

共通論題

〔敵対的買収とコーポレートガバナンス〕

『証券経済学会年報』第56号 2021年12月

概 要

松 尾 順 介

桃山学院大学

頭 士 奈加子

日本証券経済研究所

今大会の共通論題は、「敵対的買収とコーポレートガバナンス」をテーマとして、有識者3名による報告とそれらに対するフロアからの質疑応答によって行われた。その概要は以下のとおりである。

1. 報告の概要

まず、大杉謙一氏（中央大学）から、敵対的買収に関する日本法の現状と課題について、次の報告があった。敵対的買収に関する日本の主な法制度には、会社法の裁判例（ニッポン放送事件、ブルドックス事件など）と、2006年の金商法（TOBルール）の改正がある。そして、経済産業省による一連の指針も行動規範としての意義を有している。もっとも、その後は買収防衛策が表立って利用され、金商法の解釈・運用が問題となった事例は東芝機械の事例を除いてはないようである。先進国の企業買収法制は、買収防衛策について裁判所が適法性を判断するアメリカ型と、買収防衛策を禁止し、企業買収につき公的機関がTOBルールの運用により対処するEU型とに大別される。日本の法制度は両者の中間にあたるが、細部に違いがある。例えば、日本では、TOBによる部分買付けが可能であり、TOBによらない株式の大量取得もある程度可能である。そして、株式の第三者割当てについて裁判所が「主要目的ルール」により差止めの有無を判断しており、不透明さが残る。こうした違いは、会社の支配権の異動について法務省が管轄し、上場株式の流通について金融庁が管轄するという日本の権限分掌に由来している。

なぜそういう中途半端なことになっているかは、現在の日本法に大きな問題が見つかっていないからであ

ろう。日本の法制度をアメリカ型に近づけるべきかEU型に近づけるべきか、それとも今の法制度が日本の現状に一番適合しているかは、論者の間で意見が分かれている。むしろ、日本で敵対的買収が伸び悩んでいる最大の理由は、投資家や日本社会のセンチメントにある。コーポレート・ガバナンスの向上などがより重要なのではないか。

次に、丸木強氏（株式会社ストラテジックキャピタル）から、敵対的買収の現状と課題について、次の報告があった。なお、丸木氏は野村證券株式会社入社後、1999年に株式会社M&Aコンサルティングの創業メンバーの一人として日本初となるアクティビストファンドの運用に従事し、2012年以降、アクティビスト戦略のファンド運用を行う株式会社ストラテジックキャピタルを経営している。敵対的買収とは買収対象会社の取締役会が反対を表明した買収である。そして、取締役会は、株主に対して受託者責任を負っている。したがって、敵対的買収は、取締役会が株主に対する受託者責任を果たすために反対を表明したものでなければならない。しかし、日本における敵対的買収の事例からは、経営者が株主の利益を蔑ろにしている現状を窺い知ることができる。例えば、日本企業は大株主や安定株主に守られ、妥当な条件の敵対的買収であっても不成立となり易い。しかも、敵対的買収が不活発なことで、友好的買収において株主（特に少数株主）が不当に安い価格での株式売却を強いられる事例が数多く発生している。こうした現状からは、日本の法規制等では株主の利益保護が困難であるという課題も浮かび上がる。そこで、敵対的買収者にデューデリジェンスの機会を与えることで、敵対的買収提案の持

つマーケット・チェック機能が果たされれば、株主は公正な価格での株式売却が可能になり、割安に放置された株式の評価が是正され、株主価値向上への関心が低い経営者に規律をもたらすことが期待できる。敵対的買収の意義はそうしたところにある。

三和裕美子氏（明治大学）からは、企業の買収防衛策と企業価値に関する先行研究と機関投資家の対応について、次の報告があった。買収防衛策の導入が企業価値に与える影響については、「テークオーバーの脅威がエージェンシーコストを削減する」という米国型の議論が日本や欧州にも影響を与えてきた。一方、買収防衛策を支持する理論としては、「買収者に対する交渉力を高めることで株主価値を高める」などが挙げられる。買収防衛策と企業価値に関する研究は国内外で広く行われてきたが、日本においては瀧澤・鶴・細野（2007）が買収防衛策導入企業196社を対象とした検討で、導入企業は社齢が長く、経営者持株比率が低く、株式持合い比率が高いという傾向があることを明らかにし、経営者が買収防衛策を保身目的で導入している可能性を支持している。さらに、2005年の企業価値研究会指針策定以降、買収防衛策導入件数は増加したが、近年、企業の買収防衛策に対して内外の機関投資家は批判的な見解を示しており、買収防衛策を廃止する企業が増加している。しかし、足元ではコロナ禍の株価の低迷を受けて導入する企業が増えている。SDGs やポストコロナの時代において、企業も機関投資家もこれまで以上にESGのうちES問題を重要視している。そのため、業績、ガバナンス、長期的企業価値創造、機関投資家のエンゲージメント、IR、政策保有が少ない点等において評価できる企業においては、買収防衛策は株主を含むステークホルダーの利害・価値を議論する策として位置付けられるだろう。

2. 質疑応答

以上の報告に対し、次のような質疑があった。

田代一聡氏（日本証券経済研究所）から丸木氏に対して、割安な買収価格という問題の根幹に、公正価値よりも相当に割安な価格がマーケットで付いていることがあると思うが、なぜマーケットで割安な価格が付くと考えるか、という質問があった。これに対し、丸木氏は、現金を保有しても得られるリターンが資本コストより少ない状況で、企業が現金を多く持っていることが影響していると応答し、そうした経営方針を変える必要性を示唆した。加えて、大杉氏は、友好的買

収の場合に経営者が資源の有効活用よりも企業同士の相性で買収相手を選んでいることも影響していると指摘した。また、三和氏は、企業のIR、機関投資家のエンゲージメントも影響を与えていると指摘した。

石川真衣氏（日本証券経済研究所）から三和氏に対して、社会的企業やベネフィット・コーポレーションであることの公表や認証取得は、間接的な買収防衛策として機能すると考えるか、という質問があった。これに対し、三和氏は、間接的な防衛策となるプロセスがないため結びつけは難しく、買収防衛策としては機能しないと考える、と応答した。加えて、大杉氏は、そうした経路はあり得るが、株主が長期的に財務的な利益になると考えて応じないのか、従来のセンチメントで応じないのかを区別する必要があるとコメントした。

司会の頭士から大杉氏と三和氏に対して、敵対的買収者のデューデリジェンスの機会が普及するにはどのような議論が深まるべきか、という質問があった。これに対し、大杉氏は、M&Aに際して経営者が株主の利益最大化という法的義務を認識しなければならないと応答し、判例形成は難しいが経産省の公正運営指針が経路の一つであると指摘した。さらに、弁護士や会計士等の業界のセンチメント改善も必要であると指摘した。また、三和氏は、東証も「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」を出し、議論は深まってきていると応答した。加えて、丸木氏は、経産省の公正運営指針検討時に買い手候補へのデューデリジェンスの機会付与する旨の意見を提出したが指針に盛り込まれなかった、指針等を変えるのは時間がかりそうだとコメントした。

パネリストの三和氏から大杉氏に対して、もし東芝機械の事例が司法判断の場に持ち込まれたらどのような判断になっていたか、という質問があった。これに対し、大杉氏は、見るべき点がある敵対的買収提案を蹴飛ばして、それより劣る経営者を選んでも、株主総会で株主が選んだことなので法的には仕方がない（差し止められない）のではないかと応答し、司法判断ではなく株主の判断で将来変わっていくだろうとコメントした。

翟林瑜氏（大阪市立大学）から丸木氏に対して、日本では企業価値（株価）を重視しない企業が多く、こうした企業に圧力をかけられる存在である資産価値重視のアクティブなファンドが少ない、資産価値重視の

アクティブなファンドを増やすにはどうすれば良いか、という質問があった。これに対し、丸木氏は、日本の金融機関や年金基金は、なかなかアクティビストにお金を預けない現状があると応答した。さらに、企業経営者のマインドが一番の問題であると指摘し、株主の利益を最大化するために働くことが義務であるにもかかわらず、そう認識していない経営者が多い為、上場時に経営者に対する教育やテストが必要だとコメントした。加えて、大杉氏は、国内の議決権行使・運用している機関投資家の担当者が株主価値追求のマインドを持っているかも問題であると指摘した。

司会の松尾から大杉氏に対し、TOBは規制があり、防衛策は導入できると言う日本のゲームルールについて比較法的にどう考えるか、という質問があった。これに対し、大杉氏は、現状の日本のルールはアメリカ型に近いが、裁判所は対象会社の株主の意思決定をより尊重していると応答した。さらに、法律の問題と言うよりは経営者のマインドの問題であると指摘し、敵対的買収において、経営者は自身の保身と変わらないまでも、各種ステークホルダーと自分を過度に一体化して過剰反応していると考えられる為、取締役会の独立性を高めることで、こうした問題を改善してほしい、とコメントした。

また、司会の松尾から三和氏に対し、独立取締役を中心に、近年のコーポレートガバナンスの評価を問うた。これに対し、三和氏は、独立社外取締役が3分の1

を占める企業も増え、多様性も問われるようになり、形の上では取締役の独立性、コーポレートガバナンスは良くなってきたと述べ、これからは、多様性の中での意思決定ができる取締役会が必要であり、実質的な発展が求められると応答した。

最後に、各パネリストから、まとめとして次の通りコメントを述べて、共通論題を終了した。丸木氏は、買収防衛策導入企業の多くは経営者が自社の株価が割安であると理解しているようであり、また、本来買収防衛策は株主のためにより良い買い手を見つけるための担保であるはずだが、実際に買収防衛策を発動または発動しようとしたことがある企業は高く売り込もうとしているわけではなく、本当に買収を防衛しようとしているように思うと感想を述べた。大杉氏は、各企業が持つ経営資源を有効活用するためにM&Aは敵対的なものを含めて重要であり、また、ESG等と株主価値は矛盾するものではないので、やはりこれまで軽んじられてきた株主価値を大切に方向に変わっていくべきだと述べた。三和氏は、企業は株主を含む各ステークホルダーの満足感のバランスをとるようなソーシャルバリューを創造するべきであり、取締役が機能していることを前提すれば買収防衛策もそのためのツールの一つとして存在して良く、また、投資家にとってソーシャルバリューという観点から新たに企業を見ていくことも必要であると述べた。

(2020.9.12 第92回全国大会)