

株式公開買付制度に関する意見書

社団法人 経済同友会

・ 本意見書の背景

銀行システムに過度に依存したわが国の伝統的な金融構造は限界を露呈し、市場機能を活用する金融構造への転換が求められている。日本版ビッグバン構想に基づく1998年の金融システム改革以降、証券取引法を始めとして金融・資本市場をめぐる法令の改正が相次いでいるのも、そのためである。

市場における競争は効率的な価値創造の原動力である。活力ある経済社会を築くためには、経済活動を可能な限り市場に委ねることが必要である。他方、市場メカニズムを健全に機能させるためには、自由で公正な取引と透明な市場の構築が必要であり、法制度や市場ルールの確立と同時に、市場参加者が、それら法やルールの趣旨に則った行動をとることが不可欠である。

このことを「市場主義」の徹底と呼んでもよい。経済のグローバル化が一層進展するなかで、かねてより経済同友会は、こうした考え方にに基づき、市場規律に基づく企業価値の向上に向けた不断の努力を経営者に求めるとともに、公正な市場ルールの確立、市場監視機能・体制の強化、内部統制システムの構築等を提言してきた。

近年、株式持ち合いの解消、機関投資家による議決権行使の積極化、買収ファンドを始め新たな投資家の登場などで、上場企業を取り巻く経営環境は大きく変わっている。とりわけ、今年2月のライブドアによるニッポン放送株式の大量取得に端を発する一連の動きは、わが国の企業経営、資本市場のあり方を改めて問い直すこととなった。

企業のM&A(合併・買収)の活用は、企業価値を上げていくための重要な経営戦略の一つである。企業価値の向上をもたらすM&Aが活発になれば、わが国の資本市場の活性化にもつながる。このことは、買収される企業の現経営陣の同意が得られない中で行われる、いわゆる「敵対的買収」についても当てはまる。国内企業間のM&Aのみならず、国際的なM&Aも企業価値の向上を可能にする。

ライブドアによるニッポン放送の経営支配権取得の試みは、敵対的買収がわが国の市場でも現実になり得ることを改めて認識させ、証券取引法上の株式公開買付（TOB）制度のあり方が問い直されるきっかけとなった。この攻防の過程では、双方の行動や現行法制度をめぐる様々な問題点が浮き彫りになったが、重要なことは、現在の経営陣に対して敵対的な買収だからといって否定されるべきではなく、双方が公正なルールに基づく攻防を展開し、企業価値の向上を図るということである。

TOB 制度をめぐるのは、今年 6 月、立会外取引を TOB 規制の対象とする証券取引法改正が行われたのに続き、金融審議会のワーキング・グループにおいて TOB 規制の見直しに向けた検討が進められている。また、経済産業省と法務省による買収防衛策に関する指針が策定される一方、自由民主党総合経済調査会企業統治に関する委員会による公正な M&A ルールに関する提言が取りまとめられた。

敵対的買収には、非効率な経営者を排除することで、企業価値の一層の向上を可能にするという肯定的な側面がある。しかし、投資家に適時に適切な情報が提供されない場合、結果として企業価値の毀損につながることも懸念され、投資家が冷静な判断に基づく適切な投資行動をとることができないような制度を放置したままでは、かえって弊害をもたらしかねない。

そこで、敵対的買収が行われる際に、投資家の冷静で健全な判断に基づく投資行動を可能にするために、TOB に関する公正なルールの確立に向けた制度改善が必要となる。また、TOB 制度は、少数株主を保護し、投資家間の公平性を確保するという観点からは、友好的な買収においても、重要な役割を担う。

先に述べた市場主義の徹底という観点からは、現行 TOB 制度には様々な問題点があると言わざるを得ない。その一部は、先の証券取引法改正によって、ある程度是正されたが、経済産業省と法務省の指針、自由民主党の提言でも現行制度の問題点に関する様々な指摘が行われている。そこで、以下では、TOB に際して、投資家が冷静で健全な判断を下せるような環境を整え、市場機能を最大限に発揮させるという観点に立ちながら、指針及び自由民主党の提言において取り上げられた論点を中心に、そこで触れられていない重要な問題にも目を配りつつ、来年にも予想される証券取引法改正に盛り込まれるべき改善点をポイントを絞って提示してみたい。

・ TOB 制度に関する意見

(1) 経営支配権に影響を及ぼす株主総会の特別決議を拒否し得る割合の株式取得については、現行通り、原則として TOB を義務づけることに加えて、取引所市場の内外で並行的に行われる買付等に対する規制を検討すべきである。

株主総会の特別決議を拒否し得る割合（通常は 1/3 超、新会社法では定款で変更可能）の株式を保有する株主は、定款変更など経営に大きな影響を及ぼす意思決定をめぐって、単独で拒否権を持つことになる。こうした経営支配権とも呼ぶべき権利を誰が保有するかは、他の一般株主の権利や保有する株式の資産価値にも影響する。従って、経営支配権の異動につながる上記割合の株式の買付は、原則として、透明性の高い公開買付の手続きによって行われるべきである。もっとも、買付が、取引所市場等、誰でも取引に参加することが可能で、かつ取引の公正性や価格の透明性が十分に確保されている場で行われる場合には、原則として公開買付の手続きを踏むことを強制する必要はない。但し、取引所市場内と市場外の取引を一体としてまたは他の取得者と共謀して上記割合を取得するような取引については、公開買付規制の適用対象とすることが必要である。なお、既に経営支配権を獲得している者が、更に保有割合を高める買付にまで、TOB を強制することは原則として不要であり、現行制度の基本的な枠組みは維持されるべきであろう。

(2) 少数特定者持株比率に関する基準によって上場廃止となるような買付にあたっては、全株の買付を義務づけるべきである。

EU や英国においては、少数株主保護の観点から、TOB に際しては原則として全株式に対する買付を行うことが義務づけられている。もっとも、常に全株式に対する買付が義務づけられると、100%には至らない割合の持ち分を支配したいと考える株主にとっての制約となるほか、TOB を実施するにあたって多額の資金を手当てしておくことが必要となり、経営の効率化に資するような M&A の活発化を妨げる恐れもある。とりわけ、子会社上場が珍しくないわが国において、全ての TOB について全株式に対する買付を義務づければ、子会社再編等が困難になるといった弊害が生じる。従って、全ての TOB について、全株式に対する

買付を義務づけることは望ましくない。

他方、各証券取引所では、少数特定者（上位 10 株主及び会社の役員等）の持ち分比率が一定以上（東証の場合 75%超で一年の猶予期間、90%超で即時上場廃止）となった会社の株式は上場を廃止することを定めている。上場が廃止されれば、株主は円滑な売却の機会を失い、株式の資産価値も低下する。このため、TOB によって、成功すれば明らかに上場廃止基準に抵触するような買付（例えば 90%）が行われる場合および買付後上場を維持する意図のない買収者の場合に限って、全株式の買付を義務づけることが必要である。このために、公開買付届出書において、上場を維持する意思の有無についての記載も義務づけるべきである。また、各証券取引所で異なる上場廃止基準についても、見直しや統一が検討されるべきである。

（ 3 ） 現経営陣が TOB を通じて株式の非公開化を行うといった利益相反の危険性が高い取引に対しては、通常の TOB よりも厳しい情報開示規制を課すべきである。

TOB は、ある会社が他の会社を買収する手段としてだけでなく、ある会社の主要株主である個人や現在の経営者による買収（いわゆる MBO）の手段としても用いられる可能性がある。最近では、株式を上場し続けることによって生じるコストや社会的責任の重さが、上場によって得られる様々なメリットに見合わないと考えられる場合もあるであろう。その場合、主要株主や経営者が MBO を実施して株式を非公開化することも、単に経営者の保身を目的とするものでない限り、経営上の選択肢として検討される余地がある。しかし、非公開化を企てる主要株主や経営陣は、株式買付の対象となる一般株主とは利益相反の関係（売主としての立場と買主としての立場の両方を持つ関係）となり、しかも、一般株主よりも、当該会社に関する情報を豊富に有している。こうした状況の下で、通常の TOB 手続きに従って買付が行われたのでは、一般株主の利益が害される恐れが強い。このため、非公開化取引に関しては、買付価格の算定方法の明示や第三者による意見の添付など、通常の TOB よりも厳しい情報開示を求めるべきである。ちなみに、米国でも、会社自身や会社を支配する者が少数株主から株式を買い付ける形で行われる非公開化取引については、TOB を伴わない場合にも、取引の目的やその目的を達成する上でとり得る他の手段との比較等に関する情報開示義務を課すなど、利益相反に配慮した規制が行われている。

(4) 特定の株主に対して差別的に機能するような買収防衛策の導入にあたっては、株主総会の承認や発動にあたっての中立的な判断の確保など、適正な企業統治の下で一定の仕組みを整えた場合にのみ導入可能とし、経営陣の保身に悪用されないような仕組みを担保すべきである。

現在、上場企業の間で、敵対的買収の脅威を理由に、具体的な買収者が現れていない、いわゆる平時の段階において、ライツプランなどの買収防衛策の導入を図ろうとする動きがみられる。これらの防衛策の多くは、敵対的買収を仕掛けようとした特定の株主の権利を希薄化させる仕組みである。それにもかかわらず、米国でこうした仕組みが容認されてきたのは、二段階で行われる強圧的買収に対する規制が緩やかであるため、会社側に一定の防衛策を認めなければ、いわゆるグリーンメーラー等の脅威を排除することが難しいと考えられてきたからである。この点はわが国にも共通しており、真剣に経営支配権の獲得をめざす者以外の者が、不意打ち的な敵対的買収を仕掛けるという事態を想定した防衛策の導入を平時においても認めておくことが必要となる。

一方、買収防衛策は、一般株主の利益に反して、現経営陣の保身に用いられる危険性も少なくない。このため、導入にあたっての株主総会による承認、発動にあたっての中立的な判断の確保など、適正な企業統治の下で一定の仕組みを整えた場合にのみ、導入できるものとすべきである。他方、買収防衛策と関連して、敵対的買収を仕掛けられた会社の経営者に質問権を付与することや仕掛けられた側が買付期間を延長できる制度を導入することなども、一部で提案されているが、そのような仕組みについては、買収者が被ることになるリスクにも配慮しつつ、株主が十分な情報に基づいて判断することを可能とするような制度設計が検討されるべきである。

(5) 市場における透明性を向上させるために大量保有報告書制度の見直しが必要だが、機関投資家等に対する特例を全廃するのではなく、市場の活力を削ぐことなく、十分な透明性を確保できるような制度見直しを検討すべきである。

TOBによる経営支配権の奪取が、全く対象会社の株式を保有していない者によって試みられることはまれであり、通常は、一定以上の株式を確保した後、経

営支配権の本格的な獲得をめざすという形がとられる。それだけに、TOB の手続きが強制されない株主総会の特別決議を拒否し得る割合以下の株式取得に関する情報の透明性を確保しておくことが重要である。この点では、既に大量保有報告書の制度が設けられているが、先のニッポン放送の経営支配権をめぐる争いでは、大量保有報告書の情報が迅速に入手できないといった問題が指摘された。2005 年 10 月から大量保有報告書の情報を提出日に EDINET 上で閲覧することが可能となるなど、改善が進められているが、提出の遅れに対する監視の強化など、透明性を向上させるための更なる努力が求められる。

一方、大量保有報告書をめぐっては、一定期間の取引をまとめて報告できるという特定の機関投資家等（証券会社、銀行、その他の内閣府令で定める者）に認められた特例が、透明性の低下を招いているとの指摘もなされた。この点については、特例を全面的に廃止すれば、特例の適用対象者にかなりの事務負担を強いることになる上、現在の制度でも、米国や EU に比べて、より厳格な開示が求められているという事情がある。過剰規制に陥れば、外国人投資家が日本株投資を控えるなど、市場の活力を削ぎかねない。見直しが検討される場合には、そのことを念頭に置くことが必要である。

見直しの内容としては、例えば、現在年四回とされている基準日の回数を増やす等の措置を講じることで、特例対象者による、よりタイムリーな報告を確保することや、特例報告の内容を保有株式数と保有割合などに限定しながら、通常報告並みのタイミングでの開示を求めることなどが考えられる。

. おわりに

「本格的 M&A 時代の到来」が巷間言われ、実際に多くの事業再編が多様な形態で行われるようになって来ている。経営者にとって、経営支配権をめくり攻守のどちら側であれ、いわゆる敵対的買収とも無縁ではなくなっており、企業統治体制の構築や司法インフラの充実と共に、公開買付に関する制度設計の重要性が広く認識されてきている。

経営環境の変化が益々加速していくなか、公開買付制度の一層の整備が進み、透明で公正な M&A による事業再構築や企業再編を促し、ひいては日本の金融・資本市場及び日本経済の発展に寄与することが望まれる。