

# 「企業買収における行動指針（案）」に関する意見

## 1. はじめに

「企業買収における行動指針（案）」（以下「指針案」という）は、「我が国における M&A を健全な形で更に発展させていく観点から、買収に関する当事者の行動の在り方等について検討」し、「我が国経済社会において共有されるべき M&A に関する公正なルール」として策定したものである点において一定の評価はできる。しかしながら一方で、指針案の内容については、実務の観点から違和感のある部分等も散見され、また、一部、趣旨が不明確な部分もあることから、以下のとおり、意見を述べる。

## 2. 第2章 原則と基本的視点

### 「2.2.2 企業価値の向上と株主利益の確保」について

指針案 p 9 において、『企業価値』は定量的な概念であり」とあるが、実務的には、「企業価値」（提案に係る買収が企業価値を向上させるものか否か）を評価するにあたっては、非財務的・定性的な要素（環境や人権問題への取組み等）も重要な要素となる。この点、指針案 p 8 の注 6 では、非財務情報の要素を「定量的な企業価値の評価」に反映する取組みについて言及されているが、そもそも、「企業価値」＝「定量的な概念」という前提（枠組み）で考える必要はなく、むしろ、「企業価値」には、非財務的・定性的な要素も含まれると整理すべきである。また、指針案 p 9 の「対象会社の経営陣は、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…すべきではない」の部分も、「企業価値」の評価にあたって非財務的・定性的な要素を考慮すべきではない、というような誤解を招く可能性があり、修正すべきである。

## 3. 第3章 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範

### (1) 冒頭部分について

指針案 p 13 において、「会社の取締役・取締役会には、平時から経営努力を尽くすことで企業価値を高めるとともに、それが時価総額に反映されるための取組みを行うことが求められる。」とあるが、「経営努力を尽くすことで企業価値を高める」ことが取締役・取締役会に求められるという点はそのとおりであるとして、それに加えて、「時価総額に反映されるための取組みを行うこと」（株価を高くするための取組みを行うこと）を取締役・取締役会の直接的な役割として記載することは、違和感がある。

また、「この観点から、取締役会の構成を独立性の高いものとすることが重要である」とあるが、企業価値を高めるためにどのような取締役会の構成にすべきかは、各社がその実情に応じて判断すべき事柄であって、一律、企業価値を高めるために、「取締役会の構成を独立性の高いものとするべき」ということにはならないし、その後の部分で「企業価値を高めるための取組み」として例示されている事項（「事業計画の検証」「定期的な事業ポートフォリオの見直し」等）を見ても、必ずしも「取締役会の構成を独立性の高いものとする」と直接結びつくものではない。

### (2) 「3.1.1 取締役会への付議・報告」について

指針案 p 14 において、「取締役会に付議すべき買収提案と言えるかどうかは、外形的・客観的に判

断される」とあるが、取締役会での検討に値する買収提案であるか否かは、必ずしも形式的に判断できるものではなく、また、外形・形式さえ整っていれば内容如何にかかわらず、すべて取締役会に付議すべきという解釈は実務と整合しない。「取締役会に付議すべき買収提案と言えるかどうか」の判断にあたっては、(場合によっては)「買収提案の内容」も判断材料の一つになると考えられるので(たとえば指針案 p 15「3.1.2 取締役会における検討」に記載の要素等に鑑み、およそ「真摯な買収提案」とはいえないことが明白な買収提案については、取締役会に付議しない(報告にとどめる)という判断も十分にありうると思われる)、その点も記載すべきである。

さらに、注 15(指針案 p 14)において、「買収者として友好的な提案として案件を進めるために、当初の段階ではあえて具体的な条件を明示せずに対話を持ちかける場合や、提案書の形式を取らないといった場合」について、「取締役会に付議・報告することを否定する趣旨ではない」とあるが、むしろ、そのような場合には、直ちに(その段階で)取締役会に付議・報告することが求められるわけではないことを明記すべきである(たとえば、事業会社同士の友好的な買収のケースなど、実務上は、注 15 のような場合も多くある)。

### **(3) 「3.1.2 取締役会における検討」について**

指針案 p 16 において、「また、自社の株価が提案の価格を大きく下回っている場合には、そもそもなぜこの乖離が生じるのかについて、取締役会(特に社外取締役)や経営陣が関心を持ち、検討や分析を行う契機とすることが考えられる。」とあるが、自社の株価が企業価値(本源的価値)を反映したのになっているかについては、買収提案の有無にかかわらず検討すべきものであり、あえて記載する必要はないと思われる。

### **(4) 「3.2.3 株主にとってできる限り有利な取引条件を目指した交渉」について**

注 27(指針案 p 20)において、「支配株主が保有する持分を買収者に売却することで経営支配権が移転するケース」(支配株主と買収者との間の合意で決まるケース)であっても、「対象会社取締役会としては、かかる制約の範囲内で合理的な努力を貫徹すべき」とあるが、対象会社の取締役会としては、支配株主と買収者が合意している中で、誰のために(すなわち、「支配株主」と「売却後も少数株主として残る既存株主」のいずれのために)具体的にどのような努力をすることが求められるのか明らかにされたい。

### **(5) 「3.3 公正性の担保—特別委員会による機能の補完・留意点」について**

公正性担保措置のうち、特別委員会の有用性が強調されているが、対象会社が買収提案に対する対応を決定するにあたって公正性担保措置を講じるか否かや、講じる場合にいかなる措置を講ずべきかは、個別の事案に応じて判断されるべきであり、特別委員会を設置すべきことを過度に強調すべきではない(この点は、当会から 2019 年に提出した「公正 M&A 指針(案)に関する意見」においても言及している)。

たとえば、指針案 p 21 において、「他方で、MBO や支配株主による従属会社の買収(構造的な利益相反の問題が存在する取引)以外の一般的な買収においては、買収提案を受領した初期の段階では買収が行われる蓋然性が低い場合もあり、その段階から常に特別委員会の設置を必要とすることは、会社側の負担を過度なものとするおそれもある。」とあるが、「買収提案を受領した初期の段階では買収が行われる蓋然性が低い場合もあり、その段階から」の部分は削除すべきである(当該部分が

あると、「買収提案を受領した初期の段階」では特別委員会の設置は求められないが、その後、買収の蓋然性が高くなった段階では、「MBO や支配株主による従属会社の買収（構造的な利益相反の問題が存在する取引）以外の一般的な買収」であっても特別委員会の設置が必要であるかのように読める）。

なお、伊藤忠商事によるファミリーマート株式公開買付けに係る株式買取価格決定申立事件（東京地決令和5年3月23日）では、社外取締役3名で構成された特別委員会について、「本件特別委員会は、相互に特別の資本関係があるY社とA社から独立した立場から、Y社の意思決定過程が恣意的になることを排除するための機関として、その役割を十分に果たしたものと評価することができない。」と判断された。指針案においても、特別委員会の機能と役割について、上記裁判例を踏まえた留意点等を記載すべきである。

また、指針案 p22において、「特別委員会の構成としては、…社外取締役を中心とすることが基本である」とした上で、「社外取締役のみで特別委員会を構成することが独立性等の観点から適切ではない場合には、必要に応じて社外監査役…などを構成員とすることも次善の策として考えられる」としているが、社外取締役と社外監査役との間に有意な差異は認められず、社外監査役も特別委員会の構成員として社外取締役と同程度の適格性を有するから、社外監査役について、社外取締役を「補完」とするという位置づけは改めるべきである（「特別委員会の構成としては、…社外取締役又は社外監査役を中心とすることが基本である」とすべきである）。

#### 4. 第4章 買収に関する透明性の向上

##### (1) 「4.1.1.2 事前取得の利用と買収意向に関する情報開示」について

指針案 p24において、「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、その後に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。」とあるが、買収をしようとする者が上場会社である場合、公開買付けを実施することについて「決定」をすれば、（金融商品取引所の規則に基づく）適時開示が必要となる。この点、「実施する意向が確定的」であるにもかかわらず、「情報開示が必要」ではなく「情報提供を行うことが望ましい」という表現にとどめているのは、どのような理由（整理）によるものか、明らかにされたい（「実施する意向が確定的」ではあるものの、適時開示が必要な程度の「決定」まではなされていないケースを前提にしているということか。それとも、買収者が上場会社であるとは限らない（買収者が公開買付けを実施することについて「決定」をしたとしても、適時開示を行う義務を負うとは限らない）ことから、「望ましい」という表現にしているということか）。

また、「公開買付けを実施する意向が確定的である場合」には、大量保有報告書の「保有目的」欄に、当該意向を踏まえた記載をすべき場合（法令上の開示が求められる場合）もあると考えられるが、それにもかかわらず、「情報提供を行うことが望ましい」という表現にとどめているのは、どのような理由（整理）によるものか、明らかにされたい。

他方で、「その後に公開買付けを実施する意向」がある旨の情報提供を（実際に公開買付けを開始するよりも前の段階で）資本市場で行う場合、指針案 p25「4.1.1.3 予告 TOB に関する情報開示等」と同様の問題が生じる可能性があり、当該情報提供が無条件に「望ましい」ということにはならないようにも思われる。このあたりの考え方を整理すべきである。

## **(2) 「4.3 株主の意思決定を歪める行為の禁止」について**

指針案 p 29 において、「買収者が以下のような行為を行うことは望ましくない。」「対象会社が以下のような行為を行うことは望ましくない。」とあるが、列挙されている行為の中には、そもそも法令等に反する行為も含まれており、「望ましくない」との表現では、当該行為を行うことも許されるとの誤解を招きかねない。「行うべきではない」との表現に修正すべきである。

## **5. 第5章 買収への対応方針・対抗措置**

### **「5.5 資本市場との対話」について**

指針案 p 34 において、「機関投資家や議決権行使助言会社は、費用対効果の視点も含めて考慮の上、基準をもって形式的に判断するのではなく、対象会社の状況や当該会社との対話の内容、対応方針の内容等を踏まえた上で、対応方針の導入や対抗措置の発動に対する賛否を判断することが望ましい」とあり、また、注 58 において、「ここで費用対効果の視点に言及しているのは、特に平時に導入・更新される対応方針は6月に集中する定時株主総会において議案として上程されることが多い実態を勘案したものである。」とあるが、その趣旨が不明である。「費用対効果の視点も含めて考慮」というのがどのような趣旨が明らかになるよう、記載を修正すべきである。

なお、仮に、「費用対効果の視点も含めて考慮」というのが、6月の定時株主総会においては上程される議案が多いため、機関投資家や議決権行使助言会社は、6月の定時株主総会に上程される対応方針の導入・更新議案については、対象会社の状況や対応方針の内容等を個別的に検討・判断することなく、「基準をもって形式的に判断する」ことも許容されるという趣旨（「公正な買収の在り方に関する研究会」第6回議事要旨 p 25 参照）であるとした場合、（そもそも、「費用対効果」という表現を用いることに違和感がある上）そのような考え方は適切ではない。

## **6. 別紙1：取締役・取締役会の具体的な行動の在り方**

### **「3. 株主が享受すべき利益が確保される取引条件を目指した検討・交渉」について**

指針案 p 38 において、「事業面に関する交渉については経営陣が中心となって行われることが多いと考えられるが、価格や買収する比率など取引条件に関する検討・交渉については、利益相反等の程度に応じて、社外取締役や特別委員会が検討・交渉過程に実質的に関与することが望ましい。」とあるが、社外取締役や特別委員会が取引条件に関する検討・交渉に関与すべきかどうかは、個別の事案に応じて判断されるべきであり、常に社外取締役や特別委員会が検討・交渉に関与することが望ましいとは限らない（特に、社外取締役や特別委員会が自ら「交渉」に関与すべきケースは、相当程度限定的であると思われる）。「社外取締役や特別委員会が検討・交渉過程に実質的に関与することが望ましい」との表現は、修正すべきである。

## **7. 別紙3：買収への対応方針・対抗措置（各論）**

### **(1) 「1. 株主意思の尊重**

#### **(3) 株主意思確認の例外的な措置**

##### **a) 利害関係者以外の過半数を要件とする決議」について**

指針案 p 45 において、対抗措置の発動に係る株主総会での決議において、買収者、対象会社取締役およびこれらの関係者の議決権を除外した議決権の過半数による決議を行うことについて、「これが許容されるのは、…非常に例外的かつ限定的な場合に限られることに留意しなければならない

い。」とあるが、(恣意的・濫用的な運用(議決権の除外)は許されないものの)買収者やその関係者の議決権を除外するという考え方自体は直ちに不合理とはいえないと思われること、現に、裁判例でもそのような決議が許容されていること(なお、東京機械製作所事件(最決令和3年11月18日)において、裁判所は、「そのような株主総会の性質及び目的に照らすと、抗告人〔注:買収者〕ら及びその関係者に議決権を行使させることは適切とはいえず」と判示している)等からすると、「非常に例外的かつ限定的な場合に限られる」との断定的な表現でよいのかについてはさらに検討を要すると考える。

## (2) 「2. 必要性・相当性の確保

### (1) 必要性の確保

#### a) 時間・情報・交渉機会の確保」について

指針案 p 48~49 において、「市場内買付け又は公開買付けをしようとする買収者に対し、公開買付け期間の上限と同じ期間の上限と同じ期間(原則 60 営業日)までの買収の実行の停止を求めるものは、時間・情報・交渉機会の確保の観点から一定の合理性があると考えられる。これらを超えて時間・情報を要すると考える場合には、個々の事案に応じて十分に検討・説明がされるべきである。」とあるが、「60 営業日」という期間は、事案によっては、買収の実行停止を求める期間として短い場合もあると思われる。特に、対抗措置の発動の是非を株主総会において判断する場合は、株主総会の決議がなされるまで買収の実行を停止してもらう必要があることから、「60 営業日」では短い場合も多いと考えられる。そもそも、買収提案にはさまざまなものがあり、検討等に要する時間も事案によって大きく異なると考えられることから、買収の実行停止を求める期間について、(たとえ「目安」という趣旨であったとしても)「60 営業日」等の具体的な日数を提示すべきではない(具体的な日数を提示すると、当該日数が一人歩きしてしまうおそれがある)。

以 上