

パブリックコンサルテーション結果報告

産業組織課

2023年3月28日

パブリックコンサルテーション結果概要

- 研究会で議論している主要論点を提示し、パブリックコンサルテーションを実施。

※URL : <https://www.meti.go.jp/press/2022/02/20230222006/20230222006.html>

- 寄せられた意見・情報の概要は、次ページ以降のとおり。

■ 実施期間：2023年2月22日～3月15日

■ 意見提出者数：38者

提出者の属性	
機関投資家	19者
事業会社	6者
法律実務家	4者
リサーチ会社/フィナンシャルアドバイザー等	3者
学識者	3者
個人	3者

各論点に対する意見数	
総論	18件
1. 買収一般に関する原則	28件
2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動	31件
3. 買収に関する透明性の向上	25件
4. 株主の意思決定を歪める行為の防止	12件
5. 買収防衛策の在り方	29件
6. 関連用語の呼称	5件
その他	10件

※同一論点内に同一者から複数意見がある場合も1件として集計。

※論点に対応した回答がなされていない場合は、関連性の高い論点に分類して集計。

総論（1／5）

本研究会・指針の意義・期待

- 日本のコーポレートガバナンスが過去10年間で大幅に進歩したにもかかわらず、企業支配権の市場がまだ十分に機能していない。その主な理由は、経営陣と株主・企業価値との間の潜在的利益相反に対処した明確かつ効果的な公正手続が存在しないことにある。経営陣は、独立した上場企業であり続けることによって、より多くの価値を提供できると主張することがある。このような経営陣の主張が真実であるかどうかは、明確かつ効果的な公正な手続の下で社外取などの客観的な機関によって評価されなければならない。かつ、説明責任を果たすためには、取締役を選出する株主に対する透明性の高い情報開示が必要。（機関投資家）
- 防衛策を巡る近時の司法判断が残した不明確性によって、不招請型買収提案等に大きな萎縮効果が生じ、本来の経済的機能が損なわれている中、本研究会がこの課題にタイムリーに取り組み、買収の積極的意義に重きを置いて検討していることは心強く、趣旨に賛同。濫用的買収に対抗措置が必要な場面があり得ることを否定しないが、経営規律弛緩や保身目的の濫用の懸念は現実として大きくあり、防衛策を今後も活用するならば、恣意的運用の心配がない、明確かつ合理的なものとなることを期待。（機関投資家）
- 東証の「フォローアップ会議」において、継続的にPBR1倍を割る上場企業に対し、改善策や進捗状況を開示するよう要請する案が示されたところ、市場の期待に十分に応えられない上場企業や、上場の意義が乏しくなっている上場企業については、買収を通じて市場から退出する機能が働くべき。本研究会の成果としての指針等は、日本の上場企業における企業価値・株主価値の向上に資するものであるべきであり、かつ、一般株主の利益が不当に害されることのない内容であるべき。（機関投資家）
- 日本経済の低迷の理由の一つにM&A市場が機能していないことがあるが、現経営陣が希望する提案かは関係なく、それらの提案や対抗提案を真面目に扱い、検討結果を株主にも詳細・正確に開示し、承認してもらう仕組みに切り替えれば、資本市場における日本企業の株価があがり、資本コストが減少し、好循環が生まれ、様々なステークホルダーへの恩恵が期待できる。他方で、買収者の活動を制限すると、国内外の投資家が絶望し、株価が下がり、悪循環が続く。このリスクと緊張感を十分理解すべき。（個人）

総論（2／5）

本研究会・指針の意義・期待

- 「取締役は株主共同の利益を最大化する責務を負っている」ことを再度確認してほしい。日本の経営者の多くはこれを理解せず、その実行を怠ってきたために、日本経済が現状の姿となっている。上場企業の資本効率性の向上と株価の上昇、ひいては日本経済の活性化につながる検討をお願いしたく、例えば、買収防衛策を議論するのではなく、日本企業の株主価値向上策について広く啓蒙されるのはいかがか。そして、海外の投資家から、「日本は特異な国である」と、これ以上思われたいような指針の策定をお願いしたい。（機関投資家）
- 未承諾の買収提案や公開買付けを行う前などの経営陣・取締役会と株主との間の有意義なエンゲージメントが、会社に対する市場の信頼を強化し、全ステークホルダーの価値創造に繋がるため、経営陣と株主間の自由な対話の流れを阻害せず、積極的エンゲージメントを奨励してほしい。（機関投資家）
- 買収提案が「企業価値の向上」に資するか否かを経営陣の恣意的な判断に委ねた結果、日本の株式市場や株主、それ以外のステークホルダーは、健全なM&A市場を通じて得られるはずの利益や機会を逃している。買収を巡る枠組みの設計においては、企業価値が毀損された例外的な事例に重点を置くのではなく、経営陣が自らの保身のために買収防衛策を利用し、潜在的な買収者が「敵対的」とみなされることを恐れて買収提案に二の足を踏むような事態を減らすような制度設計を行うことが極めて重要。（機関投資家）
- 公正M&A指針は、買収提案を受けた会社の取締役会の行動規範を世界水準のそれに引き上げるものであった一方、本研究会の議論では、一部では株主・投資家の権利を制限し、また市場の機能を低下させかねない議論も散見される。資本市場の公正性・透明性・効率性が継続して最大限担保されているという信頼を世界中の投資家から得ることが日本市場の活性化に必要。（機関投資家）
- 買収者による市場の乱用を減らすという点では良い狙いだが、実際には、企業の防御力を更に高めることによって、説明責任を減らし、事実上のガバナンスを低下させることになるのではないかと懸念。不良経営陣や取締役会を有する企業が少なからず存在しており、そのような企業を守るために、ルールを変更すべきではない。投資家からの効果的圧力は、経営陣に説明責任を持たせるための主要な市場メカニズムの一つであり、効果的圧力をかける能力を低下させることは、ガバナンスの水準を高め、効率性を向上させる日本の努力にとって非常に有害であり、東証で進められている改革に真っ向から逆行する。（機関投資家）

総論（3／5）

本研究会・指針の意義・期待

- 日本の経営陣は、株主やその他のステークホルダーへの影響を考慮することなく、個人的に魅力的でないと判断した提案については、事実上無視する自由がある。ほとんどの買収提案者がDDを行う必要があること、英国のように取締役会がすべての買収提案者に平等なアクセスを提供する義務がないこと、融資条件を認める米国と異なり、日本では公開買付けに「一定の資金」が必要なことと相まって、日本は主要市場の中でも、企業支配権市場を事実上無効にしている。（機関投資家）
- 企業価値を高める買収が生じやすくするための公正なM&A市場を整備するには、持ち合い等が未だに強固な買収防衛策として機能していることを前提とした上で、別の方法、すなわち、買収等の場面において、会社や経営陣の恣意を排除し、買収者が提案を行いやすく、少数株主の意思が尊重される仕組み作りをすることが必要である。買収防衛策の要否についても、日本の上場会社の企業価値を高めるために有効であるかという観点から、客観的なデータを基にして、検証を行う必要がある。（機関投資家）
- 本研究会の結果は、いずれにせよ強いシグナルとなり、そのシグナル次第で海外機関投資家は今後、日本への資本配分を増やすか減らすかを選択するかもしれない。株主参画と完全かつ強固な買収提案検討の指針が採用されれば、公正M&A指針と同様、日本のコーポレート・ガバナンスに対してプラスの効果をもたらし、世界中の日本の資本市場に対する信頼と関心を高めることにつながる。（機関投資家）
- 一般論として日本企業は買収提案に対して消極的と見られがちの中、ソフトローとしてM&A活性化に向けた強いメッセージが必要。「同意なき買収」提案についての取締役会の拒絶により頓挫するものが多数あり、そうした背景から、M&A関係者含め、買収提案を試みるインセンティブが削がれていることの方が問題。「同意なき買収」を含む買収提案について「企業価値」及び「株主価値」の向上・最大化の観点からの行動規範及び透明性の高い情報開示等のプロセスに係る公正なルール形成を促すことが重要。（法律実務家）

総論（4／5）

本研究会・指針の意義・期待

- ほとんどの企業が誠実に行動しているにもかかわらず、市場ルールや株主を悪用する少数の悪質な行為者によって損なわれている。会社のことは株主に決めてもらうことを原則とし、法律の複雑さを背景に、悪質な行為者をさらに困り込むようなルールを作ることは、日本におけるより良いガバナンスと成果を奨励する正しい方法とは言えず、より透明性が高く、よりエンゲージメントが高いことが必要。（機関投資家）
- 現行の公開買付制度では、十分な時間や適切な判断プロセスへ経ないまま買収が成就し、結果として企業価値や少数株主の利益を害する恐れが否定できないため、平時の買収防衛策が必要。買収の望ましい姿が示されることにより、自律的に悪い買収が駆逐され、平時において買収防衛策を具備する必要がなくなるのではないかと期待。（事業会社）
- 日本企業には売却インセンティブがなく、不正や債務超過といった危機がない限り、実際に売却の動きが顕在化しない。その理由は経営陣の利益相反と買収提案が公正に取り扱われる制度設計になっていないことにある。企業価値を高める買収がより生じやすくなるようにする趣旨での議論は、企業価値向上に資する経営方針を持つ買手しか上場会社を買収してはいけないことを推し進める方針であり、会社法の根幹をなす所有と経営の分離という大原則を真っ向から否定する。（機関投資家）
- 日本企業は、メインバンクシステムや持ち合い株式を背景に、企業価値・株式価値の向上が行われていなくても、経営陣に対する規律付けを行う主体が不在という状態が続いている。経営に影響力を行行使する20%以上株式を保有する大株主が登場することを、株主共同の利益、企業価値最大化を実現すべく行動するとは限らない経営者側が決めることができるのは、そもそもエージェンシー問題を助長するばかりになると言わざるを得ない。（機関投資家）
- 他の主要市場と同様に、日本も、少数株主を含む株主保護のためにより体系的かつ強固な強制的買収規範を定めるべき。また、買収取引をめぐる開示の枠組みを大幅に強化し、当該取引の目的、根拠、特徴その他の重要な要素について市場が適切に把握できるようにすることが重要。これにより、現在不足している透明性が確保され、株主は適切な情報に基づいた投資判断を適時行うことができ、経営陣や取締役会は、会社の最善の利益を促進するために働いているかどうかをより徹底的に審査することができる。（機関投資家）

総論（5／5）

本研究会・指針の意義・期待

- 日本企業の競争力が徐々に失われていることを懸念。この競争力の低下は、①M&Aがないか、限定的であるため、企業が最適規模とは一般的には言えないこと、②M&A等が限られていることを背景に、競争相手が規模に欠け、業務改善を行うインセンティブやモチベーションが経営者に不十分であることが多いことを反映して、業務の非効率性や停滞が発生していることにより生じていると考えられる。（機関投資家）
- 株式市場における日本の低評価は、個人投資家や年金基金に打撃を与え、日本企業の株式資本コストを上昇させ、国際競争力を低下させる。法的拘束力のある買収ルール、33%の閾値ルール、特別委員会の透明性の向上、買収防衛策の廃止、集団的エンゲージメントに関する法的明確化は、日本の資本市場に対する投資家の信頼を高め、日本企業のグローバル企業と比べたマイナス評価を解消し、日本に多くの利益をもたらすと信じる。（機関投資家）
- 日本は今、転換期を迎えており、企業価値を高める大きなチャンスが残っているため、政府や規制機関は、上場企業と株主の間でしっかりとしたエンゲージメントと意見交換を促すような枠組みを作る努力をすべき。そうすることで、公正M&A指針や両コードの下での更なる進展ができ、資本・資源のより効率的な配分、労働移動と賃金の増加、株主価値の向上と資本コストの削減をもたらし、日本経済全体に計り知れない好影響をもたらす可能性がある。（機関投資家）
- ポイズンピル使用や買収ルールの欠如は、日本株低評価の理由としてよく指摘される。（リサーチ会社/フィナンシャルアドバイザー等）
- 欧米に比べてPBR1倍割れの上場企業が多くある日本で敵対的買収が起きるのはごく自然なことで、むしろ今まで敵対的買収が起こりづらかったがゆえに、日本企業経営陣は経営の規律付けを受けることがなく、低PBRの状態、企業価値向上を一生懸命高める努力を怠ってきたと言えるのではないかと推測され、日本の上場会社の取締役会（含む社外取締役）が、買収者が企業価値向上に資するか適切に判断できるとは思えない。（機関投資家）

1. 買収一般に関する原則（1 / 12）

対象範囲・買収定義

- 上場会社買収が前提の議論か、非上場会社も射程に入る議論か、明確にすべき。（法律実務家）
- 「望ましい買収」という用語の定義が不明確であり、もう少し解像度を上げた議論をすべきではないか。買収は、買収者、売主（株主）、対象会社それぞれの立場で利害が異なり、買収者と売主とで評価が異なるから成立するのであって、誰かの立場を離れて一義的に「望ましい買収」という基準は理解し難い。買収者にとっての「望ましい買収」という文脈ならば、企業価値の向上を基準にする考え方は理解できる。（法律実務家）

企業価値／株主利益

- 「企業価値向上」は概念的ではなく、数字で説明する必要があることを明確にしてほしい。支配権市場も「市場」である限り、「企業価値向上に資する」という曖昧模糊とした概念ではなく、「価格」によって趨勢が決められることが基本原則であるべき。買収者は支配権取得後の企業価値向上も織り込んで価格を算出しているのであって、市場価格よりも高い価格の提示は、一定の企業価値向上を果たす用意があると判断するに足る経済合理性が存在する。経営陣は争うのであれば独自に算出した価格を提示するか、他の買収者を見つけるべきであり、取締役会は専ら価格の高い方を支持するのがベストプラクティスとして考えられる。（機関投資家）
- 価格を優先する考え方は、買収の受け入れ可否は企業価値向上の有無で判断し、受け入れ後の条件交渉には価格を用いるという研究会の議論とは異なるかもしれないが、大半の取締役会が社内過半数で構成される日本では「企業価値向上」という曖昧な判断軸を許すことは経営陣の保身を招く恐れが強い。本研究会の本質的な目的はわが国における支配権市場の機能を回復し、生産手段がベストオーナーの手に渡り、国全体の生産性向上に繋げることと考えているが、そうだとするならば、取締役会構成に関わらず資源配分が進むよう、価格を重視した制度設計を希望する。（機関投資家）
- 「企業価値」の定義を明確にし、株主の利益を反映した定量的な定義を行うことを求める。一般的な定義として、事実上、企業価値、つまり貸借対照表の負債側（負債と資本）の合計が挙げられており、これは合理的な定義と考えられ、その性質上、のれんの形を含むすべての利害関係者の企業への利益の評価に影響を与える様々な要素を含んでいる。（機関投資家）

1. 買収一般に関する原則（2 / 12）

企業価値／株主利益

- 「望ましい買収か否か」は、企業価値を向上させるか否かの基準によるべきであることに異論はないが、「企業価値」の内容及び判断基準が不明確であるため、実務的には混乱を招くことも多い。「企業価値」の内容につき、株主価値のみならず、状況に応じて、従業員その他のステークホルダーの利益も考慮できることを否定するものではないが、株主判断のためには、可能な限り「定量的」に判断できる基準であるべきことを明確化すべき。不明確かつ抽象的な定性的基準を中心に据えた評価・説明がされる運用のままで、株主及び市場による判断が困難であり、いかに手続・情報開示ルール等を整備したとしても有効に機能しない可能性。（法律実務家）
- 企業買収の文脈において「企業価値の向上」という表現は、定量的指標が軽視されてきたことから、定義を明確にし、濫用を防ぐ必要。一般に、金融用語としての「企業価値」とは、企業の株式価値（≡時価総額）と純有利子負債の合計を指すため、時価を上回る最高株価を提示した者が企業価値を最大化する者であることを明確にすべき。反社や焦土化を意図する者、安全保障上問題がある者は、株価に依らず企業価値を向上させない者として列挙することにより、乱用的買収を防止可能。（機関投資家）
- 「企業価値」が多用されており、株主以外のステークホルダーにとっての数値化できないような「企業価値」と解釈することもできるなど、判断者によって、どのような定義づけも可能。公正なM&A指針で採用されていた定義とすべきで、これは「株主価値」ということになる。よって、例えば、株主目線では「望ましい買収か否かは、株主価値を向上させるか否かを基準に判断されるべき」という書き方とすべき。強圧性のない買収では、対象会社経営陣の株主価値向上策によって向上する株価と買収提案価格を比較することになるが、2005年企業価値報告書によれば、「・・・買収防衛策の合理性を高めるには、防衛策の導入から発動に至るプロセスで、企業価値の向上ひいては株主全体の利益の向上が反映できるような手続き上の工夫をこらさなければならない。」とされており、今回の議論においては、全体としてこの考えがなおざりにされており、議論が後退している。（個人）
- 買収が実現することによって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」であると判断す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、その点を明示すべきであり、「企業価値」と記載するのではなくて、「買収対象会社の企業価値」と記載すべきではないか。（学識者）

1. 買収一般に関する原則（3 / 12）

企業価値／株主利益

- 企業価値の向上は明白で説得力があるように聞こえるが、買収提案が企業価値の向上をもたらすかどうかという問題は、非常に主観的で、厳密な方法で決定し定義することが実際には困難。買収者側に大きな価値を得ることを潜在的に許した例が複数あり、取締役会の能力を疑うべきだろう。また、取締役会が真に独立していない場合、提案が企業価値創造に資しないと根拠なき理由を示すことが多い。その買収がより大きな価値を生むかについて、真に見解を持てるのは、株式の所有者たちのみである。（機関投資家）
- 「企業価値向上」は、理論的に間違いではないが、客観的評価が難しいので、株主の利益と意思、そのための透明性が優先されるべき。もし「企業価値」を基準に判断するならば、その定義（時価総額かなど）と、企業価値毀損の理由（将来キャッシュフローの予測や割引率など）を客観的に説明する必要。また、合理的提案を拒否する場合、株主が拒否の決定を理解しやすくするため、買収価格を超えた企業価値向上のための十分に詳細かつ具体的で実行可能な計画を示すべき。（機関投資家）
- 株主を含む各ステークホルダー共通の視点が企業価値であるため、望ましい買収か否かは企業価値を向上させるか否かの基準で判断されるべき。また、買収者の予見可能性の確保も重要であり、そのためには買収に係る手続の透明性が必要。透明性のある手続の下で、会社が十分な情報をステークホルダーに提供し、株主が最終判断をするのが買収一般に関するあるべき姿。なお、買収では、財務的価値に主眼が置かれてきたが、今後は非財務的価値も念頭に置く必要があるように感じており、製造資本、知的資本、人的資本などの非財務資本が企業価値を支える重要な要素となっている。こうした非財務資本を毀損する買収をどうするか の扱いも明確にする必要。また、TOBの際の全部買取義務の範囲の強化による買収者の責任の明確化、外資規制との連携した買収法制の在り方等の包括的な枠組みの確立も必要ではないか。（事業会社）

1. 買収一般に関する原則（4 / 12）

企業価値／株主利益

- 企業価値を向上させる買収であるか否かという判断においては、一般株主のほか、顧客、取引先、地域社会、従業員などのステークホルダーの利益に資するか否かという点も、取締役会において考慮することは当然許容されるべきであり、そのことを指針において明記していただきたい。（事業会社）
- 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が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も考慮していただきたい。（事業会社）
- 企業価値の定義自体は明確であっても、実際に議論する際には容易に恣意性が介在し得ることは、過去の指針でも繰り返し警鐘が鳴らされている。加えて、対象会社がDDを拒むなど企業価値向上策の具体的検討機会を与えないことで、容易に買収防衛が可能となるという問題や、部分買収では、買収による企業価値の増減と強圧性の有無とが連動するため、同意なき部分買収はほぼ自動的に強圧的という攻撃を現経営陣から受け、企業価値と同様、強圧性の判断も恣意的になり得るという問題もある。仮に企業価値基準を維持するのであれば、上記弊害への手当が不可欠。具体的には、判断に恣意性が働くおそれのある経営陣及び取締役会による検討プロセスについては客観性と透明性を可能な限り高めた上で、最終的には買収の是非の判断を株主に委ねること以外に有効な解決策はないのではないか。（機関投資家）
- 買収は立場やM&Aの条件により利害状況は様々であり、「企業価値の向上」という一律の基準で全て評価できるものか疑義がある。特に上場会社の売主（株主）にとっては、通常は売却価格が最大関心事であり、現金対価の100%買収の場面においては、企業価値向上の要請は後退し、対象会社の取締役は、株主が最も高い価格で売却できるよう行動することが求められるべきではないか。（法律実務家）

1. 買収一般に関する原則（5 / 12）

企業価値／株主利益

- TOBにおいて、経営陣が反対意見表明を出す際に、企業価値向上に資さないことの証拠として、経営陣が労働組合に働きかけて反対意見表明を出させたり、あるいは取引関係の上下がある協力会社に対して反対意見表明を出させたりすることも多用される事態となっている。企業価値という曖昧な概念を重視する動きは、このように経営陣が従業員や協力会社、取引金融機関に不適切に働きかけ、多くのステークホルダーが反対しているかのように外形的に見える印象操作を行うことが可能な中、株主が自分の保有する株式を自由意思でTOBに応じて売却する権利を奪うことと助長する結果となりかねない。（機関投資家）
- 企業の存在意義は顧客に対して提供する財・サービスを提供することであり、資本市場はこれを実現するための出資者募集の効率化を追及する仕組みである。その観点からは、買収一般に関する原則としては、「企業価値（企業が顧客に対して提供する財・サービスの提供）を向上させるか否か」であることが望ましく、買収者が働きかける手段は事業内容や資本政策、社外取選任の株主提案等もある中、買収を行う以上は、「企業が顧客に対して提供する財・サービス」の提供プロセスを含めた責任を負うべき。（個人）
- 「企業価値を向上させるか否かを基準に判断されるべき」という点には、深刻な問題として、①大義のもとに少数株主の権利が棄損されかねないこと、②「企業価値の向上」の判断に関する過度な裁量が（保身の誘因を持つ）会社側に与えられかねないことがある。取締役会が適切な検討プロセスを実施する必要性には賛同するが、最終的な買収・買収防衛の是非は株主の判断に委ねられるべきである。（機関投資家）
- 企業価値と株主価値2つの価値・利益の関係を明確にしようとするものと理解。ただ、整理によっては、あたかも敵対的買収の場面で取締役（会）が株主利益とは別の価値を追求することを現在よりも広く認めるかのようにも受けとめられる可能性があることから、企業価値基準が根本的なものであり、原則は株主が企業価値を高めるかどうかを判断するという整理が適切。その観点からは、「株主の意思を尊重」とするよりも、究極的な判断権者は株主であることをより明確にした方がよいのではないか。（学識者）

1. 買収一般に関する原則（6／12）

企業価値／株主利益

- 「企業価値」を決め、競合提案評価の際に考慮すべき定量的指標を含む一連の対応プロセスを明確にしてほしい。経営陣との利益相反を考慮すると、価値最大化の結果を得るためには、社外取締役のような利害関係のない当事者が提案検討・価格交渉等を全て担当する必要があるのはよく知られ、これには、友好的であれ、未承諾であれ、価格交渉やあらゆる選択肢の評価も含まれる。こうしたプロセスの開示と価値の定量的比較は、株主への説明責任確保と株主による社外取の効果的監督のために必要。（機関投資家）
- 本研究会では企業価値という定義の曖昧な概念を強く打ち出し、経営陣が買収を阻止できる指針の制定を目指しているように見え、予見可能性を低める結果になりかねない。日本企業の取締役会は長年企業価値向上を実現できてこなかったと言わざるを得ない状況にあり、対象企業の取締役会や社外取中心の独立委員会が、適切に判断できるとは考えにくい。株主の代わりに経営陣が情報を買収者に提供させ、経営陣が価格でなく、企業価値向上という曖昧な基準に基づく判断を行い、株主に判断する機会を与えずにTOB阻止をより容易にする指針の制定を目指しているように見える。（機関投資家）
- 世界の市場は、日本における買収対応の在り方に不安を抱いているのが一般的。支配権移転取引には、経営陣と株主の間に固有の利益相反が存在し、特に、未承諾の買収提案を受けた場合、その内容によっては、利益相反が生じる可能性がある。最終的に多くの個人に影響を与える大規模な経営判断は、明確で合理的かつ客観的な方法に基づいて行われるべきで、株主への開示と説明責任を果たすよう日本企業に促してほしい。他の国々は買収提案を評価するための客観的な枠組みの採用に動いており、多くの場合、強固な受託者責任制度がある。（機関投資家）

1. 買収一般に関する原則（7 / 12）

企業価値／株主利益

- 健全な企業支配権市場になるために最も適する基本的原則として以下2つを挙げる。（機関投資家）

1. 社外取締役が、経営陣と株主・企業価値との間の利益相反を管理する上で最適な立場にある。

社外取締役に、株主と利害関係者との間の対立を解決する権限と潜在的買収取引を株主に勧告する唯一の責任があることを明確にすべき。また、経営陣は、受領した買収提案を含む重要情報を、取締役会に速やかに共有することを明確にする必要。また、社外取締役は、株主を含め対外的透明性を確保し、説明責任を果たす必要がある。

2. 企業価値は定量化され、代替案と財務的に比較されるべき。

企業の支配権は唯一無二の資産であり、取締役は合理的に獲得可能な最良の価格を得ていることを確認すべきことを指針で明確化すべき。財務・法律アドバイザーは、最良の価値を決定するプロセスの実行に当たり、取締役に助言を与えるために不可欠で、社外取締役が、一般に認められた方法によって企業評価額を決定するために、財務アドバイザーを雇うことを奨励すべき。

- 買収の意思決定プロセスにおいては、買収価格が最も優先される指標であるべき。日本では、対象会社の経営陣が、ある買収提案について「企業価値の毀損」に繋がると定性的に主張しながらも、その後、買収提案価格よりも高い株価を実現できなかった事例が数多い。さらに、買収後も少数株主が大株主と共に株主として残る部分買付けと、少数株主が対象会社を離れる全部買付けでは、全く異なる判断原則が必要。後者においては、長期的な企業価値の向上は現在の少数株主には影響を与えないため、経営陣が買収の是非を判断する際には、公開買付価格を唯一の判断材料とすべき。これらを踏まえ、買収是非の検討の際に「企業価値向上の原則」を第一原則とし、「一般株主利益の確保の原則」は第二原則とする提案に反対。また、株主価値を保護する観点や、過去のM&Aにおいて株主利益が軽視されてきた経緯も踏まえれば、買収価格の最大化のための合理的な努力を取締役に義務づけるレブロン義務のような規則が必要。（機関投資家）

1. 買収一般に関する原則（8／12）

企業価値／株主利益

- 買収を巡る両当事者にとっての予見可能性の向上のためには、不要に厳しい買収防衛策の設計を助長し得ないようにするためにも、レブロン基準のような明確なガイダンスが必要。レブロン基準の適用には、様々な意見があるものの、各委員の意見は、「有事の際における取締役の具体的行動規範が明確でないことが最大の問題点であり、マニュアル的な判断基準・手順や買収防衛策にフォーカスしすぎるべきではなく、具体的な行動規範を示すことが重要」という点に集約されると理解。（事業会社）
- 一般株主にとっては、対象会社の中長期的な企業価値向上は望ましいことだが、それ以上に投資リターンが重要。一般株主の共同の利益とは、株価（の上昇）と配当しかなく、米国のレブロン基準と同様に、株主利益（売却価格の最大化）を第一原則とし、企業価値向上は従属的原則とすべき。機関投資家においても、投資リターンを最重視して公開買付け（TOB）への応募の是非を判断することが、受託者としての責任である。競合的な買収提案があった際、当初提案よりも高い価格が提示された場合は、原則としてそちらを支持すべき。（機関投資家）
- 「企業価値の向上」という視点は、対象会社が対抗措置を講じるためのその場限りの理由付けに使われている。買収対象となった後の経営方針の変更が、中長期的な企業価値向上に繋がればよいものの、長年に亘り解散価値を下回る株価を放置した企業が対象会社となった場合については、現経営体制のままでは企業価値向上は見込めないと考えることが合理的であり、このような企業が講じる買収防衛策は経営者の保身であると理解される可能性が高いだろう。（機関投資家）
- 「一般株主が享受すべき利益」とは、売却価格という理解でよいのか、明確化すべき。（法律実務家）
- 一般株主の利益と意思の尊重を第一原則、透明性確保を第二原則、企業価値向上を第三原則とすべき。一般的に、買収提案は、現在の企業価値が潜在的なそれを下回っていると考える企業に対して、価値向上を目的に相当のプレミアムを付した株価で売却してほしいと提案するものなので、現在の株主の利益が第一に尊重されることは当然である。（機関投資家）

1. 買収一般に関する原則（9 / 12）

企業価値／株主利益

- 「一般株主」については、「公正M&A指針と同様の定義を想定している」としているが、同じ定義でよいかは疑問が残る。構造的利益相反のある取引では、株主の利益を擁護する立場にある取締役が株主と取引をする関係にあるか（MBO）、少数株主を搾取する力を持った支配株主が取引相手になることから、買収者等以外の株主の利益の保護が問題になるが、敵対的買収ではこうした関係にはない。株主一般の利益、株主に共通する利益という表現の方が適切ではないか。（学識者）
- 「一般株主」の定義について、自己保身や取引関係の維持のために買収に反対しかねない買収対象会社の株主でもある取締役、買収対象会社の「取引先株主等」なども除くべき。なぜならば、企業価値向上有無を買収賛否に係る判断基準とすることなく自己保身や取引関係の維持のために買収に反対しかねない者も「一般株主」に含めてしまえば、買収成功によってその他の株主が享受することができる利益が確保されなくなりかねないからである。（学識者）

公正な手続

- 裁判所審査は、手続の公正性という観点からまず行うべき、というルールには、一般論では合理性があると思われるが、実情に鑑みると、指針等において手続面の審査を強調し過ぎることには懸念。一部を除き、裁判所審査は極めて形式的で、手続が公正だったとの決定を書くにあたり引用できそうなエビデンス集めに躍起になり、その内容の合理性は問わずに会社の主張を認める傾向が強い。特別委員会が設置され、名の通ったアドバイザーが付き、ページ数の多い算定資料・説明資料が出てくれば、一見して直ちに分かる誤りがない限りは問題としない。算定根拠の合理性まで審査する米国との比較からも、手続の公正性の判断は、ある程度内容にも踏み込み、実質的に行う必要があることを強調すべき。（法律実務家）
- 「公正な手続」が明確でない。「株主価値」の追求を判断の基準とし、対買収者との関係では、企業価値は買収価格の額で判断されることになるところ、対象会社も現経営者による経営計画を開示するとともにそれによって達成できる株価という客観的指標を提示して甲乙を決すべき。日本では裁判に持ち込んだところで救済措置がほとんど期待できないため、公正性の判断者について、結局、現経営陣以外に判断する機会がほとんど与えられない状況であることを認識すべき。（個人）

1. 買収一般に関する原則（10／12）

株主意思の尊重

- 対象会社の所有者である株主は、買収の状況下において主要なステークホルダーであり、買収提案を受け入れるか否かの判断は、対象会社の株主に委ねられるべき。（機関投資家）
- 株主意思の尊重は耳触りが良いが、どのような株主に委ねるかによる。（個人）
- 提案内容の精査・判断主体は、第一義的には株主からの負託を受けた取締役会であるべきで、その上で、当該取締役会の判断についての株主意思を確認すべき。そのような原則への言及なくして株主意思尊重を謳うと、取締役会本来の責務を果たさずに、株主意思確認に意思決定を丸投げする行動を容認する趣旨に解釈されるおそれがある。（法律実務家）
- 企業価値向上の判断において株主の意思が尊重されるべきという原則の採用に賛同。同意なき買収においては、経営陣が意識的か否かにかかわらず、自身の地位が守られる選択肢を選好するおそれは、終身雇用や共同体経営を特徴とする日本企業の方が米国より大きいことが懸念されること、また、日本の上場企業の多くで、取締役会の実質的な独立性が米国に比してなお低い状況にあることなどに照らし、取締役会や特別委員会が企業価値の最終的な判断主体となっては恣意的な運用のおそれが解消されない。これを解消するには、対抗措置発動には株主意思確認を必須とすることが現状で唯一実効的な方法。（機関投資家）
- 「同意なき買収」提案の場合、本心から帰属組織・従業員のためだとしても、その意欲と企業価値向上とが客観的に一致しないことも多く、対象会社の経営陣として現状変更に否定的判断を行う（人間として当然生じ得る）バイアスが類型的に存在することは否定できないことから、友好的でも、同意なき場合でも、現経営陣のバイアスを排除できる方法・設計で評価・判断することが重要。具体的には、経営陣からの提案の検討と同様に、社外取を含む取締役会又は社外取を中心とした特別委員会による検討を基本とすべき。（法律実務家）

1. 買収一般に関する原則（11／12）

株主意思の尊重

- 買収が顧客、従業員、公益や効果的資源配分、競争力にとって良いか悪いかを評価する責任を負うべき最適な立場にあるのは、社外取であるが、社外取は株主利益に対する第一義的責任をもって、これらの利益のバランスの観点から買収提案を評価する責任があることを明確にすべきであり、経営者や従業員など特定のステークホルダーが悪影響を受けることがあっても、取引が望ましい場合があるのを明確にすべき。（機関投資家）
- 大株主、支配株主、もしくは、強い影響力のある株主に利益相反がある場合、対象会社の少数株主利益は保護されるべき。このような買収提案では、対象会社の少数株主の意見が必ず確認されるべきであり、利益相反がある対象会社の株主が決議へ及ぼす影響は排除されるべき。（機関投資家）
- 同意なき買収提案であろうが友好的買収提案であろうが、株主から見れば、どちらも買収提案であり区別する理由は乏しい。本来、同意なき買収提案も友好的な買収提案も同様に扱うべき。そのため、友好的買収提案について、株主による応募以外に、事前に総会を開催して株主意思を確認していない以上、同意なき買収提案についても株主意思を確認する必要はないのではないかと。また、株主意思を事前に確認する場合であっても、支配株主による合併や非公開化などの友好的買収提案を必ずしもMOM決議により確認していない又はMOM条件充足をTOB成立の条件としていない以上、同意なき買収提案もMOM決議により確認する必要はないのではないかと。（機関投資家）

1. 買収一般に関する原則（12／12）

透明性の確保

- 「・・・必要な情報が適時に提供・・・」という点は、提案受領後すぐにそのまま開示するのを求めるようにも読めうるが、対象会社内での検討が必要な場合があるため、「適時に」の変更を検討してほしい。（リサーチ会社/フィナンシャルアドバイザー等）
- 情報提供主体は対象会社のみならず、買収者も含むべきことから、「判断のために必要な情報が、対象会社と買収者の双方から、適時に提供されるべき」等とするのが望ましい。（法律実務家）
- 対象会社・買収者双方の公正な手続・情報開示ルールを示すことが重要であり、対象会社と買収者との間で全体的にバランスが取れた設計にすべき。また、「公正」な手続・情報開示ルールとしては、「同意なき買収」提案に係る実務の特性も踏まえて、友好的提案と比較して「同意なき買収」提案の実現が困難とならないようにすべき。特に、友好的場合と異なり、「同意なき」場合は、通常DDの機会を付与されないことを踏まえると、買収提案者による情報開示は公表情報その他買収提案者独自の分析の限度で通常足りるとすべき。（法律実務家）
- 買収提案が対象企業の企業価値向上に資するか否かの判断の際に、対象会社の取締役会は、株主利益への配慮に加えて、従業員、顧客、取引先、地域社会といったマルチステークホルダーの利益も考慮することが実務上必要であることから、当該利益に資するか否かの判断のために必要な情報も適時に提供されるべきであり、このことを指針に明記してほしい。（事業会社）
- 「手続」が、具体的に何を指すか明らかではない場合があり、明確化した方が分かりやすい。公正M&A 指針では、構造的な利益相反のある買収における「公正な手続」を「取引条件の公正さを担保するための手続」と定義しているが、これは、構造的な利益相反のある買収であっても、望ましい取引条件を一律に示すことは困難であることから、取引条件と対置して「手続」を用いていると考えられる。他方、敵対的買収の文脈ではこうした対比が明確に存在しない上に、対象会社が防衛策の中で設定する「手続」にも同じ語が使用されているため、特に買収者にとって「公正な手続」や「手続の透明性」が何を意味するのか分かりづらい。（学識者）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（1 / 20）

買収提案の検討軸

- 買収是非は、株主含むステークホルダーにとっての企業価値向上に資するか否かで検討すべき。（事業会社）
- 買収提案の検討に当たっては「企業価値向上」を検討の目的事項と定め、買収者と協議することを取締役会にて決議するが、買収者からは「企業価値向上の議論はPMIにて行うべき内容」、「買収後の企業価値向上の点は措いて、買収提案を検討せよ」との意見があるなど、買収者と対象企業間において認識の差が大きいケースがあり、その差を埋めるためにも、「上場企業の経営陣・・・買収提案について検討する際には、企業価値の向上に資するかどうかという観点から、買収の是非を検討すべき」という点は明記してほしい。（事業会社）
- 買収是非の検討の観点を「企業価値」ではなく、「株主価値」に変更すべき。（個人）
- 「上場企業の経営陣・・・が自社に対する買収提案について検討する際には、企業価値の向上に資するかどうかという観点から、買収の是非を検討すべきではないか」という提案は、一般株主の利益に資するか否かという観点が抜け落ちている。（機関投資家）
- 買収の是非の判断については、「現在の経営陣が達成できる株主価値と買収者の提示する価格いずれが株主共同の利益に資するか」が最も重要であり、それを吟味、価格交渉することが取締役会の最も重要な役割である。しかし、日本の多くの企業では、必ずしも取締役会が十分な監督機能を有してはいないため、経営者の保身のために行動しがちであり、今回の指針でも2008年の「在り方報告書」と同様、「取締役は株主共同の利益を最大化する責務を負っている」点を強調していただきたい。（機関投資家）
- 対象会社の公正価値を大幅に下回る買収提案は、取締役会により真摯な提案であると判断されるべきではない。（機関投資家）
- 買収提案の検討に際しては、株主に対して説明が可能となるよう、可能な限り「定量的な」検討がされるべき。企業価値の具体的根拠が不明な抽象的懸念を独立・過度に重視すべきではなく、また、それのみにより又は過度にそれを重視して買収提案を拒絶するようなことがあってはならない。また、経営陣からの提案であるか「同意なき買収」提案なのかで検討プロセスや検討項目に違いがないようにすべき。（法律実務家）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（2 / 20）

買収提案の検討軸

- 一般的機関投資家による提案において企業価値を向上させる具体的経営方針がなければ真摯な提案であるとすらみなされないのは、今後の慣行として、経営方針が無ければ、株を買い増すことはできず、また真摯な提案でないと捉える企業が出てきかねないことを懸念。また、買収提案者が建設的対話を通じた経営の規律付けを行うことで企業価値向上を図ることを経営方針としていたが、対象企業側が非公開化後の実効性のある施策が無いことを反対理由の一つとして主張した事例もあった。本研究会でも買収者により買収後の具体的事業計画等の経営方針が示されることが前提であり、かつそれらについて、企業価値という曖昧な概念に基づいて経営陣が判断し、企業価値向上に資しないと判断した場合には買収阻止しやすくする指針を制定しようとしているように見える。
（機関投資家）
- 取締役が、より高い価格での買収提案を、より低い価格での提案の方が企業価値向上に資するという理由で安易に拒絶することは、株主の正当な売却の期待と機会を阻害するものであり、取締役の自己保身等の利益相反の懸念もあることから、安易に正当化することに異議がある。このような場面では、取締役の行動は厳格な基準で司法審査に服するべきであり、行動規範としても、判断の合理性について、投資銀行や弁護士等の専門家の意見を踏まえたうえで、客観的に十分な根拠を持った説明を求めるべきではないか。（法律実務家）
- 買収提案の検討・交渉の行為準則として、企業価値向上と一般株主利益確保が併記されているが、①現金対価の100%買収や②非現金対価の買収でも支配権の移転が起きる場面では、株主が支配権プレミアムを得る一度きりの機会であることから、企業価値の向上の要請は後退し、取締役は、株主利益（売却価格）が最大になるか否かという観点で買収是非を検討すべきことを明記すべきではないか。（法律実務家）
- 企業価値向上と株主利益確保の提案が異なることは考え難いが、仮にある場合には、まず企業価値向上の程度を判断し、そのうえで、もっとも企業価値を向上させる提案について、買収者に一般株主利益の更なる確保についての真摯な交渉をするのがよいのではないか。（個人）
- 企業価値向上と一般株主利益確保の提案が異なる際、後者を第一とすべき。（機関投資家）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（3 / 20）

買収提案の検討軸

- 買収提案を受けた企業の取締役会が、特定の潜在的買収者について懸念を抱く場合、より高い価格を提案できる別の潜在的買収者を探し出すよう努めるべき。（機関投資家）
- 企業価値向上と一般株主利益確保の提案が異なる場合については、株主価値=Market Capを向上させる提案を選ぶ以外に選択肢はない。株主以外のステークホルダーも考慮すべきと主張するならば、株主利益を最優先させるとされているMOM決議の議論と齟齬があることを念頭に置くべき。なお、株主以外のステークホルダーの価値も長期的視点で勘案することによって株主価値のサステナブルな最大化が可能になると考えることには合理性があり、一切勘案してはならないという意味ではない。ただし、あくまでもメインは株主価値（それら全てを勘案した将来のキャッシュフローの現在価値）であり、根拠のない過度のステークホルダー保護は、本末転倒。（個人）
- 企業価値向上と一般株主利益の確保の提案が異なる場合について、議論の前提となる場面が明確でなく、どのような場面設定か、明示すべきではないか。例えば、高い価格と低い価格の2つの買収提案がなされた時に、対象会社の経営陣としては後者の低い価格の買収提案の方が企業価値に資するので応諾したいという場面を想定しているという理解でよい。（法律実務家）
- 第5回事務局資料5頁では、初期段階と交渉が本格化した段階で「買収が実行される確度や、会社が買収提案の検討にかかるコスト・時間が異なる」としているが、いずれも交渉が本格化した段階で行動規範が変化する理由になるとも思えない。買収の確度はレブロン義務との関係を考慮しているのかもしれないが、レブロン義務は会社を売る意思決定を取締役会が行う場合に課されるものである一方、買収が実行される確度とは異なる側面がある。また、「一般株主が享受する利益がより大きな買収提案があるにも関わらず、企業価値の向上により資すると判断して買収対価が低い買収提案に賛同する場合には、求められる説明責任の程度が高まる。」という記述も対価の大きい買収提案の検討・交渉の段階の問題というよりも、後者の提案を支持するという意思決定をしていることが重要なのではない。他方、買収者の提案が現実に実行される可能性が高いこと自体は、対象会社による検討・交渉の余地に影響するが、この意味での確度が低いのであれば、そもそも検討に値しないだけの話。（学識者）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（4 / 20）

買収提案の検討軸

- 企業価値向上と一般株主利益確保が異なる提案がある場合に、企業価値をより向上させる提案を選ぶという考えは理念としては賛同できるが、企業のステークホルダーは多岐にわたり、また、企業価値には将来の予測も含まれるなど、企業価値の向上の程度を正確に測定することは困難である。その程度の測定は仮定に基づく属人的な判断によることとなり、偏向的・恣意的にもなり得る。一方、レブロン義務のような価格による評価は客観的かつ明確であるし、通常、高い価格を払う買収者は企業価値をより高めることを前提としているはず。このように考えれば、レブロン義務が完璧とはいえないとしても、複数買収提案への対応における安定性・透明性・客観性・効率性等の観点で、他の規範に比べて圧倒的に優れており、経営陣は、極めて例外的な場合を除けば、レブロン義務にしたがって行動すべき。（機関投資家）
- 企業価値向上と一般株主利益確保の提案とが異なる場合の具体的場面が明らかではないが、例えば、短期的には株主を資する提案と長期的に企業価値をより向上させる（可能性が高い）提案が異なる場合には、対象会社の経営陣としては後者を選ぶ裁量が認められるべき。もっとも、買収の中でも100%現金買収の場合には一般株主が享受する利益をより重視することも考えられるが、このような場合にも企業価値の観点から株主以外のステークホルダーの利益を考慮することも許容されるべき。（法律実務家）
- 企業価値と株主価値が衝突する場合に企業価値を優先するならば、株主価値への配慮の考え方についての説明責任を対象会社に負わせ、株主により判断されるべきではないか。（法律実務家）
- 企業価値向上と一般株主利益の確保の提案が異なる場合において、「企業価値」の定義が不明瞭な中、重要視すべきは買収価格。特に全部買付けの場合、特に買収価格が重点的指標となる。（機関投資家）
- 買収はリスクを負って株式取得を行うもので、最も高い値段を提示した者は対象企業価値を最も高める計画があることと実質的に同義であるため、原則、最も高い値段の提案を優先すべき。（機関投資家）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（5 / 20）

買収提案の検討軸

- 交渉本格化という曖昧な概念で行為規範を截然と分けることの適切さには疑問もあることに加えて、極めて例外的な局面を除き、企業価値向上と一般株主利益の確保とは、少なくとも両輪であるべきであり、後者が前者に劣後するかのような行為規範を示すことは適当でない。（機関投資家）
- 本源的価値に比して非常に低い買収提案が取締役会によって受け入れられたが、株主によって拒否され、より高い価格が実現した事例がいくつかあり、取締役会は、最初に受け取った、あるいは同意した買収提案だけでなく、最高価格の買収提案を見る義務がある。取締役会が提案を受けた後、あらゆる選択肢が提供されるように、代替案を求めることにもっと積極的になるようにすべき。経験上、買収提案後に他の投資家が参入できるようにすることで、買収プロセスがより公正になり、内部者による歪みが少なくなり、株主に最大の価値をもたらす可能性が高くなる。（機関投資家）
- 買収提案は、企業価値向上・一般株主の利益の観点から真摯な検討がされるべきだが、専門的アドバイザーの助言等も活用しつつ、企業価値向上等の定量的観点からの検討が重要。特に現経営陣において、買収者のものと比較可能な会社側の企業価値向上策を提示して、定量的比較をした検討・株主への説明がなされるべき。例えば、ステークホルダーの利益については、判断の一要素として考慮することは許容されるが、企業価値に対して定量化できる利益を中心に考慮されるべきであり、取引先や従業員から不安視されるといった抽象的懸念を過度・独立に評価するという運用をすべきではない。（法律実務家）
- 買収後の経営方針、買収者の経営能力・資力等についても検討・評価すべきだが、抽象的事項・属性等を過度に考慮すべきではなく、企業価値を定量化できる要素を中心に検討・評価すべき。また、買収者の企業価値向上策と比較した経営陣の定量検討にない要素を独立した判断要素とすべきではない。（法律実務家）
- 買収提案が競合する場合、それらの買収提案について公平性を確保しつつ対応すべき。例えば、情報提供要請等は複数の買収提案者に対して求める説明の水準は原則として公平にすべき。（法律実務家）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（6 / 20）

受領した買収提案の扱い（「真摯な提案」）

- いわゆる高裁 4 類型、有事導入型手続規範違反、虚偽の情報提供、具体性を欠く買収計画、買収を完遂するための資力・能力の欠如等が少なくとも該当すると考えるが、「真摯でない買収提案」の要件をできるだけ明確化してほしい。更に、これらが機関投資家の議決権行使基準にも反映されれば、買収者に対して一定の拘束力を及ぼすとともに、対象会社や少数株主の予見可能性を高める効果が期待される。（事業会社）
- ある提案が「真摯」か否かの判断が経営陣により恣意的にされているが、買収者が買収資金の裏付けがあるかどうかだけで判断されるべき。仮に別の定義づけを行っても、その定義は明瞭であるべき。（機関投資家）
- 市場価格よりも高い価格を提示する買収提案は、資金の手当てがなく実現可能性を欠くような場合を除き、原則として真摯な買収提案に該当するとすべき。（機関投資家）
- 「具体的な買収提案を受領した場合」がどういうときか、明確にすべき。（法律実務家）
- 「真摯」と判断する基準が曖昧で、対象会社が多用することで、提案を門前払いする言い訳として使用されるリスクが大きい。「真摯」には「真面目に会社を経営する意思及び能力があるか」という、経営陣の主観が入る余地の大きな観点や人格者であることが求められる印象があるとも見えるが、「本気で買収したい」と考えられる提案はすべて「真摯」と判断することが合理的で、「真摯」は「本気」とした方がわかりやすい。（個人）
- 買収提案者は、未同意の買収開始前に企業との関わりを一切持てなくなるおそれがあり、取引を進めることに熱心でない経営陣による実施不可能なハードルを作成防止のためにも、「具体的な買収提案」の綿密な定義が必要。「真摯な提案は真摯に検討する」という原則のもと、全ての真剣な提案を取締役に提起することが望ましく、真摯さには、取引完了のための財務的能力も含まれる。（機関投資家）
- 買収提案自体の「真摯性」及び会社の買収提案に対する検討の「真摯性」について恣意的に判断される懸念があるので、客観的かつ明確な判断基準を定めるべき。（機関投資家）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（7 / 20）

受領した買収提案の扱い（「真摯な提案」）

- 真摯な買収提案は、対象会社のすべての事業と資産の公正価値だけではなく、対象会社の買収者が獲得する可能性のある買収によるシナジーの度合いを反映すべき。（機関投資家）
- 「真摯な株主提案でない」理由は、買収価格以外には考えられない。100%買収でない場合は、①企業側は100%買収を求めるのが筋であり、②残存株主はどういう投資家が経営権を握るのか不安になるので、買収者側の情報開示を求めることは合理性がある。（個人）
- 不招請型の場合、買収条件や買収資金の確保などは、対象会社との協議や情報授受を通じて具体化していくため、当初から過度に具体性が求められるわけでない旨を明確化すべき。（機関投資家）
- 「真摯」性の検討は、友好的買収の初期的提案で十分とされる水準と同様とし、過度に厳格な基準とすべきではない。友好的提案でも、初期段階では、価格等は明示せず、資金確保も十分でない場合も多い。他方、「同意なき」場合、早期から具体的条件提示を求めることがある。しかし、経営陣には判断のバイアスが生じ得るため、①少なくとも「同意なき買収」の場面では、社外取を含む取締役会で対応方針を検討すべきで、②「真摯な」提案であるか否かの判断時点で、資金証明の不存在を理由として拒絶することは合理的でない。（法律実務家）
- 「真摯な提案」を検討する場合、対象会社に反対された場合にはレピュテーションリスクが生じることから、それを回避するため、前段階としてソフトサウンディングといわれる打診を実施することが一般的。「真摯な提案」に該当する「買収対価」等が整ってから接触するケースは稀であるところ、実際にはソフトサウンディングの段階で拒否されるケースが少なくない。本来であれば、ソフトサウンディングを経ることで「真摯な提案」に繋がる可能性も考えられるため、対象会社の取締役・取締役会の行為規範として、ソフトサウンディングがあった際には、その段階で拒否をするのではなく、買収者からその後に「真摯な提案」がなされることまで否定しないようにすることが推奨されるべきではないか。（リサーチ会社/フィナンシャルアドバイザー等、機関投資家）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（8／20）

受領した買収提案の扱い（買収提案の検討主体）

- 真摯性の判断にも恣意性が働くおそれがある以上、買収提案受領時に、経営陣のみでなく、取締役会での判断を基本とすることに賛同。ただし、経営陣が初期的評価と称し、いたずらに長期間、提案を抱え続けることが可能となる余地を残さないよう留意すべき。こうした行為は買収が断念されるおそれがあり、また、買収提案そのものに萎縮効果が生じるという点で問題であるだけでなく、仮に最終的に買収が実施されても、時間価値の観点から一般株主の利益を毀損するものともいえる。買収は、地位の喪失等、経営陣個人に好ましくないことも多いため、抱え込みの懸念は不招請型買収提案一般に現実として存在。こうした問題の防止のため、提案受領時には、初期的評価に先立ち、速やかに取締役会に第一報を入れるべき。（機関投資家）
- 経営陣は、潜在的な入札者からの関心事項の調査や未同意の買収提案の受領を含め、重要な情報を速やかに取締役会全体に伝達する義務を負うべき。社外取を含む取締役会全体への開示義務は、提案が適切な検討と評価の対象となることを保証するものである。（機関投資家）
- 敵対的提案や競合提案に対する制度的障壁や保護は、経営陣を現状維持に走らせ、株主との利害不一致、不十分なパフォーマンス、日本の競争力の全体的低下を生み出すだけ。日本では、企業からの敵対的買収提案が文化的に許されないという意識があり、これまでの経験では、経営陣は、買収提案を真っ向から否定し、そもそも競合提案があったことを否定する傾向にある。こうした障壁の克服には、経営陣が戦略的代替案と競合提案を適切に考慮することを保証し、買収提案内容を十分かつ公正に検討することなく、敵対的か友好的かにかかわらず、潜在的買収者からのアプローチを拒否することを認めないようにすべき。（機関投資家）
- 特に親会社による子会社買収において、対象企業経営陣が、提案内容が株主にとって最高価値を提供することを調査・確認し、投資家を納得させるためのマーケットサウンディング、適切な行為をしない事例が多くあった。こうした調査は、会社の利益が特定され、全ての利害関係者・買収希望者への情報に対する平等なアクセスを保証し、買収希望者が後に名乗りを上げるのを躊躇する問題の回避にも役立つ。（機関投資家）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（9 / 20）

受領した買収提案の扱い（買収提案の検討主体）

- 多くの場合、企業経営陣は潜在的買収者との対話の意思がなく、提案も拒絶され、価値創造に繋がりうる買収の実現が妨げられる。このような事態を避けるためには、いかなる買収提案においても、各提案が正しく評価されるために、経営陣と買収者の間に立つ、社外取締役からなる委員会が設置されるべき。また、買収提案の議論は、経営陣ではなく、取締役会、より望ましくは社外取締役が主導すべき。（機関投資家）
- 買収提案の検討や評価・判断は、経営陣ではなく、独立社外取締役又は独立委員会が行うべきであり、株主への説明も独立取締役又は独立委員会が責任を持って行うべき。現経営陣は買収者と直接的利害関係にあるので、客観的に評価する立場にふさわしくなく、現経営陣の反論は独立評価者に対して提示し、独立評価者は買収者の提案と現経営陣の提案を客観的に比較・評価すべき。（機関投資家）
- （特にモニタリング型ボード志向の会社では、）真摯な提案が企業価値向上に資するか否かの一義的判断は業務執行に当たる経営陣が行い、その結果も踏まえ、取締役会が判断するのが基本ではないか。（事業会社）
- 提案を受けた時点で、取締役会の出番は基本的に終わる。独立した特別委員会が検討や交渉をすべき。その独立した委員会が「真摯でない」として防衛策を考える理由は、価格の問題以外に通常は有り得ない。独立した特別委員会が主導し、取締役会に必要な応じて報告・相談するのが、原則。（個人）
- 提案が真摯なものか否かの判断は、社外取締役が行うべき。（機関投資家）
- 「真摯性」を恣意的に判断されうる一方で、一定の要件を示すと硬直的運用ともなりかねない。真摯性の実体的要件の具体的に規定するのは難しいため、取締役会で真摯性を判断し、社外取締役がその判断プロセスを適切にレビューするなど手続面のガイダンスを設けて対応すべきではないか。（法律実務家）
- 買収提案を受領した場合は、友好的であれ同意なき場合であれ、取締役会に付議することが必要。経営陣が「真摯な提案ではない」として取締役会にすら上げず、却下するといったことは許容されるべきではない。特に取締役会で社内が過半数を占めるような場合には、友好的買収と同様に、「同意なき買収」提案の判断においても、社外取締役を中心とした特別委員会の利用が促進されるべき。（法律実務家）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（10／20）

受領した買収提案の扱い（外部アドバイザーの活用）

- 「具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案」であるかどうかの判断は、第三者的視点や専門的知見に基づく慎重な検討が求められ得ること、買収提案を受領した企業が現状維持を志向する等の理由から抱え込んでしまうケースが多いことから、提案受領後の早い段階から、財務・法務アドバイザー等の助言を受け、その後社外取の意見も聞くことが望ましいという整理（第3回事務局説明資料8頁）には同意。（リサーチ会社/フィナンシャルアドバイザー等）
- 対象会社の経営陣が、買収提案に関連し利益相反の問題に直面することはしばしばある。対象会社が買収提案を受けた際、提案内容は複数の社外取により審査されるべきで、その過程で必要に応じ独立性を持った適切なアドバイザーを利用すべき。（機関投資家）
- 経験豊富な財務及び法務アドバイザーの支援を受けて社外取が買収提案を評価し、対応策の決定に責任を持つべき。なお、大企業と異なり、中小企業の財務・法務アドバイザーのコスト負担に留意する必要があるが、海外と同様に、時間が経つにつれて市場が発展し、あらゆる時価総額の企業に助言できる財務および法律アドバイザーがより一層存在するようになって考えている。（機関投資家）

受領した買収提案の扱い（取締役会の監督）

- 真摯な買収提案と考えた場合の取締役会としての役割については、その構成員たる社外取締役による監督も言及してほしい。（個人）
- 取締役会が監督者としての役割を果たすのは論外で、独立取締役以外の取締役は最大の利害関係者であり、案件に主導的に関与してはならない。ただし、日本の場合、独立取締役も実質的に独立しているかどうかははっきりしないことが現状（彼らもまた買収成立によって仕事を失う立場）であり、社外有識者を多用した方が「独立した」特別委員会として適している可能性が高いことは認識して議論すべき。（個人）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（11／20）

受領した買収提案の扱い（買収提案の開示）

- 取締役会が「同意なき買収」提案を拒否した場合、当該買収提案の存在及びこれを取締役会が拒否した事実が対外的に公表され得る仕組みを導入すべき。他方で、友好的でも、「同意なき」場合であっても、全ての提案を対外的に開示するのは、市場の混乱を招く可能性もあるし、そもそも買収者も望まない場合もある。そこで、取締役会が「真摯な買収提案」ではないと判断した場合又は「同意なき買収」提案を拒否した場合において、なお買収者側が買収提案を進めたい場合は、買収提案及び協議状況を情報開示することができる仕組み（具体的には買収者側から「パブリック・ベアハグ」「公開買付けの予告」等により買収提案及び協議の状況を公表することを認め、対象会社側もそれを受けて適時開示をする形）を導入してはどうか。（法律実務家）
- 多くの場合において、日本の経営陣は定量的分析なしに提案に反対を行ってきたため、反対に当たっては、対象企業には、買収提案に対して下した定量的評価と買収価格が企業価値を完全に反映していないと判断した理由、経営陣自身が自社に対して下した企業価値評価、目標とする企業価値の実現のためにとる具体的な行動計画・期間をはじめとした定量的理由及び評価の提示が義務化されるべき。（機関投資家）
- 買収提案を受けた対象会社がPBR1倍未満の会社であるにもかかわらず、対象会社の現経営陣がPBR1倍以上の株価水準での買収提案に応じないときに、現経営陣が当該買収提案の価格よりも高いオファーを探さずに、対象会社の役員等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）とするための株主価値向上策及びその達成時期を具体的に公表することを求めるようにしていただきたい。（機関投資家）
- 泡沫的な買収提案もありうることから、株主への説明、対外的開示の範囲は、対象企業による必要性の観点からの判断に委ねる方が望ましく、一律の基準は設けるべきではない。（個人）
- 真摯であるか否かに関わらず、買収提案への見解を取締役会は対外的に開示する必要。但し、真摯な提案か否かの判断には一定の時間を確保する必要がある、特に社外取締役は、社内取締役と同等の情報を有していないケースも多いため、判断には一定の時間が必要になる。（事業会社）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（12／20）

受領した買収提案の扱い（買収提案の開示）

- 具体性に乏しく取締役会に付議するに至らない提案情報や買収関連で株主からのアクションがあった場合など、開示判断に迷うケースは多いと想定され、また、場合によっては、インサイダー情報を保有し続けるリスクを常に孕んでいるように感じるため、開示判断について出来るだけ明示的に考え方を示してほしい。（事業会社）
- 古典的コーポレートガバナンス理論の逆転現象が生じ、取締役会と経営陣との間の緊密な連携を示唆する事例もある。極一部の事例において、第三者委員会が完全に客観的であるとは言えないと考えられるため、取締役会が拒否するとしても、買収提案は株主に提示されるべき。（機関投資家）
- 真摯でない提案も透明性確保のために開示されるべき。（機関投資家）
- 受領したすべての重大な買収提案について取締役会と投資家双方に、完全かつ適時の開示をすることを指針で奨励すべき。特別委員会を社外取締役のみで構成し、その場に情報共有し、提案を検討することは、独立した評価が可能となることから効果的。また、株主に対する開示の義務付けは、株主が代替案を認識した上で、公開買付けにおいて情報に基づいた意思決定を行うことを可能にする。さらに、開示により、追加の買収希望者からより有利な買収提案を受けることが容易になるかもしれない。日本の法規制体系の中で、投資家間の自由で開かれた対話が今後も重要であり、企業価値の向上に役立つ。更なる情報開示を行うことで、株主が十分な情報を得た上で、議決権行使ができ、また、取締役の行動に反対する場合には、当該取締役選任の議決権行使を通じて説明責任を果たさせることができる。（機関投資家）

受領した買収提案の扱い（大株主へ提案があった場合）

- 大株主が対象会社株式の売却を応諾しない限り、ディールが進まないため、親会社等の大株主が存在する場合、第三者による買収提案は、大株主に対して実施されるケースが多いことから、大株主の行動規範として、例えば、当該第三者に対して、対象会社に正式に買収提案を行うよう提案する、又は、大株主として、対象会社を売却することの意義等について真摯な検討を行うことを求めている。また、大株主に対してのみ提案されている場合、対象会社が「買収提案を受領した」旨の報告を受けるケースもあり得るが、その際、対象会社は、直接的には買収提案を受領していないことになるため、対象会社の取締役・取締役会としては、買収提案を検討するのは不要かどうかの検討もお願いしたい。（リサーチ会社/フィナンシャルアドバイザー等）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（13／20）

買収提案の検討・交渉（行為準則）

- 買収提案交渉は、「株主価値」向上のためであり、経営陣ではなく、独立委員会の仕事。その結論受諾の判断が取締役会の仕事であり、全て取締役会がやるのは株主価値向上に資さない。（個人）
- 経営陣としては、提案が株主を含むステークホルダーにとって企業価値を高めるものであるか否かの観点から真摯に判断する必要。企業価値向上に資するか否かの検討においては、特に、買収後の事業運営方針、当該方針に基づくシナジーの創出等の点は十分な検討・評価が必要。（事業会社）
- 買収提案の検討・交渉に際しては、買収条件の改善に先立ち、「買収後の経営方針、買収者の経営能力・属性・資力等」の真摯な検討・評価がなされ、その検討の結果、買収による「企業価値向上」の実現が確認できた場合に、この企業価値向上の成果を、「買収者のリスクテイクに対する報酬」と「一般株主が享受する利益」にどのように分解するか検討する手順が望ましい。（個人）
- 防衛策導入企業のTSR及びPBRは総じて低迷しており、同意なき買収提案に反対する等により、買収不成立の企業の中計の達成度は低く、またその後のTSRは低迷しており、防衛策導入・発動が正しかったか、疑問がある。これを踏まえると、現経営陣は、提案内容だけでなく、自らの過去の経営をも評価したうえで情報開示すべき。また、プレミアム付きの完全買収提案は、現経営陣に対する市場評価よりも高い価格を提示するものといえ、過去の経営を評価することなく、反対すべきでない。（機関投資家）
- 買収提案の最終判断は、対象会社の所有者たる株主に委ねるべき。買収提案が複数寄せられた場合、1株当たりの取得価格が最も高い提案を株主に付議すべき。企業価値を最も向上させる提案が最も高い1株当たりの価格でない場合、取締役会は価格引上げ交渉を試みるべき。（機関投資家）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（14／20）

買収提案の検討・交渉（行為準則）

- 「買収後の経営方針、買収者の経営能力・属性」に関連して、ファイナンシャル・バイヤーによる同意なき買収の評価、その経営方針や経営能力の内容・程度の要求水準についても議論いただきたい。近年、ファイナンシャル・バイヤーが事前同意なき公開買付けを通じて非支配的持分の買増しを試みる事例が複数出現しており、経営に直接関与する予定はない旨を表明しつつ、企業価値向上を企図し、強化された発言力を背景に、株主の立場で現経営陣に対して規律を働かせている。実際、こうした事例においては、対象会社から、買収者の事業への理解が不十分であることや、経営に悪影響が生じる「おそれ」があることなどを理由に、企業価値が毀損される旨の反対意見が表明されている。こうしたファイナンシャル・バイヤーによる買収に必然的に伴う事情を主な理由として、企業価値毀損という判断が安易になされたり、対抗措置発動が容易に認められたりするのであれば、日本では、ファイナンシャル・バイヤーによる同意なき買収は事実上の禁止にも等しい結果となるのではないかと懸念することから、議論をお願いしたい。（機関投資家）
- 買収提案評価の際に考慮すべき重要事項として、①取引完了の十分な資金と関心を持つ第三者からの真正な提案であるか（又は、DD後に資金を得る合理的な見込みがあるか）、②経営陣の計画や予測が会社の価値予測のための適切な根拠となる程度に合理的なものか、③現経営陣の既存の事業計画、スピンオフ等の代替案の追求といった合理的に考えられるすべての代替案と比べてどうなのか、がある。（機関投資家）
- 経営陣の計画評価の際には、価格により比較するために、株価の予測を行う必要がある。価値指標が、現在の株価及び将来の株価の割引価値（ファイナンシャル・アドバイザーによる推定値）よりも大幅に高い場合には、買収提案側と交渉し、株主に対するTOB推奨を検討する正当な理由があるはず。（機関投資家）
- 所有と経営の分離が原則であるところ、買収者が争うのは所有・支配権であり、経営方針は新経営陣が考えるものであり、買収者への経営の過度な説明要求は買収自体を困難にするため、買収者が現在の株価よりも高い価格を提示していることは現経営陣よりも高い企業価値を実現する用意があるとの前提に立ち、計画の前提に明らかに不合理な部分がないか精査すれば足りる。買収者が買収後の経営方針等を具体的に示すことができないことが直ちに真摯な検討・交渉を妨げるものとはならないことを指針に示してほしい。（機関投資家）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（15／20）

買収提案の検討・交渉（デューデリジェンス（DD））

- 提案が行われただけでDDを行う権利を与えることは通常考えられない。（個人）
- 真摯に買収を検討している者には、平等にDDの機会を与えるべき。株価が解散価値を下回っている企業であれば尚更。特に、友好的買収者の価格よりも高い価格を提示しうる買収候補者については、取締役会は一般株主の共同の利益の最大化を自らの義務と理解し、必ずDDを行わせるべき。（機関投資家）
- 非公開情報は、常に適宜開示が原則。提案者がDDによりインサイダー情報、又は可能性のある情報を取得した場合には、特別の事情がない限り対象会社がそれを開示することをDDの関連契約中に含めることにより対処可能。大衆開示が何らかの事情でできない場合は、DDの対象からも外すべき。（個人）
- DDのための情報開示は買収提案者がより高い価格の提示に当たって必要とする意思決定上の裏付けを提供できるため、経営陣はこれを積極的に行うべき。（機関投資家）
- 競合他社が提案者である場合の提供情報は、フィナンシャル・プレイヤーが提案者である場合と比較して、情報開示の範囲を制限するなどの配慮が行われるべき。（機関投資家）
- 対象会社が「敵対的」な買収提案との理由で、完全なDDを受け入れない場合でも、買収提案者からの限定的な情報提供依頼には可能な限り答えるよう努めるべき。（機関投資家）
- DDで提供した情報について、対象会社側の一番の懸念事項は、秘匿性の高い情報の漏洩や目的外での利活用にある（特に競合会社からの提案についてはこの懸念は大きい）。DDについてどのような場合にどのような範囲で認めるべきかは、買収者の属性、提案の具体性・実現可能性・真摯性の程度、提案が企業価値に与える影響の見通し、他の提案者に提供した情報があればそのバランスといった観点から総合的に判断せざるを得ないのではない。DDを受け入れるか否かは、それ自体高度な経営判断を伴うものとして取締役会の広い裁量が認められるべきであり、DDを認めるべき場合、条件、範囲等について基準を設けることに反対。取締役会の判断に委ねた上で、社外取が判断プロセスを適切にレビューするなどの手続面のガイダンスを設けることで対応すべき。（法律実務家）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（16／20）

買収提案の検討・交渉（デューデリジェンス（DD））

- DDの実施時期について指針で明確にすべき。DDへのアクセスはどの先進国市場でも一般的であり、他国での慣行を日本に適応させれば、透明性を高めることができる。（機関投資家）
- 特に競合的買収の場合、経営陣が買収者に情報を求める前に（友好的買収と同様、）その情報提供を可能とする最低限の情報取得やDDの機会を買収者に与えるべき。取締役会又は特別委員会にて買収者の情報提供依頼やDDを受け入れることを義務付けるべき。（機関投資家、法律実務家）
- DDは企業内部の非公開情報を提供するものであるため、「同意なき買収」提案について常にDDが認められるわけではない。他方、真摯な「同意なき買収」提案が存在し、DDが行われれば合理的な内容の提供が見込まれる場合には、対象会社の取締役の善管注意義務・忠実義務の観点から、当該提案者に対してDDの機会を与えるべき。また、社外取を中心として機会付与の判断がなされるべき。（法律実務家）
- 英国ではすべての買主候補に対して平等にDDの機会を与えないといけない決まりがある。その影響もあって日本のようにTOBローンチ前にTOB資金があることを証明することを要請する制度でありながらも、公正かつ活発なM&A市場となっている。アメリカではファイナンスを買収の前提条件としていないため、英国ほど厳しくDDの機会を提供することを強要していないのに同じく活発な市場である。ところが、日本では経営陣から買主候補に対してDDを拒否しながら情報リクエストを送り、ファイナンスがつかない状態とし、自己資金をもとに実際に公開買付に至ったとしても、理不尽な情報リクエストに応えられていないなどと主張して買収防衛策を発動しようとする事例が散見され、主要資本市場の中でも異例。経営陣がTOBに対する意見表明を行う場合や、防衛策発動の判断を行う際に、買収者にDDを実施させずに詳細な経営方針を出させることが一般的となっていることも問題。（機関投資家）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（17／20）

取締役会の役割と特別委員会による補完

- 取締役会による会社及び株主利益の最大化の行動担保のためには、取締役会及び特別委員会の独立性を確保し、法律・財務の外部専門家の意見の十分な検討が公正な買収手続の最も重要な要素。この要素がなければ、指針は経営陣による単なるチェックザボックスの手段として濫用されうる。実質的独立性確保や信頼できる外部専門家の意見の取締役会・特別委員会での十分な検討の有無を判断するための具体的な指針の提示を強く望む。（学識者）
- 平時導入型は、特別委員会が通常設けられているが、有事に際しての特別委員会組成は、人選や契約・レクチャー等、時間・事務局の対応能力の観点から無理があるのではないか。（個人）
- 特別委員会による補完の必要性は、社外取締役も参加する取締役会が判断すべきものであり、指針で推奨すべきではない。まず、買収者と対象会社が真摯に情報提供することが好ましく、その過程で外部者からなる特別委員会の意見徴求が株主判断において有益かどうかを議論すれば良い。（事業会社）
- 特別委の検討基準としては、提案内容により考慮すべき事情は様々であり、100%現金対価や競合的買収の場面では、株主利益の最大化を基準とし、取締役会と特別委が公正な審判として判断し、株主が最大利益を得られるように公正に責務を果たすべきであり、この点を明記すべきではないか。（法律実務家）
- 買収提案の検討等は独立した特別委員会が行うべきで、その結果を取締役会が最終判断する流れであり、判断内容や理由の説明義務は取締役会にある。独立した特別委員会により運用されない防衛策は適法性にも問題がある流れにすることで、独立取締役をする者を増やす誘因にもつながりうる。（個人）
- 第1回の小舘委員の発言にあるとおり「対抗提案がでてきた場合、経営陣がまさに高度な経営判断をすべき」であり、「独立性を害することをおそれて経営陣からのインプットを抑える一方で、特別委員会も自分たちだけで判断できるのか・・・と懸念を有する」ことが想定されるため、「利益相反状況の濃淡によっては、「経営陣が主体的に検討のうえ意見を述べ、それを特別委員会が検証していくようなプロセスが望ましい」旨に同意。（リサーチ会社/フィナンシャルアドバイザー等）
- 友好的でも「同意なき」場合でも、経営陣の判断のバイアス・恣意性を排除できる社外取を含む取締役会で行うことは最低限必要だが、社外取を中心とした特別委員会の関与が望ましい。（法律実務家）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（18／20）

取締役会の役割と特別委員会による補完

- 有事導入型においては、社外取を中心とする独立委員会を設置し、独立委員会がまず買収者による株式取得が企業価値向上に資するのか等を判断し、取締役会は独立委員会の答申を最大限尊重しつつ、最終的な判断を行う建付けが一般的。しかし、あくまでその意見を最大限尊重するだけで、最終的意思決定は取締役会。また、取締役会によって選定され、報酬も対象企業から出される独立委員会やアドバイザーは、取締役会寄りの意見を出す可能性が高く、買収成功後には入れ替えられる可能性も高いと予想される中、一般的には既存の社外取を中心とする独立委員会は、自らの保身のためにも否定的意見を出すインセンティブを持つことを懸念。加えて、日本企業はこれまで企業価値向上を実現できてきたと言い難く、その責任は社外取にもある。こうした社外取を中心とした独立委員会や取締役会自体が適切に判断することは現実には難しいと考えるのが自然で、むしろ保身のために買収阻止の行動をとることを危惧。（機関投資家）
- キャッシュアウトによる友好的買収であればともかく、敵対的買収では、取締役会は買収対価が低額すぎると考えるのであれば、その旨を開示できるところ、その旨を信じる株主はキャッシュアウトの提案に応じることはないであろうため、強圧性がない限りは、買収対価の適正性という意味での取引の公正性を確保する必要はない。むしろ、こうした考え方が浸透すると、裁判所審査でも、特別委員会が買収対価が適正であると判断したかどうか重視されてしまいかねず、買収者は、特別委員会が買収対価が適正であると判断するまで増額する必要が生じ、企業価値を増加させる買収でも実現されないおそれがある。よって、買収対価の適正性という意味での取引の公正性確保のために特別委員会を設置することは有益であると考えられない。（学識者）
- 複数の買収提案を受けた場合の取引の公正性確保が重要という点について、取締役会によるステークホルダー利益の強調がよく見受けられるが、抽象的主張に留まり、株主以外のステークホルダーの利益を名目にした経営陣の保身のための言い訳に過ぎないのが実情。（機関投資家）
- 重要なのは、取締役会および特別委員会の独立性、専門性、及び、株主利益の保護への意欲などについて、その形式ではなくその実態に焦点を当てること。この課題については、第三者委員会の独立性を確保するために、裁判所による指名などあまり議論されていない創造的解決策も検討の価値がある。（機関投資家）

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（19／20）

取締役会の役割と特別委員会による補完

- 社外取に代わる少数株主の利益の代弁者として、独立委員会の設置は有益で、その判断を最大限尊重することが取締役会には必要。但し、独立委員会の判断に取締役会は法的に拘束されるべきではない。最終判断は会社法上、善管注意義務を負う取締役で構成される取締役会が責任を持って行うべき。（事業会社）
- 独立委員会で重要なのはその構成メンバーの属性。買収提案の是非判断というビジネス的要素の強い内容を検討するには、それに適した能力・経験が独立委員には求められるはず。このため、少なくとも企業経営・事業運営に精通したメンバーが独立委員会の過半数を占めることなどが必要。（事業会社）
- 特別委員会の委員としては、社外役員が有しない専門性や買収提案内容の精査に必要な専門知識を有する社外有識者が候補に含まれ得て、合理的である旨を明記してほしい。（事業会社）
- 従来、独立取締役で構成される第三者委によるTOB案件の検討が一般的だったが、取締役会の真の独立性が確保されていない日本では、逆効果になることがある。その構成は財務・法律など必要なスキルを反映し、外部弁護士・バンカーから十分かつ定期的な助言を受けられるようにすべき。（機関投資家）
- 特別委を設置する場合は、誰に対しても何の責任のない第三者ではなく、社外取を主な構成員とすべき。また、株主、特にスチュワードシップ責任を負った機関投資家の意見を十分に聞くべき。（機関投資家）
- 同意なき買収等の場合、社外有識者がアドバイザーとしてよりも社外取と同じ立場の委員に就任するのに安心感を持つ社外取も多いため、社外有識者が委員となるのが増加すると考える。（リサーチ会社/フィナンシャルアドバイザー等）
- 特別委員会の構成は社外取中心が基本だが、「経営陣からの独立」について属性・専門性の形式的判断ではなく、個別具体的状況を踏まえた実質的判断によるべき。特に現経営陣に近い具体的懸念がある場合、恣意性を排除できることを対象会社は説明すべきであり、株主判断のために適切に情報開示すべき。（法律実務家）
- 特別委員会の委員がその判断理由を投資家に説明できるようにすべき。株主に買収賛同を推奨した特別委員会委員の社外取に面会を求めたが、断られた事例もある。（機関投資家）
- 交渉の進捗・対抗提案の状況等がダイナミックに変遷しうるため、特別委の設置タイミングとしては、初期段階から独立性・専門性の補完等に耐え得るものの設置が求められるのではないかと。（リサーチ会社/フィナンシャルアドバイザー等）³⁷

2. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動（20／20）

取締役会の役割と特別委員会による補完

- 株主の利益を守る形で買収取引条件を検討し、承認するためには、特別委員会が適切に構成される必要があり、弁護士、会計士、大学教授で構成されることが多いが、案件を適切に精査し、その責任を果たすための財務、M&A、投資銀行などの専門的経験やスキルを有する専門家が不足している。（機関投資家）
- 社外役員での構成を基本とする公正M&A指針と、専門性補完の考え方は、立場に矛盾がないか。専門性補完の文脈では、取締役会起用のアドバイザーの役割との整理が必要。（法律実務家）
- 買収提案を受けた際、提案内容や真摯性の判断は複数の社外取により審査されるべきで、その過程で必要に応じ独立性を持った適切なアドバイザーを利用すべき。（機関投資家）
- 会社起用の弁護士の依頼者やその報酬の支払者は経営者個人でなく会社であることを踏まえると、依頼者たる会社の権利及・正当な利益の実現に反するおそれがあるため、経営陣は初期段階で専ら買収阻止を目的として弁護士を起用すべきでなく、弁護士も受任すべきでない。（機関投資家）
- 東証の独立役員の要件を形式的に充足していても、現経営陣との個人的人間関係に基づき選任される方が圧倒的多数を占め、自らを抜擢した社長に配慮した判断等を行う可能性が高いため、仮に社外取が過半数の取締役会としても、一般株主価値向上を目的として行動していると信頼することは不可能で、取締役会判断により株主意思確認の手続を代替することを許容すべきではない。（機関投資家）
- 特別委員会が真に独立しているかの疑念を晴らすためには、独立役員の候補者や特別委員会委員の選定過程を詳細に開示すべきだが、実際の事例はない。過程が明らかでない場合は、形式的に特別委員会が設置されても、株主意思確認の手続を代替することは許容すべきでない。（機関投資家）
- 仮に特別委員会が経営陣からの独立性を確保できても、現在の裁判例を前提とする限り、買収の望ましさの株主判断を代替できないのではないかと。また、実質論として、取締役会又は経営者と異なる意見を出し得る存在たることが明確でない限り、株主・投資家に信頼されないのではないかと。（学識者）
- 日本の独立取締役が真に独立していることの保証がコーポレートガバナンスの水準向上のための継続的優先事項。経営陣と近すぎるために、独立したチェック＆バランスという重要な機能を果たしていないことが実際には多い。また、スキルや経歴の多様性の欠如も問題であり、対処する必要。（機関投資家）

3. 買収に関する透明性の向上（1／15）

買収者による情報提供・情報開示

- 買収者に買収後の事業運営等に関する情報を提供させることは重要であり、これによりはじめて経営陣及び取締役会は、企業価値向上に資する買収提案か否かを判断可能。（事業会社）
- 企業価値を向上させるか否かが重要という観点からは、買収者による情報開示、特にその属性情報と「買収後の経営方針、買収者の経営能力・資力等」の開示が必要である。買収者が上場企業ではない場合もあるが、上場企業を実質的に支配する観点からは、上場企業と同様の開示（有報・ガバナンス報告書等）が求められるべきではないか。（個人）
- 一般株主のほか、顧客、取引先、地域社会、従業員などのステークホルダーの利益に資するかという点も考慮すべきという観点から、買収しようとする者において、買収が対象会社の一般株主やステークホルダーに与える影響、その他企業価値に及ぼす影響に関する情報を開示すべき。（事業会社）
- 買収者からの情報提供・情報開示については、提案が真摯なものか否か、企業価値向上に資するか否かの対象会社の判断のために必要であり、また、これまでは買収者からの適切な情報提供・開示を期待することは困難であったため、こうした行為準則が指針に明記されることに賛同。買収者による情報提供の実効性確保のためには、例えば、買収者による十分かつ適時な情報提供・情報開示が行われなかった場合においては、株主判断のために必要な情報が適時に提供されなかったものとして、当該買収提案が企業価値向上に資するものではないと合理的に推認できることを、指針に明記してほしい。（事業会社）
- これまでは、買収者による情報提供・開示が不十分な場合、対象会社としては、買主に情報提供・開示を求める根拠等がなく、情報提供・開示が期待できない状況であったため、今回、買収者による情報提供・情報開示についての行為準則が示されたことについて強く賛同。（事業会社）
- 部分買収の場合は、残存株主の不安を払しょくするためにも、買収者の経営能力等を知ることが必要となることから、買収者による支配権取得後の経営に関する情報開示は必要。100%買収の場合は、既存株主はいなくなり、非上場となるため、買収者による経営に関する情報を開示する必要なし。（個人）

3. 買収に関する透明性の向上（2／15）

買収者による情報提供・情報開示

- 買収者に求める情報提供の内容及び深度は、経営陣からの提案が「同意なき」提案か、原提案か対抗提案かによって、原則として差異を設けるべきではない。仮に対象会社が「同意なき」提案や対抗提案に関して、友好的提案より詳細な情報開示を求めるならば、その理由を具体的に株主に対しても開示すべき。（法律実務家）
- 同意なき買収において、買収者が取得可能な情報は有報などの公表情報に限られ、対象会社が知る内部情報と、外部の買収者が得られる情報量には大きな差があり、買収者によるDDなしの詳細かつ具体的な経営方針の立案は実質的に不可能であるため、対象会社が買収者に対してDDを認めない場合には、買収者による買収後の経営方針について詳細すぎる内容を求めるべきではない。また、買収者からの情報取得を大義名分とし、買収実施が引き延ばされることは許されない。（機関投資家）
- 株主判断が可能となるよう、主に企業価値の定量化に必要な情報を買収者の開示情報の対象とすべき。買収者の属性情報その他情報の提供プロセスにより経営陣が提案を拒否することも避けるべき。また、「同意なき」提案の場合には、対象会社の協力なしでは買収者からの企業価値の定量化のための情報提供も難しい場合も多いため、対象会社による買収者への情報要求と情報提供・協力とはセットであるべき。（法律実務家）
- 買収者は行為準則を遵守しない懸念があることから、指針では、買収者が情報提供・開示の行為準則に従わなかった場合の効果やサンクションについても明記してほしい。例えば、①株主判断のために必要な情報が適時に提供されなかったものとして、望ましくない買収と合理的に推認できる、②株意思確認の前提となる情報が提供されず、その意思を確認できないため取締役会限りでの対抗措置の発動が許容される、③対抗措置発動に係る株主総会の決議要件をMOM決議とすることが可能、といったことが考えられる。（事業会社）
- 多くの買収防衛策で買収者への情報提供を求める持株割合の設計を鑑みると、買収者の持株割合が20%程度に達した場合に、買収者による情報提供・開示義務を課することが妥当。また、情報提供・開示義務の制度の見直しとして、例えば、①大量保有報告規制を見直し、5%の基準に加え、保有割合が20%程度を超えた場合の開示内容強化、②東証の開示規制を見直し、発行会社に対して、その持株割合が20%程度に達した買収者へ情報提供を求めることを要請し、買収者からの提供情報を開示する義務を課す方法が考えられる。もし要請に反した場合、その後の脅威と防衛活動を正当化する方向での判断要素となりうる。（法律実務家）

3. 買収に関する透明性の向上（3／15）

買収者による情報提供・情報開示

- 買収者に対する際限ない情報提供要求、提供困難な情報や重要性の低い過度に詳細な情報の提供要求による買収の事実上の阻止、株主の判断機会の不当な遅延・奪取は防止すべきで、こうした行為が許されない旨を明確化すべき。特に、不招請型買収者に対してDDの機会が保障されないのであれば、詳細な情報提供や開示は求められるべきでないとしないと公平性を欠く。もっとも、こうした行為防止の最も有効な方法は、対象会社による評価・検討期間を一定期間に限定し、情報提供の要請や交渉等もこの期間内に限って認めることである。仮に取締役会が期間内に情報が得られなくとも、その事実も踏まえて意見を形成し、株主がそれも踏まえて買収の是非を判断することで足りる。また、MBOでは、一般に30営業日の間接的マーケット・チェックをもって対抗提案者の出現には十分とされているところ、現経営陣の代替案提示やホワイトナイト探索は、第三者が対抗提案を提出するよりも容易なはずであることを踏まえると、評価・検討期間は30営業日あれば足りる。仮にそれ以上の期間が必要ならば、間接的マーケット・チェックとの整合性を図ってほしい。（機関投資家）
- 買収者に義務として求める開示は友好的買収における開示と整合的にすべき。特にステークホルダーに与える影響に言及している点は疑問が残る。第一に、第4回事務局資料23頁では、「買収後のステークホルダー・・・の取扱いが株主にとって重要な判断材料となる場合には」という留保を付しているが、少なくとも、上記の留保を付さずに開示の義務を課し、開示しなければ防衛策の必要性が肯定されるといった効果も付与するならば支持できない。第二に、上記の留保をつけても、買収者に開示義務を課するのが適切なのかは疑問が残る。現経営陣を支持する可能性が高い株主が判断に必要だと主張すれば買収者に情報開示を要求できるとなると、延々と情報提供を求める要因を増やす懸念も強くなる。もちろん、開示した方が望ましいという程度で、防衛策の必要性との関係に及ばないならば否定的に捉える理由はないが、その場合、防衛策との関係性も記すべき。（学識者）

3. 買収に関する透明性の向上（4／15）

買収者による情報提供・情報開示

- 買収防衛策の実務において、共同保有者の定義を拡大させる試みがあるが、問題のある事例を取り上げて、他のケース全てに適用拡大する試みは控えるべき。経営陣が勝手に共同保有者であると認定した株主達が合計として20%の株を超えるならば、それら株主の持分を強制的に希薄化することを可能にする買収防衛策の導入を広める動きにつながることを懸念。集团的エンゲージメントを行ってほしくない経営陣のみを利する動きであり、海外投資家が日本を投資先から外す重大な理由になりかねない。（機関投資家）
- 共同保有者、協調行為者の問題は、依然として非常にグレーな領域。複数の大規模な投資ファンドが総会に重複した議案を提出した事例があったが、それは現行ルールでは株主提案を合理的に調整できないと考えたため。他の多くのグローバル市場が実現しているように、この点が改善されれば、株主を強制的に共同保有者にすることなく、調整や情報共有強化が可能になる。（機関投資家）
- 共同保有に該当しない緩やかな協調行為について、どのようなものを想定しているかが不明確。また、協調行為の最たるものは安定株主だと考えられるので、緩やかな協調行為について議論するならば安定株主も協調行為をとる者として議論すべき。（機関投資家）
- 「協調行為をとる者」や「意図」といった定義付けが不十分な用語による株主への情報開示を求めることは、明確なルールに則った市場の形成に寄与せず、株主に不必要な懸念を生み出し、企業価値の向上に資すると見做されている機関投資家間での意見交換を阻害することに繋がりがかねない。（機関投資家）
- 対象会社としては、実質株主や協調行為をとる者等（共同保有者の定義に限らない）の事実確認は極めて困難であるため、広く「現に買収提案をしていない状況」においても、株主がこの点の事実確認に応じるべきとした点に賛同。また、同様の理由から、そもそも大量保有報告規制でも「共同保有者」（金融商品取引法27条の23第5項）の概念を広げるべき。（事業会社）
- 投資家の集团的エンゲージメントを奨励すべき。「共同保有者」の明確性の欠如は、集团的エンゲージメント活性化のブレーキとなり、日本企業の低評価の一因。協働行為に関する法的曖昧さは、企業価値を高める合法的な活動から取締役会を守ろうとする際に、企業側に「武器」とされてきた。「共同保有者」とされ、防衛策等を発動されることなく、許容される協働行動の明確化を求める。（機関投資家）

3. 買収に関する透明性の向上（5／15）

買収者による情報提供・情報開示

- 現在の大量保有報告書の記載ルールは公平・公正なものであるが、非同意型TOBが発表される際に、被買収企業から大量保有報告書の記載義務違反であるという主張などがよく見られる。現行のルールでは、TOBを行う意思決定をした日をもって、保有目的変更の届出が求められているが、TOBを行う意思決定をしていない時点においては保有目的としてTOBを行う予定であるとは記載することは求められていない。にもかかわらず、被買収企業側は、もっと前にTOBを行う意思を持っていたはずであるから記載事項違反であると主張することがよく見られ、すべての買収者が法令違反をしていると考えるのか、単なる不誠意な戦術かの検討を求める。仮に株主が常時様々な検討を行っている中、非常に低い可能性の一つとしてTOBを検討したとしても、その場合には速やかに大量保有報告書にて開示せよという法改正を行うとしたらそれは極めて不適切で市場に混乱を招きかねず、断固として反対。海外でもそうならず、特に日本の実務で機能しない。（機関投資家）
- 株主開示に関する日本の法規制は、投資家による株式買増しに関連する懸念に対応し、国際的な要件に沿っており、大量保有株主の現在の所有権や意思に関する重要情報を発行会社や一般株主に与える一方で、株主間の集団的エンゲージメントを過度に阻害しないように調整されている。そのため、買収を試みている、又は買収提案が進行中であるファンド株主に対する開示要件を修正・強化しようとするのは正当化されず、日本の資本市場にとって有害。通常の市場買付は、更なる買付のみで支配権を取得するレベルにまで至らない限り、「強圧的」になり得ないことに加え、3分の1の株式を取得した時点で公開買付けを義務付ける方向となることで、このような公開買付けから株主が強制力を感じる可能性は排除されたのではないか。さらに、投資ファンドは、法律や規制の遵守を重要視しており、受託者責任を負う独立した投資家を抱え、強力なコンプライアンス管理がなければ、評判を危険にさらし、投資家を失う危険性がある。1、2の異常な例への言及で、投資家を過度に制約するものを定めるべきでない。（機関投資家）

3. 買収に関する透明性の向上（6／15）

買収者による情報提供・情報開示

- 濫用的な買収者が迅速に大量の株式を取得し、その後部分的公開買付けを開始するリスクはある。これを制限する適切な方法は、そのような企業が市場外取引を通じて秘密裏に大きな株式を取得する能力を制限し、その立場と意図に関する開示要件を高めることである。日本の66%ではなく、英国やドイツのように、30%で全部買付けを要求されるような状況も、真の支配権取得を求めない活動に対する歯止めとして機能する可能性がある。買付上限を設定した入札に存在する強圧性を強調する学者もあり、企業が自社株買いのためにする場合と、投資家が同じ提案をする場合とでは、区別しなければならない。一方は実質的支配権移転をもたらすかもしれないが、他方はそうではない。株式の実質的な所有者の開示と大株主の適時の更新は、強化が必要で、企業が潜在的買収者により早く関わる機会を提供することが可能。米国の13D/Fのような、意図に応じた提出、定義を変更できる状況は、検討する価値があると思われる。なお、たとえ買収を始めるためであったとしても、その事前承認を得たり、意図を企業に事前通知したりする必要があることには同意しない。（機関投資家）
- 賛同できる内容が多いものの、「実質株主の確認については、・・・一定の要件に該当する場合には、広く実質株主であることの確認に応じるべき」という点に関しては、一定の要件や具体的な確認作業が不明だが、投資家側の負担を増やすことは市場機能・信認の低下につながりかねないと懸念。（機関投資家）
- 近時、市場買増しの場合など買収者の情報提供・開示が不十分な事例が散見されること、また、買収者の実質株主や協調行為をとる者等に関する情報の対象会社側自らによる正確な確認は困難であることに鑑み、このような情報提供・開示の行動規範が示されたことに賛同。特に、現に買収提案をしていない状況でも、一定水準以上の持株割合を保有する株主（実質株主や協調行為をとる者等を含む）の正しい情報の対象会社、他の投資家やステークホルダーへの提供は重要なため、「株主は・・・事実確認に応じるべき」とする点に賛同。（事業会社）
- ある者の買収企図の有無や買収企図者との強調有無は、その意図・関係を秘匿されると判別不可能であるため、対象会社からの確認に応ずべき客体には、対象会社の株主や、株主でなくとも、各種情報から買収を企図している又は買収企図者と協調している可能性があると考え合理的に推認される者等にまで広く認めるべき。（事業会社）

3. 買収に関する透明性の向上（7／15）

買収者による情報提供・情報開示

- 一定の影響を会社に及ぼしうる場合に実質株主を明らかにさせる法制度は一つの合理的な選択肢ではあるが、現行法の下で採用できるのかは慎重に検討すべき。現行法上、大量保有報告制度が設けられている一方、株主としての権利行使を行う場面以外、基本的には会社が任意に株主を把握することはできない。さらに、法人等が株主である場合に、その実質的所有者が誰であるのかまで把握できるわけではない。これらが問題との立場も理解できるが、ある者が株主であるとして対象会社に交渉や対話を求めている場合に、その者が実際に株主であるか、誰が実質株主であるかを明らかにすることは現行法の延長線上に考えられる一方、「現に買収提案をしていない状況においても、対象会社が・・・対話のため事実確認をしようとした場合」などにまで確認に応じるべきとするのは現行法と整合的なのかという問題がある。また、過去の事例を踏まえると、協調行為に関して事実確認に応じるべき義務を買収者に課し、これに反した場合に防衛策の必要性を肯定すると、対象会社の取締役会が買収者を支持する株主を事後的に協調行為者であると認定する懸念も生じる。（学識者）
- 潜在的買収者に対する実質株主や協調行為等の事実確認に応じる義務については、事実確認を求められる要件・範囲が不明確であり、かつ、株主には情報開示もされない仕組みであるため、反対。株式市場における匿名性を過度に制約する保守的対応を取ることは市場の魅力を削ぐ結果になるため、目的に比しても適切な対応ではない。潜在的買収者の情報が必要であれば、明確かつ限定された範囲で、広く株主に情報開示されることが前提とされるべきで、公開買付制度及び大量保有報告制度の中で別途議論がなされるべき。なお、「協調行為者」について、一部個社事例では、大量保有報告制度の「実質的共同保有者」の定義・解釈よりも広く定義がされて、かなり広範な株主間の対話・連携が「協調行為等」に抵触し得るものとなっており、株主間の建設的な対話等も委縮・阻害されるおそれがある。（法律実務家）
- 潜在的買収者の事実確認応答は、株主側からすると、法律・上場規則の義務を超えた開示義務を実質的に課すことになるように思われるため、少なくとも、対象会社において「買収の可能性を認識」という主観的な要素だけでは足りず、客観的要素も踏まえた準則とすべき。（法律実務家）

3. 買収に関する透明性の向上（8／15）

買収者による情報提供・情報開示

- 本来、株主市場においては匿名性を維持しつつ取引を行うことが前提であり、株主に株式保有情報又は取引情報を明らかにさせることは、市場の魅力を削ぎ、日本株に対する投資意欲を減退させる可能性があるため、実質株主に関する情報や、保有株式数・保有目的の開示は、取引市場の公正性等のために必要な範囲に限定され、かつ、市場・株主に必要な情報として開示がなされるべきであり、発行会社の便宜のために安易に調査に応じることを強制すべきではない。原則として大量保有報告制度の中で解決すべき問題であり、大量保有報告制度における開示義務明確化及びエンフォースメント確保の論点への対応が必要なことは同意だが、別途金融庁で議論中との理解。仮に対象会社による実質株主調査に応じる義務を課するのであれば、対象会社において、当該調査を行う目的・理由、（当該株主が開示に応じる場合には）当該調査の結果、実質株主とのエンゲージメントの内容等に関する開示義務を定め、株主及び投資家に対して、対象会社が調査を行うことを明らかにする必要がある。（法律実務家）
- ICJによる実質株主の議決権行使状況、行使基準分析等のサービス提供があれば、エンゲージメントの実質化につながる。（個人）
- 議決権行使上意味のある大量の議決権を保有している株主は、直接保有しているか、信託口にて保有しているかに関わらず、既に大量保有報告制度の下で開示が義務付けられており、「実質株主」の開示についてのこれ以上の議論が資本市場へもたらす追加的な価値は限定的。（機関投資家）
- 実質株主については、実質株主が最終的な議決権の指図権者であると明確に定義した上で、対象会社が買付者に要求可能な情報を具体化すべき。例えば、投資ファンドが買付者であって、対象会社が買収防衛策を導入した場合、買付者に対して個々の出資者の情報まで網羅的に対象会社側が要求する事例が散見されるが、多数の出資者を抱える投資ファンドが、全出資者から個別に情報開示の同意を取り付けることは非現実的であり、このような無意味かつ非合理的な情報開示請求は制限すべき。（機関投資家）

3. 買収に関する透明性の向上（9／15）

買収者による情報提供・情報開示

- 元々成功が容易ではない敵対的買収において、一定のtoeholdを確保することは成功確率を上げるのに重要な役割を果たす。相当な割合の株式を何の開示もなく市場内で取得するような場合を想定すると一定の開示が必要であるとの議論も理解できるが、支配権取得の目的を早期に開示させると、敵対的買収を困難にすることになる。そのため、取得する株式（議決権）の割合にかかわらず（極端なことをいえば、支配権取得を狙うのであれば最初の1株の取得時に）目的を開示させることは支持できない。第3回事務局資料29 頁では、「買収意向の確度に応じて適時に」市場に周知することを挙げており、こうした極端な方向性は考えていないとも思われるが、大量保有報告制度のエンフォースメントを強化するのであれば別段、大量保有報告における保有目的の開示が求められない段階（5%未満）で開示を求めるのは慎重にすべき。（学識者）
- 同意なき買収提案者は、ホワイトナイトに比べ、対象会社に関する情報の収集、銀行の融資条件、資本の調達条件、その他不確実性に伴うリスクやコスト等の観点で劣後するが、事前取得により、同意なき買収提案者がホワイトナイトに対して優位に立ち、同意なき買収提案者による買収が成功する可能性が生じることから、事前取得を妨げるべきではない。認められない場合、強力な対抗策であるホワイトナイトを上回る条件を提示することは困難となる。買収阻止を目的に実質株主を確認することは、事前取得を妨げることにつながり、同意なき買収提案を生じにくくさせることから、不要。（機関投資家）
- 「買収をしようとする者が、公開買付けに先立って・・・場合には、・・・市場に適時に周知すべき」については、大量保有報告書の提出が求められる株式数の取得に至らない場合であっても、積極的に目的を周知すべきという趣旨か。株券等保有割合が5%を超える投資なのであれば、大量保有報告書の保有目的についての適切な情報開示を行うことで十分ではないか。（法律実務家）

3. 買収に関する透明性の向上（10／15）

買収者による情報提供・情報開示

- 「公開買付けの実施を予告する場合には、…情報を開示すべき」としている点に賛同。また、実施予告の段階においても、具体的なエビデンス（それに準ずる資料）が示されなければ、対象会社としても当該予告公開買付けが実施されるか否かの判断を行えないため、情報提供がされない場合には、真摯な買収提案ではないと対象会社が判断することは合理的な対応である旨を指針に明記してほしい。（事業会社）
- 実施予告がされたにもかかわらず、公開買付けが開始されないまま、買収者と対象会社の経営陣の交渉が長期化することは、対象会社がいつまでも買収可能性がある不安定な状況におかれ、かつ、長期に亘り、経営陣を含め多くの人的資源も割かなければならず、経営に支障をきたしかねず、極めて問題。また、買収者以外の一般株主においても、不透明な期間が長期化することにより、買収是非の判断ができないことから当該予告は取り下げられるべき。よって、同意なき買収において、買収者と対象会社間の交渉が、買収者の当初想定期間よりも長期化することが見込まれる場合においては、一度、公開買付けの実施の予告を取り下げることが指針に明記してほしい。また、具体的にはどのような期間を指すのか分からないため、「合理的な期間」の考え方についても明記してほしい。（事業会社）
- 「合理的な期間内に…開始できない場合には、…実施予告を取下げべき」は、「合理的な期間」の範囲が不明確、かつ個別案件の状況次第であり、委縮効果を生じさせるだけのため、反対。（法律実務家）
- 対象会社の経営陣及び取締役会によって買収提案の真摯な検討がなされない場合において、協議・交渉の場を水面下から衆人環視の中に移し、株主や資本市場等による規律を利用することによって（又は、買収提案者がそうした選択肢を有することにより、水面下の段階から規律が働き）真摯な検討が促されるという点で、予告TOBは、一般株主の利益に資する対応。誠実な利用も含めて一律に一定期間内での取下げを求めることは、対象会社の対応長期化のインセンティブとなるため、適当でない。（機関投資家）

3. 買収に関する透明性の向上（11／15）

買収者による情報提供・情報開示

- 敵対的買収の積極化の裏側で市場を含めた段階買付を阻害した場合に、買収件数そのものが減少する可能性が高く、公正なM&A市場整備や企業価値を高める買収の促進に逆行するものとする。例えば、本研究会でも、市場内買付けの「強圧性」に議論の時間が割かれているが、第1回参考資料の29頁において強圧性を認める引用がある一方、同資料の30頁には、個別の状況によっては市場買付けの強圧性を否定する引用もなされている。このように、「強圧性」を例にとっても、個別の状況や用語の使われ方によって複数の側面があり、買収手法が市場を含めた段階買付であるという点を捉えて、その手法を阻害することは、買収件数そのものを減少させる要因となる。（事業会社）
- 敵対的買収を積極化した場合、買収者は海外が中心になり得るところ、外為法のように、本来の目的が国益流出ではない法令に基づく現状の対内直接投資制度では、審査が形式面重視となるなど経済安保の観点で十分な規制効果を得られていないと認識しており、経済安保上の審査について、FCCのような、個別の政策法令に基づいた、規制の実効性を確保できる公的審査を拡充すべき。公的審査の拡充は、対象会社の一般株主やステークホルダーへの情報開示という観点においても、買収に関する透明性の向上に資するものとする。（事業会社）
- 企業価値向上の有無を判断する際には、実務上、例えば、①買収者の過去の投資実績、②対象会社が営む事業の経営経験の有無・内容、③買収後の対象会社の定量的財務戦略と投資・成長・人事戦略、④買収者の組織体制、内部統制の整備状況に係る情報といった情報の提供は最低限必要。また、こうした情報は、経営支配権の取得や経営支配権に大きな影響を及ぼすことを目的とした対象会社の株主総会での取締役選解任議案の場合においても必要な情報。（事業会社）
- 手続の透明性確保の観点からは、買収者が買収の意図を秘匿しつつ、市場内外において、当該買収意図を明らかにした場合における、プレミアムが付された価格よりも安い価格で株式を買い集める行為などができないルールを講ずべきであり、少なくともこうした行為の禁止を指針で明記してほしい。（事業会社）

3. 買収に関する透明性の向上（12／15）

対象会社による情報開示

- 真摯な買収提案を受けた場合、提案内容、提案の検討状況・プロセス、取締役会の検討結果を対外的に適宜開示することは必要。ただし、会社による開示前の報道事例も多く、情報管理を適切に行うことが重要。（事業会社、機関投資家）
- 具体的かつ真摯な買収提案は独立した特別委員会に検討を委ねるべきだが、そうしなかった場合に、なぜ取締役会のみで結論を出したか説明義務を課し、株主が評価できる制度はあってよい。（個人）
- 研究会では、敵対的買収者による支配権取得後の情報開示にのみ注目されているが、上場会社の買収の場合、買収提案は、基本的に、現状の経営よりも企業価値を向上できると考える者がいる場合になされるものであり、対象会社は、これに対する防衛や拒否をする場合には、なぜ現状の経営陣による経営の方が企業価値・株主価値を高めるのか説明（買収候補者の提示した時価総額と同程度の時価総額を実現するための具体的な経営計画を自ら開示）すべき。特に、DDが認められない場合には、買収者と対象会社経営陣との間では情報の非対称性があるので、この点は株主にとって極めて重要。（個人、機関投資家）
- 買収提案への対応は、株主が取締役選解任を判断するにあたり考慮すべき重要な要素。防衛策が導入されている場合には、提案時点での情報開示が想定されていることからすれば、防衛策が導入されていない場合であっても、少なくとも事後的に買収者の具体名などを非公表としつつ情報開示することが問題とならないと考えられる。真摯でない買収提案が公表されることで、株価への悪影響が生じる可能性もあるが、相場操縦等の疑いがあれば規制当局の相応の対応が想定されるため、真摯でない買収提案はむしろ抑止されうる。そのため、買収提案があった場合は、真摯でなかった買収提案を含め、買収者の具体名を非公表とするなどの配慮をしつつも、事後的に、買収提案の概要や現経営陣の判断について開示すべき。（機関投資家）
- 対象会社にて公表を行うことには慎重であるべき。上場会社は、日々、柔軟かい提案を含めてM&Aの協議・検討が行われており、この検討を謝絶した場合にその旨を開示することは、市場に混乱を与えかねない。むしろ、不合理に謝絶されたと考える買収者に、公表するかどうかの判断を委ねるべき。（法律実務家）

3. 買収に関する透明性の向上（13／15）

対象会社による情報開示

- M&Aの公表後に、第三者から対抗提案がなされた場合の対象会社の情報開示について、第三者自ら公表する場合は、当該内容に沿って対象会社の主張を開示すればよい。他方で、第三者自ら公表しない場合には、対象会社として①どのような内容を②どのタイミングで開示すべきか、という点が論点となる。対抗提案の中には、「真摯」な提案か否かの判断に時間を要する提案もあるが、仮に、真摯性が疑われる提案を受領した後、そのまま開示した場合、例えば、思惑買いにより株価が上昇し、先行提案が不成立となる恐れもあるため、①内容としては、当該提案に対する真摯性の評価等を加えた上で開示することが必要となり得て、②タイミングとしては、真摯性の評価完了後、遅滞なく、かつ株主意思を最終確認する時期までに実施する形ではないか。（リサーチ会社/フィナンシャルアドバイザー等）
- 経営陣や取締役会にとって買収提案が望ましいかどうかにかかわらず、買収資金の裏付けがある提案であれば、経営陣の保身のためにこれが拒否されるという事態を防ぐべく、必ず開示されるべき。（機関投資家）
- 取締役会は、買収提案を支持する前に、その内容を開示すべき。買収提案の条件及び買収により創造される可能性のある企業価値に関しては、すべて、株主に伝えるべき。（機関投資家）
- 株主の要請に応じて、企業は各取締役の見解を示す取締役会の議事録や関連資料を積極的に開示すべき。（機関投資家）
- 特別委員会の議事録等の開示が論点。交渉・検討進行中での開示のハードルは高いが、裁判になった場合、事後的に開示が必要とのルールになれば、交渉・検討が適切に行われる蓋然性の向上が期待できる。会社側は、「手続の問題点はまず少数株主側が疎明すべき」と主張する傾向にあるが、ディスカバリー制度もない中、少数株主側に対し事実上不可能な要求を突きつけるものであり、手続の公正性の立証責任は会社側に負わせるべき。また、委員がいくら真摯に検討を重ねても、根拠資料に誤りがあれば、正しいものにならないため、委員会での検討資料も、少なくとも裁判では開示されるべき。（法律実務家）
- 株主承認を求める場合、説明責任を持たせるために取締役会は、採用したプロセスの概要、経営陣や財務アドバイザーの評価方法など、その承認に重要な情報を開示する必要。また、公開により、他の者がより優れた提案を行うことに関心を持てるため、透明性は会社により良い結果をもたらす可能性もある。（機関投資家）

3. 買収に関する透明性の向上（14／15）

対象会社による情報開示

- 取締役会又は特別委員会としての見解を開示する以上、それを超えて取締役個々人の対応等について開示を行う必要はないのではないか。個々人の対応について開示が必須となると、主流意見への同調圧力が増し、意見の多様性が失われる危険性が高まる。（個人）
- 個々の社外取締役の機能発揮に係る開示は必ずしも必要ではない。多様なスキルを有する各社外取締役の意見を踏まえて、会議体である取締役会として最終判断しているのであり、個々の判断のみを切り出して開示する必要は低く、個々の開示を求めることで、却って社外取締役の判断を萎縮させる可能性もある。（事業会社）
- 社外取は、それぞれその属性・経歴・専門分野の違いから、買収提案の検討の局面においても、各自が期待される役割は自ずと異なる。社外取に求められる役割が果たされたかを含め、取締役会が全体として有効に機能したか否かを問題とすべきであって、個々の社外取締役がどのように活躍したか、しなかったかを問題とするということは必要ないし、適切でもない。（法律実務家）
- 一定の独立性を備えた社外取の考えは、株主が買収への態度を決定する際に有用な情報になる可能性はあるものの、株主に必要なのは買収への態度を決するための情報であって、社外取の評価が第一次的な目的になるわけではない。むしろ、現経営陣と異なる合理的意見も形成されるよう確保した上で、そうした意見が表に出ることが社外取や特別委員会への信頼につながるのではないかと。（学識者）
- 買収に応じるべきか否かについての各独立社外取締役の意見・理由の公表を行うことを検討してほしい。独立社外取締役は、株主に最も近い立場から企業価値の状況及び現経営陣による戦略を評価できるところ、その意見は、株主が買収を評価する際に有用であり、また、各意見公表を求めれば、独立社外取締役のより高い機能発揮を期待できるため。（機関投資家）
- 個々の社外取締役の機能発揮状況が分かるような情報開示は賛成。また、社外取締役間で見解が分かれる場面も想定されるため、個々の社外取締役の意見が取締役会や特別委員会の多数意見と異なる場合には、反対意見、補足意見等を開示できるようにするとよいのではないかと。（法律実務家）
- 社外取の独立性発揮状況が分かる情報開示は、M&A時以外にも常に必要。（個人）

3. 買収に関する透明性の向上（15／15）

対象会社による情報開示

- 社内者が過半数を占める取締役会が大半であることを考えると、買収に関する透明性の向上は非常に重要。またその説明責任は特別委員会を設けたとしても免れることはなく、社外取及び特別委員会がどのような検討・対応をしたのかが開示されるべき。具体的には特別委員会の議事要旨の開示や、社外取個々の意見表明をする機会、また社外取締役と株主が直接意見交換できる場の確保を求める。このとき、買収提案の是非を第一に価格によって決めるべきとの視点に立つと、現経営陣の価格算定根拠が開示され、それを特別委員会ないしは取締役会がどのように買収者の提案価格と比較したのかが重要となる。親子買収やMBOのケースでも、会社が開示する文書に形式的・定型的な内容しか記載されず、特別委員会ないしは取締役会の検討過程に関する情報の開示が不十分と感じるケースも多くある。現経営陣の価格算定根拠については、少なくとも、米SECのRule 13E-3に倣って財務アドバイザーのフェアネスオピニオン等が開示されることを求める。（機関投資家）
- 議論の方向性としては、買収者において、「同意なき買収」提案を公にすることをより広く許容した上で、「パブリック・ベアハグ」が行われた場合には、対象会社としても、交渉経緯・買収提案を拒否した理由などを株主の判断のために適切に情報開示することを義務付けることが考えられる。なお、上記の対象会社による情報開示における、個々の社外取締役の機能発揮状況については、「社外取が中心となって検討したか」、「経営陣の恣意性を排除した検討が行われたか」を株主に対して説明するという観点から、開示する必要性について賛成である。（法律実務家）

4. 株主の意思決定を歪める行為の防止（1 / 3）

記載されている行為準則への意見（強圧性を有する買収）

- 強圧的二段階買収について、投資家の観点からは、二段階目の価格が公開買付と同額と公表されていても、スクイズアウトが分かっている時点で、不満があっても公開買付けにやむを得ず応じることが多い。理由は、①同じ価格ならば、早い段階で支払を受け、それを他の投資に向ける方が合理的であること、②価格を争うには裁判手続を使う必要があるが、専門性が高く、高額になりがちのため、多額の投資をしていない限り、裁判が合理的選択肢にならないことの2つがある。実際に強圧性を排除しようとするなら、MOM条件を設定するくらいしか有効な手段はないのではないか。（法律実務家）
- 部分買付けにより支配権を取得した後に残存株主の利益が侵害されるような事例に関しては、事業会社を買収者となって、親子上場を維持する場合には発生する危険性が存在するものの、投資家を買収者となった事例でそのような危険が顕在化した事例はあるのか。また、市場内買付けによって強圧性が生じることは、原則としてなく、生じる可能性が唯一あるのは、買収者が買付時に、買付期間及び買付予定数を公表するとともに、買収後に悪い条件で株主を締め出す旨を公表する場合である、とする見解もある。印象論に基づいて、会社や経営陣に広範な裁量を与える買収防衛策を許容した場合、買収者は、過剰な手続き負担と対象会社からの反対を受けなければならず、買収に重大な萎縮効果をもたらす。（機関投資家）
- 強圧性を有する買収を行わないことに賛成だが、株式の自由取引の萎縮効果が懸念されるため、強圧性を有する手法の限定的で明確な定義を求める。二段階買収の規制は実務上定着したが、部分買収や市場買付けは見解が分かれており、強圧性を過度に強調した規制強化の議論は慎重になるべき。（法律実務家）
- 強圧性を理由に株式を売却せざるを得ないことは机上の空論。強圧性の有無を含む実態を確認することなく、強圧性の概念や適用範囲・対抗策等を議論すべきではない。買収提案者は買収価格以上の企業価値向上の意思があると考えるのが自然であり、毀損することを前提とした議論に違和感。同意なき提案により、強圧性を理由に株式売却した市場参加者の存在を聞いたことはない。（機関投資家）

4. 株主の意思決定を歪める行為の防止（2／3）

記載されている行為準則への意見（趣旨の明確化・要望）

- 「取引先株主等への優越的な地位に乗じた働きかけ」の定義を明確化してほしい。独禁法でいう「優越的地位の濫用」と同義か。取引先株主等とのやり取りは、通常の経済活動で自由に行われるべきことであり、それが制約される場面は限定的に明確化する必要があるのではないか。（法律実務家）
- 列挙されている好ましい行為準則に同意。特に、金銭的に価値のあるものや現金の配布を行って、株主の意思決定を歪める行為は、その配布する価値・金額の多寡を問わず禁じられるべき。（機関投資家）
- 列挙された行為準則に賛同。株主には個人、事業法人など様々な属性があり、機関投資家のように十分な情報の下で判断できない者も多くおり、これらの株主の意思決定を歪め得る行為は防ぐ必要。（事業会社）
- 「株主の意思」は、買収が企業価値の向上に資するかどうかの判断において尊重されるべきものであるため、企業価値向上有無にかかわらず自身の意思を表明する株主は、「株主の意思決定」を歪める存在となるはず。そこで、「取引先株主等」が「優越的な地位に乗じた働きかけ」によってそのような株主となる可能性があることを懸念して、そのような「働きかけ」を禁止しようとしているのであろうが、「働きかけを行わない」としても、買収対象会社の取締役・執行役員に忖度する可能性がありえて、また、働きかけの有無の確認は不可能ではないか。よって、「取引先株主等」を「買収が企業価値の向上に資するかどうかの判断において」尊重されるべき意思を示す株主として取り扱わないこととしたほうがよい。ひいては、対応方針の導入または対抗措置の発動について株主意思確認総会を経る場合において「取引先株主」を除かずに決議することを禁止すべき。（学識者）

4. 株主の意思決定を歪める行為の防止（3 / 3）

追加すべき行為準則

- 「ステルス買収」行為も、企業価値向上有無の観点から適格性が問われる。（個人）
- 新株予約権無償割当による買収防衛策が議論の対象だが、第三者による部分的TOBにより上場維持したまま事実上の防衛を図ることが見られる。これは具体的提案が現れる前に予防的に行われるため、今回の範囲から外れる可能性が高いが、少数株主保護の観点からは同様に行為規範を定めるべき。本研究会では敵対的買収の強圧性のみが議論されており、友好的買収の強圧性は十分に議論されていない。部分的TOBの成立後はガバナンス懸念から株価が下がる可能性が高く、また、より多くの配分を獲得したいとの動機からも強圧性が存在。爾後は支配権市場による経営規律が働かなくなることを考えると、保身目的で使われ、企業価値向上や株主利益確保が二の次になる恐れは防衛策同様に存在。部分的TOBは公正M&A指針でも明示的对象にはなっておらず、TOB規制の見直しが行われるまでは日本市場のディスカウント要素であり続ける。そこで、部分的TOBの受入れは事実上の防衛策の実施と扱い、株主意思確認を取る点など同等に扱ってほしい。（機関投資家）

その他

- いずれももっともだが、まずは100%全て同じ値段での買収交渉が大事。その同意を得たら、他者提案・自社の株価向上策と競争させるのを基本とした価格交渉となり、そうした他者が出ない場合に価格交渉道具として防衛策が認められる。それが無理で一部買収のみの場合に、防衛策の出番。もっとも、全部買収の場合も、安すぎると独立した特別委が結論づけた場合は、防衛策発動に合理性がある。（個人）
- 買収提案の企業価値向上有無のある一定時点の株主による判断は、その権限・能力を超え得るものの、対象企業経営陣が適切な開示を行うことで、望ましい結論に至るよう努力すべき。（個人）
- 記載に異論ないが、その上で、株主の合理的判断に資する積極的開示は、対象会社・買収者双方に推奨されるべき。他方、実務上、交渉早期で秘密保持契約が締結され、当該契約が制約となり、株主の適切な判断のための開示が阻害される場合がある。営業秘密など開示制約されるべき情報もあるが、買収提案の協議・交渉の経緯など、株主の適切な判断に資する情報開示については、当事者間の秘密保持契約により不当に制約されるべきではない。なお、スタンドスティル条項は時間・情報確保のために合理的場合もありうるが、提案自体や交渉経緯の開示制約は、逆に株主による適正な監視機能を阻害し得ることに留意すべき。（法律実務家）

5. 買収防衛策の在り方（1 / 17）

買収防衛策全般

- 買収提案促進には、潜在的買収者が、対象会社の経営陣により恣意的に運用される防衛策に直面しないようにすることが重要。昨今の防衛策では、経営陣の恣意的判断により防衛策発動を株主に諮ることが可能。むしろ、買収提案が定型要件を満たす限り、防衛策の対象とならないことを保証すべき。（機関投資家）
- インフォームドジャッジメント、対抗措置発動の明確化が重要。買収に関するルールが明確で、それに則った企業価値向上有無の判断が大事。ルールが不透明又は解釈に裁量の余地が大きいと、買収者の予見可能性を損ない、ひいては企業価値を高める買収が日本市場で生じないことにも繋がる。（事業会社）
- 買収防衛策によって企業価値を高める買収が阻害されてはならないことには同意。ただし、むしろ議論すべきは、「同意なき買収」提案に対する取締役の行動規範であり、行動規範や基本的な考え方なしに、公開にまで至った例外的事例をベースにテクニカル・個別具体的な買収防衛策の対抗措置の設計や運用について指針を設けることには違和感があり、逆に買収防衛策を大枠ではエンドースしているようにも見える。（法律実務家）
- 買収防衛策の考え方の大枠としては、不必要・過度な時間稼ぎ・抽象的情報要求といった濫用的運用、買収者の予見可能性を害する設計は原則、認めるべきではない。また、買収防衛策の対抗的・阻害的性質に鑑み、株主意思確認の原則、客観的な株主意思を前提に経営陣のバイアスを排除できる運用・設計、株主判断のために各プロセスにおける双方からの透明性のある情報開示、買収者の予見可能性を害しない明確な運用・設計が確保されることが、M&A実現の不確実性を払拭し、日本での投資促進の観点からも重要。（法律実務家）
- 総会で買収防衛策の発動承認を求める条件は、明示的かつ体系的に定められたものであるべき。例えば、情報提供等の要請に従った買収者に対しては、「情報共有が不十分」「買収提案が企業価値向上に資さない」などの理由付けで、防衛策承認のための臨時株主総会の招集請求を行うべきではない。要求されたすべての手順に従った場合、株主は公開買付けへの応募を行うかを通じて意思表示を行うべき。（機関投資家）
- 市場での急速な買付けの事案が増えているが、その多くは時価総額の大きくない上場企業を対象とするものであり、東証が上場区分見直しで取り組んだ課題を抱える企業とターゲット層が重なる場合が多い。こうした企業の価値を上げ、日本の市場価値を高める観点からは、買収者と上場会社側のバランスをもった政策判断が必要であり、急速な市場買付けを規制する方向での議論に偏らないように留意すべき。（法律実務家）

5. 買収防衛策の在り方（2 / 17）

買収防衛策全般

- これまでの買収防衛策が企業価値向上につながったかどうかについて検証すべき。買収防衛策がより良い買収条件を引き出すことにつながったことはほとんどなく、買収防衛策を導入している又は買収防衛により経営体制を維持した企業の企業価値は十分に向上していない。（機関投資家）
- 経験上、買収防衛策の発動は極めて限定的にされなければ、同意なき買収が生じなくなることを懸念。買収阻止を目的とした防衛策の発動が広く許容されると、経営陣は、買収提案の内容にかかわらず、反証困難な定性的理由を列挙して買収阻止に注力し、事実上、真摯に買収提案に対応することが期待できなくなる一方、それが困難となれば、経営陣は、買収成立の危機感を持ち、真摯に対応せざるを得なくなる。同意なき買収提案をめぐって指針を実効性あるものにするためには、買収防衛策の位置付けについては、買収阻止ではなく、検討時間を確保しより良い買収条件を引き出すことに主眼を置くべき。（機関投資家）
- 最も重要なのは、ポイズンピルが経営陣を圧力から守り、買収提案者に追加のリスクとコストをもたらすことによって、株主の価値を下げる可能性があるという点。取締役会は、代替提案者を探したり、自社の計画がいかに優れているかを実証しようとしたりする自由があるが、提案が株主の手に渡るのを阻止しようとするべきではなく、我々は原則としてすべてのポイズンピルに反対票を投じている。最善の防御策は、事業をうまく管理し、適切な評価額で取引すること。ポイズンピルは非常に主観的で恣意的なものであり、経営陣が好まない提案に対してのみ発動されるものではないと主張することは困難。いずれにせよ、ポイズンピルを発動する前には株主投票を経るようにすべき。（機関投資家）
- 金商法の公開買付規制等の定めるルールを一企業が事実上上書きして、勝手なルールを独自に定める防衛策を放置していること自体がそもそも健全ではない。会社と株主の利益を考えてこなかった経営陣や防衛策を生業とするアドバイザーは、20%が経営に影響を与えうる水準と主張するだろうが、33%、30%、20%なのかは、最終的には確からしい水準にすればよいものの、防衛策は制度として廃止し、公開買付規制とのダブルスタンダードをなくすることが最低限必要。また、仮に廃止しないこととなるにしても、株主共同の利益及び会社の利益の最大化のための検討期間を確保することが目的なのであれば、3ヵ月を超えるような不必要に長いものや、株主決議を再度とらずに期間延長が自動的に実施可能な防衛策は規制すべき。（機関投資家）

5. 買収防衛策の在り方（3／17）

買収防衛策全般

- 買収防衛策は、少数株主の保護を建前として、実際は、会社・経営陣の保身に使われていること（少なくとも投資家はそのように評価していること）も事実。対象会社が買収者に求める情報提供・情報開示は、過度なものがあり、買収に反対をするという結論ありきで、その材料を探すために求めている事例も多数見受けられる。このような買収防衛策は、対象会社の経営陣の恣意的な運用と相まって、買収者に過剰な手続き的負担を負わせ、しかも、どれほど少数株主に魅力的な買収提案を行おうとも、対象会社からは買収に反対される可能性が極めて高いことから、買収提案に対して重大な萎縮効果をもたらしている。（機関投資家）
- 買収防衛策の導入・発動、又は実質的に買収防衛策類似の手続きが行われたことで買収がとん挫した事案について、その後の中長期的な株主の価値の推移を検証することが可能となったことから、過去の5つの事例の敵対的買収発表後のTSRや株価の推移を検証した。いずれの事案においても、買収防衛策が中長期的な企業価値向上に寄与していないことが分かる。むしろ、買収防衛策を導入することは、会社・経営陣の保身と引き換えに、株主価値の毀損をもたらしているとの疑念には十分な根拠が存在。（機関投資家）
- 取締役会が株主の利益よりも自分たちの利益を優先させるために使用される可能性があるため、会社の防衛策採用を軽視すべきではない。ポイズンピルは、株主の所有権・議決権双方の大幅な希釈化が可能なため、特定の状況に応じて限定的に用い、株主と経営者の利益のバランスを反映する必要がある。株主間の対話は、資本市場が適切に機能するために必要であり、潜在的希釈化は、多くの投資家がそもそも参加することを躊躇するだろう。日本企業が防衛策を採用する際に、株主の利益を考慮し、「共同保有者」の範囲を大量保有報告基準に適合させ、市場に明確性を提供することを奨励してほしい。（機関投資家）
- 買収防衛策が日本企業の時価総額や収益性を高めることに成功したとする信頼できる証拠は出てきておらず、むしろ逆効果であった証拠がある。防衛策を導入するのは主に低業績企業であり、その目的は明らかに経営陣の保身であり、買収防衛策を有効に利用して、TOB価格・上限率の引き上げ、高値での「ホワイトナイト」発見、大幅なリストラや戦略転換の実行による株価上昇につなげた例は極めて少ない。米国では株主のためにより良い取引を求めることの武器として大部分が使用されているが、それは独立取締役、裁判所、活発な機関投資家全てが実際にポイズンピルの使用を監視するために結合していたためである。（個人）

5. 買収防衛策の在り方（4／17）

買収防衛策全般

- 買収防衛策の議論は、会社が株主だけのものであるという前提で進んでいないか。会社の最大の目的は利益の極大化にあることは間違いないが、その利益は株主による資本提供のみによって生み出されるものではなく、ステークホルダーの貢献によるところも大きい。買収提案があった場合、株主は株式を売却すれば対象会社との関係は切れるが、株主以外のステークホルダーはそうはいかない。買収防衛策は株主をはじめとした全てのステークホルダーが不利益を被らない買収提案なのかどうかを確認するための重要な交渉ツールであり、機関投資家は強硬に買収防衛策に対して反対する姿勢を改めてほしい。（リサーチ会社/フィナンシャルアドバイザー等）
- 企業価値を高める買収例においては、買収者の情報開示が十分なされ、結果として買収が成立しているケースが多い印象を受ける。こうしたケースで買収防衛策を発動させた場合、新株予約権発行差し止めが認められているのではないかと。また、買収防衛策をめぐっては、対象企業の取締役の行動規範が話題となることが多いが、企業価値向上の観点からは、買収者の行動規範の議論が十分でないと思われる。（個人）
- 買収防衛策は経営陣・取締役会の保身を目的とするものではあってはならず、最大の買収防衛策は株価を高くすることであり、このために経営陣は適切な事業経営や資本政策を遂行すべき。継続的にPBR1倍を下回る上場企業における買収防衛策の導入については、企業価値を毀損する経営陣の保身のためのものと評価すべきであり、そのような経営陣が買収提案に反対する場合には、買収防衛策の導入によって対抗するのではなく、買収提案よりも高い株価を実現する具体的な取り組みを行うことによって対抗すべき。（機関投資家）
- ポイズンピル、株式取得に基づく議決権制限などの防衛策は、株主価値の最大化という目的を推進するためにのみ採用されるべき。グローバルな投資家は、ポイズンピルを含む防御的措置は、経営陣が自分たちの利益をより強固にするために容易に利用できるため、非常に懐疑的な見方をする。防衛策の実施について株主が発言権を持つことを明確にすべきであるため、1年以上の期間を有する防衛策は、その採択後最初の年次株主総会およびその後の毎年の株主総会において、決議に付さなければならないこととすべき。（機関投資家）
- 買収防衛策は、対象会社による買収提案の情報収集・分析、買収条件の交渉、より良い対抗提案の募集などを行うために使われるべきであり、買収提案自体の阻止や取下げのために使われるべきものではないことを再確認することが重要。（機関投資家）

5. 買収防衛策の在り方（5／17）

有事導入型買収防衛策についての考え方

- 有事導入型について何らかの方向性を示す意義は大きい。その際、あくまで企業価値の観点から買収の望ましさを判断するのは株主であることを基本にすべきであり、情報開示が明らかに不十分である場合や強圧性が明確に高いといった場面を超えて、企業価値の毀損を理由とした取締役会の発動の判断を尊重する場面を広げるのはこれまでの判例と整合的ではなく、また、望ましくない。（学識者）
- 有事導入型買収防衛策は、平時導入ができない企業が、現に差し迫った、不適切である可能性もありうる買収提案に対抗するために、やむを得ず導入するものであり、「公正な買収の在り方」に関する議論を取りまとめる段階で、必要性は低下すると考える。有事の組成は実務上困難である特別委員会が実質的に機能するようにする観点からも、有事導入型ではなく、平時導入型買収防衛策を基本型として考える方が良いのではないか。（個人）
- 有事導入型には様々な種類が次から次へと登場しているが、株主総会で承認さえ取れば適法と認められる有事導入型の実務は、後出しで個別企業の株式取得・株主権行使のルールを決めることとなっていると海外の機関投資家から捉えられ、そして個々の株主総会で株主がどう判断するかで中身も変わりうるという点で、株式取得後の不透明感につながってしまっている。また、有事導入型は、買収者側としても裁判所プロセスにて争うため、その判断が出るまでルールが確定しないというのも、株式売買という基本的な資本市場のルールがより不透明になるという点で問題。（機関投資家）
- 買収防衛策導入は、株主による承認を得るべきで、利益相反のある株主（例：潜在的買収者と関係当事者）の議決権は、買収提案に関する決議から除外されるべき。また、恒久的に導入されるべきではなく、いかなるものも半年から1年の期間が経過した後、失効するのが妥当。（機関投資家）
- 特定株主の希釈化は、株主の基本的権利を毀損する行為であるため、買収防衛策の発動は株主の事前の合意でもって行われるべきであり、事後的な承認で追完されるべきではない。（機関投資家）
- 事後承認型を認めると、不確定要素が増え、潜在的買収者の提案を萎縮させる。（機関投資家）

5. 買収防衛策の在り方（6／17）

有事導入型買収防衛策についての考え方

- 買収では、明確なルールを定めて予見可能性を確保することが重要であり、「買収防衛指針」においても事前開示の原則が求められている。他方、最近の有事導入型の裁判例では「後出しじゃんけん」であっても、株主総会で株主の同意が得られることに重きが置かれている印象を受けるが、買収者の予見可能性の確保の観点から、有事導入型の在り方を示す必要がある。その上で株主の判断に委ねることになると思う。（事業会社）
- 明確なルールの存在が前提だが、有事型は事後的にせよ対抗措置発動において株主意思を問うことは合理的。しかし、企業価値を損なうことが明らかと取締役会が判断する場合には、必ずしも株主の意思を問わずとも、取締役会決議のみで発動出来ても良いと考える。悪意のある、真摯でない提案に対しても、株主総会を必ず開催しなければならないとなると、企業に過大なコストが発生することにもなる。（事業会社）
- 有事導入型は、もはや中身の適切性は誰も判断せず、とにかく株主総会の普通決議で承認が出ていればいいではないかという風潮に裁判所ですらなっていることが問題。実態としては、総会承認さえ出ていれば、あとは経営陣は好き放題に買収者に対して質問し、その回答が十分かどうかも経営陣が好き放題に判断し、十分でないと判断した場合には企業価値向上に資するかどうか判断できなかったため20%以上株式を買い増すことは反対であると表明し、買い増す場合には買収者の持分だけを強制的に希薄化させることを可能にしている。（機関投資家）
- 特定の潜在的買収者が現れた後に、買収防衛策が導入されることは好ましくない。買収提案を受けた企業の取締役会が、特定の潜在的買収者について懸念を抱く場合、その懸念内容を公に発表することですべての株主が検討できるようにすべき。（機関投資家）
- 平時導入型の買収防衛策については、3月2日の金融審議会の議論とも平仄を合わせる形で、企業側が「自助努力」として準備すべき対策を示してほしい。（個人）
- 事前警告型導入企業は、濫用や経営規律棄損のおそれを反映し、株式市場で割り引かれて評価され、アクティブ運用を行う一部の機関投資家の投資対象から外れている状況。有事導入型の合理的ガイドラインが整備されれば、平時導入型を残しておく意義は小さい。仮に残すならば、株主総会決議を経て導入した上で、①有事における株主意思確認の仕組みの確保、②裁量性排除を伴うことが最低限必要。（機関投資家）

5. 買収防衛策の在り方（7 / 17）

平時からの導入に関する考え方

- 防衛策は取締役と一般株主との間で利益相反が起こりうる場面であり、特に日本ではPBR1倍割れなど経営に課題のある企業が少なくなく、また、上場会社である以上、株式は市場での自由売買が原則であり、支配権市場のダイナミズムを確保し、経営に規律を及ぼすことが必要。より優秀な経営者が経営することによる企業価値向上の可能性を事前に一律に排除・制約するような防衛策の在り方は望ましくない。（法律実務家）
- 平時導入型は不可。株主総会で導入賛成を得れば、有事の発動に際し、株主意見は不要とするのは誤り。また、株主決議を経るのが担保される形でも、日本式MOM決議は公正と言えない。（個人）
- 現在の防衛策の多くは、経営陣が恣意的な判断を下すための余地が残されており、企業価値の毀損に繋がっている。そもそも、経営陣の最大の関心は、経営企業の株価が適切に市場で評価されているかに向けられるべきであり、そのような状態であれば買収防衛策自体が不要。（機関投資家）
- 平時導入型（事前警告型）については、買収者からの予見可能性などの観点では有事導入型よりも望ましい面もあり、研究会でその有用性等を再度示すことは意義がある。（法律実務家）
- 買収ルールを予め周知し、株主の予見可能性を高める観点からは買収防衛指針は有用であり、平時導入時は各社、同指針を前提にしたスキームを構築している。しかし、社会経済情勢の変化等もあり、機関投資家が平時導入型には一律反対となり、買収防衛指針は機能していない印象。機関投資家の議決権行使の判断の拠り所となる買収防衛指針のアップデート又は新指針の策定が必要。（事業会社）
- 事前警告型買収防衛策の平時導入に反対。十分な成果を上げていない経営に買収等の変化をもたらす機会を制限し得る仕組みであり、恣意的運用により経営者の保身や特定株主の利益のために用いられ、非効率な経営が温存される手段となる恐れがある。濫用的買収に対する備え等に限定し、条件設定を行う考え方もあるが、一般に情報の非対称性から恣意性排除の有無を投資家が判断するのは難しい。企業価値を高く維持することが濫用的買収を防ぐ手段であり、適切な株価形成を目指し、情報開示やIR活動に努めてほしいと投資家としては考える。なお、議決権行使等の対応では個別事情を勘案の上、例外的に賛成する場合はあり得る。ただし、一定の形式要件を満たしたからといって是とするものではない。（機関投資家）

5. 買収防衛策の在り方（8／17）

平時からの導入に関する考え方

- 研究会第5回事務局説明資料21頁に示された「関係者の理解と納得を得るための方策の例」についてそれぞれ以下の懸念があり、容易に受け入れることはできない。（機関投資家）
 - ✓ 方策1（発動時に株主総会決議）・・・政策保有で固めていれば、総会決議での導入は簡単で発動が容易。
 - ✓ 方策2（発動要件を限定）・・・「手続きルールの超厳格化」「企業価値の明白な侵害・強圧性を主張する屁理屈」で、発動が容易。
 - ✓ 方策3（独立性の高い取締役会）・・・外形的に独立した社外取締役といえども、取締役会に社内取締役が入ることにより、いつも顔を合わせている現経営陣より見知らぬ買収者に心理的距離をおくことが予想され、買収提案評価にあたりバイアスがかかるおそれ。
 - ✓ 方策4（発動の許容範囲等について具体的な条件）・・・現在も4類型があるにも関わらず、実際はバスケットクローズ的な発動要件を入れており、4類型だけに限定するのなら許容範囲とも考えられるが、4類型に該当する明白な行動をする買収者は実際にはいないだろうし、該当するなら有事導入で排除すればよい。
 - ✓ 方策5（特殊な状況下での時限的措置）・・・真に例外的・具体的な条件の開示・説明が必要で、投資家は個別具体的状況に応じて個別判断する。
- 「平時からの」買収防衛策は主に、仕事ぶりのまずさが多くのステークホルダーの利益を損ねている現在の取締役会と経営陣の利益保護のために機能する。このような状況下で、最も損害を被る主要なステークホルダーは、株主と一般社会であるのは明らか。潜在的買収提案に対する最良の防衛手段は、適切な財務管理に基づき会社の経営をうまく行うことで、魅力的な投下資本利益率を達成させること。（機関投資家）
- 有事導入型の在り方を示すのであれば、平時導入型は役割を終え、全て廃止すべきであることを指針に示し、それでもなお買収防衛策を残す会社には特別の説明責任が発生するようにしてほしい。（機関投資家）
- 平時導入型において、導入時に株主意思を確認した場合、確かに防衛策のプロセスについて株主意思を確認したと解することはあり得るとしても、企業価値毀損等はそもそもケースバイケースの判断であり、導入時の株主意思確認を根拠とすることは難しいので、導入時の確認は意味を持たないように考えらる。（法律実務家）
- 防衛策に定めるルール違反に対して、取締役会決議のみでの対抗措置の発動が裁判所で許容される事例があるため、誤解が生じないよう、「発動時に株主総会決議を経ることが担保されており、有事において株主意思を確認する仕組みが確保されているもの」との記載を「買収防衛策に定められたルール違反等の例外的な場合を除き、発動時に・・・担保されており、原則として、有事において・・・確保されているもの」という記載にしてほしい。（事業会社）

5. 買収防衛策の在り方（9 / 17）

平時からの導入に関する考え方

- （日邦産業事件のような）手続違反がない場合には、いわゆる「高裁四類型」のような例外的な場合を除いては、常に発動時に株主総会決議を経る対応となりかねないと考えられるため、有事導入型における発動との異同について検討すべきではないか。そうすることで、そのような防衛策についての機関投資家の見方も変わり得るのではないか。（法律実務家）
- 平時導入と有事導入との関係の検討は有用。もっとも、有事導入と平時導入で裁判における扱いが変わらないのであれば、対象会社の取締役会も機関投資家も平時導入の検討にコストを割くインセンティブは削がれ、機関投資家は「平時は反対、有事は個別に検討」という態度が合理的になると考えられる。しかし、現在の裁判例では、発動時（少なくとも発動の対象が分かっている時点）における総会決議がある場合に必要性を緩やかに認める傾向にあるため、平時・有事導入の区別はつけづらい。なお、第5回事務局資料19 頁では導入時に総会の承認がある場合に「（主要目的ルールではなく）相対的に緩やかな審査により判断されうる」としているが、これは現在までの裁判例から導けるのか疑問が残る。平時導入型よりも有事導入型の方がまだ機関投資家に支持されうる事情の一つに、具体的な買収者・買収内容を前提として判断している点があるのだとすると、そうした判断の機会がないまま、導入時の承認のみで緩やかに必要性が認められることとなれば、より一層平時導入型に反対が強まるのではないか。（学識者）
- 平時導入の目的は、①買収における手続規範を明示し、当事者の予見可能性を高めること、②いわゆる「ステルス買収」に対し、十分な検討時間と適切な判断プロセスを確保することにあるところ、①については、有事における行動規範について、(1)真摯な買収提案であるか否かの判断に必要十分な情報の提示、(2)株主意思確認総会の招集手続を考慮した十分な検討時間の確保、(3)発動に対する株主意思確認総会の承認、(4)手続ルール違反の場合の発動要件の明確化等、これまでの有事型事例から導かれる、実践的かつ具体的な行動規範が確立されることを期待しており、②については、市場内における急速な買い上がりに対処するための安全弁として機能する「MOM決議」が妥当とされる基準を示し、予見可能性を高めていただきたい。（事業会社）
- 買収防衛策について、どのような要件を満たしていれば、買収防衛策の在り方として認められるのか（議決権行使助言機関や機関投資家の賛成が得られる買収防衛策といえるのか）、要件の明確化を求めたい。（事業会社）

5. 買収防衛策の在り方（10／17）

平時からの導入に関する考え方

- 買収防衛策の設計では、自社に都合の良い理由で対抗措置が発動できる余地のあるスキームが好ましくないというのが機関投資家の基本的な考えと思われる。独立社外取締役が過半数でないと賛成の前提条件を充足しないなど、最近の議決権行使は形式的側面を重視しており、スキームの恣意性の排除の有無が十分に検討されず、買収防衛策議案を形式的判断をしている印象を強く受ける。（事業会社）
- 買収一般に関する3原則を充足しているような買収防衛策については、議決権行使助言機関や機関投資家は賛否・推奨の判断をするに当たって、「議決権行使基準に定められた形式的な基準をもって画一的な判断をすることは適切ではない」というような一般論についても指針で明記してほしい。（事業会社）
- 有事の際の行動規範の確立とTOB規制強化のいずれもが整わない間においては、①発動時に株主総会決議を経ることが担保され、②一定の交渉期間を確保することを目的とする平時の買収防衛策の導入については、機関投資家は議決権行使基準において原則賛同に変えるよう要請していただきたい。（事業会社）
- 発動事例のない平時導入型があたかも買収提案実現の障害が目的であるかのように買収防衛策と呼称され続ける現状に違和感。機関投資家の反対により平時導入型採用会社が減少する中、上場会社はいざとなれば有事導入型で対抗するしかないという考えを持つようになってきており、防衛策のステルス化が進むことで、一般投資家の利益が阻害される可能性がある。また、平時導入型が経営者の規律を緩めるという意見があるが、むしろ対抗措置の発動・買収防衛を主目的とする有事導入型の方が経営者の規律を緩めかねないことに加えて、発動できる株主構成にするために持ち合いに走る経営者も出てくる可能性がある。（リサーチ会社/フィナンシャルアドバイザー等）

機関投資家等の議決権行使

- 機関投資家や議決権行使助言会社に対して、実質的判断を行うべき旨の提案自体は妥当だが、同様の要請は、対象会社の株式を政策保有する企業にも行われるべき。安定株主は、保有される対象会社側から見て、望ましい買収を妨げるおそれがある点で問題があるだけでなく、保有企業側から見ても、プレミアム付きでの株式売却機会の不当な放棄となり、資本効率の観点から問題の大きい行為。（機関投資家）
- 議決権行使助言会社が「基準をもって形式的に判断するのでなく」という点は、明確化による予見可能性担保のメリットはあるので、判断基準を定める実務を一概に否定的に評価すべきでない。（法律実務家）

5. 買収防衛策の在り方（11／17）

機関投資家等の議決権行使

- 有事型の場合にも事前警告型の防衛策と同一の議決権行使基準に則り形式的に判断しているのであれば、投資先企業の個別事情、対話の内容を踏まえて実質的な観点から議案への賛否を判断すべき。なお、機関投資家とのエンゲージメントの際に、有事型の際の賛否の判断基準について一般的な質問すると、買収者と企業の提案のいずれが企業価値を高めるか否かの個別判断をしていると回答する機関投資家が多い。（事業会社）
- 機関投資家等の防衛策賛否の判断を形式的にすべきではない点に賛同。加えて、これは、有事導入型のみならず、事前警告型の対抗措置発動場面も該当すると考えられるため、その点を指針で明記してほしい。（事業会社）
- 「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・・・」とする点は有事導入型よりも、平時導入の場合になりやすいと思われるが、個別に買収者や買収内容を判断できる有事の局面において、そうした考慮を行っていない機関投資家がいるのであれば、個別判断をすべき旨を強調することは適切。ただ、特に有事導入の場合には、対象会社と取引関係がある株主など「機関投資家」と同じ投票行動をとらない法人株主が、私的利益に基づいて議決権行使を行うことの方が一層問題。（学識者）
- 防衛策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、議決権行使助言機関及び機関投資家は、取締役選任議案に反対することが多いものと認識。しかし、例えば、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、原則として、有事において株主意思を確認する仕組みが確保されている買収防衛策については、防衛策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にもかかわらず、議決権行使助言機関及び機関投資家による反対行動により、業績や経営計画の進捗度合いを測る指標としてのKPI が好調な場合であっても、取締役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ため、明らかに不合理。（事業会社）
- 入口段階で「買収防衛策には絶対反対」とはせず、きちんと仕組みを精査した上で賛成する機関投資家がいる一方、内容も精査せずに反対する者もいる。もし平時導入型を導入している会社に対して買収提案がなされた場合、それが企業価値を著しく毀損する提案内容であり、対抗措置を発動すべきと判断した場合、導入議案には反対しておきながら、発動議案には賛成するという矛盾した行為が今後発生する可能性がある。（リサーチ会社/フィナンシャルアドバイザー等）

5. 買収防衛策の在り方（12／17）

買収防衛策各論

- MOM決議の論点に対して反対。東証上場企業の多くは時価総額が小さく、市場内の急速な買付等から少数株主保護の必要性が高いとともに、急速な買付を受けた局面で全株主の過半数の承認を受けることが現実的ではない場合も多い。急速な買付行為等の脅威から株主を保護するのは本来取締役会の役割であり、必ずしも株主総会の承認を要さず、まして、MOMの承認により代替すべきものではない。急速な買付行為等に対する防衛策の発動をMOMによる承認にかからせる制度導入は弊害をもたらす可能性が高い。一旦そのような制度を導入すると、急速な買付行為等に対処するためだけでなく、あらゆる局面における防衛策行使にMOMが用いられることになり、MOMが日本の防衛策に関する規範として定着するだろう。その結果、経営陣の保身のための防衛策濫用のチェックが困難になり、ひいては、経営陣に株式相互持合の再構築を行うインセンティブを与える。（学識者）
- 買収者の議決権を排除するのであれば、経営陣に有利な権利行使が予想される広義の持ち合い株主も排除されなければ、本来想定される公正な決議とはならず、経営陣の保身に使われるだろう。買収防衛策を導入する上場企業は、ほぼ例外なく、PBR1倍割れの状態が放置されており、現経営陣の下では、今後もあるべき価値が実現せず、株価が割安で放置され続けることが予想されているのが実情。よって、容認される場合があり得るとしても、買収者の議決権の排除は、構造的強圧性が存在し、かつ、その程度が議決権行使排除を正当化するだけの強いものである場合に限定されるべき。また、MOM決議が許容される程度の強圧性が認められる場合は、友好的買収でもMOM決議がされなければ、論理的に一貫しない（逆に言えば、友好的買収でされないことを許容するならば、敵対的買収でもされるべきではない。）。なお、公開買付けの強圧性の問題は、あくまでも理論上は認められるが、実際に株主が応募するか否かという判断を行う際に、どの程度深刻に考えているのかという点は疑問も示されており、この観点からも強圧性によるMOM決議正当化の場合は限定すべき。（機関投資家）
- 日本のMOM運用の最大の懸念は、経営陣によりその使用が恣意的に決められることにある。親会社による上場子会社の買収では、経営陣の意向に沿うものであるが故にMOM使用はがとんだないのに対し、防衛策においてMOMがどのように用いられうるかが現在議論されており、経営陣という株主から経営権を委託された存在が株主投票権を制限していることから問題。よって、買収防衛策におけるMOMは全て禁止する、あるいは、親会社による上場子会社買収時にはMOMを必要に応じて取り入れるのではなく、必須とすべき。（機関投資家）

5. 買収防衛策の在り方（13／17）

買収防衛策各論

- 市場内の急速な買い付けに対するTOB規制の検討が進んでいるが、こうした制度改革がされれば、MOM決議の大義はなくなるのではないか。万が一MOM決議によるならば、買収者や経営陣のみならず、持ち合い株主等の議決権の控除も担保すべきであるが、現実には真に独立した株主だけを選ぶことが困難、あるいはかえって極少数の株主に裁量がある好ましくない状況となることが予想され、積極的評価はできない。（機関投資家）
- MOM決議は、公開買付規制の改正により濫用的買収に対する制度的手当がされるまでの過渡的対応という前提であり、かつ、安定株主の問題に適切な対応がなされ、株主意思確認の歪みの是正における買収者側と経営陣側の公平性確保を条件に、「市場内における急速な買付け」に限り認めることには、賛同余地あり。ただし、MOM決議により同意なき買収一般に強い萎縮効果が生じている現状を踏まえ、「急速な」の定義や対象となる買付け範囲、既に保有していた議決権の取扱い、他者の公開買付中に対抗提案者が市場内買付けを行う場合を対象に含むか等を明確化し、適用範囲が明確になるようにすべき。（機関投資家）
- MOM決議が必要となる頃には、経営陣に有利な株主ばかりが残る可能性があり、日本で常にワークするとは限らない。英国の場合は、一定の買収に対してTakeoverパネルが承認した時のみにMOM決議が可能なことを念頭に置くべき。また、日本では投票した人の中での計算となり、投票しない人の株数は勘定されない一方、米国及び英国では少数株主の株数全てが分母となる。その点でも、日本のMOM決議が公正あるいは「株主の意思」と言えるとは限らない。（個人）
- 買収者・一般株主間に利益相反があれば、買収者と経営陣を除いた一般株主の判断で決めることも合理的なので、そのような場合には広くMOM決議利用も認められるべき旨を指針に明記してほしい。（事業会社）
- MOM決議が裁判所に認められた事案もあるが、当該事案の下での判断であって、その射程を市場での急速な買付け全般に当てはまると広く一般化して理解されるべきではない。どのような場面に許されるのかという点は、MOM決議は、買収者の議決権を考慮しないという重大な影響を伴うものであり、国内外の投資家の権利保護の側面も十分に考慮したうえ、司法審査の対象として事案ごとに慎重に判断されるべき。（法律実務家）

5. 買収防衛策の在り方（14／17）

買収防衛策各論

- 株主平等原則からは基本的に買収者の保有議決権を株主総会決議から除くことは適切ではない。但し、市場内で大量の買い集めの場合には、株主に十分な情報が提供されない場合も多く、このような場合には、真摯な買収提案ではないということで、例外的にMOM決議を認めてよい場合もあるのではないかと。（事業会社）
- MOM決議が合理的な場合があるとも考えられる。もっとも、株主総会で対抗措置発動が承認されるに際して示される株主の意思は、企業価値向上に資するものであるかどうかというものであろうから、そうした意思を示すことを期待できない株主は、MOMの分母であるMajorityから除かれるべき。そのような株主は、買収対象会社の株主でもある取締役、「取引先株主等」が挙げられ、企業価値向上を基準とせず自己保身や取引関係維持のために買収に反対しかねない者であるためである。（学識者）
- 金融審議会が公開買付け制度・大量保有報告制度等の在り方に関する検討が諮問されており、市場内買付けも議決権割合の1/3超を取得する場合には公開買付け対象とすべきという制度改正が検討されている。仮にこのような改正が成立しても、議決権割合にして1/3超に満たない、公開買付けの対象とはならない急速な市場内における買付けや、公開買付けの対象とならない割合を市場内で急速に買い付けた後の公開買付けなどの場合にも、MOM決議による株主意思確認が認められるべき。（法律実務家）
- 買収に当たり、大量保有報告書を適時に開示しなかった、あるいは、虚偽の開示を行った等の法令違反行為や買収防衛策に基づく情報開示請求に応じない等の問題のある買収者に関して、MOM決議によって株主意思を確認することが認められるべき。（法律実務家）
- 少数の事例を持ち出して、あらゆる買い手による市場内での株式大量取得に際して、MOM決議により強制的に希薄化する防衛策導入を適法化しようとはならない。MOM決議は株主権に対する強力な制限となるため、極めて例外的状況以外認められるべきではなく、その濫用は、例えば親会社の新たな経営方針に対して企業価値向上に資しないと上場子会社が突然主張し、MOM決議による防衛策導入で50%超を保有する親会社の持分を50%未満にしてしまう、ということをも可能としかねない。（機関投資家）
- 最高裁判所の判例でも是認されているため、MOM決議が合理的な場合があるという点に強く賛同。また、MOM決議の適用場面として「20%程度」とするのも合理的な基準であり強く賛同する。（事業会社）

5. 買収防衛策の在り方（15／17）

買収防衛策各論

- 「急速な買付け」でMOM決議が許容されるのは、①情報開示の問題、②時間の問題、③売り急ぎの問題により、市場での株主判断に問題が生ずる点が根拠とされるところ、法令上の許認可取得等の事情から株式取得を一時中断していた場合でもその中断期間を除外して買付けの態様が急速であれば、その前後における買付けに際して同様の問題が生じていたといえる。理由の如何を問わず株式取得を一時中断していた場合等においては、一時中断時期を除外して買付けの態様が急速であれば、「急速な買付け」に該当すること、及び、潜脱防止のため、「急速」か否かは買付けの態様等から実質的に判断する旨を指針に明記してほしい。（事業会社）
- MOM決議には、MOM決議を採用するか否かの意思決定、及び、どの株主の議決権を有効とするかの選別を株主と利益相反状況にある現経営陣が行うという大きな欠陥がある。現経営陣が恣意的に議決権行使を認める株主を選別することは、いかなる場合においても許容できず、このようなMOM決議は、企業価値を高める買収に対して重大な萎縮効果をもたらす。また、市場買付け期間に株式を売却する判断をした株主は、買付者による支配権取得に賛同したと考えられるにもかかわらず、MOM決議を認めると、買収者による支配権取得に賛同した株主の意思は決議結果に全く反映されないことになる。（機関投資家）
- MOMについて①情報開示、②時間、③売り急ぎを根拠とする点は理解できる。しかし、市場内取得に続けて公開買付けを行う場合にMOMを認めると、市場内取得が大方実行された段階で、①～③の問題がない公開買付けだけを止めるという倒錯した結果にもつながりかねない。MOMを使わざるを得ない場合があるとしても、できるだけ例外的扱いに留め、市場内取得への対処は早い段階で対処し得る平時導入型に委ねるのを基本とすべき。なお、部分的公開買付け自体については、公開買付け成立前の段階で防衛策の導入・発動の決議を行えるのであれば、MOMを使わないと対処できない強圧性や他の意思決定上の問題は生じない。部分買付けのみを考える限り、公開買付けの終了前に株主総会を開催できないやむを得ない場面を除き、MOMは正当化できないと考える。（学識者）
- 時価をベースとした市場全体の安定株主比率等は、時価総額の大きな企業の影響を強く受けるため、実態は安定株主比率が高い企業が大半を占めており、そうした安定株主比率が高い企業では、同意なき買収提案に関して株主意思確認総会が開かれる場合、買収提案の内容にかかわらず、買収提案が受け入れられることは事実上困難となることから、MOM決議を認めるべきではない。（機関投資家）

5. 買収防衛策の在り方（16／17）

買収防衛策各論

- MOM決議は、株主平等原則に反するものであり、極めて例外的な場面に限って用いられるべき。特に、MOM決議を採用するか否かを現経営陣が恣意的に決めることになるのであれば、防衛策が保身に用いられることを強く懸念するため、MOM決議よりもTOB規制の見直しによる対応が望ましい。一方で、株主意思確認という観点では、創業家や持合株主などの「与党株主」を多く有している場合、これらの株主は必ずしも価格や企業価値を前提に合理的判断をしているとは言えず、市場の資源配分機能を損なっている事例も散見される。仮に、買収者を株主意思確認のベースから排除するのであれば、創業家や持合株主も同様に排除されるべき。（機関投資家）
- 抽象的要件によりMOM決議を認めると、企業価値を高める買収に対する萎縮効果をもたらすので、ガイドライン又は法令により、経営陣の保身に使用されないような、日本の実情に合った（持ち合い等についても、議決権行使を認めないこととするなど）公正な仕組みを整備すべき。（機関投資家）
- 有事型買収防衛策の導入の株主総会承認を得る時間的余裕がない事例もあり得るのは確かだが、取締役会の判断のみでそれが漫然と継続されることは許されるべきではない。時間的制約から取締役会決議のみで有事型の買収防衛策を導入したとしても、導入後、速やかに株主総会において、買収防衛策「導入」の当否について株主の意思を確認すべきである（買収防衛策の有効期間を延長する場合も同様）。（機関投資家）
- ニッポン放送事件高裁決定の挙げる4類型は、そのエッセンスを抽出すると買収者による違法または著しく不当な私的利益の収奪と理解することもでき、各類型はその例示と捉える余地はある。ただ、そう捉えても、いずれも買収者の将来の行動に着目するものであり、属性に着目しているわけではないため、「買収者の属性に問題がある場合」について取締役会限りで防衛策を用いることを認めるには別のロジックが必要。（学識者）
- 事後的に株主意思確認総会を予定していれば、有事導入型に従わずに買収を強行しようとした場合には対抗策を発動できるものと考えられるので、この枠組み（とMOM決議の活用）で緊急性が高い場合もある程度対応できるようにも思われる。もっとも、取締役会限りでの買収防衛策の発動も、いわゆる「高裁四類型」のような場合において認められるべきであるのはもちろんのこと、企業価値き損に係る事情や問題が認められるような場合（反社会的勢力であることが明らかである場合等）や株主意思を買収者自ら歪めたり、無視する場合（株主の議決権行使に関して利益を供与する場合等）にも認められてよい。（法律実務家）

5. 買収防衛策の在り方（17／17）

買収防衛策各論

- 有事導入型において少なくとも事後的に対抗措置の発動に関して株主の意思を問うことが合理的ではないか、という提案には賛同だが、「緊急性の高い場合や企業価値をき損することが明らかな場合等における例外」を設ける点には賛同できない。そもそも、株主意思確認は、対抗措置発動前に経るのが原則であり、事後確認が許されるのは緊急性の高い場合に限られるべき。その上で、事後確認が可能である以上、株主意思確認そのものを不要とするような緊急性は観念できないのではないか。もし何らかの不都合があるとすれば、それは経営陣の保身以外には考えにくい。（機関投資家）
- 第4回事務局資料15頁では事後的に総会の承認を得る場合に「原則として必要性……が推認される」とした上で、同16頁ではall or nothing offer を例示して「制限的に考えることがプラクティスとしては望ましい」としているが、必要性の推認が覆るのかは定かではなく、他の部分も含めて、総会の承認にかかわらず必要性・相当性が認められない、あるいは疑われる場面は明示していない。裁判例が発動時の総会の承認を重視することを前提とするとうにもならない部分もあるが、株主総会決議があればそれで良いという立場をとらない以上、必要性が認められる場合を明確にするだけでなく、その限界もより明確にする必要がないか。（学識者）
- 「企業価値を高める買収を阻害しない観点」だけでなく、企業価値を低下させる買収を防止する観点から、確認された「株主意思」が、特に損害回避措置に関連して対抗措置の相当性が認められるかどうかの判断においても尊重されるべきということが明示されるべきではないか。また、尊重されるべきでないとしても、特に損害回避措置に関連して対抗措置の相当性が認められるかどうかに係る判断基準を明示すべき。（学識者）
- 実務上の論点の1つとしてクリーンアップ条項（対象会社のオプションで金銭を交付することで強制的に新株予約権を取得できる条項。発動から10年後に行使できる例が一般的）がある。クリーンアップ条項は有事導入型が事前警告を行っていないことに伴う買収者に対する打撃緩和措置であり、行使できるのも通常10年後以降とされていることから、金員等を交付して買収者を追い出す場合と同視すべきでないことを明確化してほしい。（法律実務家）

6. 関連用語の呼称（1 / 2）

買収提案や買収防衛策の呼称案

- 取締役会の事前の同意の有無で「友好的」「敵対的」が用いられてきたが、後で同意を得る場合もありうるし、また、株主総会で賛同を得た場合には敵対的という言葉は適切ではない。「取締役会の同意なき買収」といった用語や、「友好的」「敵対的」は使用せず、単に「買収」という用語を用いるのが妥当ではないか。（事業会社）
- 「未同意買収提案」はどうか。（法律実務家）
- 「敵対的」買収提案という言葉は不必要に否定的な意味合いを持ち、他の法域で使用される「要請されない（unsolicited）」提案など、より中立的な代替案が適切。（機関投資家）
- 「友好的」「敵対的」とは現経営陣に対する意味しかなく、経営陣を守る目線を感じ、不要。株主は買収価格が高いと思えば売るし、現経営陣の株主価値向上策次第で売らないこともある。（個人）
- 経営陣の事前合意を得ていないというだけで買収提案を「敵対的」と呼ぶのは反対。（機関投資家）
- 株式売買は本来自由で対象会社同意不要のため、「同意なき買収」は違和感。（個人）
- 買収防衛策は、現経営者や株主以外のステークホルダーを防衛する、という意味で使われてきた面があるが、「ルールの順守を求めるための交渉ツール」としてのものならば、「買収提案交渉策」はどうか。買収者が部分買収に固執する場合や提示価格が安すぎる場合に発動させる点では適正な呼称。（個人）
- 買収「防衛」が経営陣の保身を図る印象を与えかねない点を懸念。「大規模買付行為等の透明性確保のための対応方針」など一般株主をはじめとしたステークホルダーにとっての透明性確保のための対応方針であることが分かる用語が良い。（事業会社）
- 経営陣の恣意的な意思決定に基づき、その保身のために用いられている実態を鑑みると、現状の買収防衛策の呼称はその実態を正しく反映している。（機関投資家）
- 買収防衛策が企業価値向上やより良い買収条件の交渉に資したことはほぼないという実態に鑑みると、「現経営体制を維持するための方策」としてもよいのではないか。（機関投資家）
- 「株式取扱規則」等に倣い、「買収提案協議（会）規則」とするのはどうか。（個人）

6. 関連用語の呼称（2／2）

呼称に関連した問題提起

- 敵対的買収や買収防衛策等の呼称は本質的な議論ではない。敵対的買収に対し取締役がどのような対応をとるべきか、どのような対抗措置なら許されるかを正面から議論すべきではないか。（法律実務家）
- 防衛策がルールの遵守を求めるための交渉ツールの目的でのみ用いられる具体的な場合は何か。上場株式は自由売買が大原則であり、第三者の買収提案があれば、その応募可否は個々の投資家の自律的判断に委ねられるべき。会社又は株主にとって脅威の存在する場面では防衛策が認められる余地があるが、そうではない場面で、単なる交渉ツールとしての防衛策が、どのような根拠に基づきどのような場合に許されるのか、株主の売却機会を妨げるような副作用がないか、本質論を正面から議論すべきではないか。（法律実務家）
- 投資家が懸念するのは、その名称ではなく、「BOUEI」が単に交渉の余地を作るための道具ではなく、M&Aを全て回避するためのものであるという点。対象企業の指定する手続はしばしば負担が大きく、M&Aの時間とコストを大きく引き延ばし、提案に不満であった場合、明確な返答をしない。日本では風評上の理由から敵対的買収提案というのはほぼないが、積極的に、非招請の全部買収を行ってほしい。そうすれば、弱い経営者から強い経営者への資源再配分が加速し、弱小企業の改善圧力が高まる。（機関投資家）
- 関連用語の呼称に現れているとおり、敵対的買収について価値中立的に扱うことを明確にするのは適切だと考えられる一方、具体的な問題との関係（とりわけ防衛策）では、友好的買収との平仄が必ずしも十分に意識されていない点も残るように見える。例えば、部分買付けの強圧性は友好的・敵対的の別関係なく生じるにもかかわらず、敵対的買収の場合のみ株主総会決議を通じてこれに対処する制度となってしまうのが適切なのか疑問が残る。同様に、一般的にマーケット・チェックが求められるわけではないにもかかわらず、非強圧的な買収についても代替的な買収者を探すための時間を確保することを「マーケット・チェック」として正当化する意見が出ているのも疑問がある。異なる扱いをするのであれば、差異を正当化する理由が示されるべきであり、それがなければ価値中立的な内容にはならないと考えられる。（学識者）
- 買収防衛策導入に当たり、法的安定性を高めるために定款に根拠規定を定めることが望ましいとされているが、名称変更により、定款の改定が必要とされ、現状の機関投資家の議決権行使基準の状況から特別決議の可決要件を満たせず、事実上の強制廃案とはならないようにしてほしい。（個人）

その他（1／5）

公開買付制度等の見直し

- 買収者は、市場外買収におけるルールと同様に、市場内買付を行った結果、保有比率が3分の1以上となる場合には、会社全体に対する公開買付を実施する義務を負うべき。現在の法的枠組みは、例えば、部分的公開買付や、公開買付価格を下回る価格でのスクイズアウトなど、少数株主を侵害する余地が大きくある。（機関投資家）
- 日本のM&A活動に直接関係し、さらなる検討が必要だと思われる構造的な問題がある。主要な例として、強制的な株式公開買付けに関するルールがある。これは、あまりにも容易に支配株主の出現と継続を促進し、少数株主と日本市場の流動性をより一般的に害するものである。厳格な強制的株式公開買付の閾値（例えば33%）を適用し、閾値を超えるような株式取得は、市場内取引も含め、どのような方法で行われるにせよ、すべて捕捉するようにすべき。（機関投資家）
- 適切なプレミアムを支払うことなく、また全部買付を行うことなく、企業支配権を獲得した事例を数多く見てきた。30%以上の株式を取得する場合、単純な過半数ではなく、買い手は会社全体の買収を行うべきという慣習や義務があるとよい。また、全部買付は、市場における直近の株価と比して大幅に高いプレミアム（例えば30%）で実施されるべき。（リサーチ会社/フィナンシャルアドバイザー等、機関投資家）
- 対象会社株式を既に30%超保有する潜在的買収者が、保有割合を更に増やす場合、潜在的買収者に対し対象会社株式についてプレミアム価格で全部買付義務を科すことが妥当。全部買付義務に関わる保有制限割合は、40%、50%、55%、60%等に設定することが想定される。（機関投資家）

その他（2／5）

公開買付制度等の見直し

- TOB規制が課されていない20%以上3分の1未満の保有比率でも株主は経営に対する影響力を行使し得て、その結果少数株主の共同利益を毀損することになりかねないので、株主共同の利益に資する買付者かどうかを判断する枠組みを導入するのは適切という考えがあるが、結果として現在の実務は、株主総会で買収防衛策をパッケージとして承認さえ取ってしまえば、経営陣が自由に20%以上の株式取得を阻止できるようにしている。加えて、日本の株主構成では、経営陣の規律付けを行うインセンティブをもった株主は少ないのが実情で、株主総会が適切に機能するとは言い難い状況にある。そのため、20%以上の株式を取得する場合は、TOBによる取得を義務付ける法改正を行い、その代わり買収防衛策は今後一切導入を認めない、というルールを導入することを提案する。その上で、上限付きのTOBとなると、上場維持されるものの経営に影響力を行使しうる大株主が登場し得て、少数株主の利益毀損リスクが残る懸念もあるかと思うため、20%以上の株式取得を行う場合は、下限50%以上、かつ上限無しのTOBとすることを義務付け、TOBが成立した場合は必ず非公開化が実現されるというルールに変更することを提案する。（機関投資家）

大量保有報告制度の見直し

- 現在、金融審議会で見直しの検討を進めている大量保有制度については、課題が出てきており、その論点の洗い出しが必要ではないか。例えば、大量保有報告書の提出遅延等の制裁が、実務上あまり機能していないのではないか。大量保有報告制度違反の場合の罰則、課徴金等の制裁の強化、提出遅延・虚偽記載等に関する損害賠償責任等、違反者に対する執行の強化を検討すべきではないか。（法律実務家）

スクイズアウト手法の見直し

- 令和5年3月2日開催の金融審議会総会で「公開買付けの強圧性を解消・低減させるための方策」を含む検討が始まっており、買収防衛策の場合には、強圧性に対抗することを理由とすることが多いことから、今回議論している買収防衛策の検討もこの改正の帰趨を見極めてから行われる必要。（個人）
- スクイズアウトの要件は2/3と非常に低い。少数株主は不利益を被っており、多くの諸外国と同様、90%以上の水準とすべき。（機関投資家、リサーチ会社/フィナンシャルアドバイザー等）

その他（3／5）

その他指針以外で取るべき制度的対応

- 真に独立した取締役や判例の少なさにより、日本での買収防衛策は、現時点では、ほとんどの場合、投資家が持つ通常の定義に照らして、「企業価値」と「持続可能性」を高めるような形で機能していない（機能し得ない）。しかも、この状態がすぐに変わると考える要素がない。また、重要提案に関する集团的エンゲージメントのしづらさにより、対話が進まず、企業価値向上ができず、結果として買収対象になりやすく、企業側が買収防衛策を利用したくなる傾向にある。米国流の買収防衛策やルールを日本に移植しようとすることは、特に、拘束力のない「ガイドライン」の形をとるのであれば、現実的でも生産的でもなく、その代わりに、研究会では、日本が、買収や支配権移転に関する英国のモデルや、集团的エンゲージメントに関する英国の規則を採用することを提案することを真剣に検討すべき。これらのルールは、日本の制度やコーポレート・ガバナンスの実情にはるかに適合しており、具体的には以下を導入すべき。（個人）
- ① 金商法に基づき、買収者が対象企業の議決権の30%以上の株式に関心を持つ場合、いかなる取引においても、過去12ヶ月間に支払った最高価格を下回らない現金による強制的買付を行うことを求める。
 - ② 上場規則により、全ての上場会社の買収防衛策は認めない（2年間かけて段階的に実施する想定）。
 - ③ 買収者およびその他の事実上の買収者は、買収提案文書（またはその他の関連文書）に、提案後の「意図表明」、および提案後の「引き受け表明」を含めることが要求される。
 - ④ 監視とコンプライアンスを確保するために、金融庁は独自に「Takeover Panel」を設置する。
 - ⑤ 集团的エンゲージメントに関する規則を改正し、「オプトアウト（入手した情報の他グループとの共有禁止）」ポリシーを持つ限り、通常の大量保有報告制度とは別に負担のかかる提出を不要とする（ただし、集団が共同買収を計画したり保有比率が30%を超える場合は、TOB規則が適用されるようにする）。

その他（４／５）

研究会の在り方

- 研究会メンバー18名のうち5名が実務家、4名が学者であること、外国投資機関出身で敵対的買収に関する経験が豊富なメンバーが一人だけいるという研究会の構成。現実をバランスよく理解した上で「公正」を実現することを目的とするならば、このような構成は最適とは言えない。株主視点が抜けており、買収対象企業の視点からの項目が多く、買収を難しくしているように見える。（個人）
- 本研究会は主に企業防衛を重視する参加者で構成され、投資家はほとんどおらず、アクティブ投資家や外国人投資家は含まれていない。提示された論点の多くは公正なものであり、すべての市場参加者からより明確な意見が出てほしいし、研究会では、活動レベルがはるかに高い他のグローバル市場が、それらの論点に対しどのように対処してきたかを調べるよう強く求める。（機関投資家）
- 日本企業の20%以上の株式取得を行ったことのある機関投資家や、敵対的買収を実行したことのある事業会社を委員として選出しておらず、過去一度も買収をしかけたことの無い機関投資家や、通常は企業側に買収防衛のアドバイスを行っている弁護士や証券会社・アドバイザリー会社と学者のみを委員に選定していること自体、偏りのある意見形成がなされることとならないか懸念。（機関投資家）

その他（5／5）

第三者による審判

- 支配権移転取引は複雑であり、経験が浅い者は、取られた行動の公正さや合理性を正しく評価する立場にはないため、買収提案対応プロセスに深い経験を持つ専門家により、社外取による真正なプロセスの実行、適切な評価方法の採用、適切な市場チェックについて、受託者義務遵守の有無を判断することができるだろう。日本の現在のモデルでは、不確実性が高すぎるという指摘があり、例えば、公正M&A指針公表以降の非公開案件のうち、特別委員会を社外取のみで構成することに従ったものはほぼない。特に、経営陣が支持しない可能性のあるM&A案件や、経営陣にとって異なる意味を持つ対抗提案では、企業統治に関する十分に知られた専門家による審判が、すべての市場参加者のためになり、指針や原則が実際に公正に執行されていることを保証することとなる。審判には様々な形態があるが、公正、公平、かつ知識豊富であるとすべての当事者から広く認識されている専門家であることが重要であり、米国では、デラウェア州のChancery Courtであり、英国では、Takeover Panelが審判機関として機能している。米国の不確実な訴訟モデルに比べ、英国のモデルはより確実で効率的だが、どちらのシステムでも、今回提起されている問題を解決する上で合理的に機能している。指針に基づく効果的かつ公正な実務を確保するために、認知度の高い審判組織の設立の検討を求める。（機関投資家）

経営陣・取締役のインセンティブ・モチベーション

- MAが実際に求められているほど進まない理由には、経営陣と株主の利害が一致していないためであり、株価に対する経営陣のインセンティブを増大させるべく、経営陣はより多くの株式を保有すべき。（機関投資家）
- 会社役員賠償責任保険は、特に業務執行取締役の善管注意義務や忠実義務に沿った業務執行監督や社外取の経営監督責任を果たすモチベーションを減少させるため、基本的に望ましくない。同意なき買収や競合的買収でよくある議論として、経営陣や社外取が株主や会社の利益よりも自らの地位・収入を優先した決定を行うことはよくある。社外取に至っては、経営陣に気に入られることで、数社の社外取の仕事を獲得し、企業価値・株主価値の為の厳しい質問を投げかけることなく、多額の収入を得る方が多数存在。企業価値や株主価値の為の責任は果たさない一方で、善管注意義務や忠実義務に重大な瑕疵があった際は、保険で補填を受ける、そしてそのお金は会社、株主が負担するという構造は全く健全でない。（機関投資家）