

エンゲージメント・アジェンダ

「資本市場の評価を下げるリスクを踏まえた買収防衛策の必要性の開示」

2019年に株主総会で買収防衛策の期限を迎えた企業に対する協働対話の状況と  
2020年の株主総会で期限を迎える企業に対するレターの送付

2018年10月から、機関投資家協働対話フォーラム（以下、当法人）は、当法人の協働対話プログラムに参加する投資家（以下、参加投資家）とともに、大規模買付行為に関する対応策（以下、買収防衛策）を導入している企業に対して、買収防衛策に関するさまざまな論点について、参加投資家の考え方をご説明するとともに、今後、株主総会で買収防衛策の継続を諮る場合、資本市場の評価を下げるリスクを踏まえた買収防衛策の継続の必要性について、招集通知や適時開示資料での情報開示をお願いするレターを送付する協働対話を実施してきました。

1. 当アジェンダの概要

(1) 買収防衛策に対する参加投資家の認識

参加投資家のようなパッシブ運用を中心とした投資家は、広く日本株式全体に投資をしていることから、言わば“日本株式会社”のユニバーサル・オーナーという観点を有しています。超長期投資のスタンスで、持続的な成長による企業価値の向上を支援する立場であり、短期的な株主利益を追求しません。したがって、中長期の企業価値を犠牲にするような短期投資家による濫用的な買収行為には賛同しません。

まず、日本は法制度の整備が不十分という見方がありますが、金融商品取引法の TOB ルールでは、潜脱的な支配権取得取引への規制や 2/3 以上の取得に対する全部買付義務があるとともに、会社側は買付者に関する情報や、検討期間の確保と情報開示を求められます。また、株主総会における承認等をもって新株予約権を用いた有事型の買収防衛策の発動を認める判例や、敵対的買収よりも低い価格でホワイトナイトに対して株式を売却した場合の役員責任を否定する判例なども出されました。一度、買収防衛策を廃止した後でも、有事型の発動を株主総会に諮る事例も出ました。

買収防衛策の発動を認める判例はまだ少数ですが、濫用的買収を巡る法制度はほぼ整備されてきました。もちろん完全な法制度の整備は困難であり、市場内買付であれば、TOB ではなくとも、経営支配を目的とした発行済株式の1/3 以上の買付は可能ではありますが、それ

によってもたらされる株価の高騰を考えれば、簡単ではありません。このようなことから、濫用的買取のリスクは小さくなったと考えています。

また、重要な機微技術の海外流出を防ぐため、買取防衛策を導入する例も見受けられますが、本来、買取防衛策で防げるのは濫用的買取であり、競合企業などによる正当な目的を持った戦略的買取を防ぐことはできません。当然、買取者が自らの買取行為を濫用的買取であると明言することは考えられず、買取者が外国人または外国会社だからという理由だけで買取防衛策を発動することもできません。もしも海外流出を理由にして、正当な目的を掲げた海外企業による戦略的買取を防ぎたいという意図であれば、もはや買取防衛策の範囲を逸脱していると言わざるを得ません。

そして最も大事なことは、買取防衛策は、株主の権利を制限するという性格を持つことです。例えば、買取防衛策は、買取価格の引き上げ交渉の武器として使えるという考え方がありますが、提示された買取価格が低いと会社が考えた場合、交渉が合意に至らず敵対的 TOB に発展しても、会社はその価格が低いと考える理由や意見を表明するに留まるべきであり、TOB 価格が低いか高いかを判断するのは株主です。TOB 価格が低いことを理由に買取防衛策を発動しようとするのは、TOB 価格は相当もしくは高いと考える株主の利益創出機会を奪うものです。したがって、買取防衛策が価格引き上げ交渉の武器になるという考え方に問題があると考えます。

元々、買取防衛策という仕組みは、十分な成果を上げていない経営に変化をもたらすという株主の権利を制限するものなので、経営陣の自己規律性を弱める性格をもちます。このため、我々投資家は、経営陣が、買取防衛策を導入することによって、正当な目的を持った戦略的買取でも経営陣の意に沿わない買取提案は阻止できると誤解し、株主からの付託に対する緊張感が薄れ、経営に甘さが出るのではないかと懸念しています。ともすると買取防衛策を導入・継続することは、経営陣の自己保身ではないかと考え、経営陣に対する不信感を募らせることにもつながります。これらのことから、投資家は、ガバナンスの評価をディスカウントして企業価値評価することもあります。

このように、買取防衛策の導入・継続は、投資家からの信頼を低下させ、資本市場からの評価を下げる要因となり得ます。上場している企業は、投資家との信頼関係を構築し、投資家に正しく企業価値を評価され、適正な株価を形成するために、情報開示や IR 活動などに努めていますが、買取防衛策導入・継続企業が、このような投資家からの信頼の低下や企業価値の評価を下げるリスクを取ってまで買取防衛策を導入・継続している理由について、我々投資家は納得し難い状況です。

我々参加投資家の立場から、もし、強いて買収防衛策を導入する理由として考え得るのは、経営陣が、「現在の経営状況に課題があることを認識し、中長期的な成長に向け、経営改革を実行しはじめたところであり、その成果が発揮され、適正な株価が形成されるまでには時間がかかるので、現在の経営陣に今しばらくの時間的猶予を与えて欲しい」と考えている場合です。この場合、経営陣が認識している経営課題と経営改革の方針、計画、達成までの時期と目標、目標達成によってもたらされる企業価値の水準を明確にいただき、その内容に納得性があれば、期限を定めての買収防衛策の導入・継続の合理的な理由になり得る可能性があると考えます。

## (2)買収防衛策の必要性に関する情報開示のお願い

買収防衛策導入企業は、開示資料で丁寧にご説明されていますが、残念ながら、必要性については、投資家にとって十分に納得性が高いものとなっていません。導入目的は、多くの企業が、重要な経営資源の毀損や長期的な経営を阻害するような濫用的買収を防ぐ、株主に判断のための情報と時間を確保するなどの理由が挙げられていますが、これらの理由は、我々投資家には、資本市場からの評価を下げるリスクを取ってまで導入する納得性のある理由にはなりません。

もし今後も買収防衛策の継続を株主総会で諮る場合は、現在の株価の状況や資本市場からの企業価値評価をどう捉えているのか、買収防衛策によってもたらされる投資家からの信頼性の低下についてどのように考えるのか、企業価値の評価を下げるようなリスクを高めてまで、導入・継続する理由はなにかなど、資本市場の評価を下げるリスクを踏まえた買収防衛策の必要性について、議案に付帯する情報として、招集通知や適時開示資料で開示していただきたいと考えます。

## 2. 2019年株主総会で期限を迎えた企業との協働対話の実施状況

2019年5、6月の株主総会で買収防衛策の期限を迎える企業のうち、一定の時価総額以上で当フォーラムが判断した企業59社にレターを送付しました。送付した企業のうち、37社が買収防衛策を非継続とされ、22社が継続の議案を株主総会に付議されました。

継続の議案を付議した22社のうち、参加投資家が十分に納得できる理由を説明された企業は、残念ながらありませんでしたが、社外役員の員数増加や独立性向上など、買収防衛策発動可否を客観的に判断する体制の整備は進みました。

他方、非継続を決定した37社のうち、複数の企業が、取締役会での深い議論の末、今後は、買収防衛策に頼らず、投資家からの支持をより一層高め、経営の正統性を強化していくことにしたなどと参加投資家に説明されました。

3. 2020年3～6月の株主総会で期限を迎える企業へのレター送付開始

当法人では、2020年3～6月の株主総会において買収防衛策の期限を迎える企業のうち、一定の時価総額以上で当フォーラムが判断した企業30社に対して、2020年2月から、2018年と同様に、買収防衛策を継続する場合のその理由について、招集通知や適時開示資料への記載をお願いするレターの送付を開始しました。

\*\*\*

連絡先

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム

事務局：木村祐基、山崎直実、大堀龍介

〒103-0027 東京都中央区日本橋3-2-14 新槇町ビル別館第一 東京アントレサロン

メールアドレス info@iicef.jp

以上