

「企業買収における行動指針(案)」のパブリックコメント募集に対する
主な御意見の概要及び御意見に対する経済産業省の考え方

本資料においては、以下の略称を用いています。

なお、「主な御意見の概要」は、いただいた御意見の主要なポイントを要約として記載しており、英文で御提出いただいたコメントについては、事務局にて原文を和訳した上で、その概要を記載しています。また、主な御意見において、ページ数や注釈番号に言及がある場合は、「企業買収における行動指針(案)」の日本語版におけるページ数や注釈番号を指しています。

正式名称	略称
企業買収における行動指針	本指針
企業買収における行動指針(案)	本指針案
公正な買収の在り方に関する研究会	本研究会
公正な M&A の在り方に関する指針	公正 M&A 指針
企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針	2005 年指針
コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針	CGS ガイドライン
社外取締役の在り方に関する実務指針	社外取締役ガイドライン
事業再編実務指針	事業再編ガイドライン

No	主な御意見の概要	御意見に対する経済産業省の考え方
全般		
1	本指針は、2005 年の買収防衛指針、2008 年の買収防衛策の在り方に関するレポート等、従来のガイドラインから進化し、買収防衛に重点を置かれた議論ではなく、価値創造的な M&A の促進、買収の促進による健全な市場機能の発揮、上場会社の経営に対する規律付けとのバランスがとれており、全般的に評価できる内容になっていると考えます。	本指針の趣旨を評価いただき、ありがとうございます。
2	本指針案が、企業と投資家と双方の行動に正しい規律をもたらし、公正な M&A を推進することを期待して、その公表を歓迎する。	
3	企業価値を高めつつ、株主にとって最良の結果をもたらすような行動を取締役と経営者に求める行動規範の創設を歓迎する。	

4	ベストプラクティスの提示の域を出ず、強制力がない点は懸念。「～にも合理性がある」「考慮することが考えられる」「検討に値する」「有益と考えられる」等、弱い表現も多い。また、コーポレートガバナンス・コードと異なり、社外取締役の構成など、形式的に満たせる要素も薄いため、運用面で大きく解釈の余地を残していると理解。そうすると大体都合の良いように解釈されて、現場の実態としては大きく変わらない可能性がある。	本指針は、ソフトローとして原則論やベストプラクティスを提示するものであり(本指針 1.2)、何らかの法的な拘束力や罰則をもって対応することは企図されていません。 他方で、これまでも、経済産業省の指針(例えば、公正 M&A 指針等)や報告書において示された原則論やベストプラクティスは、一定程度尊重され、実務や司法判断に影響を与えてきたと認識しています。 本指針も、日本における公正で信頼できる M&A 市場の確立に向けて、各関係者がその内容を尊重し、行動規範となることが期待されています(本指針第 6 章「おわりに」)。
5	指針の取組を引き続き支持するものの、「ソフト」ローによって経済産業省が達成できることには限界がある。例えば、本指針は、「会社法上の取締役の善管注意義務及び忠実義務等を直接的に明らかにすることを意図したものではない」とされており、また、より厳格な監視の対象となるべき行為に関する記載が多く含まれているが、そのような行為を全面的に禁止しているわけではなく、例外的なケースがあり得る。 M&A 取引の公正なルール作りを進めるため、裁判所、国会、政府機関等の関係機関において、本指針に盛り込まれたベストプラクティスについて、株主の利益保護の観点から禁止行為を明確に定めるなど、引き続き、判例、法令等を活用した「ハード」な法制化を進めていただきたい。	
6	1.2 の「また、本指針の内容は、会社法等の法令上の明確な位置付けを行うことを直接意図して提示するものではない。」との記載について、本指針はその内容を法令に直接反映させて法的拘束力を持たせることを意図したものではないことは理解しますが、「コーポレートガバナンス・コード」と同様に「Comply or Explain」程度の強制力は持たせないと、本「行動指針」はなんら実効性を持ちえないと思います。「行動指針」において企業価値・株主共同利益のために望ましい行動を示し、開示において指針に順守したこと、順守しなかった場合はその理由を説明する責任を課すという設計にして頂きたいと思います。	
7	主な見解としては、いかなる指針であっても法的拘束力を持つべきである。経済産業省の公正 M&A 指針や本指針案は、少数株主の利益を保護するには不十分である。自主的な指針は、重大な利益相反がある場合でも、買収者の善意に依	

	存している。すべての買収者が指針に従うと決めたとしても、その精神に従うと考えるのは甘い考える。	
8	現在の日本の企業の問題は、①現状を守ろうとする現経営陣や一部のステークホルダーの既得権への執着が事業の選択と集中を阻害している、②その一方、短期のキャピタルゲインを過度に追求する株主の台頭が、その他の株主や社員の長期的・構造的な利益に反しているケースが増えている、といったことが考えられる。その中で今回の指針がより実効的なものになるためには、必要な法制度面の改定につなげることが重要だと考え、言及していただきたい。	
9	本指針は、タイトルも踏まえると、表面的には企業買収に関する包括的な行動指針の様態であるが、敵対的買収を規定するルール of 枠組みの実用的な分析的要約でもなければ、買収に関するルールは理想的にはどうあるべきかという、論理的で規範的な勧告を備えているわけでもない。 本指針は、冒頭に明示された3つの原則など、ある部分はあまりに大雑把であり、曖昧で普遍的であるがゆえに実際的な指針となっていない一方で、その他の部分は些事にこだわりすぎており、特にブルドッグソース事件判決以降の日本のポイズン・ピルに関する判決において提起された問題点について長々と論じている。アプローチを公正にするには、本指針が包括的な要約であるかのような形を排除し、直近のポイズン・ピル裁判事件によって提起された具体的な問題に焦点を当て直すべきだろう。 また、本指針は2005年以降の変化とその理由を明確に説明していない。このあるべき記述の欠如は、委員会の意図的な責任回避なのか、それとも専門家による素人が知るべくもない高度な知識を以ってして省いたのか、判断がつかない。 現状では、本指針は、経営支配権争いの指針として有意義な、総括的な方針と原則の公式な要約としてではなく、まだ日本の裁判所で訴訟されている渦中の特定の問題に影響を及ぼそうとする、組織的戦略と見なされる危険性がある。 本指針の目指すところは経済産業省主導の下、東京機械製作所事件判決を拡大解釈して強固なものとし、株主民主主義の基本原則を覆そうとしている、という認識を与え、外国人投資家コミュニティは本指針を、ポイズン・ピルに関し、経営陣	本指針は、買収を巡る当事者の行動の在り方を中心に、M&Aに関する公正なルール形成に向けて共有されるべき原則論及びベストプラクティスを提示するものとして、新たに策定するものです(本指針 1.2)。 買収への対応方針・対抗措置については、買収を巡る当事者の行動のあくまで一部分であることから、これを本指針の中心的位置づけとするものではなく、本体としては、6章のうち1章分として構成しています。他方、買収への対応方針・対抗措置については2005年指針以降、近時の裁判例やその後の環境変化も踏まえ、詳しい内容面での見直しやアップデートを図る必要があることから、別紙3において各論についても記載しています。その際、2005年指針から内容面での見直しを行った部分については、注釈等でその旨を記載するなどすることで、両指針の対応関係を明らかにしています。 本指針は、「会社の経営支配権に関わる事項については、株主の合理的な意思に依拠すべきである」(第2原則)という考え方に立っており、経済産業省としては、指針の趣旨が正しく認識されるよう、外国人投資家を含めた関係者への周知に努めてまいります。

	にとって都合の悪い株主には恣意的に議決権を与えない裁量を経営陣に与えるか否かの判断材料として読むことになるだろう。	
10	本指針の第1原則は、「企業価値」の最大化と、株主間の「企業価値」の平等又は「公正」な配分の間に緊張関係が存在することを暗黙のうちに認めているものの、経営支配権の争い、非公開化、スクイズ・アウト取引においてこれらの対立をどのように解決すべきかについては、現在金融庁が検討中の大量保有報告規制、公開買付規制等のルールの全体的な設計や理念と重複していることは明白であるため、金融庁での議論を終えるまで、本指針の公式発表を控えることは、混乱を未然に防止することができるのではないか。あるいは、金融庁の議論が終わるまでに、この分野における経済産業省と金融庁の取り組みを調整する必要があるのではないか。	貴重な御意見として承ります。なお、本指針は現行の法制度や司法判断を前提に、原則論やベストプラクティスを提示するものであり、これにより、関係者の予見可能性の向上や資本市場の信頼向上に資することを意図しています。 御指摘のとおり、現在、金融庁の「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」において、大量保有報告規制や公開買付規制の在り方について議論されているところであり、今後、当該議論の結果も踏まえて関連制度が見直された場合には、必要に応じ、改めて本指針を見直すことも考えられます。
11	最近、金融庁が日本の公開買付け及び大量保有報告制度の改正について議論・検討するためのワーキング・グループを設置したことも認識しておりますが、指針案と規制の適用対象範囲との重複を避けること、既存及び新設の法律要件と指針原案の適用対象を巡る混乱や曖昧さを生じさせてしまうことを避けることが重要であると考えております。最終的な指針を策定する際には、金融庁のプロセス及び今後の改正を念頭に置くことを強く求めます。 投資家は、最終指針の下で日本市場が向かう将来の方向性、特に、望ましいかつ効率的な M&A 活動が奨励されるのか、それとも、抑制されるのかの方向性を示すことになる指針案の状況を注視しています。経済産業省は、日本のコーポレート・ガバナンスに関する対話を前進させる上で大きな影響力を持っていますし、指針案には、歓迎する幾つかの前向きな進展が見られます。特に、指針案において、取締役が買収提案を検討する際の枠組みとなる幾つかの考慮要素が明確に示されたことは、日本市場にとって重要な前進であると考えます。	
12	この 30 年間、世界の中で日本だけが成長していない原因の一つが、日本企業を外資に売り渡してきたことです。そのことを十分に検証した上で、日本国民にとって、公正な買収のあり方を検討すべきで「グローバル企業等、一部の企業にとつ	

	てのみ」公正なやり方は日本企業を外資の草刈り場にするだけではないかという懸念があります。	の向上と株主利益の確保の双方に資する買収)一般が活発に行われることを目指して定めるものです。
13	日本企業が乗っ取られます。 外資に買われた場合日本の利益にはなりません。 外資が日本企業を買いやすくするなんて反対です。	また、海外企業による買収については、別途、国の安全等の観点から、外国為替及び外国貿易法(外為法)などの規律が設けられています。
14	買収しやすくするって、なんでわざわざ日本企業が海外企業に買収されやすくしなければいけないのか、意味が分かりません。 日本国民を、日本企業を守ってください。 日本企業が海外企業に買収されやすくなるような事には、大反対です。	
15	本指針案 2、8、9、19、34 頁で「中長期的な企業価値」との用語が頻出するが、これを「持続的かつ恒常的な企業価値」とするべきです。 そもそも、企業経営者であれば、企業価値の向上に向けて常に(＝持続的かつ恒常的に)努力すべきである以上、「中長期的」との用語は用いるべきではありません。	御指摘のとおり、企業経営者は企業価値の向上に向けて努力をすべきであり、本指針においては、「本来、会社の取締役・取締役会には、平時から経営努力を尽くすことで企業価値を高めるとともに、それが時価総額に反映されるための取組みを行うこと」が求められる旨を記載しています(本指針第 3 章冒頭)。 なお、コーポレートガバナンス・コードが「中長期的な企業価値の向上」をその目的として掲げるなど、一般的な表現であることも踏まえ、「中長期的な企業価値」との用語は原案のとおりとしています。
16	2 頁、8 頁、9 頁、34 頁で用いられている中長期的な企業価値について、7 頁注 4 で定義されている本源的価値という表現、及び 7 頁や 13 頁で用いられている「企業価値を本源的価値に近付け(る)、又は本源的価値を高める」という表現を用いるべきです。 中長期的な企業価値の向上とは、経営資源への投資や M&A を通じた本源的価値の増加を指すべきで、経営陣が非効率な経営を改善し、企業価値が本源的価値に劣後している状態を解消することは、中長期的な企業価値の向上とはいいません。	本指針では、注 4 において「本源的価値(intrinsic value)」については様々な見方があり、例えば、本指針の定義における企業価値(企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和)と実質的に同義のものとして「本源的価値」の用語を用いることもあるが、本指針では、会社の現在の経営資源を効率的な企業経営のもとで有効活用することで実現し得る会社の本質的な価値のことを「本源的価値」と表現している」としており、様々な見方があることを前提にしつつも、

	また、17 頁の注 24 で用いられる中長期的な価値については、非財務情報という用語が 8 頁でも使われていることから、非財務的な価値という表現の方が、気候変動対応や人権なども含む概念として適切と考えます。	企業価値や本源的価値について、本指針における定義づけに基づき考え方を提示しているものです。 その上で、コーポレートガバナンス・コードが「中長期的な企業価値の向上」をその目的として掲げるなど、一般的な表現であることも踏まえ、「中長期的な企業価値」との用語は原案のとおりとしています。
17	全体を通して、「司法判断」は「裁判例」とする方が、私の好みです。 本指針案 41 頁の「水準」は「水準(議決権数の3分の2以上)」と、46 頁の注 67 の冒頭にブルドックスソース事件最高裁決定を追加、44 頁の注 72 も同様、45 頁「対象会社として」を「対象会社にとって」に、45 頁の注 76 の1行目最後の「される」は「される」に、46 頁の最終段落の「うる」を「る」に、それぞれ修正をご検討ください。	御指摘を踏まえ、必要な修正を加えました。
18	2.2.1「第 2 原則:株主意思の原則 会社の経営支配権に関わる事項については、株主の合理的な意思に依拠すべきである。」 2.2.3「会社を支配する者の変動に関わる事項については、原則として、株主の合理的な意思に依拠すべきである」 5.2「対応方針に基づく対抗措置の発動は、会社を支配する者の変動に関わるものであることから、株主の合理的な意思に依拠すべきである。」 「会社の経営支配権に関わる事項」と「会社を支配する者の変動に関わる事項」とが同じことを意味しているのであれば、どちらか一方の語句に統一すべき。株主の合理的な意思に依拠すべきとされる場面が複数存在すると読めると、本指針を参照する際に混乱するおそれがあるため。	同じ意味を指しており、御指摘を踏まえ、修正させていただきました。
第1章 はじめに		
19	公正な M&A 市場が整備されることを通じて市場機能が健全に発揮されることを期待しております。第 1 章に賛成いたします。	本指針の趣旨を評価いただき、ありがとうございます。
1.1 本指針の策定経緯		

20	「経済産業省は、同研究会における議論等を踏まえて、我が国経済社会において共有されるべき M&A に関する公正なルールとして、ここに本指針を策定する。」の箇所は削除すべき。 次の 1.2 において「本指針の目的は、上場会社の経営支配権を取得する買収を巡る当事者の行動の在り方を中心に、M&A に関する公正なルール形成に向けて経済社会において共有されるべき原則論及びベストプラクティスを提示することである。」とされており、本指針そのものを「公正なルール」と定義してしまうとこれと矛盾する。	本指針は、現行の法制度や裁判例を前提に、原則論やベストプラクティスをソフトローとして提示するものであり(本指針 1.2)、直接的な法規範性を持たせることは意図していませんが、ソフトローも広義としてのルールの一環を成すものと考えられますので、「公正なルール」との記載がこれと矛盾するものではないと考えています。
21	「複雑化した経営課題へ取り組む企業の戦略として、M&A が活用されることがこれまで以上に期待されている。」との記載は、「これまで」がどの状況との比較であるかなど、趣旨が不明確である。PBR が1倍を下回る上場企業における経営戦略として、M&A を活用することが有益な場合があることは否定しないが、M&A を活用することが必須ということではないものと考えられる。	御指摘の箇所の段落にあるとおり、「買収と深く関係するコーポレートガバナンスについては、二つのコード(コーポレートガバナンス・コード及びスチュワードシップ・コード)が定められ、社外取締役の比率は大きく上昇したが、実質化は道半ばである。中長期的な企業価値や資本効率の向上への意識は高まっているが、PBR が1倍を下回る上場企業が他国と比較して多い状況にある」ことを受けて記載しており、コーポレートガバナンスの実質化、中長期的な企業価値や資本効率の向上の取組についての現状を踏まえて、これまで(現状まで)以上に一層 M&A が活用されることを期待しているとの趣旨で記載しています。 なお、M&A 活用は、複雑化した経営課題へ取り組む企業の戦略の一つと考えており、本指針が M&A に関する公正なルール形成に向けて共有されるべき原則論及びベストプラクティスを提示することを目的としていることから、これを取り上げています。
1.2 本指針の意義と位置づけ		
22	4 頁の 10 行目「位置づけ」と、同 12 行目「位置付け」とは、どちらかに字句を統一したほうがよい。	御指摘を踏まえ、「位置づけ」に修正させていただきました。

23	M&A の意義を強調しているが、負の側面にも目配りをする必要がある。 例えば、M&A の活性化や株主の利益保護という視点と、経済安全保障との整合性を検証する必要もある。もちろん外国企業による M&A については外為法など別途経済安全保障を意識した法制度は存在するが、そのような制度も視野に入れた M&A 指針を目指すべきではないか。	貴重な御意見として承ります。なお、海外企業による買収については、別途、国の安全等の観点から、外国為替及び外国貿易法(外為法)などの規律が設けられています。
24	投資家と買収に関与する企業にとって、こうした取引の結果についてより大きな予測可能性のあるべきであることに同意する。我々は、取締役会と企業買収の当事者にとってのベストプラクティスを明確にする方法を見出そうとする経済産業省の努力を高く評価する。	本指針の趣旨を評価いただき、ありがとうございます。
1.3 本指針の対象		
25	公正 M&A 指針では、上場会社に限るということを明記しているが、本指針ではそれが明記されていないため、本指針の対象範囲を明確化いただきたい。	本指針は上場会社を対象としており、指針上は、買収者が上場会社の株式を取得することで、その経営支配権を取得する行為を主な対象とする旨(本指針 1.3)を記載しています。 なお、非上場会社を対象とする取引においても、個別の事案における利益相反の程度や情報の非対称性の問題の程度、対象会社の状況や取引構造の状況等に応じて、本指針を適宜参照することを否定するものではありません。
26	本指針の対象とならない、あるいは、本指針になじまない、会社・行為についての記載を加筆することを検討されたい。 本指針は、対象の限界は一義的でなく、抽象的には閉鎖会社を排除していない。主な対象以外の場合は、会社の類型・行為等によって、妥当するもの、妥当しないものがあるように思われるが、主な対象以外の場合に、本指針が一人歩きして解釈されないかとの懸念がある。	
27	本指針における「経営陣」の定義とは、業務執行を行う取締役と取締役ではない執行役、執行役員をいうと考えてよいか。	「経営陣」とは、典型的には、企業の経営判断を担う社長・CEO、業務執行取締役、執行役、執行役員等を想定しています。
28	「買収者と対象会社の間で対立が生じ得る」の部分の「対象会社」が曖昧であると、指針に恣意的な解釈の余地が残ってしまうと考えられることから明確にされたい。 また、買収者と対象会社の間で生じ得る対立構造について、注 12 と同様の記載を本文に記載すべきと考える。	本指針注 2 において、「本指針は買収提案について主に対象会社の取締役会と買収者がそれぞれ異なる立場で異なる利益を有している通常の買収取引(独立第三者間取引)を念頭に置いている」(注 2)としており、御指摘の「買収者と対象会社の間で対立が生じ得る」の「対象会社」としては、主として対象会社の取締役会を想定しています。

		なお、全体の記載の粒度の観点から、注 12 は、本文ではなく、注記として維持させていただきます。
1.4 本指針において用いる用語の意義		
29	企業価値の定義の明確化を歓迎する。本指針における記載は、一般的な金融用語の理解に沿ったものである。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。 指針原案策定の過程で御指摘の意見と同様のものも含め様々な意見をいただいたことも踏まえ、本指針においては、企業価値とは、「概念的には、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和である」ことや、「企業価値を資本の調達源泉の側面から見れば、企業価値は株主価値（市場における評価としては時価総額）と負債価値の合計として表される」ことを明記しています（本指針 1.4、2.2.2）。また、企業価値について「会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度」とも記載していますが、それを概念的に示し直すと、「企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和」を意味することとしており、両者の記載は別のものではなく、別の観点から言い換えているものであると考えています。 その上で、「企業価値」は定量的な概念であり、測定が困難である定性的な価値を強調することで、その概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図る（経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ることも含む。）ための道具とすべきではない」旨を記載しています（本指針 2.2.2）。 これらの記載の趣旨が正しく認識されるよう、関係者への周知に努めてまいります。
30	企業価値の定義については、「企業が生み出す将来キャッシュフローを割引いた現在価値の合計」とすることが、指針に記載されている他の基準よりも優先されるべきであり、この一文は冒頭に記載されるべきであるとする。定義の明確化における曖昧さを除去・軽減することは、経営者の保身目的での基準の濫用を防ぐことにつながるため、むしろ、「会社の資産、収益性、安定性、効率性、成長性、その他株主の利益に貢献する会社の属性、またはその程度」といった他の記述的要素と区別することを推奨する。	
31	取締役会による買収提案の評価の基礎となる「企業価値」の定義がやや不明確であるとする。株主の利益は企業価値の最大化に一致すると考えているため、本指針案の文言が、企業価値と株主の利益が対照的であることを示唆していることに特に疑問を感じる。さらに、取締役会の企業価値評価には透明性の義務がないことも気になる。本指針案の下では、取締役会の企業価値評価のみに基づいて買収提案が拒否される可能性があり、この評価については透明性がなく、株主が取締役会の責任を追及する可能性もない。	
32	買収提案を不合理に却下する理由になり得るため、企業価値の定義の中で、非財務情報の要素や人的資本の活用等、測定が困難な概念に触れる結果として、「企業価値」の概念を不明確にする可能性が高まる点に留意すべき。	
33	本指針案は、「企業価値」という定義について曖昧な概念を確立しようとしており、取締役会が定義し、株主の利益とは一致しない可能性があるものとなっている。割引キャッシュフローの合計としての「企業価値」の定義は、将来のキャッシュフローがどうなるかという取締役会の意見（及び NPV 計算で使用する割引係数）に依存しているが、取締役会は正しい評価をするインセンティブを持たないかもしれない。そのため、「企業価値」に関する取締役会の意見のみを根拠として、買収ア	

	プローチが異議なく却下される可能性がある。さらに、指針案は、割引後の将来キャッシュフローだけでなく、「企業の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に貢献する会社の属性又はその程度」にも言及しているため、その定義は定量的要素と定性的要素の間で一貫していない。	
34	脚注 3 の「企業価値は株主価値と負債価値の合計」を、「企業価値は株主価値と純有利子負債の合計」と修正いただきたい。 理論的には企業価値の算定には負債ではなく純有利子負債 (net debt) を用いる。英文では "corporate value can be expressed as the sum of shareholder value and net debt value" となっていることから、「企業価値は株主価値と純有利子負債の合計」とする方が正確であると思われる。	本指針においては、「企業価値を資本の調達源泉の側面から見れば、企業価値は株主価値（市場における評価としては時価総額）と負債価値の合計として表される。」としているところ（本指針注 3、2.2）、本研究会の議論において、ここでの「負債価値」とは、実務における考え方としては「net debt value」を指すとの指摘があったことも踏まえ、本指針も同趣旨で記載をしています。なお、本指針の参考英訳では、負債価値は net debt value と訳しています。 他方で、本指針 2.2.2 は、必ずしも、企業の実務において企業価値や資本政策を考える際の現金の取扱いについて詳述することを意図した箇所ではなく、基本的視点としての企業価値の概念整理を意図したものであることから、この点が端的に伝わりやすくなるよう、「純有利子負債」等の厳密な記載はせず、原案どおりの記載としています。
35	「企業価値は株主価値（市場における評価としては時価総額）と負債価値の合計」とあるが、この「負債価値」とは、参考英訳において「net debt value」と訳出されているとおり、コーポレート・ファイナンス理論における「純有利子負債」ないし「ネット・デット」を指すとの理解でよいのか。	
36	注記ではなく本文に、「企業価値とは、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの総和であり、それは、株式時価総額と純有利子負債の合計である（企業価値＝将来キャッシュフロー／資本コスト＝株式時価総額＋純有利子負債）。」と記載することを提案する。 企業価値の定義は、株式時価総額と純有利子負債の合計であることを周知徹底させ、買収議論の始まりから躓かない様にするためである。	
37	「企業価値は株主価値（市場における評価としては時価総額）と負債価値の合計として表される。」について、企業価値の定義としては様々な考え方がありうるところであり、その点を注記すべきではないか。 企業価値をどのように捉えるかは、ステークホルダー資本主義という考え方など、様々な考え方がありうるところであり、断定的な記述は避けた方がよいのではないか。ステークホルダーとの関係が株主利益に収れんするのか否かについては、広く社会政策全般の中で議論されるべき問題かと考える。	本指針で取り上げている用語について、様々な考え方があり得ることを否定するものではありませんが、企業価値について「企業価値は株主価値（市場における評価としては時価総額）と負債価値の合計として表される」としている点は、コーポレート・ファイナンスの分野における一般的な定義と親和性があるものと考えています。

38	フリーキャッシュフローの割引現在価値の合計値は、Enterprise value と呼ばれることが多いようです。 そのため、企業価値の和訳について、Corporate value を Enterprise value と訳した方が、英語版だけを読まれる方にとって、より伝わりやすいと考えられるため、是非ご検討賜りたいと存じます。	企業価値の英訳として、Enterprise Value とすることも考えられますが、過去の指針(その英訳を含む)等との整合性を考慮し、原案のとおりとしています。
39	企業価値を算出する際、将来キャッシュフローを現在価値に割引く率、いわゆる資本コストは、客観的な数値、すなわち市場評価から算出される数字を使用すべきであって、算出過程において経営陣の恣意性が入りやすい「理論値」を使用すべきではないと考えてよろしいでしょうか。 また、買収提案が行われた局面においては、対象会社(取締役会、経営陣)との間で対立が先鋭化しているため、買収価格の適切性を判断する場合は、恣意性が入ることがないように時価総額と負債価値の合計を使用すべきと考えてよろしいでしょうか。	本指針においては、企業価値の概念等について一定の整理を行っていますが、御指摘のような将来キャッシュフローの割引率(資本コスト)や、買収価格の算定方法については、一義的に定まるものではないと考えています。そのため、本指針において特定の手法を推奨したり、抑制したりすることを企図するものではないものの、資本市場との対話等を通じて、把握することが重要であると考えています。 なお、関連して、「事業再編ガイドライン」においては、「株主資本コストについては、CAPM(Capital Asset Pricing Model: 資本資産評価モデル)等の一定の方法により理論値を算定することはできるものの、実務においては、具体的な数値として一義的に定まるもの(あるいは定めるべきもの)ではなく、様々な投資家の期待収益率の均衡値として市場において決定される性質のものであることから、投資家との対話を通じて、おおよその目安(相場観)を共有することが重要となる」(同指針 2.2.2 ③)としています。
40	「買収者」の定義として、「自ら又は他者と共に若しくは他者をして、買収の計画、提案又は開始を行う者をいう。」を加えるべきである。 「買収」は「主に、買収者が上場会社の株式を取得することでその経営支配権を取得する行為」と定義されているため、「買収者」は、狭義には、「買収」を行う者を指すと考えられるが、「買収」を開始する以前の、買収の計画や提案を行う者も「買収者」には含まれると解される。また、買収者単独ではなく、買収者と協調行	こういった者を「買収者」と考えるかは、個別の事案や文脈に応じて異なり得るものと考えていますが、本指針は研究会での議論を踏まえて主に経営支配権を取得する局面に着目していることから、本指針では 1.4 のとおり買収を定義しています。

	為を行う者と共に、又はそのような者を利用して、買収を実現しようとする場合もある。	
41	「有事」の概念を巡って混乱が生じないよう、その定義において、「同意なき買収提案であっても、交渉の結果、友好的な取引へと移行する場合もあり得ることから、本指針では、同意なき買収の場合には限定せず、友好的な買収の場合も含めた定義としている。」という注を追加すべきである。 本指針は、敵対的であるか否かを問わず、上場会社の経営支配権を取得する行為を広く「買収」と定義していることから、「有事」には友好的買収の場合も含まれることになる理解されるものの、従来の実務では、会社の経営支配権の争いが現実化したような場合を指して「有事」とする例が多い。本指針内の「有事」の用語の使用においても、従前の概念を前提としているように思われ、友好的買収か敵対的買収であるかにかかわらず、買収時の行動指針を示すものであることから、注を付して、そのような位置づけを明確にするべきである。	本指針では、「有事とは、特定の者による買収の計画、提案又は開始について対象会社が認識して以降の段階をいう」と定義しており(本指針 1.4)、御指摘のように必ずしも敵対的な取引に発展する場面のみ限定した定義にはなっていないと考えていますので、原案のとおりとさせていただきます。
第2章 原則と基本的視点		
42	企業価値が定量的な概念として定義づけられ、経営陣の保身を図るものとして使用されるべきでないこと、また、日本の実務では、買収によるシナジーは、算定不能という理由で価格に反映しないことが多々散見されるものの、価格に反映すべきと明記したことから、第2章に賛成する。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。
2.1 3つの原則		
43	取締役会と企業買収の当事者にとってのベストプラクティスを明確にしようとする経済産業省の努力を高く評価する。本指針案は、投資家と資本市場参加者のより広範な助けとなるであろう。 2.1 で提示された3つの原則に賛同する。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。
44	第一原則で使われている「株主共同の利益」については、支配的株主と一般少数株主間で利害が相反し得る構造的課題の存在を前提に、一部株主ではなく株主全体の利益であることを強調するために、あえて「共同」という言葉を強調することが重要ですが、この潜在的利益相反が存在する構造問題を解説せず、かつ他の	本指針は、MBO や支配株主による従属会社の買収(構造的な利益相反の問題が存在する取引)以外の一般的な買収を念頭においたものであるため、構造的な利益相反の存在を前提とした「一般株主の利益」という表現ではなく、「株主共同の利益」等の表現を使用しています。

	箇所(副題含む)では単に「株主利益」と記載されるなど一貫性がないようでは、利益相反の論点をぼかすことになり望ましくありません。 そもそも企業買収における論点の多くは、経営陣 vs 株主、支配的株主 vs 一般少数株主という潜在的に利益が対立する構造により生じており、その利益相反構造のもとで企業価値と株主共同利益の最大化するために本「行動指針」が必要になっているのですから、株主間の利益の対立構造を明らかにしておかなければ、本「行動指針」の意義を理解することは難しくなります。	その上で、本指針は、「本指針において用いている「株主共同の利益」「株主の利益」「株主が享受すべき利益」等には、株主としての立場で享受する利益のみが含まれており、株主以外の立場で享受する利益(例えば、買収者、対象会社取締役、及びこれらの者と重要な利害関係を共通にする株主が買収において他の株主と異なる利益を得る場合など)は含まれない。」と記載しており(本指針 2.2.2)、支配株主等が株主以外の立場で享受する利益を明示的に除外しています。
45	「「企業価値」は定量的な概念である」とされているが、株主共同の利益も定量的な概念であり、企業価値・株主共同の利益に資するかどうかの判断も定量的に行うべきものと考えてよいか。	本指針 2.2.2 は、企業価値及び株主共同の利益について、本指針における概念的な整理を行っていますが、実務上、定性的な要素を全く考慮すべきではないということまで意味するものではないと考えています。ただし、「対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を強調することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図る(経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ることも含む。)ための道具とすべきではない」と考えています。
46	第 1 原則中の「企業価値」が対象会社の企業価値を意味しているのであれば、それを明示すべきである。ただし、明示するに際しては、公正 M&A 指針注 19 を参照して、同注と同様の脚注をつけるべきであるかを検討し、その検討結果も併せて明示すべきである。 「企業価値」というのは買収対象会社の企業価値を意味しているのであると思われるが、買収の実現により買収者と買収対象会社との総計の企業価値が向上するのであれば、買収対象会社の企業価値が低下するとしても「望ましい買収」とであると判断するべきであるという考え方もありうるのではないか。もしその考え方を否定するのであれば、(公正 M&A 指針 38 頁注 68 の記載も参照しながら)明確な理由と共に、その考え方は否定されるべきものであると明示すべきである。	支配株主による従属会社の買収においては、企業価値の向上についてグループ単位での判断がされることも少なくないことから、公正 M&A 指針の注 19 は、「支配株主による従属会社の買収の場合には、第 1 原則は、グループとしての企業価値を向上させるか否かという観点から判断することも想定される」ともしていますが、本指針は、主に独立第三者間取引を念頭に置いた指針であることから(本指針注 2 参照)、一般的な考え方として同様の注釈を付することとはしていません。
47	取締役会が真摯な買収提案を拒否した場合、取締役会は透明性の原則に基づき、会社の価値を公的に表明することが求められるべきである。そうすることで、	本指針では、「真摯な買収提案」を恣意的に解釈し、企業価値を高める提案を安易に断ることにならないよう留意する必要が

	この価値が合理的な期間内に達成されない場合、株主は取締役会の責任を追及できるようになる。 また、本指針では、買収提案の条件として、同じ種類の株式を保有する全ての株主にとって平等な条件と価値であること、また、提供される対価は全ての株主に平等に提供されなければならないことを明示していない。これは、株主、特に少数株主の利益を著しく損なう可能性がある。	あることに加え、買収提案の諾否の判断の合理性について説明責任を果たせるように行動すべきである旨などについて記載しており(本指針 3.1.2)、取締役会がこれらの内容を尊重し、適切な行動がされることを期待しています。 なお、本指針においては、株主平等の原則の適用があることを前提としています。
48	今回提示された3つの原則の1つである「透明性の原則」において、「買収者」からの「適切かつ積極的」な情報提供が明確に求められている点は有意義なものであり、全面的に賛同する。 近時、買収者による情報提供・情報開示が不十分な事例が多く見られるようになっており、また、買収者の実質株主や協調行為を行う者等に関する情報について対象会社側が自ら正確に確認することは実質株主判明調査等を用いても限界があること等からすれば、対象会社のみならず、買収者自身による積極的な情報提供・情報開示を、買収一般における原則の一内容として明記することについて強く賛同する。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。
2.2 基本的視点		
2.2.1 望ましい買収		
49	「望ましい買収」という表現は、hostile takeover が決して起こらないかもしれないことを意味するかもしれないが、これは先進国市場における一般的な市場慣行を反映していない。	本指針において、「望ましい買収」(企業価値の向上と株主利益の確保の双方に資する買収)は、政策的観点から、経済社会にとって望ましいものとして捉えています。このため、対象会社の取締役会の賛同を得ずに行われる同意なき買収についても、企業価値の向上と株主利益の確保の双方に資する買収(望ましい買収)に該当するかと考えています。
50	本指針は、貴省が大変力をいれて作成されたことがよくわかりました。 特に 2.2.基本的視点、2.2.1 望ましい買収において、買収が企業価値を高め、あるいは現在の経営陣に対する規律として機能するなど、経営の手段として「望ましい」機能を発揮するものであることを明記されたことを投資家として高く評価します。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。

	投資家は、日本企業の競争力減退のひとつに規律の緩いガバナンスが根源にあり、資本構成変化に伴う取締役の構成変化が進まず、これが経営力の劣化につながっていると危機感を抱いています。今回の行動指針がこの現状を変革する指針となることを期待しています。	
51	投資ファンドによる買収の場合には、当該買収による事業間シナジーは認められないことが通常となるが、当該ファンドが経営の効率性の改善を促すことが期待されるのであれば、本指針における経済社会にとって望ましい買収に該当し得るものと解される。このような場合には、シナジーによる価値向上は経済社会にとって望ましい買収に該当すると評価されるために必要な要素とはならないという理解でよい。	本指針では、「買収によるシナジーの実現や、非効率な経営の改善などは、・・・経営にとっての一つの重要な手段である」と記載しており(本指針 2.2.1)、シナジーの実現に限らず、非効率な経営の改善を実現する買収なども「望ましい買収」に当たり得るものと考えています。
52	上場廃止してまでの経営者保身や、上場廃止で投売りされた後の低廉価格でのMBO や買収を防止するため、「上場維持基準を満たせず、上場廃止が予定されている企業は、企業価値の保全やステークホルダー保護の観点から、積極的に買収者を模索することが望まれる。」を脚注で追記することを提案する。	本指針 2.2.1 は基本的な概念整理を行う箇所であるため、上場廃止予定企業がとるべき行為についての記載まで行うことはしていません。
53	記載がやや抽象的であるため、「買収者が本来享受すべきではない利益を買収を通じて得る」場面とは、具体例としてどのような場面を念頭に置いているのか明らかにされたい。	本指針 2.2.1 では具体例を挙げておらず、個別の事案に応じて判断されるべきと考えていますが、例えば、株式を買い占め、その株式について会社側に対して高値で買取りを要求する行為(いわゆるグリーンメール)や、会社を一時的に支配して、会社の重要な資産等を廉価に取得する等会社の犠牲の下に買収者の利益を実現する経営を行うような行為(いわゆる焦土化経営)など、本指針注 83 で挙げているような行為が例として考えられます。
54	本指針は、我が国の法制度や裁判例、市場の状況を踏まえ、買収の当事者・関係者が遵守すべきものとして作成されたと理解している。そのため、取締役が本指針に沿った対応をとることに特段の支障がないにもかかわらずかかる対応をとらなかった場合には、取締役の善管注意義務・忠実義務違反のリスクが高まると考えるが、そのような理解でよい。	本指針は、「会社法上の取締役の善管注意義務・忠実義務・・・について整理を行うことを直接企図したものではない」としているため、本指針に記載の対応をとらなかった場合に取締役の善管注意義務・忠実義務違反のリスクが高まるとの帰結が直ちに導かれるとは考えていません。
2.2.2 企業価値の向上と株主利益の確保		

55	本指針案 9 頁の「企業価値は定量的な概念であり、対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を強調することで、企業価値の概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図る(経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ることも含む。)ための道具とすべきではない」とあるが、2006 年以降の日本企業の対応を考えるとこの一文を入れるのは適切である。 また、買収企業と被買収企業の双方が PBR や ROE 等の各種指標の改善について説明することを要望する。特に PBR1 倍割れ企業からの説明は必須と考える。たしかに問題がある真摯でない買収者による買収は困るが、買収防衛策の導入で真摯な買収提案を行う企業まで委縮するのは問題がある。結果を出せないのにそのまま経営陣が変わらないなら TOB で経済の新陳代謝を促進するのも選択肢の一つとして確保する必要があると言える。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。 本指針においては、対象会社については、買収者と現経営陣の企業価値向上策についての定量的観点からの比較や買収提案への対応・判断の合理性の説明責任に言及しており(本指針 3.1.2)、また、買収者についても、買収後の経営の基本的な方針等の項目の開示をベストプラクティスとして言及しています(本指針 4.1.1.1)。こうした説明や開示の中で、PBR や ROE 等の各種指標の改善についても言及されることが想定されます。
56	本指針案の 9 頁において「企業価値」が定量的な概念として示されたことを歓迎する。この記載は適切であるので、そのまま残すべきである。 また、本指針案の 9 頁において、「経営陣が測定困難である定性的な価値を強調することで、企業価値の概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図る(経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ることも含む)ための道具とすべきでない」と述べている点は重要である。この記載も残すべきである。	
57	本指針案 9 頁において、「『企業価値』は定量的な概念であり」とあるが、実務的には、「企業価値」を評価するにあたっては、非財務的・定性的な要素(環境や人権問題への取組み等)も重要な要素となる。そもそも、「企業価値」=「定量的な概念」という前提(枠組み)で考える必要はなく、むしろ、「企業価値」には、非財務的・定性的な要素も含まれると整理すべきである。また、指針案 9 頁の「対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を強調することで、『企業価値』の概念を不明確に…すべきではない」の部分も、「企業価値」の評価にあたって非財務的・定性的な要素を考慮すべきではない、というような誤解を招く可能性があり、修正すべきである。	本指針は、望ましい買収が活発に行われることを目指し、共有されるべき原則論及びベストプラクティスを提示することを目的としている(本指針 1.1、1.2)ところ、経営陣が企業価値の概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図るための道具とすることで、望ましい買収を阻害しないようにするという観点(本指針 2.2.2)からは、買収を巡る当事者・関係者の間で定量的な概念として評価・説明されることが重要であると考えています。 その上で、本指針では、企業価値の評価にあたっては、非財務情報の要素の重要性やステークホルダーの貢献によるキャッシュフローの増加分の価値が含まれることも明示しており(本指針 2.2.2、注 6)、非財務情報やステークホルダーの貢献

		を企業価値の定量的な評価に反映することについて肯定的に捉えています。
58	本指針案 2.2.2 の以下の記載は下記のように修正頂きたく存じます(下線の箇所を追記)。 企業価値を資本の調達源泉の側面から見れば、企業価値は株主価値(市場における評価としては時価総額)と負債価値の合計として表される。会社の経営を通じて企業価値を向上させることは、市場の評価を通じて株式の時価を高めることにより、株主全体の利益(株主共同の利益)に資する関係にある。またこのように、<u>「企業価値」は定量的な概念において測定可能な面がありであり、対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図る(経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ることも含む。)ための道具とすべきではない。もっとも、例えば、電力、ガス、通信、放送又は交通のような社会の基盤となるインフラを提供する企業は、必ずしも単純な「株式の時価」には直結しない災害時の対応等の公共的使命を負い、かつ、事業経営に独立性が求められる度合いが高い。このように、事業内容や性質に応じて、数値により示される企業価値のみが唯一の指標ではないことも考慮されなければならない場合もある。</u>	本節は一般的な考え方を述べている箇所であり、特定の業種・分野を取り上げた記載はしていません。
59	「・・・対象会社の経営陣は基本的な裁量を有するというべきである。」の後に次の内容を追記すべきである。 例えば、宝石・貴金属等取扱事業のようなブランド商品の販売を業とする企業では、ブランド価値やイメージの維持・強化が企業価値の維持・向上に必要不可欠であるところ、このようなブランド価値やイメージの維持・強化に配慮した事業運営が中長期的な企業価値の源泉となっていることも十分に考えられる。宝石・貴金属等取扱事業を営む企業には、マネー・ローンダリング防止のために犯罪収益移転防止法の適用を受ける企業もあるところ、コンプライアンス上問題のある買収者に経営支配権を取得されれば、長年培ってきた対象会社の信用・イメージが毀損され、そのブランド価値が弱まることで、企業価値の毀損に繋がることは容易に想像できるところである。このため、望ましい買収(企業価値を向上させる買収)か	

	否かの判断にあたっては、単に買収価格が高ければ良いということではなく、会社の事業内容に応じて、買収後においても対象会社のブランド価値やイメージが毀損されることはないかといった点を、企業価値への影響の判断の重要な考慮要素とすることは、株主総会から信託を受けた取締役会の裁量の範囲内にあると考えられる。	
60	「・・・対象会社の経営陣は基本的な裁量を有するというべきである。」の後に下記の内容を追加すべきである。 「例えば、エネルギーや電力のような国民のライフラインに関わる事業を営む企業は、国民の生活に必要不可欠であるため、事業運営の安定性や公共性が求められているところ、このような安定性や公共性に配慮した事業運営が中長期的な企業価値の源泉となっていることも十分に考えられる。望ましい買収（企業価値を向上させる買収）か否かの判断にあたっては、単に買収価格が高ければ良いということではなく、会社の事業内容に応じて、買収後においても事業運営の安定性や公共性の維持・確保が可能かといった点を、企業価値への影響の判断の重要な考慮要素とすることは、株主総会から信任を受けた取締役会の裁量の範囲内にあると考えられる。」 また、「「企業価値」は定量的な概念であり●」の脚注●として以下を追加すべきである。 「なお、PBR や ROE 等の KPI が良くないことを根拠とした買収提案においても、主たる業域がボラティリティーの高いマージン製品を取り扱っている場合や、瞬間的な業績の上下等があった場合、業種の特色やその時の状況によっては、当該根拠が一概に妥当性を持つとは言い切れない点に留意する必要がある。」	
61	「企業価値」の概念の濫用を抑制するための定義の明確化を支持する。 他方、「企業価値」と株主が受け取る対価との関係は必ずしも明確ではない。例えば、本指針案では、「株主が享受すべき利益が確保されるような条件に基づいて買収が行われるよう合理的な努力を払うべきである」としているが、特に現金対価による全部買収の場合に、対象会社の取締役会が合理的に得られる最良の価格	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。 本指針においては、「特に、現金対価による全部買収（最終的に100%の株式を取得することにより買収者がコミットしている買収）の提案である場合には、株主が対象会社株式への投資から利益（支配権プレミアムも含む）を得る最後の機会となるた

	を得るために行うべき努力の基準としては、十分高い水準とは言えないように思われる。 そのため、特に現金対価による全部買収に関して、「企業価値」と一般株主が受け取る対価との関連性を強調することを求める。一般株主の保護と公正な取扱い、有益な M&A を促進するだけでなく、対内投資促進にも資すると考える。	め、株主にとっては価格面での取引条件の適正さが特に重要となる」とした上で(本指針 3.2.2)、「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合において、取締役会は、買収者との交渉を行う際に、取引条件(価格に加え、買収比率や買収対価も含む。また、取引の蓋然性の高さも重要な考慮要素となる。)の改善により、株主にとってできる限り有利な取引条件で買収が行われることを目指して、真摯に交渉すべきである。」としている(本指針 3.2.3)など、対象会社の取締役が会社及びその株主の利益のために行動すべきことを明示しています。 そして、通常は、真摯な交渉や買収候補の模索等を行うことにより、企業価値を高めつつ、株主にとってできる限り有利な取引条件が実現されるものと考えられるとしています(本指針 3.2.3)。 これらの記載の趣旨が正しく認識されるよう、関係者への周知に努めてまいります。
62	企業価値報告書では、「企業価値」には株主および株主以外の「ステークホルダー」の両方の利益が含まれると定義した。したがって、買収提案を評価する際、買収対象とされる会社の経営陣は従業員を含む株主以外のステークホルダーの利益を考慮することが正当化され、また実際に考慮が要求される、ということになる。 一方、本指針は「企業価値」を株主本位に捉えているようであり、「ステークホルダー」の利益についてはほとんど言及していない。本指針において、買収の対象とされる会社の経営陣が、株主以外の「ステークホルダー」の利益を考慮することを許可しているのか、または考慮するように要請しているのか。もしそうであれば、株主と株主以外の「ステークホルダー」の利害はどのように調整されるのか。	本指針においては、「企業価値・・・の中には、事業活動において従業員や取引先などのステークホルダーが貢献することにより、定量的に将来のキャッシュフローが増加することによる価値も含まれている。すなわち、企業の経営陣は、従業員のスキル、知識、モチベーションなどの人的資本の活用、テクノロジーやビジネスモデルの追求、キャッシュを含む資産の活用等を行いながら戦略を遂行する能力を市場に示すことで、将来のキャッシュフロー創出に対する期待を醸成し、企業価値に対する定量的な市場の評価を形成する」「企業価値を資本の調達源泉の側面から見れば、企業価値は株主価値(市場における評価としては時価総額)と負債価値の合計として表される。会社の経営を通じて企業価値を向上させることは、市場の評価を通じて株式の時価を高めることにより、株主全体の利益(株

		主共同の利益)に資する関係にある。」(本指針 2.2.2)と明示しており、ステークホルダーの貢献は将来のキャッシュフローの増加を通じて企業価値に反映されるとともに、将来のキャッシュフロー創出の期待が市場評価を通じて株式価値を形成するという関係性になるものと考えています。
63	日本では、買収提案に対して定性的に「企業価値を毀損する」という理由が、しばしば現経営陣の保身に利用される場合が多いことから、もし「企業価値の毀損」を理由とした買収対抗措置を発動するような場合には、企業価値について具体的・定量的にデータを示して説明すべきことを指針案に明記していただきたいと考えます。	本指針においては、「企業価値」は定量的な概念であり、対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を強調することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図る(経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ることも含む。)ための道具とすべきではない」ことや(本指針 2.2.2)、「取締役会は、買収者が提示する買収価格や企業価値向上策と現経営陣が経営する場合の企業価値向上策を、定量的な観点から十分に比較検討することが望ましい」こと(本指針 3.1.2)などを明記しており、これらの記載の趣旨が正しく認識されるよう、関係者への周知に努めてまいります。
64	指針案 8 頁に記載されているとおり、企業価値には、事業活動において従業員や取引先などのステークホルダーが貢献することにより、定量的に将来のキャッシュフローが増加することによる価値も含まれていることを前提としています。そのため、取引先やステークホルダーの貢献は、本指針の「企業価値」の定義(すなわち、企業価値を資本の調達源泉の側面から見れば、企業価値は市場における評価としては時価総額と負債価値の合計額)に反映されているものと理解しておりますが、その理解でよろしいでしょうか。	本指針では、企業価値には「事業活動において従業員や取引先などのステークホルダーが貢献することにより、定量的に将来のキャッシュフローが増加することによる価値も含まれている」(本指針 2.2.2)としており、概念的には反映されているものと考えています。
65	11 頁記載の公正性担保措置について、当該措置が公正性を担保することにならない場合の「担保」、これにも言及した方が良いものと考えます。 外部アドバイザーが依頼会社の利益を守るのではなく、自らの利益を優先する場合も多いにあり得るということが起こり得るわけです(外部アドバイザーが善人だとは限りません。)	本指針では、取締役・取締役会の検討を補完するものとして、特別委員会の設置や外部のアドバイザーの活用等の公正な手続を講じることについて言及していますが、公正性担保措置については、形式上講じられるだけではなく、実効的な機能発揮がされることが重要であると考えています。

	このような場合、企業として考えられる措置(セカンドオピニオンの導入、外部アドバイザー自体を DD するなど)についても言及するべきでしょう。	こうした観点から、外部アドバイザーを活用するに当たっても、特別委員会がその選任について適切に関与するなど、その専門的助言の信頼性を担保する工夫を講じることが考えられます。他方、その際にいかなる措置をとるかについては、個別の事案における利益相反の程度や情報の非対称性の問題の程度、対象会社の状況や取引構造の状況等に応じて検討することが想定される(本指針 3.3)ため、どのようなアドバイザーが望ましいか、例示して詳述することはしていません。
66	M&A 取引のフェアネスに意見する行為や、価値算定を担う行為は、確りとした専門性を持った適格性のあるアドバイザーにより行われるべきであるため、そうした専門性・適格性を客観的に評価するうえで本指針においても M&A アドバイザーが行う行為の規範・原則のようなものがあるのもよいのではないかな。	
67	11 頁、15 頁、21 頁、22 頁に記載のある「外部のアドバイザー」「アドバイザーという」表現は、以下のとおりとしていただきたいと存じます。 「助言後に買収への対応方針・対抗措置を用いることとなる場合に継続してアドバイザーとして関与しないという取り決めを行うことや、株主総利回りに連動した報酬を受け取ることに同意する等、株主の立場に立った助言を行うことに期待できる外部のアドバイザー」	
68	買収対象会社や支配的株主等が特別委員会や取締役に対して不適切な圧力を行使出来てしまう背景として、アドバイザーとして起用されるプロフェッショナルが職業倫理に適った行動をしていないことがあります。 これらの倫理観に乏しいプロフェッショナル、「ネオ総会屋」は、不当な手段を使って特別委員会・取締役に圧力をかけることで公正性を歪めるだけでなく、クライアント企業から多額のお金を報酬として流出させることで、クライアント企業の企業価値/株主共同利益を二重に毀損していると言え、厳しく取り締まる必要があります。 「ネオ総会屋」的行為の規制に踏み込まないようでは、本指針の公正性・正当性に疑義が生じ、「ネオ総会屋」的行為を勢いづかせることになりかねません。	
69	脚注 12「他方、構造的な利益相反とは別の問題として、経営陣・取締役の留任の可否や従業員の処遇等を巡る利益相反の問題、すなわち株主共同の利益よりも経営陣・取締役や従業員の利益を優先的に考慮するおそれがあるが、その程度は状況にもよるため、MBO 等と比較してどの程度の措置が求められるかは個別の判断を要する」について、「従業員の処遇」「従業員の利益」については削除すべき。	経営陣が保身を図ることによる利益相反が問題となる場面には、「経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ること」も含まれると考えられるところ(本指針 2.2.2)、本注釈は、そのような場合を含む趣旨で、「従業員の処遇」や「従業員の利益」にも言及しているものです。

	経営陣・取締役は会社と委任関係にあり利益相反の問題が生じうるが、従業員は会社と委任関係にはなく、経営陣・取締役が従業員と委任関係にあるわけでもないから、(EBOを除き)従業員に関する問題は利益相反の問題ではないと考えられる。 実質的にもコーポレートガバナンス・コード基本原則2として「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」が掲げられており、ステークホルダーの利益を考慮することが完全に否定されるものでもない。	なお、本指針は、企業価値には、事業活動において従業員や取引先などのステークホルダーが貢献することにより、定量的に将来のキャッシュフローが増加することによる価値も含まれているとした上で、経営陣は多様なステークホルダーにも配慮したサステナブルな事業活動を通じて経済的な企業価値の向上を実現するとしている(本指針 2.2.2)とおり、ステークホルダーとの適切な協働を否定するものではありません。
70	また、本指針の基本的視点として株主の利益確保と向上を重視しているが、企業の活動と存在意義を支えているのは株主だけではなく、様々なステークホルダーであることは論を待たない。株主利益保護を重視しているが、政府の掲げる「成長と分配」に合致しているのか。	本指針は、企業価値には、事業活動において従業員や取引先などのステークホルダーが貢献することにより、定量的に将来のキャッシュフローが増加することによる価値も含まれているとした上で、経営陣は多様なステークホルダーにも配慮したサステナブルな事業活動を通じて経済的な企業価値の向上を実現するとしている(本指針 2.2.2)とおり、ステークホルダーとの適切な協働を否定するものではありません。
71	「株主共同の利益よりも経営陣・取締役や従業員の利益を優先的に考慮するおそれ」は、MBO等の場面に限らず、同意なき買収において一般的に認められるおそれであると理解してよろしいでしょうか。	本指針注12において、「MBOや支配株主による従属会社の買収においては、構造的な利益相反の問題があることから公正性担保措置が特に重要となる。他方、構造的な利益相反とは別の問題として、経営陣・取締役の留任の可否や従業員の処遇等を巡る利益相反の問題、すなわち株主共同の利益よりも経営陣・取締役や従業員の利益を優先的に考慮するおそれがある」としているとおおり、MBO等の構造的な利益相反のある場面に限らない利益相反のおそれとして挙げています。
72	脚注12について、経営陣・取締役等の留任の可否や従業員役職員の処遇等を巡る利益相反の問題以外にも、①監査役等の留任の可否に係る配意、②留任と似ている側面はあるが、役職員の買収者役職員への就任に係る買収者の希望や打診の有無、③留任の可否、希望や打診の有無が一部の役員のみであることに伴い、残る側の者とそうでない側の者との間で生じる様々な温度差や考え方等の	経営陣・取締役や従業員の利益が優先的に考慮されるおそれについては、MBOや支配株主による従属会社の買収等の構造的な利益相反の問題以外の利益相反の例示として挙げているものですが、御指摘のような利益相反の可能性の問題も踏まえ、経営陣・取締役や従業員「等」の利益と修正させていただきました。

	違いといったものが挙げられ、もう少し広げて指摘すべきものであることから、修正いただきたい。	
73	10 頁の「・・・経営陣の利益相反の問題への対応や、取引条件の改善の観点から、社外取締役が重要な役割を果たす。」に続いて、「買収に関する取締役会の意見の公正性を確保し、株主共同の利益を確保するためのグッドプラクティスとして、取締役会の過半数の独立性が推奨される。」との文言を追加することを提案する。	社外取締役を過半数とするなどにより取締役会の構成の独立性を高めることが、買収提案の検討や買収への対応方針の検討において、公正性を向上させるための重要な措置であることは、本指針の他の箇所においても明示されており(本指針第 3 章冒頭、3.3、5.5 など)、重複を避ける観点から、御指摘の箇所ではこうした記載をしていません。
2.2.3 株主意思の尊重と透明性の確保		
74	取締役会には、株主意思を尊重するにあたって、少数株主の利益に配慮する責任があることを明記いただきたい。 わが国上場企業のうち過半数は創業家が大株主かつ経営にあたり、または親子上場の関係にあるなど、大株主(所有者)＝取締役(監督者)＝経営者の関係にあることによく注意する必要がある。このような構造において、「株主意思の尊重」は一見公正なようで、大株主が多数決の名の下に少数株主を搾取する危険性を孕んでいる。	本指針は、MBO や支配株主による従属会社の買収(構造的な利益相反の問題が存在する取引)以外の一般的な買収を念頭においたものであるため、支配株主と少数株主の存在を前提として、少数株主の利益に配慮する責任がある点を明記することはしていません。 他方で、御指摘のとおり、支配株主が少数株主を不公正に取り扱ってはならないと考えており、支配株主を有する上場会社による少数株主利益の保護のためのガバナンス体制の整備(コーポレートガバナンス・コード補充原則 4-8③など)や、支配株主による従属会社の買収における公正性担保措置(公正 M&A 指針第 3 章)等を通じて、少数株主の利益が適切に確保されることが重要であると考えています。
75	「第 2 原則及び第 3 原則は、第 1 原則を実現する前提として求められるものである。」との記載がある。この記載は、第 1 原則を実現するには第 2 原則と第 3 原則を充足する必要がある、これらの原則が充足されなければ第 1 原則も充足されず、ひいては望ましい買収ではないと判断されると理解した。言い換えれば、株主の意思を確認せず、透明性もない形で買収が実行された後に、企業価値と株主価値が向上したから望ましい買収であるという主張することは認められないと理解した。この理解で相違ないか、ご見解を伺いたい。	第 1 原則における「望ましい買収」とは、政策的観点から、経済社会にとって望ましいものとして捉えています。買収の是非については、最終的には第 2 原則や第 3 原則に照らし、透明性が確保された上で株主の合理的な意思に依拠することが原則となるものと考えています。

76	本節での第1原則が大原則となるかのような旨の記載と、2.1における3つの原則として並列する旨の記載との整合性について、脚注を入れるなどして整理されたい。 2.1の冒頭では、3つの原則が同価値で並列するように記載され、その後の2.2.3第2段落においては、第2原則・第3原則は第1原則を実現する前提として求められると記載され、後者では、第1原則だけが第1原則で、第2原則・第3原則はそれを補充するような原則とした趣旨のように読める。あくまで並列する関係ということであれば、2.2.3第2段落の記載は誤解のないようにする必要があるし、逆に前提として重要な関係性があるという趣旨であれば、冒頭で理解できるよう、2.1に脚注を加えるなどする必要がある。これらの記載の間に整合性がとれていることが明確になるよう記載を工夫されたい。	第1原則については、政策的観点から、経済社会にとって望ましい買収の判断基準を示していますが、個別の対象会社の買収の是非については、最終的には第2原則や第3原則に照らし、透明性が確保された上で株主が判断することとなるものと考えており、第1原則と第2原則及び第3原則との間には位置づけの違いがあるものと考えています。 このような関係性を踏まえ、「第2原則及び第3原則は、第1原則を実現する前提として求められるものである」と記載していますが、買収一般においてはそれぞれの原則が尊重されるべきものと考えていることから、2.1においては並べて記載をしています。
77	本指針案11頁2.2.3項の、「基本的には、(…)株主に十分な情報と時間を提供することで、株主の適切な判断が行われることが期待される」との記載について、「基本的には、」を削除し、末尾を「適切な判断を可能とする環境を確保することが求められる」とすべきではないか。もし原文のままとするご方針であれば、十分な情報と時間が提供されず、株主の適切な判断を可能とする環境が確保されなくてよい場合として、具体的にどのような場面が想定されるのか、ご見解を伺いたい。	本指針2.2.3における「基本的には、買収者と対象会社がこうした制度を遵守することを通じて、透明性を高め、株主に十分な情報や時間を提供することで、株主の適切な判断(インフォームド・ジャッジメント)が行われることが期待される。」との記載は、次の段落における「他方で、透明性の確保の観点から、前記のような制度的な枠組みによる対応では十分でないと考えられる例外的かつ限定的な場合に、同意なき買収に対して、会社の発意で買収への対応方針・対抗措置を用いることがある。」との記載と対応しているものです。すなわち、原則的・基本的考え方としての制度遵守による株主への十分な情報や時間の提供と、その例外としての同意なき買収に対する買収への対応方針・対抗措置の使用という関係性を示しているものです。
78	投資家は、買収交渉の合意により会社の株式がどのように価格決定されるかを理解する必要があり、その情報は対象となる会社と買収する会社からもたらされるため、より大きな混乱を招く可能性がある。投資家がこのような決断を下す前に、完全な情報開示が必要である。	いただいた御意見の趣旨については、本指針2.2.3において記載されているものと考えています。

	買収は、状況に応じて敵対的なものや友好的なものになる。多くの投資家は、買収合戦に株式を応募することの結果を理解していない可能性があり、その結果、保有価値が希薄化する可能性がある。他方、株主は、買収の試みを食い止めるために、対象会社が提起するポイズンピル等を支持したいと考えるかもしれない。株主は、買収防衛策を支持する理由と、それを支持することによって発動されるおそれのある株主権の喪失可能性について理解するために、あらゆる情報を得る必要がある。このような買収防衛策を採用すべきか否かを株主が判断する場として適切なものは、株主総会である。	
第3章 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範		
79	本指針は上場会社が買収提案を受けた場合の対応について考え方を示しているが、上場会社がその一事業について買収提案を受けた場合も、同等の考え方で取締役会への付議・報告や検討を行うべきという記載を加えてはどうか。	本指針は、買収者が上場会社の株式を取得することで当該上場会社そのものの経営支配権を取得する行為を主な対象とするものである一方、上場会社の一事業や一子会社に対する買収は、事業ポートフォリオの見直しなど、検討すべき論点が異なることから、本指針において記載することはしていません。他方、御意見を踏まえ、上場会社の一事業や一子会社に対する買収について取り上げている事業再編ガイドラインについて注で言及するよう、指針案に追記しました。
80	買収に関する取締役会意見の公平性を確保するため、過半数の独立性の重要性を明記することが推奨される。英訳版 17 頁の“ it is important that the composition of the board of directors is highly independent ”との記載のうち、“ highly ”を“ majority ”に置き換えることを提案する。 独立取締役が取締役会の過半数を占めることは、株主の最善の利益のために公正性を保つために必要であると考えます。	御指摘の趣旨を踏まえ、「取締役会の構成を独立性の高いものとする(例えば社外取締役の比率を過半数とする)こと」と括弧書きを追記させていただきました。
	13 頁の「取締役会の構成を独立性の高いものとすることが重要である」について、社外取締役の多さが経営や資本効率を高めることにつながる証拠は見当たらないとも指摘されており、上記の部分については実証的な裏付けがないため、削除するべきである。	

	また、仮に、この点を残すのだとしても、これでは、できるだけ高い方が良い（100%社外取締役・独立取締役にした方が良い）とも受け取られかねないのであり、表現を修正すべきである。	
81	「市場での株式評価が客観的に低い会社（例えば PBR1 倍割れの会社）」というように、PBR1 倍割れは経営の失敗を判定する尺度として有用であることを例示することで、会社は株価についてより具体的に考えられるようになるため、PBR1 倍割れの場合を例示していただきたい。	PBR は一つの指標となり得ると考えられますが、本節は一般的な考え方を述べている箇所であり、企業が抱えている課題や資本市場の状況に応じて特に考慮されるべき要素は異なると考えられるため、特定の指標のみを取り上げた記載はしていません。
82	本指針案 13 頁において、「会社の取締役・取締役会には、平時から経営努力を尽くすことで企業価値を高めるとともに、それが時価総額に反映されるための取組みを行うことが求められる。」とあるが、「時価総額に反映されるための取組みを行うこと」（株価を高くするための取組みを行うこと）を取締役・取締役会の直接的な役割として記載することは、違和感がある。 また、「この観点から、取締役会の構成を独立性の高いものとするのが重要である」とあるが、企業価値を高めるためにどのような取締役会の構成にすべきかは、各社がその実情に応じて判断すべき事柄であって、一律、企業価値を高めるために、「取締役会の構成を独立性の高いものとするべき」ということにはならないし、その後の部分で「企業価値を高めるための取組み」として例示されている事項を見ても、必ずしも直接結びつくものではない。	取締役は、会社及びその株主のために行動することが期待されていることからすれば、企業価値を高めるとともに、それが時価総額に反映させるための取組みを行うことは、取締役・取締役会の重要な役割であると考えています。 また、企業価値を高め、それが時価総額に反映されるための取組みを行うために、どのような取締役会の構成にすべきかは、各社がその実情に応じて判断すべき事柄であるものの、取締役会の構成を独立性の高いものとするすることで、適切な監督機能を発揮し、それにより企業価値の向上に貢献しうることが考えられる（コーポレートガバナンス・コード原則 4-8、CGS ガイドライン 2.3、2.4 など）ことから、原案の記載をさせていただいています。
83	「企業価値とは、…概念的には、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和」であるため、企業価値の向上とは、1) 将来キャッシュフローの成長と 2) それを割り引く率、いわゆる資本コストの低下により実現されるものであって、その具体策として、1) に対しては、事業計画（事業戦略）、定期的な事業ポートフォリオの見直し、経営陣の交代・強化や M&A、2) については、事業計画（資本政策）、資本構成の検証、投資家との対話や情報開示の充実、株式の流動性を高める取組み、（市場評価の資本コストの低下に寄与する取組み）等がされるべきと理解しておりますが、かかる理解でよろしいでしょうか。	本指針においては、「本来、会社の取締役・取締役会には、平時から経営努力を尽くすことで企業価値を高めるとともに、それが時価総額に反映されるための取組みを行うことが求められる。」「この観点から、…事業計画（事業戦略及び資本政策）や資本構成の検証、定期的な事業ポートフォリオの見直し、投資家との対話や情報開示の充実、株式の流動性を高める取組み、経営陣の交代・強化や M&A、その他の課題の洗い出し等がされるべきである」としてありますが（本指針第 3 章冒

		頭)、これらの各取組みを将来キャッシュフローの成長と資本コストの低下に一对一で対応させる趣旨ではありません。
84	市場における評価、すなわち資本コストの最小化を実現するためには、一般的に独立性の高い取締役会構成が重要であり、社外取締役が重要な役割を担うものと思料いたします。本指針の記載は、市場の信頼を回復するため重要な役割を担う社外取締役は、積極的に投資家と対話を行う必要があり、資本政策等の見直し、株式の流動性を高める取組みを行うべきであるとの見解と理解しておりますが、その理解でよろしいでしょうか。	取締役会の構成を独立性の高いものとすることで、適切な監督機能を発揮し、それにより企業価値の向上に貢献しうることが考えられる(コーポレートガバナンス・コード原則 4-8、CGS ガイドライン 2.3.、2.4.など参照)ものであり、社外取締役が資本市場との対話を行うことも重要な役割であると考えています(コーポレートガバナンス・コード原則 4-7、社外取締役ガイドライン 6 など参照)。
85	市場での株式の評価が客観的に低いことや株式の流動性低下に対する対応策については、株主から説明を求められた場合、平時から、状況に応じて説明責任を負うと理解しておりますが、その理解でよろしいでしょうか。	本指針では、「会社の取締役・取締役会には、平時から経営努力を尽くすことで企業価値を高めるとともに、それが時価総額に反映されるための取組みを行うことが求められる」(本指針第 3 章柱書)としており、平時から説明責任を負うとまで述べているものではありませんが、上記観点から、投資家との対話や情報開示の充実等がされるべきものと考えています。
86	十分な検討を行わないまま(形だけの検討を含む)、本節にて指摘されている取組みを行わず、市場での株式の評価が客観的に低い状態を漫然と放置した場合や、株式の流動性を高める取組みを検討しないまま、漫然と放置し、結果として上場廃止等となった場合に、取締役は善管注意義務違反の責任を負う可能性が高まると考えてよろしいでしょうか。	注 10 に記載のとおり、本指針は、会社法上の取締役の善管注意義務・忠実義務等について整理を行うことを直接企図したものではないため、本指針に記載の対応をとらなかった場合に取締役の善管注意義務・忠実義務違反のリスクが高まるとの帰結が直ちに導かれるとは考えていませんが、本指針の提示するベストプラクティスを参照し、行動することによって、取締役の善管注意義務・忠実義務違反のリスクを下げるとともに、当事者間で合意した取引条件が尊重されやすくなることを期待しています。
87	本指針案は、取締役会による「真摯な買収提案」か否かの判断に関し過度な裁量を与えているため、買収局面においては取締役会に厳格な善管注意義務が課されるべきであることを確認することを求める。	本指針は、「例えば、以下のような各要素を総合考慮することにより、具体性・目的の正当性・実現可能性が合理的に疑われる場合には、「真摯な買収提案」に当たらないと判断することもありうる」と記載している(本指針 3.1.2)とおり、総合考慮の

	本指針案第3章において、会社の経営陣及び取締役が、買収提案又は意向が真摯な提案であるかを判断する際に考慮すべき客観的な要素を明確にしようとした点は評価する。確かに、過度に容易に満たされてしまう判断基準では、買収提案の対応に際し会社の資源と時間を無駄にしてしまう結果となり得る。しかし、本指針案に記載されている考慮要素は、主観的な基準に大きく依存し、個々の役員や取締役に過度な裁量を与える内容となっており、具体的な行動規範にはなっていないことを懸念している。 米国デラウェア州法(米国の大半の上場企業が関連する)でみられるような、制定法及び判例法を踏まえた企業法制の十分な発展が存在しない中で、指針案の示す広範な文言は、買収局面における取締役の行動規範としては具体性及び明確性に欠如している。取締役会に対して、より明確かつ客観的なガイダンスを示すことで、買収局面において、経営陣及び取締役会が自己利益や自己保身を図るための措置を講じる余地を少なくする必要がある。	ための各要素(買収対価や取引の主要条件が明示されない、経営方針が示されない、買収資金の裏付けがない等)を例示として列挙するものであるため、列挙されたいずれかの要素に該当すれば直ちに「真摯な買収提案」に当たらないと判断すべきとする趣旨ではありません。 また、本指針では「真摯な買収提案」を恣意的に解釈し、企業価値を高める提案を安易に断ることにならないよう留意する必要がある。「真摯な買収提案」該当性の検討に際して判断に迷う場合や、社外取締役のM&Aに関する専門性が不足する場合には、情報管理を適切に行った上で外部のアドバイザーの助言を受けることも検討されるべきである(本指針3.1.2)としており、「真摯な買収提案」の判断において、取締役会に過度な裁量を与えたり、保身的な行動を許容する趣旨ではありません。 実務においては、これらの記載の趣旨を尊重し、適切に運用されることを期待しています。
3.1 買収提案を受領した場合		
88	グローバルなベストプラクティスを踏まえると、同意なき買収提案を受領した時点で、直ちに外部の法務アドバイザーを起用し、提案の真摯性を立証し、適切なプロセスについて企業はアドバイスを受けるべきであると指針に明記すべきである。さらに、法務アドバイザーはコーポレート・ガバナンスとM&A分野の専門知識を有するべきであることを指針で明確にすべきである。 法務アドバイザーを雇うことは、真摯な買収提案を抑制する努力から株主を守るだけでなく、取締役会が適切な方法で同意なき買収提案に対応しなかったという将来の法的主張から会社を守ることになる。 法務アドバイザーの起用には費用負担が発生するが、すべての関係者の利益と評判を守るためには、価値ある投資と信じている。	貴重な御意見として承ります。
89	本指針案では、競合提案を求めること及びそのような提案の受け入れをプロセス	本指針においては、「報道などがなされていないにも関わらず

	の早い段階で行うことに関する言及があります。私たちは、長期的な企業価値を向上させるために多くの選択肢を検討することこそが、すべての利害関係者の最善の利益にかなうと考えています。同意なき買収提案の受領についての開示がなされなければ、他の潜在的な買収者は競合提案を行う機会を逸することになるでしょう。また、取締役会は潜在的な買収提案を求め、全ての経営上の選択肢について検討できるようにすべきではないでしょうか。 現在の指針案では企業が同意なき買収提案の受領をいつ時点で開示すべきかについて不明確な点を懸念しています。行動指針が明確でないため、同意なき買収提案を受領しても、企業は無期限に開示を遅らせる可能性があり、これは株主の利益になりません。	検討中の段階で開示をすることは、さまざまな憶測を生じさせるとともに、それによる市場の反応により買収が頓挫する可能性があるなど、マイナスの面が大きい」との考えから、「徹底した情報管理を行うか、情報開示を行うかについては、この点を考慮し、慎重に判断すべきである」(本指針 4.2 b))としているところであり、提案を受領した早期の段階での開示には慎重であるべきと考えています。 他方で、取締役会が買収に応じる方針を決定する場合においては、「買収に関する事実を公表し、公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上で買収を実施すること(間接的なマーケット・チェック)や、株主の利益に資する買収候補を模索すること(積極的なマーケット・チェック)で、買収条件の改善を目指すことにも合理性がある」(本指針 3.2.3)としており、潜在的な買収者の模索が企業価値の向上に加えて株主利益の確保に資する場合があるものと考えています。
3.1.1 取締役会への附議・報告		
90	14 頁の「取締役会による経営陣に対する監督機能を発揮させるべきである」について、取締役会がモニタリングボードであれば妥当するが、まだ「取締役会＝経営陣」との考え方が存する以上は、違和感がある表現である。また、このような提案に対しては、取締役会が主導的に動くべきところ、取締役会が(少なくとも当初は)監督機能という、一歩引いた権限を発動すべきかのように読めるため、適切ではない。	取締役会の意思決定機能を重視する会社においても、その監督機能を十分に発揮することは重要であると考えられるところ(CGS ガイドライン 2.1 参照)、取締役会における検討の前段階として、経営陣による報告を求める局面では、(意思決定機能よりもむしろ)取締役会の監督機能の発揮が期待されていると考えられるため、原案のとおり記載しているものです。
91	本指針案では、買収提案を受領した場合、社外取締役メンバーではなく、取締役会全体に報告すべきであるとされている。これでは、公正価値を判断する社外取締役の視点に、非社外取締役が影響を与える可能性がある。我々は、利益相反が買収提案の公正な価値評価の妨げとなることを防ぐため、買収提案は社外取締役にのみ提出されるべきであると考えます。	買収提案の検討について、一律に社外取締役のみの検討を求めることは、経営陣(社長等の社内取締役を含む)が買収提案の受領主体である場合が多いといった現在の実務等に照らして必ずしも適切ではないと考えられ、本指針では、買収提案を受領した場合に社外取締役にのみ付議・報告すべきとはし

	また、脚注 14 では、利益相反の可能性について「検討する必要がある」とされているのみで、利益相反の可能性に対処するための適切な措置の採用が正式に求められていない。私たちは、これらの措置が適用されなければならないよう、表現を強化すべきだと考える。また、このプロセスの詳細が透明化されていないため、取締役会の株主に対する説明責任が妨げられている。さらに、報告のみと取締役会への提案の提出の区別を明確にすることができると考える。	ていません。他方で、買収提案の検討に際しては、経営陣の利益相反の問題への対応や、取引条件の改善の観点から、独立性のある社外取締役が重要な役割を果たすこととしています(本指針 2.2.2、別紙 2 の 3 など)。 また、利益相反があり得る者が取締役に含まれる場合の適切な措置については、当該利益相反の程度等によって個別の事案ごとに検討されるべき事柄であると考えられることから、注 15 においては、「当該取締役と競合他社との関係等が事案に及ぼす影響を考慮した上で、情報管理の徹底や、当該取締役を取締役会の審議・決議から除外するなどの対応を検討する必要がある」としています。
92	支配株主ないし大株主出身の取締役も、取締役会の審議・決議から除外すべきことを明記いただきたい。 経営陣・取締役が、創業家や親会社等の支配株主ないし大株主出身の場合には、価格の如何に関わらず買収提案を拒み、少数株主の利益実現の機会を妨げるなど、構造的な利益相反が懸念される。 また、関連箇所に、買収提案を受けている会社に支配株主が存在する場合においても、当該支配株主の利益が優先的に考慮されるおそれがあることを追記いただきたい。 買収提案を受けている会社に支配株主が存在する場合、支配株主は提案価格に関わらず支配権を維持するために買収提案を拒絶し、経営陣・取締役がその意を汲んで動くことがある。この問題は、経営陣・取締役の留任の可否や従業員の処遇等を巡る利益相反とは異なる問題であり、一種の構造的な利益相反として明記されるべきである。	御指摘の趣旨を踏まえ、注 15 の例示として追記させていただきました。 なお、こうした例示に該当するかに関わらず、取締役会の審議・決議から除外するなどの対応の要否については、個別事案に応じて判断されるべきものと考えられます。
93	注 14 について、利益相反が問題となり得る取締役として競合会社の出身者等のみが例示で挙げられているが、対象会社の一般株主の視点で考えた場合に利益相反の問題がより深刻になるのは、むしろ買収者の関係者が取締役となっている場合であると考えられる。そのことを明示するために、脚注 14 を「買収者の【関係	

	者や】競合会社の出身者等の【(会社の一般株主との関係で)】利益相反があり得る者が取締役に含まれる場合は、当該取締役と【当該買収者ないし】競合他社との関係…」と修正すべきである。	
94	買収提案者の実績がない場合、又は実績が少ない場合でも、企業価値の向上に資する買収はあり得るため、買収者としてのトラックレコードは判断基準として検討すべきではないケースも多いと思われる。	注 17 に記載のとおり、「これまで再編が少なかった業界内で事業会社が同業他社を買収する場合や、買収者の構成員に経験・実績が豊富な者がいる場合などもあり、買収者としての実績の有無で機械的に判断しない方が良いこともあり得る」旨に言及していますので、原案のとおりとしています。
95	銀行融資含めたファイナンスにおいて対象企業に関する情報を開示する必要があるため、提案段階で過度に高いハードルを設定すべきではないという観点から、資力の蓋然性については、明らかにファイナンスが不可能と判断できる場合を除き、対象会社として一定の情報開示を前提とした場合の判断基準とすべき。	注 18 に記載のとおり、「提案の当初の段階では、資力を示す書面の提示まではされないことが通常であるため、買収者の財務情報、過去のトラックレコード等の公表情報も参考に、資力を有する蓋然性について検討することを想定している」旨に言及していますので、原案のとおりとしています。
96	「取締役会に付議すべき買収提案と言えるかどうかは、(中略)買収価格や買収時期について記載があるなどの具体性を買収提案が有していることが重要な判断材料となる。」とあるが、真摯な買収提案においても企業精査(デュー・ディリジェンス)前の段階で買収価格を提示することが困難な場合がある。例えば、一過性の業績変動要因があり正常収益力が外部からは見通せない場合には企業価値として正常化調整後 EBITDA の何倍を基準とした買収価格を見込んでいるといった価格のインディケーションを示すような方法を取ることも実務では行われている。「買収価格」との記載部分については、買収価格のみならず価格のインディケーションなども含まれるとの理解でよい。	本指針では、買収提案の具体性を判断するに際しての重要な考慮要素の一つとして買収価格を例示しています。(本指針 3.1.1)もともと、提案の当初の段階で買収価格が一意に定められていないことをもって具体性を否定する趣旨ではなく、例えば、「株価に X% のプレミアムを付した水準」等の認識可能なものであれば、一定の具体性が認められる場合もあると考えていますが、他の要素も勘案し、個別事案に応じて判断されるべき事項であると考えています。
97	本指針案 14 頁において、「取締役会に付議すべき買収提案と言えるかどうかは、外形的・客観的に判断される」とあるが、取締役会での検討に値する買収提案であるか否かは、必ずしも形式的に判断できるものではなく、また、外形・形式さえ整っていれば内容如何にかかわらず、すべて取締役会に付議すべきという解釈は実務と整合しない。「取締役会に付議すべき買収提案と言えるかどうか」の	本指針 3.1.1 において記載のとおり、取締役会に付議すべき買収提案と言えるかどうかの点や、取締役会における取扱いを判断する際には、買収価格や買収時期について記載があるなどの具体性を有していることが重要な判断材料となることに加え、買収者の信用力も考慮することが考えられます。この観点から、買収提案の初期段階であることにも留意した上で、買収

	判断にあたっては、(場合によっては)「買収提案の内容」も判断材料の一つになると考えられる。 さらに、注 15 において、「買収者として友好的な提案として案件を進めるために、当初の段階ではあえて具体的な条件を明示せずに対話を持ちかける場合や、提案書の形式を取らないといった場合」について、「取締役会に付議・報告することを否定する趣旨ではない」とあるが、むしろ、そのような場合には、直ちに(その段階で)取締役会に付議・報告することが求められるわけではないことを明記すべきである。	提案の内容について考慮することを一切否定するものではありませんが、御指摘のように「内容を判断材料とする」ことを理由として、本来ならば取締役会に付議・報告すべき買収提案について、経営陣による付議・報告の回避・躊躇・遅延が生じることは望ましくなく、この点について取締役会による監督機能が働くことが重要だと考えています。 なお、注 16 のような場合について、直ちに付議・報告することが求められるかどうかは、本指針の本文記載のとおり、具体性や信用力も踏まえて判断されるものと考えています。
98	M&A の情報を入手した場合、当該事業や提案者の情報について可能な限り早期にしかるべき量の情報を入手することが必要である。当該提案が検討する価値のあるものであって機密漏洩等の危険がある場合を除き、早めに情報共有することで、社外役員や別事業部門の役員などから情報や知恵をもらえるようにすることが望ましいことから、注 15 の最後にその旨を追記すべきである。	貴重な御意見として承ります。
99	これまで買収を最後まで遂行した実績がない買収者であっても、真摯な買収提案を行うことは十分に考えられるため、注 16 に記載のとおり、過去の買収者としての実績の有無を機械的に判断するのではなく、買収者の構成員の経験・実績等についても十分考慮することが必要であると考えます。 本指針にトラックレコードが判断要素の一つとして挙げられていることを奇貨として、経済社会にとって望ましい買収を阻止することを試みる可能性すらあるところ、それは許されないと考えられます。	本指針では、買収者の信用力を考慮する際の例の一つとして、トラックレコードを挙げていますが、「これまで再編が少なかった業界内で事業会社が同業他社を買収する場合や、買収者の構成員に経験・実績が豊富な者がいる場合などもあり、買収者としての実績の有無で機械的に判断しない方が良くともあり得る」ものと考えており(本指針注 17)、トラックレコードに限らず、その他の点も踏まえて、信用力を検討することが望ましいものと考えています。
100	買収提案は企業のオーナーシップにかかわる重要な意思決定事項であり、買収提案を端緒に、取締役会において企業価値向上の議論が深まること、また、株主はもっぱら買収提案の有無を知る機会がなく、経営陣の恣意的な判断を排除するべきがなく、社外取締役は取締役会に付されなければ買収提案を把握できないことを踏まえると、具体性を有する買収提案は、取締役会に一律に付議されるべきであるよう、修正すべき。	本指針は、「経営陣又は取締役は、経営支配権を取得する旨の買収提案を受領した場合には、速やかに取締役会に付議又は報告することが原則となる」との考え方の下で、「取締役会に付議しないことによって、望ましい買収が顕在化する機会を失わせるべきではない」ことや、「速やかに取締役会に報告することにより、取締役会による経営陣に対する監督機能を発

	「買収者としてのトラックレコード」は企業買収の必要条件ではなく、企業価値を明らかに毀損させた客観的事実がある場合以外は、条件に含めるべきではなく、「信用力の有無など」は客観性に欠いた条件であり、買収者におけるしかるべき意思決定者からの口頭の提案であれば、少なくとも取締役会で議論されるべきであると考えられることから、それぞれ言及している箇所は削除すべき。	揮させるべきである」ことを提言しています(本指針 3.1.1)。 他方で、取締役会が通常の事業運営に注力することとのバランスや買収提案の検討の費用対効果の視点を含めて、どの程度の時間とリソースを割いて検討を進めるか等について、対象会社の取締役・取締役会には一定の裁量があるものと考えています。したがって、こうした観点も踏まえて、バランスの取れた内容とするために、本指針では、買収提案の具体性や信用力といった考慮要素や、それぞれの例を挙げた上で、取締役会における取扱いを判断するものとしています。 なお、買収者として友好的な提案として案件を進めるために、当初の段階ではあえて具体的な条件を明示せずに対話を持ちかける場合や、提案書の形式を取らないといった場合もあり得ますが、そうした場合において取締役会に付議・報告することを否定する趣旨ではありません(本指針注 16)。
101	特に、買収提案の初期においては、買収者があえて具体的な条件を明示せずに対話を持ちかける場合や、提案書の形式を取らないといった場合も多いものと思料いたします。条件の明示や提案の形式はあくまで「判断材料」として位置付けられており、上記のような場合においても、少なくとも、取締役会に報告すべきであり、付議するかどうかの判断の適否についても経営陣のみの判断に依拠すべきではなく、取締役会が監督機能を発揮すべきと考えます。	
102	真摯な買収提案とみなされない場合は、買収提案を受け取った役員が一義的にもみけすことができるようであっては問題なため、買収提案があった場合は、真摯な提案か否かに関わらず、取締役会に対して報告する義務を課すべきである。	
3.1.2 取締役会における検討		
103	15 頁の「真摯な買収提案に対しては、真摯な検討をすることが基本となる」との表現は「例外」があるかのように見える。例外はないし、又、仮に例外があったとしても、それは極端な場合であるため、「基本」という表現を使用すべきではない。	本文章は、取締役会における検討に際して行うべき行為について基本的な考え方を示す趣旨から、「基本である」という表現を使用するものです。
104	15 頁の『企業価値を高める提案を安易に断ることにならないよう留意する必要がある。』の後に『特に、PBR が長期的に 1 倍を下回っている企業が買収提案を断る場合は、企業価値向上に向けた具体策を提示することが求められる。』といった趣旨の文言を追加すべきです。	PBR は一つの指標となり得ると考えられますが、該当箇所はいずれも一般的な考え方を述べている箇所であり、企業が抱えている課題や資本市場の状況に応じて特に考慮されるべき要素は異なると考えられるため、特定の指標のみを取り上げた記載はしていません。
105	対象会社については株価、特に PBR1 倍割れであるか否かも現経営陣の評価材料になることを追記していただきたい。	
106	17 頁に以下を追加していただきたいと存じます。 「特に、対象会社の取締役・取締役会(以下「現経営陣」という。)が PBR1 倍以上の株価水準である買収価格よりも高い対抗提案を探さずに、対象会社の取締役	

	を続投しようとする場合、現経営陣は自社の株価を PBR1 倍以上の水準(当該買収提案の価格以上)とするための企業価値向上策及びその達成時期を具体的に公表し、買収者が提示する買収価格や企業価値向上策と現経営陣が経営する場合の企業価値向上策を、定量的な観点から十分に比較検討できる情報を追加的に開示することが期待される。」	
107	実際に「真摯な買収提案」を恣意的に解釈し、取締役会に付議しない、付議しても安易に断る、ということが行われているため、指針案に記載のあるような注意喚起は非常に意義があるかと思います。 さらに言えば、「真摯でない」とする恣意的な理由づけとして、提案が買収提案企業の取締役会決議を経ていないノンバイディングのものであることが使われることがありますので、「真摯な提案」の条件として初期段階からの取締役会決議やバイディングであることは必要ない旨も記載頂きたいです。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。 No.87 の回答のとおり、本指針 3.1.2 は、総合考慮のための各要素(買収対価や取引の主要条件が明示されない、経営方針が示されない、買収資金の裏付けがない等)を例示として列挙するものであるため、列挙されたいずれかの要素に該当すれば直ちに「真摯な買収提案」に当たらないと判断すべきとする趣旨ではありません。 したがって、提案の初期の段階において法的拘束力を有しないことの一事をもって、「真摯な買収提案」でないと判断することが適切ではない場合もあり得と考えていますが、個別の事案に応じて、その他の事情も総合考慮して判断されることが想定されます。
108	本指針案では、取締役会は「真摯な買収提案」を検討すべきであるとし、この表現が意味するものについての説明が含まれているが、この定義に買収提案の「目的の合理性」が含まれていることは主観的である。これに関連して、競合他社が秘密情報を得る目的で買収提案を行った場合、この合理性が疑わしいと考えられるという議論は、取締役会が買収提案を拒否することを常に可能にするおそれがある。 さらに、取締役会が真摯な買収提案の検討を進める際には、その妥当性を企業価値の観点から検討すべきである。取締役会(特に非社外取締役)は、現経営陣の企業価値実現能力を過度に重視する傾向があると考えられる。買収提案のもとで実現される企業価値と、現経営陣のもとで実現される企業価値とを比較する	No.87 の回答のとおり、本指針 3.1.2 は、総合考慮のための各要素(買収対価や取引の主要条件が明示されない、経営方針が示されない、買収資金の裏付けがない等)を例示として列挙するものであるため、列挙されたいずれかの要素に該当すれば直ちに「真摯な買収提案」に当たらないと判断すべきとする趣旨ではありません。 また、本指針では、「真摯な買収提案」を恣意的に解釈し、安易に断ることにならないよう留意する必要があることに加え、買収提案の諾否の判断の合理性について説明責任を果たせるように行動すべきである旨などについて記載しており(本指

	という要件は、取締役会の現在の企業価値評価がどのようなものであるかという透明な情報開示を伴うべきである。	針 3.1.2)、取締役会がこれらの内容を尊重し、適切な行動がされることを期待しています。
109	指針案 15 頁において、「具体性・目的の正当性・実現可能性が合理的に疑われる場合には、「真摯な買収提案」に当たらないと判断することもありうるが、「真摯な買収提案」を恣意的に解釈し、企業価値を高める提案を安易に断ることにならないよう留意する必要がある」とされていることからすれば、①～③の場合に該当しない場合は、真摯な提案として取り扱うべきであると考えております。その理解でよろしいでしょうか。	本指針は、「例えば、以下のような各要素を総合考慮することにより、具体性・目的の正当性・実現可能性が合理的に疑われる場合には、「真摯な買収提案」に当たらないと判断することもありうる」と記載している(本指針 3.1.2)とおり、総合考慮のための各要素を①から③において例示として列挙するものです。したがって、御指摘のように、これらに該当しない場合は「真摯な提案」として取扱うべきとの帰結が直ちに導かれるとは考えておらず、個別の事案に応じて、総合考慮されるべきと考えています。
110	「『真摯な買収提案』該当性の検討に際して判断に迷う場合や、社外取締役の M&A に関する専門性が不足する場合」には、買収提案を受けた会社の取締役会が、当該買収提案が真摯なものであるかについて検討する十分な能力を備えていないということを意味していると考えられる。そのような場合にもかかわらず、外部のアドバイザーの助言を受けることを検討していない場合などについては、本指針の趣旨に反する対応であると考えますが、そのような理解でよいのか。	本指針では、「真摯な買収提案」該当性の検討に際して判断に迷う場合や、社外取締役の M&A に関する専門性が不足する場合には、外部のアドバイザーの助言を受けることも検討されるべきである」としているとおおり(本指針 3.1.2)、このような場合に外部のアドバイザーの助言を受けることを義務づける趣旨ではありません。
111	社外取締役の M&A に関する専門性が不足する場合において、「真摯な買収提案」該当性の検討の判断に迷わない場合には、必ずしも外部アドバイザーによる助言が必要とはいえない場合もあり得る。 そのため、外部アドバイザーによる助言が必要となる場合として、社外取締役の M&A に関する知識が不足することのみを特に指摘する理由はない。	
112	社外取締役は、少数株主の代表であり利益を代弁する立場にあることを認識させる文言を入れるとともに、コーポレートファイナンスの知見を持つものを採用することが推奨される旨を、指針に盛り込んでいただきたい。ファイナンスのスキルは社外取締役にこそ必要なスキルである。	貴重な御意見として承ります。 なお、本指針では、社外取締役の M&A に関する専門性が不足する場合には、社外取締役の M&A に関するリテラシーを高める努力を行うことに言及しています(本指針 3.3)。 また、社外取締役が有効に機能する観点からは、その質の向上も重要であると考えており、そのための取り組みが継続して

		なされることが期待されます。例えば、経済産業省では、2020年に社外取締役ガイドラインを策定し、2023年6月には社外取締役向けの研修やトレーニングの活用のポイントやケーススタディ集を公表するなど、その後押しのための施策を行っています。
113	買収提案の「目的の正当性が合理的に疑われる場合」の要素の一つとして挙げられている「経営支配権を取得した後の経営方針が示されない買収提案」について、いわゆるファイナンシャル・バイヤーが、経営は基本的に経営陣に委ねつつ、株主として適切なモニタリングやガバナンスを行い、経営に健全な規律を働かせることにより、企業価値を高めることを目的として買収提案を行う場合、経営方針が示されていないなどとして直ちに買収提案の目的の正当性が否定されることにはならないとの理解でよいのか。	No.87の回答のとおり、本指針3.1.2は、総合考慮のための各要素を例示として列挙するものであるため、列挙されたいずれかの要素に該当すれば直ちに「真摯な買収提案」に当たらないと判断すべきとする趣旨ではありません。 したがって、ファイナンシャル・バイヤーによる買収であることや、競合他社による買収であることの一事をもって、目的の正当性が否定されることにはならず、その他の事情も総合考慮して判断されることが想定されます。
114	16頁4行目 買収提案の「目的の正当性が合理的に疑われる場合」の要素の一つとして「競合他社により情報収集等を行う目的で行われる買収提案」が挙げられているが、この点を理由に買収提案の真摯な検討を拒むことが認められるためには、単に買収提案者が競合他社である、又は情報収集目的等の抽象的なおそれが存在するというだけでは足りず、何らかの合理的な根拠が必要との理解でよいのか。	
115	投資ファンドが20%以上株式を取得する場合に、機関投資家として、株式会社の所有と経営の分離を基に、株主として対話を通じて企業価値向上を図るという経営方針も、具体的な経営方針として認め、買収の目的の正当性を認めるべきです。 株主と経営陣という関係性に基づき、対象者経営陣に対して、定期的に対象者の置かれた事業環境を踏まえた経営課題や成長機会の認識、経営方針、事業活動の進捗についての説明を求め、経営陣に適切かつ十分な検討や取り組みが行われている様子が見られない、又は十分に合理的な説明が得られない場合には、経営陣に再検討及びより合理的な説明を改めて求めるといった対話活動を行うことで、経営陣に対してより真剣かつ積極的に企業価値の向上や持続的成長に対	貴重な御意見として承ります。

	して取り組む規律付けを与えることができます。	
116	買収資金の裏付けのない買収提案に関して、「真摯性」判断の材料としては、投資ファンドが買収者である場合、買収資金の裏付けとしては、当該ファンドが運用している Asset(総資産)等も考慮され、また、買収者の財務情報や過去のトラックレコード等の公表情報には、大量保有報告により公表されている保有株式の残高等も含まれると考えてよい。	個別事案に応じて判断されるべきものと考えられますが、投資ファンドが買収者である場合には、当該ファンドが運用している総資産等や大量保有報告により公表されている保有株式の残高等も考慮され得るものと考えられます。
117	「当局の許認可など買収実施の前提条件が得られる蓋然性が低く、客観的に見て実施に至ることが期待できない買収提案」という部分は、当初の段階から蓋然性が低いと判断すべきでないため、「期待できない」の前に、「全く」を追記すべき。	注 23 において「ただし、独禁法や外為法等の許認可について、必要な手続や問題解消措置を取れば許認可の取得が合理的に可能である場合に、当初の段階からその蓋然性が低い・・・と判断すべきではない」旨に言及していることから、原案のとおりとさせていただきます。
118	「当局の許認可など買収実施の前提条件が得られる蓋然性が低く、客観的に見て実施に至ることが期待できない買収提案」について、望ましい買収提案なのであれば、経営陣又は取締役会は、許認可の取得のための必要な手続や問題解消措置を講じることに積極的に協力することを前提として検討すべきとするものという理解でよい。	個別事案に応じて判断されるべきものと考えています。
119	実現可能性が合理的に疑われる場合において、支配株主がその支配的持分を第三者に売却する意向がないことが判明している場合を挙げているが、取締役会は、少数株主が株式売却に関心を持つ可能性がある場合、買収提案を検討すべきかどうかを考慮することが重要である。	注 24 において、「対象会社として臨む場合には支配株主に持分の売却を働きかけることが可能なこともあり得る」ことから、「当初の段階から当該事情のみを理由に実現可能性がないと判断することは不適切な場合もあり得る」と記載しているため、原案のとおりとさせていただきます。
120	「支配株主が保有する支配的持分を第三者に売却する意思がないことが判明している中における支配的持分の買収提案」については削除すべきである。 注 23 記載の点に加えて、支配株主がいて対象会社の本源的価値が実現されていないケースが散見されることから、仮に売却に応じない場合であっても、買収提案を取締役に付議して、企業価値向上策を議論すべきため。	注 9 において、支配株主の株式をディスカウント TOB で取得することによって経営支配権が移る取引について、支配株主と買主の間で合意が成立している場合に、対象会社が不合理にこれを妨げることは望ましくないとの指摘があることにも触れているところ、考慮要素の例示としてはありうるものであると考えているため、原案のとおりとさせていただきます。

		なお、本例示をもって一律に実現可能性が合理的に疑われると判断すべきではなく、注 9 において、「本来は、買収者が一般株主の売却機会を提供し、適正なプレミアムを付した取引条件を示すように、対象会社の取締役・取締役会が真摯に交渉すべきであるとの指摘もある」としており、また、注 24 において、「対象会社として臨む場合には支配株主に持分の売却を働きかけることが可能なこともあり得る」ことから、「当初の段階から当該事情のみを理由に実現可能性がないと判断することは不適切な場合もあり得る」としていることを踏まえると、個別の事案の状況に応じて判断されるべきものと考えています。
121	「支配株主が保有する支配的持分を第三者に売却する意思がないことが判明している中における支配的持分の買収提案」については、望ましい買収提案なのであれば、経営陣又は取締役会は、買収者と支配株主との交渉が円滑に行われるよう積極的に協力することを前提として検討すべきとするものという理解でよろしいでしょうか。	注 24 に記載のとおり、「対象会社が望む場合には支配株主に持分の売却を働きかけることが可能なこともあり得る」ものと考えていますが、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えています。
122	本指針案 16 頁において、「また、自社の株価が提案の価格を大きく下回っている場合には、そもそもなぜこの乖離が生じるのかについて、取締役会（特に社外取締役）や経営陣が関心を持ち、検討や分析を行う契機とすることが考えられる。」とあるが、自社の株価が企業価値（本源的価値）を反映したものになっているかについては、買収提案の有無にかかわらず検討すべきものであり、あえて記載する必要はないと思われる。	本指針においては、「本来、会社の取締役・取締役会には、平時から経営努力を尽くすことで企業価値を高めるとともに、それが時価総額に反映されるための取組みを行うことが求められる」とともに、「こうした平時からの企業価値向上に向けた取組みを行うことは、買収提案を受けた際に、取締役会において、現経営陣が経営する場合の企業価値向上策と買収提案の内容を速やかに比較検討することにも資するものである」とされており（本指針第 3 章冒頭）、こうした取組みを平時から行うことを示しています。 その上で、自社の株価が提案の価格を大きく下回る場合には、現経営陣の企業価値向上策を見直す契機ともなりうることから、特に記載させていただいています（本指針 3.1.2）。

123	「取締役会は、買収者が提示する買収価格や企業価値向上策と現経営陣が経営する場合の企業価値向上策を、定量的な観点から十分に比較検討することが望ましい」とされていることからすれば、株主が判断の合理性について説明を求めた場合は、定量的な観点から説明義務が発生すると考えてよろしいでしょうか。	該当箇所は、「定量的な観点から十分に比較検討することが望ましい」とするものですが、御指摘のように株主から説明を求められた場合に定量的な観点から説明しなければならないとまで述べるものではなく、その内容や程度については個別の事案に応じて判断されるべきと考えています。
124	p17 の「取締役会は、買収者が提示する買収価格や企業価値向上策と現経営陣が経営する場合の企業価値向上策を、定量的な観点から十分に比較検討することが望ましい」との記載は、語尾が「望ましい」となっていて、非常に弱く、「必要である」とするべきである。また、「定量的な観点から」というのは、「企業価値」を念頭においているなら、企業価値を定量的に比較検討すべきという趣旨を表す文言にするべきである。なお、この文書の語尾全体について見直すべきである。	貴重な御意見として承ります。 なお、本指針においては、「企業価値」は定量的な概念であり、対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を強調することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図る（経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ることも含む。）ための道具とすべきではない」ことなどを明記しており、これらの記載の旨が正しく認識されるよう、関係者への周知に努めてまいります。 また、「定量的な観点から十分に比較検討する」対象は、「買収者が提示する買収価格や企業価値向上策と現経営陣が経営する場合の企業価値向上策」であり、「企業価値」を向上させるかどうかという点を比較することが表現されていると考えています。
125	「…(事後的に)説明責任を果たせるよう行動すべきである。」との記載は、その場かぎりのお手盛りの公正価値の算定により、企業価値や一般株主の犠牲の上に、支配的株主や経営陣の利益を最大化する判断が正当化されることが非常に多いため、それを牽制するこのような記載は非常に意義があります。 さらに言えば、「事後的に説明責任を果たす」ことに実効性を持たせるため、開示において、公正価値の算定根拠やその算定を行った機関名と選定理由等を義務化し、かつそこで出した企業価値向上計画がちゃんと進捗していることを継続的に開示することを本指針で明確に求めることが必要です。	本節は一般的な考え方を述べている箇所であり、開示の内容についての詳細を取り上げた記載はしていませんが、本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。
126	買収資金の裏付けを提示している提案については全て取締役会に付議されるべきであり、「合理的に考えれば企業価値を高めることが期待し得る」かどうかは、	本節は、買収提案が取締役会に付議されたことを前提に、買収の是非について企業価値の向上に資するかどうかの観点

	取締役会に付議して判断すべきであって、取締役会に付議しない理由として恣意的に解釈される余地を残すべきではなく、また、買収価格は少なくとも現在の本源的な企業価値を反映しており、買収提案を端緒に取締役会は積極的に企業価値向上策について議論すべきであるため、「この際、買収価格等の取引条件が軽視されるようなことがあってはならず、過去の株価水準よりも相応に高い買収価格が示されていることから、合理的に考えれば企業価値を高めることが期待し得る提案であれば、取締役・取締役会としてはこれを十分に検討する必要がある。」という部分は、「過去の株価水準よりも相応に高い買収価格が示されている場合は、取締役・取締役会としてこれを十分に検討する必要がある。」という文言に変更すべき。	から判断する際の留意点を記載しているものであり、取締役会に付議すべきかの判断に関して言及するものではありません。 また、その前節では、「自社の株価が提案の価格を大きく下回っている場合には、そもそもなぜこの乖離が生じるのかについて、取締役会（特に社外取締役）や経営陣が関心を持ち、検討や分析を行う契機とすることが考えられる」としており、買収提案を端緒に議論がなされることについては表現されていますので、原案のとおりとさせていただきます。
127	買収提案を受けた場合の取締役会における検討にあたっては、現経営陣（特に経営トップである CEO など）は、本質的に利益相反の立場にあることを強く自覚して検討にあたるべきであると考えます。そのため、指針案では、特別委員会の活用が提案されているところだが、特に現経営者の経営手法等が争点となっている場合などにおいては、取締役会における検討や決議にあたって経営トップはメンバーから外れることも検討すべきであることを、指針に織り込んでいただきたい。	貴重な御意見として承ります。
3.2 取締役会が買収に応じる方針を決定する場合		
128	日本の M&A ルールでは、買収局面での対象会社の取締役の行為規範が曖昧で大きな課題であったが、本指針は、現金対価の全部買収、部分買収、株式対価の各場面に分けて、対象会社の取締役会の行為規範を書き分けている点は、米国のレブロン義務の帰結に沿っており、海外の買収者、株主、投資家にも理解が得られる内容といえ、本指針の中でも特に評価できると考えます。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。
129	「買収に応じる方針を決定する場合」のタイミングについて、公開買付けの場면을念頭に確認をしたい。 （ア）買収提案を受けて、その検討を前に進めるべく、アドバイザーを選任する時点や特別委員会を設置する時点では、これが買収の検討体制を構築するための準備行為に過ぎない場合には、「買収に応じる方針を決定する場合」には、通常、該当しないと考えてよい。	本指針においては、例えば、対象会社として積極的に経営支配権の移転に係る買収提案を模索し提案の選択や条件の設定の交渉に入った場合、経営支配権を取得する旨の買収者からの提案に応じる方向で合意に向けた交渉に入った場合などには、「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」に当たり得るものと考えられるとしています（本指針 3.2.1）。

	(イ)上記の検討体制の構築後、買付者のデュー・デリジェンスのために資料を開示した時点や、買収提案用の事業計画を買付者に開示した時点においても、これは価格提案を行わせるための準備行為に過ぎない場合には、「買収に応じる方針を決定する場合」には、通常、該当しないと考えるべきか。 (ウ)上記の資料提供の後、買付者から、価格の提案を受領し、それに対して、差値(例えば、1000 円の価格提案に対して 1500 円)で回答をすることを決定した場合には、価格によっては買収に応じるものといえ、提案に応じる方向で交渉に入っているといえることから、通常、「買収に応じる方針を決定する場合」に該当すると考えるべきか。 (エ)上記(ウ)に関して、価格の提案に対して、再提出(例えば 1000 円の価格提案に対して応募推奨できるに足る水準ではないため、再提出いただきたい)を求めることを決定した場合において、これが、提案価格が検討に値しない提案であるため再提出を求めていると言える場合には、「買収に応じる方針を決定する場合」に該当しないと考えるべきか。	「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」に当たるかは、これらの例示にも照らして、取締役会がいかなる方針を有しているかに着目した上で、個別の事案に応じて具体的に判断されるべきものと考えています。このため、例示いただいた(ア)～(エ)のような取引の進捗状況によって一義的に決まるものではないと考えています。
130	「部分買収であることによる問題が大きいと考える場合には全部買収への変更も含めて交渉する」という記載の「部分買収であることによる問題」については、以下のような具体例として含まれると考えられるが、その理解でよい。 (ア)部分買収後、買付者において大幅な事業構造改革を予定しているため、一般株主に対して株価の下落による損害の発生の可能性が予想される場合 (イ)買付者と対象会社との間で、部分買収後の経営の方向性について具体的な合意に至っていないため、部分買収後の企業価値・株主価値について下がる可能性が予想される場合 (ウ)部分買収後、上場維持基準(特に流通株式比率)の遵守に向けた協力が買付者からなされるかどうか不透明であり、結果として上場廃止の可能性が予想される場合	本指針においては、部分買収では、買収の結果、既存株主が少数株主として残存することとなるため、企業価値を下げる可能性のある買収は、そうであるがゆえに、買収を成立させやすくなる側面があること(いわゆる強圧性の問題)や、特定の者が経営支配権を取得する取引であるにも関わらず、株式の売却を望む株主が公開買付けで全ての株式を売却する機会を得られない可能性がある点が、課題として指摘されているとしています(本指針別紙 2 の 1.b))。 例示いただいた(ア)～(ウ)については、記載されている事業構造改革の実施や経営の方向性についての未合意などによって、買収後に企業価値を下げる蓋然性がどの程度あるのかにより大きく左右されるため、一概に述べることは困難だと考えています。
3.2.1 想定される場面		

131	まず①「企業価値向上に資するか」を判断し(意義・目的)、企業価値に資すると判断した場合は、次に②「取引条件を最大化する」というふうに、段階的に記載してはどうか。 「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」とは、米国判例法上の「レブロン義務」が生じている状態を念頭においている理解であり、まずは、株主に対価として支払われる価格を度外視して、本件が企業価値を向上しうる提案なのかを判断し、一旦企業価値を向上する提案であると判断したならば、以降は、価格の最大化のために交渉する、といった2ステップを明示したほうが、わかりやすいのではないか。実際、特別委員会の進行もおおむね上記2ステップで行われているという認識であり、是非指針においてもそのような明示をされたほうが、実務が整理されていくものとする。	本指針では、取締役会における基本的な検討姿勢を示しており、その中で企業価値向上に資するかどうかの観点から買収の是非を検討することを明示した上で(本指針 3.1.2)、取締役会が買収に応じる方針を決定する場合について、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力を行うとの考え方やベストプラクティスを示しています(本指針 3.2.1)ので、本章全体としては場面を分けた上で判断内容を記載する構成となっていると考えています。 なお、本指針においては、企業価値の向上に資するかどうかの観点から買収の是非を検討する際にも、買収価格等の取引条件が軽視されるようなことがあってはならないとしています(本指針 3.1.2)。
132	本指針案 3.2.1 では、取締役会が買収に応じる方針を決定した場合、株主の利益について「より丁寧な検討」を行うべきであると述べている。この文言は、取締役会が最初に打診を受けた際に、あまり慎重でないことを容認しているように思われる。この文言を編集するか削除して、どちらのシナリオにおいても一貫した配慮が必要であることを明確にすべきだと考える。	本指針では、「真摯な買収提案」であるとして、取締役会が「真摯な検討」を進める際には、…買収価格等の取引条件の妥当性、…等を中心に、企業価値の向上に資するかどうかの観点から買収の是非を検討することとなる」ことや、「買収価格等の取引条件が軽視されるようなことがあってはならないこと等について言及しており(本指針 3.1.2)、「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」の前段階においても、価格等の取引条件について検討を促す内容となっているものと考えています。
133	対象会社の取締役会において真摯な買収に応じない方針を決定した場合についても、これに応じる方針を決定する場合と同様に、株主の利益について丁寧な検討が求められ、また、会社としての説明責任も強く求められるべきと考えるが、そのような理解でよいのか。	経営支配権を取得する買収に応じる方針を決定する場合に、株主の利益についてより丁寧な検討が求められ、また、会社としての説明責任もより強く求められるのは、「買収の実行が株主の利益に影響を及ぼす蓋然性が高まることや、価格等の取引条件が主な争点となること」(本指針 3.2.1)を踏まえたものです。したがって、本指針は、買収提案に応じない方針を決定す
134	多くの情報が開示されることが望ましいことから、買収提案を検討した結果、買収提案に応じない方針を決定した場合でも、買収に応じない旨の決定と、定量的な	

	理由および、評価を開示する必要がある旨にも言及すべきである。	る場合においても買収に応じる方針を決定する場合と同じ考え方が当てはまるとは考えていません。 なお、本指針においては、「買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかという判断の合理性について、(事後的に)説明責任を果たせるよう行動すべき」(本指針 3.1.2)としています。
3.2.2 買収比率や買収対価による差異		
135	部分買収の場合には企業価値向上策のみならず、親子上場等の利益相反の可能性を踏まえ、買収後の利益相反行為防止措置についての開示も求めるべき。	本指針では買収後の経営の中で取るべき措置については取り上げていませんが、貴重な御意見として承ります。 関連して、支配的な株主と従属上場会社の少数株主との間の利害調整の在り方、少数株主保護の枠組み等については、現在、東京証券取引所の「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」において議論されているところであり、当該議論の結果も踏まえて、必要に応じて、改めて本指針を見直すことも考えられます。
136	部分買収は、少数株主に損害を与える可能性がある。指針案では、株式の部分取得ではなく、株式の完全取得について交渉することを要求しているが、この解決策は、買収後の会社に残ることを望む少数株主のニーズをサポートする可能性がある。 各取締役および取締役会全体が、企業価値の向上だけでなく、株主の利益を確保するためにあらゆる合理的な努力を払うべきであることに同意する。少数株主は、会社に対する投資の性質を変える可能性のある重要な決定について、議決権を効果的に行使できなければならない。	本指針では、「部分買収の提案である場合には、価格面での取引条件が良いとしても、株主が株式の全てをその価格で売却できるわけではない」ため、「部分買収であることによる問題が大きいと考えられる場合には、全部買収に変更することで問題を解消するよう交渉することも考えられる」(本指針 3.2.2)としており、残される少数株主の利益にも配慮した記載がされているものと考えています。
137	100%買収の場合は企業価値ではなく、買収株価で評価すべきです。 100%買収者が自ら買収後に企業価値を壊すと考えること自体が不自然であり、また、仮に買収後に業績が悪化したとしても、それは買収者のリスクです。十分なTOB 価格が提示されているに関わらず、買収後の事業悪化可能性について経営陣がことさら主張するのは、保身の行動である可能性が高いと考えられます。	本指針 3.2.2 において、「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合において、特に、現金対価による全部買収(最終的に100%の株式を取得することを買収者がコミットしている買収)の提案である場合には、株主が対象会社株式への投資から利益(支配権プレミアムも含む)を得る最後の機会となるため、株

		主にとっては価格面での取引条件の適正さが特に重要となる」旨や、「買収者が株主としてのリスクを全て負った上で価値を高める自信のある経営方針を有していると通常は考えられることから、価格面での取引条件が特に重要になるという面もある」旨を記載しています。
138	「・・・企業価値向上策や対価の妥当性(対価として用いる株式の情報とこれについての市場での評価が妥当かどうか)等に関する情報の提供が特に重要となり、このための説明責任が求められる。」との記載は、これらの情報が開示されなければ、株主は判断しようがないため、当然の記載かと思います。 現に米国等と比べると、企業価値向上策や対価の妥当性に関する情報開示が、日本ではないに等しいくらい不十分です。 やはり実効性を持たせるためには、「望ましい開示水準」に達するために必要な情報を本指針でもう少し具体的に記載すべきだと思います。	貴重な御意見として承ります。 なお、「株主の当該判断のために必要とされる、企業価値向上策や対価の妥当性(対価として用いる株式の情報とこれについての市場での評価が妥当かどうか)等に関する情報の提供が特に重要となり、このための説明責任が求められる」(本指針 3.2.2) 点について、当該説明責任に基づく具体的な開示内容や開示水準は、個別の事案に応じて判断されるべきと考えていますが、実務においては、これらの記載の趣旨を尊重し、適切に運用されることを期待しています。
139	本指針では、買収戦略の一環として二段階目のスクイズ・アウトを行うことで、取得株式と同額での出口機会を保証することができるため、強圧性の問題は小さいとしている。しかし、現行法の下で株式併合に必要とされる 3 分の 2 以上の賛成は、ほとんどの先進資本市場における市場慣行よりも著しく低いため、これが強圧性を減少させるとは考えていない。	貴重な御意見として承ります。
3.2.3 株主にとってできる限り有利な取引条件を目指した交渉		
140	本セクションは、競合提案が買収条件の改善において果たしうる積極的な役割を強調しているが、競合提案者が対象会社の情報に平等にアクセスできるようにしなければならないという要件は含まれていない。すべての買収提案者の公正かつ平等な待遇を確保するために、この点を追加すべきである。	本指針においては、別紙1の「2. デュー・デリジェンスへの対応」において「複数の提案が存在する場合には、他の提案者との公平な取扱いの必要性や複数の提案の実効的な比較検討の観点からもその対応につき検討がされるべきである」と記載しており、他の提案者との公平性についても言及しています。
141	株主は交渉によって可能な限り高い価格により株式を売却する権利を有することに加えて、部分買収ではなく全部買収で取引が行われること等についても、同等に重要な権利を有している。特に買収への支持が争点となる可能性がある場合	本指針においては、「取締役・取締役会として、・・・部分買収であることによる問題が大きいと考える場合には全部買収への変更も含めて交渉するなど、企業価値の向上に加えて株主利

	には、少数株主の権利は、十分に考慮されるべきである。	益の確保を実現するための合理的な努力を貫徹すべきである」としており(本指針 3.2.3)、残される少数株主の利益にも配慮した記載がされているものと考えています。
142	注 27 において、「支配株主が保有する持分を買収者に売却することで経営支配権が移転するケース」(支配株主と買収者との間の合意で決まるケース)であっても、「対象会社取締役会としては、かかる制約の範囲内で合理的な努力を貫徹すべき」とあるが、対象会社の取締役会としては、支配株主と買収者が合意している中で、誰のために具体的にどのような努力をすることが求められるのか明らかにされたい。	本指針注 9 では、支配株主の株式をディスカウント TOB で取得することによって経営支配権が移る取引について、「本来は、買収者が一般株主の売却機会を提供し、適正なプレミアムを付した取引条件を示すように、対象会社の取締役・取締役会が真摯に交渉すべきであるとの指摘もある」としており、注 28 における「合理的な努力」としては、例えば上記のような一般株主のための真摯な交渉を行うことが考えられます。他方で、同注 9 は、支配株主と買主の間に合意が成立している場合に、対象会社が不合理にこれを妨げることは望ましくないとの指摘にも言及しています。具体的にどのような努力をすべきかについては、個別の事案の状況に応じて判断されるべきものと考えています。
143	脚注27に以下の事項を追加するべきである。 「また、LBO(レバレッジド・バイ・アウト: 買収資金の相当額を買収者が金融機関等から借入れ、会社そのもの又は会社資産が担保となる買収方法)による買収が提案されている場合、借入金額や比率が過大であり、買収後の財務状況が著しく悪化したり、借入金返済のために会社資産を売却したりする危険性がある買収提案について、スクイーズ・アウトにより現在の株主が離脱するので買収対価が適切であればよいと考えるのか、その他の各ステークホルダーの利益も考慮するかどうかを検討し、必要と考えた場合は対応しなければならない。」 LBO による買収自体は違法ではないが、借入金の比率が高く将来の会社収益や株主還元等によっては買収者が借入金を返済することができず、会社資産の売却による担保処分等により借入金を返済することがあり、収益が悪化し、最悪の場合経営破綻することもある。	貴重な御意見として承ります。 なお、本指針は、独立第三者間取引を念頭に、買収者が上場会社の株式を取得することで、その経営支配権を取得する行為を主な対象とした指針であることから、LBO ファイナンスを用いるような個別のファイナンススキーム手法の各論についてまで言及することとはしていません。

144	「また、買収に関する事実を公表し、公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上で買収を実施すること(間接的なマーケット・チェック)や、株主の利益に資する買収候補を模索すること(積極的なマーケット・チェック)で、買収条件の改善を目指すことにも合理性がある。」 この箇所の本意は、マーケット・チェックの意義を強調することにあると思いますが、「***も合理性がある」という記載では実効性が低いと思います。原則、間接・直接のマーケット・チェックを行う、それを行わないなら開示においてエクスプレインする義務がある、という強いトーンで記載すべきだと思います。	
145	マーケット・チェックについて言及している本文の記載や注 28 で積極的マーケット・チェックの問題点を指摘している箇所は、「社外取締役が株主の利益に資する買収候補を模索すること(積極的なマーケット・チェック)を可能な限り行ったうえで、買収に関する事実を公表し、公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上で買収を実施すること(間接的なマーケット・チェック)を行うこと。特に、買収価格が、M&A を行わなくても実現可能な価値さえも反映していない場合には、取締役会はより高い買収価格を実現できるように買収候補を模索する必要がある。中でも、所有する資産(不動産及び、政策保有株式、貸付金)の価値が反映されていない場合には、その価値を反映した価格を、そして、PBR1 倍を下回る場合には、少なくとも PBR1 倍に到達する価格が達成できるよう間接的なマーケット・チェックではなく、積極的なマーケット・チェックを図るべき。」という文言に変更すべきです。	企業価値を高めつつ、株主にとってできる限り有利な取引条件を実現するために、マーケット・チェックの手法が有効な場合もあると考えられ、その重要性を否定するものではありませんが、本指針注 29 においては、「積極的なマーケット・チェックには、買収者がコストをかけて買収を提案するインセンティブを低下させることによる買収全体に対する阻害効果の懸念や、情報管理の観点等からの問題も指摘される。また、積極的なマーケット・チェックにより買収者間の競争が強まることに伴って、買収者が交渉を離脱する可能性もあり、特に買収取引の成立が必須であると考ええる事情がある場合には、考慮要素となる」と記載しているとおりの、常に必要とすることによる弊害も考えられることから、原案のとおりに記載としています。
146	指針案 20 頁8行目末尾に、以下のような注釈を付すべきである。 「真摯な交渉や買収候補の模索を行うに当たっては、少なくとも、上場会社においては、仲介者が売り手側と買い手側の双方と契約をしている案件は可能な限り避けるべきである。そして、善管注意義務の観点から、対象会社の利益を最優先するアドバイザーを起用しなければならない。」 M&A 一般において、買い手候補の模索や買収提案者に仲介者がいる場合は少なくなく、また、その仲介者が、売り手と買い手の双方と契約している場合も少なく	本指針が対象としている上場会社を対象とする買収については、個別案件の売り手側と買い手側の双方のアドバイザーを同一の者が務めることが一般的な実務とは把握していませんが、貴重な御意見として承ります。

	ない。このような場合、案件成立により受領できる成功報酬を入手したいがために、どちらか一方に対して不利な条件を呑ませるという構造があり、「利益相反」の問題との事態を惹起するのである。	
147	「企業価値向上には資すると判断されるが価格が十分とは言い難い提案に取締役会が賛同する例外的な判断をするのであれば、その判断の合理性については、十分な説明責任を果たすべきである」や注 29 の箇所について、「買収価格が十分でない場合は、経営陣はそもそも賛同すべきではない。」という文言に変更すべきです。 現在の表現では、買収価格が十分でなくても取締役が賛同することを許容する表現となっている。また、買収者は、取締役会の賛成がなくても公開買付けを行うことが可能であり、買収価格が十分でない場合に取締役会の賛成を得る必要はない。	買収提案への賛否の判断については、対象会社が直面している経営状況等によって、対応を判断する時間軸やその際の考慮要素について様々な可能性が考えられるため、本指針では例外的な判断をする可能性を否定することとはしていませんが、貴重な御意見として承ります。
148	取締役会が「企業価値向上に資すると考えられるが、十分な価格が付されていない議案に賛成する」ことを決定する場合、それは例外的な判断であるべきであるという経済産業省の意見に同意する。 本指針案では、このような場合、取締役会は「その決定の合理性を十分に説明する」べきであるとしているが、原則として、対象会社の取締役会は、企業価値として公正であるのみならず、株主にとっても公正であり、それゆえに取締役会が株主に推奨できるような買収取引となるよう、真摯に交渉することが求められるべきであるとする。 取締役会が株主に対して株式公開買付けへの応募を推奨しない一方で、買収提案に賛同するという決定は、一般株主にとって最も重要な会社の存続の瞬間において、一般株主に対する取締役会の受託者責任を放棄するものである。 対象会社の取締役会に対し、株主に推奨できるような取引について真摯に交渉することを求め、取締役会が推奨できないような取引に同意することを抑制するよう、指針においてより強く勧告することを求める。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。 本指針注 30 において、実務上は、公開買付けへの意見表明に際して、企業価値の観点からは賛同するが、株主利益の観点からは応募推奨とは異なる意見を表明する事例もある旨を記載していますが、そのような事例においても、「株主の利益にとって適正な範囲を超えて不当な取引条件である場合には、企業価値の向上に資するという判断自体の合理性にも疑義が生じ得る場合が多いと考えられ、そもそも提案に賛同すべきではないということもあり得る」旨に言及しており、御意見の趣旨に沿った内容が記載されているものと考えています。
3.3 公正性の担保－特別委員会による機能の補完・留意点		

149	公正性担保措置のベストプラクティスは取締役会を社外過半数にすることと明記いただきたい。 取締役会の独立性を補完する仕組みとして特別委員会が挙げられているが、社内取締役が過半の企業においては、そもそも独立取締役の独立性に限界があることをよく認識する必要がある。社外取締役といえども、過半を占める社内取締役によって解任される立場にあるので、社内取締役の意向を汲んだ行動を取る可能性が高い。しかも、特別委員会の判断は、「最大限尊重」されるべきものとされているが、取締役会の判断を拘束するものではなく、取締役会は特別委員会の判断とは異なる意思決定を行うことも可能である。指針は、特別委員会の設置に力点を置いているように見受けられるが、わが国上場企業の9割以上において取締役会の過半を社内取締役が占めている状況こそが問題であり、指針はこの点に言及すべきであると思われる。	取締役会の独立性を高めることは、買収提案の検討や買収への対応方針の検討において、公正性を確保するための重要な措置であると考えており、本指針もそのような考え方に立った記載をしており、また、取締役会の構成の独立性を高めていくことの例示として、社外取締役の比率を過半数とすることを挙げています(本指針第3章冒頭、3.3、5.5など)。 他方で、社外取締役が過半数でない会社も多く存在する現在の状況を踏まえ、本指針では、「特に取締役会の過半数が社外取締役でない会社においては、取締役会の独立性を補完し、取引の公正性を確保するために、独立した特別委員会を設置し、その判断を尊重することが有益と考えられる」としており、そのためのベストプラクティスを示しているものです。 なお、社外取締役が過半数の取締役会が買収提案の検討における公正性の確保策として有効だと考えているため、本指針では、社外取締役が取締役会の過半数を占める会社においては、別途、特別委員会を設置する意義は相対的に小さいとも考えられる旨に言及しています(本指針3.3)。
150	買収提案者と経営陣との間で支配権の争いを含め、利益相反に繋がりやすいため、支配権の異動を伴うような買収提案の場合においては特別委員会の設置は原則として示しても良いのではないか。	MBOや支配株主による従属会社の買収(構造的な利益相反の問題が存在する取引)以外の一般的な買収においては、買収提案を受領した初期の段階では買収が行われる蓋然性が低い場合もあり、その段階から常に特別委員会の設置を必要とすることは、会社側の負担を過度なものとするおそれもあると考えています。したがって、本指針では、「個々の事案ごとに、利益相反の程度、取締役会の独立性を補完する必要性、市場における説明の必要性の高さ等に応じて、設置の可否を検討すべきである」としています(本指針3.3)。 なお、本指針では、買収提案を社外取締役のみに提出すべきとはしていませんが、買収提案の検討に際して、経営陣の利
151	買収提案は社外取締役にのみ提出されるべきであると考えることが重要である。この場合の社外取締役とは、買収の当事者およびその成否の双方から独立している取締役を意味する。また、このような社外取締役から構成される特別委員会の設置は負担が大きすぎず、すべてのケースで義務づけられるべきであると考え	
152	特別委員会の設置要件は、その必要性の評価を事案ごとに委ねるのではなく、取締役会の検討の初期段階において、すべての事案で強制されるべきであると考え 最初の段階から特別委員会を設置することが「過度な負担」になるとは確	

	信できない。また、社外取締役が過半数を占めるだけでは不十分であり、独立社外取締役のみで構成されることをガイドラインに求めるべきと考える。	益相反の問題への対応や、取引条件の改善の観点から、独立性のある社外取締役が重要な役割を果たすべきことについて言及しています(本指針 2.2.2、別紙 1 の 3.など)。
153	同意なき提案への対応は、外部の法務及び財務アドバイザーと協力の下で独立した取締役が主導して行うべきだと考えています。この点で、経営陣は「利害関係のある当事者」であり、対応に関連するすべての意思決定から除外されるべきです。 真摯な買収提案であると認められる同意なき買収提案を企業が受け取った場合、直ちに独立した取締役のみで構成される特別委員会が設置されるべきであり、この特別委員会が買収提案を評価・検討し、買い手との交渉を主導するべきであると、明確に指針に記載することを提案いたします。	
154	特別委員会には独立性だけでなく、株主に対する透明性・説明義務も課すべきであり、企業価値評価に関する監視を確保すべきである。特に、本指針案では、企業価値評価の一環として、買収によって得られるシナジー効果に言及しておらず、また、独立した価値評価を得るために専門家の助言を得るという選択について、詳細や透明性を提供していないため、この点は重要である。	特別委員会に関する情報の開示の充実を通じて、株主が判断できるようにすることは重要であると考えていますが、特別委員会を設置した場合においても、買収への賛否の意思決定や株主に対する説明を一義的に行うのは、あくまで取締役会であるものと考えています(もっとも、取締役会が行う予定の説明の内容や情報開示の充実の程度についても特別委員会の評価や検討の対象とする形で、間接的に特別委員会がそれを後押しすることは考えられます)。 その上で、特別委員会の設置や外部のアドバイザーの助言等のいかなる公正性担保措置を講じるべきかは、個別の事案における利益相反の程度や情報の非対称性の問題の程度、対象会社の状況や取引構造の状況等に応じて判断すべきものと考えています(本指針 3.3)。
155	①特別委員会関連決議からの支配的株主の排除/禁止行為の明確化 MBO や支配的株主による買収等では独立した公正な検討を担保する上で特別委員会の設置が望ましいことは言うまでもないですが、形だけの特別委員会を作って非独立・不公正な検討・判断にお墨付きを得ようという行為や妨害行為も多く見られます。	特別委員会の独立性や公正性を阻害するような行為や妨害行為があってはならないと考えていますが、本指針は、MBO や支配株主による従属会社の買収(構造的な利益相反の問題が存在する取引)以外の一般的な買収を念頭においたものであるため、御指摘のような、MBO や支配的株主による従属

	今回の指針では、特別委員会の設置・委員の選任・FA/LA の選任・答申を受けた方針決議・開示内容の決定等の特別委員会に関する取締役会決議には利害関係を持った支配的株主出身の取締役は参加できないことを明確にして頂きたいと思います。 また、その他禁止されるべき特別委員会への妨害行為とみなされるものを例示することで、支配株主の横暴を牽制すると同時に、妨害行為があった場合は特別委員会に開示・告発されることになり、裁判で争う場合の判断の拠り所を提供するようすべきです。 ②取締役への不当圧力も例示して禁止明確化 また、公正 M&A 指針、今回の指針の両方において記載が不十分なのが、自らに有利な取締役会決議に繋げるために支配的株主や経営陣が取締役へ不当な圧力を行使することへの対策です。 特に、特別委員会の答申を受けた取締役会の方針決議において、利害関係がある支配的株主や経営陣が除外される場合、その決定は独立社外取締役等に委ねられることになり、その独立性の保護を担保しておかなければ、従来よりも強い不当な圧力に独立社外取締役等がさらされ、公正性を守ることが難しくなります。よって今回の指針では、取締役への不当な圧力は当然ながら禁止であり、どのような行為がその不当な圧力行為に当たるかについても例示することで、抑止力すると同時に、裁判で争われた場合の判断の拠り所とするべきと考えます。	会社の買収において特に問題となり得る支配株主・経営陣からの独立性の問題や不当な圧力等に対して、どのように対処すべきかという点は、本指針の主たる対象とはしていません。
156	企業買収における公正性を担保する上で対象企業において特別委員会を設置することの意義は、特に MBO や支配的株主による買収の場合であり、それを踏まえると、本節の第 1 段落の「通常は株主の利益がより確保されやすくなる」という表現は論点をぼかすものであり、正しくは「一般少数株主を含めた株主共同の利益がより確保されやすくなる」という記載にする必要があります。	前提として、本指針は、MBO や支配株主による従属会社の買収（構造的な利益相反の問題が存在する取引）以外の一般的な買収を念頭においたものであるため、MBO や支配株主による従属会社の買収を想定して「一般少数株主」に焦点を当てた表現とすることは、本指針では避けているところです。 その上で、「本指針において用いている「株主共同の利益」「株主の利益」「株主が享受すべき利益」等には、株主としての立場で享受する利益のみが含まれており、株主以外の立場で享

		受する利益(例えば、買収者、対象会社取締役、及びこれらの者と重要な利害関係を共通にする株主が買収において他の株主と異なる利益を得る場合など)は含まれない。」(本指針 2.2.2)と記載しているところです。
157	特別委員会の設置やアドバイザーの起用は、企業間、大株主、取締役間の利益相反の程度、対象企業を取り巻く状況、取引構造などによって必要となる場合がある。外部の視点や特別委員会の存在は、全ての投資家の利益を確保するのに役立つ可能性がある。特別委員会の選定は、社外取締役が過半数を占める取締役会で決定されるべきである。	社外取締役が過半数でない会社も多く存在する現在の状況を踏まえ、本指針では、社外取締役が過半数を占める取締役会の存在を前提としていませんが、「特に取締役会の過半数が社外取締役でない会社においては、取締役会の独立性を補完し、取引の公正性を確保するために、独立した特別委員会を設置し、その判断を尊重することが有益」(本指針 3.3)としています。
158	特別委員会をどのような場合に設置すべきかに関する本指針の提言を歓迎する。また、会社が情報開示において、特別委員会の設置の必要性の有無やその構成等について説明すべきであるとしていることに同意する。	特別委員会の設置の必要性の有無やその構成等について説明すべきであるとしている点は、買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合に求めているものでありますが、本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。
159	本指針案 22 頁の社外取締役による特別委員会に関する記述の中に、注書きで、「独立性の高い社外取締役といえども、すでに就任後の取締役会における意思決定に関与しており、現在の経営方針を推し進める当事者の立場であることから、外部者である買収提案者からの提案に対し、感情的に反買収的なバイアスがかかり得ることを認識し、買収提案に対してことさら中立性、客観性をもって接することに努めるべきである。」を書き加えるべきである。 また、本指針案 22 頁、下から 4 行目の、「アドバイザー等を招聘しその専門的助言等を活用すること」は、「現経営陣から独立した自らのアドバイザー等を選任しその専門的助言等を活用すること」に変更することを提案する。	本指針では、「原則として、金融商品取引所に独立役員として届け出られている独立社外取締役が想定されるが、買収の文脈では、当該買収に関する独立性を欠く者を除くべきである。なお、買収に関する独立性としては、買収の当事者からの独立性や当該買収の成否からの独立性(株主とは異なる重要な利害関係を有していないこと)が求められ、個別の買収事案ごとに、買収者や対象会社との関係や当該買収との関係等の具体的状況を踏まえて実質的に判断されるべきである」としている(本指針注 11)など、社外取締役であることに加え、買収提案者と対象会社の双方からの独立性について実質的な判断を行う重要性に言及しています。このように、一つ目の御指摘の趣旨に一定程度沿った内容になっていると考えています。

		また、二つ目の御指摘について、アドバイザーの選任は、特別委員会と対象会社の社内者のいずれが買収者との協議・交渉を担うか等の個別の M&A における具体的状況に応じて、適切な方法が検討されることが望ましいことから、詳細に記述することはせず、原案のとおりとさせていただきます。 なお、特別委員会が自らのアドバイザー等を選任することが有益ではありますが、対象会社の取締役会が選任したアドバイザー等が高い専門性を有しており、独立性にも問題がない場合等、特別委員会として当該アドバイザー等を信頼して専門的助言を求めることができると判断した場合には、そのアドバイザー等を利用することも否定されるべきとはいえないものと考えています。(公正 M&A 指針「3.2.4.5 アドバイザー等」も御参照ください。)
160	公正性担保措置のうち、特別委員会の有用性が強調されているが、対象会社が買収提案に対する対応を決定するにあたって公正性担保措置を講じるか否かや、講じる場合にいかなる措置を講ずべきかは、個別の事案に応じて判断されるべきであり、特別委員会を設置すべきことを過度に強調すべきではない。 たとえば、本指針案 21 頁において、「他方で、MBO や支配株主による従属会社の買収(構造的な利益相反の問題が存在する取引)以外の一般的な買収においては、買収提案を受領した初期の段階では買収が行われる蓋然性が低い場合もあり、その段階から常に特別委員会の設置を必要とすることは、会社側の負担を過度なものとするおそれもある。」とあるが、「買収提案を受領した初期の段階では買収が行われる蓋然性が低い場合もあり、その段階から」の部分は削除すべきである。 また、本指針案 22 頁において、「社外取締役のみで特別委員会を構成することが独立性等の観点から適切ではない場合には、必要に応じて社外監査役…などを構成員とすることも次善の策として考えられる」としているが、社外取締役と社外監査役との間に有意な差異は認められず、社外監査役も特別委員会の構成員	本指針においては、個々の事案ごとに、利益相反の程度、取締役会の独立性を補完する必要性、市場における説明の必要性の高さ等に応じて、特別委員会の設置の要否を検討すべきとしており(本指針 3.3)、特別委員会を設置すべきことを過度に強調する内容とはなっていないと考えています。 なお、「MBO や支配株主による従属会社の買収(構造的な利益相反の問題が存在する取引)以外の一般的な買収」であっても、上記の要素を考慮した結果として、特別委員会の設置が有用である場合もあると考えています。 また、本指針 3.3 では、「①会社に対して法律上の義務と責任を負い、②取締役会の構成員として経営判断に直接関与することが予定された者であり、③対象会社の事業にも一定の知見を有している、社外取締役を中心とすることが基本である」と記載しているとおり、経営判断に直接関与することが予定されていること等について、社外取締役と社外監査役で位置づけ

	として社外取締役と同程度の適格性を有するから、社外監査役について、社外取締役を「補完」という位置づけは改めるべきである。	が異なることから、特別委員会の構成員とすることの望ましさには両者で差があると考えています。
161	本指針案 3.3 の第 3 段落から第 4 段落の設置することが有用な場合の例示の前までについて「委員会を設置する意義が実質的に失われることとなる事態を防ぐ観点から、対象会社が買収者から資金の裏付けのある買収提案を受けた場合には、可及的速やかに、特別委員会を設置することが望ましい。」という文言に変更すべきです。	公正 M&A 指針では、対象会社が買収者以外の株主よりはむしろ買収者の利益に配慮するおそれがある MBO や支配株主による従属会社の買収をその対象としていることから、対象会社によって買収者の利益を配慮した行動がされないように、「対象会社が買収者から買収提案を受けた場合には、可及的速やかに、特別委員会を設置することが望ましい」(公正 M&A 指針 3.2.4.1 参照)と記載されています。 他方で、本指針は、買収提案について対象会社の取締役会と買収者がそれぞれ異なる立場で異なる利益を有している通常の買収取引(独立第三者間取引)を主な対象としており、買収提案について対象会社は是々非々で判断できることが期待されます。このため、「買収提案を受領した初期の段階では買収が行われる蓋然性が低い場合もあり、その段階から常に特別委員会の設置を必要とすることは、会社側の負担を過度なものとするおそれもある」と考えており、この点を踏まえ、「個々の事案ごとに、利益相反の程度、取締役会の独立性を補完する必要性、市場における説明の必要性の高さ等に応じて」、特別委員会の設置の可否や時期が検討されるべきものとしています(本指針 3.3)。
162	特別委員会の設置が有用とされる場合の例示について、 ①東京高決平成 31 年 2 月 27 日(三井生命保険事件)との整合性についても検討した上で、「キャッシュ・アウトの提案(3.2「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」に限る)」という表記にすべきである。 ②また、「強圧性が高い買収手法により買収が行われようとしている場合であって、強圧性が低い状況で株主が判断できる機会を確保する目的で株主意思確認	本指針では、特別委員会の設置が有用であると考えられる場合を例示として挙げていますが、これら以外の場合は特別委員会の設置が有用でないという趣旨ではありません。 MBO や支配株主による従属会社の買収(構造的な利益相反の問題が存在する取引)以外の一般的な買収においては、どの程度の公正性担保措置が求められるかは個別の判断を要するものと考えられますが(本指針注 12)、当該記載は、その

総会を開催するために」(別紙 3[43 頁])「買収への対応方針・対抗措置を用いようとする」とき、という表記にすべきである。 ③①のとおり表記するのであれば「➢3.2「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」において部分買収の提案が行われている場合」を追記すべきである。 指針案の表記のままだと、強圧性が低い買収手法によるキャッシュ・アウトの提案に対して、対象会社の取締役会が(買収に応じる方針を決定していないものの実際には)応じない方向での対応をしようとしている場合であっても、取引条件の適正さが株主利益にとってとりわけ重要であると考えられるということを理由にして特別委員会を設置して少数株主にとって不利益なものであることに関する意見の入手をしようとしかねない。しかし、このような場合であれば、強圧性の低い買収手法によるキャッシュ・アウトの提案について、少数株主にとってそのような意見の入手は必要ない。なぜならば、強圧性の低い買収手法が用いられている場合には、株主は、買収者が提示した取引条件に不満であれば、当該買収に応じないであろう。他方で、不満でなければ応じることになろうが、取締役会が(実際には)応じない方向での対応をしようとしている場合であれば、買収者の提示した取引条件が対象会社の「本源的価値」よりも低いことを株主に対して説明し、不満を抱かせるという状況に至らしめることもできるであろうからである。 また、以上と関連して、強圧性が低い買収手法により買収が行われようとしている場合には「買収への対応方針・対抗措置を用い」ることは望ましくない、という考え方が本指針案には散見されるため、「買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合」に②のとおり限定を付し、そもそも特別委員会の設置が有用であると考えられる場面を限定すべきである。 加えて、3.2「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」には、キャッシュ・アウトの提案であるか、部分買収の提案であるかかわらず、対象会社の取締役と株主との間でそれらの利益が相反する状況に至る。以上を踏まえると、3.3においてキャッシュ・アウトの提案を挙げるのであれば、③のとおり追記すべきである、ということになるはずである。	中であって、特別委員会の設置が典型的にとりわけ有用であると考えられる場面を可能な範囲で例示列举しているものとなります。 したがって、御指摘のように、特別委員会の設置が有益な場面を限定した記載とすることは本指針の趣旨に沿うものではないと考えており、原案のとおりとさせていただきます。
--	--

163	22 頁の「特別委員会の構成としては、①会社に対して法律上の義務と責任を負い、②取締役会の構成員として経営判断に直接関与することが予定された者であり、③対象会社の事業にも一定の知見を有している、社外取締役を中心とすることが基本である」について、単に「特別委員会の構成としては、社外取締役を中心とすることが基本である」と言い切った上で、その理由として1から3を挙げるべきである。 現在の書き方では、社外取締役に①から③を満たす者と、満たさない者がいるかのように読める。	「社外取締役」の前に「、」を付していることで、文意に紛れが生じないように配慮していますので、原案のとおりとさせていただきます。
164	p15 や p22 において、アドバイザーの助言に言及している箇所に、社外の有識者を特別委員会の委員として活用する旨も追記いただきたい。 また、p21 の第 2 段落の最後に「また、社外取締役の M&A に関する専門性を補完するため、社外の有識者を独立した特別委員会の委員として活用することも検討に値する。」という記載を追記し、第三段落の最終文章において「社外取締役が取締役会の過半数を占める会社においては、【専門性の補完等、独立性の補完以外の意義を有する場合を除き、】別途…」という【】部分の記載を追記いただきたく存じます。 専門性の補充の手法としては、外部のアドバイザーを起用するとの対応のみならず、特別委員会の委員として、社外取締役が有していない専門性や、買収提案者からの提案内容の精査に必要な専門知識を有する社外有識者を選定するとの対応が含まれ得ることを記載する必要があると考えます。また、買収提案の検討時における特別委員会の意義は、取締役会の独立性の補完のみならず、企業が、厳しい時間的制約の中、株主を含むステークホルダーに十分な説明責任を果たすために必要となる、M&A に関する高度な専門性の補完にもあると考えられます。	本指針では、「社外取締役の M&A に関する専門性が不足する場合には、社外取締役の M&A に関するリテラシーを高める努力を行うことに加えて、アドバイザー等を招聘しその専門的助言等を活用することが考えられる。また、社外取締役のみで特別委員会を構成することが独立性等の観点から適切ではない場合には、必要に応じて社外監査役や社外有識者などを構成員とすることも次善の策として考えられる。」としている(本指針 3.3)とおり、社外の有識者を特別委員会の委員として活用することもあるものと考えています。 ただし、社外取締役が M&A に関する専門性を有しないということだけでは、当該社外取締役を特別委員会の委員として選任しないことが正当化されることにはならず、社外取締役に期待される基本的な役割は、特別委員会の役割を適切に理解した上で、会社に対して法律上負う義務と責任を背景に、責任を持って、アドバイザー等の専門的助言等も活用しつつ、特別委員会の一員として主体的に活動することであり、自らが M&A に関する専門性を発揮することが必ず求められるものではないと考えています。(公正 M&A 指針「3.2.4.2 委員構成 B) 属性・専門性」も御参照ください。)

		このように、特別委員会の設置については、専門性の補完を主たる目的とするのではなく、株主の利益がより確保されやすくなるよう、公正性担保措置の一環として求めるものであることから、本指針の記載は、原案のとおりとさせていただきます。
165	特別委員会の構成について、社外取締役を基本とし、社外監査役・社外有識者は「次善の策」と位置付けている理由について補足をお願いします。社外有識者は「次善の策」の位置付けになるのは理解できる一方で、社外監査役は、社外取締役と同じく会社に善管注意義務を負っており、一次的な特別委員の候補となるのではないのでしょうか。実務では、会計士や弁護士等、M&A の知見のある専門家が社外監査役の立場にあることが多く、社外監査役も特別委員会の候補として選択肢となっています。	本指針においては、「特別委員会の構成としては、①会社に対して法律上の義務と責任を負い、②取締役会の構成員として経営判断に直接関与することが予定された者であり、③対象会社の事業にも一定の知見を有している、社外取締役を中心とすることが基本である」としていますが（本指針 3.3）、社外監査役については、御指摘のとおり、社外取締役同様、会社に対して法律上の義務と責任を負うものです。 他方で、特別委員会は、買収提案の検討や買収者との交渉において、企業価値の向上や株主利益の確保の観点から経営判断にわたる役割があるところ、社外監査役は本来このような経営判断に直接関与することが予定された者ではなく、間接的な形で経営に関与するにとどまるという点において、その委員としての適格性を社外取締役と異にする要因があることから、次善の策として位置づけています。 （公正 M&A 指針「3.2.4.2 委員構成 B）属性・専門性」も御参照ください。）
166	本指針では特別委員会の構成要員となる社外取締役の役割を重視しているが、米国と異なり、経営経験者の少ない日本の上場企業の社外取締役がこのような役割を果たす知見や能力を有しているかどうかをよく吟味すべきである。企業買収における対象企業の事業判断においては、その事業における深い見識・洞察力・先見性が求められるところ、その業界に長年身を置き、最新の状況を把握し、先の見通しにも目利きができる従業員などの代表者の参加も考慮すべきである。	本指針においては、「社外取締役（少なくとも社外者）が過半数を占めることで高い独立性を確保しつつ、特別委員会の構成員の一部に事業に精通した社内取締役を含めることが有用な場合もあるとの指摘」について触れており（本指針注 35）、御指摘のような社内者の活用を考慮することを否定するものではありません。 ただし、社外取締役が M&A に関する専門性を有しないということだけでは、当該社外取締役を特別委員会の委員として選

		任しないことが正当化されることにはならず、社外取締役に期待される基本的な役割は、特別委員会の役割を適切に理解した上で、会社に対して法律上負う義務と責任を背景に、責任を持って、アドバイザー等の専門的助言等も活用しつつ、特別委員会の一員として主体的に活動することであり、自らが M&A に関する専門性を発揮することが必ず求められるものではないことに留意する必要があるものと考えていることから、原案のとおりとさせていただきます。（公正 M&A 指針「3.2.4.2 委員構成 B）属性・専門性」も御参照ください。）
167	取締役会に付議・報告を行い、特別委員会を設置したとしても、結局のところは社外取締役の意思次第で大きく変わる。社外取締役は形式的に独立性が認められても、実態としては経営陣の意向を尊重したり、カルチャー的に Status Quo を好む傾向にあったり、買収提案があった場合には経営陣とともに先ず防衛的な発想になるのがほとんどの実態。	本指針においては、金融商品取引所に独立役員として届け出られている独立社外取締役であっても、当該買収に関する独立性を欠く者は除くべきであり、買収に関する独立性としては、買収の当事者からの独立性や当該買収の成否からの独立性が求められ、個別の買収事案ごとに、買収者や対象会社との関係や当該買収との関係等の具体的状況を踏まえて実質的に判断されるべきものとしています（本指針注 11）。また、社外取締役の M&A に関する専門性が不足する場合には、社外取締役の M&A に関するリテラシーを高める努力を行うことに加えて、アドバイザー等を招聘しその専門的助言等を活用することが考えられ、また、社外取締役のみで特別委員会を構成することが独立性等の観点から適切ではない場合には、社外監査役や社外有識者などを構成員とすることも次善の策として考えられるとしています（本指針 3.3）。こうした取り組みによって、買収の局面において社外取締役や特別委員会が有効に機能することを期待しています。
168	p15、p22 に記載のある「社外取締役の M&A に関する専門性が不足する場合」という表現は、以下のとおりとしていただきたいと存じます	会社の状況や取締役会の役割等も踏まえ、スキルマトリックスにおいて、M&A のみについての経験・能力を必ずしも開示しない場合であっても、買収提案について社外取締役を中心とした

	「スキルマトリックス上において社外取締役の M&A に関する専門性が不足していることを明らかにしている場合」	検討を行う際に、アドバイザー等を活用することは有用な場合があります。があり得るため、原案のとおりとさせていただきます。
169	真に独立している独立取締役が過半を占める場合は、本指針に記載のとおり、わざわざ特別委員会を設置する意義は小さくなるかもしれませんが、日本の上場企業における社外取締役の資質の低さを考えると、わざわざこのような記載をすることは、形だけ取締役会の過半を独立社外取締役にすることで、特別委員会の設置を脱法的に避けようとする輩が出現しかねないので、わざわざ特別委員会設置の意義を過少評価するような記載は不要と考えます。	貴重な御意見として承ります。 なお、本指針では、経営陣の利益相反の問題への対応や、取引条件の改善の観点から、社外取締役が重要な役割を果たすものであり(本指針 2.2.2)、取締役会の独立性を高めることは、買収提案の検討や買収への対応方針の検討において、公正性を確保するための重要な措置であるという考えに立った記載(本指針第 3 章冒頭、3.3、5.5 など)をしていることも踏まえ、社外取締役が過半数の取締役会が買収提案の検討における公正性の確保策として有効だと考えていることから、社外取締役が取締役会の過半数を占める会社においては、別途、特別委員会を設置する意義は相対的に小さいとも考えられる旨に言及しています(本指針 3.3)。
170	社外取締役の「リテラシーを高める努力」に言及したのは、日本の上場企業の社外取締役の資質の低さを踏まえると、きわめて妥当かと思えます。ただしこう記載するだけでは、どのような努力が必要かが曖昧であり実効性がないため、そのリテラシーを高める手段としての研修を東証等が提供し、買収提案等の検討に際しては社外取締役にその履修を義務づけることが必要かと思えます。 また日本の社外取締役の資質の低さは M&A リテラシーに留まるものではなく、根本的に自身の善管注意義務の理解も欠けていることも大きな問題であるため、研修内容にはそれらも含めるべきと考えます。	他方、社外取締役が有効に機能する観点からは、その質の向上も重要であると考えており、そのための取り組みが継続してなされることが期待されます。例えば、経済産業省では、2020 年に社外取締役ガイドラインを策定し、2023 年 6 月には社外取締役向けの研修やトレーニングの活用のポイントやケーススタディ集を公表するなど、その後押しのための施策を行っています。
第4章 買収に関する透明性の向上		
171	株主は、十分な情報に基づいた意思決定を行うために、対象会社および買収者から適時に情報を得なければならない。企業は、利益相反、大株主の過大な役割、その結果が投資家にどのような利益をもたらすのか、あるいは投資家の株式価値を希薄化させる可能性があるのかについて透明性を確保すべきである。取締役会に対するいかなるアプローチも公開されるべきであり、取締役会は、その提案を真剣に検討するのに十分な適性や魅力がなかった理由を株主に説明すべ	対象会社やその取締役会に対する買収提案のアプローチは非公開でされることもありますが、公表や報道がされていないにも関わらず検討中の段階で開示をすることは、さまざまな憶測を生じさせるとともに、それによる市場の反応により買収が頓挫する可能性があるなど、マイナスの面が大きいと考えています。このため、本指針では、「徹底した情報管理を行うか、情

	きである。そうでなければ、潜在的に眠る買収提案の可能性を抑制し、企業価値を損なう可能性がある。	報開示を行うかについては、この点を考慮し、慎重に判断すべきである」としています(本指針 4.2 b))。
4.1 買収者による情報開示・検討時間の提供		
172	本指針案が推奨する開示に関しては、財務局による実務上の事前確認プロセスを前提とすると、潜在的買収者が一定の有益なステークビルディングを形成したり、同意なき買収提案を行うことが実務上ほぼ不可能となり、潜在的買収者にとって殆ど「勝ち目のない」シナリオとなると考えております。第4章は、投資家が潜在的買収に関与する意図を形成するタイミングにおける、拡充された開示義務を記載しています。 公開買付け開始の予定について、実務上財務局の事前確認が必要となっていることも踏まえると、拡充された開示義務は(特に事前取得の局面において)必要以上の負担になると考えています。 指針原案と財務局の事前確認プロセスが融合すると、同意なき買収提案を阻害し、それによって、企業価値向上に資する買収提案の確実性を低下させ、その結果、企業価値評価の減少と日本の経済成長への悪影響に繋がるおそれがあると考えています。指針案が推奨するような開示義務なしに、株主が自らの株式持分について公に情報開示できることは、買収提案を促進するとともに、経営陣及び取締役会において、何が株主の最善の利益となるかを評価し、株主に対して説明する責任を生じさせるものとして、望ましいと考えられます。	本指針の第4章で買収者による情報開示について記載している箇所は、いずれも義務ではなく、望ましい行為としてベストプラクティスを示しているものです。また、その内容は、国内の公開買付制度や、海外の開示制度なども参照しつつ検討したものであり、合理的な水準の内容であると考えています。
173	買収者が買収意向を決定した際の情報管理について、不公正な情報のリークなどが行われないように情報管理を徹底すべきことを盛り込んでいただきたいと思います。 最近、TOBに関して取引時間中にその情報が何らかの形でリークされ株価が大幅に反応するケースが複数見られています。こうした事象はもちろんメディアを含めたリークにより資本市場をゆがめるような行為をただすことが日本市場の信頼性を高めることになると考えます。 一義的には金融商品取引法のカバー領域になるものと考えられますが、本指針においても、このような情報管理の徹底の重要性について記載することを検討い	貴重な御意見として承ります。 なお、対象会社における情報管理については本指針 4.2 b)や別紙1において言及していますが、金融商品取引法等の法令や対象会社との秘密保持契約等に基づき、買収者においても情報管理は重要であると考えており、対象会社・買収者双方において適切な行動を取ることを期待しています。

	ただきたいと考えます。	
4.1.1 買収者による株式の取得と情報開示		
4.1.1.1 買収時における情報の開示・提供		
174	短期間に市場買付けにより「経営支配権を取得」する場合に、公開買付届出書の記載内容と同程度の情報開示を任意で行うことが望ましいとあるが、開示が必要となる要件、開示する情報の範囲が曖昧であり、開示制度の整備によるルールの明確化を図るべきではないか。「経営支配権の取得」とは、何%での開示が望ましいという趣旨か。曖昧なルールでは、防衛側から買収者は開示の要請に沿っていないという反論の口実となりやすく、買収の委縮要因となりうることを懸念します。	本指針の第4章で情報開示について記載している箇所は、いずれも義務ではなく、望ましい行為としてベストプラクティスを示しているものです。 他方、公開買付規制や大量保有報告規制の在り方については、現在、金融庁の「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」において議論がされているところであり、今後、当該議論の結果も踏まえて関連制度が見直された場合には、必要に応じ、改めて本指針を見直すことも考えられます。
175	短期間の市場内買付けについては、現行又は今後の法改正後の公開買付制度の規制が存在する(今後整備される)ことを踏まえると、指針案の記載の意義に疑問があります。本指針案 4.1.1.1 と現行及び今後の改正後の公開買付け義務との重複によって、実務の不確実性や混乱が増大することを深刻に懸念しております。特に、指針原案の不明確な文言を根拠に、対象会社側が、法令上の閾値を下回る段階においても、買収者に対する開示を要請することを可能とするおそれがあります。このため、指針案を修正し、既存の開示義務及び公開買付義務との関係も踏まえ、より明確なガイダンスを示していただくとともに、指針原案で推奨している開示は、現行又は今後の改正後の公開買付制度上の閾値を超えた場合においてのみ課されるものであることを、明示することを求めます。	
176	本指針案 23 頁 4.1.1.1 項に、「買付の目的、買付数、買収者の概要、買収後の経営の基本的な方針等の重要な項目については、少なくとも公開買付届出書における記載内容と同程度の適切な情報提供を、資本市場や対象会社に対して任意の方法で行うことが望ましい」との記載がある。この箇所の後半を、「資本市場や対象会社に対して、適時、任意の方法で行うことが求められる」と変更し、情報開示のタイミングも重要である旨を明記することをご検討いただきたい。	御指摘を踏まえ、「適時、任意の方法で行うこと」と修正させていただきました。
177	買収者に対する対象会社からの情報提供依頼については、原則として公開買付届出書に記載が求められる水準の情報が買収者から出ていたならば十分な情報	本指針における買収者による情報提供は、公開買付けへの応募等を通じて株主の判断を得る際に、透明性を高め、株主に

	が提供されていると考えるべきであり、そのように指針でも明記すべきです。必要な時間や情報が提供されずに買収されることを阻止するためという名目で、経営陣の保身につながる買収防衛策を容易に導入・発動させることがあってはならず、そのためにも、公開買付届出書と同等の情報が提供されたならば、それをもって株主にとって十分であり、経営陣にとっても判断を行うのに十分な情報が出されたとみなすべきです。	十分な情報や時間を提供することで、株主の適切な判断（インフォームド・ジャッジメント）が行われることを目的として、株主の適切な判断に資する合理的な範囲で行われるものを想定しており、合理的な範囲を超えた情報提供を行うことまでを「望ましい行為」として位置づけているものではありません。 また、買収者に対する対象会社からの情報提供依頼については、過度に詳細な質問を買収者に対して行うことが、実質的に経営支配権を取得する買収を阻止するための措置として行われてはならず、社外取締役はこの観点からも適切な監督を行うべきであることには留意が必要であると考えています。 （なお、こうした趣旨を本体においても明確にする観点から、本指針注 37 において記載を追加しています。） これらの趣旨が、買収者のみならず対象会社側にも理解されるよう、周知・広報に努めてまいります。
178	透明性の原則の具体的な内容として、買収者において「少なくとも公開買付届出書における記載内容と同程度の適切な情報提供を、資本市場や対象会社に対して任意の方法で行うことが望ましい」ことについて、全面的に賛同します。 日本においても、今後一層いわゆる「ウルフパック戦術」が活発化する可能性が高く、買収者側における透明性の遵守がこれまで以上に重要となることが見込まれます。	
179	ステークホルダーとして、株主のみならず、従業員、主要取引先等も含まれること、また、買収者からの情報提供には、「株主としての立場で享受すべき利益」（指針（案）11 頁）としての買収価格のみならず、上記のステークホルダーへの影響についての情報も含むべきであることについて、全面的に賛同します。	本指針における買収者による情報提供は、公開買付けへの応募等を通じて株主の判断を得る際に、透明性を高め、株主に十分な情報や時間を提供することで、株主の適切な判断（インフォームド・ジャッジメント）が行われることを目的として、株主の適切な判断に資する合理的な範囲で行われるものを想定しています。 このため、指針では、「買収後にステークホルダー（従業員、主要取引先等）との関係に重要な変化を想定している場合」を取り上げ、これについて、買収者がどのような戦略を描いているかに関する情報を開示・提供することも株主・投資家にとって有益と考えられるとしているものです。 これらの趣旨が、買収者のみならず対象会社側にも理解されるよう、周知・広報に努めてまいります。

180	複数の投資家が大量保有報告提出閾値の5%弱を持って協調するケースや、貸株を活用して総会基準日の時点で瞬間的に議決権を増やすケース等、様々な行為が横行しているため、上記のような行為を行う場合の開示の充実を求めるべき。	御指摘のような様々な行為が考えられる中で、全てを例示することはできませんが、御指摘の点に関連して、他の株主と協調して行動する場面の一つとして、本指針注38においては、取締役の選解任を提案する株主が、経営支配権を取得する意図を明かさずに他の株主と協調して相当量の株式を取得した上で、株主総会招集請求を行って多数の取締役を自らの影響力の及ぶ者に入れ替える株主提案を成立させることにより、経営支配権を取得する場合について、招集請求者が適切な情報提供を株主に対して行うことが望ましい旨を記載しています。
4.1.1.2 事前取得の利用と買収意向に関する情報開示		
181	「xx%以上の株式を取得した後、xx か月/xx 年以内に公開買付けを行う可能性がある場合にはその可能性についての開示を行う」等、外形的に取得比率・期間を示すことで、短期間での事前取得を牽制することが現実的ではないか。 事前取得の段階で公開買付けを実施する意向が確定的である場合はないと思われ、特に同意なき買収の意向がある場合にはその意向を隠すために事前取得を行うはずであり、該当箇所の規定は意味を成さない可能性がある。	買収をしようとする者が、市場で株式の取得を進めるに当たり、その後に公開買付けを実施する意向がある場合の開示について、個別の事案を離れて一義的な取得比率や期間を定めることは困難であると考えられ、本指針においては、「公開買付けを実施する意向が確定的である場合」との記載にとどめています。
182	「買収をしようとする者が、公開買付けに先立って市場で株式の取得を進めるに当たり、その後に公開買付けを実施する意向が確定的である場合には、その旨の情報提供を資本市場や対象会社に対して行うことが望ましい」との記載について、義務として求めるものではないのだとすれば、大量保有報告規制が適用される水準に満たない持株比率の場合、投資家が情報を開示する可能性は低く、このパラグラフは、現実の投資家の行動にはほとんど影響を与えないと考える。また、経営陣による保身を目的として悪用される可能性がある。	なお、本節の記載をもって、株式取得段階で買収意向が明らかでないにもかかわらず、事後的にその時点での情報提供がなかったことを指摘する根拠とすることは適切ではないものと考えられ、実務においては、記載の趣旨を尊重し、適切に運用されることを期待しています。 関連して、公開買付規制や大量保有報告規制の在り方については、現在、金融庁の「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」において議論がされているところであり、今後、当該議論の結果も踏まえて関連制度が見直された場合には、必要に応じ、改めて本指針を見直すことも考えられます。
183	買収者がTOBに先立って市場での取得を進める場合、その後TOBを実施する意向が「確定的」である場合には、その情報開示を行うことが望ましい、とあるが、開示が必要となる要件、開示する情報の範囲について、必ずしも明確とはいえず、開示制度を整備して明確化すべきではないか。実務上、買収の協議を有利に持ち込むために株式の事前取得を行うことがあるが、TOBを実施するとしてもそ	

	の意向が「確定的」となるのは、段階的にはその後になるのが通常であるが、後で TOB を実施したときに、防衛側から事前に TOB を行う開示がなされなかったという反論の口実となりやすく、買収の委縮要因となりうることを懸念します。	
184	公開買付けに先立って市場で株式の取得を行おうとする者は、その意図に関する情報を提供することが望ましいというだけでなく、必要であることを明記すべきである。	
185	本節は、市場内買付けの場合に意向表明書の提出のトリガーとなるべき持株比率の水準や、持株比率の積み上げがそのような要求のトリガーとなる時間枠についてのガイダンスを提供していない。理想的には、そのような要件は、デリバティブ商品の使用をカバーすべきである。なぜなら、デリバティブ商品は、積み上げられる持分の不透明性を維持するために、買収戦略において明示的に使用されることが多いからである。	
186	一定の重要な項目（買付の目的、買付数、買収者の概要、買収後の経営の基本的な方針等）について公開買付届出書における記載内容と同程度の情報提供を行うことが望ましいとされていることからすれば、市場外での取得であれば公開買付届出書の提出が必要となる程度に、3 か月以内に、株券等所有割合が 33.3% を超えるような割合以上とすることを目的とした市場内買付けが「確定的」である場合として想定されているという理解でよろしいでしょうか。	
187	本指針案 4.1.1.2 で推奨されている開示も、どの時点で課されるものなのかについても明確ではありません。仮に当該開示が、買付者が大量保有報告規制上の閾値である 5%超を取得した時点で課されるものであったとしても、現行の開示規制上の義務を大きく加重するものです。 指針原案の曖昧かつ不明確な文言が、一部のアグレッシブな対象会社及びその法律アドバイザーによる、当該開示が買付者の「最初の取得」時点から課されるといった濫用的な主張を可能とすることも懸念しております。後知恵的な主張が可能となれば、資本市場の規律からは外れた、一部の対象会社による不適切かつ非効率な防衛戦術を促進することとなり、企業価値を増加させる提案を阻害する結果となることを懸念しています。	

188	4.1.1.2 の最終段落は削除すべきである。 当該箇所に記載されているような内容を潜在的買収者に対して課すことは実務的な運用の観点からは難しいと考えられる。なぜなら、潜在的買収者の買収意向は流動的なものであり、いつこれが「確定的」となったかを客観的に判断することは難しいため。 一方で、このような開示条項を設けることは、買収の対象企業が、買収者に対して「公開買付けを実施する意向が『確定的』であったのにも関わらず、適切な情報開示を行わなかった」などの理由で買収者を非難し、買収防衛策等を乱用的に使用する口実を与えかねない。また、実務上、このような意思について、どのように市場に情報提供を行うのかの手法が確立しておらず風説の流布の危険性などとの関係性が未熟な段階でこのような内容を掲載することは却って混乱を生むと考えられる。	
189	本指針案 24 頁において、「買収をしようとする者が、公開買付けに先立って市場で株式の取得を進めるに当たり、その後に公開買付けを実施する意向が確定的である場合には、その旨の情報提供を資本市場や対象会社に対して行うことが望ましい。」とあるが、買収をしようとする者が上場会社である場合、公開買付けを実施することについて「決定」をすれば、適時開示が必要となる。この点、「実施する意向が確定的」であるにもかかわらず、「(「情報開示が必要」ではなく)「情報提供を行うことが望ましい」という表現にとどめているのは、どのような理由(整理)によるものか、明らかにされたい。 また、「公開買付けを実施する意向が確定的である場合」には、大量保有報告書の「保有目的」欄に、当該意向を踏まえた記載をすべき場合もあると考えられるが、それにもかかわらず、「情報提供を行うことが望ましい」という表現にとどめているのは、どのような理由(整理)によるものか、明らかにされたい。 他方で、「その後に公開買付けを実施する意向」がある旨の情報提供を資本市場で行う場合、本指針案 25 頁「4.1.1.3 予告 TOB に関する情報開示等」と同様の問題が生じる可能性があり、当該情報提供が無条件に「望ましい」ということにはならないようにも思われる。	買収者が上場会社であるとは限らないことや、大量保有報告規制の対象とならない程度の株式取得の場合も考えられることから、原案の記載とさせていただきます。 なお、御指摘を踏まえ、公開買付けを開始するよりも前の段階で情報提供を資本市場で行う場合には、「4.1.1.3 TOB の予告に関する情報開示等」と同様の問題が生じ得ることについて、追記しています。

190	指針原案は、5%以下のみ保有している株主に対しても、経営支配権取得の目的等を開示することを課すものなのか。その場合、どのような方法・様式・報告制度に従い、開示すべきか。	大量保有報告規制の対象とならない程度の株式取得の場合であっても、「公開買付けに先立って市場で株式の取得を進めるに当たり、その後に公開買付けを実施する意向が確定的である場合」(本指針 4.1.1.2)に事前取得後に公開買付けを実施する意向がある旨の情報提供を資本市場や対象会社に対して任意の形(プレスリリースや会社ウェブサイトでの公表等)で行うことを想定しています。
191	「買収意向が明確である・・・株式を買い進める場合」に開示義務を課しているようにも読めますが、開示のタイミングや記載の具体的な内容について不明確となっています。事前取得の時点で、買付者は公開買付け届出書における記載内容と同程度の情報を開示する必要があるように読めます。もしその解釈が正しければ、当該推奨案は、現行の大量保有報告規制の下での開示義務を重大に加重するものです。現行の大量保有報告規制は、買付者の株式保有と保有目的について効率的な開示を実現しているものと考えられますが、指針案は、事前取得のより早期の段階において、過大かつ非効率的な開示を求めるものであり、日本資本市場での投資に掛かる事務及びリーガルコスト・負担を著しく増大させる結果となり得えます。さらに、当該開示にあたって、事前の財務局確認が必要となれば、財務局確認プロセスには時間が掛かることを考慮すると、事前取得の時点で当該開示義務を果たすことは困難ないしは不可能と考えられます。	本節で求めている情報提供内容については、事前取得後に公開買付けを実施する意向がある旨の情報であり、公開買付け届出書と同程度の情報全てを求めている趣旨ではございません。
4.1.1.3 TOB の予告に関する情報開示等		
192	本指針案 25 頁の「4.1.1.3 予告 TOB に関する情報開示等」について、「TOB 予告」と「TOB の開始予定の公表」は語句を分けて区別すべき。 「TOB 予告」とは、他の TOB が不成立に終わることを条件とするなど、市場に対して、条件次第ではより好条件で TOB を行う用意があることをほのめかす行為であり、風説の流布により近いストラテジックな行為だと考える。 「TOB の開始予定の公表」とは、中国独禁のクリアランス等などの前提条件が充足された場合に TOB を実施するというコベナントであり、対象会社とのやり取り	本指針においては、「TOB の予告は、別の買収者の公開買付けに対抗し、対象会社の株主から自らの買収計画に対する賛同を得るために予定段階であっても公表する必要がある場合や、買収に伴う許認可取得(競争法のクリアランス等)との関係で買収予定の公表が必要となる場合など、実務上の必要性が高いケースもある」とした上で、他方では、「例えば、公開買付けを実際に行う合理的な根拠がなく、風説の流布や相場操縦に該当し得るような場合や、公開買付けを実施する条件や

	やデュー・デリジェンス、クリアランスの検討を含め、労力と時間をかけて用意計画された内容を公表するという行為である。 条件付きで TOB をローンチするという点だけを捉えて、両者を同列に考えるのは、誤解や混乱を生みかねない。	開始予定時期が明示されず、長期間にわたって、公開買付けの開始や買収提案の取下げがなされない状態が継続する場合」など市場や対象会社の地位を不安定にする側面もある場合についても言及しています(本指針 4.1.1.3)。このように、公開買付けの実施を予告する行為は、様々な背景や意図があって行われるものですが、その多様性を踏まえるとこれらについて御指摘のような形の線引きで峻別することは困難であるため、本指針では、公開買付けの実施予定を公表すること全般をいわゆる「TOB の予告」として整理しています。 本指針では、上述の整理のとおり、語句の区別はしていません。 (なお、「予告 TOB」との表現は、「TOB の予告」へと修正させていただきました。)
193	市場に対する透明性を高めるため、予告 TOB を行う場合、公開買付けを開始するための条件の限定列举(例えば「対象会社取締役会の賛同意見表明」「競争法のクリアランス取得」「ファイナンスのコミットメント」等)と開始予定時期等の必要開示項目を原則とすべき。	本指針においては、「公開買付けの実施を予告する場合には、買収のために要する資力等、公開買付けを実際に行う合理的な根拠を有した上で、公開買付けを実施する条件や開始予定時期など、市場の判断に資する具体的な情報を開示すること」を推奨しています(本指針 4.1.1.3)。
194	25 頁の 5 段落目「公開買付けの実施を予告した場合において、合理的な期間内に公開買付けを開始できない場合には、市場の安定という観点から、原則として予告を取り下げることが望ましい」とあるが、買収提案者が真摯な買収提案を行っているにもかかわらず、対象会社が真摯な検討や対応を行わないために、公開買付けを開始できないようなやむを得ない場合には、買収提案者は予告を取り下げを求められるものではないとの理解でよい。	当該記載は、一定期間経過後に一律に予告を取り下げをを求める趣旨ではなく、「合理的な期間内」に公開買付けを開始できない場合を述べたものであり、どの程度の期間や状況が「合理的な期間」として想定されるか等については、個別事案ごとに判断されるべきものと考えています。
195	25 頁本文の最後の段落で、TOB の実施を予告した場合に、合理的な期間内に TOB を開始できない場合は、市場の安定の観点から、原則として TOB を取り下げることが望ましい、とあるが、TOB を開始できない理由や経緯を考慮せず、一方的に買収者側に TOB の取り下げを求めるのはバランスを失うのではない	

	か。このルールでは、公開買付けの実施予告が長引いた場合に、対象会社側の対応いかんにかかわらず、一方的に買収者側に取り下げ圧力がかかるため、買収者側の交渉力が弱まり、価値創造的な買収や買収の促進による市場機能が弱まることを懸念する。当該段落は削除すべきではないか。	
196	「公開買付けの実施を予告した場合において、合理的な期間内に公開買付けを開始できない場合には、市場の安定という観点から、原則として予告を取り下げることが望ましい」とのことであるが、予告 TOB の提案者としては、取り下げに伴う相場操縦リスク、予告 TOB の公表により形成された株価で株式を取得された株主の損害回避といった検討点があるため、「望ましい」という表現は強すぎる印象を受ける。	貴重な御意見として承ります。 なお、「原則」として予告を取り下げることが望ましい、とするものであり、相場操縦リスクなど個別事案に応じた対応がされるべきことを否定する趣旨ではありません。
4.1.1.4 実質株主に関する情報提供・情報開示		
197	指針では日本には実質株主を特定するための規制がない旨の記載があるが、経済産業省に対し、米英や EU のような他の主要市場にあるような規制的枠組みを導入する機会を検討することを求める。	貴重な御意見として承ります。 関連して、実質株主把握のための制度の在り方については、現在、金融庁の「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」において議論がされているところであり、今後、当該議論の結果も踏まえて関連制度が見直された場合には、必要に応じ、改めて本指針を見直すことも考えられます。
198	1 段落目と 2 段落目のつながりに違和感がある。なぜ 5% ルールの開示義務を負わないにもかかわらず、実質株主に関する情報を提供する必要のあるのか理解に苦しむ。実質株主の情報開示については、5% ルールに沿った開示以上の開示を求める趣旨であれば、法整備を行って実質株主の開示制度を設けるべきではないか。	本指針の第 4 章では、買収に関する透明性の向上を図るという観点から、制度的に開示や情報提供が義務づけられていない場合についても、ベストプラクティスとして買収者や対象会社による情報の開示や提供を推奨しているものです。 買収提案をする者が実質株主であるか否かや、その共同保有者に関する情報は、5% 以下の保有であったとしても、対象会社が買収への対応を検討する際に重要な情報であると考えられるため、原案のとおりとさせていただきます。
199	実質株主の開示について定めた本指針案に同意する。実質株主が買収提案を行う場合、当該株主はその事実に関する情報を対象会社に提供すべきであり、ま	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。

	た、当該実質株主と名義株主との間に何らかの関係がある場合には、その情報を対象会社に提供すべきである。	
200	本節はすべて削除願う。特に、注 42 も併せて削除願う。 多くの株式投資家は大量保有報告書制度（いわゆる、「5%ルール」）によって、すでに実質株主の情報提供・情報開示を行っている。全体では 5%を超えるにもかかわらず、大量保有報告書を提出していないケースへの対処については、大量保有報告制度の改正等、金商法の観点から解決されるべき問題である。 また、買付けを行う際には、実質的基準又は形式的基準に基づいて特別関係者の保有株数は開示する必要があるため、当該箇所の目的は既に達成されている。	いわゆる実質株主については、大量保有報告制度において一定の開示制度が措置されていますが、当該規制の対象とならない段階（5%以下の保有等）では、実質株主が明らかではない場合があるところ、当該規制の対象とならない段階の実質株主が買収提案をする場合であっても、自らが実質株主である旨や名義株主との対応関係に関する情報は対象会社が買収への対応を検討する際に重要な情報であると考えられるため、当該情報を対象会社に提供することが必要であると考えています（本指針 4.1.1.4）。 関連して、大量保有報告規制や実質株主の把握等については、現在、金融庁の「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」において議論されているところであり、今後、当該議論の結果も踏まえて関連制度が見直された場合には、必要に応じ、改めて本指針を見直すことも考えられます。
201	買収者の実質的支配者（株主名簿記載の株主ではなく）についても拡充した開示を求めています。現行の大量保有報告規制は、既に 5%超を保有する株主（実質的株主も含みます。）について保有株式数や保有目的の開示を課しています。本指針案は、対象会社に対して、買収の可能性を認識した場合において広範な情報提供を求める権利を与えつつ、買付者に対して情報提供に協力することを勧めています。会社と株主との間の対話は促進されるべきであることには同意しますが、本指針案の広範な文言を、会社が濫用的に利用する余地があると考えております。	
202	正式な買収提案がなされていない状況で、対象会社が買収の可能性を認定するというのは、対象が過度に広範となり得る場合を想定するものであり、対象会社側の恣意が入る判断基準になっているため、最終段落冒頭は「正式な買収提案が行われた場合には」と変更すべきです。 また、対象会社が当該記載のような事実確認をしようとした場合に、これを受けた者が、大量保有報告制度の規制の対象とならない段階にも関わらず、かかる事実確認に応じるに際しては、探索的・探求的な事実確認もあり得ることからしますと、対象会社において、大量保有報告制度等の法令上の開示規制にかかわらず事実確認を求めることについての客観的かつ合理的な理由を示すことが必要となるものと考えております。	対象会社が特定の者からの買収の可能性を「客観的な事実に基づき認識」（本指針 4.1.1.4）していないにもかかわらず、本節の記載をもって、主観的な認識のみによって恣意的な事実確認を行うことは適切ではないものと考えられ、実務においては、記載の趣旨を尊重し、適切に運用されることを期待しています。

203	共同保有者に限定せず、実質的な協調行為をとる者も含め、情報提供や事実確認に応じることが望ましい旨の記載に修正してほしい。 実質株主による情報提供・情報開示が明記されたことについては、全面的に賛同する。もっとも、現行の大量保有報告書制度における「共同保有者」の概念はかなり限定されているところ、買収手法に拘らず、買収者が、自らと実質的な協調行為を行う者を認識している場合には、その事実を開示した上で対象会社との対話に臨むべきであり、共同保有者に限定されない記載とすることが適切と思料する。	実質的な協調行為者の範囲については、一義的に定めることが困難であると考えられるところ、本指針においては、「対象会社との信頼関係を醸成するためには、対象会社から共同保有者の範囲について質問を受けた場合には誠実に回答することが望ましく、共同保有者に該当することが推測される事情がある場合には、その点についても情報提供をすることが望ましい」とした上で、「共同保有者に該当することが推測される事情がある場合」として、「例えば、経営支配権の取得に向けて外形的に協調して行動する者が存在し、共同して取得する合意や株主としての法令上の権利行使に関する合意の存在を疑うに足る相当な理由がある場合など」を挙げており(本指針 4.1.1.4、注 45)、外形的に協調して行動する者が存在する一定の場合についても、情報提供の在り方を示すものとなっています。
4.1.2 買収に関する検討時間の提供		
204	本項では、意思決定に必要な「十分な時間を確保できるタイムスケジュール」の重要性について言及しているが、その具体的なタイムフレームについては示されていない。この時間枠は、買収提案が敵対的なものであるか、友好的であるかにかかわらず、同じであるべきである。例えば、この時間枠は、一般的な市場や規制の慣行に沿って 45 営業日とすることができる。	本指針 4.1.2 は、買収に関する検討時間の提供についての一般的に望ましい考え方を示していますが、対象会社の株主や取締役会にどの程度の時間が確保されれば「十分な時間」であると言えるかは、個別の事案に応じて異なり得ると考えられ、御指摘のように 45 営業日などの一義的な期間を設定することは必ずしも適切ではないと考えられることから、原案のとおりとさせていただきます。
205	急速な市場内買付けの場合に、買収者は株主等の判断のために十分な時間を確保できるスキームやスケジュールを選択することが望ましいとあるが、株価の低い企業に対する市場買付けによる買収、経営への規律付けを抑制するものであるし、また求める内容も分かりにくい。現状、市場買付けについては TOB 規制の対象外となっており、これを規制対象とするのであれば大きな政策転換であるので、法制度の改正を行って規制内容を明確化すべきではないか。	貴重な御意見として承ります。 なお、市場内買付けへの強制公開買付規制の適用の是非については、現在、金融庁の「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」において議論がされているところであり、今後、当該議論の結果を踏まえて関連制度が見直され

		た場合には、必要に応じ、改めて本指針の内容を見直すことも考えられます。
206	株主は世界中に散らばっていることが多く、影響を受けるすべての株主に正確な情報を提供するには時間がかかります。株主は、できるだけ正確で関連性の高い情報を入手した上で、十分な情報に基づいた意思決定を行うための十分な時間が必要です。	株主によるインフォームド・ジャッジメントの機会を確保するためには、情報のみならず、対象会社の株主や取締役会に対して十分な時間が提供されることも重要であると考えています（本指針 4.1.2）。
4.2 対象会社による情報開示		
207	本指針は、対抗提案がなされた場合、対象会社に対して、対抗提案の詳細まで要求せず、存在のみを開示することしか要求しておらず、対抗提案の内容に関する秘密保持を推奨している。しかし、対象会社に対して、対抗提案の内容や価格水準を株主に報告することを求めるべきであると考え。このような秘密保持があると、取締役会は、株主に対する異議申し立てや説明責任の可能性がないまま、より低い対価の買収提案を推奨することができることになる。対抗提案の価格情報の開示の欠如は、株主の意思決定を歪める可能性のある行為の明確な例であるため、本指針 4.3 にも記載されるべきである。	本指針においては、「対抗提案がなされ、現に複数の提案において異なる取引条件が提示され、公知となった場合には、株主の利益に配慮しているか（価格等の取引条件について最善の選択をしているか）」という問題が顕在化しやすいと考えられる。対象会社としては、賛同した買収提案が公表された後、当該提案に賛同する理由の説明の中で、他にも対抗提案があったが当該提案がより望ましいと判断した旨とその理由を開示すべきである」としている（本指針 4.2 a））ことから、御指摘のように対抗提案に関する秘密保持を一般的に推奨しているものではなく、このような場合には、対抗提案の内容や価格水準が開示されることも想定されます。
208	これまで日本の企業買収においては、公正価値の算出根拠など、米国に比べて圧倒的に少ない情報量しか開示されず、株主としては判断や、責任追求のしようがないのが通例となっており、そのためその場限りのお手盛りの企業価値算出をして自らの意思決定を正当化し、その後本当にその企業価値が実現したかの検証も行わないという無責任があちこちで罷り通っており、開示強化を通じた透明性向上によりこれを改めていく必要があります。 本指針での株主によるインフォームド・ジャッジメントを重視する記述は評価できますが、開示が必要となる要素が明確ではなく、この曖昧さを利用される可能性があるため、実効性を持たせるために、開示内容の踏み込みが必要と思います。	本指針は、MBO や支配株主による従属会社の買収（構造的な利益相反の問題が存在する取引）以外の一般的な買収を念頭においたものであり、開示することが望ましい要素や内容は、個別事案に応じて異なり得ることから、原案以上の詳細な記載とはしていませんが、本指針の趣旨を尊重し、対象会社において適切に行動することを期待しています。

	さらに追加すべきは、買収提案の検討のために起用したアドバイザー一名・選定の根拠・支払い金額の情報です。 また上記のような買収提案への対応方針決定時の開示だけでなく、その後数年にわたって継続してその計画の進捗の開示を義務づけることで、中長期的に経営者に買収に関わる判断の説明責任を負わせることができます。 さらに「公正な M&A 指針」での開示情報の充実化奨励の効果が乏しかったことへの直接的な対策として、東証による指導を強化すべきかと思います。	
209	取締役会が判断材料とした経営計画や価格算定書、また第三者機関によるフェアネスオピニオン等を開示することが望ましい旨を明記いただきたい。	一律の対応を求めた場合、過剰な負担となるおそれもあることから、具体的に開示すべき資料を特定することまではしていませんが、本節や 17 頁等において、取締役会による情報開示や(事後的な)説明責任を果たせるようにすることの重要性について記載しており、本指針の考え方に沿って、開示すべき資料が判断されることが望ましいと考えています。
210	対象会社は、他の可能性のある買収提案者に買収提案の機会を与えるため、実行可能な買収提案を市場に開示することが法的に義務づけられるべきである。これは現在義務づけられておらず、取締役会が経営の独立性を失うことを避けるために、実行可能なアプローチを開示しないこともあると思われる。	貴重な御意見として承ります。 なお、本指針は、ソフトローとして原則論やベストプラクティスを提示するものであり(本指針 1.2)、何らかの法的な拘束力や罰則をもって対応することは企図されていません。
211	「買収提案を棄却した際の開示」の節を設け、「対象会社が真摯な買収提案を受領し、取締役会が当該提案に関して検討を行った結果、買収に同意せず検討を終了した時点、或いは、対象会社と買い手候補者の間の会話がなくなる等の形で交渉が続行しなかった時点から起算して 90 日間が経過した際には、対象会社は株主に対して受領していた買収提案の概要(価格含む)およびその提案を棄却した理由の開示を行うべきである。」という文言を追加すべきです。	貴重な御意見として承ります。
a) 買収が実施される段階での開示		
212	買収提案の検討において、中心的役割を果たすべき社外取締役の資質が日本の上場企業では依然として低く、独立性・公正性を損なうことが罷り通っている現実を踏まえると、そういった社外取締役の行動と、その独立性を担保する責任を	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。

	持つ取締役会の行動を透明化し、必要であれば善管注意義務違反を問える状態にすることが肝要です。 そういう意味では、「個々の社外取締役がどのように監督機能を発揮したのかについて、情報開示を行うことも検討に値する」という記載は従来にない踏み込んだものであり、非常に評価されます。	
213	「取締役会や特別委員会の構成員は、それぞれの会議体の中での意見の一致に向けて議論を尽くすことが望ましいが、その上でなお意見が一致しない場合もあることから、その後の株主総会における選解任の判断に資するように、個々の社外取締役がどのように監督機能を発揮したのかについて、情報開示を行うことも検討に値する。」における、当該情報開示について、会社法との関係を整理いただきたい。また、少数意見の開示についても検討されたい。 個々の社外取締役がどのように監督機能を発揮したのかについて、情報開示を行うことには賛成である。 他方、社外取締役は会社法上業務執行権を有しておらず、かつ、事業報告や株主総会参考書類の内容は取締役会の決議をもって決定されることから、個々の社外取締役に関する情報開示が制度としてどのように位置づけられるのか明確ではない。	本記載については、制度上求められる情報開示にとどまらない形での情報開示を想定しており、会社法上必要とされる情報開示との関係性の整理を必ずしも企図するものではありません。 なお、個々の社外取締役の監督機能の発揮について、事業報告や株主総会参考資料書類での情報開示を行うことが否定されるものではないと考えており、対象会社において適切に情報開示の在り方を検討していただきたいと考えています。
214	「対象会社としては、賛同した買収提案が公表された後、<u>対抗提案があった場合は、株主の利益の最大化をするために買収価格を最も重要な判断基準として賛成か反対かを定めるべきである。</u>」及び、注 44「なお、対抗提案が公知となっていない場合においても、対抗提案に関する事実は株主による判断において一定の重要性をもつため、買収提案に賛同する理由の説明の中で、対抗提案をした者の名称や提案の詳細は非開示とした上で、対抗提案があった旨やその検討の有無について一定の開示をする必要がある。その際、ソフトインディケーションも積極的に開示することが求められる。」という文言に変更すべきです。	貴重な御意見として承ります。 なお、特に取締役会が買収に応じる方針を決定する場合においては、対象会社の取締役・取締役会）は、会社の企業価値を向上させるか否かの観点から買収の是非を判断するとともに、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力を行うべきであり、このようなときに、取引条件が異なる複数の提案が提示され、公知となった場合には、株主の利益に配慮しているかという問題が特に顕在化しやすく、市場における説明責任を果たす必要性が高まると考えています（本指針 3.2.1）。

b) 買収提案の検討中で報道がされた場合の開示		
215	買収を検討中の段階で対象会社が開示を行う場合、市場がそのことに過剰に反応し、株式の市場価格が急上昇することが考えられます。上記のような開示を対象会社が安易に行うことによって買収者が提案する価格に急騰した市場価格が近づく事態が生じ、買収が成立しにくくなるなど多大な悪影響を生じさせる可能性があります。 上記の点を踏まえると、「慎重に判断」について、上記段階での開示に合理的理由が認められない場合には、対象会社の取締役・取締役会が買収を成立しにくくすることで自らの保身を図ろうとした可能性があると考えますが、そのような理解でよろしいでしょうか。	「報道などがなされていないにも関わらず検討中の段階で開示をすることは、さまざまな憶測を生じさせるとともに、それによる市場の反応により買収が頓挫する可能性があるなど、マイナスの面が大きい」(本指針 4.2 b))ことを考慮し、慎重に判断することが必要なものと考えていますが、御指摘のように開示に合理的理由が認められない場合に取締役・取締役会が保身を図ろうとした可能性があるかどうかは、個別事案に応じて判断されるべきであると考えています。
4.3 株主の意思決定を歪める行為の防止		
216	「買収者が以下のような行為を行うことは望ましくない。」「対象会社が以下のような行為を行うことは望ましくない。」とあるが、列挙されている行為の中には、そもそも法令等に反する行為も含まれており、「行うべきではない」との表現に修正すべきである。	御指摘を踏まえ、追記いたしました。
217	メディアや株主とのコミュニケーションを通じて買収者が意図的に不正確な情報を流した場合、強圧的な戦術を抑制し、株主に救済策を提供する努力が必要である。大株主等の潜在的な利益相反や株式の持ち合いによる関係はすべて開示されるべきであり、委任状や議決権行使の勧誘における完全な透明性が求められる。	貴重な御意見として承ります。
218	買収者による望ましくない行為として列挙される行為として挙げられている、「不正確な情報開示や株主を誤導するような情報開示・情報提供を行うこと」については、「不正確な」だけでなく、「不十分・不正確な情報開示」と追記し、また「4.1.1.1 買収時における情報の開示・提供」を参照する旨も追記していただきたい。 指針案 4.1.1.1 に記載されているとおり、買収者による情報開示については、透明性の原則から、非常に重要な役割を担うものであり、十分な情報開示の要請に全面的に賛同することから追記していただきたい。	本指針第4章では、4.1 及び 4.2 において買収者・対象会社双方からの情報開示・情報提供の在り方について提言を行った上で、4.3 において、特に「株主の意思決定を歪める行為」に焦点を当てた提言を行う構成となっています。 したがって、本指針 4.3 の列挙事由の一つである「不正確な情報開示や株主を誤導するような情報開示・情報提供」は、情報開示が不十分であるだけでなく、特に「株主の意思決定を歪める行為」とまで言える程度の行為を想定しており、御提案の点

		のみ参照する旨を追記した場合、趣旨が異なり得ると考えていますので、原案のとおりとさせていただきます。
219	株主が判断を行う際には、必要な情報の提供を受けた上で、合理的な意思決定が阻害されない状況が確保されることが重要であり、「買収者が、議決権行使や委任状の勧誘を行う際に、金品・財物の交付を行うことは望ましくない」ことについて、全面的に賛同する。 対象会社側と尖鋭的に対立する状況下で株主が行う委任状勧誘において、無制限に経済的利益の供与ができるとすれば、当該株主は経済力をもって他の株主の議決権行使に関する判断を誤らせるおそれがあり、会社法もそのような手法を用いることを「権利」として保障していない(同法 968 条 2 項・同条 1 項 1 号参照)。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。 なお、本指針の当該記述は、買収者が高い買収価格を提示することで買収に応じようとする株主が享受できる経済的メリットを増大させ、買収への株主の賛同を集めようとすることを否定的に捉えているものではありません。
220	上場企業である株主においては、同意なき買収提案に対してどのような判断を行ったかを理由とともに開示することが望ましい旨を明記いただきたい。 対象会社による望ましくない行動の例として、取引先株主等に対して優越的地位に乗じた働きかけを行うことが挙げられているが、これだけでは遵守されるのか心許ない。取引先株主等が上場企業である場合には、当該企業自身も株主に対する説明責任を負うのであり、同意なき買収提案に対してどのような判断を行ったかを理由とともに開示することが望ましい。	貴重な御意見として承ります。 本指針においては、対象会社及び買収者の行動についてのベストプラクティスを提示することに主たる焦点を当てていますが、今後、本指針の考え方を踏まえた実務の進展を踏まえ、必要に応じて、買収者の株主や対象会社の株主も含めたベストプラクティスのさらなる記載も検討の対象になり得るものと考えています。
221	「対象会社の取引先株主等への優越的な地位に乗じた働きかけを行うこと」に、注書きとして、「対象会社の株式を政策保有する株主を含む。働きかけには暗黙的なものを含む」との記載を挿入することを提案する。	買収者側の行為にも同様の記載があるところ、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
222	本指針案 29 頁で「金品・財物の交付を行うこと」が望ましくないとされており、有体物でなければならないようにも読めるが、その他の経済的利益の提供(例えば、新規の発注を約束したり、勧誘に応じた個人株主を安価で旅行に連れて行く等)についても望ましくない旨を明示するべきである。	財物については、必ずしも有体物に限る趣旨ではありません。 また、御指摘の例示については、別途、「対象会社の取引先株主等への優越的な地位に乗じた働きかけを行うこと」に該当する場合もあり得るものと考えられます。
第5章 買収への対応方針・対抗措置		
223	対象会社とその株主に必要な時間と情報を提供することなく買収が行われた場合、企業価値と株主共同の利益が損なわれる可能性があるという点には同意す	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。

	る。株主に対して十分な情報開示がなされるべきであり、その後の協議が最終的に買収提案に至らない可能性があることを明確に説明すべきである。 ポイズンピルを導入する段階、あるいは対抗措置を発動する段階においては、株主総会で株主の承認を得ることが重要である。そうでなければ、ポイズンピル等の対抗措置の発動が、対象会社の株主を萎縮させるおそれがあるからである。全ての M&A 活動が「敵対的」とみなされるべきではなく、経営陣を固定化する対抗措置は推奨されるべきではない。 経営陣が自らの利益を守るような相反するオーナーシップを回避するような形で株主を考慮しなければならないことに同意する。	
224	第5章のどこかに以下の文言を入れるべきである。 「買収防衛策を導入する企業の条件と責任 買収防衛策を導入する企業の企業価値と本源的価値との差がある場合、社外取締役を含む全ての取締役は特にその差を埋めるための経営責任を負う。仮に、やむを得ず買収防衛策を導入するとしても、買収防衛策は一年以内の有効期限とすべきであり、かつ、導入企業は真に独立した社外取締役が取締役会の過半数を占めていて、投資家との対話や買収提案の窓口となる筆頭社外取締役が設置されており、指名・報酬委員会も社外取締役のみで構成されている企業であって、バリュエーションとして PBR やいわゆる PNAV などが長年に亘り大きく 1 倍を割っていない。」	貴重な御意見として承ります。 なお、本指針 5.5 において、会社としては、対応方針の導入を検討するのであれば、まずもって平時から企業価値を高めるための合理的な努力を貫徹するとともに、それが時価総額に反映されるよう取り組むことが求められること、対応方針の導入が一つの経営戦略として必要だと考える場合には、その理由について丁寧に対話や情報開示を行うとともに、取締役会の構成の独立性を高めていく(例えば社外取締役の比率を過半数とする)ことや、社外取締役を主体とする特別委員会の判断を最大限尊重することで公正さを担保すべきであることなどに言及しており、御指摘の趣旨を踏まえた記載がされているものと考えています。
225	本指針案は、対応方針・対抗措置につき株主意思を尊重するとともに、必要性及び相当性の確保、事前の開示が必要であることを確認しています。他方で、取締役会は買収提案の検討だけではなく、対応方針や対抗措置を検討及び実施する際にも、第 1 原則を含めた指針の原則に従い、企業価値の最大化を追求し、会社と株主の最善の利益のために行動すべきである点も強調される必要があります。 第 5 章は、多様な対抗措置の適切性に関する明確かつ十分なガイダンスが欠如しており、「適切な措置」と「不適切な措置」の具体例を示していないと考えていま	本指針の第 1 原則は、「望ましい買収か否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に判断されるべきである」としていますが、当該原則は、買収への対応方針・対抗措置を用いる場合においても妥当すべきものであると考えています。 また、取締役会限りの判断による導入及び発動や、買収者、対象会社取締役及びこれらの関係者の議決権を除外した議

	す。実際の買収シナリオにおいて、明確な線引きをすることは困難であり、対抗措置の適切性は、状況及び事実の総合評価次第であることも認識していますが、それを措いても、指針案が漠然としているため、実質的な制約効果がないこと、広範な文言はアグレッシブな会社による濫用の余地を与えることを強く懸念しています。 最大の懸念としては、指針案が、取締役会が、株主総会の承認によらずに、単独で対抗措置を実施できる場合があること、株主総会における対抗措置の承認・意思確認において、買付者の議決権を除外することが適切な場合があることを確認している点です。 特に「例外的かつ限定的な場面」といった曖昧かつ主観的な記載では、実務上、会社に対して濫用的な対抗措置を実施する広範な余地を与えることを懸念しています。殆どの取締役会では、このような裁量の余地が残されていると、同意なき買収提案に直面したその状況自体が「例外的」と結論付けるものと考えられます。	決権の過半数による決議など対応方針・対抗措置についての各論(別紙 3)をはじめ、対応方針・対抗措置については、経営者の保身目的で使われることはあってはならないこと等の基本的な考え方を示しています(本指針 5.1)。 その上で、本指針は、現行の法制度や裁判例を前提に、原則論やベストプラクティスをソフトローとして提示するものであり(本指針 1.2)、御指摘のように適切な措置と不適切な措置の具体例を詳細に示すこと等によって明確な線引きをすることを目的とするものではないと考えているものの、上記の内容をはじめ、指針の内容の趣旨を踏まえ、実務において適切に運用されることを期待しています。
5.1 買収への対応方針・対抗措置に関する考え方		
226	企業にとって最大の防衛策は、高い株価を維持することである。2020 年の「事業再編に関する実務指針」を企業が採用する中で行われる組織再編の重要な一翼を、M&A は担っている。 株主に買収提案の内容を評価する時間を与え、また代替的な買収者を探し出すためにも、最初の買収提案を市場に開示する必要がある。買収プロセスを遅らせ、買収者を阻止するためのポイズンピルの使用は歓迎されない。投票が行われる場合でも、忠誠心の強い株主(持ち合い株主、顧客、サプライヤー、銀行等)が、既存の経営陣を固定化させるだけの提案を支持する可能性がある。取締役会が企業の所有者の最善の利益のために提案を合理的に検討することは重要である。	本指針の趣旨に賛同する御意見として承らせていただきます。 なお、本指針においては、「会社としては、対応方針の導入を検討するのであれば、まずもって平時から企業価値を高めるための合理的な努力を貫徹するとともに、それが時価総額に反映されるよう取り組むことが求められる」(本指針 5.5)としています。 また、買収への対応方針・対抗措置について、望ましい買収提案をすることへの躊躇や、買収を通じた規律付けの低下、買収提案に対する真摯な検討の阻害を生む結果となってはならず、また、経営陣を守るためものではないこと等を明示しており(本指針 5.1)、御指摘の趣旨に沿った内容になっていると考えています。

227	機関投資家は、平時導入の買収防衛策によって、経営陣の意に沿わない買収提案を阻止できるとの誤解が上場会社の経営陣に存在しているのではないかとの懸念を抱いている。そうした誤解は、経営の規律の不十分さや、外部者による異論を排除した硬直的な経営をもたらし得る。法制度上の不備を理由として、平時導入の買収防衛策の継続をあまりに許容しすぎれば、公正な M&A の推進を阻害し、経営陣の自己規律性を弱めてしまいかねない。本指針は、そのような問題へ対処し、我が国の M&A の実務をより公正なものとする上で、重要な視座を提供していると考ええる。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。
228	本節では、2008 年以降、対応方針を採用する企業が減少し続けていることを認めつつも、そのような対応方針を肯定的に評価しているように思われ、大多数の機関投資家が反対していること、また、株式評価に悪影響を与える可能性があることを認識していない。	本指針においては、買収への対応方針・対抗方針が適切に用いられる場合には、株主共同の利益や透明性の確保に寄与する可能性もある点に言及しています。他方で、「透明性の確保の観点から、・・・制度的な枠組みによる対応では十分でないと考えられる例外的かつ限定的な場合に、・・・買収への対応方針・対抗措置を用いることがある」との考え方を示した上で(本指針 2.2.3)、「対応方針が用いられる可能性があることが、望ましい買収提案をすることへの躊躇や、買収を通じた規律付けの低下、買収提案に対する真摯な検討の阻害を生む結果となつてはならない。また、買収への対応方針は「経営陣にとって好ましくない者」から経営陣を守るためのものではない。さらに、買収は株主にとって適切な株式売却の機会となり得ることから、公開買付け等に応じて株式を換価する権利を対抗措置を用いて不当に妨げることは望ましくない」等としており(本指針 5.1)、御指摘のように肯定的に評価しているものでは必ずしもありません。
229	企業価値報告書は、ユノカル事件とデラウェア州法を多用し、一覧に記載された特定の「脅威」に対処する手段として「防衛策」が正当化される基本的な分析的フレームワークを確立した。企業価値報告書には、「脅威」という言葉とその類義語が 60 回以上登場する。	2005 年の企業価値報告書は、欧米におけるルールや米国における買収防衛策等を参照しつつ、日本で確立すべき公正なルールについて提言を行っていましたが、本指針は、その後の裁判例、機関投資家の議決権行使行動の変化等を踏まえ

	本指針では、「脅威」という言葉は3回、「グリーンメイラー」という言葉は1回しか出てこない。企業価値報告書の主要な分析フレームワークはほとんど消滅し、ニッポン放送事件判決は脚注で短く言及されている。 企業価値報告書の中心であったニッポン放送事件判決で明らかにされた「脅威」と合理的な「防衛策」という主要な分析フレームワークは、今なお有効なのか。「脅威」と「防衛策」という分析フレームワークは打ち棄てられ、別の概念が採用されたのか。	た上で見直しを行い、日本における買収の対応方針・対抗措置の在り方を改めて示すものです。したがって、御指摘のとおり、過去の裁判例の一つとしてニッポン放送事件決定の考え方も踏まえた上で提言を行うものですが、米国の判例法理における考え方に直接に依拠することはしていません。 なお、本指針は「2005年指針から内容面での見直しを行った部分については、注釈等でその旨を記載することで、本指針を活用する際の便宜を図っている。また、2005年指針の内容を踏襲しつつ、記述の簡略化やアップデートを図った部分については、2005年指針の該当箇所を注記で引用するなどし、対応を明らかにしている」としているとおり、2005年の企業価値報告書における議論も踏まえて策定された2005年指針の内容との関係について、適宜言及するものとなっています。
230	買収当事者は、買収防衛策を実施する予定がある場合には、株主に対して完全な情報を提供する必要がある。株式価値を向上させる可能性もあれば、株式価値にマイナスの影響を与える可能性もあるため、投資家はこれらの措置の結果を理解する必要がある。 また、MoM 決議などの防衛策について判決を下した裁判例があるが、このような防衛策は、株主価値を毀損する可能性があるため、例外的かつ限定的な場合にのみ用いられるべきである。日本の会社法の下では、企業買収の最終決定は取締役会が行うのだろうが、株主意思が考慮されるべきである。	貴重な御意見として承ります。 なお、対象会社は、対応方針の導入が一つの経営戦略として必要だと考える場合には、その理由について丁寧に対話や情報開示を行うべきである(本指針 5.5)と考えており、また、対応方針に基づく対抗措置の発動は、会社を支配する者の変動に関わるものであることから、株主の合理的な意思に依拠すべきである(本指針 5.2)と考えています。 また、利害関係者以外の過半数を要件とする決議に関する考え方については、下記 No.282～285 の回答を御参照ください。
231	内容について基本的に異論はないが、対応方針を導入する目的である「株主の検討に必要な情報と時間の確保」、「交渉力の付与」について、「寄与する可能性もある」という消極的ともいえる印象を与える表現に留めるのではなく、より積極的に、対応方針を導入するのであればこれらのような目的を持ったものであるべきであり、かつ、その弊害への対応を含め、これらの目的に沿った運用がなされなければならない旨を強調・敷衍してはどうか。	貴重な御意見として承ります。

5.2 株主意思の尊重		
232	本指針はブルドックソース事件最高裁判決や、その後の判例を引用しており、対抗措置の正当性は株主投票によって正式に承認されたかどうか依存する、という手続的な法理に差し替えたように思われるが、「株主の意思」の概念や、対抗措置の株主承認要件の範囲をめぐる、現行判例における曖昧さを明確にするものではない。 株主投票による承認は、対抗措置の有効性の必要条件なのか、それとも十分条件なのか。本研究会は、異なる株主構成員間の複雑な利害対立を伴う問題を、株主の直接投票に委ねることで解決することは取締役会の責任の放棄である、という2005年や2008年の企業価値研究会報告書の立場から後退したのか。	本指針は、これまでの日本の実務や裁判例を前提に、買収への対応方針・対抗措置の在り方を提言するものであることから、株主による承認が必要条件なのか十分条件なのかという形での整理はしていませんが、「対応方針に基づく対抗措置の発動は、会社を支配する者の変動に関わるものであることから、株主の合理的な意思に依拠すべき」であり、「これまでの裁判例を踏まえると、株主総会における決議を経ることで、対抗措置の発動の適法性が相対的に認められやすくなるものと考えられる」(本指針 5.2)として整理しています。 また、「株主総会を経る場合においても、取締役会は、形式的に株主総会の判断に委ねるのではなく、対抗措置の必要性や、公正性の確保…等について慎重に検討し、十分な説明責任を果たすべきである」(本指針 5.2)旨に言及しています。
233	本指針が安定株主工作を助長するものではないこと、また、取締役会は少数株主の利益に配慮する責任があることを明記いただきたい。 株主意思に重きを置くことは一見公正なようで、実際には株主構成次第で結果が左右されることになり、またその株主構成を歪めるいわゆる MOM のような決議が取られる要因にもなる。また株主総会決議を重視することは、多数決の名のもとに大株主による少数株主の搾取を許すことにもなりかねない。2005 年指針当時と比べて現在は社外取締役の数・比率が高まっているので、取締役会により多くの機能を期待できる状況にある。	本指針においては、「本指針において用いている「株主共同の利益」「株主の利益」「株主が享受すべき利益」等には、株主としての立場で享受する利益のみが含まれており、株主以外の立場で享受する利益(例えば、買収者、対象会社取締役、及びこれらの者と重要な利害関係を共通にする株主が買収において他の株主と異なる利益を得る場合など)は含まれない。」と記載しているとおり(本指針 2.2.2)、取締役会においては、株主構成に関わらず、株主としての立場で享受する利益のみとしての「株主共同の利益」を確保することを目指した努力が行われるべきものと考えています。 また、買収への対応方針・対抗措置に関する会社側の提案を株主総会に付議する際には、それに先立って取締役会で総会議案を決議することが通常です。本指針では、「株主総会を経る場合においても、取締役会は、形式的に株主総会の判断に

		委ねるのではなく、対抗措置の必要性や、公正性の確保（例えば、独立性の高い取締役会や特別委員会の関与）等について慎重に検討し、十分な説明責任を果たすべき」としており（本指針 5.2）、取締役会の機能にも期待する内容となっています。
234	本指針案 31 頁に、「買収を成立させない方向での設計・運用がなされるおそれが内在している」「当事者にとって中立な手続きルールとして機能しないおそれがあることに留意した上で、その懸念を払拭する努力をすべきである」との記載がある。 いくつかの企業は、経営陣の意に沿わない買収提案を阻止し、外部者による異論を排除するという本音をもちながら、時間と情報を確保するためという理由で買収防衛策を継続していると、機関投資家は懸念している。その懸念の存在を明確にしておくため、その懸念を適切に記載している上記記載を最終版においても維持すべきである。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。
5.3 必要性・相当性の確保		
235	本指針は、損害回避可能性を重視しているように見受けられるが、実務においては、買収を実際に撤回・中止させた後に再度の買収（提案）をしないことなどを誓約させることをも内容とする対抗措置の発動が、具体的にどのような誓約をさせるものであれば許容されるのかに関する基準について検討し、その検討結果を本指針案に記載すべきである。関連して、5.3(32 頁～33 頁)「対応方針に基づく対抗措置の発動は、株主平等の原則、財産権の保護、経営陣の保身のための濫用防止等に配慮し、必要かつ相当な方法によるべきである」という記載に、2005 年指針脚注 6(7 頁)と同様の脚注を付すべきである(32 頁[注 54]も同様。)。その上で、当該脚注の記載(「脅威に対して過剰でない相当な内容」)であるかどうかという観点から、そして、対抗措置の発動について株主総会の承認を得た場合にどのようなものが脅威であるということになるのかについても勘案しながら、前述した基準について検討すべきである。	貴重な御意見として承ります。
5.4 事前の開示		

236	経営陣の保身を正当化し、経営陣の規律を弱めるために使用される可能性があると思われるため、この章を設ける意義は見いだせない。5.4 は冗長であり、事前開示に関する明確な指針を提供していないため、削除してもよいものとする。	本指針においては、買収への対応方針が「事前に開示されていることで、導入企業は(望ましい買収も含めて)潜在的な買収先候補から除外されている可能性があり、経営への外部からの規律が弱まるという指摘もある」点に言及する一方で、「対応方針を平時に導入し、開示することによって、一定以上の株式を取得する場合には対抗措置が用いられ得ることについて、買収者、株主等の事前の予見可能性が相対的に高まると考えられ、対応方針の内容を見て投資の意思決定を慎重に行う、買収の手法を工夫して買収を試みるなどの対応が可能となりうる」としており、事前の開示については、様々な側面があり得ることを示しています(本指針 5.4)。 なお、2005 年指針では、平時に導入する買収への対応方針のみをその対象としていたものの、本指針では、有事に導入する場合も対象としたことから、5.4 については、2005 年指針で示していた「事前開示の原則」の本指針における位置づけを整理するという意義もあるものと考えています。
237	p33 や p53 における「導入企業は(望ましい買収も含めて)潜在的な買収先候補から除外されている可能性があり、経営への外部からの規律が弱まるという指摘もある」という記載は、本文ではなく、脚注にて記載いただきたい。対応方針の事前公表は、予測可能性の観点から非常に望ましく、この点については、確定した最高裁判所の決定での明示的な言及も存在するところ、該当箇所の記載は、事前開示を否定的に捉えることを過度に強調してしまうものと思料する。	本指針として、事前開示を否定的に捉えることを過度に強調する趣旨ではありませんが、事前開示については様々な側面があり得ると考えられ、該当箇所の前段の記載も踏まえて、よりバランスをとった記載としています。
5.5 資本市場との対話		
238	対象会社と機関投資家との建設的な対話の提言を歓迎する。買収が目前に迫っている場合であれ、その他の買収行動の可能性がある場合であれ、企業と投資家の対話の継続を重要な原則として支持する。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。
239	本指針は、対応方針が業績低迷企業で採用される傾向があること、従って、そのような方針が評価の低下と相関する傾向があることを暗黙のうちに認めつつ、い	買収への対応方針・対抗措置については、適法であると裁判例で認められている場合もあることから、本指針においてはこ

	わゆる「ポイズン・ピル」の使用を明確に認めている。ポイズン・ピルの使用を必然とすべきではなく、取締役会が競合提案を見つけ、株主が関与するためのより良い方策は、最小限の受諾/検討期間を強制することであろう。	れを用いるべきでないとはしていませんが、「透明性の確保の観点から、・・・制度的な枠組みによる対応では十分でないと考えられる例外的かつ限定的な場合に、・・・買収への対応方針・対抗措置を用いることがある」としている(本指針 2.2.3)ことに加え、「会社としては、対応方針の導入を検討するのであれば、まずもって平時から企業価値を高めるための合理的な努力を貫徹するとともに、それが時価総額に反映されるよう取り組むことが求められる」としている(本指針 5.5)など、御指摘のような対抗措置の発動を必然とする趣旨ではありません。その上で、本指針では、対象会社の株主や取締役会に対して十分な時間が提供されることの重要性やそのための措置を提言するなど(本指針 4.1.2)、御指摘の趣旨に沿った記載がされているものと考えています。
240	平時型対抗措置の導入が、株主の権利を害しないと考えられるような状況(或いは、逆に平時型対抗措置の導入が適切でない状況)について、考え方を示してみてはどうか。「社外取締役が十分に確保されている(されていない)」「株価がPBR1 倍を長期安定的に上回っている(下回っている)」などといった外形的な条件を例示する主旨。	本指針は、買収への対応方針について、「基準をもって形式的に判断するのではなく、対象会社の状況や当該会社との対話の内容、対応方針の内容等を踏まえた上で、対応方針の導入や対抗措置の発動に対する賛否を判断することが望ましい」旨を記載するなど(本指針 5.5)、個別の状況に応じた判断を想定しており、平時導入型のものも含め対応方針について外形的な条件を一律に示すことは必ずしも適切ではないと考えています。 他方で、本指針は、対話や情報開示をするに際して、対象会社と機関投資家の目線合わせをするために、あり得る一定の方策として、「対抗措置の発動時に必ず株主総会に諮る設計とすること」「発動要件を限定した設計とすること」「特殊な状況下の時限的な措置として設計すること」を例示しており、平時導入型においても参考になるものと考えています(本指針 5.5)。

241	5.5 の第 3 段落以降は全て削除願いたい。 そもそも、株価上昇こそが被買収リスクを減らすのであり、買収防衛策の導入に反対。 株主は、マジョリティ・オブ・マイノリティの条件を付した株主総会で有事対応型買収防衛策への決議ではなく、公開買付けに申し込むかどうかで意思表示が可能である。 そもそも、東証の形式基準しか満たしていない社外取締役でさえ過半数に満たない取締役会を持つ対象会社が買収防衛策を導入している場合に、同社に買収提案したとしてもまともに議論される期待が持てず、買収提案する買収者が生まれず、本指針の本旨である、「望ましい買収」を実現することにつながらない。 PBR1 倍割れ企業や多額のネットキャッシュや非事業用資産を抱える企業が買収防衛策でもって「望ましい買収」の発生を妨げる場合、資本の最適配分が結果的に阻害され、資本主義の原則の歪みが放置される。	貴重な御意見として承ります。 なお、本指針は、現行の法制度や裁判例等を前提としているところ、これまでの裁判例の中には、対応方針・対抗措置が適法と認められたものもあることから、これを前提とした記載としています。 その上で、対応方針の導入を検討するのであれば、まずもって平時から企業価値を高めるための合理的な努力を貫徹するとともに、それが時価総額に反映されるよう取り組むことが求められることを提示することに加え、対応方針を仮に用いようとする場合に留意すべき点についての考え方の整理を第 5 章や別紙 3 で行っています。
242	5.5 において「政策保有株主の議決権行使は、企業価値向上とは別の観点から行われるため、会社にとり得たものとなり、構造的に、機関投資家等を含む一般株主の共同の利益に即したものとはならない。従って、会社においては、政策保有株主の名前と保有比率を毎年度開示し、また、買収防衛策の導入や対抗措置の発動にあたっては、株主の意思確認のための株主総会決議(株主意思確認総会)から政策保有株主の議決権を排除することが望まれる。特に当該決議において MOM が採用される場合には、政策保有株主についてもその議決権行使を認めないものとすべきである。 また、今後の同意なき買収の増加に備えて、政策保有株式の縮減を取り止めることや、政策保有株主を増やしていく行為は「望ましい買収」を妨げるおそれの大きいことから、慎むべきである。」という趣旨の記載を追記することを提案する。	本指針 5.5 は、買収への対応方針についての資本市場との対話に重点を置いている箇所であるため、政策保有株式の論点について言及することとはしていませんが、本指針においては、平時からの企業価値向上に向けた取組みの一環として、資本構成の検証、株式の流動性を高める取組みにも言及しています(本指針第 3 章冒頭)。 なお、近年、政策保有株式は縮減傾向にあると認識しており、かつ東京証券取引所の定めるコーポレートガバナンス・コードにおいては、「上場会社の政策保有株式の縮減に関する方針、考え方など、政策保有に関する方針を開示すべき」とされているところです。 また、御指摘の利害関係者以外の過半数を要件とする決議に関する考え方については、下記 No.288～294 の回答を御参照ください。

243	本指針案 34 頁の「個々の会社の規模や状況等によって、…対象会社は、対応方針の導入が一つの経営戦略として必要だと考える場合には、その理由について丁寧に対話や情報開示を行うとともに、…公正さを担保すべきである。」との記載は適切であるので、そのまま残すべきである。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。
244	社外取締役を主体とする又は社外取締役のみから構成された特別委員会を設置しなければ対応方針又は対抗措置の制度設計が適切と認められにくいと受け止められる恐れがあることから、第 4 段落や脚注 61 において、「社外取締役を主体とする特別委員会」「社外取締役のみから構成される特別委員会」とされているところは、「独立性の担保された特別委員会」と修正いただきたい。	本指針 3.3 においては、「特別委員会の構成としては、①会社に対して法律上の義務と責任を負い、②取締役会の構成員として経営判断に直接関与することが予定された者であり、③対象会社の事業にも一定の知見を有している、社外取締役を中心とすることが基本である」とした上で、注 35 では、「社外取締役(少なくとも社外者)が過半数を占めることで高い独立性を確保しつつ、特別委員会の構成員の一部に事業に精通した社内取締役を含めることが有用な場合もあるとの指摘がある」としており、本指針 5.5 も、同一の趣旨に立つものであることから、原案のとおりとさせていただきます。
245	本指針案 34 頁において、「機関投資家や議決権行使助言会社は、費用対効果の視点も含めて考慮の上、…対応方針の導入や対抗措置の発動に対する賛否を判断することが望ましい」とあり、また、注 58 において、「ここで費用対効果の視点に言及しているのは、特に平時に導入・更新される対応方針は6月に集中する定時株主総会において議案として上程されることが多い実態を勘案したものである。」とあるが、その趣旨が不明であり、どのような趣旨が明らかになるよう、記載を修正すべきである。	注 61 は、6 月の定時株主総会において、平時に導入・更新される対応方針の議案としての上程が多く、投資先の対応方針を全て詳細に検討することは現実的には困難であると考えられることから、特に機関投資家においては、投資先各社の投資上の重要性等を踏まえつつも、対象会社の状況や対応方針の内容等の具体的な議案を実質的に検討の上、当該議案に対する賛否を判断することが望ましいという趣旨で記載していますが、御指摘を踏まえて修正しています。
246	例えば、買収防衛策に定められたルールに買収者が違反する場合等の例外的な場合を除き、対抗措置の発動時に株主総会決議を経ることが担保されている場合には、対応方針の導入や更新における株主総会決議の有無は大きな意味を持たないと考えられる。それにも拘らず、(有事か平時かを問わず)対応方針の導入や更新について株主総会決議を経ずに取締役会決議のみで行っている場合に、(経営上の KPI が好調な場合であっても、)機関投資家や議決権行使助言機	本指針では、「対応方針の導入について株主総会の決議を経ることの意義」(別紙 3 の 1.(2))において整理しているとおり、対応方針の導入(や更新)における株主総会決議にも一定の意味付けがあるものと考えています。 また、「有事において時間的制約から取締役会の判断により対応方針が導入されることがあるが、取締役会の判断により

	関は、取締役選任議案に反対することが多いとの指摘があり、取締役(特に経営トップの取締役)の選任議案への賛同率が顕著に低くなり、場合によっては否決されるという帰結になるところ、かかる帰結は明らかに不合理であると思料するため、p34の第二段落「…同様である。)」の最後に注を入れて、その旨を追記いただきたい。	その有効期間の延長・継続がくり返されれば、買収者が買収提案を取り下げる等しない限り、事実上買収を抑止することとなりかねない。対象会社としては、有効期間の延長・継続について株主総会の承認を得るなどして株主意思を確認する、そうでなければ買収者との一定期間の交渉がなされれば対応方針を取り下げるなど、恣意的な運用を回避する措置をとることが望ましい」としています(別紙3の1.(2))。 上記を踏まえると、たとえ対抗措置の発動時に株主総会決議を経ることが担保されている場合であっても、対応方針の導入や更新について株主総会の決議を経ていないという事情も考慮の上で、機関投資家や議決権行使助言機関が取締役の選解任等の議案の賛否を判断することが、必ずしも不合理であるとは言えないものと考えています。
247	注60の最初の「複数又は全ての方策」を「いずれかの方策」に修正いただきたい。 対象会社と機関投資家の対話の機会確保の手法の「例示」と記載されてはいるが、「全て満たしたとしても直ちに合理性が高いもの」とは認められないと明記されてしまうと、対応方針又は対抗措置の合理性が認められるためには、これら以上の極めてハイレベルな措置を幾重にも講じる必要があると受け止められかねないと懸念する。	注63において、「複数又は全ての方策を組み合わせることが常に求められるものではない」旨にも言及していることから、御指摘の懸念は当たらないものと考えており、原案のとおりとさせていただきます。
248	注60については「これらの方策のうちいずれかの方策を満たせば直ちに合理性が高いものと解釈されるべきではなく、また、複数又は全ての方策を組み合わせることが常に求められるものではない。」と修正すべきである。 現状の記載は一般論として誤りでないにせよ、日本語表現の問題として、これらの合理性を高める方策をいくら採用しても防衛策の合理性を高める上では無益であるかのような記載ぶりとなっており、かえって上場会社が防衛策の合理性を高める施策を採用することすら阻害する方向に働きかねず、適切とは思われない。	

249	「対抗措置の発動時に必ず株主総会に諮る設計とすること」とされているところは、「対応方針の導入時又は対抗措置の発動時に原則として株主総会に諮る設計とすること」と修正いただきたい。 上記は、あくまで例示ではあるものの、機関投資家や議決権行使助言会社は、指針に記載された内容をそのままその議決権行使基準に規定する等、形式的かつ画一的な対応をとる傾向にあるため、「対応方針の発動時に必ず株主総会に諮る設計」となっていないことを理由に、対応方針の導入若しくは更新又は当該対応方針を有する会社の取締役の選任に、彼等の賛同を得られない可能性が極めて高くなると考えられる。	本指針 5.5 においては、「対話や情報開示をするに際して、対象会社と機関投資家の目線合わせをするために、あり得る一定の方策について例示をするとすれば、以下のとおりである」とした上で、「対抗措置の発動時に必ず株主総会に諮る設計とすること」を挙げるものであること、また、その前節において「機関投資家や議決権行使助言会社は、…基準をもって形式的に判断するのではなく、対象会社の状況や当該会社との対話の内容、対応方針の内容等を踏まえた上で、対応方針の導入や対抗措置の発動に対する賛否を判断することが望ましい」と明示していることから、御指摘の懸念は当たらないものと考えており、原案のとおりとさせていただきます。本指針の記載の趣旨を踏まえ、適切な行動がなされることを期待しています。
250	「特殊な状況下の時限的な措置として設計すること」については、条件が明確でなく、誰がその発動を決定するのかが明確でないため、指針の濫用・悪用に繋がることを深く懸念しており、より明確化されることを期待する。	本指針注 65 において、設計の内容について例示しているところではありますが、更なる具体化により、却って記載に則った設計が一律に行われることも懸念されるところであり、対応方針の導入を検討する企業において、個々の事情に応じて、合理性を高める設計を検討することが求められるものと考えています。
251	脚注 61 には、発動要件を限定した設計とする例として、発動に関する判断を行う取締役会の構成について社外取締役が過半数である場合に限定すること等が掲げられているが、重要な指摘であり、本文に記載されるべきである。	他に例示している方策の記載の粒度との整合性を図る観点から、原案のとおりとさせていただきます。
第6章 おわりに		
別紙1：取締役・取締役会の具体的な行動の在り方		
1. 秘密保持契約		
252	本節第 2 段落に、経営陣が提案を秘匿して、企業価値向上を図らない事態を回避するため、秘密保持契約の期間は半年などの合理的な範囲で短く設定されるべきである旨、また、棄却された買収提案についても株主に開示されるべきである旨を追記すべき。また、本節第 3 段落に、あくまで、真摯な買収提案があった場	貴重な御意見として承ります。

	合には、買収提案があったことを速やかに開示されるべきである旨と提案から一定期間を経過した場合には、買収提案についてより詳細な開示(特に価格)を行うべきである旨を追記すべき。	
2. デュー・デリジェンスへの対応		
253	「複数の提案が存在する場合には、他の提案者との公平な取り扱いの必要性や複数の提案の実効的な比較検討の観点からもその対応につき検討がされるべきである」との提案については、対象会社と複数の買収候補者の間に存在する情報の非対称性を是正し、透明性のある買収を担保するために、デュー・デリジェンスの結果として得られた客観情報を買収候補者間で共有できるような仕組みを考慮すべきであるとする。	貴重な御意見として承ります。
254	買収者の事業環境、トラックレコードが要求される理由が明確でなく、必要な条件ではなく、支配株主も上場企業である場合、支配株主の株主に対する経済的な説明責任を負っているため、本節第2段落については、「…のみならず、検討・交渉の中で判明した具体的な提案の内容、秘密保持契約書を締結できることなど情報管理の信頼性、買収の実現可能性(ただし、支配株主が売却する可能性が乏しいとの理由を除く)等が総合的に考慮される必要がある。」という文言に変更すべきです。	本指針では、デュー・デリジェンスは、「通常、企業内部の非公開情報を提供して行うものであることから、競合他社への情報流出や目的外利用のリスクなども考慮した上で、検討・交渉を進める意義があると考える場合に実施することとなる」とした上で、「デュー・デリジェンスへの対応を行うかどうか及びどこまで対応するか判断に当たっては、「真摯な買収提案」に該当するかどうかを判断する際の考慮要素(「3.1.2 取締役会における検討」に記載の①～③)のみならず、検討・交渉の中で判明した具体的な提案の内容、買収者の事業環境やトラックレコード、情報管理の信頼性、買収の実現可能性等が総合的に考慮される必要がある」としています(本指針別紙1の2.)。 したがって、競合他社への情報流出や目的外利用のリスクなども踏まえる観点から、個別の事案において、トラックレコードや実現可能性等が総合考慮の一内容として検討されることもあり得るものと考えています。 なお、買収の実現可能性が合理的に疑われる場合として、支配株主が保有する支配的持分を第三者に売却する意思がないことが判明している中における支配的持分の買収提案を挙

		げている(本指針 3.1.2、No.120 回答)ことから、これを除くこととはせず、原案のとおりとさせていただきます。
255	買収者のデュー・デリジェンスの機会の制限等については、対象会社の社外取締役は、かかる対応が実質的に買収を阻止するための措置として行われていないかという観点から監督を行うべきとされていますが、望ましい買収の促進という本指針の趣旨からすれば、対象会社による検討過程や社外取締役の監督の内容は、買収者にフィードバックされるべき場合もあるという理解でよろしいでしょうか。	個別の事案に応じて判断されるべき事項であると考えています。
256	「真摯な買収提案」とみなされない場合として、実現可能性が合理的に疑われる場合の状況が 16 ページに記載されていますが、その中で「買収資金の裏付けのない買収提案」とあり、注記に「提案の当初(デュー・デリジェンスを実施する前の段階)では、このような書面が提示されていないことのみをもって買収提案の実現可能性が無いと判断すべきではなく」と記載されていますが、買収者がデュー・デリジェンス(DD)を希望したとしても対象会社が受け入れなければ買収の検討が進まない事態となってしまうことから、買収提案があった場合には、DD を受け入れることを対象会社の義務とすべきです。	デュー・デリジェンスについては、通常、企業内部の非公開情報を提供して行うものであることから、競合他社への情報流出や目的外利用のリスクなども考慮する必要がある(本指針別紙 1.の 2.)ものと考えており、買収提案があった場合にこれを受け入れることを一律に対象会社の義務とすることは適切ではないと考えています。 (なお、こうした趣旨を本体においても明確にする観点から、本指針注 26 において別紙 1.の 2.を参照する記載を追加しています。)
3. 株主が享受すべき利益が確保される取引条件を目指した検討・交渉		
257	39 頁の 2 行目「通り」は「とおり」のほうがよい。他の箇所の例と同様に。	御指摘を踏まえ、「とおり」に揃えさせていただきました。
258	本指針案 38 頁において、「…価格や買収する比率など取引条件に関する検討・交渉については、利益相反等の程度に応じて、社外取締役や特別委員会が検討・交渉過程に実質的に関与することが望ましい。」とあるが、社外取締役や特別委員会が取引条件に関する検討・交渉に関与すべきかどうかは、個別の事案に応じて判断されるべきであり、常に社外取締役や特別委員会が検討・交渉に関与することが望ましいとは限らない。修正すべきである。	該当箇所の前段の事業面に関する交渉との対比の観点から、社外取締役や特別委員会の役割について言及しており、「利益相反等の程度に応じて」という個別の事案に応じて判断されるべき旨にも触れていることから、原案のとおりとさせていただきます。 なお、実質的に関与することについては、自ら直接交渉に関与することに限らず、監督機能を通じて交渉に当たる経営陣に指示を出すなどの形で関与することも想定されるものと考えています。

259	本指針案 18 頁の記載や、本指針案が望ましい買収を促進することをその趣旨としていることからすれば、指針案 39 頁の記載における説明責任については、取締役会が採用した方針について株主利益の観点から十分に合理的な理由を説明するものである必要があり、形式的に説明を行うことのみを求めるものではないと考えますが、そのような理解でよろしいでしょうか。	本指針では「複数の提案の中から上場維持の提案を選択する場合には、取締役会が説明した通りの価値が実現されたのかは、様々な外的要因による影響はあるものの、業績や市場からの評価を通じて事後的に検証可能と考えられることから、取締役会はこの点に留意して自らの説明責任を果たすことが望ましい」(本指針別紙 1.の 3.)ものと考えています。当該説明責任に基づく具体的な開示内容については、個別の事案に応じて判断されるべきと考えていますが、形式的に説明を行うことのみを求める趣旨ではありません。
別紙2:強圧性に関する検討		
1. 公開買付けにおける強圧性		
260	対象会社がオール・オア・ナッシングのオファーでないことのみを理由として強圧性があるとし、対応方針や対抗措置が正当化されるとすれば、結局、「望ましい買収」が阻害されることになるものと思われます。 従いまして、オール・オア・ナッシングのオファー以外の手法であることのみをもって強圧性が認められることにはならず、対象会社としては、具体的な買収手法に即して、強圧性の有無を検討すべきであること、その結果として対応方針に基づく対抗措置をとるのであれば、かかる検討結果を具体的に説明すべきであることが必要であると解されますが、かかる理解でよろしいでしょうか。	本指針では、個別の事案における経緯や買収者の行動、株主の行動等に関して具体的な検証を行うことなく、市場内買付けや部分買付けであることの一事をもって強圧性の問題を強調し、対応方針や対抗措置を用いることを安易に正当化することは望ましくないとしているとおり(別紙 3 の 2(1)b))、オール・オア・ナッシングのオファー以外の手法であることのみをもって強圧性が認められるとは考えていません。 また、取締役会は、形式的に株主総会の判断に委ねるのではなく、対抗措置の必要性等について慎重に検討し、十分な説明責任を果たすことが求められるとしており(別紙 3 の 2(1)c))、当該検討や説明の内容として、買収手法に即した強圧性の有無の検討や説明も含まれ得るものと考えています。
a) 強圧的二段階買収		
261	「支配株主との重要な取引等に係る企業行動規範に関する実務上の留意事項等」では、少数株主の多数、又は議決権の 90%以上を直接または間接に保有する支配株主によるスクイズ・アウトを認めている。このような状況において、少数株主が魅力的な価格を確保するために必要な保護を提供する規定を本指針案に	貴重な御意見として承ります。

	盛り込むことを推奨する。 本指針案にあるように、二段階買収において、第一段階の買収完了と第二段階での少数株主のスクイズ・アウトとの間に時間差がある場合、結果として一定の強制力が生じる。第一段階と第二段階の間の時間差から生じる強制力は、支配株主が第二段階のスクイズ・アウトを速やかに実施すれば、大幅に減少する可能性がある。	
b) 少数株主として残存する可能性のある公開買付け		
262	部分買付けにおいても、公正性担保措置や、資本市場との対話を行うこと、特に取締役会が部分買付けの受入れを表明するにあたっては株主総会に諮ることがベストプラクティスであると明記していただきたい。 部分買付けの強圧性が指摘されているが、部分買付けは現経営陣が安定株主を確保し、買収の脅威から免れるという意味で買収防衛策と類似した使われ方をする点にも注意する必要がある。部分買付けは、少数株主の利益を犠牲に支配権を割安に(全ての株主に支配権プレミアムを支払うことなく)取得させるものにほかならず、その取り扱いに警鐘を鳴らすことは喫緊の課題と考える。	貴重な御意見として承ります。 なお、本指針においては、部分買収では、買収の結果、既存株主が少数株主として残存することとなるため、企業価値を下げる可能性のある買収は、そうであるがゆえに、買収を成立させやすくなる側面があること(いわゆる強圧性の問題)や、特定の者が経営支配権を取得する取引であるにも関わらず、株式の売却を望む株主が公開買付けで全ての株式を売却する機会を得られない可能性がある点が、課題として指摘されているとしています(本指針別紙2の1.b))。その上で、部分買収であることによる問題が大きいと考える場合には、全部買収に変更することで問題を解消するよう交渉すること(本指針3.2.2、3.2.3)や、強圧性のある買収手法への対応としての対応方針・対抗措置の在り方(本指針別紙3の2.(1)b))等をベストプラクティスとして提言しているところです。
263	日本では部分買収が頻繁に行われており、株式を売却できず支配株主を残す少数株主を虐げている。企業支配の原則は、その支配に対してプレミアムが支払われ、それがすべての株主に提供されることを要求している。英国の公開買付ルールには、30%の株式を取得した場合の強制買付義務が含まれている。これは、米国の制度(州によって解釈が異なる)よりもマイノリティの保護に役立っているようだ。	関連して、全部買付義務の閾値の引下げや、公開買付けにおける強圧性の問題への制度的な対応等については、現在、金融庁の公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループにおいて議論がされているところであり、今後、当該議論の結果も踏まえて関連制度が見直された場合には、必要に応じ、改めて本指針を見直すことも考えられます。
264	部分買収を禁止すべきである。例えば、英国の公開買付規制では、買収者が30%の保有比率の閾値を超えると、会社全体の買付を要求している。日本では、企業が市場外買付を行い、その結果、対象会社の株式保有比率が3分の1を超える場合には、公開買付を実施することが既に義務づけられている。我々は、公開買付けについても同様のことが適用されるべきであると考え。	
265	対象会社の株主の権利と経済的利益が優先されるべきであり、いかなる行為の開始前にも十分な配慮がなされるべきである。この目的のために、株式の51%の	

	みを保有し、支配権を取得するような形での部分買収は抑制されるべきである。部分買収は支配株主を利するものであり、公開買付けで株式を売却できない可能性のある他の株主に影響を与えると考える。このような状況は、買収者の株主にとっても好ましい結果をもたらさないかもしれない。彼らは上場子会社の一部となるが、金融庁は、親会社の支配による株主の権利と保護に関する懸念を表明している。	
266	本節の第 1 段落の最後に「20%に満たない買付けについては、強圧性を認めるべきではなく、買収防衛策を導入する理由にはならない。」と追記すべき。 関連して、別紙 3 の 2.(1)a)の最終段落 1 文目の直後に、「特に 20%未満の市場内の買付けについてはその強圧性を認定するべきではなく、また、これを理由に買収防衛策が発動されることも認められない。」という文を挿入すべき。 事前取得(toehold)は買収を進める上で有効な戦略であると考えられる一方、「市場内買付け」であることのみをもって、経営陣の恣意的な判断による強圧的な買収防衛策の対象とされる可能性があるとするれば、事前取得(toehold)に合理性のない大きな委縮効果をもたらすことになる。 事前取得として認められる範囲をあらかじめガイドラインで定めておくことで、そのような委縮効果を防止し、潜在的買収者がそのような戦略で買収を行うことを促すことが期待される。	買収への対応方針・対抗措置は「個別の事案における経緯や買収者の行動、株主の行動等に関して具体的な検証を行う」(別紙 3 の 2(1)b))必要があると考えていることから、買収への対応方針・対抗措置を用いることが認められる買付け規模について水準を示すことはせず、原案のとおりとさせていただきます。 なお、御指摘の事前取得については、買収を進める上での意義がある場合もあり、それ自体を否定的に捉えるべきではないと考えています。
c) 強圧性の排除の工夫をした公開買付け		
	日本におけるスクイズ・アウト価格は、実質的に公開買付価格と同額であることが要求されることから、強圧性の可能性、ひいては対抗措置が正当化される状況は、実質的にほぼ存在しないと推定される。 本指針でも強圧性が存在する可能性は低いと認めている、スクイズ・アウト価格が公開買付価格と同額である二段階買収および、オール・オア・ナッシングの公開買付けに対し、対抗措置が正当化されうるのか否か、明確に示すことを希望する。	本指針においては、いわゆる強圧的二段階買収のほか、少数株主として残存する可能性のある公開買付けや、市場内買付けにおいても強圧性の問題が指摘されていることに言及しており(別紙 2: 強圧性に関する検討)、御指摘のように、強圧性の可能性が実質的にほぼ存在しないとの考え方に立っていません。 また、本指針では、「例えば、対応方針に定められた手続ルールが買収者によって遵守されることで時間や情報が確保さ

		れ、買収手法として強圧性の問題が排除された「オール・オア・ナッシング」の公開買付けを用いる場合には、・・・対抗措置の必要性は一般的には乏しいと考えられ、対抗措置の発動は抑制的に考える(もしくは発動の余地を排した設計とする)ことが、望ましい買収を阻害しないためには有益である」と明示しています(本指針別紙 3 の 2.(1)c))。
268	下線部分を追加すべきです。 「c) 強圧性の排除の工夫をした公開買付け 「オール・オア・ナッシング」のオファー、すなわち、上限を設定せず(全部買付け)、<u>マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を満たす下限</u>或いは、買付け後の株券等所有割合を株式併合などができる水準となるように<u>下限のいずれか高い方を</u>設定し、公開買付け成立後に公開買付け価格と同額でキャッシュ・アウトを行うことを予告する二段階買収であってはじめに、強圧性の問題は排除されていると考えられる。<u>なお、この下限の設定は必ず行われるべきである。</u> <u>注:なお、インデックス・ファンドが公開買付けに応じないことを理由に、想定されるインデックス・ファンドの持分を考慮した株数のマジョリティ・オブ・マイノリティ条件は、インデックス・ファンドの想定持ち株数に恣意性を孕むほか、少数株主に検証不能なため、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件は、純粋な公開買付け者及び特別関係者を除く過半数の場合のみとする。」</u>	貴重な御意見として承ります。 なお、オール・オア・ナッシングの定義において「マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を満たす下限」を考慮すべきという御指摘は、買収者が支配的株主であるような場合には、「買付け後に株式併合などができる水準となる下限」では下限の設定として不十分であるという認識に基づく指摘だと理解しています。本指針は、買収者が支配的株主であることを前提としていないため、この点を特に考慮した記載とはしていませんが、買収者が支配的株主である場合については、個別の検討に当たり、その点を考慮する余地があると考えています。 (MBO 及び支配株主による従属会社の買収におけるマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定の考え方については、公正 M&A 指針 3.5 参照。)
269	100%買収を企図した TOB が実際に発表されている場合には、TOB に対して反対の意見表明を行うことは経営陣の自由であるけれども、株主総会決議による買収防衛策の導入により TOB を阻止することはあってはならず、100%買収の TOB で、成立した場合には二段階目のスクイズ・アウトで TOB 価格と同額でのイグジットが確実視される TOB においては、有事型買収防衛策の導入を禁止すべきです。 非公開化が企図されている TOB となれば、全ての株主が TOB に応募するかどうかを判断することとなり、株主の参加率ということでは高いことが期待されますが、株主総会となると個人投資家や一部の機関投資家は参加せず、参加率は低	本指針は現行の法制度や裁判例を前提とするものであり、いわゆる有事導入型買収防衛策一般を本指針で禁止することは、本指針のソフトローとしての性質からすれば適切ではないと考えていますが、御指摘の 100%買収を企図した TOB については、「例えば、対応方針に定められた手続ルールが買収者によって遵守されることで時間や情報が確保され、買収手法として強圧性の問題が排除された「オール・オア・ナッシング」の公開買付けを用いる場合には、・・・対抗措置の必要性は一般的には乏しいと考えられ、対抗措置の発動は抑制的に

	下することが予見されます。また、株主総会では、安定株主の参加率が高くなることが予見され、株主総会を行った方が TOB の実現可能性を低下せしめられることとなります。	考える(もしくは発動の余地を排した設計とする)ことが、望ましい買収を阻害しないためには有益である」としています(本指針別紙 3 の 2.(1)c))。
2. 市場内買付けにおける強圧性		
別紙3:買収への対応方針・対抗措置(各論)		
1. 株主意思の尊重		
270	買収防衛策については、株主の承認を義務づけるべきであると考え。この承認は、定時株主総会または臨時株主総会のいずれかにおける議決権行使を通じて表明され、「平時」において会社が買収への対応方針を採用する場合、および「有事」において会社が採用した方針の下で対抗策を適用する場合の両方において必要とされるべきである。	本指針は現行の法制度や裁判例を前提に、ソフトローとして原則論やベストプラクティスを提示するものであり、これまでの裁判例は、対応方針の導入及び対抗措置の発動の両方について株主総会における株主の承認を求めるものではないと考えられることから、御指摘のような義務づけはしていません。もっとも、本指針では、「対応方針の導入の段階、又はこれに基づく対抗措置の発動の段階で、株主総会における承認を得ることは、株主の合理的な意思に依拠していることを示すための措置といえる。これまでの裁判例を踏まえると、株主総会における決議を経ることで、対抗措置の発動の適法性が相対的に認められやすくなるものと考えられる」点を明記するなど(本指針 5.2)、株主意思の尊重を重視した内容となっているものと考えています。
271	株主の利益を守るためにいわゆる「ポイズン・ピル」を合法的に使用するケースは稀である。従って、指針では、後に株主総会で承認されることを条件とする対抗措置の採用をはじめ、対抗措置を企業が採用することは一切奨励すべきではない。また、株主総会の議決を全く必要としないポイズン・ピルは、何年か前に一度株主総会で批准されたものと理解しているが、無期限に維持することは、現在の株主の意向を反映していない可能性があるため、更新について定期的な株主投票を義務づけるよう、指針を改正することも強く求めたい。	本指針は、現行の法制度や裁判例等を前提としているところ、これまでの裁判例の中には、対応方針・対抗措置が適法と認められたものもあることから、これを前提として対応方針・対抗措置について整理しているものであり、対応方針・対抗措置の採用を必ずしも推奨しているものではありません。その上で、「有事において時間的制約から取締役会の判断により対応方針が導入されることがあるが、取締役会の判断によりその有効期間の延長・継続がくり返されれば、買収者が買収提案を取り下げる等しない限り、事実上買収を抑止すること

		となりかねない」ことから「対象会社としては、有効期間の延長・継続について株主総会の承認を得るなどして株主意思を確認する」「など、恣意的な運用を回避する措置をとることが望ましい」旨に言及しています。(本指針別紙 3 の 1.(2))
272	「1. 株主意思の尊重」として、(1)(2)にて株主総会の決議について記載した上で、「(3)株主意思確認の例外的な措置」として、a)にて、MoM、b)にて取締役会限りの判断が記載されているが、一般的に、買収防衛策の導入及び発動については、取締役会決議による場合、株主総会決議による場合に区分された上で、さらに、後者の方法として通常の株主総会決議と MoM 要件による決議に区分されているものである。したがって、本稿においても、そのような整理とすべきである。	貴重な御意見として承ります。
(1) 対抗措置の発動について株主総会の決議を経ることの意義		
273	一つ目の➤の一行目に記載されている、株主総会を開催して当該「株主総会において買収に関する株主の意思を確認するための時間」「を確保するという」対抗措置の「必要性」は、別紙 3(43 頁[1.(1)])に記載するものではなく、別紙 3(46 頁[b])に記載するべきである。他方で、「情報を確保するという」対抗措置の「必要性」は認められるべきではない、と記載すべきである。 市場内買付けが終了する、または、公開買付けの期間が終了する以前に株主総会を開催して当該「株主総会において買収に関する株主の意思を確認する」ことができるようにする必要がある場合も考えられるところ、そのためには、市場内買付けをいったん中止させる、または、公開買付けの期間を延長させなければならず、その観点から、株主総会を開催する以前に取締役会決議のみによって「新株予約権無償割当て等の具体的な行為」という対抗措置を発動することが許容されなければならないであろう。そうだとすれば、株主総会を開催して当該「株主総会において買収に関する株主の意思を確認するための時間」「を確保するという」対抗措置の「必要性」は、別紙 3(43 頁[1.(1)])に記載するものではなく、別紙 3(46 頁[b])に記載するべきであるものである。 株主総会を開催して当該「株主総会において買収に関する株主の意思を確認するための」「情報を確保するという」対抗措置の「必要性」はない。なぜならば、時	取締役会が対抗措置を発動し、事後的に株主総会の承認を得ることも認められうる状況にあり、このような場合には、株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保することの必要性が現に存在したことを株主が追認することとなるとの考えから、別紙 3 の 2.(1)a)の一つ目の矢羽根として記載するものです。 なお、別紙 3 の 1.(3)b)は、対応方針の導入及び対抗措置の発動の両方を取締役会限りの判断で行う場合について記載するものですので、御指摘のように別紙 3 の 1.(3)b)に矢羽根の一つ目を記載することは適切ではないものと考えています。

	間を確保するという対抗措置の「必要性」が認められてその発動が許容されさえすれば、実際に市場内買付けまたは公開買付けの期間が終了する以前に株主総会が開催されることになる。当該株主総会において、情報が確保されていない、と考える株主は対抗措置の発動に関する承認議案に賛成すればよいだけである。そうであるにもかかわらず、情報を確保するという対抗措置の「必要性」を認めて発動を許容してしまうと、かえって情報の確保を理由として、恣意的な運用（別紙 3〔48 頁〕）を行う機会を与えることになってしまうからである。	
274	二つ目の➤の記載を前提とするのであれば、「推認」という単語を修正すべきである。 該当箇所の記載の骨組みは、「買収に関する様々な要素について株主が総合的に勘案の上で、買収により企業価値ひいては株主共同の利益が害され则认为承認することは」（対抗措置の）「必要性を示す事情となる」というものであろうが、それを前提として、柱書に実際に当てはめると、「株主が」（対抗措置の発動に関する承認議案を）「買収に関する様々な要素について」「総合的に勘案の上で、買収により企業価値ひいては株主共同の利益が害され则认为承認すること」という「対抗措置の」「必要性を示す事情」「が考慮されることによって」、「新株予約権無償割当て等の具体的な行為」である「対抗措置の」「必要性が推認されるものと考えられる」。 しかし、考慮される事情が必要性を示すものなのであれば、その事情が考慮されることによって必要性が推認されるのではなく、直截に必要性が示されるのではないか。	御指摘の趣旨を踏まえ、各矢羽根について「必要性を示す一つの事情」という形に修正しています。なお、裁判所はこれらの事情を含めて様々な事情を考慮の上、必要性を判断すると考えられることから、御指摘のように「直截に必要性が示される」とは考えておらず、本文の「推認」は原案のとおりとさせていただきます。
(2) 対応方針の導入について株主総会の決議を経ることの意義		
275	注 70 に記載のある 2005 年原則の再確認は、企業の所有者である株主に関して有益であり、公開買付けを提示するだけでなく、対象会社に提案がなされる際には、株主総会を通じて株主の意見を聞く必要があることを強調している。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。
276	対応方針の導入について「恣意的な運用を回避する措置」を取ることは、取締役会の当然の責務というべきであるため、本指針案 44 頁の最後の行「恣意的な運	本記載は、有事における取締役会の判断による対応方針の導入後の運用について言及するものであり、いたずらに有効期間の延長・継続を避ける観点から、望ましい対応を例示してい

	用を回避する措置をとることが望ましい。」との記載について、「望ましい」ではなく「求められる」等の表現に変更することをご検討されたい。	ますが、こうした場面で具体的にどのように事態が推移するかは事例も少なく現時点では見通しにくいことから、規範性の低い「望ましい」という表現を用いているものであり、原案のとおりとさせていただきます。
277	株主の意思を事前に示すことなく、取締役会の判断のみに基づいて対抗措置を発動することは可能であってはならないと考える。事前に承認された対応方針が存在することをもって、特定のケースにおいて対抗措置を発動する株主の意思表示と取締役会が解釈すべきではない。	本指針においては、「対応方針に基づく対抗措置の発動は、株主の合理的な意思に依拠すべきであるが、一定の例外的な場合においては、対応方針の導入及び対抗措置の発動を取締役会限りの判断で行うことが否定されるわけではないと考える余地もある」としている(本指針別紙3の1.(3)b))ところであり、これまでの日本の裁判例を踏まえると、これを全て否定することは必ずしも適切ではないと考えています。
(3) 株主意思確認の例外的な措置		
a) 利害関係者以外の過半数を要件とする決議		
278	利害関係者以外の過半数を要件とする決議」は非常に例外的かつ限定的な場合に限られるとあるのはその通りだが、金商法改正で市場内買付を通じ3分の1を超える場合に公開買付規制が適用されると、このような決議が必要な議論にはならないはずで、改正を前提とするならば一律に禁止すべき。	本指針は、現在適用されている法制度を前提としたものであり、将来の制度改正を前提とするものではありません。 なお、市場内買付けへの強制公開買付規制の適用の是非については、現在、金融庁の「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」において議論がされているところであり、今後、当該議論の結果を踏まえて関連制度が見直された場合には、必要に応じ、改めて本指針の内容を見直すことも考えられます。
279	対応方針の導入や発動についての株主決議は、支配株主の利益相反がこの投票結果を左右することを避けるため、利益相反のない少数株主の多数決を必要とすることが重要である。従って、いわゆる MOM 決議を「例外的かつ限定的」と言及している理由を疑問視する。	本指針は、「利害関係者以外の過半数を要件とする決議」について、注78に記載のとおり、「MBO 等で用いられるマジョリティ・オブ・マイノリティ条件とは異なり、これを設定することで対象会社の提案(MBO 等の実施)に賛成する株主の比率が減るものであるが、買収への対応方針において利害関係者以外の過半数を決議要件とすることは、これを設定することで対象会社の提案(対抗措置の発動等)に賛成する株主の比率が増

		えるものであり、対象会社には自らの提案を通すためにこうした特殊な決議要件を用いようとする動機が」あり、恣意的に濫用されるおそれがあること等を踏まえ、非常に例外的かつ限定的な場合に限られる旨に言及するものです。
280	現在の日本の資本市場における株主構造を踏まえると、現経営陣側に立つ、いわゆる安定株主が、買収者側以外の少数株主のうち相当割合を占める場合が多いと考えられる。このような事情下において、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ決議を広く許容すれば、現経営陣側に過度に有利となり、買収の機会を通じた経営への規律が十分に機能しないと考えられるため、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ決議が許容されるのは「非常に例外的かつ限定的な場合に限られる」と述べている箇所(本旨新案 45 頁)は適切であり、この記載を維持すべきである。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。
281	買収防衛策に関する株主意思確認総会において、MOM 決議について、「非常に例外的で限定的な場合に限られる」と抑制的なガイダンスをされている点は評価できる。最近の日本の司法と企業実務における株主権の保護の在り方について、海外の株主や投資家の不安を招いて対日投資の意欲をそぐことが懸念され、強い歯止めが必要である。	
282	「・・・濫用されてはならず、極めて例外的かつ限定的な場合に限り認められる」という点を支持する。 いわゆる MOM 決議については、株主民主主義の基本原則や、特定種類の株主を平等に扱うという日本法の基本概念に反するものである。特に、取締役の選任など、買収防衛策の導入とは直接関係のない行為については、この傾向が強い。日本の裁判所が、株主全体から見て企業価値に対する真の脅威が存在し、かつ、そのような脅威に合わせた狭義の対応がなされていることを事実と状況に基づいて評価し、それを立証することができない限り、買収当事者の議決権を排除する決議を禁止すべきであると勧告することを強く要望する。	本指針は現行の法制度や裁判例を前提とするものであり、買収者、対象会社取締役及びこれらの関係者の議決権を除外した議決権の過半数による決議については、日本の裁判所において適法性が認められた事例があることから、これを禁止したり、また司法判断を縛ったりすることは、本指針のソフトローとしての性質からすれば適切ではないと考えていますが、今後の実務や裁判例の展開も踏まえて、必要に応じて、改めて本指針を見直すことも考えられます。

	また、金融庁が現在、公開買付規制及び大量保有報告規制の改正を検討しているが、このようなルール改正が、強圧的買収がもたらす懸念に対処するもう一つの手法となり得る。	
283	本節の最後に、「特に、MOM 条項については、株主平等原則に忠実であるべきであって、株主平等原則に反すること、また、MOM 条項の適用において頻繁に適用根拠として挙げられている急速な買い付けなどについても TOB ルールの変更により手当される見通しであることから、採用するべきではない。」という文言を追加すべき。 いわゆる MOM 条項は株主平等原則に反しており、望ましい買収が阻害されることを懸念する。 株主は、マジョリティ・オブ・マイノリティの条件を付した株主総会で有事対応型買収防衛策への決議ではなく、買収者が提示した価格をもとに公開買付けに申し込むかどうかで意思表示が可能である。 日本の「友好的」買収においていわゆる MOM 条項は付されておらず、つまみ食いされている状況である。	
284	利害関係者以外の過半数を要件とする決議における記載において、「非常に例外的かつ限定的な場合に限られることに留意しなければならない」となっている箇所の「非常に」は削除していただきたい。 東京機械製作所事件東京高裁決定（及び、その内容を是認する最高裁決定）の内容に合致していないと思料され、決定文上、一般論として「非常に例外的かつ限定的な場合」といった表現は用いられていない。すなわち、同事件高裁決定の内容に鑑みても、多様な要素を考慮した結果 MoM 決議を採用したに過ぎない。 また、46 頁においては、取締役会限りでの発動について株主の承認があったと「みなす」ことを想定している。しかしながら、MoM 決議が用いられる場合、実際に株主総会による承認を得る場合であり、対抗措置の発動の合理性がより一層担保される局面であり、それにも拘らず、取締役会限りでの発動の場合よりもさらに限定的な表現とすることは不合理と思料する。	本指針は、現行の法制度や裁判例を前提にしつつ、ソフトローとして原則論やベストプラクティスを提示するものであり、裁判例そのものを整理したり、裁判所の審査の在り方を縛ったりすることを目的とする文書ではありません。したがって、東京機械製作所事件等の裁判例における表現と必ずしも一致させることは企図されていません。 その上で、本指針では、「このような決議に基づく対抗措置の発動が安易に許容されれば、望ましい買収をも阻害する事態を招きかねない。また、決議要件を設定するのは対象会社であることからすれば、対象会社として承認が得やすいと考える決議要件が恣意的に設定されるおそれが存在する」こと等を理由として、「買収の態様等（買収手法の強圧性、適法性、株主意思確認の時間的余裕など）についての事案の特殊事情も
285	MoM 決議に基づく対抗措置の発動を「非常に例外的かつ限定的な場合に限られ	

	る」とする一方、取締役会決議限りによる対抗措置の導入及び発動については、全体としてそれが許容される前提でやや肯定的ニュアンスで説明されており、両者の均衡がとれていない。東京機械製作所事件の判示も踏まえ、より中立的な記述がなされるべきである。 少なくとも、上記箇所の「非常に例外的かつ限定的な場合」の「非常に」の部分は削除すべきである。 MoM 決議に基づく対抗措置の発動は、利害関係者以外の株主の意思確認を経た上での発動である一方、取締役会決議限りに基づく対抗措置の導入及び発動は、何らの株主意思確認を経ていないのであるから、おのずと、後者のほうが要件は厳しくなる。 なお、46頁に「非常に例外的な場合」の例が挙げられているところ、MoM 決議が「非常に例外的かつ限定的な場合に限られる」と説明すると、MoM 決議が許されるのは、これらの明らかに対抗措置の発動が正当化される場合に限られるといった理解を読み手に与える懸念がある。また、46頁の最終行には「例外的かつ限定的ではあるが」といった表現が用いられており、上記箇所(45頁)と整合していない。	踏まえて、非常に例外的かつ限定的な場合に限られることに留意しなければならない」ことを提言する内容となっています。 なお、取締役会限りの発動については、「非常に例外的な場合においては、」「正当化される余地があると考えられる」旨を述べた後、近時の裁判例に「個別事情としてその必要性が高い場合に限定されるものと考えられる」と整理しており、御指摘のような記載の不整合は生じていないものと考えています。
286	P45 の注76の②の記載について、文意ないし論理を正確に読み取ることが困難であり、本指針の内容や研究会での委員の発言、あるいは東京機械製作所事件判決などとは全く異なる内容として読むことができる。結果として、該当箇所は、本指針の最も重要な部分について整合性が取れていないことや、研究会の委員間で重要な点について全く合意が取れていないことを示すものであるとして、本指針の読み手に大きな誤解を招く可能性がある。該当箇所を削除して、「どの議決権を除外するのかに関しては議論がある」として最後に記載するなどして、本指針の内容が正確に伝わるように、適切に修正して頂きたい。 おそらく、当該箇所は、太田委員あるいは田中委員の指摘を記載しているものと思われるが、現状の記載では、当該指摘とは研究会の議論として出た意見であることが読み取れない。	買収者、対象会社取締役及びこれらの関係者の議決権を除外した議決権の過半数による決議については、注 79 において研究会で出た複数の立場の意見を紹介し、「一般に、利害関係者以外の過半数を要件とする決議がどのような根拠や範囲で許容されうるかは、必ずしも明らかではない」ところではあるものの、本指針の本文に記載のとおり、基本的には「このような決議に基づく対抗措置の発動が安易に許容されれば、望ましい買収をも阻害する事態を招きかねない。また、決議要件を設定するのは対象会社であることからすれば、対象会社として承認が得やすいと考える決議要件が恣意的に設定されるおそれが存在する」ことから、「買収の態様等(買収手法の強圧性、

	また、文章の形式として、「市場内買付けには」「買収者が支配した後で搾取的な行動をする場合に」といった表現がどこにかかるのかが不明であることから、市場内買付けのみの問題として取り上げているのか、またそうであったとしても市場内買付け一般の問題なのか、が分からない。 仮に市場内買付け一般の問題だとすると、p50で「個別の事案における経緯や買収者の行動、株主の行動等に関して具体的な検証を行うことなく、市場内買付けや部分買付けであることの一事をもって強圧性の問題を強調し、対応方針や対抗措置を用いることを安易に正当化することは望ましくない」との記載があることとの整合性を整理すべきである。 また、p45で、いわゆる MoM 決議について、「このような決議に基づく対抗措置の発動が濫用されてはならず、これが許容されうるのは、買収の態様等(略)についての事案の特殊事情も踏まえて、非常に例外的かつ限定的な場合に限られることに留意しなければならない」と記載されているにもかかわらず、該当箇所は、およそ市場内買付けには問題があるので、原則として買収者の全議決権を排除した MoM 決議に基づいて対抗措置を発動するのが妥当であるとの内容となっており、この点の整合性も図るべきである。	適法性、株主意思確認の時間的余裕など)についての事案の特殊事情も踏まえて、非常に例外的かつ限定的な場合に限られることに留意しなければならない」という整理を行っています。 したがって、本文と注記の記載に不整合が生じているとは考えていませんが、御指摘を踏まえ、注 79 の記載の趣旨が伝わるよう、表現を一部修正いたしました。
287	注 76②の記載は、「市場内買付けを行ったあらゆる買収者及びその関係者の全ての議決権を除外して決議できる」との考えであると理解されかねず、p.45 本文の「このような決議(中略)が許容されうるのは、(中略)非常に例外的かつ限定的な場合に限られる」との記載の趣旨と矛盾することからも、削除すべきである。 また、上記該当箇所は、第 8 回公正な買収の在り方に関する研究会における太田委員(議事要旨 p.12-13)、藤田委員(同 p.13-14)、田中委員(同 p.18-19)の各発言を踏まえて追加されたものと思われるが、いずれの委員も注 76①の「(当該部分の)」という記載をどうすべきかについて意見を述べたに過ぎず、「市場内買付けを行った買収者及びその関係者の全ての議決権を除外した決議を行うことが考えられる」旨の指摘をしたと解釈することは適切でない。	
288	いわゆるMOM決議について「買収者、対象会社取締役及びこれらの関係者の議決権を除外した議決権の過半数による決議」と定義されているところ、決議から	買収者、対象会社取締役及びこれらの関係者の議決権を除外した議決権の過半数による決議については、引き続き活発

	除外される買収者の「関係者」の認定については、①明確かつ合理的な認定基準及び認定手続を事前に策定・公表すること、並びに②認定基準の策定及び適用（関係者の認定）は独立した特別委員会が行うことが望ましいとの理解でよい。 また、決議から除外される対象会社取締役の「関係者」には、事案や状況によっては、安定株主や持合株主が含まれる可能性も否定されないとの理解でよい。	な議論がされているところであり、本指針は、このような決議は「非常に例外的かつ限定的な場合に限られる」旨の基本的な考え方を記載しています（本指針別紙 3 の 1.(3)a)）が、御指摘のような「関係者」の範囲やその認定方法、買付けの急速性などを含め、「一般に、利害関係者以外の過半数を要件とする決議がどのような根拠や範囲で許容されうるかは、必ずしも明らかではない」としているところです（本指針注 79）。 今後の実務や裁判例の展開を見ながら、必要に応じ、改めて本指針の内容を見直すことも考えられます。
289	「買収の態様等（買収手法の強圧性、適法性、株主意思確認の時間的余裕など）についての事案の特殊事情も踏まえて、非常に例外的かつ限定的な場合に限られることに留意しなければならない」とあるが、「株主意思確認の時間的余裕」は、「買収前の株主構成を基準とした株主総会の開催の可能性」、すなわち「買付けの急速性」と理解してよい。	
290	買収防衛策は、経営陣の保身や規律の低下を招き、ひいては企業価値の毀損をもたらす可能性があるため、基本的には反対であるところ、以下の一文は、保身を図ろうとする経営者を助長するおそれがあり、明確でないため、より詳細な説明が必要であり、株主の権利の平等な取扱いの尊重を推奨すべきである 「このような決議に基づく対抗措置の発動が濫用されてはならず、これが許容されうるのは、買収の態様等（買収手法の強圧性、適法性、株主意思確認の時間的余裕など）についての事案の特殊事情も踏まえて、非常に例外的かつ限定的な場合に限られることに留意しなければならない」	
291	本指針案 45 頁において、「これが許容されうるのは、…非常に例外的かつ限定的な場合に限られることに留意しなければならない。」とあるが、（恣意的・濫用的な運用（議決権の除外）は許されないものの）買収者やその関係者の議決権を除外するという考え方自体は直ちに不合理とはいえないと思われること、現に、裁判例でもそのような決議が許容されていること等からすると、「非常に例外的かつ限定的な場合に限られる」との断定的な表現でよいのかについてはさらに検討を要すると考える。	
292	マジョリティオブマイノリティ(MOM)による買収防衛策の導入はよほどの状況でない限り禁止すべきですが、万が一MOMにて買収防衛策を株主総会で導入す	

	る場合は、買収者を決議から除外するだけでなく、安定株主・持ち合い株主や取引先も決議から除外することを徹底させるべきです。	
293	MOM について「非常に例外的かつ限定的な場合」に限られるべきとする本指針の記載に賛同いたします。 加えて、利害関係者以外の過半数を要件とする決議を許容するか否かや、これを許容するとしてもどのような株主の議決権を排除すべきかの検討に際して、一般株主の意思を買収の成否に反映するという観点から、対象会社の株主構成における安定株主の割合を考慮することや、安定株主の議決権を排除するという取り扱いも、場合によって採用されるべきと考えますが、そのような理解でよろしいでしょうか。	
294	「このような決議に基づく対抗措置の発動が安易に許容されれば、望ましい買収をも阻害する事態を招きかねない。また、決議要件を設定するのは対象会社であることからすれば、対象会社として承認が得やすいと考える決議要件が恣意的に設定されるおそれが存在する。買収者及びその関係者の議決権のみを除外した議決権の過半数による決議に基づいて対抗措置の発動をすることは恣意的に設定がなされる典型例であり、望ましい買収をも阻害する事態を招く可能性があるものとして、その発動は許容されえないことに留意しなければならない。 他方で、買収者及びその関係者に加えて、対象会社取締役及びこれらの関係者（対象会社の取引先株主等を含む）の議決権を除外した議決権の過半数による決議に基づいて対抗措置の発動をするのであれば、買収の態様等（買収手法の強圧性、適法性、株主意思確認の時間的余裕など）についての特殊事情次第で、その発動は、望ましい買収を実現させる可能性があるものとして合理的であり、許容されうる。」と修正すべきである。 その上で、別紙 3(50 頁～51 頁)において「したがって、取締役会は、形式的に株主総会の判断に委ねるのではなく、対抗措置の必要性や、公正性の確保（例えば、独立性の高い取締役会や特別委員会の関与）等について慎重に検討し、十分な説明責任を果たすことが求められる。」という記載の後に、「また、株主総会の判断に委ねるとしても、買収者及びその関係者に加えて、対象会社取締役	

	及びこれらの関係者(対象会社の取引先株主等を含む)の議決権を除外した議決権の過半数による決議に基づくべきである(別紙 3[45 頁～46 頁]参照)。」と追記すべきである。 また、4.3 において、対象会社側に「➤ 特に、買収者、対象会社取締役及びこれらの関係者の議決権を除外した議決権の過半数による決議に基づいて対抗措置の発動をしようとする場合に、併せて対象会社の取引先株主等の議決権を除外しないこと」を追記すべきである。	
b) 取締役会限りの判断による導入及び発動		
295	株主価値を増大させる買収をもたらすことが多い企業支配権市場は、不当な制限なく機能すべきであると考え。買収防衛策は一般的に、対象企業の現職取締役が承認しない買収のコストを引き上げるように設計され、投資ファンドやその株主のような独立株主の利益にはならないため、買収防衛策の使用に強く反対する。特にそれが全株主の承認を得るために提出されていない場合に強く反対する。取締役会が一方的にポイズン・ピルを採用する場合、株主が入手可能な情報を吟味し、ポイズン・ピルの存在によって生じる株主価値の損失を受け入れるかどうかを判断する機会を奪うことになる。買収、合併、スピンオフなどのコーポレート・アクションは株主価値にとって有益である可能性があるのに対し、ポイズン・ピルの存在は買収を抑制する効果がある可能性がある。 例えば、1985 年から 2006 年の米国株式サンプルに基づく研究では、ポイズン・ピルが導入された企業の企業価値は平均 5%低下している。また、時差取締役会やデュアル・クラス構造など、日本ではあまり一般的でない他の買収防衛策に関する研究でも、同様に、企業価値と負の相関関係があることが判明している。 このような理由から、取締役会が全株主の承認を得ることなく買収対応方針を採用することをより強く抑制することを検討することを提案する。一般に、取締役会が一方的に買収防衛策を導入することは、指針案の三原則を尊重するものではないと考える。	貴重な御意見として承ります。 なお、本指針は、現行の法制度や裁判例等を前提としているところ、これまでの裁判例の中には、取締役会限りの判断により対抗措置を発動する余地を示したものもあることから、これを前提とした記載としています。 その上で、近時の裁判例に鑑みれば、株主総会を事後的に開催することも認められうる状況にあり、その場合には株主総会を開催する時間的余裕が生じることを踏まえると、実際に取締役会限りの判断による対抗措置の発動が認められるのは、個別事情としてその必要性が高い場合に限定されるものと考えています(本指針別紙 3 の 1.(3)b))。
296	当該箇所は、すべて削除したうえで、「買収防衛策は、株式会社の最高意思決定機関である株主総会における議決権者を希薄化するものであることから、買収防	

	衛策は事前に株主総会の普通決議を経るべきである。」という文言に変更すべきです。 「対象会社や一般株主の犠牲のもとに買収者が不当な利益を得る蓋然性が高い買収」という定義が不明であり、急速な買付ルール及び、市場内で株式を買い進める場合にも、TOB の実施を義務づけられる見通しであることから、緊急避難的に取締役会の承認及び、株主総会の事後承認で買収防衛策を導入する必要性がなくなるため。	
297	取締役会限りの判断による対応方針の導入及び対抗措置の発動は、社外取締役が過半数を占める取締役会の判断により行われる場合を除き、独立した特別委員会の承認を経ることが望ましいとの理解でよい。	本指針においては、「個々の事案ごとに、利益相反の程度、取締役会の独立性を補完する必要性、市場における説明の必要性の高さ等に応じて、設置の要否を検討すべき」とした上で、特別委員会の設置が有用と考えられる例示として「買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合」を挙げ（本指針 3.3）、「取締役会は、特別委員会の設置の必要性の有無やその構成等について、責任をもって判断すべきであり、かつ、その判断が合理的であることを株主に対して説明する責務を負うべきである」としています（本指針注 33）。 このような記載から、取締役会限りの判断による対応方針の導入・発動の場合を含め、対応方針・対抗措置を用いようとする場合においては、公正性の確保のための措置についても慎重に検討し、十分な説明責任を果たすべきものと考えています。
298	本節第 1 段落と第 2 段落の間に何らかの接続詞を挿入すべき。二つの文の関係性が明示されないと、実務において本指針を参照しづらい。	意味は通じていますので、原案のとおりとさせていただきます。
299	注 77 は、取締役会が対抗措置を発動する正当性を、企業価値や株主共同の利益が損なわれる「明白」な場合、「緊急性」が高い場合に限定する可能性について言及している。このような場合の具体的な内容や、注で言及されているが明確には言及されていない「過去の司法判断」に関する情報をさらに詳細に入手するこ	貴重な御意見として承ります。 なお、本指針は、過去の裁判例を詳細に整理し、その判断の妥当性を評価すること等を目的に作成したのではなく、ソフトローとして、現行の法制度や裁判例を前提に、買収を巡る当事者の行動の在り方を中心に、M&A に関する公正なルール

	とは有益であろう。また、企業が買収への対応方針を採用する場合には、その旨を定款に反映させるべきであると考ええる。 注 80 で言及されている裁判所の判断について、敵対的買収者が合理的な経営を目指していないと評価する類型のひとつに、会社の事業と現在のところ関連性のない高額資産の処分の決定であったものがある。そのような資産に事業との関連性がないのであれば、その処分はむしろ合理的経営の表れであるように思われ、これは、コーポレートガバナンス・コードの原則 1.4 に抵触すると考えられることから、裁判所の根拠に疑問を持つ。	形成に向けて共有されるべき原則論及びベストプラクティスを提示することを目的として作成しています。
300	取締役会決議限りの対抗措置の導入及び発動が許容される場合が、限定的な場合であることは理解しているが、ニッポン放送事件における四類型の例示は、強力な対抗措置が用いられた事案におけるものであり、広く一般化することはできない。 むしろ、取締役会決議限りの発動を検討せざるを得ない事案は、買収者が手続を遵守しない場合もあるのであるから（日邦産業事件では平時の株主総会決議導入後、手続違反行為に対して取締役会決議による発動を是認している）、必ずしも「反社会的勢力等による買収、対象会社や一般株主の犠牲のもとに買収者が不当な利益を得る蓋然性が高い買収等の非常に例外的な場合」に限られるものではないものといえて、当該箇所の表現は是正されるべきである。	本指針では、ニッポン放送事件の高裁決定について、「強力な対抗措置が用いられた事案におけるあくまで例示であり、これ自体が適法性の外延を定めるものではないことには留意が必要である」（本指針注 83）としており、広く一般化することを企図していません。 また、本節は取締役会限りの判断による導入及び発動、すなわち、株主総会決議をいずれの段階においても経ない場合に関する記載であり、株主総会決議により導入される場合は想定されていません。
301	「対象会社や一般株主の犠牲のもとに買収者が不当な利益を得る蓋然性が高い買収」とあるが、こういった場面を念頭においているのか、幅のある記載であるため、具体例をご教示いただきたい。	注 83 に記載の4つの類型が具体例として想定されますが、これらに限られるものではなく、個々の事案に応じて判断されるべきものであると考えています。
302	本節で挙げられている場合以外の場合、特に、企業価値は確保されないとしても株主共同の利益は確保される買収の場合においても、「正当化の余地があると考えられる」かどうかを、第 2 原則との関係性をも踏まえて検討し、その結果を反映させるために関連箇所を修正すべきである。 「現金対価による全部買収（最終的に 100%の株式を取得することにより買収者がコミットしている買収）の提案である場合に」、むしろ第 1 原則の実現を一部阻害する場合もありうる。すなわち、「対象会社の企業価値の向上に」「資する買収提案と」	第1原則における「望ましい買収」とは、特定の者にとっての望ましさではなく、政策的観点から、経済社会にとって望ましいものとして捉えています。買収の是非については、最終的には第 2 原則や第 3 原則に照らし、透明性が確保された上で株主が判断することとなるものと本指針では考えています。 その上で、取締役会限りの発動が第 2 原則との関係でどのように正当化され得るかについては、反社会的勢力等による買

	「株主が享受する利益(買収対価)が」「大きな買収提案とは、通常は一致するものと考えられるところ、例外的にこれらが一致」しない(公正 M&A 指針 38 頁参照)場合である。そのような場合は、第 1 原則の判断基準によれば、望ましい買収ではないと判断されるのかもしれない。そうだとすれば、第 1 原則を実現する前提として第 2 原則を求めるのではなくて、第 1 原則を優先すべきである、という考え方もありうるのではないだろうか。ただし、2.2.2(20 頁)のとおり対象会社の取締役会が保身を図るおそれはあるから、3.3 に記載のとおり、特別委員会の活用などの公正な手続を取る必要はあろう。 他方で、特別委員会も対象会社の取締役会によって選任されるという特性からして独立性を完全に確保することはできないであろうことを踏まえれば、「取締役会限りの判断による導入及び発動」は「正当化の余地」はないという考え方もありうる。その考え方に従うのであれば、第 2 原則を優先するとともに、第 1 原則中の「企業価値ひいては」を削除せざるをえないということになろう。	収、対象会社や一般株主の犠牲のもとに買収者が不当な利益を得る蓋然性が高い買収等の非常に例外的な場合においては、明示的な株主の承認がなくとも合理的な株主は当然に賛成するはずであるとみなすことができ、一種の緊急避難的行為として許容される場合があり得るもの(別紙 3 の 1(3)b))と整理しています。
303	注 80 のグリーンメイラーは「要求する者」で、「要求する行為」はグリーンメールであるため、「グリーンメール」と修正すべきではないか。	御指摘を踏まえ、「グリーンメール」と修正させていただきました。
2. 必要性・相当性の確保		
(1) 必要性の確保		
a) 時間・情報・交渉機会の確保		
304	防衛策の準備含めた時間稼ぎにしかならず、買収の実行が遅れることは株主にとってもデメリットがある場合もあり、また、買収者にとっても意欲が削がれることもあるため、公開買付期間の上限と同じ期間(原則 60 営業日)までの買収の実行の停止を求める行為が「一定の合理性がある」と一律に整理するのは適切ではない。	本指針においては、「買収者に対して延々と情報提供を求めることを可能とするような設計や運用を行うことや、買収提案の検討期間をいたずらに引き延ばす等の恣意的な運用は許容されるべきではない」との観点から、「例えば、市場内買付け又は公開買付けをしようとする買収者に対し、公開買付期間の上限と同じ期間(原則 60 営業日)までの買収の実行の停止を求めるもの」等は一定の合理性があるとした上で、「これらを超えて時間・情報を要する」と考える場合には、個々の事案に応じて十分に検討・説明がされるべきである。」とありますが、「60 営業日」という期間は、事案によっては、買収の
305	本指針案 48～49 頁において、「…買収者に対し、公開買付期間の上限と同じ期間(原則 60 営業日)までの買収の実行の停止を求めるもの…は、時間・情報・交渉機会の確保の観点から一定の合理性があると考えられる。これらを超えて時間・情報を要する」と考える場合には、個々の事案に応じて十分に検討・説明がされるべきである。」とあるが、「60 営業日」という期間は、事案によっては、買収の	本指針においては、「買収者に対して延々と情報提供を求めることを可能とするような設計や運用を行うことや、買収提案の検討期間をいたずらに引き延ばす等の恣意的な運用は許容されるべきではない」との観点から、「例えば、市場内買付け又は公開買付けをしようとする買収者に対し、公開買付期間の上限と同じ期間(原則 60 営業日)までの買収の実行の停止を求めるもの」等は一定の合理性があるとした上で、「これらを超えて時間・情報を要する」と考える場合には、個々の事案に応じて十分に検討・説明がされるべきである。」としています(本指針別紙 3 の 2.(1)a))。

	実行停止を求める期間として短い場合もあると思われる。そもそも、買収提案にはさまざまなものがあり、検討等に要する時間も事案によって大きく異なると考えられることから、買収の実行停止を求める期間について、(たとえ「目安」という趣旨であったとしても)「60 営業日」等の具体的な日数を提示すべきではない。	そのため、必ずしも全ての事案において、例示されている公開買付期間の上限と同じ期間の買収の実行の停止が合理性を有するとして、逆にこれを超える期間が直ちに合理性を有しないとする趣旨ではなく、個々の事案に応じて判断されるべきものであると考えています。
306	いくつかの企業は、経営陣の意に沿わない買収提案を阻止し、外部者による異論を排除するという本音をもちながら、時間と情報を確保するためという理由で平時導入の買収防衛策を継続していると考えられる。取り得る手段を明確に禁じておくため、本指針案 48 頁の、「時間・情報・交渉機会の確保を理由として、…恣意的な運用は許容すべきではない」との記載は適切であるので、そのまま残すべきである。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。
307	買収者に対する質問を通じて、公開買付届出書における記載内容と同程度の情報提供を求める場合に、対象会社においては、可能なかぎり質問をまとめて行うなど、買収提案の検討期間をいわずらに引き延ばすという事態が生じないよう努めることが必要であると考えますが、そのような理解でよろしいでしょうか。	個別の事案に応じて判断されるべきですが、時間・情報・交渉機会の確保を理由として、買収者に対して延々と情報提供を求めることを可能とするような設計や運用を行うことや、買収提案の検討期間をいわずらに引き延ばす等の恣意的な運用は許容されるべきではないものと考えており(本指針別紙 3 の 2.(1)a))、実務においては、記載の趣旨を尊重し、適切に運用されることを期待しています。
308	48 頁～51 頁には、以下のとおり明記すべきである。 ①「対応方針で定められた手続ルールに違反したことを契機として対抗措置を発動する場合」という記載のうちの「手続ルール」は、買収者が強圧性の低い買収手法を用いなければならないというルールにまずは限定されるべきであり、別途「時間・情報」を提供しなければならないというルールであってはならない(ただし例外として③)。 「手続ルール」の違反を契機に取締役会決議限りで発動する場合に、「時間・情報」を確保する必要性と結びついて対抗措置の発動が許容される、としたら、かえって恣意的な運用(別紙 3[48 頁])を行う機会を与えることになってしまう。買収者が強圧性の低い買収手法を用いている場合、「買収者の提案と現経営陣	貴重な御意見として承ります。 なお、対応方針や対抗措置を用いた対応を検討するとしても、まずは強圧性の低い買収手法を用いるよう交渉することを基本とすべきである(本指針別紙 3 の 2.(1)b))としており、また、時間・情報・交渉機会の確保を理由として、買収者に対して延々と情報提供を求めることを可能とするような設計や運用を行うことや、買収提案の検討期間をいわずらに引き延ばす等の恣意的な運用は許容されるべきではない(本指針別紙 3 の 2.(1)a))ものと考えており、実務においては、記載の趣旨を尊重し、適切に運用されることを期待しています。

	の経営方針のどちらが企業価値を高めうるのかについて株主が比較」できる程度の「時間・情報」が確保されていない、と考える株主は当該買収に応じなければよいだけである。 ②また、仮に「手続ルール」が、買収者が強圧性の低い買収手法を用いなければならないというルールである場合で、そのルールに基づいて用いるよう要求したところ、その要求が拒否されたときであっても、取締役会決議を経ただけで「対応方針で定められた手続ルールに違反したことを契機として対抗措置を発動する」ことは原則として許容されない。 ③ただし、上記②に記載の要求が拒否された場合に株主総会決議をも経たときには(相当性が確保されていれば)対抗措置の発動は許容される。そのことと関連して、株主総会開催以前に強圧性の低い買収手法である市場内買付けや部分買付けの期間が終了してしまわないように、市場内買付けをいったん中止するまたは公開買付けの期間を延長しなければならないという「手続ルール」(「時間」を確保するためのルール)は認められ、当該ルールに基づいた要求が拒否された場合には、取締役会決議を経ただけでも例外的に許容される。なお、この場合、情報確保の必要性和結びついて対抗措置の発動が許容されてはならない。
309	「買収者の提示した条件よりも有利な条件を得るための交渉機会の確保を目的」として「対応方針が用いられ」た場合に、「買収者が対応方針で定められた手続ルールに違反したことを契機として対抗措置を発動する」ということを当該「交渉機会を確保する必要性和結びつ」けて(「交渉機会の確保の観点から」)「一定の合理性があると考えられる」という記載は削除すべきである。 強圧性の低い買収手法が用いられている場合には、株主は、買収者の条件に不満であれば、当該買収に応じないであろう。他方で、不満でなければ応じるようになることが、対象会社の取締役会は「買収者の提示した条件」が対象会社の「本源的価値」よりも低いことを株主に対して説明し、不満を抱かせるという状況に至らしめることもできるであろう。また、強圧性が高い買収手法が用いられている場合であっても、市場内買付けや公開買付けの期間が終了する以前に株主総会を開催することができた場合には、株主は、買収者が提示した条件に不満であれば、

	対抗措置の発動に関する承認議案に賛成するであろう。	
b) 強圧性のある買収手法への対応		
c) 必要性を基礎づける要素についての考え方		
310	注 86 について、株主総会決議における株主の判断が、公開買付けへの応募等を通じた株主の判断よりも、常に優れているとは言えないとしている点に同意する。 指摘されているように、パッシブ投資家の中には、マニフェストやベンチマークの制限に関連した理由も含め、買収に賛成でありながら公開買付けに応じない者も実際に存在する。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。
(2) 相当性の確保		
a) 損害回避可能性		
b) 損害軽減措置		
c) 損害の予見可能性(危険の引受け)		
d) 各要素間の関係		
3. 事前の開示		
311	「対応方針を平時に導入し、開示することによって」という箇所について、「対応方針は取締役会限りで導入、開示し、総会で説明し、発動時に総会の承認を求めることとする。これに反する東証の現在の実務を改める。」というのが私見です。	本指針は、現行の法制度や裁判例等を前提としているところ、これまでの裁判例の中には、株主総会決議を経て対応方針を平時に導入し、取締役会の判断により対抗措置を発動した事例において、これが適法と認められたものもあることから、これを前提とした記載としています。
その他		
312	指針案においては、株主保護の観点から、対象会社の取締役や買収者の行動規範を定めているが、企業価値の向上とサステナビリティの確保の観点からは、対象会社と取引関係にある債権者等の保護も勘案した指針作りを検討して頂きたい。 近時、企業買収の局面において、LBO ファイナンスを用いて SPC で対象会社の発行済株式全てを取得した後、SPC と対象会社を合併させるスキームが頻繁に利用されている。	貴重な御意見として承ります。 なお、本指針は、独立第三者間取引を念頭に、買収者が上場会社の株式を取得することで、その経営支配権を取得する行為を主な対象とした指針であることから、LBO ファイナンスを用いるような個別のファイナンススキーム手法の各論についてまで言及することとはしていません。

	しかし、このようなスキームを実行した結果、対象会社は長期間にわたり LBO ローン債務の返済を強いられ、成長機会が不当に奪われる恐れがある。 企業買収の局面において LBO ファイナンスが用いられた場合には、対象会社との合併を制限するルール の制定等を検討して頂きたい。	また、LBO ファイナンスが用いられた場合には対象会社との合併を制限するといった法的拘束力を伴うルール制定には、本指針のソフトローとしての性質からすれば適切ではないと考えています。
313	今後、具体的に買収ルール の改定が行われる際には、経営者側も買収者側も少数株主の利益を保護すべき行動をとることを求めるものにしてほしい。現在日本政府が後押ししている資産運用の活性化には、少数株主が安心して株式運用できる市場形成が必要と考える。	貴重な御意見として承ります。
314	スクイズ・アウトについて言及している箇所があるが、1/3 を締め出す方法もマイノリティへの虐待である。10%の水準で十分であり、世界的に広く採用されている(5%の制限を設けている法域もある)。	貴重な御意見として承ります。 なお、本指針は現行の法制度や裁判例等を前提とするものであり、スクイズ・アウトの要件についても、現行法制度を前提に記載しています。
315	買収に際しての少数投資家の「スクイズ・アウト」の制限を 1/3 から、他の法域で頻繁に採用されている 10%レベルに引き下げるべきである。	
316	指針案では直接取り上げられていないが、経済産業省は、買収に関する独立した裁定機関のような、指針の執行メカニズムの確立を検討することも提案する。テイクオーバーパネル又は類似の組織は、規制が遵守されていない場合にコーポレートアクションの進行を阻止することができ、そのような組織はコンプライアンスを確保するための法的権限を持っている。「公正な買収の在り方に関する研究会」が他の法域の法制度や慣行を検討することを歓迎しているが、英文資料には、他の主要な市場の比較概要が含まれていないことを遺憾に思う。研究会が検討したすべての文書とインプットの英訳を見る機会があれば幸いである。	貴重な御意見として承ります。 なお、英文資料ではありませんが、経済産業省では、米英仏独における上場会社 M&A 制度・市場動向に関する調査を並行して実施し、本研究会でも当該調査内容を踏まえた検討を行っています。
317	情報開示が充実したとしても、その開示内容から公正性に合理的な疑問が生じた際に、それを追求する実効性のある手段がなければ、現実的な意義はあまりありません。一般の少数株主でも使いやすい追求手段として、会社法で 3%以上の議決権を有するものに認められる業務検査役選任請求権(会社法 358 条 2 項)の対象として、企業買収に関わる意思決定も含まれることを本指針で明記すべきと考えます。これにより徹底的な究明が可能となり、対象企業もそれを念頭に置き、そもそもの不公正な行為を抑止する効果があると考えます。	貴重な御意見として承ります。 なお、本指針では、会社法上の取締役の善管注意義務・忠実義務、「公正な価格」やこれについての裁判所の審査の在り方等について整理を行うことを直接企図したものではないとしている(本指針注 10)ところ、それに限らず、個別の法解釈の整理を行うことまでを直接企図していませんが、実務において

		は、本指針の趣旨を尊重し、適切に運用されることを期待しています。
318	過半数の独立取締役で構成される取締役会が、対象会社・買収会社双方の立場から、企業買収の公正性・透明性を確保するように行動することが重要である。取締役会が社外取締役中心で構成されていない場合には、買収の是非は株主総会の決議によって判断されるべきである。最終的には、取締役会は、株主の最善の利益に資する提案について検討すべきである。この点で、本指針によって示される新たな行動規範は、経営支配権を取得する買収提案に関する取締役の役割と責任を明確にするのに役立つものと考えている。	貴重な御意見として承ります。
319	企業によっては、支配株主や株式の持ち合いにより、少数株主の権利が制限されている場合がある。企業が特定期間中に株式持合を削減する計画を開示し、特定目標の達成に向けた進捗状況を株主に定期的に報告することを提唱する。例えば、親会社、子会社、サプライヤーである場合など、資本利益率に与える影響の明確化とともに、持合い株式の性質が開示されるべきであり、また、指定期間中にどのように削減又は解消するつもりであるかが開示されるべきである。	貴重な御意見として承ります。 なお、近年、政策保有株式は縮減傾向にあると認識しており、かつ東京証券取引所の定めるコーポレートガバナンス・コードにおいては、「上場会社の政策保有株式の縮減に関する方針、考え方など、政策保有に関する方針を開示すべき」とされているところです。
320	指針案は、日本企業の取締役会が独立しているという前提のもとに作成されています。 しかし、Institutional Shareholder Services によれば、取締役会の 81%以上が経営陣で占められているというデータがあります。また、調査したところ、過去 3 年間に同意なき買収提案を受けた日本企業はすべて、取締役会の過半数が経営陣で構成されていました。 さらに、日本の経営陣は同意なき買収提案が成功した場合、自分たちが職を失うことになると考えています。 今後数年間、同意なき買収提案の殆どは、現状を変更しないことに関心・利害関係のある現経営陣が取締役会の過半数を占める企業に対して行われると考えています。 このような状況を考えると、日本企業の取締役会が社外取締役によって過半数を構成しているのであれば、現在の指針案はうまく機能すると考えます。しかしなが	貴重な御意見として承ります。 なお、会社の取締役・取締役会には、平時から経営努力を尽くすことで企業価値を高めるとともに、それが時価総額に反映されるための取組みを行うことが求められており、その観点から、取締役会の独立性を高めていくことが重要である旨(第 3 章柱書、5.5)に言及しています。

	ら、取締役会の構成はそうになっていないことを踏まえ、指針案が実効性を伴う為には日本の取締役会の実態を反映したものに修正する必要があると考えています。	
--	---	--