が上がりました。債権の価値が下がるという点を見る人は見ていると思います。

**藤田** ありがとうございます。過去にもいろいろ、現実にあったといわれていて、ファイナンスの教科書でも出てくるナビスコ事件は、典型的に社債の価値が下落して、しかし買取価格は相当高く株主は得をした例としてよく言及されています<sup>(4)</sup>。サマーズとシュライファーの有名な論文（Andrei Shleifer and Lawrence H. Summers, *Breach of Trust in Hostile Takeovers, in Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Auerbach, 1988）がありまして、敵対的買取全盛時代のアメリカではそういう例があったと報告されています。そのような買取は社会的にはやはり望ましくなく、今回の指針のもとでも「望ましくない買取」という評価なのでしょうか。

**田中** 先ほど私が言ったこととも関係するんですけど、第1原則は、企業価値を増進する買取が行われ、それによる価値が対象会社の株主に適切に分配されることによって対象会社株主の利益も確保されるというのが、いわば本則というか、買取というのは本来こういう形で行われるのが望ましいということを原則として明らかにしたのだと思います。第7回の研究会資料は、それをもう少し噛み砕いて書いているのだと思いますけれども、同じことを言っていると思います。ただ、そうでない買取もあり得る、つまり、企業価値を毀損するけれども、対象会社株主に対しては非常に高いプレミアムが払われているので株主の利益とはなり、従って株主は喜んで買取に賛成するというケースはあり得ます。一つは、シュライファーとサマーズが言っているような株主以外のステークホルダーから株主に対する利益移転がされるというシナリオですね。それからもう一つ、単純に買取者が過度に楽観的で、本当は買取は企業価値を下げるだけけれども、自分は企業価値を高められると信じているというケースも考えられます。これらは、理論的に考えられるだけでなく、最近もいくつか

(4) リチャード・ブリーリー＝スチュワート・マイヤーズ＝フランクリン・アレン著（藤井眞理子＝国枝繁樹監訳『コーポレートファイナンス 下（第10版）』（日経BP, 2014）550頁以下参照。なお同書では、ナビスコ事件における株主の利益は債権者の損失を上回ると評価しており、企業価値が下がった例とは見ていない（同書・553頁）。

話題になっているような、買収者の提案を対象会社の取締役会が拒否している事例では、取締役は実際にそのように考えているのではないかと思います。必ずしも自己保身のための言い訳だけではない、買収は企業価値を毀損すると本気で考えていることもあると思います。指針がこのようなケースをどのように考えているのかは、原則だけを見ても答えは出なくて、その後の本文のところを読んでいくと、徐々に考えがわかるということではないかと思います。先ほど、藤田さんから公正 M&A 指針の話が出ましたが、あの指針でも、競合提案が出てきた時に、対象会社の取締役会は、買収価格の低いほうに賛成することもあり得る、ただそのような場合は、株主に対して十分な説明責任を果たせというふうになっています<sup>(5)</sup>。逆に言うと、説明責任を果たせば、価格の安いほうをとってもよいといっているわけですから、アメリカのレプロン義務のような考え方に立っていないのですね。今回の指針でも、3.2.3 節(20 頁)のところで、企業価値を高めつつ株主にとってできるだけ有利な取引条件での買収が実現されるというのが本則ではあるけれども、取締役会そのための努力貫徹してもなお、企業価値と株主にとっての有利な取引条件が両立しない場合があって、その場合は、やはり十分な説明責任を果たして企業価値を高めるほうに賛成するということができるという立場をとっています。この点では、今回の指針も、2019 年の公正 M&A 指針を踏襲してるんだと思います。ただ、これもまた面白いところだと思うのですが、今述べたような場合には、たとえ取締役会が(企業価値を向上させるが価格が十分でない)買収提案に賛同しても、株主の公開買付けへの応募や株主総会の賛成が十分に得られず、買収が実現しない可能性もあるということが書かれています。これは、第 2 原則の株主意識が貫徹すると、ということが書かれているわけですね。つまり、取締役会としては、株主利益にはならなくても企業価値を高める買収に賛成していいのだけれども、株主が自分の利益になる方の買収提案に賛成することを妨げることができないと、そういう形で、取締役と株主の権限のバランスを取ろうとしてい

(5) 経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針」(2019 年 6 月 28 日) 3.4.4 (「対象会社の企業価値の向上により資する買収提案と、一般株主が享受する利益(買収対価)がより大きな買収提案とは、通常は一致するものと考えられるところ、例外的にこれらが一致せず、一般株主が享受する利益がより大きな買収提案が他に存在する中で、対象会社の企業価値の向上により資すると判断する買収提案に賛同する場合には、対象会社の取締役会および特別委員会は、その判断の合理性について十分な説明責任を果たすことが望ましい」)。

ということだと思うんですね。このバランスも、ニッポン放送事件の特段の事情があるときは、また例外になるので、完全に貫徹されているわけじゃないんですけど、理屈としては、なんていいますか、レブロン義務を防衛策禁止という限度で貫徹しようとしてるという形であって、取締役会として、企業価値を高めるけれども株主の利益が最大化しない提案に賛成することはできる一方で、株主が自分の利益を高める買取に応じることを妨げることはできないという形になっていると読めるのかなと思ってます。

**角田** 実務の観点でいうと、持ち合いとか、主要株主・支配株主みたいなのがいない前提だと、株主にとって魅力的な提案、TOBが現実にかかっていた場合は応募を止めるのは難しい。防衛策を使った経済的損失で買い手を止める以外には、取締役会として株式価値が低い提案を選ばせようとしても強制できない。だから、しっかりと良い提案にマッチしてもらって、従業員や債権者のような株主以外の人にとって優れた提案者がいるなら、高い株価まで引き上げていただくという交渉に現実的にはなると思います。話題の件の買取者選択の詳細は知りませんが、取締役会の本命だったEBOを選び従業員が買取すると最終的には超過少資本になる。他方の買取者は債券もリファイナンスしそうだし、一度や二度は増資対応もできそうな大型ファンドだったとすれば、株価で同じ提案価格だったら債権者のリスクが低い方を選ぶはずで、我々のいう企業価値の定義でも本命でない大型ファンドを選ぶべきだった。本命を選ぶなら株式価値での有意な差がないといけないというような議論も、振り返ってみるとできるのかなと思います。結果的に、債権の予想キャッシュフロー価値では低い方の買取案を同じ株式価値でもあえて選んでしまった点では、そもそもこの原則にも合致してないような判断だったのかもしれない。

**藤田** 今回の行動指針の立場の理論的な整理は、田中さんの言われたとおりだと私も思っております。石綿さんの質問に答える形で言いますと、企業価値は下げるけれども株主への対価は非常に高い買取をどう評価してるかという、それはよい買取だとは本指針は考えていない。だからこそ、指針の後のほうで言及されたような行動が許されるし、それは公正 M&A 指針が、より低いオファーに賛成することも理論的には認められる余地があるとしていることと一貫している。ただし、そこから先が問題で、同時に行動指針が第2原則を強く打ち出していることから、企業価値は下げるけれども株主に支払われる対価

が高いため株主が賛成する恐れがあると考えた経営者が、取締役会限りの判断で対抗措置をとり、買収を止めていいかという、それは原則としてできないということです。ちなみにニッポン放送事件の認める取締役会限りの判断で買収を阻止できる例外的ケースの存在を指針は否定していないのですが、その説明の仕方は株主の推定的承諾が予想されるような場合という整理の仕方をしてるので、企業価値下げが株主の利益になるから株主が賛成するというシナリオが、この例外に当たるかどうかよくわからないところもあります。この価値判断に対して一部から批判が出る可能性はあるかもしれませんが、指針の立場を内在的に説明するとすれば今言われたようになると思います。

**石綿** この指針においては、第2原則と第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書いてあります。これを読んだときに素直に感じたのは、まず第1原則において望ましい買収であるか否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保、向上させるか否かの基準で判断するということが基本となっており、企業価値ひいては株主共同の利益を確保・向上させるか否かについての判断をする主体としては、株主の合理的な意思に依拠すべきという意味で第2原則があり、そしてその株主の判断がインフォームドされた状態でなされていく必要があるので第3原則の透明性確保の原則があると整理がなされるのかなと思っておりました。あくまで第1原則があり、それを実現する前提の判断権者として第2原則があり、その判断権者が判断する前提として情報確保のために第3原則があるということかと思っていたのですが、むしろ第2原則に第1原則を修正するような意義まで与えていくべきだというふうに受け止めたほうがよいのでしょうか。

**藤田** 第1原則というのは、神様の目から見れば企業価値を損ねるか否かはわかるはずで、概念的にはそれでよい買収か否かが論理的には決まるということです。しかし、実際には企業価値を損ねるか否かは自明ではなく、誰がこれを判断するのかという問題が出てくる。経営者がその神様の立場に代わって判断して、株主は買収に賛成しているけれども、私たちは企業価値を高めないと思うから買収に対して対抗措置をとるということは、指針は原則として認めない——第2原則で認められないということでしょう。株主の合理的意思に反して取締役会が買収を阻止することが第1原則から正当化できるというようなことは、第2原則・第3原則が第1原則の実現の手段であるという位置付けから



はでてこないのではないのでしょうか。パブリックコメントにおける意見・質問に対して、「第1原則における『望ましい買取』とは、政策的観点から、経済社会にとって望ましいものとして捉えています。買取の是非については、最終的には第2原則や第3原則に照らし、透明性が確保された上で株主の合理的な意思に依拠が判断することが原則となるものと考えています」（『企業買取における行動指針（案）』のパブリックコメント募集に対する主な御意見の概要及び御意見に対する経済産業省考え方」No.75）と事務局が回答していますが、これもそういう趣旨でしょう。

これを第1原則の修正というべきかどうかはよくわかりません。「企業価値ひいては株主共同の利益」に関する判断権者をどう考えるかは第1原則の話ではないし、むしろ第2原則からは経営者には判断する権限がないということではないのでしょうか。こう考えるとしても、必ずしも第2原則が第1原則を修正しているわけではないように思います。

**田中** 私も修正ということまで考えていたわけではありません。第1原則が最も優位というか、最も基本的な原則であり、第2原則はそれを実現する手段だと思うんですが、第1原則を常に実現しようとするれば、買取が企業価値を向上するかどうかを客観的に判断できる神様みたいな存在を観念しなければいけなくて、それはできない。そうすると、企業価値を向上するかについては、取締役会が判断するのか、株主が判断するのか、裁判所が判断するのかという形になってしまうんだけど、その際、取締役会には意見を言わせるんだけど、その意見を聞いて、買取に応じるかどうかの最終的な判断権は株主に与えるというのが、時には間違いが起こるかもしれないけれども、第1原則を最もコストが少なくなく実現する最善の方法であるというのが指針の立場かなと思っています。

**石綿** ありがとうございます。

**田中** 学問的には、これ（買取の是非を判断するのは、株主か取締役会か、裁判所か）はもう本当に、アメリカだと1980年ぐらいから、もう半世紀ぐらい飽きもせずに議論されている話ではありますが。

**藤田** 今のように整理すると、第2原則をどこまで貫徹するかということが非常に大きな意味を有してきますし、従来の経産省の指針がそういう立場だったかどうかはよくわからない部分があります。今回の指針の中で、最もインパ

クトがあるところかもしれません。

**田中** ただ、実務的には取締役会が買収に反対すると、買収提案を差し控える買収者も多いでしょうから、取締役会で価格の高いほうを常に選ばなければならないわけではなくて、低いほうに賛成することもできるとした場合の実務上のインパクトはそれなりにあるのかなと思っています。最終的には株主意思が貫徹するから取締役会の意見は無意味だということでもないのかなという気がします。それと、角田さんが言われたように、やはりわが国では持ち合いとか安定株主とかがいますので、株主に多数決で決めさせると、逆に一般株主の意思が貫徹されない可能性もあると、そちらのほうも問題を複雑にする要素ではありますね。

### コーポレートガバナンス・コードにおける企業価値概念との関係

**加藤** この指針自体の話ではありませんが、コーポレートガバナンス・コードにも企業価値という言葉が出てきますが、定義はされていません。今回の企業買収行動指針の企業価値はコーポレートガバナンス・コード等で想定されている企業価値と同じものであると考えていいものなのか、部外者からわからないところがあります。企業買収の局面では、買収者側が買収提案という形で具体的な数字が出てくるので、現経営陣の元での企業価値と買収者が考える企業価値を定量的に比較しやすく、対象会社としてもそのような観点からの真摯な検討が必要にならざるを得ないと思います。一方、ガバナンスコードの場合は、意図的に企業価値の具体的な内容をぼかしているような気もしています。もちろん、コーポレートガバナンス・コードの企業価値も、明示はされていませんが、企業が生み出す将来キャッシュフローの割引現在価値の総和を意味するものと考えられているのかもしれません。公正な買収の在り方に関する研究会の議論の中で、ガバナンスコードなど企業買収の局面以外における企業価値と企業買収の局面における企業価値について、両者の関係等について議論がなされたのか興味があります。

**藤田** 研究会参加者に対する質問だと思うのですが、私の記憶だとコーポレートガバナンス・コードの企業価値と行動指針における企業価値が同じか否かという点に関する議論はしたことはないと思います。過去の経産省の文書における企業価値については明らかに意識して議論していて、2008年報告

書の立場を維持して、同じ意味で使うことにはコンセンサスがあったと思うのですが、コーポレートガバナンス・コードは経産省の所轄外のものであることもあり、あまり立ち入って議論していなかったような気はします。ほかの委員の方は何か議論した記憶はありますか。ひょっとしたら研究会でどなたかが言及されたかもしれないのですが、それでも。

**石綿** 私も議論した記憶はありません。

**藤田** 逆に加藤さんの感触でいうと、コーポレートガバナンス・コードのほうは意図的に曖昧なのですか。

**加藤** コーポレートガバナンス・コードでは企業価値の意味を意図的に曖昧にしている部分があるような気がしています。コーポレートガバナンス・コードの基本原則2. は【株主以外のステークホルダーとの適切な協働】ですが、企業価値を敢えて定義しない方が、様々な利害関係者の理解や支持を得やすいように思います。一方、今回、企業価値と株主利益の関係について相当詳しい説明がこの指針に書かれたことにより、私はその方向性に異論はありませんが、コーポレートガバナンス・コード等の解釈に何か影響があるのかどうか気になったということです。

**藤田** 今回の指針を機に企業価値と株主利益の関係を皆が自覚的にきっちり考えるようになって、そういう目でコーポレートガバナンス・コードを見ると今までと違った目で見られるようになるかもしれないということでしょうか。

**角田** 藤田さんがおっしゃるとおりだと思います。専門家・理論家は企業価値と聞くとキャッシュフロー系のものに脳内変換してしまいがちですが、三瓶さんがおっしゃった過度のステークホルダー尊重のような「いわゆる企業価値」ベクトルの脳内変換も世間一般にはあるので、企業価値の定義は曖昧にされてきた。今回の指針の策定過程で、記事やパブリックコンサルテーションでの外部からの指摘もあり、定義の差を認識して通俗論を中和する方向での議論になった結果、「測定が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はない。」との記載(2.2.2)につながった。企業価値のキャッシュフロー型定義を繰り返すのではなく、3つの原則として、第2原則の決める権限では株式会社だから株主、その株主の共同の利益を第1原則の企業価値としても触れていると改めて思いま

した。

**飯田** 一般論的なコメントをすると、コーポレートガバナンス・コードでは各用語の定義は基本的にしないというスタンスで作られているという文脈もあると思います。コーポレートガバナンス・コードにおける企業価値について、今議論している企業買収行動指針と統合的な意味として読むこともできそうです。しかし、コーポレートガバナンス・コードの基本原則2の【株主以外のステークホルダーとの適切な協働】の内容等を前提にして、企業買収行動指針における企業価値とは全然違うステークホルダー論的にコーポレートガバナンス・コードの企業価値を理解することもできそうです。いずれにしるそのあたりは各会社が考え、解釈して、それを説明するべきだというスタンスでコーポレートガバナンス・コードは作られていると思います。ですので、企業買収行動指針が直接にコーポレートガバナンス・コードの解釈に波及するかといわれると、そうとは限らないという印象です。あと2023年2月22日のパブリックコンサルテーションの段階の反応との関係ですけれども、2月に出された時の文書では論点や質問だけが提示されていて、細かい説明はない中で、企業価値という言葉が出てきたので、多義的に読めるものだったのではないかと私は思っていました。もちろん、経産省が出す一連の文書の中で、企業価値の定義が2008年報告書以来全く揺らいでいないので、そのことを知ってる人からすると、非常におかしな反応だったというふうに思います。けれども、2月に出された文書だけを読んだ人からすると、企業価値ってなんだろうかということは、かなりコンテキストに依存するので、いろいろな読み方があり得る言葉だったことはたしかだと思います。いずれにせよ、今回の企業買収行動指針で一定の立場から明確にしたというのに非常に意味があったと思います。

## (2) 第2原則：株主意思の原則

### 第2原則の強調

**藤田** 第1原則と第2原則との関係の話になってきたので、第2原則に移ります。第2原則は、「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。」というもので、株主意思の原則と呼ばれます。これと第1原則の関係が先ほど議論され、第1原則と第2原則の組合せ自体は2005年の買収防衛指針以来一貫しているのですが、企業価値と株主共同の利益

が一致しないことを認めると、第1原則と第2原則の関係が微妙な緊張関係を持ちかねないということは先ほどから議論している通りです。そして今回の指針では、第2原則が前面に出て非常に強調されている印象も持っております。たとえばニッポン放送事件決定は取締役会だけで買取防衛を判断してよい例外を認めますけれども、従来の指針では、その例外について何の説明もせずに当然に存在するものであるかのように書かれていたものが、今回は「反社会的勢力等による買取、対象会社や一般株主の犠牲のもとに買取者が不当な利益を得る蓋然性が高い買取等の非常に例外的な場合においては、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、一種の緊急避難的行為として許容される場合があり得るとして、正当化の余地がある」(別紙3・1(3)b))と、第2原則とできるだけ矛盾しないような説明を与えています。また、2005年の指針ですと、いつでも株主総会決議で廃止できる防衛策であれば取締役会決議で導入しても株主の意思に依拠しているとみなすことができるのだといったことも示されていたのですが、それは撤回されています(指針注81参照)。これらを見ると、第2原則がかつての2005年の買取防衛指針、2008年報告書より強調されてる印象を持つのですが、このあたり皆様の感触はいかかでしょうか。

**飯田** 企業買取行動指針を読んだときの第一印象としては、おっしゃるとおり、第2原則がかなり前面に出てるように思いました。たとえばニッポン放送事件の東京高裁の判断(東京高決平成17年3月23日判時1899号56頁)の位置づけも、企業買取行動指針では、第2原則の視点から位置づけ直していると思います。つまり企業買取行動指針では同事件で取締役会限りの判断が認められる余地があるとの枠組みが提示されたことについて、一種の緊急避難的な云々というフレーズが書かれていたと思いますが、地裁レベルでは緊急避難という枠組みは登場しましたがけれども(東京地決平成17年3月16日判タ1173号140頁)、東京高裁自身はその枠組みを使っていなかったと思います。いずれにしろ、企業買取行動指針は、過去の判例の内在的な位置をリストメントするだけの文章というよりは、株主意の尊重というスタンスをかなり前面に出して再構築して、あるべき原則論を打ち出そうとしている文章であるように思いました。このような裁判例の位置づけなおし方について私自身は若干の異論もありますけれども、企業買取行動指針では第2原則の考え方が全体と

してはかなり強調されていると思います。また、第1原則との関係では、第1原則は、立法論を議論する場合など、客観的に学問的に分析する時に企業価値基準を使うわけですので、第1原則自体に私自身の異論はないわけですが、企業買収行動指針では第2原則の株主意思の尊重がかなり強調されているがゆえに、具体的な事例での決着は、株主の合理的な意思は何なのかということで決着がつくことになると思います。もしかしたら私の誤読かもしれませんが、企業買収行動指針では、第2原則と第3原則は第1原則の前提であるという位置づけとして書かれていますけれども、実質としては第2原則が一番重要な話になっているのではないかなという印象を持っています。

**藤田** 最後に述べられた第1原則との関係については、石綿さんの疑問に対する田中さんや私の答えとも整合的な感触のように受け取りました。

### 日本企業の「株主」の行動原理

**角田** パブリックコンサルテーションに意見を出した方々が、原則はとても良いが、決める株主って本当にどういう株主なのか、経済的な株主共同の利益、配当と株価だけの株主じゃない持ち合い先もあるよね。そういう面も直さないと、仏を作って魂が入らず——外国人だったのでそうはいいませんでしたが——という趣旨のことを言っていました。公正 M&A 指針の社外取締役の役割でもそうでしたが、文章としてとてもよく理解できるし、そうなって欲しいと思っているけれども、実際に担う人たちが充分クオリファイしているのかを気にされるレベルまで明確に書いたと感じました。

**藤田** ルール自体は大変いいけど、日本の株主の行動が改まってくれないと実態は変わらないということですね。

**加藤** 角田さんの株主の意思決定の話は、むしろ持ち合い株主や政策保有株主の存在に対する問題点の指摘ということでしょうか。株主が決めることになったということ自体は望ましいが、実際に誰が決めるのかについて、海外の投資家の目線からは、自分達と同じような種類の株主ではなくて、違う種類の人たちが大きな発言権を持つことになることに懸念が示されているということだと思います。結局、持ち合い株主や政策保有株主は、企業価値を上昇させるような買収に対する買収防衛策に賛成するのではないかということに対する懸念ということでしょう。

**角田** そうですね。例えば、重要な取引先株主って企業からすると購買先なので、その人たちが喜ぶものは対象企業からすると費用が増えることなので、企業価値にはマイナスなのかもしれませんし、買取防衛策への投票では株主共同以外の利益も優先するだろうと、そう聞こえました。

**加藤** そうすると、先ほど石綿さんが問題提起された、企業買取が成功すると企業価値は下がるけれども現在の株式価値は上昇するという提案に対して、持ち合い株主や政策保有株主がどのように行動するのかが気になります。現在の日本の株式保有構造を前提とした場合、高額のパremiumが付いていても、多くの株主が賛成するとは限らないのかもしれませんが。特に持ち合い株主や政策保有株主は、買取成功後も取引先としての関係が残るので、取引先である会社の企業価値も考える可能性があるのかもしれませんが。日本の株式保有構造は変化の過渡期にあるので、そういった中で株主の意思を重視することが、どちらの方向に向かうのか予測が難しいのではないかと、お話を伺っていて思いました。

**角田** 良い方の例としてよく聞くのは、鳥忠はDCMという相手を経営陣が比較検討の上で選んだのですが、友好的に決まったところで、招いてもいない競合提案がニトリから来た。価格以外のほとんどの条件で、いわゆるソーシャル・タームと言われる屋号、従業員の処遇維持の年数とかも、友好的相手と同等か上回る条件にした上で、買取価格は相当程度上という提案で、株主構造が結構分散していたこともあり、価格が上のニトリに対して取締役会も賛同した。一方、関西スーパーは、オーケー食品からの70%超premium、ノックアウトパンチに近いようにみえた現金100%の同意なき買取提案ではなく、支配株主を新たに作り出す株式交換でホワイトナイトの同業と組むこととした。野心的な事業計画とシナジーで将来は価値が出るので、提案された現金価格よりその株式価値が上だというIRコンサルタントの説明を作り、株主総会の議決権カウントとして裁判例にもなった取引先株主含む僅差の投票でホワイトナイトを選んだ。株価はオーケー食品の提案価格を下回っているようですので、そういった例が投資家の念頭にあると思いました。

**藤田** 加藤さんの質問の前提は、単純に一円でも高い買取なら参戦するという行動様式を日本の株主はとらないという場合——現に海外機関投資家からはそれが日本の株主の行動様式だと思われるようですが——、その後

にはいろんな事情があると思われませんが、それが「企業価値は下げるけども株主にとって利益がある買収」を抑止するような方向で効いてくれるようなシナリオもあれば、企業価値も上げ、株主価値も上げるにもかかわらず提案を拒絶するような方向に働く場合もあって、どちらを想定したほうがよいのだろうかという疑問ですよ。とりわけ先ほど角田さんが言われたような感触は、どちらを念頭に置いたコメントなんだろうかということですが、角田さんの答えを聞く限りはどちらもあるということなんですかね。従来は、むしろ株主にとって企業価値にとっても良い提案を潰しやすい弊害が強調された気がしますけど、この行動指針のような立場を強調すればするほど、企業価値を下げるが株主価値を上げる買収を抑止する機能が期待されるほうに将来的に変わっていくのかもしれませんが。この辺りは正直よくわかりません。

**角田** いずれにせよ提案を抑止した場合、その結果の責任の問い方は変わるかもしれません。説明責任の意味を日本では取り違えていて、アカウントビリティは、言うなりの外部専門家を使ってこっちが企業価値を増やすと説明したら終わりではなく、その選択結果の責任を取ることでと言っていた投資家が複数いました。その観点からすると、抑止のために野心的な事業計画を作ったならば達成しなければならない。他のステークホルダーを理由に採った選択によって株主価値面では結果を出せなかった場合には、次の提案も断るのは難しい。株主側は、その選択をした取締役の選任決議で責任を問う方向に向かうのではないのでしょうか。

**藤田** ありがとうございます。鳥忠とニトリの買収の話は、取締役会による対応のところでも議論させていただくかもしれません。真摯な提案には真摯に対応しなくてはならないというコンテストで、望ましい対応がなされた例といえるかもしれません。第2原則については、海外投資家は、基本的には、行動指針がこれを強調していること、喜ばしいと受け止めているということですね。

**三瓶** 第2原則として株主意思の原則を強調したことはひとまずはよいというふうには思っています。ただ、International Corporate Governance Network(ICGN)のGlobal Governance Principlesなどに見られるように海外の投資家は、株主の判断を尊重するというのは非常に大事なんだけど、その中でも特にマイノリティ、少数株主が持っている economic interest に直接結びついている少数株主の議決権を尊重することの重要性を常に言ってるんです



ね<sup>(6)</sup>。日本は表面的な多数決までしか考えておらず、少数株主の経済的持分の考慮が非常に足りていないのが心配だというのが根底にあります。ですから、まずは株主意思の原則は大歓迎だけれども、それが実際の買取場面でどう機能するのか、単純な多数決の票集めで安定株主が経営陣を守ったりしないかという心配は常にある感じです。

**藤田** 角田さんの感触とも通じる場所ですね。株主意思の原則自体は、抽象的には全く異論がないけれども、日本企業の株主が投資家としての利益のための意思決定をするのかという点で問題があるということです。それは買取の局面だけで問題となるわけではなく、日本のコーポレートガバナンスそのものの問題ですね。そういう懸念が、第2原則に対する懸念というよりは、第2原則と関係する論点として改めて提起されているということでしょう。

### 株主の合理的な意思

**飯田** 質問なのですが、第2原則で株主の合理的な意思という概念が出てきて、本文の中では、株主総会における承認を得ることは、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いうことになっているので、有事の場面で株主総会の承認を得るとするのは一つの手段であって、より上位の概念として株主の合理的な意思というものがあると理解しました。このあたり、どういう経緯でこのような構成になっているのかも含めて、2005年の買取防衛指針からの位置づけを継続したというだけかもしれませんが、何か議論があったのであれば、教えていただきたいのですが、いかがでしょうか？

**藤田** 「合理的」意思という表現の由来、意味合いですね。株主総会決議でなければいけないということではないという意味を持たせようとする側面ははっきりしていると思いますが、それ以外なぜこういう表現としたかについてご意見はありますか。

**石綿** 私は、2005年の買取防衛指針の第2原則で最初に使われた表現がそのまま使われてきていると理解しております。2005年の買取防衛指針の第2原則において「株主の合理的な意思」という表現が使われたのは、買取防衛策の

(6) ICGN Global Governance Principles, Principle 9: Shareholder rights/Guidance 9.7: Equality and redress  
<https://www.icgn.org/sites/default/files/2022-04/ICGN%20Global%20Governance%20Principles%202021.pdf>

導入要件としては、会社法上の「株主総会」のみならず、勧告的決議も容認されるということを示すためであったと理解しております。勧告的決議を容認する以上、株主総会決議という表現とは別の表現を用いる必要があります、株主の合理的意思という表現が作り出されたのではないかと思います。

**飯田** ありがとうございます。

**藤田** 2005年の段階では、株主の合理的意思に依拠するという表現は、むしろ柔軟性を持たせたいという趣旨で、たとえば法的な意味での株主総会決議でなくてよく、勧告的決議であってもよいという方向だったのかもしれない。そしてその趣旨自体は今でも維持されていると思うのですが、他方で、合理的意思との関係で消極的な賛成、いつでも撤廃できるにもかかわらず、総会がいつまでも買収防衛策を撤廃しないでおいた場合には、株主の合意的意思に基づく防衛導入とみなしていいといった発想は否定されていますので（行動指針注78）、やはり「合理的意思」の解釈もニュアンスが変わってきた可能性はあるのかもしれませんが。ただ表現自体は石綿さんのおっしゃったように昔から使っているのを維持しているのでしょうか。なお、株主の決定が合理的ではないirrationalな内容であれば取締役会は無視してよいという含みで「合理性」という言葉を使っているのではないのは確かだと思います。

### (3) 第3原則：透明性の原則

**藤田** 第3原則は、「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。」とあります。過去の指針とは多少表現などが変わってはいるのですが、内容的には異論がないかといったことをご意見いただければと思います。

**石綿** 第3原則で一番特徴的なのは、対象会社の情報開示のみならず、買収者からの情報開示にも言及したということかと思っております。実務的に見ると、この点は意義深いと思います。

**藤田** 従来の指針では、買収防衛策の承諾を取る前提としての情報開示という位置づけだったので、対象会社のアクションとして言及されたところが、今回の指針は買収提案を受けてからの交渉全体をカバーするから、両側の情報開示に言及するようになった。これは大きな違いですね。

**田中** 透明性を確保すること自体には、異論はありません。ただ、実際の買収攻防戦においては、対象会社の取締役会が際限なく情報提供要求を繰り返すことで、買収提案を挫折させようとするのが、過去にも、たとえば日本電産が東洋電機製造に対して買収提案をした事例で見られたことです。現在も、対象会社が買収防衛策を導入していると、そのように利用される可能性がある。これは、投資家も懸念していることだと思います。ですから、この第3原則がどこまで貫徹されるか、というか、どこまで対象会社がこの原則を使って買収者に情報提供を求めることができるのかという点は、実務的には結構重要な問題ではないかと思えます。

**角田** 紙爆弾というのでしたっけ、例えば通常のM&Aのデューデリジェンスであり得ないレベルの大量・仔細な情報を、同意なき買収提案先に対してだけは要求する。同業と友好的統合する際には聞かない特殊な内容まで質問する例が過去実際にあり、公正M&A指針での「企業価値」と同様に第3原則が誤読されて今後もありそうに感じます。建設的な方、対象会社株主の判断に資するために十分な情報を出す趣旨の情報開示ですが、その媒体が主として合意当日のプレスリリースとなっていて今でも実務上苦しんでいます。例えば、米国で開示されるbackground of the mergerレベルでの経緯の追加開示は有益と思いますが、合意アナウンスの前日まで徹夜で交渉をしている場合もあり当日に開示できるとは思えません。米国では当日のプレスリリースは割とシンプルな代わりに合意した文書を添付した臨時報告書も登録するので読めとなって、詳細な分析的なものは、経営統合の株主開示、公開買付への意見表明みたいなものは遅れてSEC登録されます。同じように、市場売買のための当日のありのままの開示、株主が具体的行動を採るための後日の分析的開示を分ける仕組みを導入しないと更なる拡充は困難かもしれません。

**藤田** 行動指針が買収側の情報提供まで触れること自体は意味があるが、それが濫用されるとまずいことにはなるという懸念はよく理解できます。行動指針自身、そこは意識していて、第5章では、この点を意識した記述がなされています。第5章の冒頭に、「とりわけ、買収への対応方針は、制度的な枠組みとは異なり、会社の発意で選択的に（同意なき買収においてのみ）用いられ、その設計主体が会社であるという特徴がある。このため、構造的に、経営を改善する余地が大きく買収の経済的意義が発揮されやすい企業において用いられるお

それや、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。買収への対応方針について株主意思の確認や時間・情報・交渉機会の確保を目的とする場合でも、会社の姿勢次第では、当事者にとって中立な手続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。」(指針5.1)とあります。とはいえ、対象会社側が指針に従って買収者の情報提供を求めているだけだと称して、角田さんの表現によると「紙爆弾」を投げる行為に出ることは十分想定できます。従来の指針では明示的には扱われなかったものだから、指針を援用するという形の正当化ができなかったところが、そのような形で主張されるようになる。そうなると、第3原則の解釈も、今後は色々話題になるでしょう。ただ、原則それ自体としては、もちろん間違っているわけではなく、実際の運用については個別事案ごとに注意すべき点があるということでもよろしいでしょうか。

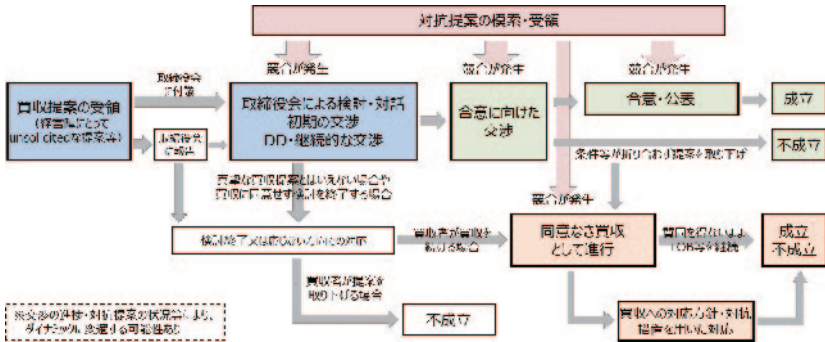
### 3 買収提案を受けた対象会社取締役・取締役会の対応： 企業買収行動指針第3章・別紙1

#### (1) 買収提案後の対応

藤田 次に、買収提案を受けた対象会社取締役・取締役会の対応、行動指針では第3章と別紙1「取締役・取締役会の具体的な行動の在り方」を議論いたします。買収提案を受けた対象会社取締役・取締役会の対応について詳細に述べるというのが2005年の買収防衛指針や2008年の買収防衛指針との違いで、むしろ公正M&A指針の影響を大きく受けている部分ということができるとおもいます。

行動指針は、【図表】に掲げたような形で買収提案後の流れを整理していますが、買収提案後の実務をこういう流れで整理して基本的に違和感がないか、また、真摯な提案に対しては真摯な検討をするのが基本とされているのは問題ないかというのが最初の問題です。「真摯な提案」とは何か、この表現がよいかについては、研究会でいろいろな議論があったのですけれども、真摯な提案は必ずしもよい内容の買収提案と同義ではなく、真摯だが受け入れるべきではない提案もありますし、逆に真摯な提案でなければ取締役会に付議も報告もしなくてよいということでもないのですが、真摯な提案か否か、取締役会で議論する

【図表】 経済産業省「企業買取における行動指針——企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」（2023年8月31日）から引用



か否かといったあたりについても、適宜ご意見いただければと思います。

なお、最近のニデックによる買取では、ニデック側が、公開買付時点では指針が採択されているであろうことを前提に、対象会社も指針に沿った行動をとることへの期待を表明しているわけですが（ニデック株式会社「株式会社 TAKISAWA（証券コード 6121）に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」（2023年7月13日）3頁（注3）参照）、先ほどもお話がありましたように、早い段階から情報を公にすることは是非という問題があります。これらについても併せて感触が聞けるのであればお願いします。

### 買取者による公表・買取者の交渉姿勢等

**角田** 同意なき買取提案を公にしないかというのは、結構重要な問題であり続けるとしています。【図表】のような提案受領後の行動ガイドラインを含む今回の指針ができたので、経営陣限りで提案が無視されることは基本的には起こり難い。真摯な提案は、社外取締役が大きな役割を占める会議体で真摯に審議することを前提にして買取戦略・戦術を考えるようになると思います。社外取締役の経歴や過去の発言を財務アドバイザーは一生懸命チェックし、同意なき買取提案をする際に、まともな社外取締役が多そうな対象会社であれば、特別委員会メンバーの人選を推測し、無視されないにしても理由がある謝絶になりそうか、価格で動く度合いがあるかどうかなどの分析をやっている

ると思います。きちんと検討、望ましくはエンゲージしてくれそうなら、提案はするが外部公表しないことにはメリットが多くなります。エンゲージしてもらえれば、ある程度のデューデリジェンス、条件交渉入りも期待できますし、最終的に友好的になったほうが、リーズナブルな買収価格も期待でき、事後競合提案を抑制するディールプロテクション、例えばブレイクアップフィー等も規定できます。感情的しこりも大きく残らず、その後のポスト・マージャー・インテグレーションもうまくいきます。最初から公表して、ライバルからの競合提案を招き、対象会社をホワイトナイト探しに走らせてしまう難しい緊張関係、価格競争に自らを置くよりは、社外取締役の顔ぶれなどで可能性があるのであれば、株主に問う公表は後からでもできるので、フレンドリーな関係を一度はトライしてみたいと思う提案者も多いのではないのでしょうか。当初は非公表で始めて、反応によっては開示に移行して株主に直接問うもしくは断念するなどのオプションもキープできます。対外開示しなくても、以前のような買収提案が非公表である間を利用した仲間への第三者割当増資は、社外取締役に付議・報告することにより買収提案との比較検討なしには難しくなるでしょう。開示タイミングに色々なケースがあると思いますが、あまり多くはないであろう提案と同時公表以降のこの図のルートのどこかに落ちるのかなと思います。あまりに嫌がり抵抗する対象会社と、イン・プレイ、衆人監視での買収劇は買手の経営資源も浪費するので、場合によっては提案断念かつ非公表が合理的になる場合もありますし。

**藤田** どうもありがとうございます。どの段階で公表するかという話は、【図表】では明示的に書かれてない要素ですが、実務的にはかなり重要な問題なのではないでしょうか。

**三瓶** 角田さんから解説がありましたけれども、ニデックによるTAKISAWA買収のアクションは、まさに今、藤田さんがおっしゃった情報を公開するタイミングが【図表】に書いてないので、原則3つを一度にドンと出した。意図的なのかもしれません。【図表】では、青色のボックスの真摯な提案をしてから真摯な検討をするというのが第1原則の部分だと思うのです。だけど、買収提案の情報を対象会社がどの段階で公表するのかはこの【図表】では曖昧ですね。「競合が発生」っていうのがあるからには、買収提案の検討中の段階ではもう情報が出ていることも想定していると思います。ただ、それが対象

会社側からか、特定の情報ルートを使ったマーケットチェックなのか、どういう形かはわかりません。情報を出す際には具体的でないという意味がないので、ニデックは詳細な情報提供で第3原則の透明性の原則を満たし、3つの原則を同時に全部最初にやったということだと思います。そこに意図があるとすれば、第2原則の株主意思を早い段階から形成する目的で価格の提案を2600円と直前半年間の市場価格の2倍近い高い価格且つPBR1倍を意識した水準を提示して、株主の反応を通じて株主意思を確認するとともに周知した格好だと思います。この買取提案に対して、対象会社の経営陣がノーと言えば、当然、株主は失望し2600円近くまで高騰した価格が下落して行くわけですね。そうするとこれだけの価格を提示したのに、株主利益を害するような判断を経営陣がしたとなると、経営陣としては第1原則に反することやっていると見られる。意図的なのかどうかはわかりませんが、買取提案と同時に詳細な提案内容を公表したことは、株主意思形成の誘導のようなことまで含めて全体を見ると、真摯な提案の仕方かどうかはちょっと引っかけます。今回の指針が想定した真摯な提案は、あくまでもこの【図表】に則って行われていく中で、第1、2、3原則には時間的な段階があるということがなんとなく前提としてあったのではないかと。第2・第3原則は第1原則の前提なので【図表】は第1原則を中心に流れを明示しているんです。3つの原則の関係や順序を明示しなかったので想定とはちょっと違うニデックの公表があった、そんな感じがします。

**角田** おっしゃる面はあると思います。可能性がある限りは、いきなり公表しないで、友好的案件化を追求してみたい、提案開示は反応次第と考える方が多そうなか、何らかの事情で友好的買取に価値を感じず、企業結合ガイドライン上で独占禁止法は大丈夫、海外競争法、海外投融資規制の日本企業同士への域外適用も気にしないで済む、デューデリジェンスもしなくていいようなベアだったら、提案同時公表もあるのかなと思います。対外公表により双方の事業にも影響が出てきてしまいますので、いろんな意味で、三瓶さんがおっしゃったように、提案実施と公表の段階に時差があるのが主流になるだろうというのが少なくとも私には議論している時にありました。今回の指針の目的かもしれない業界再編となると、同業かつ寡占度が進んだ産業での再編になり問題解消措置検討などに一定のデューデリジェンスが必須かもしれません。プライベート

ト、非公表での当事者同士の第1原則についての真摯な検討・交渉とパブリック、公表により株主による直接判断や介入が可能になる第2原則の時差、段階差を暗黙の前提として作られた【図表】が意識していないルートが最初の案件になったのかなと感じました。

### 「真摯な提案」の意味

**藤田** ありがとうございます。まず確認として、指針という真摯な買収提案か否かに関しては、行動指針3.1.2にさまざまな要素が上がっているのですが、あくまで提案内容に関する概念として想定されていて、提案の仕方や手順についてあまり意識されていないですね。ニデックの買収で問題になっているのは提案や交渉の仕方ですが、そういう要素がこの指針の上でどう位置づけられているか、あるいは指針ではあえて度外視しているかということが問われているのでしょうか。最初に問題となる案件がそういうものであったことが行動指針にとって幸せだったかどうかは確かに微妙ですが、行動指針の内容についていろいろ考えさせてくれる材料にはなります。

**石綿** 「真摯な買収提案」に対しては「真摯な検討をする」といったときの「真摯な買収提案」については、指針上定義があり、具体的には、具体性・目的の正当性・実現可能性のある買収提案と定義されております。その要件に照らして今回のニデックの提案を見ると、「真摯な買収提案」には該当するのではないかと思います。この「真摯な買収提案」と言ったときに、定義された「真摯な買収提案」という意味と、その一般用語として使っている意味と混同しがちですが、少なくとも指針上は、真摯な買収提案の定義規定があるため、この定義規定に基づき判断するべきかと思います。

**藤田** 行動指針の定義からすると、真摯な提案か否かは内容に即して判断するので、ニデックの件も、石綿さんのおっしゃるように真摯な提案となるのでしょうか。いきなりを公開するというやり方をとった場合の対応としてどういうことが起きるかということ、行動指針上は、対象会社取締役会は真摯な検討をすることになるが、それに対する真摯な検討の中身として、こういう提案の仕方をする相手であるということを対象会社がどの程度考慮することができるかとかいう話になるのでしょうか。

**田中** 私も真摯な買収提案かどうかは、指針に書いてあるように、提案の具



体性、目的の正当性、そして実現可能性のある買取提案であるかという観点から考えるものなので（指針3.1.2）、いきなり公表したから真摯性が否定されるようなことはないと考えていました。買取提案は、いきなり公表せずに、まずは内々に対象会社に対して提案するのが普通かもしれませんが、その際に対象会社側がこの指針で求められているとおりの行動を取ってくればいいですが、対象会社が指針に従って行動するという実績がまだ必ずしも積み重なってない中では、本当にそういう行動をとるかどうかかわからないということもありますので、いきなり公表して、対象会社の経営陣や取締役会をして、提案を検討せざるを得ない状況に追い込むという戦術は、必ずしも合理性がないとはいえないと思います。ニデックとTAKISAWAの事案については、あまり私は知識がありませんが、ニデックの主張によれば、昨年資本提携の交渉に入ったけれど謝絶されたというような事情があるという話でしたから、全く一方的にこのような公表をしたということでもないのかなと思います。

**角田** 真摯な提案の中身と真摯な交渉姿勢は違う話で、交渉の定型的やり方というのは存在しない気がします。交渉戦術を立案する側としては、いきなり嘯みついたことで役職員の反感を招きホワイトナイト探しが真剣に始まるなどのマイナスの多寡、それをも凌駕できるようなノックアウトプライスをあらかじめ出せるのか、統合後の従業員エンゲージメントにも自信があるのか、株主の直接介入が必要なほど抵抗しそうな対象会社かななどをセットで交渉方針を決めると思います。いきなり公表するデメリット、メリット、対応策を考えて、どちらを選ぶのかだと思います。島忠とニトリも完全に同業じゃないとか、今回も異業種参入で、あまり競争法とかややこしいことを考えなくて済む、いきなりTOBローンチできるみたいなケースでしたけれども、競争法、主要顧客の重複など両方で検討すべき事項がある場合、従業員の心情対策から外形もフェアにしたいような案件では、非公表のまま検討・交渉を落ち着いてやるようにしたい、しないとできないでしょう。望ましい開示時期を明示していない【図表】のコンセプトが活きると思います。【図表】外の個別論では、後で議論になると思いますが、どういう場合でデューデリジェンスを認める、認めなくていいのか、どの程度まで対応すべきかみたいな点、紙爆弾攻撃を認めているのかみたいな、いろんな論点が真摯な交渉姿勢にはあると思います。

**藤田** 真摯な提案に当たるか否かというのは、先ほどから繰り返しいわれて

るように、当該提案の実現可能性その他提案内容で考えるのですが、行動指針が、真摯な買収提案か否について、提案内容だけに着目し、提案・交渉の仕方に言及しないことはどう評価されますか。千差万別で言い出すとキリがないので、真摯な内容の提案には真摯に対応しなさいというにとどめ、指針ではそれ以上書かないで、その場その場の交渉の仕方に委ねるスタンスでよかったということになるのでしょうか。

**角田** いきなり開示への反感その他の社会常識は人によって認識が違うと思うので、その中で有利か不利かとか、買手が出せる価格の取締役会や株主へのインパクト、過去の対象会社の言動だとか、交渉の過程だとかを踏まえて、いろんなパターンがあり得る。一概にこれがベストな対応・交渉戦略があるというのでもなく、同じ組み合わせでも、提案3回目の時と2回目は違うのかもしれない。対応の仕方、提案の仕方、交渉の仕方は、当事者ごと、その場その場に委ねるというスタンスしかないと思います。

**石綿** 私は、真摯な買収提案を受領したステージと、それを踏まえて取締役会が買収に応じる方針を決定する場合に該当するステージとでは、取締役の行為規範は異なるべきであり、その点についてはメリハリをつけて運用していくことが大切だと思っております。真摯な買収提案を受けたから、常にその買収に応じる方針を決定する場合と同等の対応が対象会社に求められるとすると、上場企業は、日々の経営や中長期的に企業価値を向上するための施策に集中することができなくなります。何より、日本の上場企業は大きく反発すると思いますので、結局この指針が実務に受容されない結果となるリスクすらあるように思います。

この点、アメリカにおいても、レブロン義務が発動される前は、ビジネスジャッジメントルール(BJR)により判断されることになっております。つまり、BJRにより判断される場合には、相当広い裁量が取締役に認められているわけです。それとの比較感で考えてみると、指針の下で「真摯な検討」が必要である場合でも、取締役会が買収に応じる方針を決定しない場合には、取締役会には広い裁量が認められてしかるべきであると思います。つまり、「真摯な検討」とは、何も、価格が高かったら、それに応じなければいけないというようなものではなく、対象会社の取締役には依然として広い裁量が残っているステージと位置づける必要があると思います。一方で、「真摯な検討」のステージ

から「買取に応じる方針を決める場合」のステージに移行した場合には、やるべきことをしっかりやりなさいよと強調してよいと思っております。

そのように考えるとすると、先ほどお話に出た、真摯な買取提案の三要件以外の事情も、「真摯な検討」のステージにとどまっている場合には、取締役の裁量の中で考慮要素の一つとすることは否定されないと思います。もちろん、真摯な検討はしなければならないのですが、その真摯な検討をするにあたって、取締役の裁量が一定程度あるので、様々な要素を総合考慮した上で検討ができると解釈していくことができると思います。

**藤田** ありがとうございます。対象会社の対応については、取締役が買取に応じる方針を決定する場合はかなり詳細に書いてありますが、それ以前の段階については、真摯に提案を検討する以上のことはあまり書かれてない。検討のあり方については、案件や段階に応じていろいろ柔軟に解釈してよいということなのだと思います。いずれにせよ「真摯な対応」をするといっても、「真摯な提案」を受け入れる義務があるわけではありませんし、そういう中で、相手の提案の仕方も「真摯な対応」を考える際の考慮要素として入ってくる可能性はあるのかもしれませんが、ただ、その点も含めて、指針は書きすぎないようにしているのでしょう。

### 【追記】

2023年9月13日、株式会社 TAKISAWA は、ニデック株式会社による公開買付けに賛同の意見を表明することを公表した（株式会社 TAKISAWA 「ニデック株式会社による当社株式に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」（2023年9月13日）参照）。株式会社 TAKISAWA は、ニデックの意向表明書に係る提案を「具体性・目的の正当性・実現可能性の認められる真摯な買取提案」と判断し、公開買付者との間で協議を開始することや本取引の実施の是非等について真摯な検討を開始したと述べており（株式会社 TAKISAWA・前掲「お知らせ」3(2)④(ii)参照）、行動指針に沿った手順で判断したことが示されている（「具体性・目的の正当性・実現可能性」という表現は行動指針3.1.2で用いられているものである）。

## (2) 取締役会が買収に応じる方針を決定する場合

### 有利な買収条件を引き出すための交渉

**藤田** 次に、買収に応じる方針を決定する場合は、石綿さんもおっしゃいましたように、相当丁寧な検討をする段階になってきます。行動指針では株主にとってできるだけ有利な取引条件を目指して真摯に交渉すべきであるということが書かれていて、一見もっともにも思えるのですが、現在の日本の企業にとって、買収に賛成しつつ対象会社株主の利益のために条件を交渉するということは、実態としてはどのぐらい実現しているのでしょうか。そもそも、買収に応じる方針を決定した場合に限らず、買収対価を引き上げるための交渉は日本の買収でよく行われることなのでしょうか。条件次第では買収に賛成といった対応の仕方がどの程度あるのかが気になっておりまして、むしろ買収に応じるか応じないかの議論ばかりしているような印象もあります。買収防衛策も、もっぱら買収を阻止するための道具としてのみ機能して、交渉の道具としては機能していないのがアメリカと大きな違いだということが、公正な買収の在り方に関する研究会の第4回会合でも井上光太郎先生から指摘があったんですけども(「資料4 井上委員プレゼンテーション資料」スライド16参照)、買収を受け入れること前提にして有利な条件にするという交渉は、どのぐらい真摯に行われてきた、あるいは行われるようになるものなのでしょうか。

**角田** 三瓶さんが発言したくうずうずしていると思いますが、取引実現しようと決めた案件だったら、典型的には経営陣が選んだ意中の相手との買収・被買収ですね、買収されることを決めちゃったところで、全ての案件で、フラットな状況でギリギリと価格交渉をしていたかは疑問だと思います。間接的マーケットチェック期間の勝手提案すらやり難い社会では、言うなりの外部専門家に適度な資料を作ってもらって終わりに近い例すらあったかもしれません。一方で、公表やリークによるイン・プレイの状況で株主、周りで見られている、勝手提案すらあり競合していると、対象会社も交渉して選択せざるを得なくなる。買手からも良い条件を引き出す、価格以外のソーシャル・タームでも引き出せるので、交渉するインセンティブがある。個々の取引は、この両極端の間にありそうです。過去に勝手提案を受けた先から公表後に競合提案が出てくるかもしれないという友好的相対案件があり、競合提案の意欲を失わせるようなノックアウトプライスで合意した方が買収される側としては望ましい。その点

では株主と利害が一致していて、「もう少し価格を上げてくれ、もう少し出さないと相手が競合提案してきて大変ですよ」という買手との交渉を現実にしたケースはありました。数は少ないですけども。やはり何社かと同時並行でやる、東芝のように対外発表すれば、事実上、オークション状態になりますので、そういう状況では、価格が優先の形でのギリギリとした交渉っていうのもあり得て、これから増えてくるかもしれません。今までも、事後的な提案を受けられる、間接的マーケットチェックが可能なようにしていましたが、実態は事後提案がほとんどなかったのも、ギリギリまで価格交渉することを意識したケースは少なかったのかもしれない。同意なき買取提案も来てしまう時代になれば、事後提案はタブーではないでしょうから、意中の相手とでも価格を追及する、第2原則の決定権者である株主にとっての最重要条件である価格を、マックスかどうかわかりませんが、ベターな方向に交渉しようっていう大きな変わり目にはなるのかなと思います。

**三瓶** 株主にとってできるだけ有利な取引条件を目指して真摯に交渉することが現実的にあるのかという投げかけに対しては、現実的であると認識しています。第三者の取引じゃないんですけども、NTTとNTTドコモの時にその交渉過程について詳細な情報開示があり、何回も値段を交渉して上げていっていることがわかります。ですから、やはり買取される経営支配権を引き渡す側の取締役として、責任ある対応として、そういったことは徐々に起こっているのかなというふうに思っていて、それがよい傾向として続けばいいなと見えています。これは公正M&A指針に明記され取締役会または特別委員会がやるべき仕事だというのが明確になったから、そういう行動が取られているのではないのかと思われ、あるべき姿を指針に明記する意義は大きいと感じています。

**石綿** 藤田さんの言われた論点に関して申し上げますと、今までの日本の対象会社の取締役の間には、自社の買取に際して買取価格を引き上げなければいけないという考えはあまり浸透していないように思います。自社の企業価値を上げなければいけないと考えている取締役は多いのですが、買取を受け入れる場合に自分が交渉して買取価格を引き上げなければいけないという意識まで有している取締役は、決して多くないような気がします。特に、買取後も対象会社の経営にあたる取締役にとっては、買取価格が高くなれば高くなるほど、買取後の経営に対する株主の期待値が増しますので、より高い期待に応えていかな

ければいけないというプレッシャーの下に置かれます。そういう中では、価格を一円でも引き上げようというインセンティブは生じにくい状況にあると思います。また、日本の取締役の善管注意義務は、そのような場面におけるルールが不明確ですので、対象会社の取締役としては、どう行動したとしても後日何らかの任務懈怠の責任を負うわけではないと思っている。そのような理由から、わざわざ価格を引き上げるための交渉を行わないという事例も少なくないと思います。もちろん例外的に対象会社の取締役が価格を引き上げるよう交渉するケースもあるとは思いますが、多いわけではないように思います。そのような中、今回の指針が株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力を行うことを求めたということは、非常に有意義なことだと思っています。

**角田** NTTドコモは弊社でお手伝いしましたので、あくまで一般論になりますが、親子間取引であっても、特別委員会で、この価格、プレミアム水準、マルチプルを目指そうという目標がしっかりあり、価格目標設定ロジックも理解されて買手に対しても説得力があり、価格交渉ツールとして、例えばウォークアウェイ、MoM(親会社以外の株主の過半数の応募を成立要件とする)を使うという戦略をもって、きちんとした外部アドバイザーを使えば実現出来るのだとすれば、第三者間取引であり、今回の指針の意識付けの下での合理的努力をつくり、買手を競わせるなどの親子取引では使えないツールも利用すれば、もっとできるようになるはずですね。

**藤田** 2019年の公正M&A指針ですと構造的利益相反がある話なので対象会社取締役会あるいは特別委員会は真摯に交渉しなさいと命じつつ、真摯に交渉したと評価されるなら、その結果は裁判所に公正なM&A条件として尊重してもらえる可能性高いですよという形のパッケージで組み立てた。それは多分実務家の方も含め、わかりやすい論理として受け取ってもらえたと思うのですが、一般の買収について同じように買収価格を引き上げるための交渉する義務があるという発想がどのぐらいリアリティをもって受け止められるかということについて、自信がなかったのでお伺いしました。おおむね一致した意見としては、今までどうだったかといわれると、そういう意識が弱い面は否めないかもしれないけれども、今後の行為規範としては指針で宣言されることに意味があるし、そうなってほしい、またそう変わっていく可能性もあるというこ

とでしょうか。そういう意味では、公正 M&A 指針のような利害対立を前提としない場合であっても、こういう形で行動指針が作られることは歓迎できるというふうにまとめてよろしいですかね。

**石綿** はい、結構です。

**角田** 同意なき買収提案ができる社会になれば、途中開示、リークがあった時のホワイトナイトは、批判が少なく、合意後に手を上げるよりも勝算がある、むしろ株主からは奨励されるようなものなので、すべての M&A もコンテストブルな状況になり得る。以前のフレンドリーになったら初めて交渉が始まり、競合提案も来ない代わりにフレンドリー案件しか実現しないという意識と状況が変わります。安く買収しよう・されようとする競合提案にオーバービッドされると意識した買収価格にしないと後で面倒なことになると、売手、対象会社、買収する側もより意識するようにはなるのでしょうか。欧米——レブロンのあるアメリカとは言いませんけれども——競合・競争が日常的に起こるような国で見られる行動に移る、近づく一歩になるのではないかと思います。

### 社外取締役及び特別委員会の機能・役割

**藤田** どうもありがとうございます。実務が変わっていく方向にあるのであれば、行動指針においてこういう形で提案されたことは意味があるし、歓迎すべきことだと思います。

併せてお伺いしたいのは、社外取締役を中心とした特別委員会の役割です。2019年の公正 M&A 指針で扱われた構造的利益相反がある M&A については、公正さを担保するために特別委員会を設けて真摯に交渉しろというのはわかるような気もするのですが、同意なき買収について特別委員会を設けるというはどういう意味があるんだろうかという疑問です。とりわけ、買収に対する対抗措置の是非の判断をする場合、社外取締役は買収によって地位を失う立場にいるわけで、そういう人たちに公正性担保の役割がどこまで期待できるのかという疑問がないわけではありません。公正 M&A 指針のほうも同じ問題がある程度あるのですけれども、あちらでは、たとえばキャッシュアウトに必要な議決権はすでに押さえられており、基本的に買収されることは既定事実としてあって、それを前提に少しでも良い条件を取るように尽くすというのでまだわかる気もするのですが、対抗措置の発動の可否のコンテキストで特別委員会と

というのは同じような意味合いで期待できるものなのでしょうか。

**石綿** 確かに構造的相反がある公正 M&A 指針の対象取引と比較すると、同意なき買収のほうがいろいろなケースが想定されると思います。そのため、事案によっては、特別委員会で検討するよりも、独立社外取締役が入った取締役会で議論すべき場合もあるでしょうし、一方で、特別委員会で独立してしっかり議論すべき場合もあるかと思っております。特別委員会が必要になる場合は、(潜在的)利益相反があるなどの理由から、経営陣が参加しては、株主利益に資する適切な判断が行われぬおそれがあるケースや市場に対する説明責任が果たせないケースなどであり、個別の買収の性格に応じて、このようなおそれがあるかを個別に判断をしていく必要があると考えております。

買収に対する対抗措置の是非の判断において特別委員会に公正性担保の機能は期待できるのかというのが藤田さんのご質問ですけれども、実務では、社外取締役が対抗措置の発動はやめたほうがいいのではないかという指摘を行い、経営陣が、対抗措置の発動以外の選択肢を模索しに行くというようなことが行われることもあります。社外取締役は、経営陣よりも一歩引いたところで、株主の観点なども意識しながら冷静・客観的に物事を見ていることもございますので、特別委員会に判断させることが有意義な結論を導くこともあると思います。一方で、特別委員会が発動賛成だと言ったから、その発動は常に是認されるべきかという文脈で問われると、それは確かに特別委員会が発成したら常に公正性が担保されているということとはできないかもしれないというのがあります。それはやはりケースバイケースで判断していく必要があると思います。

**角田** 買収実現によって職を失う社外取締役に判断を任せてよいのかという点についてですが、社外取締役は前のキャリアで成功して終わっていて、社外取締役としての給与に依存している人ではないという前提だと思います。もしかすると、それで生計を立てている社外の方もいらっしゃるかもしれませんが、法外な給料をもらっていないかというチェックは場合によっては必要になってくるかもしれないし、実際にいつまでも身売りを検討しない理由として投資家に批判された例はありました。

**三瓶** 公正な買収の在り方に関する研究会でもちょっと発言したんですけど、普段から取締役の選任議案の判断に際して、その方がどういう役割を果たしてくださるのかということを考えていることとの関連で言うと、こういうと



きにこそ独立社外取締役の方が自分の意見を持って、検討するにあたって重要なポイントはここだとか、ご自分の意見をちゃんとってくれるってことがすごく大事だと思っているんですね。だから形式的に特別委員会を作ればいい、そこに独立社外取締役が入ればいいということよりは、皆さん一人ひとりがどう考えているのかということ提案を受け取った時点で公表してくれたら一番いいんですけど、そんな会社はないでしょうね。そうすると取締役会で一人ひとり独立社外取締役の方が自分の意見を言って、それが議事録に残ることで、どんな意見を述べたのか、どう意思決定に貢献したのか、そういうことが何かの機会に明らかになるのは大事だと思います。そういうのを今から期待したいですけれども、独立社外取締役の方がそういった自分の考えを持って、どういうふうに臨むべきなのかを検討するとすれば、どこが重要なポイントかみたいなことを示しながら、検討状況を見守っていくと。その過程で、どうしてもFinancial Advisor (FA)とかLegal Advisor (LA)とか専門家がいないと困るといふ時に、経営陣が選定したのとは別の外部専門家を使いたいとなれば、特別委員会を設置してそこで委員会がFAとかLAとかを選定するというのはあるんだろうなと思います。いずれにしても、特別委員会の設置が必要だという提案も、独立社外取締役の方に自発的にリードしていただきたいという期待があります。そういう意味では、特別委員会の位置づけは、公正 M&A 指針の時とはスタートが違いますね。明らかに利益相反があるので少数株主を守るという立場からではなくて、あくまでもニュートラルな立場から考えなきゃいけない、現経営陣との著しい利害の不一致というのはないんだと思います。心掛けてほしいのは、少なくとも現経営体制は否定された、もっといい経営ができるんだと外部から言われて、だから経営権を取るぞといわれているので、経営の監督も十分ではなかったと言われてるわけですから、新しい提案の方は、どれだけ経営を改善できるのかを、社外というニュートラルな目で見ることが非常に大事だと思います。完全否定されている本当の対象である現経営陣はどうしても自分たちを守りたいでしょうから、彼らとは違う立場で考えることを期待しており、それが独立社外取締役の役割ですよ、出番ですよということが意識づけられればいい。その時に特別委員会はいらないかといったら、自分たちで考えてくださいということになると思います。

**田中** M&Aに限らず、いろいろな実務は、やはりプロフェッショナリズム

というか、引き受けた以上は期待された仕事を全うしなければならないというふうには、一人ひとりが考えて行動することが大事で、いくら法制度を整えても、裁判所の審査能力などを考えるとやはり限界がある。また、報酬などの経済的インセンティブも、与えすぎると逆効果になってしまうとか、そういうところもあるので、なかなかそれだけではうまくいかない。だからプロフェッショナルリズム、日本語でいえば職業意識ということに頼る部分も大きいように思います。その時に、もちろん経営者も、当然プロフェッショナルリズムを持っていると思うのですが、やはり買収の局面は、三瓶さんおっしゃったように、対象会社の経営者にとっては自分がやってきたことの否定であると受け止められやすいので、どうしてもエモーショナルになってしまったり、株主の利益に反してでも買収に反対してしまったり、または自分のやってることを認めてくれるような買収者のほうを選んでしまう、という面があると思っています。そのときに、より中立的な観点から、経営者の言っていることを認めてよいのかを判定する人がいることは大事で、その役割は、裁判所だけに任せるのではなかなかうまくいかない。裁判官は、やはり日頃から会社を見ているわけではないものですから、どうしても限界があります。また株主も——最終的な判断権は株主が保留するとしても——やはり日頃から経営者のやっていることを見続けているわけでもないのだから、判断しようにも材料が乏しいということがあります。そこで、より中立的な立場から、経営者の主張と買収者側の主張を比べ、どちらに利があるのかを判定する立場の人がいることが望ましいのだと思います。そういう面で、特別委員会のような機関を作るかどうかはともかく、独立社外取締役の役割が大きいのではないか、そのところにある程度の役割を与えていくことでM&A取引の公正さを確保するというのが、日本だけでなく国際的な動向でもあって、それに代替するものを見つけるのはなかなか難しいような気がします。ただ、もちろん社外取締役も本当に中立なのかという問題はあつたし、プロフェッショナルリズムというのは言葉として美しいんですけど、実際その人たちは皆期待どおりに行動するかどうかはわかりません。だから、日本は、たとえばアメリカのデラウェア州が認めているほどには、独立取締役に防衛策の行使する権限をまだ認めていないわけですが、それにはそれだけの理由があるんだろうと思っています。そういうものを認めるほどには、日本全体としてまだ独立取締役のプラクティスを積み重ねているわけでもないわけ

ですから、そういったところは慎重に考えていく必要があるんだと思います。とはいえ、裁判に行く前の段階、あるいは買取に関する株主の意思決定をする前の段階で、その決定を適切にすることができるようにするために、独立取締役の役割はかなり大きいのではないかと考えております。

**藤田** 最後に言われた点を確認しておきますと、現在の日本の裁判例では株主の意思確認を経ない対抗措置の発動は認められない傾向が強いので、特別委員会や独立社外取締役の同意というのは、対抗措置を発動することを最終的に正当化するものとしては位置づけられない。アジアグループの事件決定でも特別委員会の判断にそういう機能は認められないとはっきり言われています（東京高決令和3年4月23日資料版商事法務446号154頁（「原告人は、本件買取防衛策の導入及びそれに基づく対抗措置の発動について、株式会社東京証券取引所が『上場管理等に関するガイドライン』において定める独立性基準を満たす構成員から成る特別委員会の諮問を経た旨主張する。しかし、取締役会により選定された委員により構成された特別委員会は、あくまでも取締役会の判断を代替又は補完する存在であって、その判断を株主意意の確認に置き換えることはできないから、上記諮問を経た事実は前記認定を左右するものではない。』））。これはアメリカにおける特別委員会の役割と大きく違っていている点です。

その上で、社外取締役を中心とする特別委員会は、公正 M&A 指針の局面とはやはりちょっと違うかもしれないものの、それでも一定の役割は期待される。つまり、買取によって地位を失うということだけいえば社外取締役だろうが社内取締役だろうが同じかもしれないけれども、同意のない買取によってダメージを受ける立場にあるのは、それまで経営をやっていた人たちであって、監督者の立場の人が受ける非難は間接的ではある。三瓶さんがおっしゃったように若干の批判の意味は含まれるにしても、直接の非効率的な経営をやっていたと指弾されるわけではないので、経営者とは温度差があるし、監督する立場の社外取締役のほうがまだしも冷静な判断ができるだろうという理屈は一応成り立つ気はいたします。

もう一つ、直接経営をやっていた立場でなければ自分がやってきたことを否定されることがないというのを強調すると、買取案件が出てきた後で依頼された外部の有識者が一番問題なさそうですが、この指針はそれには否定的で、社

外取締役を中心とすることが基本であると、はっきり言っています。公正M&A指針でも同じように言っていたのですけれども、過去の買収防衛との関係ですと社外の有識者を中心として、その中に社外監査役を入れるような委員会構成も多かったようですが、そのあたりはこれを機に変わってくると考えてよろしいでしょうか。

**角田** 従来は社外取締役はいればよいぐらいのレベルでしたが、今はプライム市場の上場基準(ガバナンスコード)の3分の1以上があり、取締役10人の会社でも社外が3人います。もう少し多ければ4、5人の候補者がいるので社外取締役だけで委員会を作ることもできるようになったというのが大きな違い。その状況であえて監査役もしくは社外有識者を正式メンバーとして入れる必要があるのか、現状では必要がないでしょう、むしろ必要ないガバナンスにしましょうというのが、趣旨なのかなと思います。特別委員会委員長が業法・規制について詳しくないので1年前まで社外取締役を務めて引退された方を入れた案件がありましたけれども、委員ではなくアドバイザーでした。テクニカル、専門的なことは弁護士とFAに聞けばいいじゃないかとかいうのが、今の主流になってきていると思います。

**石綿** 2005年の買収防衛指針のときには、特にその優劣についてあまり踏み込んだ議論はされていなかったと思います。ご承知のとおり、2019年の公正M&A指針のところで、社外取締役、社外監査役、有識者という序列が明確に示されたわけです。私の理解では、今回の行動指針は、2019年の整理を踏襲しており、社外取締役が一番いい、次に社外監査役、いずれも利用できない場合に有識者も排除されるわけではないという整理をしていると思っておりまして、そういう意味では、2019年から変わってないと考えております。

但し、今回は、構造的な利益相反がない買収も対象としているところ、その場合には、社内取締役を含めることも有用な場合があるということが脚注35などで言及されております。2019年の公正M&A指針よりも、対象となっている買収のパラエティーが富んでいる分、色々なケースが想定されており、社内取締役を入れる余地も注で言及しているところかと存じます。

**角田** 最近の社内取締役参加の事例だと、東芝は全11人中CEO1人だけが社内取締役・執行役で、今回の特別委員会メンバーは社外のみです。CEOは委員会の主要な部分に出席し、非公開化の進展状況を説明したり、質問されたり、

意見を求められたりという立場で参加していましたので、それでも充分だった例かもしれませんし、投資家からの評価は高かったと思います。一方、経営陣、執行側がメンバーとしてしっかり議論していても、銀行融資でキーマン条項が入るようなコンフリクト発生局面では途中で抜けてもらう、利益相反が軽い社外取締役は価格交渉を委ねるみたいなメカニズムもワークするのかなとも思っています。

**藤田** かつては必ずしもそうではなかったとしても、少なくとも2019年の公正M&A指針以降は社外取締役を中心とした特別委員会という発想はそれなりに受け入れられ始めており、構造的利益相反のある場合だけではなく、通常の買取の局面でもそれは同じである、逆に、社外有識者を中心としたりするような委員会は今後はあまり受け入れられなくなっていくだろうと受け止めてよろしいですかね。

**加藤** 同意を得た買取における対価の交渉という場面では、独立社外取締役にも一定の役割を期待できるように思います。たとえば、日本の実務では対価の引き上げに関する交渉はあまり積極的に行われなかったという指摘がありましたが、このような交渉では、特別委員会が設置されるか否かに関係なく、独立社外取締役がどのように行動していくかが問題になってくかもしれません。親子会社間取引やMBOのように構造的な利益相反の存在に争いが無い取引とその他の取引の境界はそれほど明確ではなくて、友好的な買取にも利益相反関係が認められる場合はあると思います。これまで構造的な利益相反関係があると考えられてきた類型以外においても、何らかの利益相反が生じる可能性はあり、そのような場合には独立社外取締役が取締役の判断を補完していく必要があるということ企業買取行動指針は示していると私は理解しています。

**藤田** 加藤さんが今言われたこととの関係では、買取提案を受け入れるとなった後に価格交渉に局面が移ると、代表取締役も含めて社内取締役も、もう買取はされていいですよというスタンスである以上は交渉に加わっても問題ないとは言えないでしょうか。その段階では、たとえば社長が徹底的に相手と交渉したほうがよい値段になる可能性もあって、そうなってくると社外取締役だけに依存するのを必須と考えることもないし、特別委員会で役割も重要性は下がるのではないかという疑問ですね。

**加藤** 取締役会が買取提案を受け入れる場合に、買取後に経営陣がすべて入

れ替わるのかが問題になるように思います。買収後の経営陣の処遇を考えると、誰が対価の交渉において中心的な役割を担うべきかに関する判断が、具体的な状況によって相当異なる可能性があるため、対価の交渉において独立社外取締役の役割が重要となる場合もあり得るのではないかとということです。

**藤田** そのあたりを含めて、行動指針3.3の三段落目では、「個々の事案ごとに、利益相反の程度、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、設置の要否を検討すべきである」とされている。このあたりは構造的に利益相反がはっきりしていて一律に入れるという場合は違うわけですね。

**加藤** そのとおりです。

**角田** 社外取締役の役割の実例を上げると、米国の上場企業に雇われた案件があって、CEO兼取締役は交渉していましたが、価格について自分は発言できないっていうのと、自分のリテンションは価格が合意してからじゃないと交渉しないと相手の日本企業に伝えていました。社外のみの特別委員会だったかトランザクション委員会だったかは、ほぼ全員が社外取締役なので、取締役会を毎回やると人数が多すぎて調整が難しいから得意な人で構成したようでした。交渉スタンスとしては明確に受け入れる値段しか言わない、買い手が価格を上げるのを待っているみたいな感じで驚きました。日本の例では、ビジネスの話から進展して正式提案書を送ってきたこの同業会社なら競争法も通るし、ケミストリーが合うからデューデリジェンスを認めさせたいとして経営陣発で進みました。社外のみ3名の特別委員会は交渉の前面に立ちませんでした。CEOが買収先で重要な役割を担うこともあってか、経営陣交渉チームの意向は特別委員会承認がないと進まないという強い諮問型でした。特別委員会としても買い手の会社に直接インタビューしましたし、FAが計算した単独MBOの想定価格よりもっと上から交渉してこい、最後はその値段だったら受諾するかという価格交渉を裏でリーダーシップを取った例もありました。これらの経営陣のコンフリクトや価格交渉を強く意識した例に近い、社外取締役の心構えとか実際の行動において、本指針以前より意識は高まると思いますし、実務的にも気にするようにはなっていくと思います。

**藤田** ありがとうございます。実務の感触もいろいろいただきましたけれども、社外取締役に一定の役割を期待するという指針の方向性は、基本的には正

しい方向を向いているし、実務も少しずつそちらに近づいていこうとお話だったと思いますが、そのあたりでよろしいでしょうか。

**三瓶** 公正な買収の在り方に関する研究会の第4回会合で、私が「市場においては友好的な買収こそ危険だと考えている。知らない間に密約が交わされてシャンシャンと終わって、たいしたプレミアムが払われないというのが最も怪しいので、友好的な買収をスルーするのは問題。取締役会の行動規範からしたら、そこも十分に説明責任が果たされなくてはならない部分だ。」と発言し、多くの委員から反応があり結構盛り上がったんですけど、それは事実だと思うんです。少なくともマーケットにいる者からすると、なにか知らない間に決まってしまう。いつの間にか、双方がシャンシャンっていうのは、なんでそんなに簡単に決めちゃったんだらうか、検討過程や交渉の内容をちゃんと監督しているんだらうかと、友好的な買収ほどもっと気をつけて監督してもらわないと困ります。まさに独立社外取締役には、どうしてこの案件はそんなにスッと決まるのか、価格はちゃんと交渉したのかということなどを見てもらうのが重要なポイントだと思います。今回の指針では注17でさらっと書いてあるのでそこまでの懸念は伝わりにくいと思います。

**藤田** 結局、MBO指針や公正M&A指針の場合のように構造的利益相反を前提としているわけではないので、今回の指針の対象にはいろんなパターンが含まれているけれども、構造的利益相反がある場合とは違った意味合いで何らかの役割を社外取締役に期待できる可能性がある。ただ、それは幅広いバリエーションがあるので、柔軟な含みを持たせつつ、しかし特別委員会の役割にはそれなりに意味があることをいろんな箇所で見及することで、方向性自体は示しているということでしょうね。三瓶さんの意見は、研究会で聞いて、私もなるほどと考えさせられたんですが、そういう意味合いを社外取締役が持つ場合もあるでしょうし、それ以外にもいろいろな理由から意味があることもあるのだらうと思います。

### キャッシュアウト提案の特殊性

**飯田** 今の議論で全く異論はないのですけれども、企業買収行動指針の3.3には、「キャッシュ・アウトの提案であることから、取引条件の適正さが株主利益にとってとりわけ重要であると考えられる場合」と書いてあって、これは例

示ですので、別に対価が株式であってもこういう場面もあり得るという話を含むとは思いますが、あえてここでキャッシュアウトの提案であるということに限定したのに意味があるのか考えておりました。先ほどの加藤さんの問題提起からの流れでいくと、こういう友好的なM&Aの時に、たとえば白井正和先生のように潜在的な利益相反の要素があるという議論<sup>(7)</sup>が基礎にあって、さらにキャッシュアウトの場合は現在の株主と経営陣との関係が切れるので、そういう場合にはよりその利益相反のおそれが高まるというような、そんな理論的なニュアンスを含んでいるのかなという気もいたしました。もちろん、企業買収行動指針の3.3の記載はあくまで例示なので、特に深い意味はない気も思いましたが、今後、特別委員会を設置すべきかどうか論点になる時には、このあたりのことも議論される可能性があるように思いました。ついでに、同じ企業買収行動指針の3.3の別の例示として、「その他、市場における説明責任が高いと考えられる場合(例えば、複数の公知の買収提案がある場合等)」との言葉もあります。これは、おそらく利益相反の要素があるから説明責任があるという文脈だと思うのですが、「市場における説明責任が高いと考えられる場合」という文言だけからは利益相反の要素がある場合に限らないように読めて、この辺も、もしかしたら今後この指針自体の解釈として議論を呼ぶ可能性があるのではないかという感想です。

**藤田** なぜわざわざここだけ書いているのかというのはあるのかもしれませんが、注32を見ると、キャッシュアウト提案の場合には有用であるに加えて重要である、そして事実上、ほかのメカニズムから外圧によって置くことになるということも書かれているので、そういう特殊な類型として、これをあえて括り出したのかもしれませんが。ですから、ほかの場面で特別委員会が機能することを否定するものではありません。定型的に議論しやすい場合を拾う記述なので、ここまでいろいろご指摘いただいた特別委員会の役割は、個別のコンテキスト抜きに一般論が示しにくいから書けなかったのかもしれませんが。「市場における説明責任が高いと考えられる場合」については、むしろ包括条項的な言及のされ方かと思いますが、なぜ「複数の公知の買収提案がある場合」を特に記載したかはよくわかりませんね。このケースが、特別委員会を置

(7) 白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』(商事法務、2013)。



くことに意味がありそうだということは理解できるのですが。

**田中** あとで石綿さんから補っていただけるのではないかと思います。たぶん実務の現状として、キャッシュアウトを伴う買取の場合には、MBOとか支配株主による買取でなくても、最近は特別委員会を立てるようになってきたということがあって、注32で「実務上多い」と書かれているのもそういうことだと思います。その一方、少なくとも今回の研究会が立ち上がった頃に調べていただいたものでは、日本では、米国デラウェア州であればレブロン義務が適用されるような取引であっても必ずしもその全部に特別委員会が立てられているわけではないという現実があって、研究会の中でも全部に立てるということまで積極的な支持があったというわけではなかったということがあると思います。これは、やはり多くの日本企業の場合、本体の取締役会は、依然として社内取締役が多数であるところ、特別委員会は、社外者が多数になるので構成が逆転するんですね。もちろん、特別委員会に法律上権限があるわけでもないですし、また事実としても、特別委員会の結論に対して本当に社外取締役の多数が反対している場合には、取締役会で拒否されることもありえますから、特別委員会を立てたからといって社内外の権限配分が逆転してしまうというわけではないですけど、それでも、特別委員会を立ち上げるときにはその勧告を最大限尊重することを取締役会でできるのが通常であると思いますので、特別委員会を立てた場合、取締役会としてその判断と違った判断をすることは事実として難しくなる。そういう認識があって、ここは日本のコーポレートガバナンスのかなり根幹に関わることもかもしれませんが、まだアメリカみたいに取締役本体が社外で大多数で占められてるわけではないということが、特別委員会を立てるかどうかの判断に影響を与えるような、非常に難しい問題があるのではないかと思っています。

**角田** ほとんどのケースで特別委員会の答申を最大限尊重して取締役会でも決議することを、特別委員会を作るときに決議していませんでしたっけ。

**石綿** 利益相反構造のあるM&Aの場合には、通常、特別委員会の勧告を最大限尊重するという決議を行っています。一方で、それ以外の特別委員会においては、色々なケースがあるような気がいたします。また、田中さんをご指摘されたとおり、確かにキャッシュアウトのスクイーズアウトを伴う買取案件では、ほぼ例外なく特別委員会が設置されているのが最近の実務です。

## 4 買収に関する透明性の向上：企業買収行動指針第4章

### (1) 買収者による情報開示・検討時間の提供

**藤田** 買収に関する透明性の向上，企業買収行動指針の第4章に移ります。今回の指針の特徴は，買収者による情報開示・検討時間の提供が正面から書かれていることです。包括的な買収に関する行動指針として，この点に触れるというのは積極的な意味があるという評価ができる反面，買収者がこれを遵守していないから対抗措置が正当化されるという形で用いられる可能性があります。先ほどから求められる開示の程度等によっては，過大な要求にもなり得ることが懸念として指摘されていました（本誌154～156頁参照）。そのほか，買収者による情報開示・検討時間の提供のところは，事前取得に関する言及があったり，予告TOBに関する言及があったり，実質株主に関する情報提供の問題があったりするのですが，こういった各論的に触れられている点も含めて，買収者による情報開示・検討時間の提供についてご意見いただければと思います。

### 買収者による情報開示への言及：期待と懸念

**石綿** 私は，今回の指針が買収者に対しても情報開示を求めたことは高く評価しております。それはかつて——今でもかもしれませんが——行われたように敵対的買収が起きた時に買収者に情報を出せというところで使えるからという意味ではなくて，むしろ違う文脈で問題意識を持つことが多かったからです。たとえば，同意なき買収が起きた場合には，対象会社のプレスリリースの内容に対しては東証からかなり厳しい指導がされます。例えば，これは根拠が明確ではないから落とすようにとか，敵対的買収者を非難するような表現は削除してくださいなどといったことです。これに対し，買収者側のプレスリリースについては，誰も何もチェックをしていません。その結果，対象会社が提供する情報のクオリティと買収者が提供する情報のクオリティには相当の差が生じてしまっております。

また，それ以外に，買収者側において，株主に対して不適切な働きかけがなされることもあります。今回の指針29頁には，買収者が不正確な情報開示や株主を誤導するような情報開示・情報提供を行うことは望ましくない，委任状の勧誘に際して金品・財物の交付を行うことは望ましくない，優越的地位に乗

じた働きかけを行うことも望ましくないなどといったことが記載されておりますが、これらはいずれも実際に過去生じたことがある問題であると感じています。発行会社については、会社法上利益供与の規制がありますので、金品・財物の交付はなされないわけですけれども、買収者側においては、自由にこれができるようになっており、結果として、買収の実態について正確な情報開示が株主になされず、株主がインフォームドジャッジメントを行う前提が整わないといった問題が起きているように思います。今回こういう形で考え方が示されたのは、重要な前進となりうるかと思えます。

なお、アメリカには大株主の信認義務、ドイツには大株主の誠実義務というものがありますが、日本の大株主には、今のところその種の義務があるといわれているわけではない。ただ、いずれはそのような議論がなされていってよいのではないかと考えておまして、今回の指針が、そういう議論の1つの契機になっていくとよいと思っております。

**藤田** 確かに対象会社についてはいろいろ規律があるのに、買収者側の情報提供については、公開買付の際の金商法上の規制は別とすれば、基本的には規制がないとすると、そこを埋めるような行動規範が作られる意義があるのかもしれません。今の点も含めてご意見いただけますか。

**三瓶** すみません、シティインデックスイレブンスの件で石綿さんが冒頭におっしゃっていたことの確認をさせてください。買収者による情報開示が明確にされたのはよいことだとおっしゃった中で、この第4章に書かれている目的は、第2原則、第3原則を実現するために書いてあるので株主に対して情報提供するというもので、それで合理的な判断をしてもらうというのが目的だと思うんですが、コスモエネルギーホールディングスのシティインデックスイレブンスに対する情報提供の要求の中身は株主が判断するのに全然資するものではないので、これを要求する理由に今回の指針が使われると困るなという懸念があるんですけれども。対象会社から買収者への質問、その回答のキャッチボールを見ているとどちらが一般株主を置き去りにして第一原則から逸脱しているのかが見えてくる気がして開示の派生効果を感じます。石綿さんがおっしゃっているのは、そういうふうに対象会社が知りたいことを何でもかんでも買収者に出させるってことじゃなくて、本当にどうやって企業価値をあなただったら高められるのですかっていうことをちゃんとわかりやすく説明してくれという意

味合いですか。

**石綿** 1点目については、行動指針4.1.1.1のところで、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行うことが望ましいとっています。ですので、コスモの話については存じ上げませんが、少なくともこの指針が求めているのは、公開買付届出書に記載する程度の話にとどまり、何でもかんでも買収者に情報提供させなければいけないということではないと思います。その意味では、この指針自体は一定の合理的な枠組みを設定しているので、買収者に濫用的に情報開示を求めることは一定程度牽制されていると思っております。

私が問題視しているのは、全然違う局面です。具体的には、プロキシファイアが開始され、買収者と対象会社が、かなりヒートアップしてきて、それぞれが株主に対して色々な情報を提供しあうことがあります。そのときに買収者側から出てくる情報がかかなりひどいことがあるのです。たとえば、二流三流の週刊誌に、全く虚偽の内容の記事を書かせて、どこの週刊誌ではこういうことが書かれていましたという趣旨のプレスリリースをするわけです。週刊誌にその記事が出たという事実は本当なんですけど、記事の中身自体は明らかな嘘だったりするわけです。そういうものが次々と市場に出されていくと、株主や投資家は記事の内容が本当か嘘かなんてわかりませんから、記事なんだから本当だろうと信じてしまい、どんどんミスリードされていくことがあります。わが国では、そういうことがかなり頻繁に行われた事例がございました。それ以外にも、たとえば委任状勧誘をするときに、ここで賛成してくれたらお宅の商品をこの値段で買うよとか、これだけの大量発注をするから、株主総会では棄権してくれとか、そういうやり取りがかかなり生々しく行われたりすることがあるのです。このように買収者側がプライベートベネフィットで既存株主の利益誘導した上で委任状を取ってきたり、議決権を取ってきたり、ということが、行われることがあるのです。そのため、株主意思を重視しているわが国であるからなおのこと、買収する側からクオリティの高い情報を開示をしていただき、また、株主自身が買収者によって利益誘導されないようにすることが重要かと思えます。株主の意思表示が歪められることがあるので、そういう意味での問題を心配しているという意味で申し上げました。

**三瓶** なるほど。そうすると情報開示だけではないってことですね。

**石綿** 情報開示の問題もありますし、あとは4.3で書いてある金品・財物の交付とか、優越的地位の働きかけとか、こういうのはかなり現実的には行われていて、弊害も出てきているなど見ておりました。

**角田** 企業買取行動指針を引用して、行動指針が答えろと書いているからと、株主の判断に資するとは思えないことまで聞いていて、三瓶さんが懸念されているように、企業買取行動指針の誤読が、紙爆弾の正当化に早くも1回使われちゃった感があると思います。

**藤田** ありがとうございます。ある程度は予想の範囲内ではありますが、買収者の情報提供の側面について指針が触れることで、対象会社側が、買収者のためにほとんどいやがらせのような質問を繰り返しながら、自分達は行動指針に基づき当然のことはしているだけだと主張する口実を与えかねないという面があり、三瓶さんも、角田さんもそういう懸念が現実化しつつあるのではないかという点に敏感に反応されているのですね。最初のほうで出てきた、企業価値概念の濫用と同じように、意図的に歪めた形で行動指針の記述を武器として利用する話は、そういう使い方が本来の趣旨に沿っていないことをその都度指摘していくしかないのでしょうか。

石綿さんの問題意識はこういう話とは別の、もう少し根の深い問題に対する対応として、第4章の記述を見た上での感想ですね。情報提供のみならず、4.3で書かれている株主と意思決定歪める行為の防止も関係している話なのかもしれませんが、法律のあるいは制度的には、対象会社や発行会社の規制はわりと作りやすいのに対して、買収者の側の規律は意外に難しく、どうしても穴が空きがちなところ、指針がいろいろ言及することに意味があるというのが、石綿さんの基本的なスタンスだと受け止めています。実はここだけの問題ではなくて、株主提案についても、提案株主側の行為は、やりたい放題と言い過ぎですが、あまり規制がかかってない、極論すると、提案株主が委任状勧誘する際に金品の交付をすることすら当然にアウトかどうかよくわからない状況です。そういう中で対象会社だけではなく、買収者側の行動を是正するような規範について言及してほしいという要望はあるのでしょうか。

ただ全体としてみると、指針が買収者側のあるべき行動について、書かないよりは書いたほうがよかったとはいえるのでしょうか。石綿さんの指摘された通り、情報提供もむやみやたらと求めることを許容しているわけではないのは、

行動指針の文章からも一応読めそうですけども、濫用したい側はそういう内在的に誠実な読み方はしてくれないでしょうね。

**角田** これからは、同意なき提案で始まったとしても、取締役会が交渉しなさいと判断したら、相互のデューデリジェンスまで進むと思います。買手側への精査は対価が株かキャッシュかで程度も異なりますが。デューデリすれば、対象会社の社外取締役までは買手に関しても必要な情報を非公表前提でもらえます。一方、そういうデューデリジェンスで、あれだけ過度なものを要求するのか、何が何でも本土防衛という観点だからこそ紙爆弾が投下されるのではないか、そのあたりが気になる場所ですね。買い手は最終的にはリスクを負うわけですから、現金対価の完全買収案件でどこまで開示しなければならないのかという議論も今後出てくるでしょうというのが、実務上感じた場所ですね。

**藤田** ありがとうございます。買収者側の情報提供に関連して、そのほか、どの点でもご意見ございますか。

### 株式の事前取得 (toehold) : 意義と開示のあり方

**角田** 事前取得 (toehold) の意義と開示はどうなのでしょう。そもそも同意なき買収があまりないからわからないですが、対象者株を実務上買う理由としては、TOBの票読みという応募予測の際に株主じゃないと株主名簿を見られないのという一単位取得もあり、友好的な案件でも買う例があります。買手が競合するような案件だと、自分が買った分だけ競合相手のTOB成功確率が下がりますし、自分が撤退したときにその部分を売却すれば、コストを回収できるので、やる意味があります。井上光太郎先生が研究会で説明したような総合買収コストを下げるために深く考えて買っている例は、あまり見なかった気がします。ただ、同意なき買収ケースや、これから友好的M&Aにも横槍が入るっていう前提になれば事前取得をもっと真面目に考えるんじゃないかと思えます。

**藤田** 事前取得については、意向が確定的であれば、その時点で適切な情報開示をしなさいと書いてあります(行動指針4.1.1.2)。たとえばアメリカの買収では事前取得自体あまりされなくなってきた、いきなり公開買付による買収が始まるといわれています。日本でそれをしないのはなぜなのかがよくわからないのですが、どうしてなのでしょう。この前提が崩れると、開示の要請の意

味合いも変わってくると思います。

**角田** 公正な買取の在り方に関する研究会の第4回で申し上げたと思いますが、まず、米国はROIというか、資金投下に対する回収、リターン意識が高い。大量保有報告義務前の4.9%を事前取得しても、買取が実現したり、他人の買取に応じて4.9%が回収できればいいのですけれども、死に金になると、その配当利回りは自分の資本コストに見合わない。次に、同意なき買取提案でも無視したのが分かると機関投資家株主が対象会社に文句を言うってくれるので、自分が事前取得して対象会社に直接交渉入りを強いらなくても他人がやってくれるので金を使わずに済む。この2つが米国で見なくなった理由だと思います。

**石綿** アメリカ人なり海外の人の思考回路っていうのは、まさに角田さんがおっしゃったとおりだと思います。一方で日本ではやはり株主総会で最後決着がつくっていうことが多いため、自分で議決権を買い増しておけば、総会に行った時に有利に働くことがあるといった思考回路を採っているケースもあると思います。一口にtoeholdといっても、10%、20%まで買うケースから1%も買わないケースまで、さまざまなケースがあると思いますが、20%とかまで買い上がっていくようなケースというのは、株主総会で有利に事柄を進めるということを目論んでいることが多い印象があります。

**藤田** なるほど。逆に言うと、買取者の議決権を排除してとった決議に意味を持たせるようにすると、事前取得が無意味になってくるから、ひょっとしたら変わってくるかもしれない。この報告書はそういう決議に慎重だから事前取得には意味が出てくるわけですが、このあたりは連動しているということでしょうか。

**石綿** それは関係すると思います。

**田中** やはり日本は、市場買付けによる買取にも部分買付けによる買取も特段の法的制限がないので、とにかく株主総会で多数を握れるぐらいの株式を取得すれば支配できる、買取できるのですね。市場で株式を買い上がっていけば、どんどん株価が高くなっていくわけで、最初から公開買付けをかけるよりも買取コストが高くなってしまう場合も多いのではないかとも思われるのですが、とにかく対象会社の株式1/3くらいとってしまえば支配できるとすれば、そこまでしか買わなくてもいいわけで、後は少数派をそのまま置き去りにすることだってできる。ここの点が、取締役会でポイズンピルを導入・発動でき、また

支配株主の信認義務も厳しいアメリカとか、あるいは、買収するには基本的に全株式対象に公開買付けしなければならないヨーロッパとは違うところだと思います。

**飯田** アメリカで昔は事前取得 (toehold) が多かったけれども、最近減ったというのが一般的な傾向で、toehold puzzle などと呼ばれています<sup>(8)</sup>。すると事前取得は買収戦略として廃れたのかということが問題になりますが、ある論文では対象会社側の抵抗が強いなどの買収の難易度が高いほど、事前取得は使われやすいという関係にあって、事前取得の買収戦略が廃れたわけではないとするものもあります<sup>(9)</sup>。ですから、先ほど石綿さんがおっしゃったような文脈と関連すると思いますけれども、日本でかなり事前を買うケースが多いのは、買収を成功させるためには、事前取得が有効な戦略になるということであって、それはもしかしたらアメリカの先行研究とも整合的な現象であるように思いました。このように一定程度、事前取得という戦略は有意義であることは、行動指針の4.1.1.2でも認められていると思いますが、そこでは、「買収をしようとする者が、公開買付けに先立って市場で株式の取得を進めるに当たり、公開買付けを実施する意向が確定的である場合には、その旨の情報提供を資本市場や対象会社に対して行うことが望ましい」(行動指針4.1.1.2)と書かれています。これは、一見すると、たとえば3%とか4%ぐらいしか事前取得しないつもりであっても、事前取得の予告をせよと要求しているようにも読めます。この予告をさせられるのだとすると、買収予定であるという情報が反映される前の安い価格で株を取得しておくという事前取得の戦略自体を困難にしてしまうので、行動指針としてここまで言ってしまっているのか気になっています。もしも、大量保有報告書の提出義務が発動する以前の時点から、そういう予告をせよという趣旨なのだとして、およそ事前取得で安く買い集めることは5%未満であってもできないようになるので、ここに違和感があります。行動指針の趣旨は、そこまでの趣旨のものではなくて、20%とか30%とか買い集めるような場合を想定しているのかもしれませんが、このあたりは何か議論はあったの

(8) Sandra Betton, B. Espen Eckbo, and Karin S. Thorburn, Merger Negotiations and the Toehold Puzzle, 91 *Journal of Financial Economics* 158 (2009).

(9) Yun Dai, Sebastian Gryglewicz, and Han T. J. Smit, Less Popular but More Effective Toeholds in Corporate Takeovers, 56 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 283 (2021).



でしょうか。

**藤田** 事前取得という場合、どの程度のことを指しているのかという疑問ですね。皆さんは、これをどのように読まれていますか。

**石綿** 公開買付けを実施する意向が確定的である場合と記載されておりますが、この「確定的」というところがポイントだと思います。多くのケースにおいては確定的ではないと、たとえば2%、3%しか買ってない段階ではまだ確定的ではなかったという、そういう説明をするのだろうと私は理解しておりました。研究会で、ここについて明示的な議論がされた記憶は個人的にはないのですけれども、私はそう読んでいます。

**藤田** 後に行われる公開買付と対比できるぐらいのレベルのものがあるような場合だとすると、非常に低い割合で押さえてしばらく様子を見るというようなのは外れるでしょう。数値基準で一律には言えないけれども、わりと限定された場合を問題にしていると考えてよいのでしょうかね。

**角田** そうですね。私の記憶では、SBIの新生銀行TOBで初期の大量保有報告書は純投資目的と開示していて提携打診を断われたあたりも純投資だったのが、TOBの直前で役員の全部又は一部を変更して最適な役員体制にする目的を変更報告した例があり、事実認定次第、大量保有報告書の実効性の方の問題かもしれませんが、一般論として段階的買付がTOBになる途中で株を売った人ってかわいそうだよねと、それをなくすためと読んでいました。

**田中** これは研究会でどこまで詰めて議論したかよく覚えていませんが、toeholdに対する評価は結構メンバーの中でも意見が分かっていたので、この4.1.1.2の3段落は、論理的に繋げて理解するのが容易でないかも知れません。最初の段落では、toeholdは買収を進める上で意義があるといっているわけですけど、ここで念頭に置いているtoeholdとは、せいぜい5%程度までの株式取得を考えていて、その部分までは、まだ市場株価が買収期待を反映する前の安い値段で取得できるから、買収を進める上で意義があるということをしているのではないかと思います。それに対し、3段落目で言っていることは、情報提供をしろということで、(情報提供をすると市場株価が上がってしまうでしょうから)1段落目で言っていることと矛盾するように思えます。ただ、この3段落目をあえて加えたのは、日本の場合、市場買い集めによって3分の1くらいまで買い上がってしまって、他の潜在的買収者は容易に対抗提案を出

せないような状況にまで持って行ってしまってから、公開買付をかけるようなことも可能なので、そういうのまで念頭に置くと、やはり情報提供をする必要があるのではないか、という趣旨で入っているのではないかと思います。つまり、toehold といっても、その規模とかいろいろのものがあるはずですが、ここを細かく場合分けしてというところまで議論が詰まっていなかったので、いろいろな場面を想定して両論併記的に書いたものでちょっとわかりづらくなっているのではないかと思います。

**藤田** 前半と後半で、かなり違ったタイプの株式取得を想定しているのかもしれないですね。なお、市場買付で3割近くまで買い上げるみたいな行為は、将来的には金商法によって規制されてくる可能性も高いですが、ただ公開買付規制を及ぼす場合、仮に閾値を下げる見直しもあわせてするとしても、せいぜい3割取得したにとどまると思います。それ以下の事前取得については規制されないでしょうから、3段落目の記述も、意味は失わないでしょう。いずれにせよ、将来の規制を取り込むようなことは書けなかったでしょうから、事前取得について本行動指針がどういう立場をとっているかについての読み方は、人によって違ってくるのかもしれない。

## (2) 株主の意思決定を歪める行動

**藤田** 先ほど少し議論が出ましたが、対象会社による不正確な情報開示あるいは株主の意思決定を歪める行動の防止——これは会社側・買収者側の双方に当てはまるものですが——についてご意見をいただければと思います。

**田中** 議決権行使や委任状勧誘を行う際に、金品・財物の交付を行うという点についてですが、少なくともアカデミックな議論では、買収者が自分自身のお金を使ってそれをやることに何の問題があるんだという意見もあるところだと思います。もっとも、最近では、株主はもっぱら株主としての利害に即して議決権行使の意思決定を行うような環境を確保することが重要なので、たとえ、買収者自身のポケットから出るお金であっても、そういうお金を交付されることにより、株主の意思決定が株主として受ける利益以外の利益によって影響を受けることは好ましくないという考え方のほうが有力になってきているのではないかと思います。これは、加藤さんの研究範囲ですけれども、難しい問題があるだろうと思っています。

**藤田** このあたりは指針の対象の買取の話なのか、より根本的な議決権売買 (vote buying) と呼ばれる行為についての会社法上の扱いの議論なのか、微妙なところです。指針には当然のように入っているものの、論理的にはそう自明ではないですね。

**加藤** おっしゃるとおり、議決権売買の一類型であって、かつ、買取の側面に限った話ではないというご指摘に私も同意します。株主の意思決定を歪める行為に関する規律に関する部分は、第2原則で株主の意思決定に依拠するという立場を採用するための1つの条件として考えられているように思います。ただ、企業買取法制の目的は、企業価値を最大化できる可能性が高い人に、企業の支配権が移転できるようにするというものであり、このような判断を株主がどのような形で行うことが目的達成のために望ましいかについて、制度設計の選択肢は色々があると考えています。また、株主の意思決定を歪める行為に関する規律も、企業買取の局面とそれに限らない一般的な話では取扱いが異なるべきとの考え方もあるような印象も持っています。なかなかすっきりとした結論は、私も今は出せておりません。ただ、企業買取の局面でも、買取が成功した場合に株主が得られる対価を明示した上で委任状勧誘すれば足りるように思われ、賛成票を増やすために一部の株主に買取の対価とは別の形で金品を交付することを認める必要があるのか、疑問もあります。その一方で、委任状勧誘において買取者が株主に行う金品の交付も買取の対価の支払いの一類型であると位置付けることができるのであれば、そのような手段に対する評価は変わってくるようにも思います。このような観点からは、田中さんが言及された意見のような考え方も、あり得るかなと、今、お話を伺っていて思いました。結局、企業買取の局面で株主が議決権行使という形で行っているのは、買取に賛成するかどうかの意思決定ですよ。このような局面で、株主の意思決定を重視するという立場を採用するために、どのような条件が必要なのかを詰めていかねばならず、今後の実務の発展も踏まえて、研究を進めていく必要があると考えます。

**藤田** 企業買取行動指針では、買取者について、ここの記載を落としたりすると、対象会社と買取者でバランスが取れていないじゃないか、それこそ買取者のやりたい放題じゃないかという声が出るおそれがあり、落とすのは非常に抵抗があったのかもしれない。ただ、突き詰めた時に、お金の出どころが対

象会社か否か——会社財産を使って議決権行使に影響を与えるか、自腹を切って同意と取り付けてよいかという話は、論理的には性格が違うので、単純にパラレルに並べることに疑問の余地があるのはそのとおりだと思います。ただ企業買収行動指針にはいろいろ書かれていますので、対象者側がどうしてこういう規制が必要なのか、こういう行為が行われるとどんな望ましくない結果につながるかという分析を研究者の側で、今後理論的に整理する必要があるのかもしれない。ただ、これもここだけの話ではなく委任状勧誘一般の話なのかもしれない。

**飯田** 今の点ですけれども、一般論として非常に難問だということに賛成ですけれども、この行動指針との関係で考えると、第2原則の株主の合理的な意思を尊重するということから理解できるように思います。つまり、第2原則という株主の合理的な意思は、基本的には企業価値ひいては株主共同の利益を高めるような買収には賛成し、そうでないものには反対するということが前提にあるところ、議決権行使や委任状勧誘の時に金品財物の交付が行われると、その前提が崩れてしまって、株主意思確認総会における株主の投票行動が金品財物によって歪められてしまい、具体的な株主の投票行動を見ただけでは、株主の合理的な意思が何であるのかの判定が難しくなるといえるので、企業買収行動指針の体系の中では一応理解できる立場であるような気がします。ただ、これがその他の場面や、解釈論の一般論として波及していくような話ではおそらくない気もしますし、残された課題もあることは全く同感です。

**藤田** ありがとうございます。もっぱら第2原則の確認の仕方の容易さ、明確さととの関係では、買収者と対象会社を同列に並べてもおかしくないという議論もあるかもしれませんね。そういう説明の可能性も含め、どう理解すべきかは、意外に重要な論点として残るかもしれないという印象を持ちました。

## 5 買収への対応方針・対抗措置： 企業買収行動指針第5章，別紙2，3

### (1) 買収への対応方針・対抗措置に関する考え方

#### 基本的スタンス・過去の指針との関係

**藤田** 最後に、買収への対応方針・対抗措置、指針の第5章及び別紙2，別

紙3について検討します。まず本指針の基本的なスタンスは、2005年の買取防衛指針や2008年報告書と同じなのでしょう。いくつか気づいた点を挙げますと、今回の行動指針では取締役会の買取者に対する交渉力を高めて、よりよい条件を引き出すツールとして使えるとの指摘があります（行動指針5.1第2段落）。日本の買取で、買取への対応方針（買取防衛措置）にそういう機能があるかどうか1つの論点ですけれども、従来の指針ではあまり強調されていなかった気がします。また、先ほど少し引用しましたが、「買取への対応方針は、制度的な枠組みとは異なり、会社の発意で選択的に（同意なき買取においてのみ）用いられ、その設計主体が会社であるという特徴がある。このため、構造的に、経営を改善する余地が大きく買取の経済的意義が発揮されやすい企業において用いられるおそれや、買取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。買取への対応方針について株主意思の確認や時間・情報・交渉機会の確保を目的とする場合でも、会社の姿勢次第では、当事者にとって中立な手続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。」（行動指針5.1第2段落）と書かれています。対応方針の平時導入については、透明性を高めてよいという意見がある一方、具体的な相手もない段階では意見表明も賛成も見えないという、ややどっちともつかずの両論併記のような書き方がされてます。2005年の買取防衛指針は平時導入に関するものでしたが、今となってはスタンスが変わってきているかもしれません。このあたりについて、何か感触があれば、自由にご意見いただけないでしょうか。

**石綿** 対応方針・対抗措置に関する記述を定めるにあたっては、必ずしも2005年の指針を踏襲しているわけではないと理解しています。2005年の防衛指針の中で、現時点で見直して、適切でないものは一部軌道修正を図っているところもあります。もう1つは、ご承知のとおり、平時に導入する場合の要件を定めたのが2005年の防衛指針で、今回は、平時に対応方針を導入する場合のみならず、対抗措置を有事に発動する場合まで含めて適用対象にしていると理解してまして、そういう観点からも、修正というか、新たな記述が加わっているということかと思います。例えば、2005年の防衛指針において求められていた事前開示の原則は必須のものではないと書いてあると思います。それ以外にも、最近の状況を踏まえて、いろいろな記述が入っているところです。

**三瓶** 従来の平時の買収防衛策導入について、2005年の買収防衛指針、2008年報告書の当時も交渉力を高めるプラスの面もあるよと記憶していますが、今回の指針にもまだそういう記載が見られます。機関投資家は、平時の買収防衛策が一般株主のためにより良い買収条件を引き出す交渉力を付与するとの説明については評価していないというのが現状だと思うんです。公正な買収の在り方に関する研究会の中でも、機関投資家側の意見は一致していると思いますけれども、平時導入についての理由・目的は非常に曖昧で、なぜ必要かについて説得力がなく、なかなか賛成し難いという意見で一致していたと思います。ただし有事の場合には、その時の具体的な状況に応じて考えますというのが基本スタンスだと思います。公正な買収の在り方に関する研究会の議論では有事について検討してもらえらんだったら平時についても検討してくれよと、もう少し柔軟な姿勢を見せてくれよという意見が、再三あったと記憶しています。しかし、そこはどうしても機関投資家側が、そういうわけにはいかない、必要ならば、その必要な時にいってくれということで、主張が平行線のままだったので、両論併記のようになっていると思います。その中で、「買収者・株主等の関係者の事前の予見可能性が高まる点が指摘される」という記載なんですけど、非常にポジティブな感じなので、ある企業の監査役と話をした時に、その方はここが一番目を引いたと言っていました。これを見て、これから企業側で再び、平時の買収防衛策を導入する会社が増えるんじゃないかとその方はおっしゃっていました。私は、まさかそうかなと思ったんですけど、そうおっしゃっていたのでその場で、平時の買収防衛策を再び株主総会にかけると今までどおり厳しく機関投資家からは反対の意見が出ると思いますよと伝えています。読み手によって捉え方がずいぶん違うと感じた一件です。

**角田** 財務のアドバイザーだからかもしれませんが、平時の買収防衛策が過去実際に役に立った経験はなくて、外国企業から非公式提案が来た際に、有価証券報告書にも書いてあったのですが、買手の外資FA本国チームに仕組みを英語で説明したら去っていったのが一つだけありました。株主構成とかそれ以外の要素もありますが、三瓶さんの望まないパターン提案そのものを諦めさせる防衛策になっていたかもしれません。この指針の後で、買収防衛策が機能するケースがあるのかどうか今考えているのですが、買収防衛策で交渉時間を買うというよりは、ホワイトナイトを呼んでしまって、そのホワイトナイト

が提案を真摯に検討している事実を公表してしまうと、たぶん株価が同意なき提案を上まわると思いますので、そうなってしまえばおそらく TOB が成立しないので、使わないで済んじゃうのかと。ホワイトナイトは嫌だ、単独路線のみという取締役会は絶対防衛のために使い続け、紙爆弾投下プロセスもあわせて使うっていうのはあるのかなと思います、株主意志の原則、株主の望むものと反するでしょうから、それもやりにくくなるでしょう。

**田中** 2005年の指針の時は、そもそもポイズンピルがわが国でも認められるのかどうか、争点になっていて、適切な制度設計をすれば認められるという立場を打ち出すことに、かなり重要な意味があったというか、その後の裁判例を指導するような意味もあったと思います。今回の研究会では、買収防衛策がどの範囲で許されるかということについて法解釈論を厳密に展開することは、ある意味、最初から断念していたと思います。そのようなことをしても裁判所に受け入れられる保証は何もないわけで、この程度のことをやっていれば許されるよということを責任をもって明らかにすることはできないわけですから。したがって、買収防衛策の許される限度を画すること自体を大きな目的にしていなかったという気がします。仮にそれをやろうと思っても、防衛策に対する本研究会のメンバーの意見は大きく異なっていたので、いずれにせよ、さまざまな意見を併記するようなことしかできなかったと思います。ただ、2005年の指針との違いは、本指針では、株主意志の原則をより強調していて、取締役会で対抗措置発動ができる場面というのは、あるとしても非常に例外的であるとの立場を出していて、これは別紙3の部分だと思うんですけども、そういう面が違っているところかなと思います。あとは、この指針を作ったそもそもの動機との関係で、あまり防衛策にフォーカスが当たってほしくないというのもあったのではないかと思います。やはり、根本は企業価値を高めるような買収を促進するということに目的があるので、買収防衛策にフォーカスすることによって、その基本的な目的を不明確にしたくないというのはあったと思います。他方で、この先は私見も入りますが、わが国では市場買付による買収なども自由であるために、素性のはっきりしない買取者による市場買い集めなどの方法で買取が行われるという現状もあるので、買収防衛策は全部ダメとすることもできず、実際に研究会メンバーの中には必要性を強く訴える人もいたので、そういう議論にも対応する必要があったので、補論みたいな部分を「別

紙」という形で設けて、そこではかなり詳しく議論しています。指針を作った側からすると、あまりここにフォーカスが当たってほしくないというのが正直な本音ではないかと思いますが。

**藤田** 別紙3で買収への対応方針・対抗措置の各論が詳細に書かれているのですが、ここでも、平時に株主総会決議を経て導入した場合に、有事に取締役会決議だけで発動できるか否かは、実は企業買収行動指針でははっきり書かれてないのですね。別紙3の1.(2)にそういう形で導入した場合に、緩やかな審査基準で判断した事例があると書かれているだけで、それ以上の記述は全くないので、平時導入について一般論では言及されているのですが、導入した場合に、有事にこれがどう機能するかは明示的には言及されないままになっています。

**田中** 私は、研究会で、解釈論を一生懸命書いても無駄だろうと発言しました。裁判所に受け入れられる保証もないわけで、法律論について権威をもってなにかいうことは元々できないのですから。研究会では、せいぜい、裁判例は大体こうなっていますくらいのことを述べるだけでいいのではないかという意見を述べました。

**藤田** このあたりも実は公正な買収の在り方に関する研究会の委員の間で温度差がありました。私は、ハードローと矛盾するような指針を作っても無視されるだけだろうから、裁判所にいったらおそらくこうなるであろうということを前提にした整理はしてもいいが、裁判例は正しくないから変更することを誘導しようといったスタンスはやめたほうがいいのではないかということを示しました。そうすると解釈論にコメントしすぎないという姿勢にもつながるのですが、指針のスタンスはそうなのかもしれません。2005年の買収防衛指針は、およそ買収防衛策なるものが存在せず、当然のことながらハードローも存在しない段階でのゼロベースの議論であり、しかも目的は買収防衛策に対して一定の範囲で法的なお墨付きを与えようと意図とするものでしたから、いわば新しい解釈論の確立のための文書だったのに対し、今度の文書は役割も違い、自ずとスタンスが違っているのかもしれません。

**角田** 真摯な提案に取締役会がエンゲージすると決めたら、対象会社株の追加取得を禁止する stand still 条項付の守秘義務契約を提案先と結び、出てきた提案は単独経営維持、ホワイトナイトその他と比較の上で採否を決める。一方、



同意なき提案先とはエンゲージしないポリシーの企業には引き続き防衛策が役に立つ。真摯な提案をした買手にとって、対象会社が真摯に交渉に応じてあげるから、もしくは他も呼んでオークションを開始するから、守秘義務契約結んでくれ、デューデリジェンスと交渉の間は大人しくしてください、オークションのルールを守ってくださいといった際に、サインしないで問答無用でTOBを開始するという買取提案者もいないだろうという議論を別所賢作さんと研究会の場でしたことを思い出しました。

**加藤** 買取防衛策の役割も、その他の法制度、整備、実務の積み重ね等によって変わっていくと思います。たとえば、買取者から対象会社が情報を引き出すという点については、企業買取行動指針においても、買取者側の行動規範として、ある程度情報開示をすることが望ましいということが示されました。その結果、これまで買取防衛策が担ってきた役割の一部が、すでに企業買取行動指針によって代替されていると思います。その一方、田中さんがおっしゃった市場内買付の話は残された問題であって、これがたとえば公開買付け規制や大量保有報告書の改正でどこまで手当てがされるかということで、今後の買取防衛策の役割も変わっていくと思います。

## (2) 株主意思の尊重

**藤田** 総論的な話はこのあたりでよろしいでしょうか。続けて、多少、具体的な要件論について議論したいと思います。対抗措置の発動が株主の合理的意思に依拠しなくてはならないということ自身は、過去の指針でも共通だったのですが、今回の行動指針の特徴の1つは、株主の意思を要求するスタンスが強化されたようにも見えるところです。何度か申し上げましたように、今回の行動指針では、株主総会の勧告的決議による承認、事後承認の可能性も認める反面、対抗措置を導入・発動することを積極的に承認する株主の意思表示を要求していて、過去の指針では容認された株主が廃止する機会さえ確保していれば、株主の合理的意思に沿うものであるとしたスタンスは修正しています。ニッポン放送事件決定（東京高決平成17年3月23日判時1899号56頁）が例外的に取締役会限りの対抗措置の発動を認める類型も、「明示的な株主の承諾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」といった理由づけで説明しようとしていて（別紙3の1.(3)b)), 株主意思への依拠を

より強く求めようとしているように見えます。これは裏返していうと、アメリカ型の買収関係のルールと明らかに一線を画す日本的な買収ルールの確立ともいえるのかもしれません。2005年の段階では、まだアメリカ的なルールへの発展の可能性も残っていたのですけれども、今回の指針では、アメリカとは全然違った明示的な株主の意思表示に依拠した対抗措置という方向に舵を切ったようにも思えます。このあたりの評価も含めて、ご意見をお願いします。

**石綿** 意識的に米国型の買収法制から離れていこうとしたのかはわかりませんが、大きかったのは、日本の裁判所が一貫して株主意思を尊重するという判断を示してきているということかと思います。この日本の裁判所の姿勢を所与のものとして受け入れざるを得ないとして、この指針が作られたということかと思っています。

**藤田** どうもありがとうございます。公正な買収の在り方に関する研究会での議論はそのようなものと理解してよろしいですかね。

**三瓶** 石綿さんがおっしゃったとおりだと思うんですけど、海外の投資家からもいわれるのは、米国や英国は、取締役会の過半数が独立社外取締役であるから、そこで少数株主のことを充分考えた上で判断してくれるという一定の信頼があるのに比べ、日本ではまだそうになっていないので、やはり直接株主意思を確認するんだというところを彼らも求めています。そうした意見を代表してICGNはパブコメに対するコメントレーターにもそうした意見を書いています。取締役会の体制・構成が英米のようになれば、たとえばアメリカと同じような買収法制も考えられるのかもしれないのですが、現状では明示的な株主意思に依拠することをより尊重する方向にいかざるを得ないということなんじゃないかと思っています。

**角田** 私も同感で、過去にたくさん裁判例があるので株主意思を超えられませんし、一方でイギリスみたいに取締役会限りでの買収阻害行為を禁止もしていないので、取締役会の決定を株主意思で事後確認になるのかと思います。社外取締役の量と質で信頼を得られるか、得られた上で再チャレンジですかね。今は許される範囲内で防衛策をやっていく、ただ、今回の指針としては、真摯な提案は防衛策で追いつくのではなくエンゲージする方に重きをおくことのかなと理解していました。

**藤田** ありがとうございます。認識は、皆さん共通なのですかね。研究会の

段階では若干議論があつて、ニッポン放送事件の認める例外も事案の特殊性から相対化するべきであるという意見が何度か繰り返し述べられましたし、アメリカの判例のように取締役の独立性を高めることで取締役会限りによる発動を認めるべきだという意見もありました。さらには判例をリステイトするだけでなく判例を変えて導いていくことも目指すといった意見もあったのですけれども、基本的に現在の裁判所の姿勢を下敷きに指針は書かれたということですね。

### 利害関係者以外の過半数を要件とする決議

**藤田** 研究会における論点として最も議論されたのが、利害関係者以外の過半数を要件とする決議の是非です。行動指針では非常に限定的にしか認められないと書かれているのですが（別紙3の1. (3)a)), そのこと自体への賛否があるでしょうし、さらにこの行動指針を前提とした場合に認められるのはどのようなケースなのかが問題になります。また、金融庁の「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」において金商法の改正が、今まさに議論されているところですが、仮に公開買付規制が市場買付にも適用されるとなった場合、その規制が遵守される限り、こういう決議による株主の同意の取り方は基本的に認められなくなるのか、それとも、そういう金商法の規制の改正にかかわらず、たとえば20%程度の市場買付であっても、こういう決議で株主意思を確認し対抗措置をとることを認める余地があるのか等の解釈が問題になります。さらには、すでに問題となっている、シティインデックスイレブンスによるコスモホールディングスの買収では、大規模買付行為等に関する対応方針について利害関係者以外の株主の過半数による承認を取っております。シティインデックスイレブンスなどの議決権を加えると決議は通らなかつたはずの事案ですが、この事件についてはどう評価されるかという問題があります。

裁判になったときに決議が支持されるか否かで、行動指針の評価も変わるかもしれないという意味では重要な事案ですね。シティインデックスイレブンスが、一般的にはあまり筋のよい買収者と思われていない可能性はあるのですが、それは別にすると、このような決議方法の範囲をできるだけ狭くしようとする行動指針の立場が裁判所で問われる面があるのかもしれない。

**角田** 三瓶さんに質問です。シティインデックスイレブンス以外の投票動向

を見ていても、持ち合いでも賛成投票できた株主分も考慮すると、相当程度会社側に対して厳しかった、厳しい投票行動を機関投資家はとったと思ったのですけども、三瓶さんから見るとどうですか？

**三瓶** そうですね。コスモにとっては厳しい投票行動だと思います。冷静に、大規模買付け者の固有名詞への先入観を持たずに考えれば、ちゃんと大量保有報告書もルール通り出して、1年以上時間をかけて少しずつ買い進んでいて、最初から重要提案行為をするといっている。買付者が主張している内容自体の明快さに対して会社側の説明の曖昧さというのも確かだし、機関投資家が冷静に受益者利益を考えれば充分に買付者側に賛成する余地があるだろうと思います。話題になっていろんな人が気にするのは買付者の固有名詞で、特定の名前だけが妙に特別扱いはされるんですけども、私が引かかるのは、客観的に見ると行動自体がそんなにおかしいわけではないのに買付者の固有名詞に対する嫌悪感など情緒的または空気に支配されるという感じがあることです。ご参考までに、2020年1月のオフィスサポートによる東芝機械(現、芝浦機械)に対する公開買付けのときは、2020年3月の株主意確認総会で公開買付けへの対応方針及び対抗措置について賛成し結局62%の賛成で可決されました<sup>(10)</sup>。私たちは2018年4月から東芝機械と直接エンゲージメントしていて、当時の経営規律の甘さへのダメ出しや社外役員・諮問委員会の活用期待、買収防衛策への反対、取締役会の実効性評価等について投資家の視点・考え方について説明し、議決権行使方針を説明していました。2ヶ月後の定時株主総会では、独立社外取締役を1/3選任し、翌2019年の定時株主総会では独立社外取締役過半数、買収防衛策を継続せず廃止にするなど徐々に形は整っていきました。オフィスサポート及びその共同保有者が保有目的として重要提案行為等を行うとして買い増しを進めていて、実際、大規模な自社株買いによる株主還元を提案しています。東芝機械に対してはもっとピリッとしたガバナンスをして、もっと事業も見直してくれないと困るなど思っていたけれども、大規模買付者

(10) フィデリティ投信の議決権行使結果は同社ウェブサイトにて公開されている。サマリー開示の「買収防衛策の導入・更新・廃止」に関しては通常「反対」していることが読み取れる。2020年1月-3月には2件の賛成があるが、これらは東芝機械の臨時株主総会の2議案(個別開示参照)である。

サマリー開示：[https://www.fidelity.co.jp/static/japan/pdf/disclosure\\_summary2006.pdf](https://www.fidelity.co.jp/static/japan/pdf/disclosure_summary2006.pdf)  
個別開示：[https://www.fidelity.co.jp/static/japan/pdf/disclosure\\_detailed2006.pdf](https://www.fidelity.co.jp/static/japan/pdf/disclosure_detailed2006.pdf)

が43%も保有する可能性があるけれど経営支配はしないといい大規模な自社株買いを提案をしたことについては、非常にやり方が悪いと思ったので、対応方針の賛否判断に非常に悩みましたけど、このときは有事の買収防衛策発動に関して賛成をしました。会社には、これで平時導入への回帰を認めるのではなく今回限りですよ、ここから先は以前から言ってる資本効率の改善、企業価値の向上をちゃんとやってくださいよ、と伝えました。それと比べると、今回のコスモ側の対応に問題があるんじゃないかなという感じがしますね。ですから、シティインデックスイレブンスによる25%未満の保有で経営に睨みを効かせるほうが経営が改善してよいと思えば買付者側に素直に賛成するんじゃないでしょうか。

**藤田** ありがとうございます。この報告書は、利害関係者の議決権を除いた過半数による決議を株主の合理的意思と考えてよいかということについて、かなり限定的に理解していて、ただ、研究会の議論では、3つ指摘があったと紹介しています（行動指針注79）。指針のスタンスを前提としたら、コスモホールディングスの決議はかなり微妙ですかね。

**田中** よろしいでしょうか。まず、行動指針に関して、MoM決議については、「非常に例外的かつ限定的な」場合のみ認められるべきという言葉が入っているわけなのですが、これは、あるいは公開買付規制が近く改正されるということも念頭に置いて、こう書いているのかもしれませんが、少なくとも、市場買付けが自由にできる日本の買収法制の下では、東京機械製作所みたいなケースは、この先何度でも起こる可能性があるわけです。実際にも2021年から2022年ぐらいにかけて、単独または複数で——必ずしも共同保有者であるかどうかわからない、そう判断できるほどに素性が開示されてないのでわからないんですが——市場で株式を買い上げていくというものもあり、その中には、実際に経営権取得に成功しているものまであるわけです。東京機械のような事件が、この先起こらないといえるならともかく、いえない中で、MoM決議は「非常に例外かつ限定的な」場合のみ認められるなんてことをどうしていえるのかと思ったわけです。私としては、この部分の脚注79の中で、MoM決議はこういう場合には認められるという指摘があったという記述が入ったので、それならいいかなと思ったんですけども、もしもそういう指摘もなく、単に、「非常に例外的かつ限定的」な場合だけ認められるといった表現だけが入ったとすれ

ば、私はこの指針には賛成できなかったです。もともと市場買い集めについては、ヨーロッパ諸国では、そもそもそのやり方だけで経営権を取得することは法令上できないこと(原則、全株式対象の公開買付けが必要)になっているし、アメリカの場合も、取締役会の決議によって、東京機械製作所の事例よりもはるかに低い閾値でポイズンピルを導入し、買収の試みを一旦止めることができ、むしろ買収者の側が委任状勧誘戦を仕掛けて、取締役は交替させることを求めるようなシステムになっています。そういった対応を何もすることなく、単に、MoM 決議は「非常例外的かつ限定的な」場合だけ認められるなど、どうして言えるんだろうかと思います。その上で申し上げますと、市場買い集めの強圧性という現象は、会社を部分的に買収して経営支配権を取得した者が、搾取的な経営をする、つまり自分の利益にはなるけれども、対象会社の利益にはならないような経営をする恐れがあるときには、対象会社の株主としては、そんな会社の少数株主たちに残っているよりも株を売ってしまおうという判断になる恐れがあるという話ですので、それは、市場買付による経営支配権取得に関して一般的に起こり得ることだと思います。MoM 決議というのは、決して市場買付による買収をやってはいけないということではなくて、対象会社の利害関係のない株主が買収に賛成していれば、対抗措置は発動できなくなって、そのまま買収が進められるということですから、MoM 決議による対抗措置発動に対してネガティブに考える必要は必ずしもないと考えています。

**藤田** 一般論はそうだとすると、コスモの事件ですと、総会までには株式取得は行わないとコミットしている事情が一応あります。ただ、強圧性のない形で全株式取得しますとは約束していないので、少数株主として残る可能性は残っていて、さしあたり総会までは買いませんとしかいっていない。そういう場合に、この決議の取り方で、防衛策は発動っていうのは正当化できるのでしょうか。買収者の属性等はおいておくとして、こういう約束はあまり関係ないのでしょうか。

**田中** 最も基本的な問題としては、どの程度の閾値であればこういうものをやっていたかという話です。コスモの事例では、閾値が20%なわけですよ。この点で、すでに(3分の1を閾値としていた)東京機械製作所事件とは違っています。20%という閾値は、アメリカのポイズンピルと比較すれば低いわけではない、むしろ通常でありますけれども、アメリカと同じことを日本でやっ

ていい保証はないので、この低い閾値では、それだけで許されないという考え方もあり得ると思います。ただ、3分の1取得しなくても、20%の取得だけで、多くの場合は経営に相当程度の影響力を与えることができるのですから、そこを閾値にして防衛策を導入してもよいようにも思います。ここの点が、まずは争点になるだろうと思います。それから、コスモの事件では、20%を超える取得といっても比較的僅少、確か4%程度の追加取得を求めているのだと思いますが、こういう、閾値を超えるがそれはわずかだということをどのように評価するかという問題があると思います。それ以上に取得しないことを将来的にもコミットするというならともかく、一定の期間はそこまでの取得にとどめますよというだけの場合、その期間を過ぎれば、まだ株式を買い増していくという形で、サラミソーセージを切っていくみたいにだんだんだんだん株式を買い集めていくことができるので、コミットメントをした場合には、それが一体いつまで続くのかという観点も考える必要があり、ただ単にある期間中買わないというだけだと、それが理由で、こういった対抗措置発動が許されないとは、必ずしもいえないのかなと思うんですけども。

**飯田** コスモの件は、市場買付けだけで20%を超えて事実上の支配権をとろうとする買取スキームには強圧性の問題がありますから、私見は、最近の判例法理と異なり、取締役会限りでの対抗措置の発動も認められ得るという立場ですし<sup>(11)</sup>、東京機械製作所事件の東京高裁（東京高決令和3年11月9日金融・商事判例1641号10頁）の総合考慮の判断枠組み（「株主総会において、株主の一部につき議決権の行使が制限されている場合、当該株主総会の性質、目的、制限を受けた株主の持株比率、そのような制限がされた趣旨、当該株主総会においてとられた手続や議論の具体的状況、議案の賛成率等を踏まえて、会社法308条1項本文（一株一議決権の原則）、309条1項（普通決議の決議要件）の各規定の趣旨に反するか否かを検討して判断する」という枠組みのこと。）を前提としたとしても適法と認められる可能性はあると思います。また、客観的な事実としては、その後、大規模買付の趣旨説明書が提出されています。対象会社側の招集通知の補足資料によれば、対抗措置の定める手続に従って買い増しする場合に対抗措置を発動するときは、もう一度、株主意思確認総会を開催する

(11) 飯田秀総『企業買取法の課題』（有斐閣、2022）35頁。

ようです。ですので、この手続の流れで事態が推移して行くのだとすると、仮に現時点で決議の無効とか不存在とかの確認の訴えを提起したとしても、確認の利益が否定されるように思います(東京地決平成26年11月20日判時2266号115頁参照)。それはさておき、企業買収行動指針の別紙3の1.(3)a)については、私も田中さんと同じ意見で、「非常に例外的かつ限定的な場合に限られる」と書かれていますけれども、市場だけで買い上がっていく場面はかなり広く対抗措置の発動が許容されるのではないかと私は考えています。公開買付けの部分買付けの場合も、予告TOBの形をとっておいて、対抗措置にかかる株主意思確認総会の基準日までに、市場で買い集めてしまえば、市場内の買い集めだけの場合と同じ問題になりますから、「非常に例外的かつ限定的な場合に限られる」というのが一般論としてどこまでいえるのかは判例法理としてはまだオープンだったのではないかと考えていました。東京機械製作所事件の判例が1つあるだけであって判例法理が不確定の状況のところ、企業買収行動指針としては対抗措置が認められる場面を狭くしようとする趣旨があったのではないかと思います。先ほども少しいいましたように、ニッポン放送の事件の位置づけもそうですが、企業買収行動指針では、既存の判例法理の内在的な論理を単にリステイトメントするだけにとどめるのではなく、一定の立場から再構成して判例法理を位置づけることをしていると思います。企業買収行動指針の作成に当たっては客観的に書こうと努力されたことはもちろん承知しているんですが、判例法理が必ずしも明確でないところに一定の立場を打ち出したものといえるように思います。したがって、企業買収行動指針から認められる範囲がどこかという問題も、指針の体系からするとどこまでロジカルにいえるかという回答の仕方はあると思いますけれども、裁判になったときには、その回答がそのまま採用されるのかどうかについては賛否両論あり得るような印象です。ちなみに、私見の視点から読むと、企業買収行動指針の第2原則の株主の合理的な意思の尊重でいうところの「株主」の意味が買収提案を受ける具体的な株主たちを指しているとするれば、買収者を除いた株主の合理的な意思が重要であり、利害関係者以外の過半数を要件とする株主意思確認総会決議でその株主の合理的な意思が確認できるという議論も成り立つように思います。論理的には、企業価値を上げる買収者もいれば、下げる買収者もいることは第1原則でも想定されていて、もしも企業価値を下げる買収者が株主でもあって、その



買取者が株主としてその買取に賛成したからその買取が第2原則によって正当化されるとしてしまっただけでは、第1原則と矛盾してしまいます。このような読み方からは、「非常に例外的かつ限定的な場合」という限定は、「このような決議に基づく対抗措置の発動は濫用されてはならぬ」という原理からの制約ということだと理解することになります。この制約の範囲が具体的にどのような場合を指すのかをロジカルに導くのは難しく思いました。企業価値を上げる買取者であるのに、対象会社取締役が対抗措置の発動を濫用する事態が好ましくないとの評価に私も全く異論はありませんが、そういう買取者ならば強圧性を排除する工夫をした買取手法で買取提案をすればよく、そのような工夫をした買取提案の場合に利害関係者以外の過半数を要件とする株主意思確認しかされていない対抗措置の発動を裁判所が認めることは考えにくいように思います。

#### 【追記】

2023年10月24日、コスモエネルギーホールディングス株式会社は、臨時株主総会を招集し、対抗措置の発動に関する株主意思確認を普通決議（大規模買付者ら及び対象会社取締役も議決権行使が認められる）によって行うことを公表した（「大規模買付者による当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果確定及び対抗措置発動に関する当社臨時株主総会における株主意思確認の議案上程についてのお知らせ」（2023年10月24日）参照）。

#### 立法により市場買付による買取が規制された場合

**藤田** 今の飯田さんのお話からすると、仮に市場買付についても金商法上の公開買付規制が適用されるようになり、閾値が3分の1あるいは30%程度とされた場合どうなるのでしょうか。たとえば2割市場取得する場合にも、対抗措置をとるために買取者を除く議決権で承認決議をとることを認めるべきなのでしょうか。

**飯田** 金商法が改正された場合の仮定の話の中での場合分けをする感じになるのですけれども、3分の1ないし改正されて引き下げられた場合の一定の閾値が、全企業に対して一律にそれで割り切るという強い意思決定が金商法改正のほうで仮にされて、閾値以下の取得については支配権の変動に関わらないか

らより簡易な規制のみを及ぼすというイギリスの制度(UK, The Takeover Code Appendix 5の規律する tender offer)のような割り切りが行われた場合には、その改正後は閾値を下回る水準をトリガーとする対抗措置については、利害関係者以外の過半数を要件にする決議では正当化しにくいという話になるのではないかと思います。逆に、閾値の基準というのが会社の状況によっても違おうし、会社の規模などによっても違うので、一律な基準の設定は難しいけれども強行法としてどこかで線を引かないといけなから、一定の線を引いたというのとどまるのであれば、閾値を下回る場合でも支配権の変動に関わる場合はあることは金商法も想定しているといえることもあり、閾値を下回る水準をトリガーとする対抗措置について利害関係者以外の過半数を要件にする決議で正当化できる場合はあるように思います。

**藤田** ありがとうございます。たとえば2割超えた途端に議決権がなくなるというリスクを負うとなると、事前取得もしにくくなる可能性があるあたりが気になるころではあります。3分の1を超えて市場買付で買い上がるのが規制されたあとは、どう規律するがいいのでしょうか。

**角田** 部分買付だから対抗措置を使えるという点では、確かシティインデックスイレブンスでも全株取得で成立した案件もありましたね。

**藤田** 日本アジアグループ事件は、そもそも最初、経営者とカーライルが組んでキャッシュアウトを計画して、それをはるかに上回る値段でシティインデックスイレブンスが公開買付をかけた。それを特別配当で挫折させた後、再度公開買付がかけられるのを取締役会の承認だけによる差別的新株予約権の無償割当て止めようとしたという事件でした。前哨戦そのものがかなり裁判所の心証を悪くした上に、取締役会決議だけで防衛策の発動を断行しようとしたという、二重三重の意味で、対象会社の振舞いに問題があった例で、直ちに参照できるものではないのかもしれないけれども。

**田中** 今回の指針は、買収防衛策に対して非常に株主意思を強調して、取締役会の決議だけで対抗措置を発動するのはダメだし、MoM 決議が認められる場合も非常に例外的・限定的だといってるわけですけど、これは裁判例の一般論からはそう見えるかもしれませんが、子細に検討した時に、こんなふうに単純化してよいのかという疑問は持っています。特に、ニッポン放送事件を引き合いに出すことについては、ニッポン放送事件はあくまで第三者割当増資で

あって、問答無用で敵対的買取者の持ち株比率を引き下げて、取締役がよしとする第三者に支配権を取らせるというはっきりした目的があったものです。ニッポン放送事件決定自体が、本決定は、日本においてライツプランを導入することを排除するものではないという趣旨の判示をしています。実際、アメリカのライツプランが行っているように、取締役会が、閾値を明示して、この閾値を超える株式取得について発動しますということを事前に開示した上でライツプランを導入し、買付者は、裁判をすることのほか、株主総会で委任状勧誘戦を仕掛けて取締役を交代させ、ライツを消却させて買取を進めるという道が残されている中で、買付者が閾値を超えた株式取得を行い、それに対して取締役会がプランに基づき対抗措置を発動した、という場合に、日本の裁判所が、ニッポン放送事件決定と同じ要件の下に対抗措置の適否を判断するかは、まったく未知数だったと思うのです。そして、取締役会決議によるライツプランの導入・発動をしたのが、日本アジアグループ事件ですけれども、その事件も、事案の詳細を見れば、裁判所は、取締役会の決議で導入・発動をしたということだけを捉えて違法にしたわけでは必ずしもない。この事件では、市場内買付けによる株式取得は一定限度までで、その後は、全株式を対象とする公開買付けをするということを予告しており、裁判所は、このことで強圧性がかなり減少しているということ、対抗措置発動が許されない理由の一つにしています。また、いま藤田さんがいわれたように、この事件では取締役会による防衛策導入の意図に疑わしいところがあるので、仮にこの事件が米国デラウェア州で起きたとしても、ユノカル基準の下で防衛策の必要性が否定されて違法とされてもおかしくないケースでした。このような、事案の諸事情が全部無視されたまま、市場買い集めであっても取締役会決議では対抗できないという部分だけが、一般論として拡大していったような感じがなきにしもあらずだと思います。実際、東京機械製作所事件後も、市場買付けなど（構造上）強圧的な買取に対しては、米国デラウェア州と同じように、取締役会の決議によって対抗措置を発動することもできるという見解も出されており<sup>(12)</sup>、私は、少なくとも現在までの裁判例の下で、その見解が排除されているわけではないと考えています。

それと、もう一つ申し上げたいのは、MoM 決議ができるとしても、それはあ

(12) カーティス・ミルハウプト＝宍戸善一「東京機械製作所事件が提起した問題と新 J-Pill の提案」別冊商事法務編・新しい防衛策の考え方（別冊商事法務 470 号、2022）156 頁、167 頁。

くまでも対抗措置発動のための勧告的決議についてです。法定の株主総会決議については、当然、議決権を排除できませんので、委任状勧誘戦によって取締役を取り替えるという道は常に買付者には開かれています。別に、防衛策の閾値に達した途端に買付者の議決権が消えてしまうということではない。そのことは、防衛策の適法性判断においてやはり重視されるべきではないかと思っています。

**三瓶** コスモとシティインデックスの件なんですけど、まず確認しておきたいのは、これは定時株主総会で発動についての権限を取締役に与えるという決議ですよ。方針ではなくて、発動そのものだと思います。シティは1年間かけて20%まで議決権を取得して、それで株主総会前にはそれ以上買わない約束をした。1年間かけて20%取得する間に株価は91%上がってるんです。買い増しの状況はルール通り大量保有報告書で報告されているので、マーケットはよくわかっている。その意味で急速な市場内買付けということでもないし、検討時間が足りないということでもない。買付者が対象会社との約束を守って20%以上買わなかったが、定時株主総会で(MoM)決議により買収防衛策の発動についての権限が取締役に与えられたというのを経て、今度は大規模買付をしますよといっているわけです。それで大規模買付を上限まで行なったとしても議決権割合は24.56%だといっているんですね。

問題なのは、いま金融庁で議論している公開買付けの閾値のところで、なんとなく30%ぐらいがちょうどいいという議論になっていますが、私はなにか20%と30%の間に妙な空白があるなと思っています。先ほどのシティの件でも経営支配権の取得と見なされるところまでは買わないようにして、手前でやめておく。ただ、実効的にはかなり影響力があるのは確かなわけですね。なんだかんだ影響力を持つことは出来てしまう、責任を伴わない影響力が放置されているので、私は閾値が20%とかまでいければいいなと思っています。20%未満だったら持分法適用にもならないし、やはり20%以上から考慮すべきことが変わる区切りなのではないでしょうか。しかしいきなり今の3分の1から20%にするのはやりすぎだみたいな意見もあるので、なかなか難しいのでしょうか。この20%から30%か3分の1までの空白地帯がある限りは、買収者が経営支配権を獲得しようとしているのではありませんといいつながら、大株主としては言いたいことを言って影響力を持つことは起こり得て、こういうのが放置され

るのはそれでいいのかと、非常に不安定な状況だと思っています。

**藤田** 一般論として、こういう議決権排除が適切かどうかということと、市場買付による買取はどのくらいネガティブに評価されるべきかという話とがまざって、それに加えてこの事件固有の事情として、比較的時間をかけ、さまざまな宣言しながらやってきた買取者であっても、議決権を与えずに株主の意思確認をすることがどこまで正当化されるのかという話がある。いろいろ次元の違う問題ある気もして、この報告書の一般論としていっていることがよいかどうかの話とまた別に、この事件についての評価というのはあるのかもしれませんが。買取者の属性が余計話をしにくくしている面があるのですが、金商法の改正がなされた場合に、こういう決議がどの程度許されるかは気になるところです。このあたりが曖昧になっていると、ある程度議決権を取得してしまうと買取への対抗策について意見が言えなくなるのもちょっと気持ち悪い気持ち悪いです。

**田中** 昔、事業会社同士の資本提携でトラブルになったケースについて相談を受けたことがありました。その事件では、資本提携で相手方の株式を20%持っている側の経営者が、20%取っておけば、他社との提携とかもブロックできるから、あとはだんだん木の実が熟して落ちてくるように、結局、相手方を支配できるようになるだろうみたいなことをいっていたらしいです。そういう話を聞いて、やはり上場会社では、20%はかなり大きな持分ではないか、特に他社による買取とか、他社との資本提携をブロックできるという形の影響力が結構大きいのではないかと思います。これはもちろん、対象会社の株主構成(他に大きな持分を有する株主がいるのかどうか等)にもよることではありますが。そういう意味でいえば、東京機械で出てきた3分の1という閾値に、必ずしもこだわる必要はないのではないかと思います。今後、事業会社の買取だけでなく、アクティビスト達がウルフパック(協動的な株式買い集め)によって、対象会社株式を10%とか15%とか取りに行こうとするときに、アメリカだと、いわゆる対アクティビスト・ピルとして、閾値10%程度のポイズンピルが導入され、裁判所もその効力を認めている中で<sup>(13)</sup>、日本はそういうものに無防備でいいのかという議論が起きてくる可能性はあると思います。

(13) Third Point LLC v. Ruprecht, No. 9469-VCP, 2014 Del. LEXIS 64, 2014 WL 1922029 (Del. Ch. May 2, 2014).

他方で、今後、公開買付規制が改正されて、市場買付についても規制対象になるとすると、東京機械事件で行われたような、あからさまな市場買付による買収というのは規制されることになります。そうすると、閾値が3分の1か、あるいは改正でちょっと引き下げて30%ぐらいなのかもしれませんが、30%未満のところはもう自由に買い集めをさせる。それが経営の規律を高めるゆえんだからいいという考え方もあるでしょう。他方、もう1つの考え方としては、公開買付規制で定める閾値よりも低い閾値防衛策を導入してもいいんだけど、しかしそれは株主総会の普通決議で全株主に議決権を与えた上で普通決議によって承認されない限りだめであるというふうにして、あとは投資家の判断に委ねるということが、可能性としては考えられると思います。私は、株主が合理的に判断するなら、それが最善ではないかと思っていますが。おそらく今回の金商法改正では、防衛策が許される範囲のようなことは議論の対象にはならないし、金商法にそういうルールを取り込めない。このあたりは引き続き解釈問題ということになってくるのではないかと思います。ちなみに、自分でルールを作るとしたら、閾値を20%にしてそれ以上の取得については強制公開買付規制の対象にする、ただし、定款でオプトアウトできるというルールが自分ではよいと思っているんですけども。その上で、強制公開買付規制の閾値未満の株式取得に対する防衛策は禁止することが望ましいと思っています。ただ、今回の金商法改正でそういう規制が実現する可能性は少ないかなと思っています。

**藤田** 20%持つと相当影響力が持てることもあって、対抗措置の閾値が通常20%になってることにも違和感ないのですが、対抗措置を発動を正当化する株主の意思確認に際して、買収者の議決権をカウントしないで足りるというルールが20%を超えた取得でトリガーされてしまうのかという点はよくわかりません。30%以上の議決権取得は基本的に市場買付できなくて、20%~30%の間は防衛策の必要性を株主に承認してもらえれば認めてもよいが、その際は通常の普通決議で同意を取ってくださいというのも、ありうる判断かなという気もするんですけど、このあたりが全部個別判断となると、安定性を欠く恐れがある気もしています。

**田中** 閾値を超えて株式取得をする際に、利害関係のない株主の承認を必要とするという制約を課すことは、英国において部分公開買付けをする際のルー

ルとして採用されており（Takeover Code, Rule 36.5）、それほどおかしなものではないと思います。現在、審議されている公開買付規制の改正により、そのようなルールが採用される可能性もあります。ただ、仮に公開買付規制が改正され、法定の閾値（現行法によれば3分の1）を超える部分買付けについてそうしたルールが採用されたとすれば、その閾値以下（たとえば20%）の取得について、対象会社が防衛策を用いることにより、買付者に対して同じような制約を課すことは認められるかどうか。そのような制約を課すこと自体は認められるけれども、そのためには、予め株主総会の承認（MoMではなく普通決議の承認）を経た上でなければならぬものとする、という考え方はありうると思います。

**藤田** 3分の1あるいは3割を超える市場内買付けが金商法で規制されるようになった場合、この指針と合わせてどういうところで落ち着くか、意見が分かれるのでしょうか。法に反する取得の場合には、法律上当然にそれで議決権が停止するわけではないが、買収者の議決権を排除した決議をすることが正当化される。これに対して、金商法の閾値を超えない取得だと、基本的には買収者の議決権を排除した決議は、合理的な株主の意思確認とはされないのか、それとも、たとえば20%以上の買付であれば合理的な株主の意思確認とはされ得るのかは、現段階ではよくわからないということですかね。

### (3) 必要性・相当性

**藤田** 最後に、対抗措置の必要性・相当性についても行動指針で触れられています。ここも従来の指針から少し変わったような気がしています。相当性の判断については、損害回避可能性、損害軽減措置、損害予見可能性の3つの相関による判断と書かれています。2008年報告書では、損害回避可能性があれば基本的に問題ないとしつつ、それに代わる説明として、予見可能性があれば危険の引き受けとして正当化する余地があるという注が付せられています（3.(3)②(b)）。したがって損害軽減措置、つまり買収者の損害をできるだけ軽くしてやる措置は言及されていなかった。2008年報告書は、基本的にブルドッグソース事件が出て、現金を交付しないと相当性を欠くかのような意見に対して、そんなことありませんと宣言することが動機だった可能性もありますが、今回の指針の書き方は損害軽減措置も入れたほうがよいというニュアンスははっきり

り出ていると思うのですね。このあたりは2008年報告書からニュアンスが変わったと理解してよいのでしょうか。たとえば予見可能性がある以上、危険の引き受けにより当然に相当性を満たすとはならないというくらいはいえるのでしょうか。

**飯田** おっしゃるとおりだという感触です。2008年報告書と比べて、買取者への損害回避をさせるような何らかの手段を講じておくのが望ましいというスタンスが、より明確に打ち出されたのではないかと思います。また、日米比較でいうと、アメリカのポイズンピルだとこのような損害軽減措置はないわけですが、日本だと対抗措置が発動されてから裁判で争うということにならざるを得ないので、損害軽減措置がないとバランス的にもおかしいということになると思うので、理論的にも一定程度正当ができるようには思います。裁判で争うタイミングとの関係からいくと、こういう措置が入っているのは、全体としてみて合理的といえると思っています。

**藤田** 第二新株予約権は、典型的には、すぐに会社の株式が取得できることではないような新株予約権を与えるものの、持株比率が20%といった閾値を下回る限りで行使可能で、その範囲では株式にして換金できるという仕組みなので、金銭交付とはだいぶ性格が違いますよね。この方式はわりと普及しているようですが、逆に何も救済を与えないやり方も2008年報告書の考え方では「危険の引き受け」があるといえた可能性があるところ、今回の指針ではあまり積極的には容認しないという方向でしょうか。このあたりの議論も、非常に日本的で、あまり外国にはないものですが。

**田中** 基本的に飯田さんのおっしゃったとおりで、アメリカの場合、ライセンス導入時に、新株予約権は既に株主に割り当てられていますので、買付者側は、割り当てられたライセンス（新株予約権）を消却せよという訴えを起こせるわけです。それは、買付者の側で閾値を超えた株式の買付けしなくてもできてしまう。これに対し、日本の場合、買付者が市場買集めによって閾値を超えて株式取得をしようとする場合、その取得の前に、対抗措置を発動することの差止めの訴え（仮処分申立て）ができるかどうかがよく分かりません。少なくとも、これまでの裁判例では、買付者が閾値を超えて対象会社の株式を買ってしまっただけで対抗措置を発動させて、裁判でその差止めを争うと、そういう形になっています。この場合、買付者が対抗措置発動の差止め請求に勝訴すればよいで



すが、敗訴しますと、買付者の保有株式が希釈化するという効果が実際に生じてしまう。そこで、そのような効果が生じたときでも、なお、買付者が買取の試みから撤退することによって、損害を回避する道を確保しなければならないのではないかという議論になり、そこで第二新株予約権方式というものが出てきたと思います。これは、日本のライフプランの建て付けといえますが、買取者が防衛策の適否を争う道が、アメリカと違うことから出てきた問題だと思います。ただし、今言った問題は、基本的に、買付者が市場買付で対象会社株式を買っていった閾値を超えてしまうというタイプの大規模買付行為に対する対抗措置の発動だから起きていることです。買付者が公開買付けをする場合は、新株予約権の割り当てがされることをもって、公開買付けの撤回条件にできるので、予めそういう撤回条件を付して公開買付を仕掛け、そこで対象会社が差別的な新株予約権無償割当てを決議した場合は、差止めの仮処分を起し、仮処分が認容されれば、そのまま公開買付が継続し、対抗措置の発動が適当とされたら公開買付けを撤回することになる。この場合、少なくとも既存の裁判例の事案では、公開買付けが撤回されると対抗措置発動も中止されるので、買取者は実際には持分の希釈化を受けることはなく、そのため、第二新株予約権のような特別な措置が実際にとられることもありません。その点で、なんと申しますか、まっとうな買取手法——公開買付でなければ真っ当な買取手法でないといえるかどうかは議論の余地はあると思いますが——買取者が公開買付けをして、対象会社の経営支配権の取得を目指す場合には、状況はアメリカと変わらなくなっているというか、そんなに特異なことにはなっていないのではないかと私は見ています。

**藤田** 逆に言うと、公開買付の仕方によっては、損害を回避できる可能性が残されることもあって、そういう場合は、第二新株予約権方式でなくても、損害軽減措置が含まれているようなものだと評価してもよいということですね。

**飯田** まさにそうだと思います。企業買取行動指針の別紙3の2。(2)c)でも、危険の引き受けについて日邦産業事件の裁判例(名古屋高決令和3年4月22日)を引用して、こういうのを認めたものもあるということは、今の理屈で位置づけられると思います。

**藤田** 一般論として撤退の可能性そのものが完全に断たれるようなものはだめだというのは、従来の指針で明示的に出ていなかったところ、そのあたりが

意識されるようになったとすれば一定の進化なのかもしれません。

その他の事前開示は、平時導入プラス開示について積極的に評価できるかという話ですが、すでにいろいろとご意見をいただいたので、もし追加がなければ、ここでは省略します。

## 6 むすび

**藤田** それでは本日の座談会全体について感想をいただければと思います。

**飯田** 本日は非常にさまざまな角度から議論させていただきまして、ありがとうございました。この指針を読んだときに、必ずしも理解できなかったところについても議論させていただき、大変勉強になりました。この指針が実務にどのような影響を与えていくのかについてもある程度の感触を得ることができましたし、今後の動向にも注目して、勉強を続けたいと思います。

**加藤** 企業買収行動指針の策定に参加されたみなさんから色々と有益なお話を伺うことができ、大変勉強になりました。特に、今回の指針は、買収防衛策に関する2005年の買収防衛指針と2008年報告書の改訂にとどまるものではなく、企業買収一般に射程が及ぶものであるという意識をさらに強くしました。今回の指針により、買収者や対象会社の行動がどのように変化していくのか、注目していきたいと思います。どうもありがとうございました。

**三瓶** 本日の感想というか、1つ途中で言い忘れたので、皆さんと共有しておきたいんですけど、最後のほうでもずいぶん話をしたシティインデックスイレブンスとコスモの件。それと、ニデックとTAKISAWAの買収の件。現在、機関投資家に対しアドバイザーとして関わってるんですけども、この2件について、運用の現場にいる人たちの間で普通に話題になってるかとか聞いたら、「何のこと？」って全く話題に上っていないというのがわかって意外でした。機関投資家は日々様々情報収集をして内容確認やその示唆を読み取ろうと社内で意見交換していると思いますけれども、彼らの優先順位からすると全然低くて注目していないことについて、私なりにちょっと残念な部分と、本日ここで様々な示唆について議論したんですけども、今はまだそういうところまではアンテナに引っかかってないなあという感じがしています。そういう距離感があるというふうに思ったということをご共有させていただきます。本日は色々勉

強ささせていただきありがとうございました。

**田中** 日本で買取防衛策の話をする時、必ずしも通常的でない買取者によって、通常的でない方法で買取が行われている中で、対象会社が対抗措置を發動するという事例が目立ちますので、それだけを見ていると、防衛策の許される範囲もはっきりしないし、とても混沌としている状況に見えるかも知れません。しかし、株主の多くが、機関投資家によって占められてるような比較的大規模な上場会社について考えた時に、株主意思の原則というのを裁判所が打ち出しているおかげで、本当に株主が賛同するような買取というのは、経営陣の判断では止められないのだということが原則になっているところが大きいと思います。それは、経営の規律を高めるという観点からしても、また、従来、我が国で必ずしも充分に行われてこなかったように思われる、買取あるいは事業再編を促進するという観点からも好ましいと思っています。今回の指針は、基本的には、そういう流れに棹さすような内容のものであると思っていますので、ぜひ関係者の方々は、この指針の趣旨を尊重されて、わが国のM&A実務が、適切な形で発展していくことを願っております。

**角田** 研究会も今日の座談会も楽しみました。冒頭と重なりますが、買取防衛策という盾の議論をしようとしたところ、矛という同意なき買取の方も考えなければならなくなり、結局、矛と盾の使い手達がどう試合すべきなのかという、試合のルールとしての行動指針が生まれたように感じます。ラグビーのルールのように審判による裁量が広いものなので、第2原則で審判という役割に任命された株主にも頑張ってください。もちろん対象会社・買取者、その役員やアドバイザーといった選手はルールを誤用することなく尊重し、経済社会の新陳代謝に貢献するような買取引実現に——今回の指針で経営支配権市場がコンテスタブルになればそれだけでも意義があるのですが——アドバイザーとして役立ちたいと思っています。

**石綿** 本日は有難うございました。日本のM&Aのルールは、経済産業省の作成するガイドラインや報告書といったソフトローによって発展してきた面があると思います。今回の指針も、買取の対象会社の取締役の行動規範についてかなり踏み込んで提言するなど、今後の我が国のM&A実務に影響を与えていくと思います。本日ご参加の皆様のご意見なども踏まえ、我々実務家としても、この指針を尊重し、微力ながらわが国のM&Aのルール発展に寄与してまい

りたいと考えております。

**藤田** 私も、今日、長時間議論させていただいたことで大変勉強になりました。行動指針全体についてきっちり突っ込んだ議論をする機会がこれまであまりなく、部分的にいろいろなところをつまみ食いのいろいろな人と話したことはあるのですが、今回全体についてまとまったお話を伺えたこと、とりわけ実務の方の感触などを伺ったことは、非常に有益でした。どうもありがとうございます。これで終了ということにさせていただきます。ありがとうございました。

※本座談会の収録は2023年8月9日(水)に行われたが、その後、8月31日の2023年8月31日の「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」の最終版の公表を受けて若干の加筆修正を行った。また、座談会で言及された事案についてのその後の進展を【追記】として付記した。