

企業価値研究会「論点公開」へのコメント

在日米国商工会議所

2005年5月16日

在日米国商工会議所（American Chamber of Commerce in Japan。以下「ACCJ」といいます。）は、企業価値研究会の「論点公開」につき、以下のとおりコメントを提出します。提出が遅れましたこととお詫び申し上げますと共に、4月22日の130ページに及ぶ論点公開の報告書の公開から5月11日のパブリックコメント終了日までの期間が極めて短かったことから、かかる遅れが避け難いものであったことにつきご理解を賜りますようお願い申し上げます。

A) 全般的コメント

ACCJは、企業価値を最大化し、良きコーポレートガバナンスを促進するという観点から、経済産業省（Ministry of Economics, Trade and Industry。以下「METI」といいます。）及び企業価値研究会の、敵対的買収の場合に発生する複雑な問題についての議論を喚起するための試みにおける多大なる取組みについて称賛いたします。我々は、METIの取組みが、経営陣による防衛手段の潜在的な濫用への懸念及びその導入に際して会社の株主価値を現実にも高めるために必要なバランスと客観性を確保せんとする要望に基づいていることを、高く評価しています。日本におけるコーポレートガバナンスと証券市場の機能を改善する喫緊の必要性を考慮すれば、かかる懸念は極めて正当なものです。

我々は、METIの種々の資料や報告書は、大部分において、日本の取締役会が防衛策を採用する際に従うべき実用的なガイドラインや優れた一般原則を規定していると信じています。しかしながら、「ガイドライン」という手段には通常強制力がなく、十分に詳細ではなく、あるいは他の法律と完全に統一的ではないため、そのなしうることには限界があります。同時に、新会社法によって可能となる買収防衛策は、法的手段として強制的効果をもって機能します。それゆえ、ACCJは、バランスと客観性の必要性について、及び政策決定と立法が資本市場の運営について慌しく取り組んでいるように見えるそのやり方について、ACCJが有する2つの大局的な懸念事項を明確に述べるためにこの機会を利用したいと思えます。我々は、論点公開 が提示するガイドラインを実行するために必要な法律と統治のインフラストラクチャーを実際に構築するという精神に基づいて、本コメントを提出いたします。かかる法律と統治のインフラストラクチャーは、ガイドラインの内容以外の株主及びステークホルダーの利益を守るために不可欠な他の原則を実行・反映するために、なおさら必要となります。

B) 国際的なイメージの問題

第一に、ACCJは、日本が広範な「買収防衛手段」を利用できるようにするための立法化に突き進む必要があることの主要な理由として、来るべき「外国企業による敵

対的な合併及び買収（mergers and acquisitions。以下「M&A」といいます。）の波」を近時訴えていることについて、深い懸念を有しています。我々は、かかる訴えが METI によってなされているものではないことを承知していますが、残念ながら、論点公開及び関連書類は、かかる必要性に動機付けられたものとして解釈されてきています。

差し迫った「外国の脅威」に関する無根拠で感情的な主張は、日本自身がその国策として外国直接投資（foreign direct investment。以下「FDI」といいます。）を現在の極端に低いレベルから増加させ、又は資本市場の全体的なクオリティと投資家保護を改善しようとしている時に、日本における FDI のイメージを不当に損なうものであり、また、世界の各地域での日本の株式市場のイメージを損なう虞があります。同様に重要なのは、差し迫った外国企業による敵対的買収の波が日本経済と日本企業を脅かすという前提は、事実の裏付けを欠いていることです。すなわち、

- 日本への対内 FDI の約 90% を占める外国の戦略的投資家の圧倒的多数は、マネジメンリスク、ブランド/風評リスク、及びその他の天然の障壁が、他の先進国におけるよりも既にして遥かに高いことを理由に、敵対的買収には興味を持っていません。
- 外国企業は毎年多くの M&A 及び FDI を完全に「友好的」に行っており、エコノミストはこれらの投資がポートフォリオ投資ではもたらせない特別の生産性強化という利益（例えばノウハウ、技術、ビジネスモデル）を日本経済にもたらしていることを認めています。
- 新会社法で可能となる三角合併の仕組みは、「友好的」な取引を行う場合においてのみ使用することができます。
- その多くが大量の現金又は資金源を利用可能な外国の巨大多国籍企業は、過去数十年の間に容易に敵対的な現金による株式公開買付けの波を起し得たであろうにも拘らず、そうはしませんでした。
- 実際のところ、外国企業による日本の公開企業の敵対的買収（直接的な支配権の取得）の成功例はありませんでした。

たとえ日本の国会及び日本企業の経営陣が買収防衛策を直ちに可能とすることが望ましいと信じているとしても、新会社法が外国の巨大多国籍企業による「敵対的 M&A の波」への水門を開くという論理的帰結に事実の裏付けはありません。

我々は、この機会を利用して、資本市場の機能と FDI の流れを改善するための日本の政策は、もし (a) 政府が新法は「敵対的買収への水門を開く」ものではないことを公衆とメディアに対して明確に指摘し、(b) 会社法や証券法において、現在のコーポレートガバナンス環境における既にして不均衡に強すぎる経営陣の裁量を不必要に強めないならば、より実効的なものとなることを申し述べさせていただきます。

C) 市場へのインパクトの問題

さらに、ACCJは、新たな買収防衛策の広範なメニューを、それに対して不可欠な反対方向へのバランスをとるためのコーポレートガバナンスプラクティスの法的条件を同時に強化することなく、突然慌しく可能とすることは、

- (a) 株主の平等な保護を脅かし、「内部者」である取締役会の裁量の濫用を招き、種々の「防衛」メカニズムの究極的な適法性に関する紛争を帰結するかもしれない、かつ、
- (b) 日本の株式市場と通常の（「友好的」）M&Aの流れに後退と混乱-混沌さえを引き起こすかもしれません。これは企業価値研究会の多大なる努力にもかかわらず起こり得ることです。

よく知られているとおり、米国は、広範な種類の買収防衛手段について最も長い経験を有しています。そこでは、30年以上の時間をかけて、たいいていの場合において十分に防衛策を監督し、株主権の濫用を防止することが可能な、判例法及びガバナンスプラクティスが発展してきました。かの国においては、当初提案された多くの防衛の仕組みや法律が、その後の法的審査によって消えていきました。多くの場合、それら仕組みや法律が生き残った主要な理由 - 実際のところ米国のシステム全体の基礎でもあるのですが - は、たいいていの子会社の取締役会の過半数が独立した社外取締役で占められているという環境の裁判所による暗黙の前提です。もし日本のように会社の取締役会に独立した社外取締役がほとんどいない場合、立法と裁判所の判例によって形成された米国の「買収防衛」システムが今日におけるのと同等に取締役会に対して意思決定権限を付与されなかったでしょう。

従って、もし現在企図されている広範な買収防衛策のメニューが一度に揃って可能となると、米国の実例から学び得ることを前提にするならば、政府は、企業価値は例えば下記のような方策を同時にとることによって真に維持されかつ増進されることについて、市場に安心感を与えるべきです。

① 今般の会社法改正又はそれに基づく規則に、譲渡制限のない種類の株式を有するすべての会社（すなわち取引所で取引されるすべての会社）について適用される下記の規則を含める：

- 取締役会の過半数が独立した「社外」取締役によって構成される（3年間で段階的に実現）；
- 取締役会は、会社の最高財務責任者（chief financial officer。以下「CEO」という。）としての役割を果たし、財務、資金調達、会計、資産・事業の売買、M&A取引及び株主と資産の価値の最大化に関連するすべての事項に関する専門家でありかつ最上級の役員として取締役会に助言する明確な法的義務を遂行する上級経営陣のメンバーを選任しなければならない；

- 意思決定過程の書面化された記録を提供し、アカウンタビリティを促進し、取締役会が全体としての株主の利益のために行動したことを確保するような方法ですべての関連する要素が考慮されたことを株主に対して明らかにすることが極めて重要である。従って、すべての取締役会の意思決定の議事録は、各取締役によって述べられた意見、とられた立場、及び行使された議決権の内容を詳細に要約して記録しなければならない；
- 新法は、「自動的 (automatic)」な買収防衛策は、取締役会が株主価値に大きな影響を与える行動についての責任を放棄する（あるいは責任をとることを回避する）ことを許容する機能を持つ「デッドハンド (dead hand)」として機能することはできないことを明確化すべきである。取締役会による正式な決定は、次のことに関してなされなければならない¹：「買収防衛策」として機能することが意図される、又はすべての株主について平等ではない価値と議決権を有する証券の発行を伴う仕組み又は取引を発動させること、又はそれを継続させること；
- 会社の監査役は、その妥当性判断の義務の一部として、上述の取締役会の決定に関して、自己の見解を述べた書面による意見と分析を提出しなければならない；
- 株主の不平等な取扱いを帰結し得る特別な株主総会決議の適法性を争う株主訴訟の訴え提起期間を1年とする。現在の3か月の期間（商法248条）は短すぎる。

② 証券取引法及びその他の関連する法律を以下のように修正する。

- 十分な情報開示及び株主の熟慮のために十分な時間、現実的な場面におけるさらなる明確性と柔軟性、及びすべての株主にとってのさらなる公正さを確保できるように、株式の公開買付制度 (TOB) のルールを精緻化する。具体的には：
 1. 「ポイズン・ピル」やその他の防衛策の消却、委任状合戦の結果、及び定款の変更といった適切な要素を条件とする TOB を許容する；
 2. TOB の最短期間をより長期、例えば90日間に延長する；

¹ 例えば、かかる正式な取締役会の決定の帰結の一つとして、取締役会が防衛策を除去するための定款変更を考慮するための臨時株主総会を直ちに招集することを要求することがあるかもしれない。合理的に考慮された防衛策は、大多数の場合において株主の利益を保護するかもしれないが、取締役会がすべての場合において問題となっている防衛策が特定の場合においてもそうであることを確認することを要求されるべきである。さもなければ、自動的なメカニズムは、例えば市場価格を上回るプレミアムでのオファーに直面して保有株式が自動的に希釈化される場合、あるいは不十分な取締役会の審査と対応によって価値増進的なオファーが撤回された場合には、株主の利益が容易に侵害され得ることになる。

3. TOBが義務付けられる株式保有比率の基準を、第三者買主と既存の大株主の行動が、明確な意見表明を義務付け、株価の潜在的な推移に関する株主の認識の増進を帰結する同じルールにともなうこととなるよう、より低い比率、例えば25%とする；

4. 指定された基準のレベルを超える場合には全株主に対して「全部買付 (general offer)」を行うことを義務付ける (英国におけると同じように)。

- 投資信託及びファンドマネージャー (年金基金の運用者を含む) に、(a) 国内上場普通株式について議決権を行使すること；及び (b) 要求があれば受益者のために議決権行使ガイドライン及び議決権行使記録を保管・提供することを義務付ける。
- すべての公開会社に対して、以下を義務付ける：(a) 株主が彼ら自身 (又は彼らの株主若しくは受益者) の利益のために議決権を行使することを奨励するために、株主総会での又は委任状の方法での議決権の行使が完全に匿名かつ秘密で行われること、及び、(b) 会社は、中立的な株主が潜在的な利益相反及び取締役会と株主の議決権行使戦略を促進する競争的な検討材料についてよりよく理解できるように、すべての株式持ち合い関係又は1%以上を保有する株主、営業上の関係 (重要な貸付、販売又はライセンス関係を含む)、議決権契約、事実上「防衛策」として機能する契約、又は役員の兼任があるか否か、及びそれらの詳細に関して、公衆に開示しなければならない。

③ 国会で選任された者が統治する独立した「日本版 SEC」を設置する。「日本版 SEC」は、SESCの機能を引き受けるとともに、より多額の予算と例えば以下の目的のために規則を制定し解釈上の決定を出す権限を付与される：

- 内部統制及び企業防衛のプランとポリシーの開示を含む企業情報開示を義務付け、監視し、取り締まること；
- 投資家保護と資本市場の信頼の維持に関連する最低限のコーポレートガバナンス基準を制定し、執行すること；
- TOB、紛争解決、及び委任状による議決権行使のための効率的で公正なプロセスを促進すること；
- (a) 適用法令を解釈するための判断、及び (b) 上記すべてに関するガイドラインを最初に出すこと。

④ 過去において多くの株主が要求される時間内に議決権を行使することを非現実的にする多くの実務上の問題によって妨げられてきた委任状による議決権行使システムを改善するために、関連する法律及び規則を検討すること。例えば、(a) 委任勧誘状の送付から株主総会の日までに米国においては4~6週間の期間があるのに比

して短い平均 2 週間余の期間しかないこと；(b) 何層にもわたる種々のカストディアンの中で資料を交信・送付することに関する時間的制約から生じる問題があること；及び(c) これらの問題がすべて、圧倒的多数の定時株主総会が当該年の同じ週（同じ日でさえある）に開催されるという事実によってさらに悪化させられていること。

日本における円滑に機能する委任状による議決権行使システムなくして、委任状争奪戦による究極的な解決に依存する買収防衛策のメカニズムによって企業価値が増加し得ると信じるのは現実的ではない。必要な手段は以下を含む：(a) すべての発行会社が株主に対して電子的な委任状による議決権行使の選択肢を提供することを義務付けること；(b) 日本の証券取引所で株式が取引されるすべての会社に対して四半期開示を義務付けるタイミングを早めること。これによって自然と電子的な委任状による議決権行使制度の導入が早まり、財務諸表と委任状書類の交付の遅れが縮められる；及び(c) 会社法は、成功した買収者が費用の払い戻しを受けられるように取締役がその裁量で委任状勧誘の費用をそれが負担されたときから 6 か月以内に払戻しができることを明確化すること。

⑤ 反対株主の「株式買取請求権」を導入するルールを、反対株主にとって明確、公正、かつ予測可能な結果を確保するために精緻化・明確化すること。

⑥ 三角合併とともに、証券取引法上の「エクステンジ・オファー」システムを、次の観点から再検討すること：(a) これらの取引は、「白馬の騎士」を導入しようとする日本企業にとって買収防衛策として非常に有益である；及び(b) これを実用的なものとするためには、課税繰延べを得るための単純かつ予測可能な条件を採用することが不可欠である。

⑦ 対価として使用される株式が日本の証券取引所に上場していない会社により発行されている場合の三角合併への株主の承諾につき、別個のより高い基準（例えば全議決権の 85%）を要求する法律又は規則の採用を回避すること。特別決議による承認は既にして高度の「出席株主の議決権の 3 分の 2 以上の多数」という基準によるので、国内の株式交換について過去 5 年の間にそれが不必要であったのと同様に不必要である。別個の基準は市場を混乱させ、外国及び国内の当事者による取引の双方をたとえ不可能ではないにしても不必要により困難にし、FDI を減少させ、かつ、日本とその FDI 及び資本市場について上述した厳しい「イメージ」の問題を提起する。

⑧ たいていの会社が過半数の社外取締役を有していることを前提とするデラウェアの企業結合法（"merger moratorium" law）と類似した立法を回避すること。日本のたいていの会社が過半数の独立した社外取締役を持つようになるまでの間は、かかる法律は、濫用されがちで、企業価値を減じる、政府による（株主ではなく）経営陣の裁量の拡大として機能する可能性が高い。この日本の統治システムの発展の早期の段階においては、市場のコンセンサスと安定性が重要であるので、そのような手順は、賢明ではないし、適当でもない。