

公正な買収の在り方に関する研究会

第8回 議事要旨

1. 日時：令和5年4月28日（金）15時00分～18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、三橋委員

【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、別所委員、松倉委員

（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」）及び参考資料2について説明をした後、討議を行った。その後に、神田座長及び飯田経済産業政策局長よりご挨拶があった。事務局の説明は以下のとおり。

（1）本日の議題について

【事務局（安藤産業組織課長）】資料3について。

6ページ。前回の議論を踏まえ、経営における「本源的価値」について、位置づけが明確になるよう修正をした。「本源的価値」が何かについて注4に記載している。人によって捉え方に差があるが、ここでは、「会社の現在の経営資源を効率的な企業経営のもとで有効活用することで実現し得る会社の本質的な価値」と定義している。この「効率的な経営」が何を指すのかについては、現経営陣が奮起して実現をする場合もあれば、社長が交代する場合もあるが、概念としては、買収されるということが必ずしも前提ではないと捉えている。その上で、買収によって企業価値を本源的価値に近づける、あるいは本源的価値を高めることができるということが、本文の記載の趣旨だ。

7ページ。2.2.2について。前回の議論の中で、ステークホルダーのコンセプトが、かつてのように人だけではなく ESG にまで広がってきているという児玉委員のご指摘や、マ

ルチステークホルダーの話があり、また、実務上、非財務情報の要素をキャッシュフローの算定に考慮するようになってきているという指摘があった。これを踏まえ、本文と注6に追記をしている。

8 ページ。元々は「エン trenチメントや従業員を守るための道具」と書いていたところだが、前回の指摘を踏まえ、従業員が経営者の保身の口実とされないようにという文脈に修正をした。

また8～9 ページにかけて、「困難である」という言葉が3カ所ほど出てきており、否定的な印象を与えるようになっていたので、表現を見直した。

9 ページの注9、ディスカウント TOB について、前回井上委員からいただいた問題提起を踏まえ、対象会社の取締役・取締役会が真摯に交渉すべきという指摘があったことを記載した。

12 ページ。もともと3章の最後に3.1.4として、常日頃から取り組んでおくべきことについての記載をしていたが、3章全体を時間軸に沿った流れにするために、冒頭に移動させた。中身も充実させており、同ページの最後の「こうした平時からの……」という段落において、平時からの取り組みを行うことで、買収提案がされた際に、買収提案と現経営陣による企業価値向上策を比較することに資するという記載をした。

14 ページ。3.1.1.2 について。取締役会に付議された場合の検討について。前回の議論を踏まえ「真摯な買収」を英訳すると「bona fide offer」となる旨を追記した。また、この概念を恣意的に解釈することで、企業価値を高める買収を安易に断ることにならないよう留意する必要があるという旨を追記している。

17 ページ。3.1.2 について。もともと「買収を受入れる方針を決定している場合」という書き方をしていたが、この表現が受け身すぎるのではないかと指摘があったので、「買収交渉に応じる方針を決定している場合」と変更した。買収交渉の「交渉」という言葉を入れるべきか少し悩んだが、いつの段階の局面を指すかについて、注で明記すれば疑問を解消できるのではないかと考え、注28を設けている。趣旨としては、18ページの2段落目の「例えば、……」から始まる部分で例示されているような条件の設定の交渉に入った場合や、買収者からの提案に応じる方向で合意に向けた交渉に入った場合を指しているのであって、決して初期的な交渉を指すものではない。

19 ページ。3.1.2.3 について。「買収交渉に応じる方針を決定している場合」について記載しているものだが、一部の表現が、これより手前のより一般的な場面のものを想定して

いるかのような記載になっていたのでは、見直した。具体的には「できる限り有利な取引条件で」といった箇所や、「企業価値の向上に加えて株主利益の確保を実現するための」といった箇所だ。

20 ページ。「例外的な判断をする」と追記した箇所だが、前回の議論を踏まえ、企業価値の向上には資すると判断されるけれども価格が十分とはいえない提案に賛同するのは例外的であるという趣旨で記載した。

21 ページ。特別委員会の設置が有用な場合として、本文中で「株式対価買収の場合」と例示していたが、これを本文から落とし、注 35 でより丁寧に記載することとし、判断の余地が広がるよう、「事案にもよるが……」と書いている。

23 ページ。第 4 章の透明性について。注 37 を設けた。これはもともと別紙 2 として取り上げていたものを注に移したものであり、趣旨を申し上げる。元の別紙 2 では、経営支配権を取得する意図を明かさずに他の株主と協調して株式を取得した上で、株主総会招集請求を行って、多数の取締役を送り込むことで、結果として経営支配権を取得する場合を取り上げていた。研究会の中では、ウルフバックと呼ばれていた一部の事案を念頭に問題提起をいただいていた論点だ。これが全体についての議論ではなく、取締役選任議案の株主提案を通じて取締役を交代する場合のうち、他の株主との協調を含むやや特殊なケースについての議論であったことを勘案すると、別紙 2 で内容を大きく取り上げるのではなく、内容を維持しながら注に移した方が適切ではないと考え、そのようにしたものだ。これに関連して 27 ページ。4.1.3 を削除している。

28 ページ。4.2 a)について。「取締役会又は特別委員会として全会一致の意見となるように」と修正している。趣旨は、もともとの表現だと、2つの合議体の間で意見の一致を図らなければならないというふうに誤読される恐れがあると思ったので、取締役会と特別委員会が別の意見を出すということがあり得るというニュアンスが伝わるよう修正した。注 47 については、対抗提案があった場合において買収が実施される際の開示について記載をしている箇所だが、実現しなかった方の対抗提案が公知でなかったとしても、一定の開示をすることは望ましいのではないかと考え、その旨を記載したものだ。

31 ページ。時間・情報の確保以外の理由で、買収への対応方針が用いられるのはどのような場面かということを記載している。もともと買収者の自己の利益のみを得ることを目的としてといった書き方にしていたが、前回の指摘を踏まえて、「買収者が対象会社や一般株主の犠牲のもとに不当な利益を得ること」と修正している。

32、34 ページは細やかな表現を修正した。32 ページは「用いられるおそれや」、「設計・運用がなされるおそれ」という部分、34 ページは「看過すべきではない」としていた箇所を「留意する必要がある」とした。いずれも対応方針についてトーンを和らげる方向で調整をしたものだ。

36 ページ。注 62 に追記をしているが、発動要件を限定した設計とするというところの具体例をいくつか記載した。指針の他の箇所に出てきていた内容も踏まえて、「社外取締役のみから構成される特別委員会の判断を最大限尊重する場合」といった例を書き足した。なお、これはあくまで発動要件を限定した設定とする一例を挙げているものであり、企業によって様々な内容が考えられる前提での記載だ。

37 ページ。新しく「おわりに」を書き足している。この指針が関係者の方によって尊重されることへの期待であるとか、今後、法制度の改正や判例・実務の進展に伴って M&A 市場の変化が起きた場合は、この指針をそれに応じて適時アップデートしていくということを書いている。

別紙 1、38 ページ。秘密保持契約についての指摘を踏まえ、「守秘義務を負う情報の範囲が過度に広範なものとなることは望ましくない」と書いている。

別紙 2、41～42 ページ。先ほど述べたように、本文の注に内容に移している。

別紙 3 だった 43 ページについては、「構造的な強圧性に関する検討」というタイトルだったが、指針全体の中で「構造的な強圧性」と書いてある部分と、単に「強圧性」という部分があり、表記が揺れていた。取引の構造に起因するものを指していることが前提であるため、「構造的な」という言葉を落として表記揺れを統一した。

48 ページ。いわゆる MOM 決議といわれる利害関係以外の過半数を要件とする決議についての記載。前回の研究会では決議の根拠や適用範囲について、ベストプラクティスではなく、参考情報としての記載にとどめるべきではないかという案を示した。本日の案も基本的にはその方向性に沿ったものだが、参考の枠囲いの中で、東京機械製作所事件の司法判断の概略を参考として掲載している。それと合わせて、これまでの研究会でいただいた主なご指摘を注釈にコンパクトな形で掲載している。加えて、本文で「買収の態様等」について、括弧書きで具体的な想定を追記した。仮に、今後こうした決議が実際に用いられることがあった場合には、それぞれの事案の特殊事情も踏まえて、許容されるかどうかが決まってくると考えている。

51 ページ。取締役会限りの判断による対応方針の導入及び発動について。先ほど申し上

げたように、31 ページ同様、「対象会社や一般株主の犠牲のもとに買収者が不当な利益を得る」という表現に修正している。少なくともいわゆる高裁4類型が含まれることを想定している。

参考資料2について。

主要論点についての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と個別にヒアリングをした結果をまとめたものだ。目的は、パブリックコンサルテーションの後で出てきた今の指針原案に対するフィードバックを得ること。詳細は割愛するが、パブリックコンサルテーション時点では否定的な見方をされていた方も、指針原案を読んで、今回の研究会の目的や方向性については、ある程度ポジティブに受け止めていただいていると思っている。

（2）討議

【三瓶委員】強い意見があるわけではないが、修正の意図について確認したい箇所がいくつかある。

9 ページ、19 ページで、「企業価値」と「株主共同の利益」をつなぐ言葉が「加えて」となっている。「加えて」という言葉だと、企業価値の方が主になって、株主共同の利益が従になってくるようにも読めるが、そういう意図なのか確認したい。類似の表現が 10 ページの最終行にもあるが、こちらは「及び」になっており、私は「及び」の方が素直に並立の印象があって良いと思うが、意図があるなら確認したい。

同じく 9 ページの「買収交渉に応じる方針を決定している場合」という部分にも「交渉」という言葉が入っている。また、先ほど説明のあった 17 ページの注 28 にも「買収交渉」の定義が書いてある。同じ意味の「買収交渉」なら、最初の方に注をつけた方が読むときに親切だと思ったが、違う意味であるならその確認もしたい。

16 ページの「また、取締役会は、……」という部分について。もともとは「買収者側の企業価値向上策」となっていたところが、「買収を通じた企業価値向上」となっているが、どういう違いがあるのか分からなかった。整理として考えられるケースとしては、1 つは、買収の提案内容が、買収によるシナジーで企業価値が向上するというケース。もう 1 つは、今の経営陣が、不採算事業からの撤退や、政策保有株式の売却を行い、それで回

収したキャッシュを株主還元するといったことをやらないので、経営者を交代してそうしたことをやろうとするケース。後者のケースは、本来は買収しなくても経営者がその気になればできるものである。この2つのケースにおいて修正点の意義を考えると、前者についてはどちらでも大差がないが、後者については「買収を通じた」と書くことにより買収をしなければ達成できない企業価値向上に限定するのだとすると、現経営陣が自分たちでやると言ったときには、買収しなければできない価値ではなくなってしまい、（これに該当しなくなる）と感じた。その辺りについて、どういう意図で修正されたのか伺いたい。

28 ページ。「取締役会又は特別委員会として全会一致の意見となるように」とある。企業の方に、ある決議事項について、「これは反対とか、異論は無かったのですか」と聞くと、いつも「全会一致で決めました」と答えられる。私はそもそもここに引っかかっていて、全会一致が当たり前になってしまうと、反対しにくくなってしまう。投資家がよく「取締役会の独立性」とか「委員会の独立性」とか「取締役会に3分の1あるいは過半数の独立社外取締役を入れた方がよい」といったことを言っているのは、大前提として、全会一致ではないことを考えているからであり、全会一致が当たり前というような書き方には違和感がある。

参考資料2について。

5 ページの3つ目の矢羽根の前半部分について。「友好的買収は価格が低い可能性もあり、問題がありうることから」と記載がある。ここについては以前、この研究会で「友好的買収について必ずしも市場関係者は良しとしていない」という意見を申し上げたので、そういう議論もした上で検討しているという趣旨を指針の注釈に書いていただくと、議論の経緯が分かって良い。

7 ページ。4つ目の矢羽根について。有事導入型と平時導入型だが、「有事は相手が特定されているものの、平時は相手が導入時点で存在せず、判断が難しい」というのはその通りだ。これについても、この研究会で議論したところだったが、指針に記載がなかったので指摘されたものだと思う。これについても、「こういう考え方があるから機関投資家は平時導入に賛成しがたいのだ」ということが分かるので、指針に書いておいた方が良い。

【事務局（安藤組織課長）】まず、19 ページ、「企業価値の向上に加えて」という表記について。ここは、三瓶委員の印象とは逆に考えていて、株主にとって有利な取引条件を目指

した交渉を行う局面では、企業価値の向上は前提として、その上で株主共同の利益の確保に重点が置かれるということを「加えて」で表現しようというのが修正の趣旨であった。

9 ページも同じ局面について言及しているので、そのようにしたもの。

17 ページ「買収交渉に応じる……」の注 28 については、ご提案の通り、9 ページも同様なので、もし残すのであれば前に持ってきて良いと思った。

16 ページ「買収を通じた企業価値向上」という部分について。深い意味はなく、買収を通じて企業価値を向上しようとするときに、企業価値向上策というのがあるのか不明だったので、「買収を通じた企業価値向上」という記載にした。ただ、他の部分では買収者が行うことについて「企業価値向上策」と書いている箇所もあり表記が揺れているので、その点も含め、どう書くのか検討したい。

28 ページ。「全会一致」という表現について。意見を聞いて、確かに原案の「意見の一致に向けて」という方が良いと感じた面があるが、趣旨としては、取締役会という会議体での一致だということがクリアに分かった方が良いと思ってこのような文言としていたもの。

【玉井委員】三瓶委員のコメントは私が以前コメントした部分だったので、趣旨の説明をしたい。

19 ページの「加えて」という表現について。もともと「企業価値の向上と株主利益の確保の双方」と書かれていた箇所を、「企業価値の向上に加えて株主利益の確保」とした意図としては、このパートは「3.1.2.3 株主にとって有利な取引条件を目指した交渉」について書いてあり、実際にこのパートでは、買収価格の引き上げのために交渉する、競合提案に匹敵するように価格を引き上げる、部分買収であれば、全部買収への変更に向けて交渉するといったことで、企業価値向上の話というよりは、株主共同の利益を確保することについて書いてある。よって、そもそも株主共同の利益だけの話でも良いと思ったが、2 つ並べるよりは、企業価値向上もあるが、それに加えて株主利益の確保を実現するという流れの方が良いと思った。

また、「全会一致」という表現について。迎合的で、議論が尽くされず終わってしまうニュアンスが出るということはあまり想定していなかった。むしろ、実務上の経験からすると、意見が一致しないということは、価格が十分／不十分という点について目線が揃っていないという場合があり、そのまま反対意見もある中で決を採りに行くよりは、議論を

尽くすことに加えて全員が満足いく条件まで引き上げるよう交渉する努力をするべきだと思い、「意見を揃える」というコメントをした。例えば米国での取引案件が公表されたときによく見るリリースとして、「全会一致でボードが支持している」というのが圧倒的に多いと思う。まずきちんと良い条件をとるために努力を尽くした上で、unanimous な決議に至るとというのが基本的な形だと思っている。そうは言うもののなかなか意見がまとまらない場合もあり、そのような場合は、個人個人の意見を明確にして、それを次の選解任の判断につなげることが大事だと思っている。

【三瓶委員】「加えて」という部分について、理解した。

「全会一致」については、今、玉井委員がご説明いただいたような部分を記載した方が良いと感じた。

【石綿委員】実務的に見ても有意義なものになってきていると思う。

5 ページ。平時と有事の定義がなされていて、平時については「特定の買収の試みについて対象会社が認識する前の段階」と書いてある。感覚としては、かなり早いタイミングとして捉えようとしているのかなという印象を持った。2005 年の指針は平時の買収防衛策を定めたものと一般に解されているが、そこでは「買収が開始される前の」という表現が使われていた（注：東証においても、2005 年の指針の「買収防衛策」の定義と同様の定義が用いられている）。今回のこの定義では「試み」の段階で有事となるので、果たしてこれが良いのかという点で疑問がある。「試み」というよりは「開始について認識した段階」（注：インサイダー取引規制における「ついて」と同様「関して」の意味）等が良いのではないかとと思っている。「試み」とすると、今まで実務的に言われてきた有事の基準よりも随分早いタイミングで「有事」に該当する可能性があると思ったので申し上げる。また、全体として、「取締役」、「経営陣」、「経営者」という言葉が使われているが、これらが統一的に使い分けできているのか気になった。「取締役」と書いても良いのではないかと思う箇所もあるし、「経営陣」と「経営者」はどう英訳を分けるのかという点もあるので、今一度ご確認いただきたい。

9 ページ以降について。先般来問題になっている、どの段階で取締役に求められる行為の水準が上がるのかというところの表現だが、今回採用している「取締役会が買収交渉に応じる方針を決定している場合」という表現については、その表現が独り歩きをすると歪ん

だ実務が形成されるおそれがあるように思われるため、違和感がある。すなわち、買収交渉に応じることで一段高い行為規範が求められるとすれば、事実上、買収交渉に応じるのはまだやめておこうといった実務が形成されないかが少々懸念されるように思う。積極的に買収の可能性について突っ込んだ議論をし、良いと思えばやるし、そう思わなければやめればいい話なので、協議・交渉をすること自体に事実上障害を生じさせるような表現を使うのは適切ではない。私からの提案としては、この文末を「決定している場合」ではなく、「決定する場合」という表現にするということを申し上げたい。「決定する場合」には、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力を払わなければならないというように定めておけば、「決定」に先立ち適切なタイミングでこのような合理的な努力が払われるようになると思う。交渉という言葉を経済産業省が重要なメルクマールにするのはやめた方が良いと思う。

24 ページの注 37 に「公開買付制度のような情報開示がなされないため」とあり、53 ページにも「公開買付届出書における記載内容と同程度の情報提供」と記載がある。しかしながら、公開買付届出書における情報開示の程度というのには相当に幅があり、支配従属会社の買収や MBO の場合は情報開示が充実する傾向にあるが、それ以外の買収については、非常にシンプルな記載しかないケースもある。そもそもここに公開買付制度が出てくる必然性もないので、わざわざ幅のある概念を基準として使う必要性があるのか疑問がある。むしろ、純粋に「適切な情報開示」という言い方にして、公開買付規制を引っ張ってこなくても良いのではないかと思った。

28 ページ。「全会一致」という表現について。三瓶委員と同様の印象を持った。全会一致となるよう議論を尽くすということを強調する必要はあるのか疑問だ。確かに、全会一致でまとまったということは、公正性を基礎づける事情の 1 つになり得ると思うので、普通に議論して全会一致となれば、それを開示してプラスに評価されることはあって良いと思うが、「全会一致とすることが望ましい」というように、少数者が反対意見を述べることにプレッシャーがかかるような表現をする必要があるのかは疑問である。

37 ページの「おわりに」について。「これまで望ましい買収であったとしてもそれが実現しないこともあった我が国」とあるが、これを経済産業省がわざわざ言う必要があるのかなと思った。この指針が英訳されて世界に広まっていくことを考えると、こういったことを経済産業省がメッセージとして発信する必要はないのではないかな。

【別所委員】 3点ほど申し上げる。

1点目。三瓶委員からも指摘があった16ページの「買収を通じた企業価値向上と現経営陣が経営する場合の企業価値向上策を、……」という部分は、私も分かりにくいと思った。一案だが、シンプルに「買収者が提示する買収価格と現経営陣が経営する場合の企業価値を比較する」という表現にしてはどうか。

2点目。「取締役会が買収交渉に応じる方針を決定している場合」という表現について。交渉という言葉を入れることで、交渉入りすることに対するハードルが上がってしまうのではないかという石綿委員の指摘について、確かにそういう意見もあると思った。一方、少し違った観点からのコメントとして、買収のプロセスには様々な局面があり、Unsolicited offerの場合は、入り口は買収提案であり、公表に至るまでのプロセスの中で、交渉・合意が成立するという場面があるわけで、その間をどう表現するかという問題意識があった。確かに石綿委員が指摘するように、「交渉」という言葉が誤って解釈されることで、交渉入りすることがためられることになるのは望ましくないので、今の書き方にこだわるつもりはないが、一方で私が懸念したのは、「買収に応じる」という言葉も人によって受け取り方が違うと思っていて、（応じたからには）すべからく買収を実現させないといけないと誤解されることは本意では無いと感じた。交渉を経て、価格が折り合わず合意に至らないということもあるわけだ。ここで「応じる」というのは、英語で「accept the offer」という段階ではなく、「engage with negotiation」で、協議に入るということを前向きに検討している状況を想定していたので、このあたりの時間と状況の経過におけるシチュエーションを正しく記載するのが良いのではないかという趣旨だった。

3点目。この指針は英文でも公表されると思うが、英文の表現ぶりもよくチェックした方が良いと思う。

【神田座長】 平時と有事の定義について意見があれば伺いたい。また、17ページの「取締役会が買収交渉に応じる方針を決定している場合」という表現についても意見を伺いたい。

【太田委員】 表現等も含めてブラッシュアップされてきて、全体的に良くなってきたと思う。

5ページ。平時と有事の定義について。私は今の案で良いと思う。感覚的な問題かもしれ

ない。

17 ページ。「取締役会が買収交渉に応じる方針を決定している場合」という表現について。私も「交渉」は早すぎると思う。人によっては、この場面に入るとレブロン義務がトリガーされると思うだろうが、レブロン義務といっても、単に交渉に入るだけでトリガーされるということではないと思っている。私を書くなら「買収の実現を意図して交渉に応じる」といった表現にする。注 28 とあわせて読んでも、やや早すぎる印象がある。買収を実現させる方向で具体化してきたら、というようなニュアンスなので、私はあえて「交渉」という言葉を入れなくても、「買収に応じる方針を決定している場合」でその趣旨まで入っていると思う。「交渉」を入れるとしても「実現を意図して交渉する」という文言で、レイターステージだというニュアンスは出した方が良いと思う。

2 ページ。全体として、敵対的買収をブロックするための研究会なのではないかといった研究会の在り方についての誤解を解消するためにも、一案を提示したい。経済産業省内において、対日 M&A 事例集に関する別の研究会があり、私も委員を務めている。こちらでは、敵対的買収と友好的買収どちらが良いかと言われれば、友好的買収の方がハレーションが少なくて良いので、(海外からの買収も含め) そういう友好的買収ができるだけ増えていくようなかたちで日本企業の意識改革が必要だということでもとめていただいて、良い物ができたと思っている。そういう取組みにも触れて書いていただくと、M&A を活発化させたいという意図を政府として持っているというメッセージを強く出せるのではないかな。

9 ページ。ディスカウント TOB について。井上委員の指摘も分かるが、実務上、ディスカウント TOB は今の株価が何らかの理由で非常に割高に評価されていて、支配株主は株式を売りたいと思っており、買い手はディスカウントなら買っても良いと思っている状況で成立する。日本でよく起きる問題は、支配株主がいる会社の経営陣というのは、今の支配株主の下で経営していく方が、ある意味での強固な買収防衛策があるようなものなので、ぬるま湯で居心地が良く、変えたくないというケースが非常に多いことだ。上場子会社を親会社が売却しようとしても、子会社側の抵抗が強くて難しいということも多い。ここで対象会社の取締役がプレミアムを付した取引状況を示すように交渉すべきということ強く言ってしまうと、逆に、ディスカウント TOB だから良くないということを理由として対象会社側がディールを潰すような事態が生じかねない。恐らく井上委員が想定されていたこととは逆の事態だろうと思うので、「ただし、その対象会社は、売り手と買い手

の間で株式の売買について合意ができた場合に、不合理にディールを妨げるようなことをすべきではない」といった限定を付すべきと考えた。井上委員の意図も分かるのだが、逆に働く場合もあるので、注意が必要。

23、24 ページ。別紙 2 だった部分が注になっている部分について。文言自体には違和感はない。石綿委員から公開買付届出書にリファアーするのが適切ではないのではないかという指摘があったが、ウルフパックの場合は、公開買付届出書と比べると及びもつかないくらい買い手側は情報を出さないのが、1つの基準としてそのようなものを出すのは良いと思っている。企業価値を高める買収は促進されるべきである一方で、最近は経営支配権を取るという意図を明かさずに市場で買い上がって、最終的に臨時総会を開いて経営支配権を取得するというようなケースが相次いでいるのも事実であり、その記述がこのように小さくなっていったのを外から見たときに、問題がそこまでないかのような受け止め方をされるのではないかと懸念している。41 ページが、元々別紙 2 だった部分だが、例えば②だけ消し、残りの記載は復活させることでどうか。一方で、これは（他の株主と協調して）経営支配権を取得する場合の話であって、アクティビスト等がガバナンス向上を目指して一部取締役の入れ替えを提案することとは関係がなく、あくまで経営支配権の取得という買収の一類型であるときの話であることを明記すれば、機関投資家からの懸念も解消されるので良いと思う。

28 ページ。「全会一致」という表現について。ここは石綿委員の意見に全面的に賛成だ。社外取締役はいろいろな方がいる。むしろ、意見が割れる方が健全だという側面があると思っており、全会一致でないといけないと思われる無理なことをしなければならない場面が多々出てくると思うので、「意見の一致に向けて」という元の表現が適切だと思う。

48 ページ、注 79 の MOM について。東京機械製作所の裁判例は、急速に買い付けた部分だけの議決権行使を除外することを認めたわけではなく、実際には、4 月の頭から買っていて、大量に買い上がってきたのは 6 月以降、最終的に 8 月半ばに有事導入の買収防衛策が入ったという流れだ。裁判所は急速に買い上がった部分だけの議決権を除外するということを言っているのではなく、総合考慮の中の 1 つのファクターとして挙げていて、加えて、そういった問題のある買付手法を用いている買収者をカウントしてしまうと全体の株主意思が歪んでしまうので、そういった買収者を除いて、他の一般株主の中のマジョリティーで考えるべきという建て付けになっている。裁判所の判断の背景には、急速な市場内買付の強圧性の問題だけでなく、特別利害関係株主的な立場もあるので、利害関係の無

い一般株主の議決権にカウントするという考え方も入っていると思うので、「(当該部分の)」は削除した方が良くと思う。書くとしても、中長期的に従来から保有していた議決権まで排除されるのはおかしいということは理解できるので、そういったことを書くのは良いと思うが、東京機械製作所の決定を虚心坦懐に読んだときに、当該部分の議決権だけを排除するのが適切とはどこにも書いていない。また、別紙2を復活させる話と関連して、5ページの「明確な買収行為を行わないままに取締役の選解任を通じて経営支配権を取得する行為」という部分がまさに別紙2で述べようとした内容だったと思うので、別紙2を復活させるかどうかはさておき、この部分だけは戻していただければありがたい。

【藤田委員】細かい議論を除けば、指針全体として良いところまで来ていると思う。

5ページ。平時と有事の定義については、太田委員と同じ意見で、今の表現で良いと思っている。そもそも「有事」「平時」は俗語なので、実務家であっても人によって感覚が違ってくるかもしれない。結局は、この文書においての使われ方と整合的に定義されているということが重要なのだと思う。2005年の指針は別のコンテキストを扱う文書なので、過去の指針と同じ定義を踏襲する必然性は必ずしもなく、本指針内での整合性を意識することが大事だと思う。そこで現在の指針原案を検索してみると、ほとんどが導入・更新などとの関係で有事・平時と言及されている。例えば32ページの「対応方針については、特定の買収者が現れる前に（平時に）ルールを定めて」という箇所が典型的だが、結局、特定の買収者をターゲットにして導入していれば有事の導入という扱いと考えて、相手方が誰か分からないが将来起きるであろう買収を対象にしている場合を平時での導入とする方が、指針内での用語法としては一番整合性があると思う。導入時に特定の買収者が念頭にあるか否かを問題にするという意味ではこういう定義で良いと思う。確かに、一部の方が想像している平時・有事の局面よりも早いかもしれないが、2005年指針では「平時導入・有事発動」という議論をしていて、「有事発動」と言うと、特定の買収者が念頭にあるという以上にさらに段階が進んだ状況なので、これと一致していなくても、指針内のコンテキストと整合的であれば問題はないと思う。

次に注79については、注記をどういう意味合いでの言及だと捉えるかが重要である。ここでは、利害関係者以外の過半数を要件とする決議が一般にどのような根拠や範囲で許容されるのかということは明らかでないと言った上で、あくまで考えるための参考として、研究会で出た意見について例示的に言及しているというものである。東京機械製作所

の判例の要約を書いている注ではないし、裁判所はこのような考えているというような紹介でもない。そして例示としてここで書かれている考え方は、市場買い付けがすすめられている側面での売り急ぎに着目して議論を組み立てることを論拠とするものなので、そうになると売り急ぎの部分の議決権はカウントしないという自然なロジックなので、直す必要はないと思う。太田委員が指摘されたように、総合考慮として、例えば問題のある買収者の属性の判断等として援用するというような発想をするとすれば、全部の持ち株について否定するという結論になるかもしれないが、ここに記載しているのは別の考え方に基づく制限の理由付けなので、第3の考え方を追記して記載するなら良いが、第1の考え方の記載において「(当該部分の)」を除いてしまうと意味が不明確になってしまう。つまり、ここは東京機械製作所の判例とは違った考え方での基礎付けとそれに伴う帰結があり得るということを例示しているところであって、この括弧部分を除いたりすると趣旨と合わなくなる。

参考資料2について。

パブリックコンサルテーションで批判的であった意見提出者に対して原案を示し、理解が深まったというご説明があったが、それは良いことだと思う。他方、報道ベースでは批判がある文書を作ろうとしているという見方が残ったままになっている。このあたりは、理解が得られる方向で進んで来ているということについて、何らかの積極的アナウンスメントがあって良いと思う。

【井上委員】2点ある。

1点目。ディスカウント TOB について課題があると申し上げていた点は、問題提起になれば良いと思っている。太田委員の指摘については、おっしゃる通りだ。中国では市場の株価を信じていないという背景もあって、ディスカウント TOB が非常に多い。そういう意味では、例えば「市場株価が適正と評価できる局面において経営支配権が移るものについては……」といったかたちで、ある程度限定した方が良いのではないかと思った。

2点目。6ページの2.2.1について。「本源的価値」という言葉があって、企業価値のところでは「株主価値（市場における評価としては時価総額）と純負債価値の合計」とある。また、1.4では企業価値とは「企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和」となっていて、やや複雑だ。「純負債価値」とすると、要は市場価格

から現金を抜いたものが企業価値であるということになる。確かに将来キャッシュフローの現在価値の総和なので、そう言えなくはないが、なんとなく分かりにくいと感じる面もある。ここは別所委員や角田委員など、ファイナンスの実務の方々からも意見を頂戴したい。また、「本源的価値」では、「経営資源を効率的な企業経営のもとで有効活用することで実現し得る会社の本質的な価値」とあって、「経営資源」と言うとヒト・モノ・カネを想像するが、経営資源になる現金があるというのが、先ほどの「純負債価値」との関係で個人的には気になる。要は、この指針を読んでいて気になるか気にならないかということファイナンスの実務の方々にお伺いしたい。純負債価値であるとする事で、現金は株主に属しているものであるという考え方が入ってくることになる。以前の公正 M&A 指針においても現金については議論したところだが、現金の取り扱いの部分を始め、この辺りの記載によって捉え方に混乱が生じないか気になった。私に案があるわけではないのだが、本源的価値の部分を「経営資源（ただし現金を除く）」と書くのも格好が悪い。

【小舘委員】 5 ページ。平時と有事の定義について。私は「試み」を「提案」にしたら良いと思っている。「開始」だと少し遅いと思っていて、他方で、大量保有報告書が提出されて買い上がっている段階で「買収の試みがある」と言えるのかは悩ましく思う。要は、対象会社を買収の企図を認識する時点が分かれ目と思っていて、実務上は、買収者から何らかのコンタクトがあって、買収提案があるかによって平時・有事を分けて考えているのではないかと思う。大量保有報告書が提出されて、例えば 10% 買い上がったことを認識したときに、何らコンタクトがなく、大量保有報告書に支配権の取得などの記載がなければ、平時導入型として買収への対応方針を導入することもあるので、それが平時と言うのは遅いというご意見もあるかもしれないが、それを平時・有事のどちらと言うかということ、平時になるのではないかというのが実務的な感覚かと思う。「開始」と「試み」の真ん中にあるものとして「提案」という用語を検討いただければと思う。

9 ページ。ディスカウント TOB について。太田委員が指摘したように、気になったのが「強制公開買付制度の按分比例原則を避けるために様々な場面で使われる」とある部分だ。実務ではこれを回避している意識はなく、そもそも悪い取引だと思っていないと思うので、それほどネガティブに言う必要はないと思っている。

関連して 19 ページの注 29 について。レブロンのような状況になった場合において、支配株主がいるときは、対象会社の取締役としてできることに制約があるという文脈でディ

スカウント TOB について書かれているが、典型的なのは親会社がディスカウントで子会社株式を売却するというケースだと思うが、注 29 だと、親会社がディスカウントで売ると言うのだから仕方が無いですよという趣旨に読めるが、注 9 を見ると、一生懸命価格を高くしなくてはいけないというように読める。読み手に疑問がわくと思ったので、文章を調整いただければと思う。

17 ページ。「取締役会が買収交渉に応じる方針を決定している場合」という表現について。私は「交渉」を入れない方が良いと思っている。「買収に応じる方針を決定」とあるので、買収に応じるかどうかは確定的ではないと思う。田中委員が指摘されたように、ここは見出しの問題で、具体的な内容は 18 ページに 2 つ例が書いてあるところと、あとは 17 ページの注 28 で交渉の趣旨を補っているところになると思うが、必要であれば、こちらに、太田委員が指摘したようなインサイダー取引規制についての最高裁判決のような内容を追記するというのもう少し説明しても良いと思う。他方で、見出しを詳細に書きすぎると分かりにくくなってしまうので、そうであれば「交渉」という言葉は落とすのが良いのではないかと思う。

最後に 48 ページの注部分、MOM について。太田委員、藤田委員から表現ぶりについてご意見があったと思うが、実務上関心が非常に高いところなので、研究会で議論して指摘があった内容は、こうした形で残していただいた方が良いと思う。

【三橋委員】2 点申し上げる。

1 点目。5 ページ。平時と有事の定義について。私も石綿委員の「試み」という言葉は少し広すぎるのではないかと、という意見に賛同している。実務的に有事で対抗策が出された場合を念頭に置いて投資家としてどう考えるか想像してみたが、あまり早い段階、即ち不確定要素が多い状況で対抗策が出されると、適切な判断ができるかどうか悩ましい。そのようなケースは、「判断しづらい＝平時と変わらない」という方向に投資家としても判断するのではないかと思うので、ある程度有事は限定した方が良いと思う。その際、買収の「開始」や「提案」という言葉であれば明確だと思うので、そちらに賛同したい。

2 点目。6 ページの「本源的価値」の定義について。注 4 では冒頭で「本源的価値については様々な見方があり得る」と記載してあるので、あまり細かく指摘するつもりはないが、一言申し上げる。前段は買収者もしくは投資家が考える企業の「本源的価値」のことだと思うが、後段の、「特に本源的価値と現在の企業価値の乖離が……」という部分は企

業側に課された文章だと読める。それでは投資家が考える本源的価値を企業がどう解釈すれば良いのかが分かりづらいと思った。よって、ここの注は定義だけにして、「特に…」以降の文章は不要ではないか。ここの部分に似たニュアンスは 12 ページで「平時から経営努力を尽くすことで企業価値を高める」と記載されているので、ここを削除したからといって意図が伝わらなくなるということはないだろう。投資家としてはこの一文は記載して欲しいとは思いますが、分かりにくくなると思うので申し上げておく。

【田中委員】異論を唱えるというよりは、本日出た論点について話したい。

28 ページ。「全会一致」という表現について。確かに「全会一致」というのは違和感がある。もともとあった「意見の一致に向けて議論を尽くす」という文章に違和感がなかったので、わざわざ「全会一致」と書いて穿った見方をされるよりは、元のままの方が良いと思った。

5 ページ。平時と有事の定義について。私はこれまでの定義で違和感はなかった。投資家の方の中には、平時だと買収者が出てきていない段階なので防衛策を入れようと言われても判断しかねるので反対する向きがあるが、他方、買収者が出てきた場合は、それについて適切な対応が必要になるので、そこからは有事ということだと思っている。だとすれば、特定の買収の試みについて対象会社が認識したかどうかで平時・有事を分けるということでは良いのではないかと思う。買収オファーがかかった時点を基準にすると遅すぎるように思われる。オファーをかけないまま市場で株式を買い上がっていくというケースがあることも考えると、むしろ今の定義の方が良いと思う。

9 ページ。ディスカウント TOB について。先ほど議論があった通りで、両論併記するようなかたちが良いと思う。ディスカウント TOB というのは、基本的には、今の市場価格が対象会社の企業価値を必ずしも反映していないようなケースで起こることであると思う。つまり、従前の支配株主が、保有株式を市場で売ろうとすると、あっという間に今の市場株価が値崩れを起こすので、実際は市場価格で売れないという場合だ。そのような場合は、現在の市場株価と比較したディスカウントされた公開買付価格であっても、買収者に売った方が既存の支配株主にとって有利になる。そのような場合に、ディスカウント TOB が成立すると思っている。このように株式市場に厚みがないような会社であって、あっという間に値崩れが起きるようなケースでは、市場価格が必ずしも対象会社の企業価値を反映していないので、ディスカウント TOB であっても企業価値を向上させる買収と

いうことはあり得ると思っている。ディスカウント TOB だから企業価値を向上させないとして、一概にネガティブに考えたり実現を妨げたりするのは妥当ではないという意見がある一方で、ディスカウント TOB では市場価格より低い価格で買収が成立することも事実であり、対象会社の取締役としては、できる限りプレミアム増進に向けた努力をすべきであるという意見も考えられる。そういう意味で、両論併記するのが良いと思った。

17 ページ。「取締役会が買収交渉に応じる方針を決定している場合」という表現について。私は、細かい表現よりも、「している」という言葉が気になる。いつ決定したのか、この文章のどこにそういった決定があったのかということに違和感があるのだと思う。今まで違和感を覚えなかったのは、指針を順番に読んでいくと、13 ページの 3.1.1 で買収提案を受領し、3.1.1.1 で取締役会に付議・報告して、3.1.1.2 で取締役会において検討をすることになっていて、ここで真摯でない買収提案であるなら拒否してしまうわけなので、それ以上の交渉は進まないということになる。一方、真摯な買収提案であれば、交渉を進めるという決定をするので、その後に 3.1.2 のフェーズに入るという流れになっている。もしこの「している」という言葉に違和感があるのであれば、むしろ「決定した場合」とした方が流れとして自然なのではないかと思う。その上で、決定以前のことをどうするかという話になるが、どのように表現を変えても異論が出ると思うので、やはり私はもとの案に戻るのが良いと思う。仮に今の表現を維持するのであれば、「買収の実現に向けて交渉する方針を決定した場合」とするのが良いかと思う。

MOM 決議について。現状の案に強い意見はない。ただ、太田委員と藤田委員が議論されていた 48 ページの注 79 について、「急速な市場内買付け」については、急速な市場内買付けで買った部分についてのみ議決権を除外することが正当化されるということをはっきり書くかどうかということだと思う。私は市場内買付けの強圧性その他の問題について述べる時、必ずしも「急速」であるかどうかには着目していない。市場内買付けの問題点は、市場内で部分的に経営支配をできる程度に株式を買って、支配した後で搾取的な行動をするような買収が仕掛けられた場合には、対象会社の株主は、市場で株を売った方が有利になるので、株を売るように動機づけられる、結果的に企業価値を毀損する買収が成立しやすくなる、ということであって、このような問題点との関係では、「急速」であるかどうかが必要条件ではないと思う。市場内買付けの強圧性を論じた既存の文献を見ても、市場買付けが一定期間内に行われない限り強圧性がないといったことは述べていないと思う。現実の市場買付けの事例も、太田委員が指摘したようにかなり長いスパンで行われる

ことがある。例えば外為法上の届出など、当局との接触が必要になる期間中は、一時買付けを中断するとか、対象会社との交渉の期間中は中断するとか、あるいは戦術的な要因として、ある期間は買い上がって、その後、ほとぼりが冷めて市場価格が下がったところでまた買い上がるとか、そういうことをやるので、全体の期間をとれば1年くらいかけて買い上がるケースもあると思う。だが、そういう状況であっても、市場買付けを進めているときには強圧性の問題は生じるので、「急速」であることは本質的な要素であるとは考えていない。また、市場内買付けには強圧性以外の問題もあるところ、対象会社の株主に検討時間を与えないという問題との関係では、「急速」ということが重要な要素になるのかもしれないが、公開買付けであれば与えられるであろう情報が与えられないという問題との関係では、別に急速であってもなくても、公開買付けによらない限りは起こり得る。従って、「急速」というのは必ずしも本質的ではないと思う。従来の指針案でも「急速」という言葉が使われていて、反対していなかったが、それは、1つには東京機械製作所の決定の中で「急速」という言葉が出てきているということと、指針の中で法的な結論を出さない方が良いのではないかということがあるので、自分の意見を言っていなかった。ただ、短い文章のなかで、決定的にどちらかの立場をとるかのようには書かれるのであれば反対せざるを得ない。今回、注 79 が出来て、研究会で意見を決定するのではなく、あくまで「指摘がある」という表現に留まっている。太田委員が先ほど指摘していたように「急速な」ということを書くのであれば「(当該部分の)」は落とすべきというご意見もある。私は「急速な」という言葉も入れない方が良いのではないかと考えているのだが、1つの考えとして、「(当該部分の)」を落とした上で、「……指摘や」の部分に括弧書きで「どの議決権を除外するのかに関しては議論がある」といったように記載するのはいかがかと思う。要は、ここは意見がまとまらないと思うので、複数の指摘があったと記載するのが良いと思う。

【大塚委員】上場企業でも、良いコンテンツを持っていたとしても IR が下手で株価が上がらない企業がある。本ガイドラインの発表においても、誤解の出ないようにかつきちゃんと届くようにちゃんとやらなくてはと思う。私が途中から参加したことを知った海外投資家から連絡をいただいて、この指針への期待も感じるので、国内投資家も含めて、そうした期待に応えられれば良いと思う。

ブラッシュアップの観点からコメントしたい。

6 ページの 2.2.1 について。「企業価値」というのは大きな意味で、安いものとプレミアが付いているものとフェアバリューなものがあるが、今回この指針を読んで欲しい企業というのは、安い評価の企業経営陣だ。「企業価値向上」だけで、どのステージからの向上かという議論も出るので、安い会社に聞かす意味でも、フェアバリューに近い価値として「本源的価値」という用語がないと分かりにくい。その意味で、注 4 には客観的に判断できる基準を入れるのが良いと思う。例えば、我々の業界ではコンプスと言ったりするが、同業他社比較でより高い成長率、あるいはより高い利益率を達成している会社なども含んで比較したときに、会社価値が EBITDA 倍率や PER で低いということはディスカウント価値ということだ。そこが経営力の差の結果として、客観的に判断できるものとなっている。

7 ページ。2.2.2 について。「企業のキャッシュフロー創出力は、事業活動における経営者の能力を中心として、……」というあたりだが、文章が分かりにくい。従業員のスキル、知識、モチベーションなどの人的資本の活用、テクノロジーやビジネスモデルの追求、キャッシュを含む資産の活用等を用いながら、経営者は戦略遂行能力を市場に示すことで株主の評価が上がっていく、というような書きぶりの方が分かりやすい。また、「地域社会や地球環境」の部分は「近年は……」の部分に持ってきて、サステナビリティ要素も株主の評価軸に入ってきているのも間違いないので、ここも含め全体を整理して書いた方が、流れが良い。このパラグラフは重要な部分だと思っている。

第 3 章は整理をしていただき、流れが分かりやすくなったと思う。安い会社は、自助努力型でここに書いてあるようなアクションを取ることで株価を上げていくということも 1 つの選択だし、経営権を他者に渡す（M&A）ことによって本源的価値に近づけるという選択もある。

ここで自助努力型の記載において「事業ポートフォリオの見直し」と書いてあるが、本指針は上場会社そのものの M&A が中心のテーマになっているが、日本の上場会社で時価総額が 2 兆円、3 兆円の会社でも単に売り上げが大きいから時価総額も大きい安い評価の会社は結構ある。そういった企業が全体を身売りすることは現実的には起こりにくいですが、「事業ポートフォリオの見直し」もある意味 M&A なので、事業/子会社の買収提案等の M&A も、今回の指針で示しているプロセスに本来は乗っけるべきだということを追記していただくと、大きな時価総額の上場会社の動きを作ることにもつながると思う。また、経営権を伴う M&A がイコール経営者の交代が絶対ではないので、「経営者の交代や

M&A」とある部分には、「経営陣の強化」という言葉も入れると良いと思う。ファンドが買収する場合はこのケースが多い。

16 ページ。専門家の活用や社外取締役の関与の重要性について。社外取締役の関与については、「関与」すること自体は当たり前なので、「役割」という言葉で重要性を強調するのが良いと思う。先ほど石綿委員がおっしゃられたとおり、社外取締役にはいろいろな方がいて、自身の重責が降ってくるということを認識していただくという意味でも「関与」ではなく「役割」に重要性を置く必要がある。また、社外取締役による M&A の専門家招聘について、執行側が取締役構成で多い会社は、社外取締役が M&A の知識を相当持っていないとなかなか口を出せないのが現実には起こっていると思う。よって社外取締役が経験や知識不足でその M&A への直接的な意見を言えなくても、「社外取締役が専門家を招聘すべき」ということだけを率先して言うべきと推奨するとしておけば、取締役会での発言もしやすいと思う。つまり、社外取締役の意識付けということで、もし社外取締役に M&A の知識・専門性がない場合には社外取締役が率先して専門家の招聘を推奨するよう提案すべきという趣旨を追記した方が良い。

17 ページ。先ほどから議論になっているポイントで、「取締役会が買収交渉に応じる方針を決定している場合」という表現について、シンプルに「取締役会が買収に前向きに応じる場合」とするの也不错。

また、これも石綿委員が指摘されたところだが、「経営者」と「経営陣」という言葉が混在しているので、整理した方が良い。個人的には「経営者」はトップ、「経営陣」は執行役員も含めた経営層だと思っているので、その定義を明確にした上で、指針全体のコンテンツを再チェックした方が良いと感じた。

【児玉委員】事務局のご尽力に最大限のリスペクトを示したい。

最後のブラッシュアップという視点から、よりベターになりそうな部分についてお話したい。

5 ページ。平時と有事の定義について。恐らく「試み」という言葉に対する違和感があるのだと思う。小舘委員からは「提案」という意見もあったが、提案無くして株を買い増しされている状態は企業にとって有事だと思うので、実務的には「提案」まで待っていると遅いだろうと思う。そこで、「試み」よりも少し堅い表現として「特定の買収提案の可能性について」という表現はどうか。

7、8 ページ。マルチステークホルダー主義について追記をいただき、良くなったと思っている。特に、2005 年指針の注でのリファアーをやめたところは良いと思う。ただ、今の書きぶりだと 1 カ所だけ誤解を生む部分がある。「多様なステークホルダーや社会との適切な関係」という部分で、ステークホルダーの他に地域社会といった配慮があるのだと読めなくもない書きぶりになっている。「地域社会や地球環境」もステークホルダーの 1 つだというのがこの分野でのマジョリティーな考え方なので、より正確にするのであれば、「地域社会、地球環境を含む多様なステークホルダーを考慮した事業活動を通じて企業価値向上を実現する。」という表現を提案したい。

12 ページ。「この観点から、取締役会の構成を独立性の高いものとするのが重要であるとともに、そのような取締役会において、……」という表現によって、独立性の高い取締役会が前提条件であることが明確になり、大変良かったと思う。

関連して 16 ページ。追記された部分の「取締役会（特に社外取締役……）」という部分について。本研究会では、社外取締役が過半数で独立性が高い構成となっている取締役会については独立性の低い取締役会と同じ扱いにはせず、より広い裁量を認めるのが良いのではないかとこのことをずっと申し上げていたが、逆のことを申し上げるつもりはない。追記部分では、社外取締役が過半数でない企業をどうするかということで、かつ、ここは M&A の側面ではない。「乖離が生じるのかについて、取締役会や経営陣が関心を持ち、検討や分析を行う契機とする」とあって、その際に社外取締役を特に重用することについてまで言及することは、独立性の高くない取締役会における社外取締役の実態に即しているのかどうか違和感がある。ここまで書き込む局面ではないと感じた。

22 ページ。「なお、……」という部分について。9 ページの記載を再度まとめているのだと思うが、注 11 が肝だと思っている。自分で読んでいて、22 ページにおいてこそ注 11 が読みたいと感じたので、注 11 あるいは 2.2.2 については、22 ページでリファアーしていただくとうかりやすくなると思う。

38 ページ。「守秘義務を負う情報の範囲が過度に広範なものとなることは望ましくない」とあって、記載内容は正しいのだが、実務的に対応可能かについては難しいと思った。期間の限定といった配慮は簡単にできると思うが、情報の範囲について、どういう状況になって、どういう開示が必要になるのかも分からない段階で、後々の証券取引所等からの開示要請の内容を推測して秘密保持で情報の範囲を限定するというのはどうすれば良いのか疑問で、実務的に難しいのであれば実務側の負担が大きくなるのではないかと感じた。

【角田委員】愛着の湧く指針にしてくれた事務局に感謝している。

児玉委員が指摘した別紙1の守秘義務についての記載は、イギリスのテイクオーバーコードのような開示義務を入れるべきだという投資家の意見も受けての記載だと思っている。イギリスだと買収の提案を受けた際に、一定のNDAを結んでいれば提案の秘密は守られるのだが、株価が大きく動いたり、マーケットで噂が出たりすると、基本的にはオファーが来たことを開示しなければならないという義務がある。ここに記載されている情報の「範囲を過度に広範にしない」は、買収提案を受けているという事実を証券取引所や規制当局の要請に基づき開示を可能にするという意図と思う。

井上委員から頂戴した質問について。買収者は、基本的には買収してしまえばそこに眠っている現金を使えるし、買収してChange of Controlがあったときに債務を返済するときに利用可能な現金を使えてしまう。よって、この会社をいくら払って買うのかと考えている際には、やはり現金を差し引いた値段しか出していないので、実務上は純負債なのだと思う。一方で、何故この指針を読んでいて違和感がなかったかと考えたときに、恐らく別所委員や大塚委員や私は、コーポレートファイナンス理論の説明文として読んでいるときは「負債」として読んで、実務として読むときは「純負債」として頭の中で変換して自然と読んでいるのだと思う。個人的にはここだけ「純」が入ると気になるので、読み手の脳内変換に任せるというのも1つの手だと思っている。一方、大塚委員がおっしゃっていた倍率でディスカウントの会社の例として現金を貯め込んで配当しない会社がある。というのは、純負債でみると現金超過で、時価総額よりずっと低い企業価値や倍率になっている。投資家が、配当で現金を吐き出すよう提案し、実際に配当されると、「配当権利落ち」ということで株価が落ちるはずだが下落せず、結果的に企業価値や倍率が上がるということを背景に、「純」をつけて欲しいという意見もある。「純」をつけるのであれば、いろんな箇所に注をつけたり「純」をつけた意図を説明したりする必要が出てきて波及するので、書き方をよく検討した方が良いと思う。

28 ページ。「全会一致」という表現について。私も「全会一致」という言葉はない方が良いと思う。

また、大塚委員が提起した外部専門家の招聘について専門家起用の費用負担を気にする意見もあったが、専門家の中にはサクセスフィーベースで働いている方もいらっしゃるもので、早めに雇うというのも1つだと思う。

17 ページ。「取締役会が買収〔交渉〕に応じる方針を決定している場合」という表現について。「応じる」という言葉は便利な言葉だ。研究会の委員ということで話を聞かれることがあるが、レブロン的な義務をかなり早い段階から置きたいとおっしゃる投資家がいる、他方で、レブロン的な義務を負うと事前にマーケットチェックをしなければならないので、なるべく最後の方まで義務を負いたくない、意中の相手と進められないならば売却自体を考えたくない、という企業や実務家もいる。「(交渉のつかない) 買収に応じる」だと最後に応じるとも、交渉に応じるとも、どちらとも読める便利な表現と感心していた。

【武井委員】ここまで指針をよくまとめていただいている。指針の議論の大半は第1章から第4章に使われているので、そういったところに力を入れた指針であるというメッセージを出すのが大事だと思う。

今日新たに議論があった点についてコメントしたい。53 ページの「時間・情報・交渉機会の確保」について、石綿委員からご指摘があったが、公開買付届出書にほとんど書いていない事例も確かにあるので、注を追加していただけないものか。例えば、現行の公開買付届出書では 46 ページにあるような買収に関する様々な要素が記載されていない事例もあることから、透明性の原則を含む三原則の実現のため、公開買付届出書に記載されていない情報提供を求めることが合理的な場合もあると考えられる、といったニュアンスのことを注で入れていただきたい。

次に、34 ページや 58 ページの平時導入型の箇所に、「経営への外部からの規律が期待できない可能性もある」という記載があるが、前回玉井委員からもここまでネガティブに書く必要があるのかというご指摘があったように、平時導入型を入れている会社の全てが経営の非効率性がある会社なわけではないし、透明性の原則を含む三原則の実現のために、現行の法制度が不十分な中で、欧米であれば法制度のインフラでやっていることを日本では制度が乏しいので企業が自主的にプロセスとして取り入れているという状況だ。法制度であれば、事前に入っていて平等に適用されることは当然であり、これまでの議論でも平時導入の方が有事の市場の混乱が防げるというメリットがあるという指摘も機関投資家等からも以前の会であったわけで、予め明確にプロセスを書いているものをここまで批判的なニュアンスで記載する必要があるのか気になる。また今の文言では（平時導入している）企業に対して外部からの規律がおよそ期待できないかのように誤解されないのか、気

になる。よって、「外部からの規律が期待できない可能性があるとの指摘がある」という書き方にしていただけないものか。また、先ほどご指摘があった、平時導入型の場合は買収者が分からないので賛成できないという趣旨をもし記載するのであれば、法制度と同様に透明性の原則を含む三原則の実現のために予めプロセスを定めている方が予見可能性が高いという指摘もあるということも併せてご記載いただきたい。平時導入を否定的に書き過ぎているニュアンスがないか、表現を再考いただきたい。

あと、小さな形式面だが、別紙 1 と 2 について、ナンバリングが (1) (2) で始まっているが、それで良いか確認していただきたい。

最後に、この指針の名称について。この研究会では公正な買収を促進するための議論をずっとやっているのですが、単に「指針」という呼称を使っていると、2005 年の指針の延長となって外から見たときに誤解をされることがあるのかもしれない。今回の成果物の正確な位置づけを踏まえて、指針の名称をどうするのかということをご検討いただきたい。

【玉井委員】本日いろいろ議論があった中での気づきについてコメントしたい。

5 ページ。平時と有事の定義について。私は原案で良いと思っていた。ご意見が食い違う理由を考えると、これまでの実務の中で、平時導入だと言いながら、準有事導入などと言われるような例があった。明確に提案を受けているわけではないけれども、買い上がってきている株主がいて、それを意識しながら防衛策を導入するというケースだ。こういった例を平時導入と考えるのか、有事導入と考えるかの違いなのではないかと思ったところだ。日邦産業の案件は平時導入の裁判例として整理されていると思うが、場合によっては完全な平時ではない、準有事であるとの見方もされているように思うので、そのようなケースを今回どちらに整理するのかということなのではないかと思った。私自身は「特定の買収の試みについて対象会社が認識する」という原案の言い方で違和感はないと思っているが、整理次第なのかなと思う。

17 ページ。「取締役会が買収交渉に応じる方針を決定している場合」という表現について。先ほど石綿委員から、「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」が良いのではないかという意見があったが、これが非常に実務的で分かりやすいのではないかと思った。「交渉」という言葉を使うことによって、却ってそこに入る・入らないということが恣意的になってしまうというサイドエフェクトがあるかもしれないということであれば、こういった整理にするのも 1 つだと思う。それはそれとして、実際にどういう行為がそれ

にあたるのかということについて 18 ページに記載があるが、「例えば、……」以下で2つ載っている。「……提案の選択や条件の設定の交渉に入った場合」であったり、「……合意に向けた交渉に入った場合」などはこの局面に当たり得ると書いていて、結局「交渉」に入った場合ということになっている。具体的な例を変えずに、題名だけ変えても実務への実際の影響は変わらないと思うので、もし変えるのであれば全体を通じて調整するかを検討いただければと思う。

28 ページ。「全会一致」という表現について。私自身も、以前このコメントをした際は、「意見の一致に向けて議論を尽くす」という従前の言い回しに違和感があったわけではないということと、不合理な意見を持った取締役がいる場合にそこまで含めて全会一致を目指すというのは難しいというのはおっしゃる通りだと思うので、もともとの表現に戻していただくことで異存ない。社外取締役にはいろいろな方がいて、時に不合理な意見にこだわる例も散見されるというご指摘は実務感覚として共感できなくもないが、全体を通じて独立した社外取締役の関与を得ることや、独立性の高い取締役会構成にすることが買収に向けてのフェアな判断に繋がるのではないかという考え方を機関投資家も持っているし、今回の原案の基本的な考え方でもあると理解している。そうであれば、社外取締役の資質・能力に関する課題に対して、より建設的・生産的な方向で対応策を考えるとすれば、22 ページのところで「社外取締役の M&A に関する専門性が不足する場合には、……」とあるが、ここに社外取締役の M&A のリテラシーを向上させる努力を会社としても引き続き行うべきだということを一言入れるというのも1つの手だと思う。

児玉委員が指摘された別紙1の秘密保持契約について。角田委員と同じ理解で読んでおり、違和感を持っていなかった。

原案が固まった所で和英両方でパブコメに付されると理解している。パブコメを受けてどの程度の修正をするかはパブコメの結果次第だと思うが、一定の修正をする場合には研究会が再度招集されるのか。事務局としてのプランや予定があれば教えて欲しい。

【事務局（安藤産業組織課長）】パブコメでどのような意見が出るかにもよるが、いずれにしても、パブコメにどのような意見が出てきたかも含め、パブコメ後の時点での案を委員の先生方にお見せしたい。その際に改めて研究会を招集させていただくかは、座長の神田先生とご相談させていただきたい。

【江良委員】本研究会に参加させていただき、非常に勉強になった。いくつか意見を求められていた部分を中心にコメントしたい。

5 ページ。平時と有事の定義について。私は今の記載に違和感はなかった。自分の中で勝手に読み替えていたのかもしれないが、特定の人の顔が見えるかどうかというところで有事と平時を分けていたので、例えばそのように表現を工夫するだけで大きく内容を修正することなく対応できるのではないかと考えている。

28 ページ。「全会一致」という表現について。私も元に戻すという方向性で良いと思う。重要な意思決定をするときは全員一致することが必ずしも良いことではない場合もあると思うので、「全会一致」と記載することは却って不適切ではないかという意見に賛同するところだ。

「純負債」に関連して、現金の取り扱いについて。私も（元々「負債価値」と書いていた指針を）読んだときに違和感はなかったので、読み手の脳内変換に任せても良いのではないかと思った。

最後に。これをどういうかたちで関係者、海外へ正しく発信するかということは重要だと思っている。実際、この指針原案が出来た時に、関係者から良いものが出来そうだねというコメントを私も頂戴したところだが、一方で、藤田委員が指摘していたように、まだ指針原案を踏まえた見方がされていない場合もあるということで、私も当事者として協力できることがあればしたいと思っている。

やはり、議論の過程・経緯やどういった背景があったのかを明記することが大切だ。

また、英訳の過程で、英語に訳しにくいような箇所があった場合に、英語の訳を工夫することもあるが、違う言語で説明しようとする思考がシンプルになるということもあるので、表現の仕方については原文の方も分かりやすいように細かい修文をすることを検討しても良いかもしれない。そういう意味では、3.1.2 の「取締役会が買収交渉に応じる方針を決定している場合」という表現も、英訳を検討する中で適切な表現が出てくる可能性もあると思う。

【三瓶委員】英訳の話もあったので、「負債価値」についてコメントしたい。私の投資家経験の中では 100% 「net debt」という表現だ。特に日本企業を海外の投資家が見るときは、それが「net cash」になっているのが大問題で、現預金を貯め込み過ぎという問題を

指摘されるので、英語で言う「net debt」のことだということを明確にしないと、かなり批判が寄せられると思う。

日本語で元々「純負債」と書いていなくても違和感がなかったのは、角田委員が指摘されたように私も勝手に脳内変換しているからだと思っている。日本語は「負債」で、英語は「net debt」という表現でも良いと思う。

【井上委員】日本語の表現としては「純」を落とすということだが、「net debt」という英訳もそれで正しいのだろうと思っている。むしろ気になっていたのは「本源的価値」の経営資源を有効活用するという部分の方なので、「純」については問題ないということであればそのままで良いと思う。

【神田座長】本日も多くのご意見をいただいた。完全に議論が収れんしているわけではないが趣旨の点では意見の対立がない点、少し意見が分かれている内容の部分などが一部にあった。

昨年 11 月から 8 回にわたって議論を重ねてきたが、延長も含め非常に熱心に御議論いただき、多数の意見を頂戴した。この研究会としては、一応本日をもって一旦締めとさせていただき、この後のプロセスは、先ほど事務局から説明もあったとおり、まずは本日いただいたご意見を踏まえたバージョンを事務局にて作成いただき、メール等で皆様にご確認いただいた上で、パブリックコメントに進むという流れで考えている。その際、内容に関わらない部分については、私に一任いただければと考えている。そういう形でまずはパブコメに進みたいと考えているが、ご承認いただけますでしょうか。

(異議がない旨を確認)

ありがとうございます。指針については英訳版についてもパブコメにかけるが、その際に、英語の表現などに関してご相談をさせていただくことになると思う。また、英訳に伴い、日本語も直すということになるかもしれない。

最終的な指針の策定については、パブリックコメントにおける意見の提出状況も踏まえ、できれば事務局からメールその他の方法で委員の皆様に還元し、最終案の確認をいただいた上で進められれば良い。もし、内容を大きく変えることになる場合や、変えるかどうか

を議論いただく必要が出た場合には、再度お集まりいただく可能性もあるが、順調にいけば、パブコメの結果についてはメールその他の方法でご確認いただければと思う。

お忙しい中、この研究会のために時間を割いていただき、また、オンラインの方も含め、長時間にわたって熱心に御議論いただき、ありがとうございました。

（３）閉会

【事務局（飯田経済産業政策局長）】昨年 11 月以来、延長もしながら 8 回もお時間を頂戴し、お忙しい中熱心にご議論いただいたことに感謝する。

初回の研究会のご挨拶でも申し上げた通り、私どもは経済産業省の「新機軸」という議論を進めている。これは政府全体で「新しい資本主義」を掲げて社会課題をどう成長に結びつけていくかについての議論がある中で、その産業政策版として、国内投資の拡大やイノベーションの促進により、国内所得を向上させるという「３つの好循環」を生み出すことを政策的に打ち出しているものだ。国内投資が高い数値となり、賃上げの機運も高まりおよそ 30 年ぶりの春闘の結果が出るなど、潮目が変わってきている。また、今までは生産年齢人口が減る中であって女性の就業率の向上で労働人口が増えてきていたが、いよいよ頭打ちになっている。これまでのような既存事業のリストラ型の戦略で国内でビジネスをやる環境ではなくなってきており、本当に新しい価値を生み出せない企業は国内で生き残れないような状況になってきている。経済産業省では「価値創造経営」という言い方をしているが、付加価値を高められるかたちでビジネスをしていくことが大切。例えば、先日新しい資本主義実現会議では「参入と退出」という議論をしていたが、退出という手段の中にはその一環として M&A を進めるということもあるかもしれない。そうしたことを個社で行うのか、ないしは事業構造を変えながら行うのか、そういったことも考える必要のある大事なタイミングになってきている。

本日いただいたご議論を踏まえて今後とりまとめをして、パブリックコメントを行った上で指針を決めていくことになる、今回ご議論をいただいた指針案では、買収に関する原則論、取締役会や買収者の行動規範を示そうとしており、これによってまさに企業価値を高める買収提案が取締役会で真摯に検討され、買収に関する透明性を向上するように促していくことを目指している。我々は、望ましい買収が活性化して、業界再編の進展や資本市場の健全な新陳代謝につなげていくことを目的としてこの政策を進めている。

これはあくまでソフトローであって、関係の皆様方に尊重していただかないと効果を発揮しないもの。この指針がまとまった暁には、今回大変ご熱心にご議論いただいた皆様に、指針に則した取り組みを継続していただくことこそが結果につながるものと思っている。そうした意味でも皆様方には、ご議論に参加された後も、私どもに対するご協力を賜れればと思う。よろしくお願い申し上げます。

最後になるが、委員の皆様におかれては熱心にご議論いただき、神田座長におかれては研究会を率いていただいたことに改めて感謝申し上げます。

【神田座長】皆様方の熱心なご議論のおかげで私自身も大変勉強になった。まだ終わりではなく、これから指針のとりまとめに向け引き続きご指導をいただくことになるが、お忙しい中、時間を割いていただき、研究会で良い議論をしていただいた皆様に感謝申し上げたい。

【事務局（安藤産業組織課長）】これをもって、本日の研究会を終わらせていただく。最終的な指針の策定は、パブリックコメントなどを経た上でとなるため、少なくとも株主総会シーズンが終わった後の時期になる。委員の皆様のご尽力に心より感謝申し上げます。

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