

第2回 M & A 研究会

議 事 録

(平成20年10月3日開催)

(落合座長) それでは、時間になりましたので、第2回のM & A研究会を開催させていただきますと思います。

最初に委員の交代でございますが、三菱UFJ証券株式会社の小林委員にかわりまして、後任としてM & Aアドバイバリー部エグゼクティブ・ディレクターの山下さんに委員をお願いするということになりましたので、山下さんのほうから一言お願いいたします。

(山下委員) 山下でございます。このたび、研究委員に就任をさせていただくことになりました。よろしくをお願いいたします。

私のM & Aの経験ということで申し上げますと、96年に東京三菱銀行に入りまして、その後、海外留学、2003年からこの業務をやっております。ちょうど半年ぐらい前ですか、こちらでも伊勢丹さんと三越さんの経営統合のお話をさせていただく機会がございまして、そのときに委員の皆様には一部ごあいさつもさせていただけたかと思っております。

私自身、この5年間での案件数は、大体50件ぐらいですけれども、その中でいろいろなクロスボーダーの案件であるとか、再生案件、私的整理ですね、などもいろいろやらせていただきました。今後、このような席の中で、実務の観点から何らかバリユのあるコメントをさせていただければと考えております。よろしくをお願いいたします。

(落合座長) どうもありがとうございました。大いに期待しておりますので、よろしくをお願いいたします。

それから、本日配付の資料の一番最後のところに、丹羽委員のほうで作成していただきました、最近のM & A動向についてというのがございますので、後でござらんになっていただきたいと思えます。丹羽委員、ありがとうございました。

それでは、早速、議事に入らせていただきまして、議事の第1番目は制度・政策に関する小研究会の進捗状況についてということでありまして、この点につきましては小研究会のメンバーでもある田中委員のほうからお願いいたします。

(田中委員) 東京大学社会科学研究所の田中亘です。よろしくをお願いいたします。

制度・政策に関する小研究会は、8月に第1回の会合を開きまして、そこでどんなことをするのかということを議論しまして、一応、資料1に書いてありますとおり、検討テーマと報告担当者を決めました。既に第2回も行われております。

研究会が6回で、うち1回が検討の進め方で最後の1回はとりまとめで、実質的な審議が4回しかないの、制度・政策といっても、網羅的にすることができないと。そこで重要な点といえますが、正直に言えば今現在、議論されているホットトピックに絞って議論をしたらどうかということになりました。

まず、ちょっと後ろのほうから申し上げますと、第4回と第5回は委員でありますTMI 総合法律事務所の山口先生が、以前にも海外事務所を通じまして、海外制度についての報告をしていただいたことがあったようでありまして、今回も外資規制で特にヨーロッパ諸国がどのようにしているかということの研究報告いただきまして、その上で日本についてどうなるのかということを考えてみるということを考えております。

もっとも外資規制といっても非常に広いものですから、今、考えておりますのはある程度産業を絞りました、例えば議論になったのは通信、それから電力というところですが、そういったところで、つまり一般的には国民の生活に非常に重要な基本財と思われるものでありますから、そういった観点からどういった規制が行われているかというところを、少し焦点を絞って研究してみたらどうかということを考えております。それでも内容が豊富になるので1回では終わらないから、2回行うということを考えております。

それで、その前にどういうことをするかというと、第3回については、最近でも東京証券取引所の今後の上場政策についてのガイドラインでも明らかにされているような第三者割り当て増資に関する、恐らく一定事項の開示といったような追加的な規律が必要ではないかというような議論がなされているところでありまして、そういったことも受けて、第三者割り当て増資の現状と、それから特にこの点では米国法を中心とした外国法との比較をしようかと思っています。米国法というか、むしろ上場規則でありますけれども、その点についてまず歴史的経緯も含めた現状を丹羽委員に報告をいただきまして、学者委員である大杉委員と私がアメリカの状況なども含めた分析をしたいということを考えております。

前に戻りまして、第2回が実は9月に開催済みですが、実務の観点から見た現在の日本のM&A制度・政策に関する諸問題として、研究会では大変盛りだくさんの内容をご紹介いただきましたけれども、本日はすぐに武井委員のほうから、その中でトピックとしてより重要性の高いものを選んでいただきまして、報告していただくことになっています。

こういうふうに、ちょっとホットトピックを中心に選んでいますので、最終的にどういうふうにまとめることができるかは、ちょっと難しい問題であると思っています。しかし、こういうホットトピックをやっていくことで、M&Aに対してだれがどのように決定を行うのかというか、第三者割り当て増資というのは、会社の内部者の中でだれが決定するかというのは、非常に困難な問題になっていると思いますが、それから外資規制などは支配権交代において、支配権交代とは限らないんですが、株式取得の場面において、国が、政府がどこまで関与するかという問題として、そういう決定プロセスに対する関与というような視点で、ある程度まとめられるかと私個人は考えています。着地点は決めずに、自由活達に議論をするということを一義的な目的にしたいと思っています。

以上のとおりでございます。

(落合座長) ありがとうございます。

それでは、議事の2番目のほうに移りたいと思いますが、企業価値を高めるM&Aのた

めの法制上の諸問題というテーマにつきまして、武井弁護士のほうにご報告をお願いしたいというふうに思います。それで、もちろん皆さんご存じのとおり、武井先生は実務のみならず、理論のほうでも大活躍をされておられる、そういう意味で日本を代表する弁護士のお一人であるということですので、実務の経験を踏まえた最先端のお話をきょう伺えるのではないかとこのように、大いに期待しておりますので、よろしく申し上げます。

(武井弁護士) 弁護士の武井と申します。このような場でお話をする機会を与えていただきまして、大変光栄に存じております。よろしくお願いたします。

きょうは「企業価値を高めるM&Aのための法制上の課題」ということについてご依頼を受けましたのでお話しをさせていただけたらと思います。小委員会のほうではこの約二、三倍の量の論点をお話しさせていただいたのですが、30分ほどでございますので、その中で重要なものだけということにしたいと思っております。「重要な」の視点としては、何らかの法制的な対応、立法的対応が議論となる主要な事項に絞っております。またお話しM&Aの対象は、上場会社が何らかの形で当事者になっているM&Aに絞っております。

どういうM&Aであれば企業価値が高まるのかということは、もちろん難しい判断でございます。いろんな当事者がいろんな判断を持つわけですが、ただ株式を持っている株主なり資本市場の声と企業経営者のかたの声とをいかにアラインさせることも重要な要請であると思われま。M&Aの場合、たとえば幾つかの組織再編ですと議決権行使を伴う形で株主の承認が必要なわけ。特別決議を要する場合、現に否決された事例も出てきたわけ。企業経営者と資本市場との対話の効率性の向上が、インフラとして重要なのではないかと考えられます。

こうした企業経営者と資本市場との対話の効率性の向上の要請は、何もM&Aに限った話ではないのですが、M&Aで株主が直接一票、一票と言いますのは議決権の形もあれば株式の売り買いという形もあるのですが、そうした一票を持っている局面ではより重要度がクローズアップされます。

上場されている株式の売り買いによる場合については、「友好的」に行われる場合、「敵対的」に行われる場合と、あとそれ以外に最近増えてきておりますのが「非友好的」に行われる場合です。ベアハグ型のように、買収者のほうが買収提案を先行して公表して、対象会社株主なり資本市場の信を問うと。対象会社に逃げる余地をつくらぬ形での買収が見受けられます。ここでも先ほどのアラインの重要性が出てまいります。

企業経営者と資本市場との対話の効率性の向上のありかたは、企業価値向上策であるとか、情報開示のあり方であるとか。近時資金調達などの局面で改めて情報開示の適正さが問われる事案が日本でも起きております。10年、20年前から議論のありますIRのあり方とか、ガバナンスのあり方、そういった事項も絡んでまいります。そしてこうした対話の促進のために、法制上の課題というか、法制的な観点から求められる事項があるように思われます。

まず第一に、上場会社側からの議決権行使権者の把握です。単純に言いますと会社側が

株主の声を聞こう、資本市場の声を聞こう、IRにいきましょうとなったとしても、議決権の行使の結論を実質的に判断しているのは誰なのか、誰に話しに行けばよいのかをまず特定できないと行けない。しかし、果たして誰が議決権を本当に持っているのか、誰が実質的に意思決定をしているのかということが、年々株主名簿からは見えにくくなっているわけです。これはいわゆる間接保有型の株主が上場企業において増えてきたことも当然影響しています。

もちろん、今ちまたでは株主判明調査であるとか、民間レベルでいろいろ実質的な努力がなされていて、なるべく把握すべく高いレベルの努力が進展しています。しかし、当然、株主判明調査は最終的には任意のものでございまして、先方の協力とか、日ごろからの関係とか、そういったことで把握する努力は重ねられているわけですが、例えばイギリスの法制のような、ざっくり言いますと3%とか一定のロットを持っている株主に対して、会社が一体だれが議決権を決めているのかが把握できる手段が、法制的に手当てできないものかということです。

法制的な課題については、資料1の商事法務1788号の座談会でも一度取り上げさせていただいたのでそちらをご参照いただけましたらと思います。法制的な手当が必要だという理由は、サンクションです。法制的手当なしに、自主的に例えば定款変更とかをして、「こういう株主には会社がお伺いすれば、だれが議決権行使者かを教えてください」ということをやったところで、こうしたニーズがある株式が分散している企業ほどこうした定款変更は容易には通らないと思います。また、定款変更でやるだけではサンクションを伴わないという問題があります。誠実に答えてくれなかったときに一番実効的なサンクションは議決権の行使を認めないということなのですが、これは法制的手当がないとなかなか難しいように思います。

ただ、この論点を法制で手当ですと言うことがなかなか簡単な話ではないことも承知しております。現状の金商法の大量保有報告書の提出義務違反があった場合に、議決権停止というサンクションが可能かという話とも同様の論点になるわけですが、株主名簿をベースとして下からはしごを上げていく話と、サンクションをかける上からの話とが、制度設計において今ひとつうまく出会ってくれる保証がないわけです。

これに関連した論点として、支配株主となる者のあるべき説明責任とは何かという論点があります。ライツプラン型買収防衛策をめぐる議論の一つのエッセンスはこの話ではないかと私は理解しています。要は上場会社の株を例えば2割、3割とかのロットをとるような場合に、一定の支配株主になろうとする者が、自分について、さらには当該企業の各種ステークホルダーに与える影響とかについて、何の情報開示も現場との折衝もすることなく、それだけのロットの株式を取得して良いのだろうかという論点です。

これについてはもちろんいろんな考え方があるわけですが、少なくとも、とにかくお金さえ集まれば、何も言わずにどんな態様でも支配株が買えるという単純な法制をとっている国は存在しないと理解しています。そういった中で、どこまでのこういった説明

責任を支配株主側に問うのかということがまさに制度設計として論点となっています。これは会社法の世界で昨年のブルドックの高裁決定においてすでに議論になったわけですし、株主といえども株主権の権利であって、権利の濫用は民法1条3項で許されていないと判示したわけです。株主権の文脈における権利の濫用の問題というとらえ方をする議論もあるわけです。

2番目でございますけれども、ウルフパックなどのエクイティ・ディカップリングへの対応でございます。資料2ということで今年8月に公表しました商事法務1840号の拙稿をご参照ください。アクティビスト型ヘッジファンドによる上場会社の株式取得が、企業法制定上の新たな論点をいろいろと提起しております。

ヘッジファンドには定まった定義は必ずしもなく、またヘッジファンドの存在自体がおかしいとかそういった方向の議論ではありません。ただ、ヘッジファンドの中には常に既存の規制に挑戦してその「すきま」をまさにチャレンジする者もいますので、制度設計の合理性が常に挑戦にさらされているとも言えます。資本市場の法制との関係では大量保有報告制度などの開示制度が挑戦を受けていて、その一現象がウルフパック戦術というものです。ヘッジファンドがヘッジ等の目的でなじみが深いスワップのアレンジが、こうした法規制に対する挑戦としても同時に機能しているわけです。アメリカですと今年6月に解釈論で対応した判決が出され、イギリスでは今年7月に立法論で対応するというアナウンスが出されております。日本の大量保有報告書制度に当てはめた場合については、すでに対応済みのウルフパックとそうでないウルフパックがあるのかなと思われま。また、アクティビスト型の人たちの行動において、何が資本市場における常識というか慣行として許容されるべきものか、そうした点についてある程度の共通認識を持った上で検討すべき論点かと思われま。

この関連で一点、イギリスでの議論で一つ興味深い議論がありますのでご紹介したいと思います。イギリス及びヨーロッパの資本市場の世界では、ご存じのように「コンプライ・オア・エクスプレイン」というプリンシプルがとられています。ウルフパック型の行動に対してイギリスが7月に対応をとった一つの理由として、上場会社としてもだれが議決権行使者が把握できないと、だれにみずからの経営ポリシーとかを説明するのかが不明確となり、ひいては企業のガバナンス上も問題が生じるという指摘です。さきほどの一つ前の話と絡む問題提起でもあります。なお、イギリスの法制は必ずしも制定法だけで対応しているわけではなく、判例法であるとか自主規制とかそういった「柔らかい」ルールで対応している歴史がありますので、文化的な背景の違いなども勘案しますと、イギリスの法制をそのまま直輸入するという単純な議論でもありません。

以上が上場企業と資本市場との対話の効率性に関するお話でした。

続きまして、2番目はちょっと細かい法制的な話になってしまいますが、IN-OUTの活性化に絡む話です。制度的対応に絞った話としては1つ、株式を対価として海外企業を買収する際の現物出資規制の論点でございます。こちらは資料3、商事法務1789号の座談会の

において一度取り上げさせていただきましたので、詳細はそちらを見ていただければと思います。

平成17年の会社法制定により現物出資規制を含めた資本充実関連の規制はかなり緩和されました。ただ一つ残っている規制として取締役と引受株主の価格填補責任というものがございます。

事例としては、T・Pとも上場企業として、Tの直前の株価100、Pの直前の株価10として、30%のプレミアムを付けて「T株式1株にP株13株」という条件で合意したとします。Tが海外企業、Pが日本企業です。会社法212条1項2号で「現物出資財産の価額がこれについて定められた199条1項3号の価額に著しく不足する場合」、I P取締役等及びII (P株式引受人である) T株主は当該不足額について会社Pに補填責任があると会社法213条は規定しています。例外は、P取締役について「当該取締役等がその職務を行うについて注意を怠らなかつたことを証明した場合」(会社法213条2項2号)ですが、ただT株主は無過失責任です。そこで、こうした株式対価の現物出資行為に対して、「1:13」という比率の適正さを超えて、わざわざ「T株式1株が10で、P株式が130」という数値に換算した現物出資取締役会決議を行い、実行日時点での「130」との差額を株式引受人TとP取締役に損害賠償責任で保証させる状況が果たして合理的なのかが論点となります。「出資財産の価額不足に対して取締役に責任を負わせる規定の合理性に疑問がないわけではない」という指摘も有力です。

ただこの点も、株式のような価格に変動のある現物を対価とした現物出資だけ何か特別な規律を置くことが容易ではないことは理解しています。特に新株発行と課の募集株式の発行は決議なり公表から実行までに2週間とか一定期間を経ることが要求されていますので、その点での特殊性もございます。さらには、組織再編行為との平仄という角度からの議論もあり得るのでしょうか。ただ、組織再編行為との平仄といった抜本的解決論に行く前に、取締役個人の価格填補責任であるとか株主の無過失責任ほどの過酷な手段でそもそも守るほどの法益があるのかが、そもそもにおいて問われるように思われます。

続きまして3が、海外法制の強化と対応時間・コストの増大という話です。これは一見国際的なM&Aの場合の話かと思われるかもしれませんが、純粋な日本企業同士のM&Aであるとか統合とかで直面している問題です。

この問題は、日本の法制で何かしたらいいという話なのかどうか、条約とかそんなレベルにまで行かないといけない話なのか、となると解決がそう容易でない話であることは承知しています。ただ、最近、日本企業同士のM&Aなり統合でも、海外の法律に常に目配りをしなければいけない場面なり実務上の負担が大変増えてきているという実感を持っております。

第一が、独禁法上の各国の企業結合法制です。結婚する当事者の会社のどちらかの製品が海外でもある程度売られていた場合、その国の独禁当局にファリングをしなければいけないという手間があります。しかも待機期間、例えば30日とかは国によって違いますけれ

ども、一定の期間を待たなければいけないと。そして最終的にどこか一国でも駄目であるとか統合に条件が付けられてしまうと、統合案件全体がそれに従わないと行けないということです。M&Aでは、駄目になったとか日程が大きくずれたとか条件が実質的に変わったとか、そういったことは両当事者のその後のビジネスにとっても致命傷になり得るわけで、いつの時点で統合するか一旦発表したらそれに向けて日程通りに行く、そういった時間とか日程のマネージメントが大変重要です。それだけに待機期間とかクロージングの直前にならないとどうなるかわからない不確実性が残る規制が多重にかかっている状態は、企業価値を高めるM&Aの実現という観点からは好ましくないわけです。

各国が自国の競争市場のことを考えてやっている規制であって、また現状ではそうせざるをえない状況であることは理解できます。ただ、各国にばらばらファイリングを出して、そこで一々クリアランスをとって、一国一国の判断を待たなければいけないという状況は、M&Aを行うに当たって予測可能性も低いですし、M & A や統合を行うときの不確実性を増している状態になっています。そういう意味で、各国の独禁法の企業結合規制を何か国際的に、もう少し時間的にスピーディーにできる余地がないかというのを現場が感じられません。

2つ目がアメリカ証券規制でございます。これも著名な論点なのでご存じの方が多と思いますけれども、極めて単純に言いますと、PとTとがいずれも日本企業であっても、Tの株主数の中にアメリカ人株主が10%以上いれば、Pがアメリカにおける証券法上のフルフレッジに近い発行開示義務を受けるというものでございます。発行開示義務を受けることはその先にUS GAAPによる財務諸表の作成やSOX法の適用などの世界が広がっています。つい先頃この点の適用除外を広げるクロスボーダールールの改定が公表されており、改善の兆しはございますが、アメリカの証券規制が存在している基本構造自体は変わっていないわけです。実務ではいろいろと悩みが深い問題であります。これが2つ目のアメリカ証券規制の域外適用問題です。

最後、4でございますが、公法が企業価値を高めるM & Aを過剰に抑制しないことという論点でございます。M & Aというのは基本的には私法上の取引でして、当事者間同士が契約自由で進めていけばよいという側面もありますが、当然のことながら一定の公法上の規律もかかってきます。

その中でまず税制ですが、企業組織再編税制、要は合併、会社分割、株式交換、3つに適用のある企業組織再編税制ができております。企業組織再編税制は、結合段階で何でもかんでも含み損益を実現させるのではなく、一定の要件が満たされれば所得課税が繰り延べられる旨を規定しております。日本の組織再編税制は、内容的にも大変バランスがよく練られた良い制度であると、実務では高く評価されています。

ただ、その中で1点だけ気になるのが、非適格株式交換に対する法人課税の問題と、いわゆるBoot税制の問題でございます。

非適格株式交換・株式移転の場合に対象会社に法人レベルでの含み益課税がなされるこ

とは、同種の取引がある諸外国の例を見てもきわめて異例です。実現主義に対する重大な例外でもあります。特に上場会社を当事会社とする株式交換の場合には、T株式の時価に対してプレミアムを付した対価が交付されることが多いわけで、こうした企業支配権の対価についてまで、ターゲット会社の法人レベルで営業権課税がなされるとしたら、それこそおかしい話だと思います。「自分の傘下に入ればこれからこれだけ儲かるかもしれない」とPが評価した部分を、株式を手放したT株主だけでなく、何の資産も動いていない法人レベルすなわちT社に対しても、株式交換実行時点で先取りして課税しましょうと言うのは、理に合わない話にもなります。株式交換については、法人税法の中でも、合併・会社分割とすべての点で揃えることが決して適切とはいえない点とがあるように思われ、法人に対する営業権課税は、解釈論として限定するかあるいは見直すべきだと思います。

次に、Boot税制です。Boot税制とは何かといいますが、ターゲットTの株主が今保有しているT株のかわりにP株式以外の資産、例えばキャッシュであるとかCBであるとかをもらった場合に、いかなる限度で課税が実現するのかです。このP株以外の資産のことをBootとかと呼ばれています。

このBoot税制に関して、現行の日本の法制は、エクイティー対キャッシュが100対0でないと非適格であると、要はP株100でないとは基本的にすべからず非適格だという法制をとっています。端数処理金とか一部の例外はありますが、ただ理論的に考えますと、対象会社の株主と取得会社の株主双方にとって、本来、合理的なエクイティー対キャッシュの適合比率というのが存在するわけです。

T社の株主からみると、対象会社株式と引換に受領する統合対価として、統合会社P社の株式(equity)と現金(cash)のいずれが好ましいかについて、経済合理性の観点から判断が本来なされます。将来その統合がうまくいく可能性が高いと考えるほど、「統合会社の株式」を得て統合会社の将来のリターンにアクセスすることを好むわけです。他方、統合がうまくいかない可能性が高いと考えるほど、現金対価により対象会社株式を現金化することを好むこととなります。いわゆる“cash is king”と呼ばれる状況です。

他方、対価を支払う側である統合会社P社の株主の立場から見ても、equityとcashとの間には経済合理性のある適正な比率が存在しています。equityのほうを過剰に払いすぎると、単に株式は印刷して発行すれば済むという話でなく、いわゆる統合後のEPSが低下するリスクを抱えます。EPSの低下はP社株主にとって深刻な事態です。それだけの数のequityをP社が新たに出すというのなら、当該再編によりそれ相応の収益が上昇することが不可欠となります。他方で、Pが過剰なまでに現金を交付すると、今度は再編において借金等を伴うこととなり、P社の統合後の財務体質や格付けが悪化するおそれが生じます。統合会社側にとっても、その交付する対価として、equityとcashとの経済合理性のある比率が存在しているといえるわけです。

そこでわが国の現行の組織再編税制の中で、強制的に「100:0」にするよりも、適格となるbootの範囲をもう少し緩和するほうが、組織再編における経済合理性に合っている

のではないかということです。

ただ boot の点だけを修正するというのが、企業組織再編全体のバランス論の中でどうかという議論があり得ることも、承知しております。むしろ、非適格株式交換に対する法人レベル課税、さらに絞るとしますと営業権課税の見直しのほうが、論点としてはより重要かもしれません。

最後に公法の中の金商法でございます。1つ目が強制公開買付規制に対して課徴金が導入されましたので、構成要件の明確性なりモノによっては限定が求められるのではないかとということです。公開買付けの場合は時価総額の25%ということで、課徴金が大変巨額となります。課徴金制度では裁量がないと一般に言われていることも関連論点となります。

2つ目が強制公開買付制度とインサイダー規制との調整です。公開買付けの開始公告時点でインサイダー取引の既遂とならない場合の明確化です。公開買付期間中に重要事実が公表されてその後一定の期間が経過して公開買付期間が満了すれば、その間に同時並行で行われている一般の市場での売買行為がインサイダー規制を受けずに行えることと比べても、公開買付けの開始行為自体をインサイダー規制違反と認定する合理性はないと考えられます。逆にインサイダー規制の対象としてしまいますと、法律で一定のM&Aの場合には公開買付けをしなさいと求めておきながら、ということになりますので、M & Aが本来行える場合を行えなくしてしまう結果となります。現行法でもインサイダーの既遂とならないという解釈論も十分成り立つと思われませんが、構成要件該当で即課徴金と言う時代を前提としますと、こういった点なども構成要件の明確化なり限定が必要ではないかと思われま

す。この点に限らず、金商法においては、こうした解釈論が不明確な部分が時の流れとともに頻繁に生じますし、どの国でもそれは同様で、解釈指針とかノンアクションレターとかを積極的に出して現場との調整を図っています。日本も課徴金制度がここまで拡大した以上、そうした制度運用を検討すべきだと思います。

3番目が、これも難しい問題なのですが、まだ公表すべきでない「決定事実」の存在と株式取得型M&Aの実行との調整です。M&Aの交渉中の状況などは「まだ公表すべきでない決定事実」の典型例となります。上場会社が行っている自社株買いの文脈でもすでに議論となっています。

4番目は1と絡む構成要件の明確化の話ですが、自己株処分、あと組織再編時の代用自己株処分も含めて、公開買付けは不要であることを明確にすべきではないかということです。公開買付規制によって反射的に対象会社株主が守られるべき状況と、自己株式処分の状況とは全く異なっています。自己株式処分における対象会社株主の状況を公開買付規制によって何らか保護することには経済合理性自体がないですし、また仮に対象会社株主への情報開示の側面を考えると公開買付規制によるのではなく、会社法や金商法の発行開示の規律などで対応するほうが筋かと思われま

た強制公開買付規制への課徴金導入に伴い、こうした構成要件の明確性なり限定も必要ではないかと言うことです。

最後に5番目が、防戦買い規定の見直しです。根っこの問題は、外からは明確に判別できない「5%超買付等決定事実」が構成要件となっていることに起因しています。明確に判別できないと言うことは、「5%超買付等決定事実」があることが構成要件となっているいわゆる「法定の防戦買い」に対しても、あるいは「5%超買付等決定事実」がないことが前提となるいわゆる「事実上の防戦買い」に対しても、影響を与えることとなります。防戦買いは20年ほど前にインサイダー規制と大量保有報告制度とが証取法に同時期に導入された際に、買収者と対象会社支持側との力関係や攻守のバランスに、インサイダー規制という法制度自体が影響を与えないというアンバランスを生じさせないため、いわば攻守平等のため規定されたモノと理解しています。こうした攻守平等の要請は株付けが活発化している現在でも妥当していると理解されますが、現状の構成要件では、制度が意図した趣旨が必ずしも達成されていない状況です。大量保有報告書が出されていても167条の「公表」に該当しないという点も関連しておりますが、他のインサイダー規制関連規定の見直しの際に併せて一定の範囲の見直しの議論が必要かと思われまます。

30分を過ぎてしまいました。以上とさせていただきます。どうもご清聴ありがとうございました。

(落合座長) どうもありがとうございました。

それでは、ただいまのご報告につきまして、どの点でも自由にご質問あるいはご意見ということをお願いしたいと思いますが、いかがでしょうか。どの点でも結構だと思えますけれども、どうぞ。

非常に広範なお話をどうもありがとうございました。1点、感想めいたことと、あと少し、主に株対価TOBに関してご質問等をさせていただければと思います。

1点目の一番最初のポイントですけれども、まさにおっしゃるとおりで、ここの効率的な資本市場と上場会社との対話という観点からは、非常に日々、この点で苦勞している私としては、非常に共感するところが多かったかなというふうに思います。今、本当に状況としては、非常に不幸な誤解に基づいた悲しい状況がちょっと二、三年続いているなというふうに感じております。これを解決するのは情報開示強化などの制度ではなくて、むしろ具体的ケースにおける対応であり、アドバイザーが果たすべき役割は大きいはずではないかなということを感じているところでございます。

特に防衛策の話は、まさにこの問題が最も先鋭化されるころだと思えますが、この問題などは企業や、また一部の弁護士さんとか学者さんの意見としては、投資家の言っていることは、内外の投資家は、よく制度も理解せず反対している、というものがどちらかというといふかなと感じております。確かにそういう部分もあるとは思いますが、私も毎年100人近くの投資家と意見交換を重ねている中では、すごくアウトに言ってしまうと、私は事業会社をアドバイスする立場なので、事業会社に甘いところはある

かと思うのですが、6：4で投資家の言っていることに軍配が上がる、勝ちかなという感じが今はしています。投資家も一枚岩ではないので意見に幅がありすぎるとの前提ですが、

確かにわからずに反対している人たちはたくさんいますが、絶対数としてはわかって反対する人の方が増えていますし、また、本当に反対している論点というのは、企業が法律上、またガバナンス上の工夫をし、投資家に訴えたいと思っている論点とずれているので、（投資家が法律的な内容自体を）わかっているかわかっていないかというところを問題にすること自体がちょっとおかしいかなというふうに思っています。これをうまく事業会社に理解してもらえる説明がまだ私にはできないので、日々、胃の痛い思いもしているところだということです。これは感想です。

それから、株対価TOBに関しては、非常に私も以前から関心があるところですが、特に価格填補のところについて、（応募株主と取締役に損害賠償責任を求めるような）こんな状況が果たして合理的かというふうに書いていただいている、私も全く合理的ではないというふうに思っているところでございます。

それから金商法との関係について追加で確認させて頂きたいのですが、私の金商法の読み方が違っているのかもしれないのですが、また、株対価TOBにおける会社法の建付けを前提に金商法が書かれていないので仕方がないのかなと思うのですが、TOB終了後に撤回できない点をどう考えるか。こういう状況（損害賠償責任）が起こったとしても、個人の投資家さんも含めて応募株主が撤回できればいいのだと思うのですが、TOBが終了していれば撤回のしようがなく、責任がないのに責任を逃れようがない。有利発行や現物出資等の会社法の問題はしようがない、総会決議も取って行く、というふうに割り切ったとしても、填補責任の対応として撤回ができないとすると、さすがに株対価TOBを選択することはできない。（合理的な）リスクであれば、それをとってでも実行しようとする会社さんであっても、また税負担も仕方がないと思ったとしても、さすがに応募株主に迷惑のかかる填補責任が逃れられなければあきらめるのかな、と思います。

あとは、これも根深い論点なので、ここで答えいただくのは難しいかと思うのですが、有利発行の問題についても気になっております。いろんな方がいろんなところで発言されているのを総合すると、少なくとも学者さんや弁護士さんの間では、有利発行は逃れられないという意見のほうが多いのかなと思っておりますが、現場からすると少し納得いかないなと思ったりするところがございます。有利発行について、現状の専門家の間における考えが、私の認識どおりなのかどうか、ご指摘いただければというふうに思います。

視点を変えた話になりますが、例えば先ほど田中先生のお話の中で、第三者割り当ての話がありました。今後、規制するののかも含めてお考えになる中で、例えば株対価TOBの場合、ある意味、第三者割り当てとも言えるように思いますが、有利発行で総会決議をとるのであれば、問題にはならないと思うのですが、有利発行ではないとの結論で強引に実行するとい考えもある。しかし一方で、（新たな規制において）第三者割り当てだから総会なんですという話になる可能性はあるのだろうか、というあたりも、ちょ

っと複合的にご検討いただければなというふうに思いました。

それから、先ほどアメリカ証券規制の域外適用の話がございまして、私も全くそのとおりだと思っております。特に最近、みんな（他国）が文句を言うとのことで緩和した割には、「緩和したからみんなできるでしょう、遵守してください」ということで、無視しにくくなったという見方があると思っております。結局、今回、緩和してくれたところのみが本当に問題だったのかということ、その点にも少し私は疑問に思っています。例えば日本の場合、自分の会社が持ち株会社化するような、いわゆる単なる組織変更でM&Aではないときでも、基本的にはSEC登録が必要だというふうに解釈が一般的にはなされていて、そのかわり会社分割でやれば登録不要だとか、他国の規制の都合で形式を決める状況はすごくばかばかしいと思ったりしています。特に日本の会社は、外人持ち株比率が多いところは多いので、何とかならないかというふうに思いました。

（落合座長） ありがとうございます。

それでは、武井先生。

（武井弁護士） ありがとうございます。なお、株対価TOBの話は、おつけしました資料の1789号でも議論がありますとおり、いろんな直し方があり得ます。また、有利発行という選択肢は、課税問題とかを考えるとなかなか容易には選択できないと思います。

（落合座長） ほかにございますでしょうか。

どうぞ。

私も若干、感想めいた部分も含めてということになりますが、先ほど武井先生にお話しいただいた3番。海外法制に係る箇所は実務をやっておりまして、この1番、2番、両方とも大変日々苦労しているところではあります。独禁法に関しては日本企業同士でも海外のファイリングの手間で、これが全体のスケジュールに非常に大きく影響するケースもあります。最近もある地域でファイリングをしなければいけないかもしれないことが直前に判明し、スケジュールに影響があったとか、そんなケースが実際にございました。これについては先生にもご指摘いただいた何らかの国際的なルールと、スピードもそうなのですけれども、やはり漏れが怖いという論点が非常に実務としては気になっているところです。

2番目についても非常に日々苦労していますが、先ほどもご指摘の通り、例えば経営統合して持ち株会社をつくる際に、そのホールディングの株主が米人株主10%を超えてしまうかどうか大きな問題となります。本質論ではないのかもしれませんが、例えばそれを共同株式移転ではなくて、片方が株式交換をして、親会社になるほうが会社分割で事業を下におろすような、株式交換と分割を使ってホールディングをつくることで、この問題を解決することが出来る場合があるなど、必ずしも本質的ではない、このような議論がいろいろとなされている現実があります。この点についても何らかの改善が見られればいいなというのは、実務の観点から非常に感じるところでございました。

あと、1つ私自身の知識が不足していて先生にお伺いしたいなと思いましたが、1番

目でお話ししたいいわゆる実態株主のところなのですが、これも実務上、実態株主判明調査は日本でも最近、かなり広まってきたと思っています。欧米ではかなり歴史もあって、実態株主判明調査が実質的にかなりワークしているのかなとも思っております。日本はまだまだ歴史も浅くて、これからですね、という整理を勝手にしていたのですが、欧米における実態株主判明調査を日本のそれとの比較で、なぜワークするような枠組みができていくのかという部分について、比較感の中でお感じになれるところがあれば、教えていただければなと思っております。

（落合座長） では、お願いいたします。

（武井弁護士） ありがとうございます。ご指摘の通り、これは印象論でもありますが、日本的な制定法で考えるというか、法制的にがちがちに詰めていくとわからない点が出てきます。他方、イギリスの法制は必ずしも制定法だけで対応しているわけではなく、判例法であるとか自主規制とかそういった「柔らかい」ルールで対応している歴史があり、また文化的な背景の違いなどもあります。ただ参考となる点もあり、法制的な選択肢の可能性はあると思っております。

（落合座長） ほかに。どうぞ。

独禁法についての意見が先生のほうからも、今、ご質問もありましたので、一言、当局としてお答えさせていただきます。まず、分かりやすい例を挙げますと、例えばBHPピリトンという鉄鉱石を発掘している会社がリオ・ティントという同業者を買収するというので、その関係者の方はよくご存じだと思いますけれども、それについてTOBの形で株式取得をしたいという提案をしているのですが、TOBのためのプレコンディションとして、関係する独禁当局の競争上の問題のクリアランスが得られなければやらないということで、まだTOBをかけていないわけです。

今、彼らが何をやっているかといいますと、EUとかアメリカとかオーストラリアとか、そういう関係当局に対して事前の届け出、ファイリングをしていると。審査をいろいろしているということなのですが、アメリカは問題ないとして認めたと。オーストラリアも2日前に、オーストラリアでの競争法上、問題ないとして、これを認めたとということで、事前届出を受けて審査中の競争当局の中では残るは大きいところではEUじゃないかと言われているわけです。ほかにも南アとかカナダとか、いろいろあるようなのですが、今おっしゃったように、かなり規模の大きい世界的な企業が合併すると、各国の独禁当局にばらばらにファイリングをしなければいけないということ、全くその手間というのはおっしゃるとおりだと思います。

まず、日本の現状について申し上げますと、今、この国会情勢なので非常に厳しいところはありますが、先の通常国会から継続審議になっております独禁法改正法案の中で、企業結合のファイリングについての改正案も盛り込んでおります。具体的には日本の場合、現在は会社の資産を届出基準としています。A社がB社を買収するときには、A社の直接の親と直接の子どもと3代の資産額を単純合計するというような中途半端な形になってい

るのですが、これを今回全部売上高に変えました。

売上高に変えるということによって、さっきのご懸念の一つは解消されるのです。要するにファイリングをするときに、ばらばらするのももちろん手間なのですが、各国、ファイリングをする規模に達するかどうかという計算方法にも違いがあるのですね。これをなるべく日本はそろえたいと思ひまして、実はアメリカは資産と売り上げと両方の基準を要求していますが、ヨーロッパはEUを初めとしてほとんど売り上げです。ですから、日本も届出基準を売り上げベースに変えました。

売り上げといった場合に、EUですとEU域内の売上高を主に見るということなので、日本も当然のことながら、日本の独禁法の射程内である日本に対する売上高という概念をつくりまして、その売り上げが一定の規模を上回っている場合には、届け出をしていただくという形にしておりますので、アメリカは全世界売上高ということですが、他の国は国内売上高が主流ですので、こういう形にさせていただいているということです。

あとタイミングについても、実は株式取得だけ事後報告で、合併等、ほかの企業結合については事前届け出といういびつな形になっておりまして、これだと一たん子会社化してから合併するときには事後報告で済むと。直接合併した場合と比べ不均衡じゃないかということもあります。また、事後ですと非常に法的に不安定な立場に置かれるものですから、全部事前に直しました。事前に届け出したかわりに、事前の間に公取がきちんと審査して、それ以降は事実に変化がない限りは口を出さないということで、法的な安定性を保つということにしております。これも各国ほぼ共通です。

ですから、全部事前にそろえたという意味では、タイミング的にもなるべく手間が重複しないようにしているということです。付け加えますと、そのグループの範囲も日本だけ何か中途半端な企業グループの資産高ということでありましたけれども、これも一応連結対象、上場会社が開示している連結財務諸表を使って売上高を算出しやすい形に、今、変えているところであります。全部、それは法案が通ってからの話ですけれども、そういうことでもありますので、なるべく日本としてもほかの国に対するファイリングの手間がそのまま使えるような形で、なるべく共通した情報を求めたいということで、手間の少しは省けるのではないかなと思います。

ただ、おっしゃったように、結局、それでもばらばらにあちこちの当局に出さなくてはいけないじゃないかというのはそのとおりでして、独禁法はどうしても各国独立した国家が運用していますから、片方がいいと言ったからといって、もう片方もいいというわけにはなかなかならない。これについてはおっしゃったように、そういう条約ができるというわけには、なかなか各国の国益もあるものですから難しいと思います。

ただ、ICNという独禁当局の国際的なネットワークがありまして、今年も京都で会合を開いたのですけれども、そういう中でレコメンディド・プラクティスというのがあって、そこについては、ファイリングについても余り意味のないファイリングをさせていけないというようなことが書いてあります。各国、それに沿っているいろいろやっています、ドイ

ツなんかも少しおかしなファイリングを求めているのですが、これもこれに沿って直すというように今、作業しているようでございます。

このICNのような場で、ここから先は個人的な意見ですけれども、求められるような届け出の情報ですとか基準とかタイミングとかをなるべくそろえていくというのが、企業の方の負担の軽減につながるのではないかなと。もっとそれ以上、何かできるのかどうかはありますが、そういったことを考えてみたいと思います。

以上でございます。

(落合座長) ありがとうございます。

それでは、ほかにご質問、ご意見。田中委員。

(田中委員) 先ほど経営者が依然として市場と向き合わない傾向があって、認識不足との指摘がなされていたと思うのですけれども、私はこの問題についても投資家の方ともお話しすることがあるのですけれども、認識不足というよりも、何か認識しようというインセンティブが十分あるかということのほうが問題だと思っています。経営者はやはり生き残りのためにすごく競争しているわけですから、自分の企業の生き残りに不利になるようなことについて、あえて目をつぶったりとかはしないと思うのです。だから、なぜ経営者が市場に対して向き合わないかということ、認識しないからじゃなくて、別に向き合わなくても不利にならないから向き合わないということじゃないかと。

結局、多くの会社にとっては一回すると、その後、増資で資金調達するというのは何年もないわけなので、だから、ありていに言えば株式市場が会社を評価しなくても、そんなに困らない。いわば最初にお金を取っちゃえばこっちのものなわけですから、だから、株主権というのはコントロール権がなかったら返さなくていい借金と同じなので、別に向き合わなくていいと。そういうことになっているわけで、仮に例えばそういうことで全体的に資本市場が会社を不審の目で見るとしても、不審の目で見たら、IPOをする会社とその後増資しようとする会社だけが不利になるわけですし、別に自分のところの会社は増資しようと思わないのなら不利にならないわけですから、認識するインセンティブはないわけです。

だから、問題は少し極端に走っているのかもしれないのですけれども、余り経営者を教育しようとか、そういうことじゃなくて、結局は株主権がコントロール権があるわけですから、コントロール権を充実させると、実効あらしめるようにするということが実際には重要だと。そうすると、どういうふうに実効あらしめるかということ、余り経営者が資本市場と向き合わないときには、ヘッジファンドが群れをなしてやっつけにくると、そういう脅威があるということが重要なのではないかと。

だから、何らかの規制強化が全然必要ないとか、そういうことは申しませんで、例えば今、ウルフパック戦術についての問題が、開示規制が必ずしも十分でないところがあって、武井先生がおっしゃったことですけれども、スワップのポジションをあらかじめとっておくと、全然大量保有報告をしないで、水面下でどんどんスワップポジションをつくってお

いて、最後にそれを解消するときに現物をもらうわけですね。そうすると一遍に30%とか、そのぐらいの株式を基準日直前に手に入れることができると、そういうことが海外で問題になっていると私は認識してまして、結局、大量保有報告で今議決権基準になっているわけですけれども、あれは経済的なポジションについても、併用的に5%の基準に入れればいいのですよね。つまり、スワップのロングポジションを持っていたら議決権は持っていないのだけれども、経済的には5%のリスクを持っているわけですから、そうなったら開示させるという、そういうふうにすると、かなりうまくいくのかなと思っております。

それから、あと2つほどちょっと実質株主の話と有利発行の話をしていただきたいのですけれども、実質株主のことは、私が思うのは会社法は実質株主を株主として認めていないので、身分を明らかにする必要は全くないかわりに、何の権利もないということで会社法はやってきておりまして、それがいいのかという、現実合っていないという今問題になってきていると思う。そのときに身分を明らかにしなさいという規制だけ設けるとするのは、どうもへんばなことになって、やっぱり身分を明らかにするのはいいのだけれども、一方で権利も認めてほしいというのが投資家の考えじゃないかなと思っていて、例えば実質株主は株主じゃないので株主総会に出られないとか、そういう今さらみたいなの、そういう変なことは言わないで、つまり株主じゃないから代理人にもなれなかったりするわけですね。

そういうおかしいことは言わないで、とにかく出席権を認めてくれなければだめなわけだし、あと議決権の行使も紙ベースとかでやっていたら紙をまず名義株主に出して、そこから実質株主に転送して、それを返してもらって、それで集計してやるなんていうことをしていたら、実質株主のところで議案審議する時間が数日しかないとか、私が聞いたところでは1日しかないとか、そういうこともあるみたいですから、そういうことはやらないで、日本もちゃんと全部機関投資家が電子的に議決権を直接行使することを認めると。これは法制だけでなく実務的な対応が重要だと思うのですけれども、まず、そういうことをやったら、多分、実質株主も権利的には名義株主と変わらないのだから、その属性も明らかにしましょうと、そういうふうになっていくんじゃないかと思っております、だから、やっぱりちょっとこの辺のところでは交渉が必要なのかなと思って、両方にとって利益を得られるような制度改正ができればいいのではないかなと思っております。

それから、最後、現物出資規制、特に有利発行の問題なのですけれども、実務家、学者もそうだとされたのですけれども、ちょっと私はこの問題についての論文って余り読んだことがないのですが、有利発行になるという解釈が通常だということなのですが、これも結局、出資を受けるものの価値がM & Aをすることでシナジーを反映するので、従前は100だったかもしれないけれども、今は130になるのだということで130と評価するんだろうと思うのですよね。

そういうことが有利発行の判断において評価されないかということ、私はされない理由は必ずしもないのではないかなと実は思っております。少なくともされないというようなこ

とをはっきり言った判例ってないのでないかと。どういう先例を解釈で操作するとそうなるのか、はっきしないのですけれども、少なくとも私の認識ではここは大いに解釈の余地はあるかと思っております。ただ、一方において、こういう巨大な株式発行するときに、全然株主総会の承認なしにやれるのかという、そっちの別の問題のほうがあって、だから、やはり第三者割り当て増資とも絡めて大量株式発行ということに対して、どの程度のレベルで株主に発言権をあげるかという、そういう問題として考えていかなければいけないのではないかと思っております。

以上でございます。

(落合座長) 今、3点ありましたけれども、武井先生のほうから何か論点でも何かありましたらお願いします。

(武井弁護士) ありがとうございます。一点だけ、最後の現物出資のところは、組織再編との調整をどうするかというのは延長の問題として意識されるわけですが、そもそも130という値段をこういう形で個人に負担させる、株主には無過失責任で負担させるという、何かそういうパニッシュメントのような法制が、そこまでして何を守っているのか、その合理性をまず最初に考えるべきではないかと思えます。それをまず対処した上で、さらにその先に組織再編とどう調整するかまで検討領域を広げることが必要かどうかを考えるという、2段階の思考回路かなという気がしています。

あと、1つその前の実質株主のところなのですが、権利を認めるというのはあると思うのですけれども、これも難しい問題で、一定の影響のあるロットを持っている株主がいつまでも顔を隠して、果たして経営者側と企業価値向上に向けた効率的な対話ができるのかと、そういう根本的な問題ではないかと。いわゆる「株主の品格」というか「支配株主の品格」は何なのかという話にもなってくるのかもしれない。

(落合座長) ほかに。どうぞ。

なるべく手短かに済ませたいと思うのですけれども、一番最初の実質株主のところは単なるコメントなのですけれども、結局、報告義務のようなものを課すとしても、サンクションをどうするかという部分が非常に重要で、そのときに当該株主だけではなくて、信託とか、あの辺の事実上の協力が無いと無意味な制度になっちゃうので難しいなと思ったって、それだけです。

第2点が有利発行とか株対株のTOBの話なのですけれども、ちょっと実務的な問題ではなくて理論的な問題して、日本の新株発行規制って有利発行規制のところ結構きつくて、第三者割り当てという形、そこをとらえての規制は極めて弱いという特徴を持っている。こんな国は他にないですね、海外を見ると。それはいろいろ理由があるのですけれども、直感的に言うと有利発行規制自体はもうちょっと緩やかに、完全に消すという意味ではなくて、現在のようなしゃくし定規のことはせずに、第三者割り当てみたいのところに着目して、もうちょっと規制を強めていくというバランスのとり方が今後、問題になっていくような気がしています。今月末に小研究会のほうでやるあたりで、その辺、私も問題

提起させていただこうかなと思っています。

これが最後ですけれども、一番最後の金商法といいますか、インサイダー取引のところ
で、2005年春に有名なライブドアとかニッポン放送とかやり合っていたときに、ある金融
機関の方があれはばかだと。何を言っているかということ、もしああいうふうに敵対的買収
をされそうになったらしている人を、買われている側の会社ですね、あの事件でいうとニ
ッポン放送の側が呼んで、会社の計画を洗いざらいしゃべっちゃえばインサイダーになっ
ちゃって、それ以上、株が買えなくなるから、あんなのを防衛するのは簡単だというふう
におっしゃっている方がいたのですけれども、恐らく素直に今のインサイダー取引の条文
を読むと、それというのはかなり当たっていて、そういう解釈を本当にするかどうかはと
もかく、形式的に言うと、今日本のインサイダー取引規制というのは相当M & A、特に敵
対的な買い付けを横押ししかねないような形式的な規律になっているなという印象を私は
持っています。

武井先生がおっしゃっていたのも、それに関係する部分があると思うのですけれども、
少なくとも日本市場で透明、公正なM & Aが、特に競争的なM & Aがふえていくためには、
インサイダー取引規制について今のかなり形式的な規制しているところより、もうちょっ
と実質的な要素を加えていく必要はあるなど。具体的には情報を知っているということと、
取引したということだけじゃなくて、その間に知っている情報を利用した、悪用したとい
うふうな実質要素が恐らく隠れている構成要件としては本当はあるべきで、悪用していな
いときはインサイダー取引から除外するような規定がヨーロッパだと大体入っているので、
そのあたりはぜひ研究課題かなというふうに思っています。

最後は雑談で、最後の最後、防戦買い規定、防戦買いだったらインサイダー取引になら
ないというのは、何か規定のほうが間違っているような気が個人的にはしていますが、そ
れはここでやめておきます。

以上です。

(落合座長) ありがとうございます。次、どうぞ。

ヘッジファンドの話がすごくおもしろかったので、質問させていただきたいと思うの
ですが、まず、1つ目はアクティビストのヘッジファンドの例というのは、日本の場合に
実例としてあったのかどうかというのがまず1つ目。それから2つ目はイギリスでフット
ノートですか、脚注でも資料のヘッジファンドについて触れられていますけれども、イギ
リスの自主規制ルールってありますね、2007年であって。その自主規制ルールでは、先ほ
どお触れになりましたスワップの分もロングポジションなんかも、情報開示を義務づける
というようなことまで、自主ルールに例えば入っているのかどうか。

注22を見ますと、イギリスの法律では、いつでも容易に議決権を取得できる権利を有し
ている者に対しても、会社は開示を求めることができるという、そういうことだとすると、
それにはスワップなんかも含まれて考えられているのかというのが2つ目で、それから3
つ目がそういう開示をした場合にスワップ・デリバティブの価格というのですかね、ここ

ではトータル・リターン・スワップを使ってということですが、今サブプライムクレジット問題では、クレジット・デフォルト・スワップが膨大になっていて、それがどうなっているのかわからないと。それを使ってさらにCDOをつくったり（シンセティックCDO）、そういうのは価格が全くわからないので、レベル3とか会計基準で問題になっています。

そうすると開示するというときも、それではどういう価格で開示するというような、どこまで踏み込むべきなのかというのが3つ目なのですが、それからもう一つヘッジファンド自体について、トランスペアレンシーをもうちょっと増すべきだという議論がもう一つあって、ヨーロッパとアメリカでは長いこと論争をやっているようなものですが、注で書いてある注25で議決権行使の基本方針なんかを背後の投資家にも開示しているところもあると、こういう話があって、これはどのくらいそういうことがルールづけをできるのかどうかという。というのは、つまりそういうある意味では戦略を、手のうちを明かしてしまうので、アルファリターンというのですか、アルファ部分はそれで稼いでいるので、その秘密を出せというのはどこか矛盾しているのかなと思うのですが。

（武井弁護士） いずれの点も貴重なご指摘をありがとうございます。まず、1つ目に関しては水面下のものを含めて、上陸しつつあります。

TCIの例がそうですか。

（武井弁護士） アメリカの6月の裁判例はTCIと後一つファンドが当事者となっています。2つ目の注22のところですが、イギリスの状況に関しましては、この自主規制に関しては以前からCFD、イギリスで言うよく使われているエクイティ・スワップに関して、開示していいですかということ聞いていました。それで、ヘッジファンドのほうの自主団体のほうもいいですよと答えたというのがこの注22でございます。3つ目の価格に関しましてはいろんな深い論点があると思いますけれども、スワップ自体の今の時価を大量保有とかの文脈で出す意味がどのくらいあるのかというのは、大量保有報告制度の文脈では別の論点かなという気もしています。

あと、4つ目の質問も同じく絡むのですけれども、注25の議決権行使の基準については、積極的に公表するファンド型株主も増えてきていますが、アルファ部分までの開示ということではないと理解しています。開示すること自体が一種のアルファとなりえることはあるかもしれませんが。

（落合座長） どうぞ。

武井さんの話を聞いてちょっと感じたことを申しますと、支配株主となる者の説明責任というのは、私は制度論として考えたことはこれまではありませんでした。かつてのスティール・パートナーズみたいに説明責任を果たさないと、ディールそのものがうまくいかないの、反省してアカウントビリティが高まっているわけですね。そういうタイプの問題なのではないかと捉えていました。

ウルフパック云々は、TCIのアメリカの判決以降、私もジョン・ホーさんと仲が良い

ものですから、特に気になっておりまして、現行の大量保有報告制度から見て解釈論でいけるものと、難しそうなものがあるというのは全くおっしゃるとおりです。これも担当者が今忙しそうにしているので、いつ手当てできるかわかりませんが、問題意識は持っています。

それから、最後、金商法関係での幾つかの問題提起は、もともとインサイダーの構成要件が形式的にできているということに起因しております。特に課徴金制度を入れてから際立っているということなのですけれども、もともと課徴金制度というのは、刑事罰の運用が非常に謙抑的であって、例えば野村證券のケース、あれはだれが見ても犯罪者なんですけれども、NHKの3人で100万円というのはいかにもせこいなと、犯罪者にするにはせこいが、看過するわけにもいかないというケースのためにつくったわけですし、何の違法性の認識もない会社の社長がすっかり自社株を売っちゃったみたいなことに対しては、見て見ない振りをするとか、注意して済ますとか、それがセンスのいい運用というものなのですよ。

だけれども、検査監督する人が、制度をつくった側の人の思ったとおりに運用してくれるとは限らないので、私も数カ月前にセンスの悪い検査官をマシンガン持った猿を野に放っているみたいなことを言って、物議をかもしたことがあったのですけれども、現状は、そういうことなのです。先ほどの、違法とされないことの明確化みたいなご提案は、もっともだなと思って聞いていたんですけれども、なまじ明確化しちゃうと、明確化されていないものは全部摘発すべきだという運用になるおそれがあるというのが、今の私たちの監視体制の能力の実情じゃないかと思います。だから、ルールを幾ら細かくつくっても切りがないということで、プリンシプルに基づいてルールがセンスよくといいますか、過不足なく生きるための我々のレベルアップを図っているということです。

それから、もうちょっと大きな話として、市場に向き合ってもしょうがないような状況になっているから、向き合わないだけじゃないかみたいな議論がどなたかからありまして、確かに歴史的に見るとお金というのは銀行が貸してくれるわけですから、株式公開というのはどっちかという一流企業のステータスとか、それでいい人材を採りたいということが動機としてあったと思いますけれども、これは鶏・卵みたいな話ですし、仲間内で持ち合えば総会を制することができるみたいな動きというのは、明らかに逆の方向に向いて走っちゃっています。この国の経済の将来はやはり資本市場を中核にしていけないと、展望が開けないというのは自明のことでありまして、その意味で取締役とか監査役というガバナンスの機構の独立性というものをどう考えるとか、あるいは大杉先生が言われたように、第三者割り当てに対する規律というのが余りにも弱過ぎるんじゃないかということは、そろそろ制度の問題として法務省さんともども考えていかなければいけない局面に来ておりますし、また、近々取り組んでいくつもりです。

(落合座長) どうもありがとうございました。

では、次どうぞ。

ここまで税制の話が出ておりませんので、コメントさせていただきたいと思っておりますけれども、ここまで先生方からコメントが出なかったのは、問題点はわかっているけれども、なかなか突破口がなく、やや無力感があるためではないかという気がしています。武井先生からご指摘いただきましたことにつきましては、我々、実務をやっているいろいろスキームを考える上で、大きな壁となっているというのはおっしゃるとおりでございます。

それから、株式対価のTOBについてですが、有利発行などの会社法上の問題のほかに、株主段階で譲渡益課税がかかってしまうという点があって、これもかなり厚い壁となっており、検討しても途中でギブアップというのが現状ということです。どこに突破口があるのか、なかなか思いつかない状況でして、武井先生にご質問をするような話ではないかもしれませんが、何かいい突破口があればなというふうに思っております。

(落合座長) ありがとうございます。

ほかにもございますでしょうか。

(田中委員) 税について私が余り今まで論文も書いていないのは、どういうふうに理論的に切ったらいいのか、全くわからないところがあります。つまり課税当局は非適格株式交換だったら、交換者であっても税を取るのとは、とにかく会社間の契約なんだというふうに言われると、まず、何で会社間の契約だと交換者から税を取るのかとか、要するにわからない。何でそういうふうに言われるのかがわからなくて、こっちもどういうときに資産を再評価して利益を計上するのか、どういうときはそのまま継続させていいのかが余りよくわからない。はっきり言えば所得税の本質というか、包括所得概念とか、ああいうところから議論を始めていかないといけないのではないかと感じて、はっきり言うとちょっと自分の中で手詰りな感じが今はあります。

ただ、それでもちょっと武井先生のお話に触発されて申し上げますと、やはり今の税体系だと一応実現主義なので、投資が継続していればその間は課税しないという、何かそういう場合、実現するというか、物を処分してもほかの物に置きかわるとか、それはキャッシュだけでなくもいいわけですが、物が処分されて置きかわったときには投資が継続されていないから、その部分で評価して課税するということになっていて、しかし、適格だとそこは物が置きかわっていないということになるから、株主段階でも課税しないわけですね。しかし、非適格だったら物が置きかわるとなるわけで、置きかわるといったときに、現金が少しでも入っているとなぜかよくわかりませんが、ほかの大部分が置きかわっていても置きかわったことになって、すべてが時価で評価されちゃうということで、この部分の置きかわるの部分が物すごく厳しくされているということが1つ問題だと。

もう一つ、完全子会社のところは何か私、理詰めに考えれば突破口を見出せるんじゃないかと思って、投資の継続ということを私は言いましたけれども、投資の継続というのは日本だとかにかく法人課税と株主課税というのは分離されていますから、それぞれについて投資の継続を見なければいけないわけですね。そこのところがどうもゼン当

局は根本的にそういうふうに考えていないんじゃないかと思うんですけども、投資の継続ということをいったら、完全子会社は株主が入れかわるだけで、全く継続しているわけですよ。だれが見たって完全に継続しているわけですから、そこで評価、再評価するのはおかしいわけです。

今の私の話の前提は、実現主義であるということ为前提にしている、包括所得課税だと必ずしも実現していなくても課税していいのだというふうになたってしまうので、だから、税はちょっと理念を突き詰めていくと、よくわからなくなっていく領域なんですけれども、今、私はちょっと今申し上げたことぐらいしか考えられません。

(落合座長) よろしければ、では、これで武井先生のプレゼンテーション及びその質疑というのは終了にしたいと思います。どうも、武井先生、ありがとうございました。

今後の予定ですが、事務局のほうからお願いいたします。

(事務局) 次回以降の研究会の日程につきましては、座長とご相談の上、後日、事務局よりご連絡させていただきたいと思っておりますので、よろしくお願いいたします。

(落合座長) それでは、これで終了ということにしたいと思います。

お忙しい中、ご出席いただきまして、ありがとうございました。