

# 公正な買収の在り方に関する研究会

## 第9回 議事要旨

1. 日時：令和8年2月4日（水）16時00分～18時00分
2. 場所：経済産業省本館17階第一共用会議室（オンライン併用）
3. 出席者：

【対面】神田座長、石綿委員、魚住委員、太田委員、小館委員、佐川委員、武井委員、竹村委員、玉井委員、角田委員、仲田委員、藤田委員、別所委員、海保様（松村委員代理）、三橋委員

【オンライン】大塚委員、田中委員

（欠席：井上委員、三瓶委員）

4. 議題：「企業買収における行動指針」に対する関係者の認識等について
5. 議事概要：

はじめに、河野大臣官房審議官より挨拶。その後、事務局より資料4（「事務局説明資料」）について説明し、討議。事務局の説明及び討議の概要は以下のとおり。

【事務局（鮫島産業組織課長）】資料4について概要を説明。

3ページ、研究会再開の背景について、経済社会にとって望ましい買収が生じやすくなることを目指して研究会で議論を行い、2023年8月に「企業買収における行動指針」が策定された。その後、2024年・2025年と2年連続でM&Aの件数や上場廃止銘柄数が過去最多を更新し、本指針への注目が高まりつつある一方で、各方面から本指針の趣旨が十分理解されていない可能性が指摘されているとともに、2024年の金商法改正等の法制度の変化もあるため、関係者の認識・実態の調査を行った上で、本指針の趣旨の周知や必要なアップデート等について検討したい。

4ページ、M&Aの件数及び金額の推移について、2025年はM&Aの件数・金額ともに過去最多を記録しており、本指針が参照される場面も増加していると思われる。

5ページ、上場廃止銘柄数の推移及びその理由について、2025年は過去最多の上場廃止銘柄数（125件）を記録しており、その理由としては9割以上が企業買収であった。

6ページ、同意なき買収の件数の推移について、2024年は4件、うち成立は2件、2025

年は8件、うち成立は4件。

7ページ、近年の「競合的な買収」の事例について、対抗提案者による買収が成立した事例も存在。

8ページ、令和6年金商法等改正の内容について、公開買付制度及び大量保有報告制度が見直されており、2026年5月から施行される予定。

次のページ以降が、本日議論いただきたい論点であるが、10ページ、この検討の背景と仮説について、2023年の策定以来、本指針は多くの実務家に参照されているが、趣旨が正しく理解されていない可能性がある旨の指摘もあり、関係者の認識等を事務局で調査し、認識の齟齬が確認された場合には、経産省として本指針の考え方を示して、経営者等の関係者に分かりやすく周知する必要があると考えている。

11ページ及び12ページ、本指針の趣旨が十分に理解されていない可能性がある点を5つ提示。まず1つ目が指針の位置付けについて、本指針は、会社法等の法令上の明確な位置付けを行うことを直接意図して提示するものでないと記載しているところ、本指針のベストプラクティスに従わなかった場合には善管注意義務に違反し、損害賠償責任を負うと不十分な理解がされている可能性があると考えている。経産省としては、本指針を損害賠償責任の規範ではなく、行為規範として活用されることを期待している。

2つ目、「望ましい買収」の意味について、本指針は、「望ましい買収か否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に判断されるべき」と記載しているところ、「企業価値＝株主共同の利益」又は「企業価値よりも株主共同の利益が重要」という意味、すなわち、高値の買収提案であれば「望ましい買収」であるという不十分な理解がされている可能性があると考えている。経産省としては、①買収による企業価値の向上、②適正な取引条件により、その企業価値の増加分が公正に分配される、③それによって株主の利益が確保される、こういった連関を通じて、企業価値ひいては株主共同の利益が確保される買収が「望ましい買収」であることを示したものであり、そもそも企業価値が向上しない買収は「望ましい買収」には該当しないと考えている。

3つ目、「企業価値」の概念について、本指針は、経営陣は、測定が困難な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てはならないと記載しているところ、買収提案に対して従業員や取引先等が反対の意向を表明している場合であっても、定性的な価値に過ぎないから企業価値の中で考慮してはならないという不十分な理解がされている可能性がある。経産省としては、それが将来のキャッシュフローに悪影響が生じること

が合理的に見込まれる場合においては、企業価値の中で当該キャッシュフローの悪影響を考慮することができると考えている。

4つ目、取締役会における「真摯な検討」について、本指針は、企業価値を高める提案を安易に断ることにならないよう留意する必要がある、そして過去の株価水準よりも相応に高い買収価格が示されている提案については、合理的に考えれば企業価値を高めることが期待し得る提案であれば、これを十分に検討する必要があると記載しているところ、過去の株価水準よりも相応に高い買収価格が示されていれば企業価値を高める買収提案であり、断ることができないという不十分な理解がされている可能性がある。経産省としては、買収に応じる方針を決定していない段階においては、取締役・取締役会には経営判断に係る広い裁量が存在していると考えている。

5つ目、買収に応じる方針を決定する場合について、本指針は、企業価値を向上させるか否かの観点から買収の是非を判断するとともに、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力を行うべきと記載しているところ、特に競合する買収提案がある場合、最も株主利益に資する提案に賛同しなければならないという不十分な理解がされている可能性がある。経産省としては、企業価値向上の観点から買収の是非を判断することになるため、真摯な交渉を貫徹しても最も企業価値に資する提案と最も株主利益に資する提案が一致しない場合には、十分な説明責任を果たした上で、最も企業価値に資する提案に賛同することが、日本の社会経済にとっても望ましいと考えている。

16ページ、関係者へのヒアリング実施概要の案について、本指針の趣旨が十分に理解されているか、見直すべき点がないか、事務局から関係者に対して2月以降ヒアリングを実施する想定である。

17ページ及び18ページ、その他の指針見直しに向けた論点を3つ提示している。

1つ目、金商法等の改正に伴う見直しについて、金商法、金商法施行令、内閣府令、ガイドライン、Q&A等が改正され、2026年5月1日から施行されるが、これに伴って本指針を見直す必要があるか、見直す場合であっても形式的な対応に留めるか、その他にも見直しを行うべき事項がないか議論いただきたい。

2つ目、成長投資・経済安全保障について、世界情勢が不安定化する中において、経済安全保障が重要視されつつあるが、本指針においてどう考えるか議論いただきたい。「企業価値」には、成長投資・経済安全保障に対応する経営を行うことにより、定量的に将来の

キャッシュフローが増加することによる価値も含まれるが、我が国全体の経済安全保障の観点における買収の是非は、外為法の問題として我が国が判断する事柄であり、対象会社が判断すべきではないと考えられる。

3つ目、企業価値と株主利益が一致しない場合の考え方について、公正M&A指針は、全部買収の場合には、企業価値の向上により資する買収提案と株主利益がより大きな買収提案は通常一致するが、例外的に不一致が生じることが指摘されており、不一致が生じる場合に関する考慮要素や考え方を示してはどうかと考えている。具体的には、買収者の過去の買収後の行動、借入れ等により買収資金の調達を予定している場合には借入れに伴う対象会社の財務状況・事業に与える影響、対象会社に対するデュー・ディリジェンスの実施状況などが考慮要素になり得る。

19ページ、本日議論いただきたい事項について、これまで説明した内容を基に議論いただくとともに、本指針の趣旨を関係者に周知するために効果的な公表物についても議論いただきたい。

21ページ、今後の進め方について、本日の議論を踏まえ、2月から4月にかけて事務局がヒアリングを実施し、4月に予定している第10回研究会において、ヒアリングの結果を報告し、公表物の原案を提示する予定である。

【太田委員】10ページ目に記載されている仮説は、まさに御指摘の通りであると考えている。

まず、11ページ、全体について、この資料に記載されている問題意識には全て同感であり、おおむね賛同する。個別の点について申し上げますと、11ページ目の本方針の位置付けにおいて本指針の趣旨が記載されているが、本指針が損害賠償責任規範ではなく行為規範として活用されることが期待されているのは、ある意味当然である。しかしながら、この指針が策定されて以降、同意なき買収や同意なきTOBの提案を受けた会社の取締役会や特別委員会にリーガルアドバイザーとして出席すると、多くの会社において独立社外役員や取締役が、自分としては、買収提案は企業価値向上に資するものではない等と真摯に判断した場合に、当該判断が善管注意義務違反として株主からの損害賠償請求の対象になるのではないかという点を非常に気にされていて、委縮してしまっているのが実状である。その場合、我々は、通常、「買収提案が企業価値向上に資さないということを真摯に判断される、すなわち、経営判断原則の適用の前提条件を満たした上で真摯に判断されれば、

当該判断は取締役の善管注意義務違反に違反するものではなく、損害賠償請求を受けるものではない」と説明しているが、この誤解・不安はなかなか解けない。したがって11ページの記載から一步踏み込んで、「買収提案が企業価値向上に資しないと真摯に判断した場合には、通常は、当該判断は、経営判断原則により、取締役の善管注意義務に違反するものではなく、損害賠償請求の対象となるものではない」と明記する必要があると考える。そうしなければ、独立社外取締役その他の取締役の方が買収提案を判断する際に非常に委縮してしまう事態が生じると思う。

次に、11ページの2番目の「望ましい買収」の意味についてであるが、企業価値と株主価値や株主共同の利益については、ずれることがあるという点が重要である。これはニデック対牧野フライス事件において、東京地裁の決定の中で企業価値から独立して株主共同の利益の観点だけで時間確保措置を取ることが認められていることから明らかである。したがって、企業価値と株主価値や株主共同の利益については、ずれる場合があり得るという点について、ニデック対牧野フライス事件の東京地裁の決定を例に挙げて記載することが望ましいと考える。

次に、12ページについて。ここでは基本的に指針の3の内容が述べられているが、特に第4章に関しては、私にはもう少し問題意識がある。本来、指針の在り方としては、株主が買収の是非について合理的な判断を行えるようにするために、必要な情報が対象会社及び買収者の側から積極的に開示されるべきであると考えられる。しかし、現実には、買収者が、法定開示事項を開示すればそれで十分だと主張することがある。例えば、公開買付届出書に記載すべき事項を開示すればそれで十分だという主張がなされることがしばしばある。また、価格が最重要であって、買収後の対象会社の企業価値に関わる情報を積極的に出す必要はない等とも主張される。しかしながら、例えば、買収者が過去に買収した会社における従業員の離職率や下請法違反の有無といった法令遵守やコンプライアンス違反に関する問題は、買収が企業価値向上に資するかどうかを判断するために必要な情報であると考えられる。もっとも、そういった情報を開示する必要性については必ずしも十分理解されていない。そもそも指針はあくまでベストプラクティスを提示するものなので、法定開示事項であるかどうかにかかわらず、企業価値の向上に資するか否かの判断に必要な情報についてもできるだけ開示すべきであると記載することが望ましいと考える。

この積極的な開示に関連して、この指針が策定された後に非常に多く見られるようになったのが、MBOを誘発するような株主アクティビズムの増加である。これは、アクティビ

ストが、会社に対して株式非公開化ないしMBOを提案というものであるが、特に問題と思われるのが、最終的にPEファンドなどが主導してMBOを実施することになった場合に、株式非公開化ないしMBOを提案・推進したアクティビストが、当該MBOのための買収ビークルに再出資、いわゆる折り返し出資をするケースや、表立って買収ビークルに折り返し出資をせずにPEファンド自体にLP出資をするようなケースである。これは、株式非公開化ないしMBOを提案・推進したアクティビストだけが、自らに有利な条件で、他の一般株主の利益と乖離した形で独自の利益を確保するものであって、透明性の観点や株主平等の観点から非常に問題ではないかと考える。したがって、このような折り返し出資やLP出資など、一部の既存株主に対して買収者が特に約束しているものがある場合には、それらは株主が当該買収に応じるか否かを判断するにあたっての重要な情報となるものであるし、株主平等の観点に照らしても、それらの情報は、買収者による積極的な情報開示の一環として、開示させるべきであると考ええる。近時、実務の現場では、全てのPEファンドではないものの、一部のPEファンドが主導する株式非公開化ないしMBO案件では、アクティビストが買収ビークルへの折り返し出資やPFファンド自体へのLP出資を行うことを条件として当該アクティビストがそれらの取引に応じる事例が実際に起きているため、一般株主に対する情報提供や透明性の観点からも株主平等の観点からも、そのような情報についての積極的な開示は是非とも必要であると考ええる。

次に、17ページの経済安全保障についてであるが、ここで記載されている経済安全保障に関しては、体制整備をきちんと行うことによってキャッシュフローが増加することによる価値も含まれるかという点が述べられている。しかし、逆のケースも考えられる。つまり、昨今の地政学的な状況を踏まえると、買収者に買収された結果、いくつかの外国のサプライチェーンから締め出され、それによってキャッシュフローが減少して企業価値が低下する事例も十分想定し得るため、逆の場合もあることを記載すべきであると考ええる。

さらに、18ページの最後の（3）について、買収者の過去の行動等が考慮要素として考えられるかという点についてであるが、経済安全保障にも関連する議論として、買収者に重大なコンプライアンス上の問題が存在する場合、買収によって、当該買収者の企業グループに含まれることになる対象会社のレピュテーションが低下し、その結果、対象会社の事業がうまくいかなくなり、企業価値が損なわれることが現実にあると考えられる。このように、買収者のコンプライアンス上の問題が、結果的に対象会社のレピュテーションを低下させ、ひいては対象会社の将来キャッシュフローの減少につながるものが合理的に見

込まれる場合には、その点を考慮することができると記載すべきである。

最後に、19ページの今後のところであるが、予告TOBについては同意なき買収のケースを含めて最近非常に多く使われるようになってきており、色々な問題も出てきているので、一定の規律が必要であると考え。これは指針の今回のテーマを超える部分かもしれないが、指針でも対応できる部分があると考え。指針はあくまでベストプラクティスを提示するものであるということを考えると、望ましくない「予告」の形態を指針で示すことは十分あり得る。この点、例えばアメリカでは、SEC規則14e-8において、公開買付けに関する誤導的表示の禁止があり、合理的な期間内に買付けを開始・完了させる意図がないのに潜在的公開買付けを公表することや、相場操縦の意図をもって公開買付けを行う予定がある旨を公表すること、及び公開買付けを完了するために必要な資金を確保できるとの合理的な見込みを欠いたまま公開買付けを公表することは、詐欺的・欺瞞的又は相場操縦的行為に該当するとされている。このような行為は、当然、ベストプラクティスの観点からは望ましくないため、指針の中で、予告TOBについて一定のガイドラインを示すべきではないかと考える。

**【角田委員】** ちょうど太田委員が予告型のTOBについてお話しされたので、私も考えていたことをそこから述べる。アメリカではSECのSC TO-Tが届出書のファイリングにあたり、SC TO-Cとして届出書外のコミュニケーションのファイリングが行われ、買収者の発表が明確に分かるようになっている。しかし、日本では選択的に開示することが可能であるのは問題であり、届出書登録の前からの情報がきちんとファイルされている必要がある。これは法律を改正しなければならないし、事務も大変であるため、難しい問題であるが、何かしっかりと手を打てればと考えている。

また、太田委員のお話に関連して、特別な利害を持つ株主の関与についても同感である。大口アクティビスト株主が存在し、例えば30%の株を保有し、毎回取締役の選任に反対票を入れていたような状況がある。30%の株を保有している場合、事実上現金での全株買収、いわゆる非公開化以外はディスカウントで売るしかないため、どうしてもそちらにバイアスをかけた状況で検討しなければならない。中長期的に経営計画を実現すれば、株価はさらに高くなる可能性があるのに、大株主の意向を考慮しなければならない案件もいくつも見受けられる。短期志向の大株主の出現により中長期志向の株主と利益が反し得るところが課題として残っているのではないかと考えている。

19ページの事項に対する回答について言及すると、1 (1)、(2)についてはほぼ事務局の整理と同様の見解であり、(3)の誰にヒアリングするかという点は、公表物にリンクするのではないかと思う。その他の見直しについては、今ざっくりとお話した。公表物に関しては、指針自体は比較的当たり前のことを実務に裁量を持たせて記載しているため、指針を変更することは難しいと考えている。(1)、(2)にあるような誤解のポイントを解消するための事例やQ&Aを行うことが良いのではないかと考えている。

Q&A、ヒアリングについては、対象となる会社と状況を2つに分けた方が良いのではないかと考えている。資本コストを意識しており、完璧ではないかもしれないが、きちんと資本市場と向き合っていた会社が、業績の不調や株価の低迷により同意なき買収提案を受けしてしまうことがある。買収に応じることを決定したわけではなく、同意なき買収提案や創業家のMBO、または自らのスタンドアロンを真摯に定量的に検討している状況の会社が一つのグループ。もう一つは、PBR 1 倍の便乗MBOのような、資本コストを意識せず、現金や持ち合い株、賃貸用不動産を抱えてMBOを決定した会社が存在する。お手盛りの仲間の取締役会や、英国のテイクオーバーコードではディスクオリファイド・アドバイザーと呼ばれる人たちで固めた上で事前のマーケットチェックは不要と整理し、事後的なマーケットチェックで競合提案者が来たら、買収に応じることを既に決定した後に競合提案には反対することがある。

二つの状況は大きく異なり、資本コストを意識して資本市場と向き合っているような会社で買収されると決めていなければ、熟慮の上で提案価格を当面下回るかもしれないスタンドアロンもあり得るが、一旦現金との引き換えに上場維持による株価の果実を諦めるべきだと株主に対して言った会社が、株主価値に明らかに勝るものに反対、価格が劣るMBOへの賛意を示すのは難しいのではないかと考えている。

最後に価格以外について言及すると、普通株主資本が極めて過小なため最終的に破綻した例を除くと、同意なき提案でも普通のものでも、過大な債務負担や従業員のリストラを前提とした価格設定は見受けられない。むしろ経営陣もそのまま、従業員には手をつけないという提案が多い。LBOを行った場合にどのようなキャッシュフローで回るかを財務アドバイザーと共に検討した上で、同じ価格であれば財務安定度が高い方を選ぶと、価格以外の点については懸念があり得るが、現実としては価格を軸とした結論まで変わる例は少ないのではないかと考えている。

【石綿委員】まず、10ページに記載された仮説については、いずれも違和感がない。もとの指針にもこのようなことが書かれているが、指針はそれぞれのパーティーが自分たちに都合の良い点を強調して話すため、結果としてそれが歪んで伝わることもある。したがって、指針が伝えたいことを明確なメッセージとして発信することは有意義であると考ええる。

一方で、これを伝えたからといって大きな流れが変わるかという点、実際にはそれほど変わらない面もある。結局のところ、高い買収価格が公表されたり、リークされて市場株価が跳ね上がれば、低い買付価格のTOBは失敗に終わる。そうした結果、やはり高い価格に寄せられていき、最終的にそこばかりが重視されるという結果になるのは、マーケットの性格を考えれば避けられない面があり、その本質が変わるわけではないと考える。

とはいえ、メッセージを発信することには一定の意味があると考ええる。

そのうえで、今回、何か追加でできることがあるかということ考えたとき、例えば、現在のマーケットでは、短期間に何も情報開示がされないまま大量の買付けが強圧性のある形で行われること、いわゆる強圧性のある市場買付が行われるケースが多く見られる。このような状況は強圧性があり問題であるということを改めて強調して記載することが考えられる。

また、5月に大量保有報告書規制が改正される。例えば、大量保有報告書規制の中でも記載上の注意事項が改正され、目的の記載事項が強化されることになっている。重要提案行為や5%超の買付行為の決定や予定について開示を求める内容が記載されている。

この点、公開買付規制の届出書については事前に関東財務局がレビューを行い、実質的な事前審査が行われるため、開示はしっかり確保される。これに対し、大量保有報告書については事前のレビューが行われない結果、形骸化するリスクがある。形骸化した先例があると、あれが許されているのだからこれも良いのではないかという形で、実務が緩く緩く変化していき、大量保有報告書の意義が今回の改正意図に反して低下していくリスクがあると考ええる。

したがって、金融庁の所管かもしれないが、指針においても今後5月に行われる大量保有報告書の開示において、留意すべき点を記載することによって、一定程度実務的に健全な開示が行われるように誘導していく仕組みを作っていくことには意味があると考ええる。

それ以外では、11ページの太田委員の発言についても、いずれも違和感はない。経営判断の原則についてもおっしゃる通りであると考ええる。

次に、17ページについてであるが、過度に高額化した買収資金の返済や一時的な大規模株主還元のために資金が枯渇し、将来的に成長投資もできなくなる結果、持続的な事業成長に支障が生じたり、企業の景気耐性が低下し、財務的に困難な状況になるようなケースが今後増加するリスクを懸念している。買収価格が過度に上昇してしまうと、成長投資の原資がなくなり、中長期的には企業価値の最大化につながらないリスクがあるように思われる。企業の持続的な成長の余地を奪ってしまうほどの対価を既存株主に支払わなければ、「株主が享受すべき利益」が確保されたことにならないわけではないと考える。

また、太田委員が先ほどおっしゃっていた折り返し出資について、アメリカのM&Aでは、Collusionに対する問題意識が強く語られることがあるが、日本ではそのような議論があまり行われてこなかった。日本の法制度でどこまで問題視するかはあるが、少し検討されても良いのではないかと考える。

最後に、本論から少しずれるかもしれないが、最近非常に心配しているのは、短期売買規制の潜脱がかなり行われていることである。短期売買規制は、主要株主が6か月以内に株の売買をした場合に適用されるが、その主要株主が名義株主しか見られないため、大量保有報告書の共同保有者がいても名義株主が10%以上保有しているかどうかしか見ない。このため、アクティビスト株主の中には、自分の持分を共同保有者に10%未満で持たせ、共同して会社に猛烈な圧力をかけ、会社が機微な情報に関わる検討を行っていることを認識しながら6か月以内に売買を行い、利益を得ることが行われている。これは実質的に短期売買規制が守ろうとしていたものを潜脱しているように見える。

この指針でどのように記載するかは分からないが、こうした点についても言及しておくべきであると考え、最後に問題提起をさせていただき、私からの発言とさせていただく。

**【玉井委員】** まず、11ページ、一番上の「本指針の位置付け」についてである。基本的に書いてあることには異存はなく、指針はあくまでベストプラクティスを提示するソフトローであり、それに従わなかったとしても直ちに善管注意義務違反になるものではないという点についてはおっしゃる通りである。しかし、逆にこの指針を守ったり参照したりすることによって、通常は善管注意義務違反のリスクを下げられるというポジティブな意味合いもあると考える。この点は指針の脚注にも記載されており、2019年の指針にも同様の記載があったと思う。善管注意義務とのポジティブなリンクージについても改めて焦点を当てるほうが、バランスが良いのではないかとと思う。

次に、同じページ、一番下の「企業価値」の概念についてである。従業員や取引先への悪影響が企業価値の中で考慮できないのではないかという右側の「不十分な理解（可能性）」の欄の記載との関係についてであるが、この指針を読んで株主第一主義に偏りすぎではないかという趣旨のコメントがされることもあったとのことである。ただ、そもそもこの指針の策定前の時代には、支配権市場のM&Aについて、我が国では同意なき買収がなかなか起きにくく、買収提案自体に対しても極めて消極的なマーケットだったという問題意識からスタートしていたと思う。

そのような市場関係者の認識があり、客観的に見て望ましい買収が行われるような環境整備や行為規範をまとめるガイダンスだったと考える。しかし、資料の11ページや12ページにもあるように、指針の中には「経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図る」とか、「企業価値を高める提案を安易に断ることにならないように」といったフレーズが多く見られる。これはあくまで濫用や誤用に対する警鐘（ウォーニング）的なものであり、本来の真摯な検討の結果として合理的な判断で、従業員や取引先、その他のステークホルダーに悪影響があると企業が考えるのであれば、それを丁寧に、具体的に説明すること自体は望ましいことであり、それが妨げられているわけではないということをもう少しクリアにしても良いのではないかと考える。

次に12ページの上段、「取締役会における『真摯な検討』」についてである。12ページの上段に記載されている内容には基本的に異存はなく、対象会社の取締役がこの買収提案よりもスタンドアロンの案の方が良いと考えれば、それはノーと言って良いという点については異論がない。経営判断原則の下広範な裁量があることは指針策定時からの認識に齟齬はないと思うが、先ほどもお話があったように、誤解が生じているのであれば、そこは敷衍して誤解を解消した方が良いと考える。

ただし、追加でコメントすると、例えばアメリカでは「Just Say No」というスタンスを取る場合でも、取締役会の限りでライツプランの導入や導入してあるものを償却しない形で維持することができる。しかし、日本では実際には意見の表明にとどまり、それを超えて買収を阻止する行為、つまり買収防衛策あるいは買収への対応方針の導入・発動により買収を阻む行為を取締役会限りで積極的に取ることが許容されているわけではない。一般の企業関係者にお読みいただくことを考えると、その点もあわせて説明する方がよく、付記しても良いのではないかと思う。

もう一つ、善管注意義務との関係についてはこの整理の通りであると思うが、実務の場で

は、自主独立経営の方が良いのであればノーという意見の表明をできるとしても、その後何が起こるかを考える必要があるということもよく議論される。仮にその買収提案が不発に終わった場合、一定のプライス・タグが一度つくことになるため、実際に現経営陣のもとで本当にそれ以上の価値を実現できるのかについて、市場や一般株主がその後の取締役の行動を見ていることになる。将来的にその取締役らにより企業価値向上が本当にできているのかが取締役の再任の場面で問われ、場合によってはプロキシ・ファイト（委任状合戦）に発展するケースもあることを念頭に置きながら、意見形成をすることもあり、必ずしも会社法上の善管注意義務の話だけを考えているわけではないことをお伝えしておきたい。

最後に競合提案について、12ページの下段、「買収に応じる方針を決定する場合における行為規範」の「本指針の趣旨」の欄の下の赤字部分についてである。「企業価値向上の観点を考慮して、最も企業価値に資する提案に賛同することが望ましい」という結論になっている。ここは、現在の指針ではそこまでは書かれておらず、どちらが良いかを考えたときに企業価値向上に資する方を選択するのであれば、しっかりと説明責任を果たすことが望ましい、つまり賛同すべきだというのではなく、賛同してもよいという趣旨の書き方になっていたと思う。

考え方はいろいろあるかもしれないが、私自身は、賛同することもできるし、そうではない方法を取ることもできるが、価格が高い提案が存在する場合に、あえて企業価値向上に資する提案を選ぶときには、しっかりと説明するという現在の指針の限度にとどめておく方が、会社の関係者の行動を縛らなくて良いのではないかというのが、最初に読んだときの感想である。ここは異論があるところかもしれないが、コメントさせていただきたい。

**【別所委員】** まず、16ページに今後のヒアリングについての記載があり、我々はファイナンシャルアドバイザーとしてヒアリング対象にもなるのではないかと考えたため、ヒアリング対象としてコメントすべきか、委員としてコメントすべきか難しいところであるが、その両面を整理しながらお話ししたいと思う。

振り返ってみると、この指針自体には様々な反応があるが、総体として見ると、多くの企業や買収を検討する方々にとって望ましい買収と考えられる真摯な買収であればためらうことはないという背中を押す効用があったと思う。また、合意したのに対して競合提案が出てきて、より良い条件が友好的に成立する事例もあったため、ポジティブな効用は相

応にあったのではないかと考える。

一方で、今の指針の内容を一字一句変えるつもりはないという固執はないが、より良い理解の促進に向けた対応は意義のあることだと思う。

現場で複数の案件に携わっているが、この指針を踏まえて同意なき買収提案を特に受けた側の会社が現実問題としてリアルに悩む点は、ファイナンシャルアドバイザーの観点から言うと、大きく2つの点があると考えている。

1つ目は、「企業価値ひいては株主共同利益に資する」という関係性が分かりにくいという点である。この判断や因数分解の方法、双方の価値が必ずしも一致しない場合にどう判断すれば良いのかという点で迷うケースがあるため、ここは補足の解説があっても良いのではないかと思う。

2つ目は、買収提案を受けた側として、真摯な買収提案とは何か、また真摯でない買収提案をどう判断するかという点である。ここは判断に迷うところがあると考えている。ただし、現場で私が申し上げているのは、買収提案そのものを評価し、ここは良くないという判断があっても良いが、係る買収提案を否定することだけで対応が完結するというわけでは必ずしもない。特に、残念ながら株価が低位に推移している中で、相応のプレミアムのある買収提案が来た場合、それを却下したとしても、その後の経営をどうするのか、業績・株価をどう改善していくのかという対案がなければ、きちんとした帰着にはならない。最終的には、(株主総会における取締役選任を含め)株主からの信任が問われることを常に意識しなければならないと申し述べている。

その他の規制等で改善すべき点について、日本のTOBルールは金融庁や金商法に関わるためこの研究会の範疇外になるが、特に1つの提案が先行した場合の上限付きTOBや下限が極端に低いTOBは、株主における比較をしにくくさせるという意味で課題があると考えている。欧米にあるようなマנדタリーオファー(全部買付義務)の制度は、透明性の観点からあっても良いのではないかと思う。

最後に、これをどのように周知させるかについてであるが、マニュアル化するのはあまり良くないと考えている。理由は、経営はその状況に応じた幅のある議論や判断であり、マニュアル化のように書くと、全てこの指針が正解で、それ以外の判断が取れないという誤解を持たれる可能性があるためである。何らかのQ&Aや事例集など、判断の参考になる情報の追加的な提供が望ましいと考える。

【三橋委員】私は機関投資家という立場で意見を申し上げたいと思っている。機関投資家が買収に関わるという意味では、関わるケースの中に同意なき買収があり、対象会社が有事型買収防衛策を導入するかどうかの議論の中で、機関投資家はその導入の賛否を考えることが最も多い。そのため、実務も含めた話をしたい。実際、この行動指針が策定された後、投資家及び事業会社ともに指針を意識した行動が強く感じられ、買収事案に関する企業との対話に際しても、指針に基づく開示や説明が増加したことで、非常に対話がスムーズに進められている。

以前は、考え方のすり合わせに終始してしまうこともあったが、現在はほぼ論点が絞られた状態で対話をしているという意味では、非常に有効に活用できている。買収防衛策に関する議決権行使を判断する際も、少なくとも指針のベストプラクティスが実行されているかを参考にしており、判断軸としても、各投資家でほぼ統一されているのではないかと。

企業価値の概念について少し申し上げたい。企業価値に関する定義は、投資家サイドとしては全く異論がないというか、肯定的な声が多に多い。しかし、今回、定義に少し意見があると言われている。特に「ステークホルダーの貢献がキャッシュフローに含まれている」という点が、腹落ちしていないと推測している。我々投資家は、2023年の指針ができた時から、3年経って非財務情報を企業価値に反映させる技術をかなり発展させており、非財務情報をいかに価値に織り込むかという努力を常にしている。このこだわりを各機関投資家が持っていることを理解していただきたい。ただ、そうは言っても、投資家でない方からはリアリティをなかなか感じてもらえないのが現実かと思う。

ステークホルダーの貢献をないがしろにする買収提案は企業価値にマイナスに働く可能性があることを投資家も認識するところであり、特に買収者はそれをよく考えて提案をしてくるはずである。企業価値に結びつけて、買収者も株主も考えているということ、少しリアリティを持って感じていただきたい。

望ましい買収の解釈についてであるが、買収者の提示価格が高い場合、その提案を断ることはできないというのは、誤った解釈であると思っている。指針にあるように真摯な検討を行い、その提案よりも企業価値を向上させる戦略があれば、事業会社は示すべきであるが、企業価値を向上させる戦略がなかなか示せていないケースがある。この辺りは、しっかり説明を尽くして株主の理解を求める必要がある。この巧拙が、結果的に買収提案に対する有事型買収防衛策の導入の判断に大きく関係しており、我々も重要な判断軸としている。実際、会社側の対応次第で買収防衛策に賛成したケースもあれば、逆のケースもあ

た。

その意味で、会社提案を投資家の企業価値判断に反映させるためには、企業側の開示が不可欠であることは言うまでもないが、有事が認識されてから開示の取り組みを開始してもかなり遅い。企業の中長期的な経営戦略は策定に時間がかかり、熟慮することが一般的であることを踏まえると、平時から自社の企業価値向上を意識した経営をするべきであるという点は、今回もう少し強調されても良いと考えている。

関係者のヒアリングの質問事項の中に、企業価値を把握しているかどうかという問いがあったが、しっかり企業が把握しているのかをヒアリングしていただきたい。また、これは東証が発信している資本コストを意識した経営の要請と合致しており、今、日本全体で進んでいる方向性と全く齟齬がない。

成長投資と経済安保に関するコメントについてであるが、成長投資は短期的に収益に結びつかないから企業価値に反映されないという誤解があるのではないかと感じた。この点については、もう少し補足的な説明があっても良いと考える。持続的な成長には成長投資が不可欠であり、これがなければ成長も企業価値の向上もないと思っている。この一文は非常に重要であるが、誤解がない表現が望ましいと考える。

最後に公表物については、この指針のQ&Aが良いのではないかと思う。なぜなら、関係者の立場が全く異なるからである。資本コストを意識している会社もあれば、全くそうではない会社もあり、従業員が見るケースもあるため、知りたい情報がかなり分散していると思う。1つの文章で全てを理解してもらえれば良いが、そうでない場合、Q&Aという形でピンポイントに質問に答えるのが良いと考える。

**【仲田委員】** 前任が策定に関わったため、私は部外者として拝見していたが、非常によくできた指針であると感じている。今、三橋委員もおっしゃったように、この3年間でこの指針で取り上げている開示プラクティスが向上したことを、少数株主という立場から感じているので、委員の皆様にはその点について感謝申し上げたいと思う。

我々は少数株主という立場で、どちらかというユーザーというよりは、この指針に基づいて出てきたアウトプットを拝見して判断する立場であるが、事務局が指摘しているような誤解がユーザー側にあるのであれば、それを解くこと、あるいは解消する方向性でお書きいただいていることには大きな違和感はないので、その点についてぜひこのような形で明確化していただけると良いのではないかと思う。

それを踏まえ、特に最近強く感じたことが2つあり、この指針にもう少し書いても良いのではないかと思うところがあったので、簡単にお話しさせていただく。

1つ目は、特別委員会に期待する役割についてである。現在の指針では、案件の公表前に何を期待するかが書かれていると思う。例えば価格の交渉やマーケットチェックなどは、この2～3年で非常に進展しており、三橋委員がおっしゃったように、対話の中でも確認できることだし、開示資料にもかなり具体的に書かれているので、この辺りは非常に改善されたと考えている。

最近、特に重要だと思うのは、公表後の特別委員会の役割である。経営陣が言っていることとそれに反論している投資家の言っていること、どちらが正しいのかを我々が判断し、TOBに応募するかどうか、あるいはスクイーズアウトに賛成するかどうかを決定しなければならない。そのため、経営陣や対抗提案を出すかもしれない投資家から独立した意見が非常に重要になる。特にTOBの予告公表後に事情変更があった場合には、その変更の背景や判断の根拠を聞いた上で、TOBに応募するかどうかやスクイーズアウトの判断をすべきだと感じている。

特別委員会の方々はそのほとんどが社外取締役として活躍されているが、一義的には少数株主の利益を守るためにこのような委員会を組織しているものと理解している。そのため、判断の説明責任として、当然答申を取締役会に出すものであるが、それを対話の場で説明する責任も負っていることを認識していただきたい。リクエストがあれば、少数株主に対して説明する必要があるという責務を持っているという認識を持っていただければ、そういった対話は少しスムーズになるのではないかと思う。公表後の特別委員会の役割としては、補足しても良いポイントだと考えている。

2つ目は、皆様が指摘されている予告TOBについてである。ここはかなり問題になり得ると考えている。対抗TOBを行うかもしれないという報道が誘因となり、その期待で株価が上がるといった状況は最近の事例でよく見かける。少数株主の立場から見ると、避けたい帰結は、市場価格がTOB価格を上回っているため成立せず、対抗TOBも結果的に行われなかった場合、スタンドアロンで残るといったケースが考えられる。例えば、スタンドアロンではTOB価格水準までの株価上昇は到底期待できないということであれば、株価が元の水準に戻ってしまうことが、エグジットの機会を逃した少数株主にとっては大きなデメリットとなる。

そのため、対抗TOBや予告TOBを行う際には、その根拠の開示充実をぜひお願いしたい。

TOBの対象企業の規律とともに、対抗提案者側にもどのような規律を効かせるかが非常に重要であり、この指針との関係で言えば、指針では観測報道がなされた際には、検討しているかどうかについて開示を企業側に推奨するような記載があると思う。これと同じことが、対抗TOBを出そうと準備している場合にも当てはまるという考え方もできるのではないかと考えている。対抗TOBを出すという観測報道がなされた際に、その買付者が実際にそれを検討しているのか、あるいは検討していないのであれば、検討していないと明言することを求めるのも一つの案である。検討していないのであれば、株価はTOBプライスに戻り、望ましいTOBが成立する蓋然性を高めることになるし、実際に検討しているのであれば、どのくらいの時期にどのような提案が出されるのかということの予見可能性も高まり、少数株主としてはTOBに応募するかどうかの有力な判断材料になる。そのため対抗提案者の規律を高める必要がある可能性があると考えている。

【佐川委員】一番悩ましいと思うのは、2.1の「望ましい買収」のところの「企業価値ひいては株主共同の利益」という概念・コンセプトが非常に分かりにくいという点である。上場会社の立場から見てもそう思っており、私も今回参加させていただくにあたり、前回の研究会の議事録を拝見し、この指針が前回の喧々諤々の議論の結果作成されていることをよく理解している。しかし、他方のロジック、特に全部買収であれば、既存株主にとっては対象会社が企業価値向上するかどうかはどうでもよいのではないかというロジックが、ある意味シンプルで強い部分がある。そのため、企業価値向上、ひいては株主共同利益という2軸で進めなければならない理由がなかなか関係者に腹落ちしない、企業価値向上が前提とされる理由が理解されにくいのではないかと感じている。

この点に関し、15ページで整理されている内容の書きぶりを見ると、結局、株主共同の利益を買収の局面で高めるためには、その手段として企業価値向上が先にあるという印象を受ける。要するに、企業価値向上が大きい案件であれば株主共同の利益も得やすいというような、手段的な形に書かれているように思われる。実際には、それだけでなく、そもそも会社法の規律として取締役は一義的には会社に対して善管注意義務を負っているという点や、日本経済を考えたときに企業価値が向上することが前提として必要であるという点も考慮されているのかもしれないが、そういった企業価値の向上がまず必要である理由の説明がやや薄いのではないかと感じている。

さらに、真摯な検討について、皆様からのコメントに同意する。上場会社の立場としては、

整理いただいているように、前回の整理で「過去の株価水準と比べて高い買収価格が提示された場合、合理的に考えれば企業価値の向上が期待し得る」という点が整理されている。一般論としてはそうであり、マーケットが効率的であればそうだと思う一方で、現実的に株価が割安な状況においても、過去の水準から比べて高い買収提案が出て、それが企業価値向上に資すると推定されるというのは、なかなか苦しい状況があると考えている。そのため、企業価値の向上が期待できるかどうかについて、取締役会として裁量を持って検討することができるように整理いただけるとありがたいと思っている。その上で、玉井委員や別所委員のコメントにあるように、買収提案を拒否した後の会社の経営をどうするのかという話があるが、それは別の課題として応えるべきであると考えており、買収提案に賛成するかしないかの判断については、あくまで企業価値の観点で判断できることが重要であると考えている。

次に、その他の見直しの部分で、企業価値と株主利益が一致しない場合の考え方について、自らの経営能力を過信する買収者によって買収が行われ、結果的に企業価値を損ねるというパターンについては、単に高値掴み、すなわち本来の企業価値より高い価格を買収者が提示するシナリオにおいて、最終的に買収者が高値掴みになってしまう場合でも、企業価値が毀損されない限度であれば、対象会社としては困らず、既存株主としても困らないことになる。結局、企業価値を損ねるような話になっているのかどうか重要であると考えている。ただ、それをどうやって判断するかという点については、メルクマールが立つのかどうか難しそうであると感じている。

最後に、公表物について、いろいろな考え方があると思うが、指針は非常によくできていると思うものの、通常の方が読むには結構長いと感じている。やはりエグゼクティブサマリーのような、取締役会やマネジメント層に提示できるものを経産省が作成していただくと、上場会社としては非常にありがたいと考えている。

**【竹村委員】** 私からは、主に事務局資料11ページ、12ページに関して、指針の趣旨が十分理解されていない可能性がある点について、生命保険会社の株式投資担当者の立場から3つ申し上げる。

まず1点目であるが、一般的な話として、この指針の趣旨を再度周知する際の留意点について述べる。本指針は、今日ここにお集まりの関係者の意見を聞きながら、非常にバランスのとれた形で制定されており、公表後にはM&A市場の活性化等に効果をもたらした点

は評価できると感じている。今回、これまでの説明にあったように、解釈面での懸念があるため、Q&Aなどの補足資料の公表を検討されていることの必要性も十分理解できる。

したがって、今回この点に関しては指針自体の改正は想定されていないと思われるが、その場合、基本的な考え方に大きな変更があったと誤解を与えないように、補足資料の中でも改めて指針の考え方を示すなど、表現を工夫する必要があると考える。特に投資家の立場としては、株主共同の利益の確保が引き続き重要であるという趣旨が分かるような表現が望ましいと考えている。

次に2点目であるが、12ページの取締役会における真摯な検討についての話に関連する。買収提案が公表される前の初期段階においては、いわゆる開示を通じた市場の規律は働かないため、経営陣によって企業価値に関する定量的な分析が十分に行われないうまま買収提案を拒絶する判断が行われる可能性も一定程度想定される。

もちろん、記載のとおり、相応に高い買収価格が示される提案であっても、定量的な観点から十分に比較・検討した上で判断することは十分あり得ると考えるが、この点について指針には、現経営陣が事後的な説明責任を果たすためには、社外取締役の十分な関与や外部アドバイザーの助言を受けるといった慎重な検討プロセスが期待されると書かれている。この趣旨が、補足資料のみを読んだ人にも分かるように表現を工夫してもらえれば、より望ましいと考える。

最後に3点目であるが、事務局資料の17ページにある関係者へのヒアリング事項について述べる。これまで他の委員の方々からも指摘があった通り、従業員や取引先といった定性的な要素を企業価値にどう見積もるかという点について、今回の論点の中でも触れられているが、可能な限り定量化を試みることを望ましいと考える。しかし、実務の現場においては様々な難しい面もあるため、私たち投資家としてもこの点について試行錯誤しているところである。

今回予定されているヒアリング事項には、定性的な要素を企業価値の中でどう考慮するかということも含まれており、こうした実務上の論点を確認することが非常に重要であると考えている。企業、投資家、アドバイザー等、様々な立場の方々に考え方や事例を確認する中で、定量・定性それぞれにおいてどのような開示を行うべきか、現時点での一定のベストプラクティスを示すことができれば、取締役会の判断プロセスの透明性が高まり、株主の理解を得ることにもつながると考える。

【藤田委員】企業買収行動指針が出たことは大きな影響があったという声をよく聞くが、これによって買収が増えたとか、それまでできなかった買収ができるようになったかはよく分からない。ただ、この文書が果たしている最大の役割は、どなたかの発言にもあったように、企業買収の是非や企業買収に対する対応について、当事者の行動の説明や正当化のための共通言語を提供したことであると思う。買収者も対象会社も、自分たちの行動がいかに関指針に合致しているかという形で説明を試みるようになった。この意味では、企業買収行動指針の意義としては、議論の仕方や枠組みの提供が重要であり、そうした共通言語ができた以上、その基本的内容は維持しなければならないと考える。指針の考え方自体の根本的な見直しは、今はすべきではなく、仮に行おうというのであれば、実質的にわずか2回しかない今回の検討のアジェンダにはなり得ないと理解している。

さらに、今回何をして何をしないか、根本的な見直しはないにしても、今回の検討会のアジェンダとして何を行うかについては、最初にはっきりさせておく必要があると思う。重要性はあるが指針で触れられていない問題を、この機会に次々に取り上げるようなことをすべきかという点である。

資料3の末尾に公表物の取りまとめとあるが、これは恐らく行動指針の改訂版を作成することを考えているのではなく、ある種の誤解や指針策定後の動きに関わる点について補足的に明らかにするものであると理解している。Q&Aが良いのか、一種の注釈のようなものになるのか、形式は分からないが、内容としては、指針の補足のようものを想定していると理解している。ここまでの発言を聞いていると、近時の懸念や要望がいろいろと指摘されており、それらの内容自体は理解でき、それも重要性があるものだとは思う。しかし、そういった懸念や要望をどんどん取り込んで、それに回答するような文書を作るのであれば、もう少し本格的な検討、2回ではなくてせめて半年程度の検討が必要である。またタイムフレームだけの問題でなく、中途半端に大がかりなことをこの段階で行うと、指針の基本的な方針の見直しをしているという誤解を与える可能性があり、かえって副作用が大きいと考える。したがって、5月までにやるべきこと、やらなければならないことはきっちりと限定的に考える必要がある。

その前提でお話するが、中心的な作業は、仮に指針の内容について大きく誤解されている点があれば、それを明らかにすることになると思う。これは後ろ向きの作業のように見えるが、実際には重要であり、これをきちんと行わないままにしておくと、指針自体への批判につながりかねないことを懸念している。たとえばESGや経済安全保障との整理は、

新しい話ではなく、指針自体からここで書かれたような考え方は出てくるはずであるが、明示的に書かれていないことについては整理して示しておかないと、こういった観点が強調される時代であるため、指針自体が株主利益偏重だとかいった形で外部から非難されることが起きることを非常に警戒している。

他方で、誤解を解くつもりで、より大きな誤解を招くようなことは避けるべきである。どこが誤解されているかについては、話し相手が研究者であるため、あまり実感を持って語れないが、資料4の11ページから12ページに書かれている内容は、誤解の例として妥当であると思う。5つ挙げられているが、1番目は別として、2番目から4番目は根本的には同じで、企業買収行動指針が企業価値基準をとっているにもかかわらず、株主利益だけを見る文書だと思われるということである。企業価値概念の誤解も、それが組み合わさった形で出てくるバリエーションである。この種の誤解を前提に指針を非難する人が出てきても不思議ではない。

したがって、この点について誤解を解くこと自体には賛成であるが、同時に、これが、もともと私たちが警戒していた発想、典型的には独自の企業価値概念を持ち出して買収阻止を正当化するような言動を正当化するものとして受け止められないように、説明の仕方には注意し、プレゼンテーションの方法を含めて考えていただきたいと思う。

高い買収価格さえ提示すれば、それが良い買収であり、あらがってはいけないということではないと事務局資料に書かれていることは、そのとおりである。指針の考え方としてそれは正しいが、他方で、より高額のおファーがされた場合は、株主価値を最大化するおファーであると同時に、企業価値を高めている蓋然性もそれなりにある。むしろ、企業価値最大化と株主価値最大化は連動することが多い。したがって、高い価値の買収提案があったときに、対象会社の取締役会がその買収では企業価値を最大化させていないと主張したいのであれば、なぜ企業価値を最大化させていないにもかかわらず買収者が高い買収価格を提示できるのかを説明することが求められるという点を忘れられないようにする必要がある。新しい補足説明でも、対象会社の取締役会が株主価値と企業価値は常に一致するとは限らないと言っただけでは、高い価値の買収提案の拒絶が正当化されるわけではないことについて、誤解されないようにする必要がある。これをしないまま指針が求めているのは企業価値最大化で株主利益最大化ではないということだけ強調すると、これまでの誤解よりもさらに深刻な誤解を招きかねず、企業価値を最大化していないという主張を口実にした行動を誘発しかねないことを非常に恐れている。

その上で、企業価値を最大化させていないにもかかわらず高い買収価格が提示されると考えられるシナリオとして、18ページに書かれているような具体例を示すのも良いかもしれない。ただし、ステークホルダーを害して株主が得しているとか、経営能力を過信しているといったことを抽象的に持ち出しただけでは理由にならないことは、はっきりと断る必要がある。こうしたシナリオを書くことは、訴訟では対象会社側がデフォルトで出してくる主張のセットを提供するような効果があるため、そういう主張が安易に使えるものではないことを強調しておく必要があり、今回作成する文書でもくぎを刺しておくことは無意味ではないと考える。

なお、言葉だけの問題かもしれないが、やや理論的すぎるかもしれないが、「望ましい買収」という言葉が何度も出てくる。その場合、望ましいというのが誰の目から見て望ましいのかはあまりはっきり書かれていない。これは言うまでもなく、社会にとって望ましい、社会の資源配分を向上させるという趣旨で望ましいと言っているのだと思うが、これも誤解の一因になっているのであれば、どこかで補足説明などで触れても良いかもしれない。

指針公表後の動きで金商法の見直しに触れる必要があるかどうかについては微妙である。一番重要なところは市場内買付における強圧性の記述である。指針の41ページの別紙2や48ページ、49ページの別紙3の一部の記述が関係するが、確かに気になる点ではある。法律家であれば知っているはずの話ではあるが、金商法の改正で30%を超える市場内取得が規制されたため、ここでの記述はそのことを前提に読まなければならない。指針の改定を行うのであれば、この点について書き方を見直すことになるだろうが、そうでなければ、あえて触れる必要はないかもしれないが、この辺りの記述が改正前の状況を前提としていることをリマインドする程度はしても良いかもしれない。

成長投資や経済安全保障については、17ページに書かれている整理について、内容としては異論なく、これは指針から当然出てくる整理であると思う。行動指針の中で書かれている行為規範とは別に、外在的制約として外為法等があることは当然の前提である。独禁法などが外在的制約として被ることは当然考えていたが、外為法や特定の経済安全保障の懸念も当然そういうカテゴリーであり、そう整理すべきであるということは、はっきりしていないのであれば、はっきりさせる方が良いと考える。

最後に、16ページのヒアリングの仕方について、こうしたヒアリングを行うことにはおおむね賛成であるが、趣旨があいまいにならないようにし、他方であまり誘導的にならないようにすることが重要である。例えば、③の1つ目に「ベストプラクティスに従わなか

った場合のリスクはどの程度あるか」と書かれているが、回答者にリスクは高いとか低いとかと答えられても困る。法的責任につながるリスクがあると思っているのか、また、それが無視できないほど高いと思っているかを聞きたいのであれば、もう少し具体的にそのように尋ねる必要がある。それだと決めつけ過ぎというのであれば、「どういうリスクがあるとお考えか、そのリスクは強いと考えているのですか」と言う程度にはかみ砕いて伝えることを注意してもらいたい。また、③の2つ目、買収の是非は企業価値の観点から判断するか、提示された買収価格で判断するかについてだが、これも二者択一を迫る聞き方はどうかという気がするので、工夫していただきたいと思う。

**【魚住委員】** 今回の議論を行う問題意識として、そもそもこの指針の趣旨が十分に理解されていない可能性があることが何故発生しているのか、その原因を突き止める必要があると考える。それに対して解決策を示さなければならないと思う。

この指針自体の内容が間違っているというわけではなく、文章が難解であるために理解に誤解が生じている可能性がある。そうであれば、書き方を平易にすることや説明の補足を行う必要があるかもしれない。また、仮に正しい内容が文章として出ていても、それが正しく伝わらなければ理解されないため、伝え方の工夫も必要である。

その意味で、ヒアリングの際に理解されているかどうかを確認し、理解されていない場合にはその理由を突き詰めてお聞きいただければ、解決策も見えてくるのではないかと考えている。

専門家のアドバイザーの方々は非常に理解を深めていると思うが、先ほど指摘があったように、経営陣が理解しているか、あるいはステークホルダーとして労働組合や取引先、さらには一般の方々やメディア、既存株主でない潜在的な株主に至るまで、理解が必要になるかもしれない。そのため、これらの観点での工夫を、実際にヒアリングを行う際や今後公表物を作成する際に、伝え方を含めて配慮していただければと思う。

**【小館委員】** 私からは2点申し上げる。

1点目は、16ページの関係者へのヒアリングについてである。ヒアリングの対象者として、買収の関係者、すなわち対象会社、買収者、FA、リーガルアドバイザーなどが挙げられているが、可能であれば、投資家、特に少数株主として声を上げているアクティビストと呼ばれるような投資家にも聞いていただくことが望ましいと考える。このような投資

家は買収の当事者や関係者とは異なる立場からこの指針を参照していることが多く、もし誤解や十分に理解されていない可能性があるとするれば、この層が最もその可能性があるのではないかというのが私の感覚である。したがって、ここについては御検討いただければと思う。

次に、企業価値基準と株主利益基準について、どちらを重視すべきか、あるいは結論が一致しない場合にどう考えるかという問いがあるが、実務上、2つの提案があった場合にどちらをとるべきかを決定するに当たり企業価値、株主利益以外に考慮しなければならない事項が少なからずある。すなわち、ストラクチャー自体が異なる場合や許認可に関する状況が異なる場合には、企業価値や株主利益の観点からのapple to appleの比較ができない。例えば、下限が異なる場合や上限が異なる場合がある。そうなると、強圧性の観点で違いが出てくることもある。また、藤田委員のお話にもあったように、許認可の関係でより問題が多いかどうかという点も関係してくる。これは実現可能性とも関連するが、企業価値や株主利益に含めて考えにくい要素がある。

この点については、実は指針にはあまりはっきりと示されていないが、実務では企業価値や株主利益の観点に加えて、ディールがどこまで実現可能であるか、どれくらい時間がかかるかという要素も重要である。強圧性は株主利益や企業価値に関係するかもしれないが、強圧性の有無や程度が重要なポイントとなる案件も存在する。企業価値と株主利益、これら2つだけを考えればよいというわけではないことをどこかで示す必要があるのではないかと考えている。そうでないと、誤解を生じさせる可能性もあると思う。

**【大塚委員】** 先般、カーライルの立場で参加させていただいた。メディア等で御覧になられている方もいるかもしれないが、2年前に独立し、現在、プライベート・エクイティ的な付加価値提供を行う上場株ファンドのジャパン・アクティベーション・キャピタルを創業している。

私も石綿弁護士と意見が近く、この指針自体は正直よく書かれていると思う。どちらかというところ、誤解での乱用があるならまだなおせるが、意図して悪用している人がいるのではないかと懸念がある。最終的には、悪用している人に対しては、何かしらの法律で法的措置がとられることがなければ、こうした問題はなかなか解消されないのではないかと思っている。

当時私が申し上げたクレディブルな提案（真摯な提案）について、買収提案者が3つの要

件を満たせば、取締役会で議論するべきであると考えている。1つ目は資力があること、2つ目はバイディングあるいはバイディングに近い提案であること、3つ目はディスラプター（過去の買収で被買収企業の業績を大幅に悪化させていない）でないことの証明である。この3つの要件が揃っている場合には、（提案を受け取った執行は）取締役会は真摯に議論すべきである。

まず、これらの3要件に対する買収者側の説明責任が相当曖昧になっているケースが多いと感じている。また、3つの要件を満たした提案の場合において、取締役会が説明責任を果たしていないケースもある。賛同しない場合には、提案されている価格と自社の現在株価（価値）になぜギャップが生じている理由を明確にし、それが現経営体制で達成できるのかを説明する必要がある。できないのであれば、買収提案を本気で検討すべきである。逆に、真摯な買収者の提案価値までに一定期間で達成できると思うのであれば、なぜそれができるかを市場に説得して、現経営体制の中で進めるべきである。取締役会として、賛同しないケースにおいて、このような説明責任を果たしていないケースが多いとも感じている。

先ほどどなたかの委員が指摘したように、いろいろきな臭いことが起きているという点について、私も資本市場の安定の観点で非常に気にしている。4つのケースを挙げる。

1つ目は、先ほど述べた3つのクライテリアについて、買収提案者が要件を満たしていないにもかかわらず、買収提案の受け取った取締役会が社外取締役を中心にオーバーリアクトし、経営陣を追い込んで、結果的に買収合戦などに無理やり突っ込まれるケースがあると感じている。

2つ目は、裏での同調者の存在である。例えば、アクティビストが時価総額数百億円のマーケットキャップの会社に対して非公開化をすべきと迫る時に、偶然プライベート・エクイティ（PE）が友好的買収提案に来る。このPEが良い人に感じ、その提案に乗って会社の取締役会が非公開化に進むことがある。しかし、実際にはアクティビストが攻めるところとPEが裏で最初から話し合っているケースがあると聞いたことがある。こうした状況に対して、被買収企業は自分たちの為だと思っていたが、実は裏で手を結んでいたのであれば、フェアな開示の観点でもこれが本当に良いのか疑問に思う。

3つ目は、会社側が明らかに先ほどの3つの要件を満たしていないにもかかわらず、極めて柔らかい買収意思の提示があったことを意図的に発表することで、株価を会社実力以上に異常に上げるケースである。小さな上場会社の場合、デイトレーダーがそのイベントに

反応して株価が異常に上がりやすく、その結果、実際に同意なき買収提案をしようと思っていた方ができなくなることがある。これは一種の株価操縦に感じる。

4つ目は、TOBを行うことを市場やメディアで宣言して、思惑で株価を動かしておきながら、実際には多々な言い訳をし（条件らしきことを言い）、TOBが行なわれないケースである。これも株価操縦に近いと感じる。

このようなケースを踏まえると、指針のガイドラインは適切であると思うが、意図的にガイドラインの解釈を歪めて悪用する者に対しては、何かしらのハードローでの法的措置が取られるよう、金商法の改正を含めて罰則を設け、その罰則が見せしめとなることが悪用するケースが減少するのではないかと考えている。

ヒアリング対象としてぜひ行ってほしいのは、メディア上で話題になった会社に当時在籍していた社外取締役や、成立・非成立した同意なき買収の買収者に、どの程度説明責任を意識して行動したかを確認することなどを今回のヒアリング対象に入れてもらえると良いと考えている。

公表物としては、そこから出てくる内容について、どこまで実名を記載できるかは分からないが、指針として「こういったケースにおいては本来どのような行動をとるべきだったのか」などをケーススタディとして、本委員会によるアセスメントも含めて発表できると良いと考える。

また、買収者側の「3つの要件の説明責任がどうあるべきか」や、被買収者がクレディブルな提案であるにもかかわらず「賛同しない際の実説明責任がどうあるべきか」について、どのように説明すべきであるかの内容をガイドラインに追記作成することが望ましいかもしれない。

最後に、メディアなどがガイドラインの中の解釈で、本委員会の本意と違って報道され、世の中の印象を動かしてしまうケースがある。M&Aを理解しているPRファームなどをリテインし、誤解などで意図しない情報が報道に流れないようにすることを検討していただければと思う。

【田中委員】私は株主利益と企業価値について論じた論文を書いているが、指針の特に株主利益と企業価値の関係についての理解は、今回の資料の11ページから12ページにかけて書かれている通りであると考えている。特に指針は、株主利益と企業価値が対立する場合に、対象会社の取締役に対して株主利益を優先させることを命じているわけではないと

理解しており、その点がアメリカのデラウェア州のレブロン義務とは異なると考えている。このような観点から、今回の資料に書かれている指針の理解は私の理解とも一致しているが、もし指針に対して不十分な理解があるとすれば、それをどのように正すのかは難しい問題である。

指針は過剰な反応を呼んでいる面もあるかもしれないが、半面、指針が示す中心的なメッセージ、すなわち真摯な買収提案に対しては真摯に検討し、企業価値向上に資するような買収提案を経営陣の保身目的から握りつぶしてはいけない、株主の利益を決してないがしろにせず、株主にとってできる限り有利な取引状況を目指した交渉を行うべきであるというメッセージは非常に有益であり、日本の買収プラクティスに良い影響を与えていると考えている。そのため、こうした立場からの後退と受け止められないように注意する必要がある。

ここから先は具体的な論点であるが、指針について十分理解されていない点に対応するためには、Q&Aなどを作成し、不十分な理解と思われるものを質問の形にして、アンサーで指針の考え方を説明することが考えられる。しかし、アンサーが言葉足らずであれば、再び誤解を生む可能性があると考えている。

2点ほど申し上げたい。1つ目は、事務局説明資料の11ページにある本指針の位置付けについてである。指針は損害賠償責任規範ではなく行為規範として活用されることを期待するという趣旨であるが、これがそのままアンサーになると誤解を生む可能性があると考えている。指針は確かにベストプラクティスを提示するものであり、直接法的規範（責任規範）になることを意図して作られたものではないと明記されている。しかしその一方で、指針に従うことによって裁判所で善管注意義務を尽くしたと認められやすくなるとか、株式の価格決定手続において、取引のプロセスが裁判所によって公正と認められれば合意された取引価格も公正な価格であると認められやすくなるという効果も期待されるという記述もあると認識している。つまり、指針は法的な規範と全く関係ないというわけではないと考えている。

現実的にも裁判所は、取締役の善管注意義務違反による損害賠償請求がされた場合、善管注意義務の解釈に際して指針を参照する可能性が高いと考えている。従って、この論点についてQ&A等の形で何か出すとしても、指針に書かれていることの繰り返しにとどまるのではないかと思う。既に指針に記載している以上のことをあまり書き過ぎない方が良いのではないかと感じている。

2つ目は、12ページにある株主利益と企業価値の関係についてである。指針の基本的な立場は、確かに、12ページの表中の「本指針の趣旨」に書かれている通りであり、根本的には、買収の望ましさは企業価値によって判断するものであると考えている。それは、対象会社の取締役が買収提案を受けるかどうかを決める際だけでなく、受ける方針を決めた後に対抗提案が来た場合でも同様であると考えている。しかし、そうした指針の立場を説明する際に、この表の「本指針の趣旨」に書いてあることをそのままQ&A等に記載するだけでは不十分であると感じている。

特に、12ページの表の下段に書かれていることについて、企業価値と株主利益（買収価格）が必ずしも一致するわけではないと書かれているが、まず、ここで株主利益＝買収価格と書かない方が良く考えている。株主利益の観点からもそれが買収価格と一致するとは限らない。特に日本の場合、部分買収が一般的に許容されているところ、買収価格が高くても部分買収の場合は買収後に株主は少数株主として残存させられるため、株主利益の観点から最も望ましいとは限らない。また、たとえ全部買収の提案であっても、公開買付けに下限が設定されていない場合、結果的に部分買収になるような提案もあるため、株主利益の観点からもそれが買収価格と必ずしも一致するわけではないことを先に断る必要があると考えている。

その上で、例えば100%現金買収で買収者の支払い能力に問題がない場合、確かに株主利益は、ニアリーイコール買収価格となるが、それが企業価値とは必ずしも一致しないという点を書く必要があると考えている。

もう一つ、確かに指針の趣旨は、12ページの「本指針の趣旨」にある通り、買収が経済社会的に望ましいかどうかは企業価値を向上させるかどうかで判断すべきものであるというのが理論的に正しいと考えている。しかし、指針は、対象会社の取締役会が買収後の企業価値について判断するのは簡単ではないとも認識しており、だからこそ買収価格に高い証拠価値を認めていると理解している。実際の買収実務においても、対象会社の取締役会として、買収者が買収実現後にどのような事業計画を持って事業を行うか、それがどれだけのキャッシュを生むかを十分に判断できる材料がないこともあると考える。

その場合、買収者の過去のトラックレコードに問題がないのであれば、買収価格で判断する、つまり、買収者が高い買収価格を提示している以上、買収後に企業価値を向上させることが見込めると判断してもおかしくないと考える。常に取締役は「企業価値向上の観点を考慮して、最も企業価値に資する提案に賛同することが望ましい」と書くと、対象会社

の取締役に対して無理な検討をすることを求めることになるのではないかと考えている。この点はもう少し謙抑的に、高い買収価格であっても企業価値を毀損するような提案に賛成しなければならないというものではない、企業価値を毀損するような買収提案であれば反対しても良いといった書き方にとどめてはどうかと思う。

ただ、そのような対象会社の取締役の判断については説明責任が課されることを明記する必要がある。また、買収を受け入れるかどうかは最終的には株主が判断すべきことであると考えており、それは裁判例の理解でもあると思う。最終的に株主の判断に任される結果として、取締役会が企業価値向上に資しないと判断した買収提案が、株主の賛成を得て実現する可能性もあるがある。その点まで書ききって初めて、誤解なく指針の意図が伝わりと考えている。

**【渡邊オブザーバー】** 買収行動指針は、企業買収の局面で多くの実務家に参照されており、大きな影響力を持つものであると理解している。最近の動向を踏まえ、指針の趣旨を再整理し周知すること自体には全く異論はないが、資料にも記載されている通り、企業価値向上により資する買収提案と一般株主が享受する利益がより大きな買収提案は通常一致するものであると考えられる中で、イレギュラーなケースにおける考え方だけが過度に強調されることがないように留意する必要がある。

また、昨今、日本市場に対する国内外の投資家の関心や期待は非常に高まっている状況であり、そうした中で、今回の見直しが後退などと誤解されることは避けるべきである。そのため、今後のヒアリングや議論の過程においては、指針の趣旨や誤解があるとされている点について、買収される会社の一般株主の立場に立つ国内外の投資家の意見も丁寧に聞いて進めていただいたほうが、より納得感が高まるのではないかとと思う。

**【武井委員】** まず、この11ページ、12ページに書かれている点については、確かに誤解が現に生じていると思う。高値の買収がかかった際に、それを拒否できない、ホワイトナイト探しを含めたfor sale状態が強制されるという誤解が実務でいくつも生じているが、その理由はいくつかあると考えている。誤解を解くには、それらの一つ一つに丁寧に対処する必要があると思う。

1つ目は、高値の買収提案であれば「望ましい買収」であるという誤解、すなわち現状株価よりも高値の買収提案があったらfor sale状態になることが強制されていると考えられ

ているという問題である。高値で狙われた場合、その会社は買収に応じるかホワイトナイトに応じるしかないという報道が多く見られる。しかし上場会社側にどんな価値創造ストーリーがあっても高値の買収提案があったというだけで売られなければならない、for saleになることが強制されているような法制度の国は、どの国にも存在していない。これは日本だけ特異な変な法制であるといっている誤解である。様々な要因が重なってそう見えている面があるので、その原因となっている点は丁寧に誤解を解く必要があると思う。

2つ目は、太田委員が指摘したように、取締役が高値の提案を断ると株主から代表訴訟などの損害賠償責任の追及を受けるのではないかという懸念である。特に日本の場合、代表訴訟制度が容易なため、簡単に提訴される。経営層であっても社外役員であっても、自分が損害賠償責任を負う懸念を考えてしまうと、高値が来た場合、応じざるを得ないと考えてしまうという問題が現に起きている。また善管注意義務ということでは、代表訴訟だけでなく会社法429条の第三者責任についても同様の懸念がある。これらの点については、少なくとも善管注意義務違反にならないことを明確に示されなければ、この誤解は簡単に解消されない。善管義務違反にならないという部分を明確にし、価値創造ストーリーがあつてそれに基づいて行動している場合、基本的に取締役の善管注意義務違反にならないことを明確に示すべきである。

3つ目は、欧州でも英国でも、またアメリカでも多くの州の会社法で、ステークホルダースタテュートが規定されている。取締役もマネジメントも様々なステークホルダーのことを考えて企業価値の最大化に向けた経営をしなければならないのに、日本だけそうした要請がおよそ軽視されて、高値の買収提案であるというだけでfor sale状態が強制されるということでは、国会審議におけるようなご指摘が社会から出てくるのは当然なので、きちんと対応すべきである。第二原則の株主意思の原則において、対応方針の付議の方法を含め、買収提案自体をかけなければならない、価格の多寡で決めなければ株主意思の原則は充足されないなどの誤解があると、株主は高い価格のほうを優先するのが通常なので、for saleとなるしかない、という話となる。したがってfor sale状態が強制されているという誤解を解くには、この点の誤解も解くべきである。先ほどの対象会社の社外取締役の話だけでなく機関投資家等の株主側においても、中長期の企業価値向上の観点からは買収提案より会社の案のほうが良いと考えても、目の前に高い価格の買収提案が現にあるときに、機関投資家側にはその高値を拒否すると何らかの責任問題になるのではないかという懸念があることで、目の前の高値提案のほうに応じることになる。そうすると対象会社側も

「高値が付いたら株主は売るだけだから」と考えることになり、for sale状態の強制となる。このことも、誤解を生じさせている一因なので、誤解をきちんと解くには、こうした株主側の事情も考慮に入れて対応する必要がある。

なお株主利害とステークホルダー利害という観点から、タイムフレームの違いもある。機関投資家の大半がパッシブ化して形式主義が多大な影響力をもっていることで、ショートターミズムの影響力の増大が日本でも進行している。他方で多くのステークホルダーの利害は中長期的なものが多い。人的資本投資を含む成長投資もそうだし、国家経済安全保障やESGなど、インフラを構築するためには中長期的な視点が必要である。こうした中長期的視点を要する事項、価値創造ストーリー、サプライチェーンや国家経済安全保障上の考慮要素までもが、目先の価格の高低だけでfor saleが強制され切り捨てられるというのでは、社会から懸念が示されるのは当然であり、丁寧に誤解を解く必要がある。

株主意思の原則においては、価値創造ストーリーが諮られることが重要だと思う。昨年4月に策定された取締役会5原則でも、価値創造ストーリーはボードとマネジメントが連携して作るべきであると明記されており、マネジメントとボードとがつくるべきものである。そのため、価値創造ストーリーを構築しているボードの信任が総会で諮られることで、株主意思の原則は充足されていることが改めて確認されるべきである。これは買収天国であるアメリカでも同様であり、むしろ日本は役員が総会普通決議で簡単に解任できる国であり、ボード任期も1年で、アメリカのような期差制もないので、日本のほうがアメリカよりも厳しい。アメリカでは期差制があって1回の総会で決着がつかない株主意思の諮り方でよいとされていて、そのうえで、強圧性のない現金対価の高値のTOBがかかっても、きちんとした価値創造ストーリーがあればjust say noで企業の取締役には経営判断原則で守られる裁量があり、こうしたことで上場会社側の価値創造ストーリーの放棄が強制されることがない。日本だけ上場会社の価値創造ストーリーの放棄が強制されるというのでは、今の諸状況、社会からの諸要請に照らしても、社会から到底納得していただける話ではない。

価値創造ストーリーは、今の政府の重要政策である成長投資促進の礎となる成長の道筋である。同意なき買収でも、人的資本投資を含む成長投資についてもきちんと訴求したうえで、価値創造ストーリーで優れていたことで勝っている事案が日本でもこの指針以降出てきている。

今日もいろいろな問題のご指摘があったところだが、欧米も苦しんだ、ショートターミズ

ム/短期志向にどう対処するかに向き合う必要が日本でも顕在化してきている。グローバルに市場がつながっている中で、ショートターミズムの抑制については透明性の点を含めて欧米と異なる法制度にするのではなく、日本も適切に対処する必要がある。本日ここにいらっしゃる機関投資家の方々は立派な方々であるが、パッシブ化が進み、形式主義化、短期志向化が進んでいる中、価値創造ストーリーや中長期目線を要する成長投資などによそ聞く耳を持たないで短期で儲けることを主目的とした投資家も市場には相当増えていることを認識して考えるべきである。短期の一部の株主だけが他のステークホルダーの利害を犠牲にして容易に儲けられるような不透明な法制は、社会的にみても許されるべきでない。この指針はそういうことは許容していないはずであり、逆に言うとそうした一部株主だけが儲かることを促進しているのではないかといった批判は日本社会そのものに関わる重要なご指摘なので、強い危機感をもって丁寧に誤解を解く必要がある。

さらに4つ目が、今日も皆さんから多くのご指摘があった通り、現経営陣が会社を売却する、for saleにすると決めた後についても、その後の企業価値を損ないかねない行動が起きている。For saleのイベントが公表されたことで、短期で参入した投資家が「この価格では足りない」と主張し、株価がたとえば50で、企業側が70や80を提示しても「足りない」と多種多様にいろいろなアクションを強硬にとることで、追加で10とか、短期間で追加の買収価格・リターンが得られる状況である。日本で強硬なアクションを多種多様にとってしまうのは、日本の現行会社法の株主権が諸外国よりもあまりに強すぎることで、あと今日お話でもいろいろとすでに出ているような、海外では禁止ないし規制されているが日本では不透明なまま放置されている制度面でのスキがまだ多いことがある。短期で高リターンを稼げるからイベントへの参入が後を絶たない。しかし他方でこのような買収価格の追加支払の分は大半の場合に対象会社の借金をそれだけ増やすものであり、対象会社の将来の成長投資の原資を奪うものとなっている。こういった買収まで果たして第一原則の企業価値向上の原則に適った買収といえるのか疑問があるので、何らか発信する必要があると思う。

なおこの指針はそもそもアメリカのレブロン基準を採用していないが、レブロン基準自体、アメリカの中でもデラウェア州以外の州で広く採用されているものではなく、先ほどのステークホルダースタテュートを採用している州のほうが圧倒的に多い。For saleと会社が決めないとそもそもレブロン基準は関係ない。いずれにしてもこの指針がレブロン基準はとっていないということも、改めて誤解がないよう周知すべきである。

また上場廃止を決めている事例には、その前提として、今日もいろいろとご指摘があった相当強圧的にあるいは巧妙に非公開化を迫っている場合とか、上場しているままでは中長期的な投資などの施策がとれないと考えてやむをえず上場廃止の決断をしている場合があることも考える必要がある。上場廃止の選択に追い込んで一部株主が儲けられるということは、for sale状態の強制など前段の話とも関連している。

欧米がショートターミズムによって苦しんできている歴史が日本でも社会現象として上陸して始まってきているということだと思うので、誤解を解く適切な対応を行わなければならない。日本社会の各所から指摘されている、株主至上主義と見える現象の弊害ときちんと向き合って、丁寧に対応すべきである。

最後に、石綿委員が指摘された短期売買差益制度については、この制度がつくられてから40年近くアップデートされていないままなので、改正すべきである。

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