

公正な買収の在り方に関する研究会

第7回 議事要旨

1. 日時：令和5年4月17日（月）9時00分～12時00分
2. 場所：経済産業省本館17階第2特別会議室
3. 出席者：

【対面】神田座長、石綿委員、江良委員、太田委員、大塚委員、小舘委員、児玉委員、三瓶委員、角田委員、別所委員

【オンライン】市川委員、井上委員、武井委員、田中委員、玉井委員、藤田委員、松倉委員、三橋委員

（欠席：小畑委員）

4. 議題：前回までの議論を踏まえた指針原案について
5. 議事概要：

はじめに、事務局より資料3（「指針原案」）及び資料4（「企業価値と株主利益について」）について説明をした後、討議を行った。事務局の説明及び討議の概要は以下のとおり。

（1）本日の議題について

【事務局（安藤産業組織課長）】指針の原案について、資料3をご覧いただきたい。

前回の研究会や、その後メールでいただいた意見を踏まえ、指針原案を修正している。

前回からの変更箇所のうち趣旨の説明が必要な箇所や、議論になりそうな箇所を中心に説明する。

第1章については、4ページの注1で、2005年の買収防衛指針との関係について、重なる部分があれば本指針の内容が優先する旨を記載している。注2は、元々、「同じ方向を向いているかどうか」というカジュアルな表現を用いていたが、同じ内容をよりフォーマルな言葉で書くように修正しているもの。

5ページで一般株主という用語を定義していたが、本指針で取り上げている買収取引では構造的利益相反が無いことから、本日の案では一般株主という用語を用いないこととして

おり、定義からも削除した。なお、株主以外の立場で利益を享受する者がおり、そうした利益は株主共同の利益には含まれないという指摘が前回の議論であったところ、その旨を10 ページに記載している。

第2章について。企業価値と株主利益の関係について、資料4のような形で整理が一定程度できることを前提とした上で、第1原則について、二つ目の案を残す形にしている。

この案は、企業価値と株主共同の利益の間を「ひいては」という言葉で繋いでいる部分に曖昧さがあったが、仮にこの点がクリアに整理できるのであれば、この表現を用いることについて、広く共通の理解を得ることができるのではないかと考えている。

もう一つの案の方は、本日の指針原案ではいったん消している。企業価値と株主利益の関係について資料4のような整理を行った上で、「ひいては」ではなく「及び」を用いて書く方法もあると思うが、その場合、意味する内容は、「ひいては」を用いている本日の案とほぼ同じになると思う。そうであれば、あとは、これまでよく使われてきたフレーズを使うことで過去も含めてしっかりと整理するか、それとも、この際、過去にとらわれずに分かりやすい表現にするか、という違いではないか。

2.2.1 について。最初のパラグラフは買収の意義を書いている大事な箇所だが、より明確になるよう、大塚委員や別所委員からの指摘を踏まえて言葉を補っている。

2.2.2 について。8 ページから9 ページにかけて、資料4のような整理をすることを前提に、企業価値とは何かについての記述を追加している。特に、前回、井上委員からいただいた指摘などを踏まえ、企業価値は、株主価値と負債価値の合計であり、株主価値の市場での評価が時価総額だということを明記している。9 ページの後半の修正は、企業価値の増加分の公正な分配について、前回の石綿委員の指摘や公正 M&A 指針の内容も参考にしながら、記述を追加したもの。また、前回、松倉委員から、この指針によって新たに取締役役に義務が追加されるものではないはずだという指摘があったことを受け、注11で、本指針に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などのリスクを下げることを期待される旨を記載している。

第3章について。冒頭に図を追加した。また、元々「具体的な行動の在り方」というパートで、デューデリジェンスや交渉などについて書いていたが、これは一般的に広く適用されるべきものではないという指摘が前回あった。確かにどの場面に何が適用されるのかが

特定されていなかったため、今回、具体的な行動の在り方として書いていた部分のうち、秘密保持契約、デューデリジェンス、交渉については別紙1に記載することとし、どのような局面でそれらが適用されるかについては、本文からこの別紙1を参照するという形で、対応関係が分かるように編集し直した。

3.1.1.1 について。取締役会への付議・報告に関する部分だが、前回、大塚委員から取締役会に付議するかどうかは具体性のみならず、トラックレコードや資力などのクレディビリティも見て判断されるものだという指摘があり、その考え方を取り入れた案にしている。また、付議しない場合であっても、取締役会への報告は可及的速やかにすべき、という意見を複数いただいていたので、追記している。なお、付議と報告の違いについては、注13のとおり、付議は実質的な審議・検討を行うために上程することを指しており、こうした審議を目的としない場合は報告に留めるが、いずれにしても何らか取締役会に情報が入るようにする、という考え方で記載している。

3.1.1.2 について。取締役会における検討の箇所だが、元々、「真摯な買収提案かどうか」という考え方を打ち出し、取締役会で最初に見るべき検討要素を示していたが、全体の流れの中でのこの部分の役割が何であるかや、企業価値向上との関係が分かりにくくなってきたと考えたため、一連のプロセスの中でどう考えるかについて、注19に記載した。具体的には、企業価値を高めうる提案であるかを判断するための連続性のあるプロセスとして、①まず付議するかどうかを外形的・客観的に判断し、②その上で付議する場合には、取締役会としてコスト・時間を割いて検討するに値するかどうかを提案の内容を見て取締役会で検討し、③真摯な提案だということになれば、取締役会で真摯に検討していくということで、場面を三つに分けている。また、17 ページの上から二つ目の段落だが、こうした場面において、買収提案を検討・評価するために必要な情報を得る上で必要な場合には、秘密保持契約やデューデリジェンスへの対応について検討することになるということで、場面を限定した上で、別紙1を参照することとしている。

3.1.2 について。レブロン義務を参照しながら議論がされてきた部分。元々、「取締役会が買収の実行に向けて行動することを決定している場合」としていたが、取締役会が主語なのに、「買収の実行」と書いていることが分かりにくいという指摘があったため、意味内容は変えないつもりで、表現を「買収を受入れる方針を決定している場合」と変えてい

る。また、18 ページの中段だが、具体的にどういう場面がこれに該当するのかについて、前回の議論を踏まえて修正している。

3.1.2.2 について。19 ページにある部分買収についての2つのパラグラフは、元々注だったものを本文に移動させている。20 ページの一番下、注 31 は、前回、玉井委員から TOB の意見表明における賛同と応募推奨について実務で違いがあるという指摘があり、これを受けて追加したもの。実務上、賛同するが応募については株主に委ねる意見を表明する事例がある、というファクトとして書いており、こうした取扱いへの評価については避ける書き方としている。

第4章は大きくは変えていないが、三瓶委員からの指摘を踏まえ、25 ページのステークホルダーに関する情報の所を修正している。価値共創ガイダンス2.0でも、ステークホルダーとの関係性に関する情報の投資判断上の重要性が強調されているので、それを踏まえて修正したもの。

4.1.2 は新しい項目を立てたもの。前回、玉井委員から、「買収者側の規範について項目を立ててはどうか」という意見があり、情報の提供や、株主の意思決定を歪める行動については指針案に記載があったが、この指針案で記載がなかった時間の提供について、新たに項目を立てて書き起こしている。

第5章について。35 ページは、前回の武井委員からの指摘を踏まえ、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ということを追加している。また、井上委員や三橋委員などからの指摘を踏まえて、特に平時導入型を念頭に、費用対効果の視点について記載している。

別紙1は先ほど申し上げたとおり、第3章から切り出したもの。別紙2、別紙3は大きな修正はない。

別紙4の47 ページは、いわゆる MOM 決議について。これまで研究会でも様々な議論があったが、これが例外的かつ限定的な場面に限られるという点は、共通認識があると思うので、その点を記載している。買収への対応方針・対抗措置自体が、例外的かつ限定的に

用いられるものだが、その中でも特に MOM 決議は、非常に例外的なものだと考えている。その上で、MOM 決議をこの指針でどう捉えるかについては、司法判断を後付けで解釈するような作業でもあり、なかなか議論の一致を見ないので、今回の案では位置づけを「参考」に落とした。参考であれば本来は指針に載せなくても良いのかもしれないが、この位置づけをどうするのかも一つの論点だと考えたので、今日の前案では参考として文章を載せている。

50 ページ、取締役会限りでの導入・発動について。いただいた意見を踏まえて少し表現を変えている。一種の緊急避難的行為として考えられるのでは、という意見があったので、追加している。

52 ページは、前回案では矢羽根で書いていたものを本文中に取り込みつつ、これらを超えて時間・情報を要すると考えられる場合があることを前提にした記述を追記している。

55 ページは、前回、太田委員や武井委員から意見のあった箇所。元々、ここで書こうとしていたことは、望ましい買収を阻害しないという観点から、買収者からみた予見可能性が高まることも大事だということと、オールオアナッシングのオファーのように対抗措置の発動の必要性が乏しい場合にまで、対抗措置の発動の可能性を残す必要は無いのではないかと、ということ。今回の案では、これら二つをよりダイレクトに書くように修正している。このような記載を設ける理由としては、対抗措置が発動されない買収者にとってのある種のセーフハーバーを確保することで、望ましい買収が確実に阻害されないようにしたいということ。

こうした記載を設ける意図について補足をする。現行の日本の M&A は、欧州などと比べると、全体的にハードローではなく、ソフトローや実務慣行が果たしている役割が多い。仮にこうした状況が今後も続くのであれば、今回の指針が出た後において、日本ではソフトローによって一定の規律が働くという期待がしっかりと維持されることが必要と思われる。ハードローの議論は別途あり得るのかもしれないが、買収に関する法制度を所管していない経産省としては、この指針で買収を阻害する行動を律していくということについて、しっかりとメッセージを出すことが非常に重要だと考えている。

最後に資料 4 について簡単に説明する。

冒頭で説明したとおり、特に第一原則をどう定めるかを考える前提として、まず企業価値と株主利益の関係を整理する必要があると考え、討議用の資料を作成したもの。指針より

も細かい内容を書いている。

1 ページ目は、通常の事業運営の場面において、「企業価値ひいては株主共同の利益」が何を意味するのかについて、考え方を整理したもの。2 ページ目は、買収の局面において、同様に「企業価値ひいては株主共同の利益」が何を意味するのかについて、考え方を整理したもの。

本日、こうした形で指針原案を修正したものをお示ししているが、パブリックコンサルテーションで意見を出していただいた方からのフィードバックもいただきつつ、次回、4 月 28 日の研究会に向けてブラッシュアップしていきたい。

本日も活発な議論をお願いしたい。

(2) 討議

【角田委員】まず、第 1 原則について。「株主価値」の方が良いと考えていたマイノリティだったが、今回の案ではしっかり補足されているので異存ない。ただし「企業価値」という言葉が持つ通俗性には注意が必要だ。メディアを通じた発信に十二分の注意を払っていただきたい。公正 M&A 指針公表直後に TOB 合戦となった案件があったが、そこで対象会社が指針を引用しつつも独自の企業価値概念を使っていたということもあったようだ。今回と同様の企業価値の定義を載せた公正 M&A 指針を誤読したとは思えないが、こういう通俗的な使われ方をした例があり、それもあって、パブリックコンサルテーションでも厳しい意見が来たと思っている。今回の原則の発信についても留意が必要で、しっかりメディアに理解してもらう必要があると思っている。

第 3 原則の株主の情報開示について。アメリカのファイリングで、パブリックな売却プロセスで 21 ドルの提案がある状態で 18.15 ドルの買い手と契約を結んだという事例があった。価格が高い買い手のファンドの投資先に対象会社との競合企業があって、競争法上ほぼ確実に二次審査が必要となり 1 年以上かかるし、差し止め訴訟も相当程度の確率で起こるだろうという状況で、強い問題解消措置も見当たらない。一方で、価格の低い方の買い手は、hell or high water の条項を提案し、許認可の取得の可能性が相当高い状況になっていた。それ以外にも、価格が高い方が独禁法対応の経済コンサルを雇わないとか、契約書の許認可に関するコメントバックがないとか、ファイナンスに不確実性が残るとか、ク

ロージグしても時間価値を考えると額面通りではない等、いろいろな分析・評価をした。その中で、確実性のある買い手の方が期限を設けて walk away すると言ってきて、シリコンバレーバンクの破綻もあったので一気に交渉が進んだという状況が開示で手に取るように分かる案件であった。今回の修正案では情報開示の媒体としてプレスリリースが追加されたが、実務上懸念がある。というのも、特別委員会の実務では、プレスリリースの前日の夜中まで社外取締役と議論したり、弁護士の方が意見書・答申書を徹夜で修正し、決議当日も委員会の議場で喧喧諤諤の議論をするといったことがある。その結果、結論が変わらないとしてもロジックが変わるとか、場合によっては結論も変わるといったことがある。これを当日の午後3時過ぎに公開買付届出書のように詳しく開示しなければならないというのは実務上難しい。先ほど申し上げたアメリカの案件もプレスリリースからファイリングまで1ヶ月程度空いており、当日の開示のところは公表直後からの売買に必要な価格とコンディション、TOB 実行の前提条件が分かれば足りる。実際の応募や投票は相当後になるので詳細のところはタイムラグがあっても許すような運用にしないと、2週間前の事前相談等、開示に対する要請のために十分な議論を端折るといったように、尻尾が胴体を振り回す事態になるのではないかと懸念している。

また、提案受領からの取り扱いについて図を掲載して分かりやすくなったと思うが、改めて読んでみると、「速やかに」がどのくらい速やかなのか、実際に特別委員会を社外取締役だけにする必要はどのくらいあるのかということが、案件ごとに異なるので、正解はないと思うものの、分かりにくいと感じた。

上場会社の創業者で、株主かつ CEO でもあって、取締役でもある人が、所有株を換金するニーズがあった状況で、自分を CEO として継続させてくれそうな意中のプライベート・エクイティファンドを優遇するプロセスにしたということで、クラスアクション、レブロン義務違反や、歪んだプロセスの開示不足を問われたデラウェアでの訴訟の判事のメモ (McCormick, C. (2023) "Post-Trial Memorandum In Re Mindbody Inc., Stockholder Litigation," The Court of Chancery of the State Of Delaware) を興味深く読んだ。取締役兼 CEO が負けて、ファンドと連帯して lost transaction price として1ドルプラス金利を上乗せして払うことになった当該案件では、取締役 CEO がプライベート・エクイティファンドの CEO イベントに招待され、それまでは身売りするつもりはなかったものの、所有株の現金化が必要なため会社ごと売る気になったことがきっかけ。それを感じ取ったファンドから significant premium をつけた買収で、経営陣は維持、という提案を月曜日

に受け取り、水曜日にまず自分の経営チームにクビにならないから安心しろと伝え、木曜日に同じように売却ニーズがある株主を代表する社外取締役だけに伝え、それ以外の社外取締役が知ったのは翌週だったという経緯である。その後あまり深い議論もせずにトランザクション・コミッティが2週間後にでき、委員長は売却意向の強い取締役が就任、FA起用が1ヶ月遅れるとか、買い手との接触を禁じるルールをトランザクション・コミッティが作ったのに CEO はそのファンドにオークション売却プロセスを開始する旨をリークし、結果としてリークされたファンドが先行してビジネス・コンサルタントも雇ったので、データルームが開いてから3日でバインディング・オファーでき、他ファンドは追いつけなかった。利益相反や、経営陣と社外取締役の行動、主要株主の換金ニーズとレプロンの価格追及義務の葛藤・バランスや、lost transaction price の決定に DCF ではなく状況証拠を使うなど興味深い。こういった例がたくさんあってはいけないと思うが、指針本体とは別に、良い事例、こういう問題事例についても発信していく必要があると感じた。

【三瓶委員】資料4について。

スライド1の2ポツで「企業価値の変化率は株主価値の変化率と一致する」とあるが、(負債額が変わらない想定であれば)「率」は一致しないと思う。例えば、株主価値50と負債50のときに、株主価値が55に変わると10%の変化だが、企業価値は100から105へと5%の変化なので、「率」では一致しない。ここで言いたいこととしては、企業価値の変化は株主価値の変化によってもたらされるということ。また、3ポツ目は必要か微妙。論法として厳密に言うところがあるのだと思うものの、3ポツ目は株式市場から見ると重要なことであって、2行で書くことではない。特に※の部分で「日々の取引が十分に行われておらず、適正な株価が形成されていないために、中長期にわたり株価が割高・割安になるケースがある」と書かれているが、そうではなくて、出来高が十分にあっても、見通しやリスク許容度の変化によって株価は変動し、割高・割安になるので、注を足しても2行で書き切るのは無理があるのではないかと思う。ここを書かなくても流れは分かるのではないかと思うので、仮にこの部分が指針本文に入ってくるのだとすると、このままでは違和感がある。

本文の7ページ、今回加えていただいた部分で、「本源的価値に近づける」とある。なるほど意味深いとは思ったが、これだけだと少し分かりにくい。「本源的価値に近づける」

の前に「合理的経営による」が入ると良い。これは何をイメージしたかと言うと、例えば、バランスシートに不必要に過大な現預金があるというときに、これを適正なレベルにまで落とすというのは合理的な経営ということで、そうすれば「本源的価値に近づける」ことが容易にできる。その場合を意味するならば、言葉を付け加えると分かりやすいと感じた。

関連して、9 ページの中段に「買収を行わなくても実現可能な価値」、「買収を行わなければ実現できない価値」とあり、これは今話した7 ページと対応していると思うが、「買収を行わなくても実現可能な価値」というのは、合理的経営による「本源的価値に近づける」ということを意味していて、また、「買収を行わなければ実現できない価値」というのは、「本源的価値を高めること」ということと対応しているという認識で合っているか確認したい。

また、2 ページで「その評価を巡って見方が分かれるケースが増加するとともに……」というところだが、「評価」とは、対抗提案が提示されること自体についての評価なのか、対抗提案の内容の評価なのか分かりにくい。この書き方だと読みようによっては対抗提案が出てくることについてネガティブな動きと捉えているような印象もあり得ると思った。私は対抗提案が出ることは健全なことだと考えているので、もしこれがネガティブなように読んでしまう人がいるとすれば、本意ではない。もし修文するならば、「その評価を巡って見方が分かれるケースが増加しており、対象会社の取締役会が対応すべき事項が複雑化している。」というように、1つの文章として区切ってしまう方が良いと思った。認識として間違っていれば指摘いただきたい。

【神田座長】9 ページのところは、私も三瓶委員がおっしゃったような趣旨だと思う。2 ページについても、ネガティブな意味で書いているわけではないと思うので、修文を考えたいと思う。

【三瓶委員】もう一点申し上げたい。資料4 全体について。「企業価値向上」を命題 A として、「株主共同の利益の確保」を命題 B としたときに、株式市場というのは「A ならば B」、つまり、企業価値が向上するならば、それは株主共同の利益の確保になるということとを常に期待しているというのが前提だ。他方、企業価値向上がない場合でも株主共同の利益の確保はなされるべき、つまり例えば株主還元が要求されるべき、ということだと

思っている。それは買収においても同様であって、まず「A ならば B」というのが成り立つことが望ましいというのがあると思うが、「A ならば B」が成り立たない場合でも、B、つまり、株主共同の利益の確保というのは、最低限必要であるということは変わらない。そういうことで、株式市場の規律と買収の規律は同じであるということが守られるのであれば、矛盾や懸念は生じないのでは無いかと思う。

【三橋委員】資料4「企業価値と株主利益について」に関心が高いのでコメントしたい。

1 ページ。1 つめの段落について、実務上の観点では、従業員や取引先等のステークホルダーの貢献は、可能な限りキャッシュフローの予想に反映させ、財務情報に反映されていない貢献はキャッシュフローの現在価値を算出する際の割引率に反映されている。昨今では、一般的に非財務情報をこのようなかたちで考慮しているので、この表現については違和感ない。この流れで申し上げると、企業価値ひいては株主共同の利益という、①から③の連関ということに関しても違和感はない。

企業と一株主である投資家等が認識している企業価値のギャップというのは、今申し上げた資本コストでもある割引率にあることが多いと思っていて、投資家から見た企業経営の不確定要素の大きさがここに反映されている。企業からすれば、企業が認識している本源的価値が株価に反映されていないという不満がある場合、それは情報開示が足りない、もしくは投資家との対話が足りないということが株価形成に反映されていることが多いのではないかと思っている。買収提案された後の情報開示の議論が重要であることに加え、この観点では、定常的な情報開示の充実も重要だと思っていて、資料3の23ページの「3.1.4 平時において取り得る方策」で「株主との対話」ということが記載されているが、この前に「情報開示」という言葉を一言加えても良いのではないかと思っている。

【小舘委員】私からは、用語の整理について意見を出したい。

第2章に限らず、全体を通じて「買収」を「経営支配権の取得」を意味するものとして整理しているかと思う。この「経営支配権」の意味についてはあえて定義を明確にしていなくてもいいかもしれないが、これまでの研究会で議決権の20%程度を意味するとの議論もあったと思うので、数字を出すと一人歩きしてしまって難しい面もあると思うが、買収かどうかで争うことは実務上あり得るところであり、指針全体の適用範囲にも関わる部分なので、定義の是非と内容についてご検討いただきたい。

また、「株主価値」と「株式価値」という用語が両方出てきている。そのほか株主の「利益」という用語も混ざっている。あえて書き分けているのか、同じ意味で使っているのかによるが、もし同じ意味で使っているのであれば、用語は統一した方が良いと思う。株主の「利益」についてはいくつか表記があり、例えば 10 ページには「株主としての立場で享受する利益」とあって、他の立場は含まないという趣旨が明確に書かれているので、ここを全て統一するべきということではないが、「利益」と「価値」の違い、「株主価値」と「株式価値」の整理をいただきたい。

【大塚委員】第2章の大きな流れをよりシンプルにした方が良いと感じた。具体的には 2.2.1 と 2.2.2 だ。先ほど三瓶委員も指摘されていたが、買収受け入れというのは、株主利益確保のための one of the solutions だ。今の状態だと、買収だけであるかのように読めてしまうので、流れが気になった。第2章の最大のキーワードは「企業価値」だと思うが、実務家からすると、結果として安く見える会社が one of the solutions として買収を受け入れる、あるいは自ら売却して事案となるのだと思う。確かに企業価値というのは将来のキャッシュフローの割引率で割って算出するものと考える人が多いが、現実には世の中の上場会社というのは別にキャッシュフローを精緻に出しているところはないので、結果として、市場はその会社の将来のキャッシュフローを勝手に予見して価値をつけることになる。それが人によっては安く見えることもあるし、高く見えることもあるし、あるいはフェアバリューに見えることもある。私はこのフェアバリューを本源的価値という呼び方をよくするのだが、市場はどのようなファクターでその会社の将来を予測するかというと、過去の実績、つまり PL、BS、キャッシュフロー、ROE に加えてより重要な将来への期待感を持てるかだ。期待感というのは、経営力、つまり人材を活用できる力、テクノロジーの活用力、ESG やサステナビリティなども含んだ市場への発信するコミュニケーション力も含んでの経営力である。こういったことをトータルで、市場はファクターとして考慮して、創造出来そうなキャッシュフローを描き、価値をつける。ただ、そこには客観的な見え方が必要なので、普通は PBR が1倍を切っているかや、同業他社比較を行う。ただ、日本の場合、同業他社比較というと同じ業種だけの会社を見るが、現実には同じ業種の中でも過去成長率とか、過去の利益率まで含んで比較する必要がある、そこまでを含めた同業他社比較をする中で、客観的に自社が高いのか安いのかフェアバリューなのかということになる。問題は現状の時価総額から算出される企業価値と客観的なフェアバ

リユーにギャップがある場合である。本来あるべきフェアバリューについての市場のコンセンサスと比較して低く評価されている会社の経営陣と取締役は、何らかの手法でこのギャップを埋めることが必要だ。そのオプションとしては、自社努力型で、自社株買いのような株主還元や、複合企業であればカーブアウトによって専門に集中していくなどのアクションがあり、これに対して市場の期待感が増して、少しずつフェアバリューに近づいていく会社もある。それ以外のオプションとしては、より経営力を高める意味を含め、この勉強会で議論している M&A（買収）の実行だ。上場会社は上場している以上、買収提案が起こることを前提に経営するべきなので、先ほど述べたカーブアウト等で本源的価値に自助努力で近づけること以外の方法として買収提案を受け入れるということが必要になることもある。そこに具体的に買収者が（買収者が経営権を取得しても、既存の経営陣に基礎的な力があれば経営陣は維持するという場合も含め）、買収者が買収企業に何らかのプラス α （付加価値）をもたらすことで本源的価値を創っていく。ただ、既存の株主からすると、（まだ本源的価値が実現していない中で）売却はしたくないので、買収者は自分が関与することによって創り上げられるプラス α の一部を既存株主に吐き出すことによって既存株主（売却者）の利益の確保を行う。こういった根本的な流れが、第 2 章の文脈の流れに出ていない気がする。2.2.1 と 2.2.2 の順番を入れ替えるなど、フローを見直すと良いと思う。買収は only solution ではなく、one of the solutions だが、本源的価値と足元や歴史的に時価とのギャップが生じている会社にとっては、それを埋めるために検討しなければいけないマストな経営オプションなのだという立て付けにするべきである。

【井上委員】 前回の研究会で「株主価値ひいては株主共同の利益」という部分が曖昧という意見を述べたが、しっかり対応いただけたので、市場の疑問点は解消されたと思っている。

本文 9 ページ。ここを読んでいて、こういうふうに言い切ってしまうと曖昧さが残るという部分がある。それは新たに追加された部分で、「もっとも、実際の事案においては、…」から始まるパートだ。まず 1 行目に「買収の動きが明らかになる前の市場株価が『買収を行わなくても実現可能な価値』をどれほど反映しているかを判別することは困難である」とあり、次の行にも「その分配の在り方について一義的・客観的な基準を設けることは困難である」とあって、さらにその下にも「価格等の取引条件自体について一義的・客観的な基準を設けることは困難である」となっている。つまり「困難である」という言葉

が3回も続いていて、「結局、バリュエーションはできないんじゃないか」というように、裁量の余地があるように見える。確かに、スタートアップ企業やコーポレート・リストラチャリングしている過程の会社などでは「困難」なケースはあり得るが、一方で一定の幅の中では推定ができていることも事実だ。全ての企業が将来キャッシュフローを出しているわけではないにしても、一般的な企業で言えば、例えば100億の会社が80億から120億というのはあっても、ある程度の推定が可能であるので、この部分は書き換えが必要ではないかと思う。「一定の幅がある」という表現は良いので、「困難である」ではなくて、例えば「定量的推定には一定の幅があると考えられる」くらいにした方が良いのではないか。その次の部分にも、価格等の取引条件自体について適当ではないという趣旨のことが書かれているが、ここも「一定の幅があるものとして取り扱われるべきであり」くらいの書き方にした方が良いと思う。3回も「困難」と書かれると、企業価値、バリュエーションは曖昧で基準にならないというふうに見えてしまうが、一方で、前半では定量的なものであるとなっているので、こういう表現にしてしまうと2.2.2のパート全体を弱体化させるように思う。やはり、「一定の幅がある」というように収めていただいて、「困難である」という言葉は抑制的にすべきだと思う。

資料4について。

1ページ、3つ目のポツは、三瓶委員からは書く必要があるのかという指摘があった部分だが、私は、理論的には「効率的な市場においては時価総額と株主価値は一致する」というこの部分は重要だと思う。一方で、三瓶委員が2行で言い表せないと言っていた※の部分については、「市場によっては」と書いてあって、ここについて私は、プライム市場とその他で区別するべきとかねてから主張してきた。プライム以外の市場の時価総額が小さい企業においては、取引が十分に行われていないために、3日に1回や1週間に1回程度しか株価がついておらず、ずっと気配値だけで動いているような企業は実際にある。そこで効率的な市場が成立しているという推定をするのは非常に無理がある。この研究会でも時価総額の小さい企業についての問題は指摘があったところなので、一律にルールセッティングすることは難しく、ここでは「市場によっては」という曖昧な書き方になっているが、プライム以外の市場を意識して書いたことがもう少し分かっていても良いのではないかと思う。

また、今後の課題として申し上げると、(a)～(c)が満たされない買収があるのか考えた時

に、ディスカウント TOB についてここで議論されていないということに気が付いた。これは、強制 TOB 制度があるために行われているもので、他の株主の応募を阻止しながらも、一方で 30%等を超えるブロックシェアを他に移転するための市場のプラクティスだと思うが、海外の市場だと市場価格以外で移転すること自体に買い手側の株主に対する説明責任等があるのであまり行われていないというのが私の認識で、実際にディスカウント TOB は日本に特徴的なものだと考えている。買い手とターゲットが合意してやっているので規制するのは難しいと思うが、ディスカウント TOB で 30%なりの株式が移転すれば、支配権が移せるケースもある。支配権が移りながら、現実的にはそれに応募する機会がなく、ディスカウント TOB よりも価格が高い市場で売るしかない。そうすると、支配権が移ることに伴う企業価値向上の分配を得られていないということになるので、そういったディスカウント TOB の問題を議論せずに来たなという反省がある。注記に記載する方法もあるかと思うので、ご検討いただきたい。

【別所委員】全体を通し、プロGRESSがあると思う。

その上で、資料4について主にコメントしたい。

1 ページ。三瓶委員から指摘があった「効率的な市場においては時価総額と株主価値は一致する」という記載について、少なくとも※書きは不十分でミスリーディングだと思う。理屈としてはこうだが、現実世界では効率的ではなくなる局面がある、マーケットが一時的に歪むケースがあるという書き方をすれば良いのではないか。マーケットの歪みの例としては、取引ボリュームが全てではなく、それ以外に業績見込み・業績予想に対してマーケット参加者の見方が大きく分かれるような状況、さらに言うと、そもそも外部要因により投資に対するセンチメントが大幅に下がるということが、いわゆる市場が効率的でなくなる、歪みが生ずる場面なので、そういうことを補うべきだと思った。

【田中委員】第2章について。

「企業価値」と「株主共同の利益」あるいは「一般株主の利益」をどう書くかという点について、前回いろいろ申し上げたが、「企業価値ひいては株主共同の利益の確保」という言葉で良いのではないかと思う。この2つが乖離する場合がありますが、この指針は乖離する場合があることを過度に強調するよりも、基本は一致するので、そうなるように取締役会の行動を求めるところに主眼があると思うので、そういう点では「企業

価値ひいては株主共同の利益の確保」という言葉が良いと思う。

また、第2章の構成がうまく流れていないのではないかというご意見があった。私はそれほどネガティブに考えていなかったが、投資家の方々からきれいに流れているように見えないという印象があるというご指摘があったので、どういうところに原因があるか考えてみた。「企業価値」という言葉が融通無碍に使われることによって、「株主共同の利益」に適わない買収なのに「企業価値を向上する」ということで買収が行われてしまうとか、「株主共同の利益」に適うのに「企業価値向上に寄与しない」という理由で拒否されてしまう、あるいは「株主共同の利益」の観点からすると劣後すると思われる提案が「企業価値の向上により資する」という理由で選択されてしまう等、そういったことが起こるのではないかという疑念があり、それに応えるのが第2章だと思うが、現状の記述が必ずしもそういうふう流れていないのが原因ではないかと思った。企業価値を向上させる買収であれば、スタンドアロンバリューに上乗せで価値が生まれるはずなのだから、対象会社の株主にとっては、スタンドアロンバリューは当然確保されて、かつスタンドアロンバリューよりも価値が増加した分のフェアな分配も受けれるはずだから、企業価値を向上させる買収が株主共同の利益に適わない条件で行われてしまうというのは、対象会社の取締役がきちんと行動している限りは基本的にあり得ないはずであり、第2章は、まずそのような論理を述べるべきだと思う。その上で、株主共同の利益に適うものの企業価値を向上させない買収があるかということ、買収者が株主共同の利益に適う買収提案を出すというのは、基本的にはスタンドアロンバリューにプラスして現在の対象会社株主を満足させるだけの価値の公正な分配条件を提示しているわけなので、それにもかかわらず企業価値が低下するということは理論上はあるけれども相当例外的だろうと思われるし、また対象会社取締役会の方も利益相反の問題を考えれば、この理由で買収を拒否できるというのは理論上あり得るとはいえ、そのためにはかなり高い説明責任を求められて当然であるといったことを書けば良いと思った。

資料4について。

1ページの「効率的な市場においては時価総額と株主価値は一致する」という記述に対して批判が多いようである。ただ、もしも時価総額と株主価値が全く一致していなくて、時価総額を見ても株主価値について何の手がかりも得られないとすれば、時価を根拠に十分なプレミアムを付すことによって株主共同の利益を確保するという、実際の買収で重視さ

れていることの根拠がなくなってしまうかねないのではないか。一般的に言えば、時価総額が高いところは株主価値が高いし、時価総額が低いところは株主価値が低いという関係があるということは多くの場合にいえるのではないかと思うし、仮に一致していない状況にあるとすれば、対象会社に情報開示が求められるということになると思う。世の中の会社で厳密に一致しているものではないと思うが、（時価総額と株主価値の関係に）プラスの関係があるし、対象会社の努力でプラスの関係を強化することもできるという意味であれば、この記述じたいはそんなにおかしくないと考えている。

【石綿委員】この指針は実務に大きな影響を与えると思う。

かなり最終段階に来ていると思うので、気になったところだけ簡単に申し上げる。

9 ページに「対象会社の取締役は、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、経営陣のエントレンチメントや従業員を守るための道具とすべきではない」と書いてあるが、「経営陣のエントレンチメント」という言葉について、もう少し工夫をした方が良い。私としては、主語が取締役であることを勘案し、「取締役の保身を図るための道具とすべきではない」とか、「取締役の利益を図るための道具とすべきではない」といった方が良いのではないかと思う。「従業員を守るための道具とすべきではない」という表現が一人歩きすると、いろいろな誤解を生じさせるような気がしているというのが理由だ。このコメントされた方の背景にあるのは、敵対的買収の局面において、取締役がその傘下にいる従業員をして、買収が従業員の利益に反すると言わせることにより、結果として取締役の保身を図っていることがあると懸念されて、従業員を口実にして安易に反対するべきではないということをおっしゃりたかったのだと思う。それは、本当の意味で従業員を守っているというよりは、取締役が傘下にいる従業員をうまく使って自分の保身を図るというケースを問題視しているもの。もし買収者が買収した後、本当に従業員を大量に解雇するというような事例があった場合、そういう買収は企業価値にも影響を与えると思うので、ここで「従業員」という言葉を使う必要は無いと思う。かつ、「エントレンチメント」という普通の人には耳慣れない言葉を使う必要もないと思う。

また、7 ページの下の方で「本源的価値」という言葉が出てきている。今回「企業価値」という言葉は定義されているが、「本源的価値」は定義されていない中で、「企業価値」と「本源的価値」をどういう関係で位置づけて使い分けをされているのか分からないと思う。

た。「本源的価値」の意義を書くのも一手だと思うが、わざわざこの指針で「本源的価値」という言葉を多用する必要があるのか疑問だ。企業価値を向上させる自信を買収者が持っているということで足りていて、「本源的価値」をわざわざここに加えて、「企業価値」とどう違うのか、同じなのかという議論を巻き起こす必要がそもそもあるのかという気はした。

また、先ほど井上委員がディスカウント TOB について指摘されていて、確かにどう配慮すべきかは別として、考えておいた方が良いと思った。実務的にディスカウント TOB が行われるケースとしては、売主の財務状況が悪化していたりして、とにかく売主が上場会社の株を売りたいが、引き取り手がないというときに、安い価格でもいいから売りたいという場合だ。そういうときに、対象会社として上場会社の株の売買は自由に行われるべきなのに、株の移転が企業価値に照らしてどうかというのが見えないからといって、積極的に買収防衛策を使って反対しなければならないかということ、それは株主の自由ということと黙認するということが行われているわけで、そういうケースについてどういうふうを考えるのかということは検討した方が良いのではないかと思った。

【藤田委員】上手にまとめていただいているので、基本的な方向性については異論無い。ただ若干の点について、意見を述べておきたい。

まず「企業価値」、「株主共同の利益」の関係について。細かな表現の手直しは別とすれば、基本的に今の整理の方向性で正しいと思う。ただ、これらの概念が具体的な案件でどういうかたちで問題となり、対象会社の経営者の行為規範にどう影響するかが問題で、そこで変なメッセージを与えないということだけ注意してほしい。

たとえば、企業価値最大化が――例外的な場合を除いて――株主共同の利益につながるという関係のとらえかたは基本的に正しい。ただ問題なのは、株主共同の利益が比較的に見えやすく、とりわけ金銭対価で全部買付けだと分かりやすいが、企業価値の方は測りにくい。このために操作しやすく、そこを操作することでいろいろな望ましくない行動を正当化するという事例が出てくるという懸念もあるということが問題視されている。その点については8～9ページで書き加えることで対処がなされている。ここでも細かい表現について石綿委員からご指摘があったので、そこはリファインするとして、この段落で述べられている内容自体は、この文書のメッセージ性を示す者として重要なものなので、こういう記載があることはよいと思う。

次に、企業価値と株主価値が一致しないことから生じる理論的に最大の問題は、企業価値は下げるけれども、株主価値は上がるような買収、これは企業価値を最大化していない買収なわけであるが、これに対して株主意思に反してでも経営者の判断で阻止しても良いのかということである。これに対してこの指針がどういう態度をとっているのかははっきりしない。企業価値を損ねるから、第2原則にもかかわらず、株主が承認しなくても阻止してよいのかということについて、指針の立場はどうなっているのかと言い換えてもよい。第1原則からすると企業価値を損ねている以上は望ましくない買収なので、阻止することもあり得るというふうにも理解できそうだが、第2原則が別途書かれていることと、別紙4の取締役会限りの判断で防衛できる場合に関する記述からすると、どうもできないことを想定しているようにも読める。なお9ページに書かれている内容は、企業価値概念を恣意的に「濫用」してはいけないということなので、本当に企業価値が下がっている場合に第2原則を無視して防衛してよいかどうかは、ここの記述の射程外であり、指針では明示的に書かれていない。そこで、この指針ではこういった究極的な問題についてはあえて明確な立場を示さないということなのか、あるいは示しているのか、もし示しているのであればどういう立場なのかという疑問が生じる。理論的な問題を突き詰めすぎるのはこの種の指針の作成に際してはすべきではないのかもしれないが、前回から問題となっている論点なので、もしこの点についてなんらかの立場をとっているのであれば、それがどういうものか伺いたい。

また、9ページの記述内容である。「対象会社の企業価値を向上させ、かつ、その企業価値の増加分が当事者間で公正に分配されるような取引条件で行われるべきである」となっていて、一般論としてはその通りだと思うが、問題は、このような余剰の分配の公正についてあえて踏み込んだ記述をすることで、企業価値を高める買収であるにもかかわらず、対象会社側が株主への分配が十分ではないと言って対象会社が反対し続けて、結果的に買収を阻止してしまい、その結果買収成立によって得られたであろう利益を得る機会まで対象会社株主がなくなってしまうということが起きないかという懸念が生じるということである。株主の取り分が少ないと一見株主の利益のために行動しているように称して、本当はエントレンチメントだったというシナリオが生じる懸念である。2019年の公表されたM&A指針の場合にも、企業価値の増加分が公正に分配される取引条件ということを強調しているが、これはM&A指針が主として念頭に置いているシナリオが、経営者や多数株主がM&Aをしたいと考えているケースなので、株主への分配を十分にせよと強調して

も、企業価値を高める買収が最終的に潰れるおそれについて神経質になる必要がなかった。しかし今回の指針のように、同意がない買収や、同意すべきか否かが問題となる買収を対象とする場合には、対象会社経営陣が株主への分配が十分ではないと言って抵抗を続けることで買収を阻止してしまうことを正当化しかねないというおそれについては、深刻に考えた方が良くと思う。最終的に第2原則に株主の意思を踏まえるという原則があるので、そこまで神経質にならなくても良いのかもしれないが、一般論としては気にした方が良いでしょう。そういう意味で、先ほど井上委員からのご指摘があったが、「その企業価値の増加分が当事者間で公正に分配されるような取引条件で行われるべきである」が、分配に関する「一義的・客観的な基準を設けることは困難」と言い切ってしまうと、株主に分配される利益が十分ではないという抵抗の仕方を無制限に容認しかねないような方向で援用される危険があるように思う。このような懸念があることを踏まえて、ここの段落の書き方は検討していただきたい。書かれていることの内容が間違っているということではなく、このコンテキストでここまで強調することについての懸念と考えてもらえればと思う。

最後に別紙4、49 ページの注 81 について。これは、もともと本文にあった部分が注になっている。ここで書かれているような急速な買付けの対応根拠に議決権の制約を考えるのであれば、やはり、素直な論理の流れとしては、そういう取得の仕方をした株式について議決権を与えないという措置が正当化されるとなると思う。そうだとすると仮に両論併記にするとしても、むしろこの注が本文で、本文が注になるのではないかと思う。おそらくは一部の実務家の方から出された、新たに取得した部分だけというのは困る、あるいは東京機械製作所の決定内容とは違うという意見を受けて、このようなかたちになったのかとも想像するが、仮に今の本文を維持するのであれば、なぜそのような結論になるのかも一言説明が必要だと思う。急速な買付けで株主の意思決定を歪めるようなかたちで取得したから問題であるというにもかかわらず、急速な買付以前から持っていた議決権までカウントしなくても良い理屈が述べられないと、本文の論理が繋がっていないようにしか読めない。

あわせて、今後市場買付けが公開買付規制の対象となるといった法制度の改正が十分考えられそうな状況だと思うので、注83のような内容をここに記載しても良いのでは無いかと思った。つまり、この話も本来は急速な市場買付けに対しては法規制によって対処するというのが本筋であるところ、現在市場買付けは全く公開買付規制の対象外で法的に放置

されているので、こういう形での対処を一定の範囲で認めざるを得ないという話になるのだが、防衛策の導入・発動のための意思確認の議決権の操作というかたちでこの問題に対処するのは、本来は次善の策で、あまり奨励される方向性ではないこと、仮に法的な手当がされ、市場における急速な買付にある程度の制約が課されると、通常の多数決だと承認がとれないからと言って特殊な要件で承認をとるのは必ずしも推奨できないということくらいは釘を刺しておいた方が良いように思う。将来の話は一切書かないというのであれば良いのだが、注 83 があるので、それとの関係で、こういうやり方の限界、望ましさ、評価について、何か触れておいた方が良いと思う。

【神田座長】 昔の指針の策定から携わってきて私がどう理解しているかというところを述べたい。今回、一部で「企業価値」という概念の評判が悪いのは、投資家から見ると、これが濫用的に使われることを懸念しているからという部分が大きいと思う。役所として指針を出す以上、理屈を考えて書くことになり、「企業価値」という概念はやはり正しいということになる。ただ、その定義が曖昧だということで 2008 年の報告書で今回と同じ定義を示しており、筋を通すことをやっている。（資本市場の）実務から見ると、別に企業価値を考えて行動しているわけではなく、損か得かで行動しているわけなので、結果として企業価値に結びついていくということがあるにしても、やはりそこにギャップは生じると思う。ただ、今回もそうだが、実務指針を出そうというときに、やはり理屈で書かざるを得ない点があるので、そうするとこの「企業価値」ということを言わざるを得ない。その上で、この「企業価値」というのは社会の目から見た企業価値なので、当然のことながら株主から見た価値と乖離することはあり得る。私が普段使っている例としては、横断歩道のないところを渡るかどうかという話がある。社会の目からみれば、危ないから横断歩道を設けているわけだが、危ないけれども急いでいるから横断歩道のないところを渡ってしまうということがある。本当に危ないところは横断禁止になっているので、そこを渡れば法令違反になるが、そうでない場合に危険を承知で渡るということは許容される。同じように、企業価値を高めない選択を株主がすることも、たとえばその株主が 100% 保有している会社であればかまわないというのが現在の株式会社の制度である。そういう意味からすると、藤田委員が指摘された質問について、2005 年の指針は沈黙している。それから分配問題についても、私も同感ではあるが、こちらについても沈黙している。そこで、今回どうするかということだが、概念整理については、これらの点については、総論の部

分では私は基本的には沈黙でも良いと思う。ただ、取締役が行動するところにどう書くかということではないかと思っている。やはりこれは実務指針なので、横断歩道があるにもかかわらず「横断歩道のないところを渡るのはいいことですね」とはなかなか言えないし、やはり「横断歩道を渡ってください」としか言えないと思う。ただ、それは誰が決めるのかという話になったときに、株主が選択することは許容せざるを得ない、沈黙するとはそういうことなのだと思う。したがって、取締役会の行動規範において、どこまでのことを求めるかということになるかと思う。分配の問題については、田中委員や藤田委員が指摘した通りだと思うが、公正 M&A 研の方は構造的な利益相反がある場面なので、分配の問題が中心にならざるを得ない。今回の指針では、こちらの分配の問題点は、藤田委員がおっしゃった通り、限られた場面でしか問題にならないので、総論の部分（9 ページ）では沈黙でよいと思う。あとは、行動規範のところで、株主に決めていただくということならそれでよいと思う。指針である以上は理屈を通さざるを得ないと思うので、そういう選択になるのではないかと思う。

【事務局（安藤産業組織課長）】 藤田委員の質問に対する神田座長のお話を聞きながら、おおむねその通りだと思いながら聞いていた。

明確に質問をいただいたところとしては、企業価値は下がるが株主利益の確保に資するようなケースにおいて、株主意思に反しても買収防衛をして良いのかという部分について、スタンスが示されていないというご指摘があったかと思う。株主意思に反して防衛することは、株主意思を尊重する原則から外れるものだと考えている。特に、買収への対応方針・対抗措置については対象会社側が設計するものであり、歪んでしまう恐れが大きいと思っている。ただ、日本の場合、ハードローの世界で買収に関する規範が全体的に整備されているわけではない現状の中で、どのようにバランスをとりながらソフトローを示していくのかという点は悩ましい。ハードローが変わる余地がある中では、あまり明確にしすぎるのではなく、ハードローの世界が変わった後で改めてソフトローを見直す方法もあるのではないかと考えていた。

【玉井委員】 井上委員、石綿委員から指摘のあった、ディスカウント TOB について。石綿委員からご説明があったケースに加えて、私自身が実務上で経験したケースについてご紹介しておく。企業グループに属している上場子会社で、親会社のもとにいて一定

の信用補完があって、それが子会社の株価を押し上げているという状況の場合に、これを第三者に売却するとなると当該親会社グループから出ることになるので、その信用補完の効果が剥がれて、スタンドアロンでみると株価は相当下がるだろうという場合がある。その中で、買主としては適正で、本源的価値にしっかりとプレミアムを乗せて買うつもりだけれども、バリュエーションが（現状の押し上げられている）市場価値に届かないというケースで様々な検討をしたものがいくつかあった。そういった場合は、スクイズアウトというのも難しく、上場を維持しつつ親会社が変わることになると思うのだが、そういうエグジットのケースはディスカウント TOB で行われる場合があり、その場合は、対象会社は取引には賛同するけれども株主に対して応募は推奨しないというスタンスになるのかなと思う。

【児玉委員】資料4も含めて、全体的に良くまとめられている。事務局の皆さんの尽力に敬意を表したい。本日は各委員とは違った角度から最後のもうひとまとめをするにあたって検討して戴きたい視点をお話したい。

資料4について。

1 ページ。整理は非常に分かりやすい。大切なのは指針にどう取り入れてまとめるかである。1 番下のポツの 2005 年指針について、従前の指針のドラフトでは、注意書きで少しだけ言及する程度であったが、今回のように「企業価値」に関連する議論がこれだけ出てくると、もう少し注意深く焦点をあてても良いのではないかと感じた。2005 年の指針はあくまで「人」がステークホルダーである時代に言及したもので、資料4の冒頭の表現もそうになっているが、企業側からすると、このステークホルダーというコンセプトがあまりに狭いと感じる。端的に申し上げると、ビジネスジャッジメントするときに、グリーンや環境といったファクターをどう考えるかということ。そういったことを考えると、2023 年に出される指針として、企業価値に関連して言及している部分のステークホルダーを「人」だけに留めて良いのか、それとも 2005 年よりもさらにステークホルダーのコンセプトは広がっているということまでリファアーしていただく方が良いのか。書きぶりにもよると思うが、気になっているところなので考慮いただきたい。

【太田委員】まず、全体として良い物になっていると思う。

第2章と資料4についてはほとんどコメントはない。

1点だけ、石綿委員が「本源的価値」を全面的に出すべきではないとおっしゃっていて、その背景にある理屈も分からないではないが、ある意味で「本源的価値」という言葉は比較的マーケットの関係者においては共通言語として理解しやすい単語であり、アメリカでも、買収提案があって、「本源的価値」と比較してそれが安すぎるのではないかというふうに広く使われている言葉でもあるので、マーケットを含めた受け入れやすさという意味では便利であり、「企業価値」という言葉よりはコンセンサスがあると思うので、今の文脈で使われている分には問題ないと思っている。

【江良委員】第2章の総枠について、私はそんなに強い違和感はなかった。外から見た場合に考え方について誤解を招かないよう丁寧に記載した分、実務の認識と理論上の違いが浮かびやすくなったため本日の議論につながったのだらうと思っているので、書き方を少し工夫すれば、構成を大きく変えること無く説明できるのではないかと思っている。

他方で、議論の背景や整理、真意を外部の方に正しく理解していただくためには、指針の記載内容の充実だけではなく、それ以外のコミュニケーションも重要だろうと思っている。指針においてはストーリーラインを中心にシンプルにとどめておきつつ、それ以外の補足資料等を用いて対外説明を充実させるなど、コミュニケーションを密にすることによって、議論の過程や背景、記載内容を説明する活動が有効だと思う。そういった組み合わせによって対応できる部分が大半だと感じた。

資料4について。

どこまででこの内容を指針に反映させるのかわからない部分もあるが、基本は既に指針に入っている文章が中心で、一方で、資料4はまさに今申し上げた補足的な説明をする位置づけで準備しているものと考えていた。そういった観点からすると、どこまで書き込むべきかというのは若干悩ましいところもある。

1ページの「効率的な市場においては時価総額と株主価値は一致する」という理論的整理は、概念として非常に重要だと思う。ただ、複数の委員の方々からも指摘があったように、常に市場が効率的であるとは限らないというのはその通りで、※の注記だけでカバーできているとは到底思えないというのもその通りだと思う。現在は「市場によっては」と整理されており、確かにそのような整理もあると思うが、極論すれば企業のファンダメンタルズを注視している投資家がどのくらいいるかという話で、どの程度企業分析結果が売

買に反映されているのかということに依じて、効率性は変わってくると思う。プライム市場であったとしても、会社説明会に投資家が来てくれないと嘆いている企業も現実はあるので、必ずしも市場や売買代金だけではないということは申し上げておく。

【神田座長】 1点、問題提起したい。第3章において、真摯な買収提案であれば真摯に対応しましょうということを書いているが、「真摯な」という言葉が日本語として特有であって英語で通じない、誤解を招く言葉だということがあるように思う。これは1つの考え方なのだが、企業価値を高めるものであれば検討するという書き方にした方がよいのではないかと考えている。買収者側が企業価値を高めると言っても、コミットがなさそうであればすぐ分かるわけなので、それなりの理由が挙げられている場合にはきちんと検討し、その結果、企業価値を高めないという判断になれば、買収は実現すべきでないということになる。やはり理屈としては、敵対的なものであれ、友好的なものであれ、企業価値を高める買収は実現されて然るべきだし、企業価値を損ねる買収は実現しない方がよいわけなので、「企業価値」という言葉はマジックワードにはなってしまうが、考え方として一貫した方が読みやすい。中身はこれまでの内容と変わらないし、私は「真摯な」という言葉はあまり言わない方がよいようにも感じたので、そのあたりのご意見も合わせてうかがいたい。

【別所委員】 角田委員からもお話があった、買収提案を受領した場合に速やかにという部分だが、例えば3日以内みたいなことは書かない方がよいと思っている。モルガン・スタンレーのグローバルバンカーと話して感じた、シニアバンカーの感覚をご紹介したい。要するに、買収提案があったことが後日、Unsolicited offerをした側から公表される、あるいはリークされる、ないしはメディア・ニュースに出たときの対応として、そのように出ても困らない対応をしておけば良いわけだ。それが3日なのか、1週間なのか、何日なのかは状況によって違う。そのように公開されても合理性を説明できる対応をするというのが「速やかな対応」ということで、それ以上の厳密性はないし、それを求めるものではないのではないかというのがグローバルなバンカーの話だったので、ご紹介させていただいた。

また、今、神田座長から「真摯な買収提案」は「企業価値を高める買収提案」として読めるのではないかというご提案があった。本質的にはその通りだと思うが、企業価値を高め

るかどうかの検証ないしは情報収集に物凄く時間がかかる、「これではファイナンス状況が分からないじゃないか」といったいろいろな難癖が冒頭に付くといったことで、プロセスがブロックされることがあるとすると、本来この研究会が意図している「企業価値を高める提案」が間違っただけで受け止められる、ないしは、ねじ曲げられて活用されるのでは無いかということを懸念している。欧米のバンカーないしは弁護士が言うのは bona fide offer かどうかということを重要視していて、「真摯」なのか「誠実」なのか「真面目」なのかいろいろな言い方があるだろうが、そういう表現を加えた方が良いと思った。

【三瓶委員】「真摯な買収」を「企業価値を高める買収」に変えることについて。

日本語では良いと思うが、別所委員が指摘されたように、海外では bona fide offer や bona fide bid と訳すので、英訳と日本語で意味合いが違うのではないかと指摘されないかと懸念している。

27 ページの注 44 について。修文していただき全体的に非常に良いと思うが、最後の「今後更に議論が深まることが期待される」という部分については、本指針の範囲ではないと言っているように読めるが、「期待される」と書くと客観的ではなくなると感じるので、「今後の議論の進展に注目する必要がある」というような記載が良いのではないかと考えた。

35 ページの注 56 について。分かりにくいと感じた。株主総会の議案として上程される場合が多いことを勘案したのかと思うが、実際の株主総会を見ると、買収防衛策については廃止の方が多く、更新・導入は減っているので、議案数全体で見たときに更新・導入がそこまで多いと言われると、感覚と違うように思った。その辺が分からなかったので、費用対効果との関係をもう少し説明してほしい。

54 ページ、注 96 について。「パッシブ投資家」という表現があり、英語にすると「passive investors」となりそうだが、SEC のスケジュール 13D や 13G、いわゆる 5% ルールや実質株主の開示に関する条項だが、ここでは「passive investors」という言葉を使っていて、「支配権の取得を目的としない投資者」を意味する。指針のここは「パッシブ運用者」という日本語にしておいて、「passive manager」と英訳した方が良いと感じた。

【大塚委員】神田座長からご提案があった部分については、私も「真摯な」という書き方

はやめた方が良いと思っていた。どんな単語を使うかより、その定義にクライテリアがはっきりする方が大事だと思う。資力があって、実際に企業を成長させたというトラックレコードと、経済条件の3つが入っているのであれば、ボードに上げるというのが原則なので、いろいろな言い方があると思うが、用語は変えた方が良いと思う。

第3章について。

流れができていて分かりやすいと思うが、「3.1.4 平時において取り得る方策」の最後のところは取締役会の重要責務の一丁目一番地だと思っている、「企業価値」と「本源的価値」のギャップを客観的に知って、ディスカウントされている会社の経営陣や取締役は、どうやれば埋まるかのオプションを模索すべきだと思う。自助的に本源的価値に近づけていくというのでも良いし、M&A で経営力を増強させるのでも良い。逆に自助的にできないのであれば M&A を選択するというのが必然だと思わせるくらいの言葉を補強した方が良いと思った。3.1.4 は3章の前部か2章の原則論にいれるように記述の場所を移した方がよい。

また、3.1.1 について。ボードに上げたはいいが、ボードの構成が執行役の取締役が中心になっていたり、社外取締役にこういった知見が無い方が入っている会社は残念ながら日本に多い。そのような会社でよく起こるのは、そもそも安いという認識がない取締役会、あるいは本源的価値で買収者が提案しても議論なくスルーしてしまう取締役会だ。もしかするとボードの構成で社外取締役が少ないということは（M&A に関する）知見を持っている人がいない可能性が高いので、人数がマイノリティでも社外取締役が積極的に外部の専門家を活用する仕組みをもう少しエンカレッジすると良い（判断を下す前に、社外取締役が専門家の採用を提言できる仕組みなど）。議論がかなり初期的な段階で抜けていってしまうことが日本では多いので、そこにアタックするメカニズムが欲しいと思った。

【井上委員】注 18 について。取締役会が買収の実行に向けて行動することを決定している場合以外では、対応の真剣度に裁量の余地があるという趣旨が記載されているが、基準がない。その後に真摯な提案ではないと考えられる状況が列举されているが、ここの真摯な提案の列举を全部満たしているとする、資金的手当てもついていて、情報開示もされていて、経営支配権の獲得の意思も買収の意思も示されているということであり、このような買収提案に検討のリソースを割かない余地がどういう状況であればあるのかが分からない。逆に言うと、真摯な買収提案にあたらないケースは書いてあるので、ここの注記は

本文でカバーされていて不要ではないかと思った。章全体のトーンを弱めてしまうことを懸念する。

また、「真摯な買収提案」という用語について。懸念は別所委員と同様。買い手側は企業価値を下げる買収だとは絶対に言わないが、対象企業の経営陣が企業価値を下げる買収なので真摯な検討はしないと言う状況になってしまう懸念がある。表現を変えとしても、買収者にとって、これだけの状況を満たしていれば真摯な提案として検討してもらえんということの透明性・予測性は高めておく必要がある。

23 ページ。「3.1.4 平時において取り得る方策」について。「平時から会社の本源的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検討を行っておくことや、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」という部分で、さらっと書かれているが、情報開示の充実や株式流動性を高めておく努力をすること、経営の効率性を高めておくこと等は例示として本文に記載されていても良いと思った。例えば、政策保有株で持ち合い比率を高めて流動性を奪っていて、それゆえに株価が低いというケースは、買収されるに至る因果がある。そういうこと（例えば政策保有）を外して株式価値を高めておくことは、コーポレートガバナンスコードの趣旨からも重要なので、そうした例示を記載しておくの良いと感じた。

31 ページ。第2パラグラフに「買収者が自己の利益のみを目的として……」という1文がある。買収者が企業なのか、ファンドなのか、個人なのか、いろいろあると思うが、自己の利益を目的として経営支配権を取得することというのは、企業価値を高めることで自己の利益になるので、全ての取引に当てはまってしまい、これだけ書いてしまうと普通のM&A全般をカバーしてしまうのではないかと思う。買収者が自己の利益を目的として対象企業の株主の利益またはステークホルダーの利益を守るために行動するというのは、アームズ・レングスなM&Aにおいては当然のことだと思うので、そういう意味ではむしろ「対象企業の株主利益を毀損して」というような限定が入るように修文する必要があると感じた。

【太田委員】神田座長から提案があった「真摯な」について。

私は「真摯な」という言葉は残してほしいと思っている。英訳すると「bona fide」「sincere」「serious」になると思う。行為規範として指針を書いており、企業価値を高めるかどうかは検討してはじめて分かることであるし、買収者は入口段階では企業価値を高

める提案だと言うはずなので、それがどんなに frivolous な提案だったとしても真剣に社外取締役を巻き込んで検討しなくてはいけないとなれば過度な負担になるという点が理由の1つだ。感覚的には「serious」になると思うが「真剣な買収提案」と日本語で書くとその語感から色々と誤解を招きそうなので、日本語は「真摯な」で、英語は「bona fide」「serious」など、そういう感じになるのかなと思う。現実問題としてはレトリックとして「買収します」と言う場合もあるので、しっかり会社で検討しなければいけないもののスクリーニングとしては、「企業価値を高める」ということだとやはり篩としては機能せず、実務としては厳しい。ここは「真摯な」という方が実務家としては良いと思う。

14 ページ。「トラックレコード、資力の蓋然性など買収者の信用力も考慮することが考えられる」とあり、これはもともと「属性」となっていた部分をリファインした部分だと思うが、「信用力」だけだと経済的な資金があるかどうかという意味にとられるので、「経営力」というような言葉を入れるとさらに良いと思う。

26 ページ。表現が難しいが、予告 TOB が行われる場合で、問題となる典型例について書かれているが、問題となる場合が「風説の流布や相場操縦に該当し得るような場合」だけだと少し狭いと感じた。予告 TOB はしているが、最終的にはそれを呼び水としてホワイトナイトが出てくることを予想して持株を売り抜けることを目的としている場合もある。それをどこで判別するかというと、今申し上げたような問題のある予告 TOB については、実質的にその買収提案者に資金的裏付けがないのではないかと疑われる場合が多いので、「公開買付けを実施する条件や開始予定時期など……」という箇所に、何らかのかたちで資金的裏付けが明確でないとかそういうような言葉を入れると、問題のある予告 TOB に一定の絞りをかけられると思う。この点、イギリスのルールは優れていて、パネルは、1回買収提案を出して取り下げた場合は6ヶ月間提案できないと定めていて、これによってスクリーニングができるかたちになっている。しかしながら、日本にはこのPUSUのようなルールがないので、資金的裏付けが十分ないにも拘らず呼び水効果を狙ったような予告 TOB のようなことをやろうと思えばできてしまうところが問題である。そのようなタイプの問題性を孕んだ予告 TOB を「風説の流布や相場操縦に該当し得るような場合」とまで言うのは難しいので、もう少し絞りをかけて欲しい。

注 81 について。理屈の問題で言うと藤田委員のおっしゃるところも理解できるが、日本においては、裁判所が実態判断に踏み込まず、形式的な判断、即ち、株主総会決議が取れているか、MOM が取れているかといった部分で判断することを好む実情がある。現在の

一連の裁判例に照らすと、実質判断に踏み込んで買収者による買収が企業価値を毀損するので対抗措置の発動も許されるというためには、ニッポン放送事件の高裁4類型のような場合でないとなかなか難しいが、そこまで高度な疎明はできないけれども、買収者の属性や買収手法、買収後の経営の在り方についてのトラックレコードに相当問題があって、企業価値を毀損すると思われる買収者が問題ある手法で株式を取得しているので、対象会社側で対抗措置を発動するという局面では、裁判所は、どの程度の株主がそのような対抗措置の発動を支持しているのかという点を精査することになると思われる。そういった場合には必ずしも急速な市場内買い上がりがされた場合でなくとも MOM による判断が認められる可能性もあるし、買収者の属性が悪くて、株式取得の方法にも問題があるので対抗措置の発動を認めるというような場合には、急速に買い付けた部分だけが議決権排除の対象となるわけではないと思われる。東京機械製作所事件でも地裁決定は「急速な」というタームを用いていないし、高裁決定では「急速な」というタームが一箇所出てくるが、防衛策導入前に買収者が取得していた株式についても議決権排除が認められており、特に急速に買い付けた部分だけを議決権排除の対象とするということが明示的に述べられているわけでもない。ここは今後様々な事案で様々な判例が出てくることがあり得るし、この指針が世に出た場合には裁判所はそれを相当尊重すると思われるので、現在の注 81 の記載を文字通り受け取って、仮に MOM によって議決権排除の対象となるのは急速に買い付けた部分だけとなった場合には、一気に株式を買い上がった上で、しばらく休止して、また買い上がるというような抜け道的な方法が色々出てくることになりかねないので、指針における記載としては、将来における裁判所による判例形成の余地を広く残しておく方が良いのではないか。

50 ページ。「情報開示が全く不十分な中で株主に犠牲を強いつつ買収者による不当な富の移転を疑う蓋然性が高い買収等の非常に例外的な場合」について、趣旨は理解するが、買収者自身が株式を相当持っている場合もあり、そうすると「株主に犠牲を強いつつ」という部分がはっきりしなくなると思うので、ここは「一般株主に犠牲を強いつつ」とした方が分かりやすいと思った。

57 ページ、注 105「第二新株予約権」について。三ツ星事件で相当性が否定された大きな理由は、裁判所の認定によると、その対抗措置の発動時点で買収者＋協調して行動していると裁判所が認定する者の持株を全部足しても 20%に届いていなかったからであると思われる。要は、20%のトリガー割合に届いていない買収者グループに対して対抗措置

を発動するというのは相当性に欠けるという点が、対象会社側が負けた最大の理由だと思われる。よって、「撤回する方法が実質的に閉ざされていた」というのは、確かに裁判所もそういう文言を使っているが、少しミスリーディングだと思う。結局は 20%以下であれば発動の必要が無いということを表示しているだけだと思うので、第二新株予約権の説明との関係では、このような表現を用いると誤解されかねないので、工夫をしていただきたい。趣旨としては、三ツ星事件の事案は、協調して行動している者の持株も含めて裁判所の認定では買収者グループの持株割合は 19%程度しかなかったというものであって、三ツ星事件の地裁・高裁決定は、そのような場合に対抗措置を発動するのは相当性がないということ判断しているだけであって、第二新株予約権の話とは違うのではないかということである。

【玉井委員】17 ページ。「取締役会が買収を受入れる方針を決定している」局面というのはどういう場合なのかという部分は前回も議論になっていた。改めて拝見すると2つの場合に整理されていて、1つは法的拘束力のある提案に応じる方向での合意に向けた交渉に入った場合、もう1つは対象会社として積極的に経営支配権の移転にかかる買収提案を模索している場合とある。確かにそうだが、タイミングを考えると、「買収提案を模索して、選択や条件の設定の交渉に入った場合」というような、いよいよ取引をまとめるフェーズに入っているとした方が、表現が揃って良いのではないかと感じた。レブロン義務を念頭に置いた書きぶりになっていると思うが、指針としてインパクトがある部分だと予想され、他方で日本では裁判例においてレブロン義務を認められているわけではないので、慎重な書きぶりが良いと思う。

3.1.2.3 について。支配株主がいる場合に所有株式の一部あるいは全部を売却するような局面を考えると、対象会社としては真摯に協議交渉して極力良い価格の条件を引き出す努力をするわけだが、支配株主があくまで特定の買主に売るという売買取引は、対象会社としてはいかんともしがたい部分があるということは実際にあるので、そういう取引の特殊性を念頭に置いた脚注があっても良いと思った。

21 ページ。特別委員会を用いることが有用である場合があるのはその通りだが、これについては研究会でも慎重な意見が結構出ていたところだと思う。有用な場合があるかもしれないが、そうでない場合もあるので、会社の選択の自由度が損ねられるような表現にならないようにして欲しいと思う。太田委員も指摘したように、いったん指針が出ると実務

はこれを踏まえながら対応していく方向になりやすいので、必要以上のインパクトが出ないように配慮していただきたい。

また、特別委員会に関連して、例示でキャッシュアウトが出ているが、下の方に株式対価による買収が上がっている。キャッシュでの最後の取引だから特別委員会が有用だとあるのに、下の方を見ると株式対価の買収だから有用だと書いてあって、結局全部有用なのではないかとなってしまう、若干分かりにくい部分があるように思う。ここは利益相反の話ではなく、対価である株式の情報をしっかり開示するということを意図しているのであれば、通常対価として用いるのは上場株式だと思うので、上場株式としての開示がされていることを前提に考えられると思った。また、どういう企業の株式が対価になるのかにもよるが、例えば買収者が非常に大きな企業グループであった場合、その株式を対価として受けるときに、企業価値向上策を開示せよと言っても、対象会社自身のことを言っているのか、グループ全体のことを言っているのかという点もよく分からないと感じたので、読み手に意図が伝わるように整理していただけるとありがたい。

34 ページ、平時導入の対応方針について。これまでの研究会での議論では、平時導入にも有用性はあるので否定する必要はないのではないかという論調があったと思うが、全体通しての書きぶりはネガティブなトーンになっているのではないかというのが気になる。平時に対応方針を導入すると、経営での外部規律効果が期待できないというのがポイントとして挙がっていたと思うが、有事導入の実務が定着してくると、買収者からすれば、平時で導入されていなくても、場合によっては有事で導入されるかもしれないといったように、潜在的には対応方針があることを前提に、慎重に検討・行動するということになると思うので、平時導入のある・なしでそれほどの差にはならないのではないかとと思われる。そのあたりはニュアンスを調整していただければと思う。

43 ページ。部分買収が常に駄目ということではなく、もともとの議論は強圧性の話なので、企業価値を高めない買収がかえって成立しやすくなるという問題が理論上の出発点だったはずだと思う。したがって、部分買収だから全部駄目ということではなく、部分買収の中には企業価値を高めない買収がかえって成立しやすくなるという意味で問題状況をはらむものもあるはずなので、一定の留意なり慎重な検討が必要だというトーンが出るようにしていただきたい。

【田中委員】できるだけ現在の案で出してみるのが良いと思っているが、その上でサジェ

スチョンというかたちで意見を申し上げたい。

まず「真摯な買収提案」という言葉だが、この言葉は、公正な M&A 指針でも使っていたと記憶しており、「bona fide offer」という言葉も英語では使われていると思うので、特に違和感はない。「credible offer」など別の言葉もあると思うが、「bona fide offer」も実務上使われていると思うので特に問題ないと思う。もしも、「真摯でない買収提案」という代わりに「企業価値を向上させない買収提案」という表現にすると、買収提案が企業価値を向上させないかどうか取締役会で常に検討を要するというかたちになり、実際の買収提案には frivolous なものもあるので全てに対応することはできないという意見に十分に答えられなくなるし、逆に、取締役に企業価値が向上するかどうかの判断に広い裁量があるとする、今度は投資家から批判がでると思う。従って、「真摯な買収提案」が良いと考える。

その上で「真摯な買収提案」に関する書き方について。

基本的に問題ないと思うが、井上委員のご指摘があった 14 ページの注 18 で理論的な検討をしていただいているが、取締役会でいろんなことを判断できる余地があり、真摯な買収提案だと判断してもらうために買収者側に相当厳しいハードルが課されているなど読めてしまうと感じた。なぜそういう印象になるかというと、もともと本文にあった、15 ページの 2 段落目にある「合理的な理由なくこれを拒絶することは適切ではない」とか、16 ページ「真摯な買収提案でないと判断する合理的な理由がある場合を除き」という記述を、frivolous な提案までいちいち検討しなくてはならないように読まれかねないという理由で削ったということがある。しかし、そこを削ったことで、逆に真摯な買収提案ではないと取締役が判断したら提案を放置してよいと読まれかねなくなっていて、そこにさらに注 18 を書くことによって買収者側のハードルが上がったような印象がある。ここまで理論的に書き足さなくても良いのではないかな。もう一つ、気になったのは 16 ページの箇所、*「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、検討や分析を行うことが考えられる」*という記述を追加した趣旨が分かりにくい。もしかしたら、過去の研究会で私が言及したことを反映しているのかもしれないが、以前の研究会で私が述べたのは、例えば、現在の市場価格と比べて非常に高い価格でオファーが出されている場合に、取締役会が、そのオファーには実現可能性がないのだからそれ自体真摯ではない

として断るようなことがあると、株主の利益が害される可能性があるわけで、私としては、その次の段落で述べている、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いう部分を重視したつもりだ。オファ어의価格が、市場価格よりも隔絶して高いから実現可能性がなく、よって真摯でないと判断すべき場合もあると思うが、逆に、現在、市場価格が低いのは、取締役会が企業価値を十分実現させてこなかったからであるという可能性を取締役会は顧みるべきであるというニュアンスで申し上げたつもりである。従って、この部分の記述は、自社の株価について議論しているこの段落よりは、むしろ次の段落の、取締役会は簡単に要求を蹴ってはいけないという文脈の中で述べたほうが良いと思う。

17 ページ。「買収を受入れる方針」という書きぶりにしたようだが、以前の「実行に向けて行動する」という記載に違和感がなかったので、これで良いのか気になっている。変更した趣旨は買収を受け入れるかどうかは株主が決めるので、取締役会が実行するという事ではないという趣旨なのかもしれないが、それはある意味で当然で、株主の同意がないと買収できないケースでは取締役会だけで実行できないのは自明なので、「実行に向けて行動する」と記載しただけで違和感が生じるということはないのではないかと。「受入れる」とすると、いかにも受動的な印象がある。米国のレブロン義務が発動する基準は、取締役が会社を "on sale" にすると決めたとき、というものである。これと比べると、「提案を受入れる」というのは、対象会社の取締役会は、ただ提案を待っている人たちだということが前提になっているように思える。実際は、取締役会に期待される役割はそれにとどまるわけではなく、時には取締役会で、会社を "on sale" に出すと決め、そこで買収提案が呼び込まれることもあるし、提案があったことを契機にマーケットチェックのために on sale に出すということもある。「受入れる」という言葉には受動的な響きがある。また、「受入れる」と書くと、受入れると決めたような印象になって、そうした場合だけこの後に続く議論があるとするのはそれはそれで気になる。交渉する以上は、受入れると決めているわけでは必ずしもなく、条件次第では断るという方針で臨むからこそ、買収者も高いオファ어를付けようという動機を持つ。他の委員の意見もあるかもしれないが、私は変更前の方が良いと思った。

注 56 について。三瓶委員も言及した部分だが、私の理解では、単に買収防衛策の議案がいっぱい出ているというわけではなくて、日本の場合は株主総会が集中しているので、定時総会で平時買収対応提案が出されても、1 件 1 件注意して見られないということだとい

う点を明らかにすれば良いと思う。

最後に、買収防衛策についてはどのように書いたとしても反論が出てくるので、指針としてはいまの方向でまとめるので良いと思う。あえて言えば、太田委員が先ほどおっしゃられた三ツ星事件について、評価が分かれていると思うが、私の評価では、この事件は、株主総会で対抗措置に賛成したというだけで、その人が買収者の特別関係者とみなされて、その人まで不利益を被るような恐れを株主が抱くような仕組みになっていたということが、裁判所が対応措置を違法とするに当たって重視されているように思う。いずれにせよ、同事件の決定ではいろいろな事情が考慮された上で結論が出されているので、今のよう、買収者側に撤回可能性がないということだけに焦点を合わせるような形で指針に書かれると疑問もあるかなと思った。この辺りは裁判所の決定を吟味して、例えば「撤回可能性がないことも1つの要因として」といった書き方が良いのではないかなと思うが、何かこれが決定的な要因だと解されないような表現にした方が良いのではないかなと思った。

【石綿委員】14 ページ。「取締役会に付議するか報告に留めるかを判断するに当たっては、」とあるが、決議事項と報告事項の分類しかない会社が結構多く、その場合、決議事項というのはその段階で何らかの決議をすることで、それ以外は全て報告事項で上げることとしている。こういう記載よりは「取締役会の取り扱いを判断するに当たっては」といったようなかたちで書いていただいた方が良いと思う。恐らく、初期のタイミングで取締役会に決議しろと言われても決議事項が書けないと思うので、実際には報告事項で上げて審議することになると思うし、そういう取り扱いを排除する趣旨ではないと思うので、注 13 にも似たような内容が書いてあるが、付議と報告かという判断の立て方は実態には沿わないと思った。

14 ページの「真摯な買収」について。私も「bona fide offer」というのがグローバルで一般的に使われているので、括弧で（bona fide offer）と書くなりして、「真摯な買収提案」というのはそういうことを意味するのが分かるようなかたちで書いていただいた方が良い。

17 ページ。取締役会が売却の方針を決定した場合というかたちで書いた方が良いと申し上げたのは私なのだが、「実行に向けて行動する」とすると、かなり幅広い概念になってしまって、守秘義務契約を結んだら実行に向けて行動しているのではないかな等、広く解釈

されてしまうリスクがあると思って指摘したところだ。重要なのは、売却の方針を決定する段階でこういうことが行われていないと、指針の行動規範に沿っていないことになるということになれば良いわけで、売却の方針を決定している場合にはこういうことをしていなくてはいけない、それは決定前にあってもこういうことが行われていなければいけなかったというふうに読めるようになっていれば、田中委員の問題意識はかなり解消されるのではないかと思う。逆に言うと、売却の決定もしないのに、ここに書いてあることを全部やれと言い始めてしまうと、実務にかなり負担を与えるのではないかという問題意識がある。

31 ページ。「自己の利益のみを……」と書いてあるところで、これはプライベート・ベネフィットのことを言っているのだと思うが、私的利益の収奪は部分買収の話だと思うので言葉を補えば良いと思った。

38 ページの秘密保持契約のところについて。改めて読んでみて感じたのは、上場企業である対象会社側からすると、マーケットに対して説明責任を負っているので、買収者から守秘義務があると言われすぎてしまうと説明責任を果たしにくくなると思う。特になお書きのところで「買収についての報道や噂が流布されている場合には、対象会社において情報の開示が必要となることがある」と書いてあるが、実際は対象会社からすると、こういったリークの場合のみではなく、上場企業として株主に説明責任を果たしていく上で情報開示の必要性は負っているわけなので、秘密保持契約はもし結ぶ必要があるとしても、限定的なものでないといけないのだというメッセージを入れた方が良いと感じた。

【神田座長】私の先ほどの発言の趣旨について補足すると、日本においては、企業価値を高める提案であっても「真摯ではない」として断るケースが結構あるのではないかということに危惧している。「真摯な」という言葉を使うのであれば、やはり慎重に書いていただいた方がよいという趣旨で発言した。

【小舘委員】2点申し上げる。

「真摯な」という用語については、今、神田座長に補足いただいた通りの印象を持っている。今の書き方だと、田中委員が指摘されたように真摯な買収提案のハードルが高いように読めてしまうので、そうではないというニュアンスが出る追記があれば良いと感じた。また、今回は、真摯な買収提案に対して真摯な検討を、という整理になっているので、会

社も真摯であるかが問われ、標語としてはなかなか良いのではないかと考えている。まさに真摯な検討かどうかは本指針に書かれているような行動規範に則っているかどうかと理解している。

25 ページの予告 TOB について。「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公表する必要がある場合」というのが予告 TOB が必要となる場面としてよく分からなかったので補足していただければと思う。

【武井委員】 5 ページについて。「対応方針」という言葉に今回変更するわけだが、ご存知の通り取引所では平時導入型について必ず「買収防衛策」という言葉を付けるよう指導しているので、今回用語を変えるにあたっては、取引所においても「買収防衛策」という言葉を使わず、「対応方針」としていただくよう、お願いする必要があると思った。

35 ページの注 59 について。35 ページの本文に「社外取締役を主体とする特別委員会」という言葉を追加したが、注 59 の最後の「発動に関する判断を行う取締役会の構成について独立社外取締役が過半数である場合」という箇所にも「社外取締役を主体とする特別委員会」という言葉を入れていただきたい。

また、同じページの当該注の本文について。3つの例示が書かれているが、この3つが揃っていない対応方針でないと凡そ開示審査等で受け付けられないという誤解・形式的対応が生まれることがないように、注 58 に「複数またはすべ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」と明記されているとおり、ここで3つ全てが揃っている必要は必ずしもないということをここで明示的に確認しておきたい。

注 58 について。「ただし、これらの方策は、必ずしも対応方針や対抗措置の適法性を高めるとは限らないものも含まれていることには留意すべきである」という部分だが、この記載は不要ではないか。こういうふうに書くとこれらの方策が否定的にも読まれかねないし、法的にどうなるかは裁判所の判断なので、こう書かなくても良いのではないかとと思う。

47 ページの注 77 について。MOM は例外的な場合だが、どういう場合に使えるのか明確に分かりきらないところがあって、相当個別の判断になるので、事前にどういう場合にしか使わないのかは書ききれない部分がどうしてもあると思う。個別具体的にどういう場合にMOMなのかを書き切れという開示実務等にならないように留意が必要だと思うので、注 77 についてそういう趣旨が共有されることが重要だと思う。

52 ページ。TOB との比較の中で、公開買付届出書に書かれていない情報を凡そ要請してはいけないかのような誤解が生まれるのもよくない。今回指針で新たに、ステークホルダーに重要な変化を想定している場合には重要な情報であるためそういった情報を開示・提供することも有益だということが 25 ページに記載されていて、少なくとも現行の TOB 制度の開示では前提に書かれていないことも透明性の原則上重要だと書いてあるので、現行法上の公開買付届出書に書いていないことを求めるのは凡そ不合理だと読まれかねないような文章にした方が良いと思う。その観点から「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もの」であれば、合理的な範囲だと書かれると少し限定的だと感じる。あたかも TOB 届出書以上のことをおよそ求めてはいけないかのようなニュアンスがあるように読まれかねないのが気になるので、表現を再考していただきたい。

また、同様に 60 営業日の点についても、60 営業日を超えるものを求めてはいけないかのような誤解が生まれてはいけないと思う。たとえば TOB の場合には TOB を開始するときに既に関収資金・手当がないと TOB をそもそも開始できないわけだが、市場買付けではそこまでの資金手当てがなくても開始できてしまうのに、何でもかんでも 60 営業日と揃えるのはおかしいのだと思う。いろいろな場合があり得るということを書かないと、およそ 60 営業日でないと駄目だといった誤解・形式的対応が開示現場等で生じることのないようにすべきだと思う。

56 ページの注 101 について。ここに既に記載があるとおり、日本では買収防衛策を発動させないと裁判所で争えないかのような誤解が蔓延するのも良くない。発動する前でもきちんと争えるのが本来の姿なので、発動させないと争えないのだと市場関係者が誤解しないことが重要であると思う。

以上

お問合せ先

経済産業政策局 産業組織課

電話：03-3501-6521

FAX：03-3501-6046