

正しい敵対的企業買収に向けた

提 言

2005年6月17日

日本取締役協会

資本市場を正しく使う委員会

基本的な考え方

資本市場は、会社に市場から資金調達の便宜を提供し、創業株主等に投下資本の回収の場を提供するというメリットを提供する代わりに発行会社に対して企業情報の開示を要求している。企業情報の開示は、投資家の投資判断に資するとともに、市場の適切なチェックアンドバランス機能を活かすために重要である。

資本市場のチェックアンドバランス機能は、株式の買収を通じても行使される。不効率な経営者は買収により排除される可能性に直面することから、経営に緊張感が生まれ、投資家もより良いリターンが期待できることになる。

こうした資本市場の機能を阻害するもの(安定株主対策としての株式持合、投資家に対して十分な情報が提供されない状態で行われる買収等)は、排除されるべきであるが、この機能を促進する制度・行動は助長されるべきである。

敵対的買収は、経営者に緊張感を与えるものであり、株式を公開している会社に対しては本来認められるべきものである。敵対的買収の問題点を過大評価し過度の防衛策を認めることは、資本市場の本来の機能を歪めるものであり、賛成できない。

他方、最劣後のリスクテーカーである株主が一定の範囲で企業防衛を含めた権限を経営者に付与することも否定されるべきではない。

当協会の「資本市場を正しく使う委員会」では、正しい資本市場の正しい使い方という観点から、敵対的買収に関する事項について一定の提言を行うものである。

7つのポイント

①株式を公開した企業は、資本市場に経営支配権を委ねているという認識が必要である。

- ・株式公開は、本質的には、資本市場を利用した資金調達や創業株主等に対する投下資本の回収機会を提供する代わりに、経営支配権を資本市場に委ねる行為であることを再確認する。
- ・資本市場のチェックアンドバランスを阻害する、十分な情報を提供しない敵対的買収、株式の持合等は、排除されるべきである。
- ・親会社が過半数の議決権を有する上場子会社には、過半数の独立取締役を義務付ける。

②株式公開にメリットが少ないと判断した企業は、積極的に非公開化を推進する。

- ・MBO 等による非公開化は、超短期的な利益配当圧力をかける投資家を気にすることなく、長期的な投資を実行したい場合の有力な選択肢である。

③最良の企業買収防衛策は、株価を高めて時価総額を増大させることである。

- ・敵対的買収に対する防衛策の発動の可否は、経営者が自己保身などの利益相反に陥る可能性をなくすために、独立取締役のみで構成される特別委員会の決定に委ねる。
- ・買収防衛策発動の可否という経営判断に、監査役や社外監査役は関わるべきではない。
- ・独立取締役の定義と役割については、当協会が「独立取締役コード(仮称)」を2005年秋頃公表予定であるが、それまでは最も厳格なニューヨーク証券取引所の定義を参照する。

④経営者の利益相反というジレンマを解消する手立てとしてゴールデンパラシュートを導入する。

- ・年収の2、3倍を保障して、経営者の過度な自己防衛行動を抑止する有効手段とする。

⑤企業価値を正しく比較検討するためには、国際会計基準の全面的導入とその厳格な実施が必要である。

- ・国際的な買収や合併が進行する中、国際会計基準の全面的な導入は不可欠である。

⑥証券取引所は、自ら直面する利益相反を自ら解消しなければならない。

- ・自身が上場する場合には、委員会等設置会社に移行するなどしてガバナンスを整えた上、市場部門と自主規制部門を完全に独立させて、その上で、海外の証券取引所を含む他の証券取引所に上場する。

⑦独立取締役候補である CEO と CEO 経験者は、積極的に他社の社外取締役に就任する。

- ・独立取締役の第一候補は、公開企業の CEO と CEO 経験者がその経験・判断においてふさわしい。独立取締役については、外的な独立性という形式基準とともに、見識や人格という実質基準の重要性を見落としてはならない。

正しい敵対的企業買収に向けた提言

- 第1 資本市場と公開会社
- 第2 敵対的買収と買収防衛策の是非
- 第3 望ましい買収防衛策
- 第4 買収防衛策における利益相反の解消——独立取締役の必要性・報酬制度の改革
- 第5 経営者の責務
- 第6 効率的な敵対的買収を促進する法制度の整備
- 第7 効率的な敵対的買収を促進する社会制度の整備

第1 資本市場と公開会社

- 1 資本市場の適切な活用は国民経済にとって重要であり、近時のわが国は資本市場の積極的な活用を推進している。
- 2 株式公開によるメリットは、資本市場によるガバナンスを受けることを前提に与えられているという認識が必要である。
- 3 資本市場を利用する株式公開会社は、資本市場に対して、適切な情報開示・監査の実施等会社自身のガバナンスを充実させる責任を負う。

《提言 1》

株式公開会社は、株式公開のメリット・デメリットを検証し、後者が大きいと判断する場合には株式の非公開化を積極的に活用すべきである。

《提言 2》

特定の株主が支配権を有している株式公開会社の場合、少数株主の利益保護の観点から、過半数の取締役を独立取締役(意義については後述)とするべきである。

《提言 3》

株式持合はすべきでない。経営者は、株式を持ち合う場合は、それが企業価値増加に貢献する理由を投資家に対して説明する責任を負うとともに、その結果に対する責任を負う。

第 1-1 について

- ・ コーポレートガバナンスの強化、開示・会計・監査の強化、時価会計、連結会計、企業結合会計等の会計制度の整備、メインバンク制度による間接金融から資本市場を利用した直接金融への転換、萌芽的な資本市場としてのベンチャー市場の活性化等、近時の我が国は、資本市場の積極的な活用を推進している。

第 1-2 について

- ・ 資本市場においては、経営者に対する市場からの評価が低い場合、その会社の株式を売却する投資家の行動により株価が低迷し、敵対的買収が生じる可能性が高まる。また、株式売却で解決を図れない機関投資家は、議決権を積極的に行使して株式の価値に影響を与えようとすることから、経営に規律がもたらされる。
- ・ 株式公開の意義は、資本市場を利用した資金調達が可能になること及び創業株主等に対して投下資本の回収の機会を提供することが本質的なものであるが、知名度の向上、信用の増加、人材の確保、管理体制の充実及び従業員の士気向上等、株式公開に伴う付随的なメリットもある。こうしたメリットは、上記の資本市場によるガバナンスを受けることと引き替えに与えられるものである。株式を公開する以上は、資本市場を通じてのガバナンスを受ける覚悟が必要である。

第 1-3 について

- ・ 資本市場を通じたガバナンスが機能するための前提として、会社自身のガバナンス(情報開示、会計、監査、内部統制、コンプライアンス等)が充実する必要がある。株式公開会社の経営者は、これらを充実させる責務を負う。

《提言 1》について

- ・ 株式を公開することにより、会社は、企業情報開示義務等の負担を負うと共に買収のリスクに晒される。従来、株式の公開について、その名誉的な側面が重視され、経済合理的な側面が必ずしも重視されなかったきらいがある。経済合理的な観点からの株式公開によるメリット・デメリットを再検討し、後者が前者を上回る場合や株式の非公開化が企業価値を上げると考える場合(例えば、短期的な利益配当圧力を気にすることなく長期的な投資を実行する場合)には、MBO 等により株式の非公開化をするべきである。

《提言 2》について

- ・ わが国では、親会社が議決権の過半数を保有している子会社の上場が認められているが、親会社に取締役の選任権限が留保されていることから、資本市場を通じたガバナンスが効かない。特定の株主が支配権を有している会社では親会社の利益のために少数株主の利益が損なわれる危険性があり、本来上場を認めるべきではない。このような会社に対して、上場を維持したまま資本市場によるガバナンスを貫徹させるためには、証券取引法又は証

券取引所の上場規則により取締役の過半数を独立取締役(意義については後述)とすることを求め、少数株主の利益を保護する対策を講じる必要がある。

《提言 3》について

- ・ 資本市場によるガバナンスの観点からは、事業会社及び銀行との間の株式持合の解消は望ましい現象であり、安定株主対策としての株式持合は慎むべきである。
- ・ 敵対的買収に対する防衛の観点から株式の持合を考える企業もあるようであるが、株式の持合は、資本の空洞化・経営者支配をもたらすものであり、資本市場を通じたコーポレートガバナンスの観点からは好ましくない。株式の持合を行う経営者は、当該株式持合がもたらす企業価値の増加について、具体的に投資家に対して説明する必要がある。また、持合により所有する株式の価格下落のリスクは経営者が負う。
- ・ 株式には支配証券としての側面と投資証券としての側面がある。他の事業会社の株式取得そのものは、事業提携に伴う支配権ないし拒否権の取得、安定的資金の提供としての意義を見いだせる。しかし、持合の場合は、資金提供の意義がなく、相互に一定の議決権を持ち合うという関係が前面に出るものであり、経営者の相互保身としての色彩が強い。投資証券としての側面からは、余資の運用先として適切な対象か否かという観点からの吟味が必要である。

第2 敵対的買収と買収防衛策の是非

- 1 敵対的買収とは、会社の現経営者に対して友好的でない買収をいう。このような買収にも企業経営の効率性を向上させるという積極的意義がある。

《提言 4》

買収提案が会社の真の価値を反映しないと考える場合には、経営者は、買収防衛策をとることも許容される。しかし、敵対的買収に関して経営者は利益相反の関係にあることから、防衛策は経営者の保身のためのものであってはならず、経営者に敵対的買収者との交渉力を与えることにより、株主利益の極大化に資するものでなければならない。

《提言 5》

敵対的買収には弊害をもたらすと言われるものもあり、このような買収行為に対しては、その弊害に応じて適切な措置を講じることは認められるべきである。

《提言 6》

グリーンメーラー的な敵対的買収に対しては、当該行為により得られた利益に対して高率の課税をする税制で対抗策を講じるべきである。

《提言 7》

既存株主の利益を損なわない敵対的買収について、取引先、従業員や地域社会などの株主以外の利害関係人の利益保護を根拠に、株主の利益を犠牲にしてまで、防衛を認めるのは行き過ぎである。

第 2-1 及び《提言 4》について

- ・ 買収者が現在の株価にプレミアムを付して敵対的買収をかけるのは、現経営者が非効率的な経営を行っており、かつ買収者が対象会社の資産をより効率的に管理・運用する能力を有している可能性があることの証左であり、敵対的買収により企業経営の効率化が達成される可能性がある。他方、敵対的買収は、一般には現経営者を駆逐するものであり、現経営者が保身目的で買収防衛策をとることが考えられるが、このような行為は、取締役の善管注意義務・忠実義務に反する行為であり、認められない。
- ・ 米国のオラクル vs ピープルソフトの事案では、当初の買収提案から 18 ヶ月に及ぶ交渉により、買収価格が 1 株当たり 16 ドルから 24 ドルまで引き上げられた。この交渉の過程では、買収者は買収対象企業の取引先に対しても接触し、買収に対する不安の解消、メリットの存在について情報交換をしている。このような交渉を促進する買収防衛策が望ましい。

《提言 5》及び《提言 6》について

- ・ 弊害の生じうる敵対的買収にはいくつかの類型があるが、これらの類型に該当することから直ちに買収防衛策の発動が許容されるものではない。以下主要な類型毎に防衛策の発動に際して考慮すべき事項について述べる。

[グリーンメーラーについて]

- ・ 弊害の生じうる敵対的買収の類型のうち、対象企業に対して高値での株式買取りを求めるグリーンメーラー的な敵対的買収は、一種の恐喝行為であり、これに対する防衛は一定の限度で許容されるべきである。なお、高値での自社株買取りは、取締役の善管注意義務に違反する点に留意が必要である。
- ・ 証券取引法により 10%以上の議決権を有する株主が 6 ヶ月以内の反対売買により得た利益については、発行会社が請求する権利が認められているが、かかる短期売買差益の提供請求に該当しない形で行われるグリーンメーラー的な買収行為に対しては、米国のようにその利益に対して高率の課税をする税制上の措置を講じることにより、株を買い占めて高値で会社に引取りを求める行為の経済合理性を減殺することができると考えられる。

[強圧的二段階買収について]

- ・ 弊害の生じうる敵対的買収の類型のうち、最初の買付け条件を有利に、二段階目の買付け条件を不利(又は不明確)にすることにより、株主に売り急がせるいわゆる強圧的な二段階買収は、株主の合理的判断を誤らせることから、防衛が許容されうる。二段階買収については、公開買付規制を強化して 100%買付義務を認める等の方法により、規制することも考えられる。
- ・ EU の企業買収指令では、①会社の支配権を取得する場合には、全株式に対して買付提案をしなければならず、その価格は一定期間に同一証券に対して支払った最高価格でなければならない。②対価は原則として現金又は流動性のある証券でなければならない。③TOB を行うためには、100%買付を完了できる資金の裏付けが必要である、とされている。このような制度が導入されれば、強圧的な二段階買収を防止するために買収防衛策を認める必要性はなくなるのではないかと議論もあるが、わが国の制度としての適合性について検討の余地がある。

[裁定取引型買収について]

- ・ 対象会社の内部留保を流出させる裁定取引型企業買収については、会社資産の効率的な使用を促す側面もあり、その意義を一概には否定しがたい。
- ・ 過剰な内部留保を有効に活用できていない会社は、増配や自社株買いにより不要な手許現金を株主に還元することにより、資産効率の向上を図りうる。また、無借金経営の会社については、LBO(レバレッジド・バイアウト)による敵対的買収、防衛策としての MBO(マネジ

メント・バイアウト)、借入の増加と株主還元の組み合わせ等がデッド・エクイティレシオの適正化に資する可能性がある。

[解体的買収について]

- ・ 買収した企業を解体して売却することを意図している解体的企業買収については、株主以外の利害関係人の利益を害するおそれもあるが、会社経営を効率化する側面もあることから、その意義を一概には否定しがたい。
- ・ 解体的買収は、コングロマリットディスカウントの解消につながりうる。買収者は、回収を極大化するためには、顧客、取引先、従業員等を維持し事業価値を毀損させずに、ゴーイングコンサーン価値を保ったまま事業単位で売却することが多いと思われる。
- ・ 労働者の解雇等の弊害については、労働法上の解雇権濫用法理等に対応することが可能である。

《提言 7 について》

- ・ 既存株主の利益を損なわない敵対的買収について、取引先、従業員や地域社会などの株主以外の利害関係人の利益保護を根拠に防衛することが許されるか否かは、現行法上明らかではない。しかし、利害関係人の利益を考えることが正当化されるのも究極的にはそれが株主の利益になるからであり、株主の利益を犠牲にしてまで、利害関係人の利益を考慮することは(そのような名目の下に経営者の保身に利用される可能性もあり)行き過ぎである。
- ・ 企業の社会的責任との関係で、利害関係人の利益保護の必要性が求められる可能性も存在する。しかし、そうした責任論の前提となる利害関係人の利益とは、株主・経営者が会社制度を利用して事業を遂行することに伴う反射的利益であり、かかる反射的利益を保護するために、株主の財産権を侵害するのは本末転倒である。利害関係人の利益は、その保護が企業価値の維持向上に貢献するか否かという範囲で考慮されるものである。

第3 望ましい買収防衛策

《提言 8》

買収防衛策は、株主利益の最大化に資するものである必要があり、敵対的買収者以外の既存株主に悪影響を与えない防衛策(適切に設計されたライツプラン等)が求められる。

《提言 9》

買収防衛策は、事前に導入するとともにその内容を開示することが必要である。

《提言 10》

新株予約権の発行を伴うライツプランのような買収防衛策の導入に当たっては、事前に株主総会の承認を得るべきである。

《提言 11》

買収防衛策は、その導入時に株主総会の承認を得たものも含め、経営者の保身に基づく恣意的な判断を抑制して効率的な敵対的買収を可能とするために、客観的な消却条件が設定されているものか、防衛策の発動の時点においても①独立取締役のみで構成される特別委員会、又はそれが不可能である場合には②経営者から独立した第三者からなる独立委員会により防衛策発動の可否が判断されるものでなければならない(第4参照)。

《提言 12》

監査役(社外監査役も含む)は、買収防衛策発動の可否の判断に関わるべきではない。

《提言 13》

買収防衛策発動の可否の判断に当たっては、その判断の過程を客観化するべきである。

《提言 14》

買収防衛策は、消却可能なものでなければならず、買収後の新経営者による消却を不可能とするあるいは遅延させる条項を付した防衛策は許容すべきではない。買収防衛策には、客観的な消却条件を明示させるとともに、買収提案がより株主価値の実現に有利な場合には取締役消却を義務づける条項を付すべきである。

《提言 8》、《提言 9》、《提言 10》及び《提言 11》について

- ・ 友好的株主への第三者割当増資、黄金株、複数議決権株式等は、既存株主にも悪影響を与える点で、買収防衛策としては好ましくない。敵対的買収者以外の株主に新株引受権を

付与し、敵対的買収者の持株を希釈化するいわゆるライツプランは、適切に設計されている限りこのような弊害を最小化することができる点で望ましい。

- 買収防衛策は、投資家及び買収者に評価の機会及び予測可能性を与えるために、事前に導入されるべきであり、その内容は開示されなければならない。これにより、防衛策そのものに対する資本市場の評価がなされ得る。
- 新株予約権の発行を伴うライツプランのような買収防衛策の導入は、事前に株主総会の決議によるべきである。買収防衛策を定款記載事項とすることにより、株主総会の授権を得ることが可能であり、また防衛策の発動基準、消却基準が明確になる。但し、防衛策の導入時に株主総会の授権があったとしても、防衛策発動時に経営者の保身に基づく恣意的な判断が行われる可能性を否定できないことから、①(a)独立取締役のみで構成される特別委員会、又はこれが不可能である場合には、(b)経営者から独立した第三者により構成される独立委員会により防衛策発動の可否が判断されるもの、又は②客観的な条件が設定されているもの(例えば、発行会社が敵対的買収者に対して買収提案の詳細な内容提示を求め、買収者がこれに応じた場合には防衛策を行使せず、買収者の提案と現経営者の提案に対する株主の判断に委ねるもののように条件成就の判断を必要としないもの)である必要がある。

《提言 12》について

- 監査役(社外監査役も含む)は、本来取締役の職務執行を監査する立場にあるので、取締役会に対して防衛策発動の可否の判断を提供する会議体の構成員として相応しくない。敵対的買収に対する判断が重大な経営判断そのものであることに鑑みれば、本来の意味での独立取締役が判断することが最も望ましい。

《提言 13》について

- ニッポン放送事件において、東京高等裁判所は、企業価値自体は司法判断になじまない旨判示した。したがって、防衛策発動の適否の判断も、①利害関係のない者による判断か、②慎重な手続に則ってなされた判断かという観点から判断される可能性が高い。立証の便宜のためにも判断手続過程を客観的なものとして証拠化することが重要である。

《提言 14》について

- 買収防衛策は、委任状合戦による経営者の交代に対して中立的であるべきであり、交代させられた取締役の関与無しに、委任状合戦により新たに就任した取締役による即時の消却を可能とすべきである。
- 買収提案が株主価値を高めるものであると認められる時には消却すべき義務を買収防衛策に規定することにより、買収防衛策の公正性が担保される。

第4 買収防衛策における利益相反の解消——独立取締役の必要性・報酬 制度の改革

- 1 経営者は敵対的買収に対して個人的な利益相反関係を有するため、買収防衛策の発動に際しては、株主に対する責任を負いつつ中立的立場から敵対的買収の是非を判断しうる独立した第三者の存在が必要である。

《提言 15》

中立的な判断を求めるためには商法上の社外取締役の要件では不十分であり、証券取引法又は証券取引所規則による独立取締役の導入が必要である。

《提言 16》

株主と経営者の利益相反を減少させるためには、経営者に株式の保有を義務付ける等、経営者に株主と同じ目線で行動するインセンティブを与える報酬制度とすべきである(当協会策定「経営者報酬の指針」参照)。

《提言 17》

敵対的買収の局面における株主と経営者の利益相反を減少させるためには、適切に設計されたゴールデンパラシュートを導入すべきである。

《提言 15》について

- ・ 現在の商法上の社外取締役には、親会社や取引先の関係者も含まれてしまい、経営者からの独立性が要求されていない。高度のガバナンスが求められる株式公開会社にあつては、独立取締役の導入が必要である。
- ・ 取締役の独立性の要件については、当協会の社外取締役委員会でガイドラインを策定中であるが、ガイドライン策定までは、ニューヨーク証券取引所の規則(別紙参照)等を参考にすることも有用と考える。
- ・ 取締役の過半数を独立取締役とした上で、買収防衛策の不発動又は消却にかかる決議については、独立取締役のみにより構成される委員会の判断に委ねることが理想的である。買収防衛策の是非を判断する際には、取締役会の構成(経営者の保身に流されることなく、株主利益のために合理的な判断を行うことが可能であるか)に着目する必要がある。なお、独立取締役をそろえることが困難な場合には、次善の策として、独立性の高い委員(取締役とは限らない)のみによって構成される委員会に判断を委ね、かかる判断を取締役会の決議とする仕組みとすることも考えられる。但し、取締役会が実質的な決議権限にかかる委員会に付与することになるので、取締役としての善管注意義務を果たすために、具体的な判断

基準について可能な限り詳細かつ客観的に規定し、その基準の充足の判断のみを委ねるよう設計する必要がある。また、そのような委員自身は株主ではなく現経営者により選任・委託されていること、株主に対する法的な責任を負っていないことから、その正当性についてどのように説明するか適切な設計が必要である。

- ・ 独立取締役の必要性は株式公開会社において認められるので、会社法ではなく、証券取引法又は証券取引所規則で規定されるのが適切である。

《提言 16》について

- ・ 取締役に対するストックオプションなどのインセンティブ報酬を税法上も損金算入できるようにすべきである。詳細は、当協会策定「経営者報酬の指針」参照。

《提言 17》について

- ・ 敵対的買収に直面した取締役は、敵対的買収の成功により自らが放逐される利益相反状況にある。特に従来退職慰労金は退職後の株主総会の決議により支払われることから、敵対的買収に対して反対する要因となる可能性があるため、これを廃止・改定することが望ましい。これに対して、買収の結果として退任した場合には一定の条件の下で、合理的な範囲の特別報酬を支払う、いわゆるゴールデンパラシュートを、あらかじめ株主総会決議により導入しておくことは、敵対的買収の局面における取締役の利益相反を減少させ、取締役が自己の保身を離れて、買収者の提案について、それが株主利益に資するか否かの観点から判断することを可能とする。

第5 経営者の責務

- 1 敵対的買収に対する最良の防衛策は、株価を高めて、時価総額を増大させることである。

《提言 18》

経営者は、会社の真の価値を反映していないと考えられる敵対的買収に反対するためには、会社の企業価値を常に把握するよう努める必要がある。

《提言 19》

経営者は、意識的又は無意識のうちに保身に流されることのないよう、独立取締役等を含めたガバナンスを構築する必要がある。経営と監督の分離の観点からは、取締役会は独立取締役を中心として構成すべきであり、委員会等設置会社への移行又は監査役設置会社においても執行役員制度の導入が望ましい。

《提言 20》

経営者は、敵対的買収が行われた時点では、買収者の提案を真摯に検討すべきであり、敵対的買収者の提案が株主利益を増加させるものであり、より株主利益に資する代案(他の会社との友好的 M&A、経営者による MBO 等)を提示できない場合には、当該買収提案を受け入れなければならない。

《提言 21》

経営者は、株主(潜在的株主としての投資家を含む)の合理的判断を可能とするべく、情報開示・会計・監査を適切に行うべきであり、敵対的買収に対する防衛策を導入した場合には、防衛策の内容についても正確に開示して投資家(敵対的買収者を含む)に予測可能性を与えるべきである。

《提言 18》について

- ・ 経営者は、自社の企業価値を把握していなければ、敵対的買収者の提示した価格が自社の真の価値を反映した上でプレミアムを加味した妥当なものか否かを判断できない。

《提言 21》について

- ・ 証券取引法改正による虚偽開示への制裁の強化は、開示の質を高める点から望ましい。
- ・ 買収防衛策を導入した場合、その内容を営業報告書に記載することにより株主に開示するとともに、有価証券報告書等に記載することにより投資家(敵対的買収者を含む)に開示すべきである。

第6 効率的な敵対的買収を促進する法制度の整備

《提言 22》

経営者が株主利益を無視して自らの保身に走ることを牽制するためには、買収防衛策自体の是非に関する裁判に加えて、株主代表訴訟やクラスアクション等の取締役の善管注意義務違反・忠実義務違反や証券取引法違反の責任追及を可能とする制度の整備が必要である。

《提言 23》

公開買付規制が効率的な敵対的買収に対する過度の規制とならないためには、ライツプランが消却されたことを前提とした公開買付を可能とする等、買付条件の柔軟化を認めるべきである。

《提言 24》

公開買付規制を潜脱する時間外取引について規制することは望ましいが、時間優先・価格優先の原則が妥当する時間外取引については一律に規制すべきではない。

《提言 25》

大量保有報告書制度は、不意打ち的な敵対的買収を防止し、経営者及び既存株主に対して敵対的買収者の素性を明らかにするものでなければならない。

《提言 26》

税制については、効率的な企業組織再編を阻害しない企業組織再編税制、経営者の報酬を合理化するために必要な役員報酬の損金算入等の税制改革(当協会策定「経営者報酬の指針」参照)、合理的なライツプランの構築の妨げとならない解釈の確立(又は立法)、グリーンメーラー対策税制等を整備することが望ましい。

《提言 22》について

- ・ 資本市場における適切なチェックアンドバランスが機能するためには、監督官庁や証券取引所だけでなく、株主の監視機能を果たさせる手段の確保が重要である。株主代表訴訟や証券取引法違反に対するクラスアクションなどの導入はその機能を果たし得る。しかし、不当訴訟の提起が経営に対する過度の干渉とならないよう、例えば独立取締役により構成される委員会の判断に基づく訴訟の却下を認めるなど、バランスのとれた制度の構築・運用が望まれる。

《提言 23》について

- ・ 現行の公開買付規制では買付条件の変更が硬直的であるが、買付期間中に株式分割又

は低廉な新株発行(ライツプランの発動等)が行われた場合にも買付価格を修正又は買付を中止できないとすれば、公開買付者は多大な損害を被る可能性があり、敵対的買収について過度に謙抑的な効果をもたらさう。資本市場にとって有意義な買収を実現させるためには、公開買付条件の柔軟化を認める必要がある。

《提言 24》について

- ・ 証券取引法の改正法(案)では「取引所有価証券市場内における買付等」のうち「競売買以外の方法による有価証券の売買等として内閣総理大臣が定めるもの」を規制の予定であるが、相対性の強い ToSTNeT-1 と異なり、時間優先・価格優先の原則が妥当する ToSTNeT-2 については規制の必要性が乏しいと思われるので、指定の対象に注目する必要がある。

《提言 25》について

- ・ 現行の大量保有報告書制度ではタイムリーな株式の移動が補足できない。提出された大量保有報告書については、遅滞なく電子開示がなされることが望ましい。また、大量保有報告書の提出義務についても、5%基準が適切か、機関投資家の提出時期について修正の必要がないか検討すべきである。

第7 効率的な敵対的買収を促進する社会制度の整備

《提言 27》

資本市場について理解のある専門性の高い裁判官による迅速な判断を得られる司法制度の改革が望ましい。

《提言 28》

経営者及び投資家による企業価値の比較・検討を可能とするためには、国際会計基準の全面的導入とその厳格な実施が望ましい。

《提言 29》

資本市場の担い手としての証券取引所の役割に鑑みれば、証券取引所自体が直面しうる利益相反を解消することが必要である。

《提言 30》

独立取締役となりうる人材を確保するためには、CEO 及び CEO 経験者が他社の社外取締役に就任する等の人材の流動化が必要である。

《提言 31》

敵対的買収等の重大な局面において法律専門家の果たす役割の大きさに鑑みれば、高度の専門性を有する企業法務に精通した弁護士が増加することが望ましい。

《提言 27》について

- ・ 買収防衛策の導入及び発動については、終局的には裁判所によりその是非が判断されることから、裁判所は資本市場にとって意味のある速さで判断を下す必要がある。また、判断の速さのみならず、専門性の高い裁判所により高度な議論が尽くされた判断が蓄積されることにより、敵対的買収及び資本市場の正しい使い方に関するルールが構築されうる。

《提言 28》について

- ・ 我が国の会計基準は、ここ数年間で国際会計基準の多くを取り入れているが、未だ一部に不整合があるために、国際的な観点からの比較・検討に適していない。国際比較も含めた企業価値の比較・検討を可能とするためには、我が国の会計基準を国際会計基準に整合性のあるものにするとともに、その厳格な実施が必要である。

《提言 29》について

- ・ 資本市場活性化のために証券取引所が果たす役割は重大である。資本市場におけるガバナンス構築のために、法律の改正を待たずに証券取引所が規則を制定し執行していくこと

は望ましい。しかし、証券取引所自身が自己の市場においてその株式を上場することになると、より一層の株主利益の追求をすることが求められることになり、証券取引所の公益的機能との利益相反を招く可能性が大きくなる。したがって、証券取引所の上場にあたっては、証券取引所は、利益相反を外部から疑われることが無いよう、(自主規制部門と市場部門が完全に独立的に運営されるなどの)組織及び経営のあり方を見直す必要がある。こうした形の組織を運営するには、委員会等設置会社の方が適合しやすいと考えられる。証券取引所は、こうした体制を整備した上で、海外の証券取引所を含む他の証券取引所に上場することが望ましい。

《提言 30》及び《提言 31》について

- ・ わが国では、プロの経営者の市場がない、企業法務専門の弁護士が少ないと言われている。効率的な資本市場の達成のためには、こうした人的インフラの整備が不可欠である。
- ・ CEO 及び CEO 経験者は、会社のトップとしての実務経験を有しており、また社会的な評価も得ている。CEO 及び CEO 経験者を取締役に迎えることにより、他社の経験のみならず、トップの経営者としての判断を議論に反映させることができ、取締役会における議論の深化、客観化が図れる。

以 上

当委員会の本件に関する勉強会（連続セミナー及び検討会）

4月21日（木）

「敵対的企業買収と有効な防衛策」

太田 洋 西村ときわ法律事務所弁護士

4月27日（水）

「敵対的企業買収と投資家～敵対的買収は悪なのか」

村上 世彰 M&A コンサルティング代表

5月12日（木）

「M&A アドバイザーから見た敵対的企業買収」

町田 英一 野村証券シニア・エグゼクティブ・オフィサー

5月17日（火）

「ニッポン放送問題から正しい資本市場を考える」

久保利 英明 日比谷パーク法律事務所代表弁護士

5月19日（木）

「敵対的企業買収と取締役会の責任」

落合 誠一 東大教授、内閣府 M&A 研究会座長

5月27日（金）

「敵対的企業買収と企業価値」

神田 秀樹 東大教授、経産省企業価値研究会座長

5月31日（火）

「提言案の中間報告と審議」

竹原 隆信 西村ときわ法律事務所弁護士

6月1日（水）

「株式市場は敵対的買収の増加を歓迎する」

藤田 勉 日興シティグループ証券日本株式ストラテジスト

6月15日（水）

「提言案の最終報告と審議」

竹原 隆信 西村ときわ法律事務所弁護士

資本市場を正しく使う委員会

委員長： 金子 昌資 日興コーディアルグループ会長
副委員長： 上村 達男 早稲田大学法学部教授・大学院法務研究科 教授
副委員長： 奥山 章雄 中央青山監査法人理事長
副委員長： 久保利 英明 日比谷パーク法律事務所代表
副委員長： 山浦 久司 明治大学大学院会計専門職研究科長 教授

当委員会ワーキングチーム

起草者： 竹原 隆信 西村ときわ法律事務所パートナー弁護士
 仁平 隆文 西村ときわ法律事務所弁護士

本件に関するお問い合わせ先

日本取締役協会（担当）森田
電話：03-5425-2861 FAX：03-5425-2862
〒105-6239 東京都港区愛宕2-5-1 愛宕MORIタワー39階
メールアドレス info@jacd.jp
ホームページ <http://www.jacd.jp>

ニューヨーク証券取引所規則 (NYSE company manual)

(抜粋訳文)

(2003年11月4日最終改正)

303A.01 独立取締役 (Independent Directors)

上場会社は、過半数の独立取締役を有しなければならない。

注): 実効性のある取締役会は、その責務を遂行するために、独立した判断を行う。過半数の独立取締役を要求することにより、取締役会の監督の質が向上し、有害な利益相反の可能性が減少する。

(2004年11月3日最終改正)

303A.02 独立性テスト

本基準の目的のため、「独立取締役」の定義を厳格化する。

- (a) 取締役は、当該取締役が上場会社と重要な関係(直接に、又は当該企業と関係を有する組織のパートナー、株主若しくは業務執行者として)を有していないことが取締役会によって判断されない限り、「独立」しているということとはできない。会社は、取締役のうちの誰が独立取締役であるかを特定し、その判断の根拠を公表しなければならない。

注): 潜在的な利益相反を示唆したり、又は取締役と上場会社(「会社」は、当該会社の属する連結集団における全ての親会社及び子会社を含む。)との関係の重要性に影響を与える全ての事情について、事前に予想して規定しておくことは不可能である。したがって、「独立性」の判定を行う取締役会が、関連する全ての事実及び事情を広範に検討するのが最善である。とりわけ、取締役と上場会社の関係の重要性を評価する際は、取締役会は、取締役の観点からのみならず、当該取締役が関係を有している個人又は組織からの独立性をも判断すべきである。重要な関係は、商業、産業、銀行、コンサルティング、法律、会計、慈善、親族その他の関係を含みうる。しかしながら、関心事は経営者からの独立性であり、当証券取引所は、多量の株式を所有することは、それ自体では、独立性の認定のための障害であ

るとは見なさない。

独立取締役の身元及び取締役会が当該取締役と会社との間に重要な関係が存在しないと判断した根拠は、上場会社の毎年の委任状説明書(proxy statement)に記載されなければならない。その会社が毎年の委任状説明書を提出していないときは、SEC に 10-K の書式で提出される年次報告書の中に記載されなければならない。その際、取締役会は独立性の判断を行うためのカテゴリー的な基準を採用して公表することができ、ある取締役がこの基準を満たすのであれば、一般的な開示を行うこともできる。当該基準を満たさない取締役についての独立性の判断は、全て具体的に説明されなければならない。会社は、採用した基準の全てを公表しなければならない。その場合個々の取締役と会社との間の重要でない関係について詳細を記載することなく、独立取締役が取締役会によって定められた基準を満たしている旨の一般的記載を行うこともできる。公表された基準に該当しない程度のビジネス上又はその他の関係を有している取締役が独立性を有していると判断された場合は、取締役会は、上記で説明した方法に従って、その判断の基準を公表しなければならない。このアプローチは、重要ではない関係についての過度の開示を行うことなく、取締役会の独立性の質及びその独立性の判断について評価するための適切な方法を投資家に提供する。

(b) なお、以下の取締役は独立性を有していない。

(i) 現在若しくは過去 3 年間の間に当該上場会社の従業員であった者、又は近親者が現在若しくは過去 3 年間の間に当該上場会社の業務執行者(executive officer¹) であった者

注): 暫定的な議長 (interim Chairman) 又は CEO その他の業務執行者として雇用されていたことがあったとしても、そのことを理由として当該取締役が独立性を有していないと判断されることにはならない。

(ii) 当該取締役又は近親者が、過去 3 年間におけるある 12 ヶ月の期間内に、取締役又は委員会のメンバーとしての報酬及び年金その他の形式の従前の業務遂行に対する対価としての繰延給与 (但し、かかる報酬は、継続的な業務を提供することを条件としたものであってはならない) を除いて、10 万ドル超の報酬を当該上場会社から受け取っている者

注): この基準に基づいて独立性を判断する際は、暫定的な議長又は CEO その他の業務執行者として以前に提供した業務について受領した報酬を考慮する必要はない。また、この基準に基づいて独立性を判断する際は、近親者が当該上場会社の従業員 (業務執行者を除く) として提供した業務について受領した報酬を考慮する必要はない。

(iii)(A) 当該取締役又はその近親者が、当該上場会社の内部監査人又は外部監査人である

¹ 303A において、“executive officer”とは、1934 年証券取引所法 16a-1(f)における“officer”を指す。

事務所のパートナーである者

(B) かかる事務所の従業員である取締役

(C) かかる事務所の従業員であって、かかる事務所の監査業務、保証業務又は税務コンプライアンス業務(タックスプランニングを除く)に従事している近親者を有する取締役

(D) 当該取締役又はその近親者が(現在はパートナー又は従業員ではない場合であっても)、過去 3 年間の間に、当該事務所のパートナー又は従業員であり、その時に当該上場会社に関する業務に直接従事していた者

(iv) 当該取締役又はその近親者が、現在若しくは過去 3 年間の間に、当該上場会社の現在の業務執行者がその期間に報酬委員会に所属していたことがある会社において、業務執行者として雇用されている者若しくは雇用されていた者

(v) 過去 3 年間の会計年度の間、100 万ドル若しくはその会社の連結総収入の 2%を超える額について、当該上場会社に対して資産又はサービスに対する支払を行い、又は当該上場会社から支払を受けている会社の現在の従業員である取締役、又は近親者がかかる会社の現在の業務執行者である者

注): 303A.02(b)(v)のテストを適用する際は、基準となる支払額及び連結総収入額は、終了した直近の会計年度のものでなければならない。このテストのために遡及する条項は、当該上場会社と当該取締役又は近親者の現在の使用者との間でのみ問題となり、当該上場会社と当該取締役又は近親者の以前の使用者との間では考慮する必要がない。

非課税団体への寄付は、当該独立取締役が業務執行者である非課税団体に対して当該上場会社が行っている寄付について、過去 3 年間の間に、1 会計年度に当該上場会社から当該非課税団体に対してなされた寄付が 100 万ドル又は当該非課税団体の連結総収入の 2%のいずれか大きい額を超えている場合であっても、当該上場会社が毎年の委任状説明書の中で当該寄付を開示し、その会社が毎年の委任状説明書を提出していないときは、SEC に 10-K の書式で提出される年次報告書の中で当該寄付を開示している限り、303A.02(b)(v)の「支払」として考慮されない。但し、当該会社の取締役会は、かかる関係について、上記の 303A.02(a)の規定に従って、その重要性を検討しなければならない。

303A.02(b)への一般的な注):「近親者」とは、当該人の配偶者、親、子、兄弟姉妹、法律上の父・母、法律上の息子・娘及び法律上の兄弟姉妹、並びにかかる人と住居を同じくしている全ての人(家事奉公人を除く)を含む。303A.02(b)のために遡及する条項を適用する際には、上場会社は、法律上の縁組解消若しくは離婚又は死亡若しくは無能力の結果として、近親者には該当しなくなった人物については、考慮する必要がない。

なお、「会社」とは、当該会社の属する連結集団における全ての親会社及び子会社を含む。

移行措置

上記の各基準は、3年間の遡及条項を含んでいる。新たな独立性基準への円滑な移行を促進するため、当証券取引所は、新基準が導入された後の最初の1年間は、1年間に限り遡及して適用することにより、かかる遡及条項を段階的に適用する。303A.02(b)における3年間の遡及条項は、2004年11月4日以降にのみ、適用される。

例えば、2004年11月3日までの間は、上場会社は、303A.02(b)(ii)に基づいて報酬をテストする際に、1年間だけを振り返ればよい。これに対して、2004年11月4日からは、303A.02(b)(ii)に基づいて、満3年間を振り返る必要がある。

以 上