

2023年3月13日

Asset Value Investors Limited
2 Cavendish Square
London W1G 0PU

経済産業省 経済産業政策局 産業組織課
「公正な買収の在り方に関する研究会」 御中
同 事務局 御中

tel 020 7659 4800
www.assetvalueinvestors.com

アセット・バリュー・インベスターズ・リミテッド
最高経営責任者 ジョー・パウエルンフロイント

「公正な買収の在り方に関する研究会」における 主要な論点についてのご意見

拝啓 時下ますますご清祥のこととお慶び申し上げます。

この度は、「公正な買収の在り方に関する研究会」（以下「本研究会」といいます。）における主要な論点について意見提供の機会をいただき、誠にありがとうございます。

弊社は、企業価値を高める買収をより行いやすくするため、買収に関する当事者の行動の在り方等について望ましい姿を示すという本研究会の趣旨に強く賛同しております。そのため、一機関投資家として弊社の考えをお伝えすることで、微力ながらもその取組みに貢献させていただきたいと考え、本書をご提出させていただくことといたしました。

買収防衛策を巡る近時の司法判断が残した不明確性によって、現在、同意なき買収や不招請型買収提案には大きな萎縮効果が生じており、その本来の経済的機能が損なわれていると考えております。そのような中、本研究会がこの課題にタイムリーに取り組み、これらの買収の積極的意義に重きを置いて検討を進めておられることを弊社は心強く感じております。弊社は、濫用的な買収に対処するために対抗措置が必要となる場面があり得ることを否定するものではありません。しかし、買収防衛策が経営陣の保身目的で濫用される懸念や、会社経営への規律を弛緩させる懸念は現実として大きく、全体として見れば、これらの懸念の方がより深刻な状況にあると考え、これまで買収防衛策の導入企業への投資に対しては慎重な姿勢をとってまいりました。買収防衛策を今後も日本において活用していくのであれば、恣意的な運用を心配する必要のない、明確かつ合理的なものとなることを期待しており、そのような観点も含めて、本研究会における主要な論点について、弊社の意見を以下のとおりまとめさせていただいております。なお、本書で特に意見を述べていない提案の多くについては、基本的に賛同しておりますことを付言させていただきます。

本書が本研究会でのご検討の一助となれば幸いです。ご検討くださいますようお願い申し上げます。

敬具

1. 意見提出者

名称 : Asset Value Investors Limited
代表者 : Joe Bauernfreund, CEO
所在地 : 2 Cavendish Square, London W1G 0PU, United Kingdom
属性 : 機関投資家 (投資運用会社)
連絡先 :
Daniel Lee, Head of Japan Research 坂井 一成 (シニア投資アナリスト)
+44 20 7659 4809 +44 20 7659 4818
daniel.lee@assetvalueinvestors.com kaz.sakai@assetvalueinvestors.com

2. 買収一般に関する原則 (企業価値向上の原則)

「望ましい買収か否かは、企業価値を向上させるか否かを基準に判断されるべき」であるという理念の経済産業政策上の意義は理解しますが、これを第一の基準とすることに伴う副作用は、制度設計に当たって改めて留意する必要があると考えます。企業価値の定義自体は明確であっても、実際にそれを議論する際には容易に恣意性が介在し得ることは、既に過去の指針でも繰り返し警鐘が鳴らされているとおります¹。そのため、最低限、可能な限り定量的な検討を行い、その結果が開示されるべきですが、それでも、買収後のキャッシュフローを正確に見積もることや、現在価値の算出に当たって割引率を正確に算出することは極めて困難であるため、恣意性の介在は防ぎ難く、実際にも、企業価値の判断に当たって、現経営陣側に偏った主観的な判断がなされているのではないかと懸念される事例が見受けられるところです。加えて、企業価値基準を第一原則とする場合、対象会社としては、不招請型買収提案者に対し、デュー・ディリジェンスの機会を拒むなど、企業価値向上策を具体的に検討する機会を与えないことで、容易に買収防衛をすることが可能となるという問題や、部分買収においては、買収による企業価値の増減と強圧性の有無とが連動する関係にあるため、同意なき部分買収はほぼ自動的に強圧的買収であるという攻撃を現経営陣から受けることになるどころ、企業価値の判断に恣意性が働き得る以上、強圧性の判断も同様に恣意的なものとなり得るという問題もあります。そのため、構造的利益相反局面における取締役・経営陣の行動規範としては一般株主利益の確保の原則を基本とすべきという意見には傾聴すべきものがあると考えますが、仮に企業価値基準を維持するのであれば、以上のような弊害に手当てを講じることが不可欠と考えます。具体的には、判断に恣意性が働くおそれのある経営陣及び取締役会による検討プロセスについては客観性と透明性を可能な限り高めた上で、最終的には買収の是非の判断を株主に委ねること以外に有効な解決策はないのではないかと考えます。

なお、「上場企業の経営陣・・・が自社に対する買収提案について検討する際には、企業価値の向上に資するかどうかという観点から、買収の是非を検討すべきではないか」という

¹ 「公正な M&A の在り方に関する指針」38 頁注 70、「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」1 頁注 1 等。

提案(2(1))には、一般株主の利益に資するか否かという観点は抜け落ちています。また、第5回事務局説明資料9頁では、交渉が本格化する前の段階では、企業価値向上の原則を基本とし、交渉が本格化した後の段階でも、やはり同原則を基本としつつ、一般株主利益の確保の原則には「配慮」がなされるにとどまるという行為規範が提案されています。しかし、交渉の本格化という曖昧な概念で行為規範を截然と分けることの適切さには疑問もあることに加えて、(両原則の要請が鋭く対立し、最善を尽くしても解消し得ない場合においていずれを優先させるかという極めて例外的な局面を除き)企業価値向上の原則と一般株主利益の確保の原則とは、行為規範として少なくとも両輪であるべきであり、後者が前者に劣後するような行為規範を示すことは、上述の企業価値基準に伴う問題に照らして適当でないと考えます。

3. 買収一般に関する原則(株主意思尊重の原則)、企業価値を高める買収を阻害しないための考え方

「買収が企業価値の向上に資するかどうかの判断においては、株主の意思が尊重されるべきである」という原則の採用に賛同します。上記2で述べたとおり、同意なき買収において常に存在する、企業価値の判断が経営陣の保身目的によって歪められるおそれを解消するには、株主意思確認を経ることが現状で唯一実効的な方法と考えます。同意なき買収の際に経営陣が(意識的か否かにかかわらず)自身の地位が守られる選択肢を嗜好するおそれは、米国よりも、終身雇用や共同体経営²を特徴とする日本企業の方がより大きいことが懸念されること、また、日本の上場企業の多くで、取締役会の実質的な独立性が米国に比してなお低い状況にあること³などに照らし、取締役会や特別委員会が最終的な判断主体となるのでは、恣意的な運用のおそれが解消されないと考えます。したがって、上記原則を採用し、対抗措置の発動には株主意思確認を必要とすべきと考えます。

ただし、株主意思確認を経さえすれば、その実質を問うことなく、無条件に対抗措置の発動を許容することは妥当でないと考えます。日本の上場企業を平均として見れば株式持合いの解消は一定程度進んできているとはいえ、時価総額の小さい企業を中心に、安定株主比率の高い企業が未だ数多く存在していることに留意する必要があります。このような企業群は、経営陣が固くエントレンチされているため、機関投資家のエンゲージメントが機能しない、あるいはそれを見越して最初から投資対象とすらならないことも多く、その結果、ダブルコードが描く企業と投資家の建設的対話によって企業価値向上が図られることを期待しにくい企業群であり、本来、会社支配権市場を通じた経営効率の改善が特に期待される企業群であるといえます。しかし、安定株主は、企業価値を高めるか否かとは無関係に、現経営陣の意向に沿った議決権行使等を行うことが想定されるため、安定株主比率が高ければ高いほど、株主意思確認が買収者に不利な形で歪められ、その結果、企業価値を高める同意なき買収が阻害されることが懸念されます。

² Strategy& 「2018年CEO承継調査」9頁。

³ ポストン コンサルティング グループ「令和3年度 産業経済研究委託事業『コーポレートガバナンス改革に係る内外実態調査』最終報告資料」35頁。

「取引先株主等への優越的な地位に乗じた働きかけなど、株主の合理的な意思決定を歪め、その利益を損なう働きかけを行わない」という提案もなされており(4)、これ自体は適切な提案ですが、安定株主は、そのような働きかけがなくとも、現経営陣の意に沿った行動をとることが想定されるため、実際の買収局面における経営陣の言動に着目するだけでは不十分であり、株式所有構造自体を正面から問題とする必要があると考えます。

この問題は、上場企業の行動に与える事前の影響という政策的観点からも慎重な検討を要します。株主意思確認結果に無条件にお墨付きを与えることは、潜在的に同意なき買収の対象となり得る多くの非効率な企業の経営陣に対し、株式持合いの解消に抗し、逆に拡大する強いインセンティブを与えることとなります。

本研究会においては、買収者の事前の株式取得(Toehold)についても議論がなされておりますが、Toeholdは、もともと安定株主によって経営陣が強固にエン trench されており、同意なき買収に高いハードルが存在する中、それをイーブンに戻そうとする試みという見方もできるところ、買収者の保有分のみを問題とし、安定株主の保有分については問題としないことで、全体としてバランスが保たれるかという観点も重要と考えます。

この問題に対処するには、安定株主を一律に株主意思確認の対象から除外するというルール設計は非常に有効と考えられますが、それ以外にも、例えば、事後的な司法審査の際に、安定株主の存否や保有経緯・目的、議決権行使内容、その判断理由や判断過程等について審査を行い、安定株主の議決権行使の結果、株主意思確認が不当に歪められたと認められる場合には、株主意思確認結果に過度な信頼を置かない、あるいは安定株主の保有分を除外してもなお過半数の賛成が得られていたか否かを考慮する余地を認めるというルール設計も考えられるのではないのでしょうか。このような事後的検証の余地を残しておけば、事前の企業行動に与える悪影響もある程度は解消されることが期待できるように思われます。

4. 受領した買収提案の扱い

「具体的な買収提案を受領した場合、・・・取締役会において真摯な提案かどうかを判断することが基本」という提案に賛同します。真摯性の判断にも恣意性が働くおそれがある以上、その判断は経営陣のみで行われるべきでないと考えます。

ただし、経営陣が初期的評価と称し、いたずらに長期間取締役会に付議することなく提案を抱え続けることが可能となる余地を残さないよう留意すべきと考えます。このような行為は、その結果買収が断念されてしまうおそれがある(また、そのようなおそれがあることで、不招請型買収提案そのものに萎縮効果が生じる)という点で問題であるだけでなく、仮に最終的に買収が実施されたとしても、時間価値の観点から、遅滞なく検討が行われれば本来一般株主が享受したはずの利益を毀損するものともいえます。買収は、対象会社の非上場化や子会社化、企業規模の縮小、地位の喪失・不安定化や降格等、経営陣個人にとっては好ましいものでないことも多いため、上記のような抱え込みや握り潰しの懸念は不招請型買収提案一般に現実として存在すると考えます。

このような問題を防止するため、買収提案を受領した場合には、真摯性等の初期的評価に先立ち、速やかに取締役会に第一報を入れるべきであると考えます。そうすることで、経営

陣による初期的評価の段階から取締役会の監督が潜在的に及び、プロセスの透明性も高まることとなります。第一報のタイミングで取締役会の会合を物理的に開催することは必ずしも不可欠ではないと考えられることや、取締役会は、経営陣による初期的評価が適正になされる限り、これを待ってから検討を開始すれば足りると考えられることからすれば、上記のようなルールを採用したからといって取締役会に過度の負担が生じるわけではなく、デメリットは小さいと思われます。

なお、不招請型買収提案の場合、買収条件や買収資金の確保などは、対象会社との協議・交渉や情報授受の過程を通じて具体化・進捗していくものであるため、当初から過度に具体的なものが求められるわけではない旨を明確化すべきと考えます。

5. 買収提案の検討・交渉

「買収後の経営方針、買収者の経営能力・属性」に関連して、ファイナンシャル・バイヤーによる同意なき買収をどのように評価するかについてもご議論いただきたいと考えます。

近年、ファイナンシャル・バイヤーが事前同意なき公開買付けを通じて非支配的持分の買増しを試みる事例が複数出現しています。これらの事例では、買収者は、経営に直接関与する予定はない旨を表明し、経営は現経営陣に引き続き委ねつつ、買増しによって強化された発言力を背景に、株主としての立場で現経営陣に対して規律を働かせることによって企業価値を高めることが企図されています。一般論としては、このような取組みは、株式が分散し集合行為問題（合理的無関心）により経営への規律が働きにくい上場企業にあって、特定の株主の下に議決権が集中する（あるいはその可能性が事前に存在する）ことによって、経営への規律が実効的なものとなるという積極的な意義を認め得ると考えられます。

しかし、通常、経営陣は株主の強い規律に晒されることを好ましくは思わないであろうことに加えて、規律の強化によって自らの経営が効率化する可能性を自認することも期待し難いと考えられることからすると、経営陣がこのような買収に反対するインセンティブは強いと考えられます。個別事例の是非を議論する意図はありませんが、実際、このような事例においては、対象会社から、買収者の事業への理解が不十分であることや、そのような買収者が一定の議決権を握ることによって経営に悪影響が生じる「おそれ」があることなどを理由に、企業価値が毀損される旨の反対意見が表明されています。

もっとも、専門家たる経営陣が株主よりも事業を深く理解していることは、株式会社における所有と経営の分離原則が当然に前提とするところであり、それは、株式が広く分散していても、特定の者に集中していても、異なることはないのではないかと考えられます。だからこそ、株主は、事業に精通した経営陣に日々の経営を任せただで、コーポレートガバナンスによって経営陣に規律を働かせることでエージェンシー・コストの解消を図るのであり、その規律を実効あらしめるために行われる上記のような買収は、まさに会社支配権市場が予定し、期待するところとすらいえるのではないかと考えられます。

にもかかわらず、もし上記のようにファイナンシャル・バイヤーによる買収に必然的に伴う事情を主な理由として、企業価値を毀損するという判断が安易になされたり、対抗措置の発動を求めることが容易に認められるのであれば、日本においては、ファイナンシャル・バ

イヤーによる同意なき買収は事実上禁止されるにも等しい結果となってしまうのではないかと懸念しています。このような観点も踏まえ、ファイナンシャル・バイヤーによる同意なき買収において、買収後の経営方針や買収者の経営能力としてどのような内容・程度のことを要求すべきか、ご議論いただきたいと考えます。

6. 対象会社による情報開示

「具体的かつ真摯な買収提案を受けた場合、これに対して取締役会や社外取締役がどのように対応したのかについて株主が評価できるよう、対象会社として何らかの情報開示を適切なタイミングで行うこと」は重要と考えます。特に買収提案を拒絶した場合には、提案された買収が企業価値を高めないと判断した理由や、現経営陣の続投によって買収提案と同等以上の価値を株主に提供できると判断した理由を客観的かつ具体的に開示することが必要と考えます。

7. 買収者による情報提供・情報開示

「対象会社やその株主にとって必要な情報の提供を確保する観点から」買収者による一定の情報提供・情報開示が求められるという提案に賛同します。他方で、買収者に対して際限なく情報提供を求め続けたり、提供が困難な情報や重要性の低い過度に詳細な情報の提供を求めることにより、同意なき買収を事実上阻止したり、株主の判断機会を不当に遅らせ、あるいは奪ったりすることは防止すべきであり、このような行為は許されない旨を明確化すべきと考えます。特に、「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」11頁においても指摘されているとおり、不招請型買収者に対してデュー・ディリジェンスの機会が保障されないのであれば、詳細な経営計画等の提供や開示は求められるべきでない（また、その提供や開示がなされないことを理由に買収に反対することも許されるべきでない）こととしなければ公平性を欠くと考えます。

もっとも、恣意的な運用のおそれを解消する最も有効な方法は、対象会社による評価・検討期間を一定期間に限定し、情報提供の要請や交渉、ホワイトナイトの探索等も、すべてこの期間内に限って認めることであると考えます。仮に取締役会が必要と考えて提供を求めた情報がその期間内に得られなかったとしても、対象会社がその事実も踏まえて意見を形成し、株主がその意見も踏まえて買収の是非を判断することで足りると思えます。そして、MBOにおいては、一般に、30営業日の間接的マーケット・チェックをもって対抗提案者の出現には十分とされているところ、現経営陣が代替案を示したり、ホワイトナイトを探索したりするのは、第三者が不招請の対抗提案を提出するよりもはるかに容易なはずであることを踏まえると、評価・検討期間は30営業日あれば足りるのではないかと考えられます。仮にそれ以上の期間が必要なのであれば、間接的マーケット・チェックは30営業日で十分なのかという点についても併せてご議論いただき、整合性を図っていただきたいと考えます。

予告 TOB は、対象会社の経営陣及び取締役会によって買収提案の真摯な検討がなされない場合において、協議・交渉の場を水面下から衆人環視の中に移し、株主や資本市場等によ

る規律を利用することによって（または、買収提案者がそのような選択肢を有することによって、水面下での協議・交渉段階から規律が働き）真摯な検討が促されるという点で、一般株主の利益に資する対応であると考えます。濫用的な利用を防ぐための工夫は必要と考えますが、誠実な利用も含めて一律に一定期間内での取下げを求めることは、対象会社に対応を長引かせるインセンティブを与えることとなるため、適当でないと考えます。

8. 有事導入型買収防衛策についての考え方

「特に有事導入型においては、・・・少なくとも事後的に対抗措置の発動に関して株主の意思を問うことが合理的ではないか」という提案に賛同します。

ただし、「緊急性の高い場合や企業価値をき損することが明らかな場合等における例外」を設けることには賛同できません。そもそも、株主意思確認は、対抗措置の発動前に経るのが原則であり、事後に行うことが許されるのは緊急性の高い場合に限られるべきと考えます。そして、事後の株主意思確認が可能である以上、株主意思確認そのものを不要とするような緊急性は観念できないのではないかと思います。第5回事務局説明資料16頁では、緊急性の例外を認める根拠として会社法206条の2第4項が参照されていますが、同項の株主総会決議は事後の実施が不可能なものであり、ここでの株主意思確認とは性質を異にするため、緊急性の例外を設ける根拠とはならないように思われます。

株主意思確認に例外を認めることは、保身目的による恣意的な運用の余地を認めることにつながるため、株主意思確認は常に経るべきと考えます。株主意思確認を経るための費用は、一般株主が享受する便益に比してあまりにも僅少であり、一般株主はその負担を喜んで支持します。事後の確認も可能である以上、株主意思確認を経ることに何らかの不都合があるとすれば、それは経営陣の保身が図られなくなるおそれ以外には考えにくいように思われます。

MOM決議については、公開買付規制の改正によって濫用的買収に対する制度的対応がなされるまでの過渡的対応という前提であり、かつ、上記3で述べた安定株主の問題について適切な対応がなされ、株主意思確認の歪みの是正において買収者側と経営陣側の公平性が保たれることを条件に、「市場内における急速な買付け」に限って認めることには、賛同する余地があると考えます。ただし、MOM決議が認められたことによって同意なき買収一般に強い萎縮効果が生じている現状を踏まえ、「急速な」の定義や対象となる買付けの範囲、買付けの開始前に既に保有していた議決権の取扱い、他者による公開買付期間中に対抗提案者が市場内買付けを行うような場合が対象に含まれるか否か等について明確化し、適用範囲が一義的に明らかになるようにすべきと考えます。

機関投資家や議決権行使助言会社に対して、買収防衛策の是非について実質的な判断を行うべき旨の提案自体は妥当と考えますが、同様の要請は、対象会社の株式を政策保有している企業に対しても行われるべきではないでしょうか。このような安定株主は、上記3で述べたとおり、保有される対象会社側から見て、望ましい買収を妨げるおそれがあるという点

で問題があるだけでなく、保有する企業（特に上場企業の場合）側から見ても、プレミアム付きで株式を売却する機会を不当に放棄することは、資本効率の観点から問題の大きい行為であるという点で、政策保有株式の問題点が特に顕在化する局面といえると考えます。

9. 買収防衛策の平時からの導入に関する考え方

現在、事前警告型買収防衛策を導入している企業は、濫用のおそれや経営への規律が損われるおそれを反映し、株式市場において企業価値が割り引かれて評価され、アクティブ運用を行う一部の機関投資家の投資対象からはそもそも外れている状況にあります。事前警告型には、株式市場全体のショック時における必要性が指摘されているものの、このような株価下落局面で買収防衛策を導入することは、ガバナンスを重視するバリュー投資家の投資意欲を削ぎ、彼らによって得られたはずの株価の下支えを失う結果、株主の損失が更に拡大するというデメリットがあることも認識する必要があります。有事導入型について合理的なガイドラインが整備されれば、平時導入型を残しておく意義は小さいはずですが、平時導入型からは卒業し、今後は合理化された有事導入型に一本化する旨の宣言が本研究会からなされれば、外国投資家を含むグローバルから見た変革と新制度の分かりやすさという意味においても、日本の株式市場にとって大きなアナウンスメント効果が期待できると考えます。

にもかかわらず、平時導入型を残すのであれば、株主総会決議を経て導入した上で、「①・・・発動時に株主総会決議を経ることが担保されており、有事において株主意思を確認する仕組みが確保されている」こと、かつ、「②一定の交渉時間の確保のみを目的に設計するなど裁量性を排除したもの」であることは最低限必要と考えます。

以上

* * *

AVI の概要

AVI は、1985 年に英国ロンドン市にて設立された投資運用会社であり、日本でも 20 年以上にわたって投資活動を行っております。AVI は、AVI グローバル・トラスト（純資産額：約 1,720 億円（約 10.7 億英国ポンド）（2023 年 1 月 31 日現在））及び AVI ジャパン・オポチュニティ・トラスト（純資産額：約 266 億円（約 1.6 億英国ポンド）（同日現在））等の投資ファンドの資産を運用しております。これらのファンドは、いずれもロンドン証券取引所のメイン市場に株式を上場する公開会社であり、投資期間の制約のないクローズドエンド型投資信託であるため、投資先企業の市場株価が割安の状態にあると考えられ、その状態を解消し得る要因やきっかけが見込まれるのであれば、投資先企業の株式を期間の制約なく保有し続けることが可能であるという特長があります。

AVI は、日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明を行っており、その趣旨に従って、投資先企業の企業価値の向上及び持続的成長に寄与するべく、経営陣や取締役の皆様との建設的な対話に取り組んでおります。