

公正な買収の在り方に関する研究会

第10回 議事要旨

1. 日時：令和8年4月28日（火）13時00分～15時00分
2. 場所：経済産業省本館17階第一特別会議室（オンライン併用）
3. 出席者：

【対面】神田座長、石綿委員、井上委員、魚住委員、太田委員、大塚委員、佐川委員、三瓶委員、武井委員、田中委員、玉井委員、角田委員、仲田委員、別所委員、堀江委員、松村委員、三橋委員

【オンライン】小館委員

（欠席：藤田委員）

4. 議題：「企業買収における行動指針」についての調査結果、今後の方向性（案）について
5. 議事概要：

はじめに、畠山経済産業政策局長より挨拶。その後、事務局より資料3（「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（畠山経済産業政策局長）】

ヒアリングを実施した結果、「指針に関して、理解が不十分な点や、対象会社・投資家との間で認識に乖離がある可能性」が確認された。

買収対象企業、買収提案者、投資家・株主が一致して共有する、重要な目的である「望ましい買収」を活性化させ、企業の「稼ぐ力」を高めることで、日本経済全体の活性化へ繋げて参りたい。

【事務局（鮫島産業組織課長）】

資料3について概要を説明。
3ページ、2月の研究会以降、22者からヒアリングを実施。さらに、投資家を中心としたM&A関係者15者以上から、経済産業省に対して意見書の提出や意見交換の申し込みがあった。ACCJは意見書を公表している。ご協力いただいた方々に、この場を借りて感謝申し上げます。

4 ページ、ヒアリング項目。個社ごとにヒアリング項目は調整しているが、概ねここに記載している事項を聞いている。

5 ページ以下、ヒアリングの結果。ヒアリングにおける買収関係者からの主な回答であり、複数者から同様の回答があった内容をまとめたもの。青字は主に対象会社の視点や関心事項、赤字は主に株主・投資家の視点や関心事項。

まず1つ目は、本指針が提示するベストプラクティス、すなわち「企業価値と株主共同の利益に照らした真摯な検討」について。対象会社からは、取締役が、指針の内容について「高値の買収提案には賛同すべき」との認識を持っているが、「指針に従わない場合は、株主代表訴訟リスクがある」と認識。さらに「レピュテーションリスクも高い」、「指針に従うことが当然」との回答もあった。

6 ページ、「買収提案を受けた対象会社が、スタンドアローンと比較検討すること」についての結果。対象会社からは、「スタンドアローンを選択したいが、短期間で買収価格より高い株価が実現できない場合は断ることができない」と認識しているとの回答があった。また、「スタンドアローンを選択した場合、善管注意義務違反にならないことが明記されていないため、責任を負うのか判断が難しい」との意見もあった。

7 ページ、「企業価値の概念、特に従業員や取引先の意向など定性的な価値を考慮できるか」について。対象会社からは、「将来キャッシュフローへの悪影響が見込まれたため、考慮した」との回答があったが、「定量化を試みたものの、情報が得られず、定量化できなかった」との限界も指摘された。投資家からは「定量評価が必要」との意見や、「定量化できないのであればロジカルな説明が必要」との意見があった。

8 ページ、「企業価値と株主利益が一致しない場合」について。対象会社からは、「自社に発生するシナジーがなく、シナジーを超えた買収価格であった」との回答があった。一方、買収者や投資家からは「DDを実施しなかったが、ディスシナジーは生じなかった」との回答や、「企業価値と株主利益が一致しないのは、極めて例外的なケース」との回答があった。アドバイザーからは、「買収者にもシナジーが生じるため、買収者側のシナジーを買収価格に上乘せすることにより、対象会社の企業価値と株主利益がずれることは例外的ではなくよくあること」との回答があった。

9 ページ、「競合提案の中からどのように選択するか、特に、企業価値と株主利益が一致しない場合」について。対象会社からは、「買収価格が高い方を選ばなければ訴訟リスクがあると認識している」との回答の一方、「企業価値向上の観点

を重視した」との回答もあった。買収者からは「対象会社は株主利益に偏った判断を行っている」との指摘があった。アドバイザーからは、「買収価格が高い提案を選ばないことが端的に善管注意義務違反になると誤解されている」との回答があった。

10ページ、「対象会社から買収者に対する情報提供の要請」について、対象会社からは、「具体的な、十分な情報が得られなかった」との回答があった。

11ページ、今後の継続課題であり、指針の解釈を超える問題も含まれるが、現在生じている課題について、自由に意見をいただいた。特にリークや観測報道、予告TOBの問題に加え、「アクティビストとPEファンドが水面下で同調している場合の対応が重要」との指摘があった。

これらを踏まえた対応方針案が、13ページ。様々な立場の関係者から、「指針の趣旨に関する不十分な理解又は認識の乖離の可能性があること」を把握した。不十分な理解の解消、又は認識の乖離の縮小を目指すためには、指針自体は見直さず維持することを前提とし、指針の趣旨を経営者や関係者に分かりやすく周知することが重要である。これにより、指針の目的である「日本経済全体にとって望ましい買収の促進」につながると考えている。具体的には、①指針の原則やエッセンス、留意点を短くまとめた「指針のポイント」と、②具体的な局面での望ましい行動を示す「Q&A」、さらに今回経済産業省がこれらを示すに至った背景も含めて提示することが望ましい。公表にあたってはパブリックコメント手続を実施することも検討している。その周知方法は、専門家だけでなく経営者も理解できる用語や文体、分かりやすさが重要と考えている。

研究会の各委員からご指摘のあった最近のM&Aの実態を踏まえた課題認識や問題意識も取りまとめて公表することも、「望ましい買収」の促進のために有益であると考えている。14ページ、本日も議論いただきたい事項であり、指針の趣旨を正しく周知するための公表物の内容について。

15ページ、「指針のポイント」であり、例えば、「平時における企業価値向上に向けた取組や、株主との対話の重要性」、「買収提案を受領した時の対応」、「ステークホルダーの貢献も含めた企業価値と株主利益の関係」を、指針のポイントに含めることが望ましいと考えている。

17ページ、公表物の3つ目であり、「今後の検討課題や問題意識」である。例えば、短期売買規制の対象となる主要株主の範囲が十分かどうかや、水面下でアクティビストとPEファンドが同調する事例への対応など。

18ページ以下、Q&Aの骨子・方向性であり、青字は主に対象会社の視点・関心事項、赤字は主に株主・投資家の視点・関心事項。

まず「望ましい買収とは何か」について、「企業価値の向上と、株主共同利益の確保の両方に資する買収提案」のことであり、高値の買収提案だけでは必ずしも望ましいとは限らない。企業価値の向上が前提であるが、「取引条件の引き上げを目指した交渉も重要」との方向性である。

19ページ、核となる概念である「企業価値」の概念において、従業員や取引先、技術流出対策、サプライチェーンの強靱化も考慮できるかについて。回答の方向性は、「企業価値とは、将来キャッシュフローの割引現在価値の総和という定量的概念であり、定性的な価値を強調して保身を図るべきではないことを前提とし、ステークホルダーの貢献やサプライチェーン強靱化、技術流出防止によって、将来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」とする。ただし、株主に対する説得力のある説明が重要。

20ページ、「対象会社が買収に応じるか、スタンドアローン（独立維持）を選択できるか」の判断について乖離があったため、回答としては「スタンドアローンも含め、広い裁量がある」とし、「企業価値の向上に資するかどうかの観点から検討する」こととした。なお、経営支配権に関する事項は、株主の合理的意思に依拠すべきであり、スタンドアローンを選択したとしても、結果的に買収が成立する可能性にも留意すべきである。真摯に取締役会が検討した場合、結果的に買収が成立しても直ちに善管注意義務違反とは考えないことも示す。

22ページ、「企業価値向上と買収価格の関係」について。買収者が提示する買収価格は、買収による対象会社の企業価値向上の見込みを示す重要な要素であるが、例外的に、一致しない場合もある。買収者が提示する買収価格が企業価値の向上の程度に合致しているか確認することが望ましい。例外的に一致しない場合として6つのケースが考えられる。買収者のトラックレコード等の確認も合理的範囲で重要である。

23ページ、「例外的に企業価値の向上の程度と買収価格が一致しないと判断した場合の対応」について。真摯な交渉や買収候補の模索により、企業価値を高めつつ、株主にとって有利な取引条件の実現を目指す。株主に十分な説明責任を果たした上で、企業価値の向上の観点から、最も企業価値に資する提案に賛同できます、と記載。ただし、経営者支配権に関わる事項は株主の合理的意思に依拠する。

24ページ、指針に沿った行動を取らなかった場合について。ベストプラクティスを参照

して真摯に検討し、経営判断を行った場合、通常、損害賠償責任は認められないと想定される。後半の「指針のベストプラクティスの一部について、対応を取らなかった場合でも、直ちに善管注意義務違反とは考えない。」という内容については後ほど意見を求めたい。28ページ、今後の予定。本日ヒアリング結果報告と公表物の方向性について議論を賜り、これを踏まえ第11回研究会を5月末か6月に予定し、公表物の原案を示す予定。第11回研究会の後、パブリックコメントも実施したいと考えている。

【三瓶委員】

まず、この資料のどこにも明記されていない点であるが、今回のQ&A等の対象範囲について。暗黙的には2023年の企業買収行動指針を対象としていることは明らかだが、「2019年の公正M&A指針に関わる事象」も存在すると考えられる。例えば、構造的利益相反が存在するMBOや公正性担保措置としての特別委員会の扱いなどだが、今後の検討課題に挙げられている「アクティビストとPEファンドが水面下で同調している事例」はMBOに関連する。従って、主には企業買収行動指針に関するQ&Aであることは明確であろうが、範囲としては公正M&A指針も含めるのが、期待値として最も適切と考える。

その上で、企業買収行動指針の特に3ページから9ページにかけて、望ましい買収、企業価値、株主共同の利益等が丁寧に説明されている。まずはこれを一度リマインドすることが重要。別の言葉でより分かりやすく説明することも考えられるが、まずはここに記載されていることを繰り返すことが必要。

その中で重要な点がいくつかある。望ましい買収については、企業の成長や経営戦略の選択機会の確保、外部からの規律があることが挙げられる。さらに企業価値については、従業員や取引先などのステークホルダーの貢献により、定量的に将来のキャッシュフローが増加することによる価値も含まれていると明確に記載されている。今回のQ&Aでこれを含むのか含まないのかという問いがあったように思われるが、ここに明確に書かれている以上、それは当然のことであるとまず明確にすべき。

また前回研究会以降、私が海外投資家から多く受けた質問の一つに、レブロン義務に従うのか否かという点がある。なんとなくレブロン義務に従うものと誤解している節がある。確かに2023年の指針策定時の議事要旨を読み返すと、「レブロン」という言葉が多く登場する。これはレブロン義務に関する理解やレブロン義務との比較の中で手続きをどう進めるかを詳細に検討した結果であると思われるが、最終的にそれを踏襲することにはなっ

いないことは明確にした方がよい。特に海外の投資家はレブロン義務を当然のことと考え、先入観を持っている可能性があるため、日本ではレブロン義務をそのまま踏襲していないことを明確化する必要がある。

次にQ&Aについて、事務局説明資料を読んだ印象として、対象会社の視点や関心事項には現在の地位に対する不安や善管注意義務違反の懸念、訴訟リスクの心配が多く見受けられる。全体的に買収提案を受けてから浮き足立っている様子が明らかであり、保身ばかりを気にしている様子が滲み出ているように思われる。意外にも企業価値の向上について真剣に検討している様子が窺える質問は少ない。価格の部分にばかり注目しているため、企業価値のドライバーを十分に理解しているのか疑問。企業価値については、ファイナンシャルアドバイザーから提供された資料だけでなく、実際に自ら試算したり、影響を議論することができていない印象を受ける。

今回事務局が提示する問のうち、私が意見を述べるのは問1から問6であるが、これらは大きく2つに整理できる。問1から問4は一つのまとまりとして捉えられ、「望ましい買収」と「企業価値」を別々に考えるのではなく、一体として捉えるべき。つまり、「企業価値向上の説得力」があるか、「企業価値向上の達成確度」が高いかが企業価値に関する2つの重要な検討軸であり、望ましい買収かどうかに関係する。

企業価値向上の説得力とは、将来キャッシュフローが現状より増加するか否かであり、その説得力の有無である。もう一つの企業価値向上の達成確度は、割引現在価値が増加するか否か。新たな取組みでリスクを取ってキャッシュフローを増やすが、リスクが高いため割引率が高くなり割引現在価値が高まらない可能性もある。したがって、この2つ、すなわち説得力と達成確度の2軸で考えれば、問1から問4の答えは見出せる。

問5と問6は企業価値と買収価格の関係に関するものである。考慮すべき価格は4つある。買収提案前の株価（ P_0 ）、買収提案価格（ P_1 ）、対抗提案株価（ P_x ）、および買収提案発表後の市場価格（ P_m ）である。 P_1 は通常 P_0 の30%以上高いとされるが、これは新たな経営資源の投入や施策の差による。 P_x は複数存在し得るが、 P_1 と数パーセント程度の差にとどまることが多いが、これはシナジーや施策効果の試算の差に留まるからである。 P_m は市場の動きを反映し、 P_0 が最も低く、 P_1 が高く、 P_x は P_1 とほぼ同等であることが多い。最終的に株主が判断するのは P_m と P_x のいずれか高い方である。

以上を踏まえると、場合分けは、企業価値向上の説得力が高いか低いか、達成確度が高いか低いか、価格が十分に高いか否かの3要素で考えると、2の3乗で8通りとなる。その

うち企業価値と買収価格に齟齬がない場合としては、いずれも高いかいずれも低いかの2通りであり、残る6通りを検討することになる。

6通りを見ると、買収者が非常に慎重で、買収者が享受する部分が株主が享受する部分より大きい場合や、買収者が利己的で、短期的な施策でキャッシュフローを上げるが長期的なキャッシュフローの増加にはつながらない場合がある。ただし後者も一時的なキャピタルリサイクルであり完全に否定されるものではない。

もう一つ重要なケースは、現経営陣にのみ可能なオンリーワンの経営であり、スタンドアローンの選択肢を取る一定の合理性がある場合である。現経営陣は将来の企業価値を高める可能性があるが、それが実現するかは不確実であり、期待値はまだ高くない。例えば特別な技術を持ち、それに多額の投資を続ける場合は可能性があるが、買収者が入って開発を止めてしまうと、その技術が経済社会にもたらす可能性のある将来価値が失われることになる。これは非常に特殊なケースであり、高い価格を提示できないが将来の企業価値向上が期待されるため、議論が分かれる。長期投資家でリスクマネーを提供したい者は支持する可能性がある。

その他の3つのケースは、買収価格は高いが企業価値向上の説得力または達成確度が高くない場合。経済産業省としては、これが望ましいか否か、経済社会全体にとってプラスかどうかを検討する必要がある。経済社会全体にとってはプラスにならない買収提案もあり得る。経済産業省としては、企業買収の活発化を促す政策目的として、個別の利益ではなく経済社会全体にとっての望ましさを判断することが求められる。これについて経済産業省がどのように言及するかが残された課題。

【角田委員】

パブリックコメントを通じて成果物を用いた正式な説明が重要であると考えている。三瓶委員と同様であるが、指針をベースに切り取られることなく、企業価値を経営者の保身目的に使わないこと、定量的分析が望ましいこと、株主に対する説明責任のすべてを前提とすれば、企業価値において価格以外の要素も考慮してよいし、スタンドアローンも十分にあり得るということを伝える形にしたい。

また、我が国の取締役の責任についても統一的に示すべき。先ほどレブロン義務が話題に上がったが、英国のテイクオーバーコードの規則25.2の注記を見ると、取締役会の意見表明において、取締役会は買収価格を唯一の決定要因と考える義務はなく、必要と考えるその

他の要因を考慮することを妨げられないと明記されている。英国は徹底した株主価値最大化を掲げる会社法ではなく、ドイツのようにステークホルダーを明示した会社法でもないが、英国の位置付けが現れているといえる。アメリカのレブロン的規範やドイツの会社法をそのまま輸入できない我が国の状況には合致していると考ええる。

三瓶委員が、説得力と達成確度という言葉を用いていたが、企業価値や価格についても表面的な高低だけでなく、蓋然性や実現時期、すなわち確率や時間価値を考慮した形で比較している。認可に時間がかかる場合は、早期に確実に現金化できる方が望ましいという議論も実際に行われている。価格は株主にとって重要な要素であり、価格に重きを置いてもかなりのことが説明できる。

さらに、価格以外の要素を取締役会が考慮するのであれば、買収提案においても多様な情報を含める必要がある。公開買付届出書の読者は株主であり、買収価格を含む買付条件を中心に記載されており、会社に影響する事項はあまり含まれていない。現金による完全買収の場合は簡略化の方向にあると理解しているが、価格以外の要素を考慮するならば、こゝも検討すべき。

英国のテイクオーバーコードを見ると、規則2.7では、当該買収における事業、雇用、年金への影響や方針の開示を買収者に求めている。注記では、買収提案の長期的な商業的正当性を説明すべきとして、R&Dや雇用継続、雇用条件の重大な変更、本社や工場立地の意図、それらを含む経営計画も求めている。買収者側が自らの従業員への影響についても説明することが求められている点は非常に重要。

英国の実際の事例を見ても、上場廃止に伴い本社やIRで買収者と対象会社の両社合わせて1%未満の人員削減があり得ると記載されていたりする。英国における雇用や立地などの価格以外の提案のエンフォースメントの議論についても、今後の課題を検討する際に参考になると考える。

今後の課題は、大きく整理すると、アクティビストに限らず大株主の意向と会社そのものや株主共同の利益が乖離する局面である。短期的な利益か中長期の利益か、MOMの義務化、短期売買利益の返還など、大株主の存在から生じる少数株主の問題を把握し、是正策や改善策、影響緩和策を検討することが求められる。これらが緩和・是正できない場合は、部分買付禁止やマンドトリーオファー、アクティビストビルなどの措置導入により、結果的には大株主支配下の上場企業が減少する可能性があるが、まずは段階的に対応すべき。最後に、検討の方法としては、ハードローとの連携が今回も重要。公開買付届出書の改正

など、金融商品取引法との連携も必要である。可能であれば会社法を通じたエンフォースメントも実現できれば望ましい。

【太田委員】

本指針のQ&Aの骨子や指針のポイントは大変よく整理されており、私は基本的にこの方向性で問題ないと考えている。

次に、14ページに記載されている「本日特にご議論いただきたい事項」に沿って意見を述べたい。

まず1点目であるが、公表物としては、記載されている3点でよいと思う。ただし、付け加えるならば、近時、M&Aに関わる新たな事象が数多く発生していることを踏まえれば、これらを一旦公表した後も研究会を継続し、今後の継続的な検討課題について議論を続けることも含めて進めていただければよいと考える。

次に、指針のポイントについては、記載された内容で問題ないと考える。

Q&Aについても大枠では問題ないと考えるが、問2に関連して、少し追記すべき点がある。それは、「企業価値」とは中長期的な企業価値であることを明記すべきという点である。全体としてコーポレートガバナンス・コードとの整合性を意識すべきであり、同コードにおいては、「中長期的な企業価値」及び「持続的成長」が重要なキーワードとされている。これを踏まえれば、買収提案があった場合においても、目先の価格だけでなく中長期的な時間軸を加味して考慮して判断してよいことを明記すべきである。例えば、買収価格が100で現在の企業価値が90であっても、3年後、5年後には130や150に上昇する可能性があれば当然それを考慮して良い。

また、非常に高い買収価格が提示された場合でも、現在の金利環境を考慮すると、過度なレバレッジを伴う買収が行われ、その後金利がさらに上昇することにより、対象会社の持続的成長が困難となる場合も想定される。したがって、持続可能性の観点からこれらを考慮してよいことについても触れるべきである。

次にQ&Aの具体的内容について述べる。

18ページの間1の2.の項目であるが、「株主の利益」と記載されている箇所は、「株主共同の利益」とすべきである。

次に22ページの間5であるが、買収者のトラックレコードを確認したり、合理的範囲で買収者に質問したりすることに加えて、買収後の企業価値の観点からは、買収者の属性や、

買収者に対する出資者の情報も非常に重要である。これらは経済安全保障の観点からも重要であるため、これらについて質問することができ、買収者もできる限り回答すべきことも記載してよいと考える。

23ページの間6については、記述にやや違和感がある。3. の「全部買収の場合には高度な説明責任」とあるが、部分買収の場合であっても、強圧性の問題があるため、高度な説明責任が求められる場合がある。したがって、この点についても配慮が必要である。

最後に、今後の検討課題について述べたい。

先ほど述べたとおり、今回の課題提示にとどまらず、研究会を継続して議論すべきであると考え、特に17ページに記載された課題は、現下の課題としていずれも重要である。例えば、6. の課題は重大な問題である。実際に、PEファンドとアクティビストファンドとが相談を行い、金商法167条所定のインサイダー取引規制に抵触するか否かの境界を探るようなやり取りをしている場面を見聞きしたこともある。これは大きな問題である。また、アクティビストが株式を大量に買い上がった後、非公開化を要求してPEファンドを紹介すると持ち掛けたり、一部のPEファンドがアクティビストと連携しているのではないかと疑われるような事例も多く見られる。このような場合、株式を非公開化すべき特段の必要性がなかったり、そのタイミングで非公開化することが必ずしも得策でないこともまま見受けられるところであり、そうなると、企業価値向上に結びつかないだけでなく、株主共同の利益の最大化の観点からも、非常に問題である。

さらに、より技術的な問題として、前回石綿委員が指摘した短期売買差益提供規制も極めて重要である。現行の制度では、取引規制府令24条1号により受託者の保有株式は「主要株主」該当性を判断するための議決権のカウントから除外されているため、信託型ファンドが規制の対象外となっており、結果として規制の抜け穴となっている。また、「主要株主」に該当するか否かを判断する際に、米国のように共同保有者の保有分が算入されない扱いとなっていることも、level playing fieldの観点から疑問がある。

加えて、ウルフパックの戦術も最近ますます進化している。具体的には、信用取引を利用して自らの名義を隠し、議決権行使基準日にピンポイントで現引きを行うことで株主として浮上するなど、実質株主の把握の盲点を衝くような手法が登場している。信用買いをすることで名義を証券（金融）会社名義にすると、会社側では信用買いによって買い上がっている投資家が誰かを把握できなくなるため、ウルフパックの実態把握は一層困難になっている。

さらに、借名名義の利用も横行しており、ブローカーを介して、ある程度の株式を保有している株主に金銭を渡して臨時株主総会の招集請求等を依頼する事例すら見聞きする。会社法968条に株主等の権利行使に関する贈収賄罪の規定があるが、こうした行為が横行している実態がある。

また、前回の研究会でも述べたとおり、予告TOBについては、同意なき買収を含め、近時非常に多用されるようになっており、それに伴い様々な問題も生じていることから、一定の規律を設けることが急務である。近時では、一部メディアに対抗TOBの可能性をリンクさせて、対象会社の株価を高止まりさせているのではないかと疑われるようなケースもある。この点、例えば米国では、SEC規則14e-8において公開買付けに関する誤導的表示が禁止されており、合理的な期間内に買付けを開始・完了させる意図がないにもかかわらず潜在的な公開買付けを公表すること、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、また、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、我が国においても適切に規律されるべきであり、立法的手当てに時間を要するのであれば、例えば、予告TOBについて、SEC規則14e-8等を参考にしたガイドラインを示すことも検討すべきではないかと思う。これらの問題についても、今後継続的に議論を進めるべきであると考え。

【石綿委員】

14ページの「本日特にご議論いただきたい事項」に先立ち、本研究会の新聞報道の記事にはやや誤解を招く表現があったのではないかと感じている。経産省としては今後、誤解を解くための発信を含め、適切に対応するべきである。

次に10ページの内容について、Q&Aおよび指針のポイント、そして検討課題を設定することに異論はない。

15ページの指針のポイントに記載された1. から6. までの内容は間違いではないが、敢えて1番をこの指針のポイントとして強調すべきかは論点。1. をガバナンスの文脈ではなく買収の文脈において強調することにより、事実上、上場会社に非公開化や身売りを迫る動きが強まる可能性があるように思うが、経産省の今般の問題意識に照らして適切であるかどうか、再確認されたい。

そもそも本指針は、上場会社の経営支配権を取得する買収を巡る当事者の行動のあり方を

中心にベストプラクティスを示すものであり、2. から6. に記載された事項以外にも重要な事項を含む。それらの事項をポイントとせずに、買収になる前の平時のことをことさらに強調することは、少なくともこの買収に関する指針の重要事項の抽出方法としてはバランスが悪いのではないかと思った次第。

次に17ページの検討課題について。委員の発言をすべて記載していると思われるが、これをすべて公表することが適切かは慎重に検討すべきである。例えばマンドトリーオファターの検討は長年議論されているテーマであり、今後この研究会や経産省が取り組むか不透明。結論が出る具体的な見込みのないものや出口が見えないものまで詳細に記載することが適切か疑問が残る。何をどのように記載すべきか検討が必要。

Q&A全般について、善管注意義務違反にならない旨が多く記載されている印象を受けた。特に違和感があるのは、問7で、指針の意義などについて十分な説明なく、指針に従わなくても直ちに善管注意義務違反とはならないという点ばかりが強調されている印象である。この内容が間違っているとは思わないが、日本の過去20年間のM&A法制の発展を考えると、経産省がソフトローとして指針やガイドラインを出し、M&Aの関係者がその内容を尊重して行動し、一定のプラクティスが樹立され、判例が言及することなどを通じて、一部のハードローが形成されてきた経緯がある。指針に従わなくてもよいと受け止められかねないメッセージを強調しすぎることは、日本のM&A法制の健全な発展にとって望ましくない面がある。指針全般について「指針に従わなくても直ちに善管注意義務違反にならない」と言い切る必要が本当にあるのか、ベストプラクティスであって必ずしも法律上求められているものではない等の表現の工夫が望ましい。それ以外にも、買収に応じるか経営判断の原則が適用されることや、裁量があることを示す形で記載する方が適切であるところもあるように思う。従わなくてもよいというメッセージを強調しすぎないように注意すべき。

問5の3. では、企業価値の向上を超えた買収価格が提示される場合について記載されているが、あたかも①～⑥の場合には、企業価値の向上を超えた買収価格が提示されているとみなされてしまうかのように読まれてしまうリスクがあるため、企業価値の向上に資さない場合の話であることを明確にすべきである。①から⑥までの具体例を記載することは有用であるが、企業価値の向上への影響と関連付けずに記載すると誤解を招く恐れがあるため、記載方法に注意が必要。

【井上委員】

細かい点から申し上げると、問1から問2及び問5がセットになっている一方で、問3はより大きな原則のように見受けられる。したがって、問1と問3を前面に出し、問2から問5はステークホルダーとの関係などに言及しているためまとめるなど、順番について検討の余地があると考えます。

また、石綿委員も指摘されたが、問5の3.の①から⑥の部分は一般の方には理解が難しい。⑥にシナジーが含まれていることは当たり前の要因として記載されているが、シナジーの正負の要因が混在しており、判定困難なものもある。例えば、②について、買収者は基本的に自信過剰の傾向があることを示す実証研究も日米で報告されており、自信過剰な買収者による買収を排除するなどは実務的に難しい。過度に行動経済学的背景を踏み込みすぎるのは避けるべきで、これを停止条件にするべきではないと考える。したがって、①から⑥の記載は慎重に検討すべき。

次に指針のポイントの4.にある「ステークホルダーの貢献も含めた企業価値」についてである。前回はそれほど大きくクローズアップされていなかったが、従業員の反対などとの関係もあり、今回の問2から問4の部分に強く表れている印象を受けた。ここはより丁寧な説明が必要。

さらに、現状の問2から問5の記載は、経営者に既存事業の改善や経営改善、財務改善など従来の対象企業の成長モデルに限定したイメージに限定されていように思われる。これにより、既存事業に対する企業価値の変化はマイナス要因として評価され、高い価格が提示されても買収に反対する理由となり得ると読める。一方で、今の日本はイノベーションが求められており、イノベーションを伴う買収は今後増加すると考えられる。こうした買収は事業の大きな変更を伴い、買収者が技術やノウハウなど貴重な資産を用いて新たな事業を創出するケースである。こうした既存事業の大きな変更を伴えば、取引先など既存ステークホルダーの反対もあろう。しかし、既存事業の延長線上にないイノベーションを起こす買収が阻害されてはならないと強く感じる。

特にAIの発展により新たな事業モデルが登場し、ベンチャー企業や新興企業が既存の大企業を買収することは資源配分の観点からも望ましい。従って、既存事業に紐づく取引先や従業員の反対を停止条件とすることには違和感がある。新しい買収者が持ち込むビジネスモデルや経営資源と、既存経営者のもとでの企業価値を客観的に比較する視点が必要であり、ステークホルダーの貢献や反対に対する対抗軸が欠けているのは問題である。

最後に、太田委員の指摘に関連して、将来の中長期の企業価値が現在の価値より高い場合という点についてである。買収者の買収価格も割引現在価値で評価されているもので、そちらも将来的には高くなる。したがって、将来の企業価値が高いからといって、現在の買収価格を上回るという理屈は成り立たない。買収者も将来価値を割引率と成長率で評価して買収価格を提示している。両方の企業価値の算定時点は合わせるべきである。この点は誤解を招かぬよう慎重に記載すべきである。

【田中委員】

すでに他の委員からも指摘があったところであるが、2点申し上げたい。

1つ目はQ&Aについて。Q&Aは新しいことを記載するのではなく、指針に記載されている内容を明確にすることに意味があると考え。そのためには、指針の該当ページを示すことも必要。指針に言及せずに表現だけ変えたものを入れると、指針がQ&Aによって変更されたのではないかとの誤解や思惑が生じるおそれがある。多くの場合、指針を単に言い換えるだけで十分。

具体的には、問7の24ページにある善管注意義務に関する部分である。指針の10ページには善管注意義務について詳細に記載されている。指針には、ベストプラクティスを参照し行動することで善管注意義務違反のリスクを低減すると明記している。これを単に言い換えればよい。例えば、指針の要請に逐一従わなかったからといって直ちに善管注意義務違反になるわけではない、と記載すれば十分である。石綿委員の指摘のとおり、裁判所は訴訟になれば指針を参照すると予想されるため、指針に従っていなくても善管注意義務の判断には関係ないということとはできない。逐一従わなければ違反になるわけではないが、基本的には指針に書かれているように行動するのが望ましいということを強調すべき。

2つ目は22ページの間5に関することである。④に「対象会社の事業上必要な資産を売却することを前提にしている場合」が挙げられているが、事業上必要な資産の売却が直ちに企業価値の低下につながるとは限らない。買収者がベストオーナーでない場合、売却価格が将来キャッシュフローの割引現在価値を上回ることもあり得る。買収者の判断が必ずしも誤りとは限らない。④を例に出すのであれば、買収者が事業の売却により得られると考える価格よりも、事業を保有したときに得られる将来キャッシュフローの割引現在価値のほうが実際には高いというケースを想定していることを明記すべきである。そこを明らかにしないと誤解を招くおそれがある。

なお、例を示すことは重要だと思う。ヒアリングにおいても、企業価値と株主利益の関係は実際に問題となっていることがうかがえるので、Q&Aで全く例を出さないのは適切ではない。現在の案よりもわかりやすくするとすれば、ここでの問いの立て方としては、

「企業価値の向上の程度を超えた買収価格が提示される場合」というのに代えて「買収が企業価値の向上に資さないが、高い買収価格が提案される場合」という表現に改めるのがよい。このような場合にどうすべきなのかが経営陣が知りたいことであり、また、拡大解釈を防ぐために留意することの多い事項である。こうすればヒアリングで出た問題意識に応えられ、誤解も減少するであろう。

【武井委員】

私も何点があるが、まず非常によくまとめられていると考えている。

その中で第1に、今回多くの誤解を解く中で特に重要なのは、今の株価よりも高値の買収価格であれば即座に企業価値が向上する、望ましい買収であるという現状である。今回のヒアリング結果等を踏まえても、高値の買収価格の買収提案であればそれに応じざるを得ないという考え方に対して、そう思っていた、あるいは指針はレブロン義務を採用していると誤解している人が相当数存在することが多いことがわかったので、この誤解の修正はきちんと公表すべきであり、また誤解を正したものでなければ意味がないと考えている。また、今回のヒアリングにおいて買収者側も企業価値向上策について十分な説明ができていないのではないかと問題意識が示されている。

高値の買収提案であるからといって、そのまま売却を強制されるあるいはホワイトナイトに頼るしかないというのでは、いわゆる強制的for sale状態であって、レブロン義務が常時トリガーしているのと同様の状況である。アメリカ含めてそんな法制の国はないのだから、この点の誤解を根本的に正さなければ、社会で騒がれている問題は解決しない。特に従業員の雇用やサプライチェーンの強靱化、経済安全保障の観点等からも、高値の買収価格がついたからといって即座に売却せざるを得ないのかという、国会でも提起された疑問に応えたことにならない、企業買収行動指針における本質的な問題が解決されたものにならないと考える。

この観点から、ひとつ今回のQ&Aに追記しておくべき点がある。それは特に現金対価の全部買収の場合を典型に、株主は買収後に残るわけではないのだから買収後の企業価値向上には合理的関心は持っておらず、高値の買収提案があれば、企業価値が向上する買収な

のか否かに関わらず売ってしまうのが通常であるという問題である。そのため、現実問題として、高い買収価格が提示されれば、企業価値向上の有無にかかわらず、for sale状態が強制されてしまうということとなる。そしてこの点に対して今回のQ&Aで対応していないと、誤解が是正されたことにはならない。

そこで一つ今回のQ&Aにおいて、問3とかの株主意思の確認について書かれている箇所なのか問6とかなのか書く箇所についてはお任せするが、もう一文回答を追加して、「取締役会として（買収提案の進行を一時停止させたうえで）自らの企業価値向上策を踏まえた取締役選解任議案によって株主総会の判断に付することも、企業価値向上に資する買収を実現するものとして、株主の合理的意思（株主意思の原則）に依拠しています」といった文章を加えておくべきだと思う。ここまで書かないと、現実問題として、「高値の買収提案があると強制for sale状態になる」という誤解については是正したことにはならない。

この点は、現行指針でも2005年指針でも株主意思の原則の読み方として何ら否定されておらず、まさに誤解の修正といえるものである。なおこれでもなお日本は、米国と比較して、取締役選解任について期差制がとられていないとか株主総会の開催自体がアメリカよりもきわめて簡単であるなどの点で、米国よりも株主意思がより保護されている、実質的にはfor sale状態が強くなっている法制である。

今の点に関連して重要となるのが、今回のコーポレートガバナンス・コードで企業価値向上策の責任の所在が取締役会にあることが明確化されているということである。だからこそ取締役会への信任投票は対象会社の企業価値向上策に対する株主意思である。望ましい買収とは、対象会社と買収者がそれぞれ企業価値向上のストーリーを示し、比較検討の上で決定されるべきである。取締役会は株主に対して企業価値向上の説明責任を果たすべきであり、買収者も企業価値向上策を示さなければ望ましい買収は実現しない。上場会社は日ごろからきちんとした価値創造ストーリーを構築している必要がある。他方で買収者側も企業価値向上ストーリーをきちんと示す必要がある。企業価値に関する事項について買収者側もきちんと示すべきだし、またそれを踏まえて対象会社の取締役会には買収者ときちんと企業価値向上策の在り方等について交渉できるタイミングが確保されている必要がある。そのうえで価値創造ストーリーの優劣で買収の帰趨が決められる。そういう価値ストーリーの優劣で買収の帰趨が決まる世界であるからこそ、企業価値向上の原則に適った買収が進む世界となる。この点まで書いておかないと、誤解の修正には至らない。

今回の指針の誤解の修正は、国会等で問題となった社会的事象や要請に機動的に対応する

話であり、行政側の役割・責務である。何か事案が起きてから司法判断を待つのではなく、行政が先んじて示すことが重要である。裁判所・司法は世の中で起きていることにforward lookingで対応する機関ではなく、現下の経済状況、中長期目線を要する成長投資事項や経済安全保障事項など世の中で起きていることに対して、forward lookingに対応するのは行政の職責・役割である。行政として誤解是正のために出すべきメッセージはすべて出して、裁判所にもメッセージを送っておくべきである。そしてこれにより、国会で議論されている成長投資等に資する望ましい買収のあり方に応えることができる。

第2に、株主側についても、高値提案があるからといって応募しないことが、善管注意義務やFiduciary Dutyに必ずしも反するものではないという考え方を、平成18年の東京電力の代表訴訟判決内容等も参照して、改めて注記しておくことが考えられる。

第3に、会社が売却する決定をしてからの話で、投機的株主による、企業価値を向上させない各種の行動についての規律である。たとえば短期売買利益の返還制度の射程が狭い問題、折り返し出資問題、予告TOBの問題、非公開化公表後の株式取得者の買取請求権の問題、株式買取請求権のシナジー分配法制の問題など、対処すべき重要な論点が多い。これらは非公開化過程で投機的株主が利益を得る一方、その分対象会社の借金が増えて対象会社を取り巻くステークホルダーの利害が犠牲になっているという、社会的な構造問題である。ニッポン放送高裁決定で示された濫用的株主の高裁四類型の諸行動がまさに顕在化している。ちょうど先週末、当時の鬼頭高裁判事も日経新聞の記事で問題点を指摘されていたとおりで、これらの問題についても「個別の検討課題」の箇所でも今回問題意識を示しておくことが重要である。

【別所委員】

まず、本日の日経新聞記事を含め、本指針がこれほど注目されていることは、関係者が真剣にこの問題を取り扱い、どう考えるべきかを重視している表れである。したがって、指針を公表した意義は大きいと考える。

次に、今回の指針に関する補足的な説明を公表することについて、内容に誤解があれば丁寧に解説することは有用。ただし、それによって指針の本来の趣旨が変質したり弱められたりするような深刻な誤解を新たに生じさせることは避けるべき。

2月の研究会再開や日経新聞の記事を受け、実際に多くの関係者（企業、投資家、アドバイザー等）から、買収提案を真剣に扱わなくてよいといったメッセージが出るのではない

かとの懸念が示されている。したがって、何人かの委員の方々が指摘したように、公表に際しては指針が掲げる重要な原則、すなわち真摯な買収提案には真摯に対応すること、企業価値および株主共同の利益の向上を図ること、定性的要素を経営者の保身目的に用いないこと、株主への説明責任の重要性などを再度明確化した上で、いくつかの留意点を補足的に示すべき。言い換えれば、原則と例外を明確に区別し、例外が本筋の議論であるかのような誤解を与えないことが重要である。これは前回の議論と一致する。

例えば善管注意義務違反に該当するか否かの誤解は解消すべきであるが、企業価値と株主共同の利益については、その解釈に加え様々な立場の思惑が介在していると考えられる。この点についてコメントしたい。

私の経験では、企業価値の向上と株主共同の利益は多くの場合連動していると考えられる。ただし、両者が連動しない場合、特に株主利益には資する（所謂高値の買収提案）が企業価値向上にはつながらない状況が生じることは否定しないし、実際にあり得ると考える。しかし、そのような状況を正当化するために指針やQ&Aを金科玉条のように用いられることは本意ではない。経営は幅のあるものであり、指針やQ&Aは経営のマニュアルではないため、その使われ方には注意が必要である。

欧米においても買収提案を拒絶することは妨げられないことであり、すべての買収提案に応じる義務はない。しかし、重要な点は、なぜ賛成又は反対するのかを株主に説明する責任があることである。取締役会や特別委員会が買収提案に反対する場合でも、対案がなければ高値の買収提案がそのまま残るため、株主の判断に委ねられ公開買付が成立する可能性がある。したがって、単に買収提案が不適切であるというだけでなく、プレミアム付き買収提案に対してどのような対案を提示するか、その対案の蓋然性と時間軸を明確に示すことが重要である。これが最終的に取締役会の選任結果に影響を与え得る。

また、最近の事例で、対象会社において買収提案を審議する際にディスシナジーの有無を強調するケースをしばしば目にすることがある。ディスシナジーの検討は重要な要素ではあるが、一方で、シナジーがなければ買収してはならないわけではない。ディスシナジーの存在のみを過度に強調して買収提案を否定するのは全体感を欠く議論である。否定するだけでなく対案の提示が重要。

これらの発言は個別案件の成否の観点から申し上げているのではなく、日本のM&A市場の健全な発展及び日本企業の国際競争力強化の観点から、極端な現状維持バイアスに偏ることがイノベーション阻害要因となり得ることを指摘しているものである。

【松村委員】

私は2年前までM&Aの法実務に携わっていたが、その後日立製作所に入社し、取締役会や経営会議、投融資など関連委員会への参加を通じて「経営の現場」を多く体験した。それと同時に、発電所や鉄道車両工場、エレベーター工場、研究所など「事業の現場」も多数見てきた。「事業の現場」において、サプライチェーンのみならず、販売や顧客関係、製造現場における人的資本や環境資本が企業価値に与える影響の大きさを改めて実感している。さらに、法務コンプライアンス、安全衛生、品質管理、情報セキュリティ、内部監査など目に見えない「正しい経営」を構成するファクターが企業価値にどれほど貢献しているかも強く感じている。当社においても、「基本と正道」に基づく経営、すなわち倫理的経営が企業価値に大きな影響を与えると実感している。

その観点から、今回御準備いただいたQ&Aのうち、特に問2において、従業員や取引先などステークホルダーの貢献やサステナブルな事業活動、経済安全保障に対応する経営が定性的価値として企業価値に貢献することに言及された点は高く評価できる。

一方で、「サステナブル」という概念については、太田委員が指摘したように中長期的な視点での価値、すなわち継続的に行われる企業活動が持つ価値を強調したものと理解しているが、更に進めて、倫理的な経営や正しい経営の企業価値向上における重要性をより強調するメッセージの発信があってもよかったのではないかと考えている。

次に定性的な価値の定量化に関してコメントする。コンプライアンスや安全衛生を重視した経営によりロスコストの発生を抑制できることや、人的資本のエンゲージメントや成長マインドセットの向上がイノベーションを促し売上成長につながること、さらには地球環境や社会的責任の遂行がもたらす社会からの信頼が利益に結びつくことなどは明らかであり、定性的な価値もある程度定量化可能である。しかし、財務指標に比べると因果関係の特定は難しく、相関関係やヒントとなる指標の有無という一歩手前のレベルで「経営の現場」はその可視化について苦慮していると感じている。したがって、定量化の範囲や数値化の方法については、説得力のある投資家向けの説明を目指し、今後もアカデミアや投資サイドにおける研究や企業の工夫・努力が継続されるべきと考える。

最後に、問2において非財務資本のキャッシュフローへの影響が定量化のポイントであることが明示されている点に関するコメントである。この点、非財務資本はキャッシュフローのみならず割引率にも影響を与える可能性があるとの指摘が既にあるが、私もこれに同

意する。例えば倫理的経営に関する米国の研究では、認定機関がより高い倫理観を有していると認めた企業群は、市場全体に比べ、市場価格の下落率や回復スピードの点でボラティリティが低く、これを「ethicsプレミアム」と呼ぶものも存在する。有価証券報告書などで人的資本や環境資本に関する開示が進む中で、これらのデータを基にWACCなど資本コストが計算される可能性もある。したがって、問2における「定性的な価値」がキャッシュフローだけでなく資本コストにも影響を与える指標としての定量化の議論は十分にあり得るので、この点を今回のQ&Aにも反映すべきではないかと考えている。

【堀江委員】

私は生命保険会社の株式投資担当者の立場から発言させていただく。生命保険会社の株式投資は中長期投資を基本としており、適切な情報提供により、企業価値に照らした合理的な判断、すなわち株主意思の適切な発揮が可能になると考えている。先ほど武井委員も触れられたが、買収者側からも含め、株主が意思決定を行うために必要な情報の充実は極めて重要である。

14ページの「本日特に議論いただきたい事項」に沿い、いくつか発言する。まず、公表物及び公表手続きについては事務局案に異論はない。残る論点について3点述べる。

1点目は対象会社と投資家の位置付けである。問5に記載されている内容や投資ホライズン、得られる情報の違いを考慮すれば、企業価値と株主共同の利益が相違する場面は一定程度存在する。しかし基本的には中長期では企業価値と株主共同利益は連動し、双方に資する形で望ましい買収が実現されることが重要。この観点から、中長期視点の投資家としては、対象となり得る企業に、提案があって慌てて検討するのではなく、日常的に中期経営計画の策定・公表を通じて市場と対話し、企業価値向上の道筋を示してもらうことが重要。また投資家もそれに積極的に耳を傾けることが企業価値と株主共同の利益の双方にとって重要。今回取りまとめられたQ&Aは、赤と青の色分けにより対象会社と投資家を二項対立的に読める形で整備されており、分かりやすさを重視していると理解している。指針のポイントに記載された平時からの企業価値向上の把握や株主との対話の重要性についても改めて強調することが望ましい。

2点目は対象会社と買収者間の説明責任の非対称性。今回のヒアリングから、対象会社と買収者の指針に対する受け止めに差があることが鮮明となったが、その背景には説明責任の非対称性があると感じている。すなわち、対象会社は指針に沿わない判断を行う場合、

真摯な説明が求められる一方、買収者に説明を求めても限定的な回答しか得られず、対象会社側にフラストレーションや課題意識があると認識している。投資家としても、対象会社・買収者双方から適切な情報提供がなされることで、企業価値に照らした合理的な判断、すなわち株主意思の適切な発揮が可能になると考えている。一方で、買収者に過度な情報開示を求めることで買収提案のハードルが過度に高まることは望ましくない可能性もあり、バランスを意識した整理が必要である。この点については、指針本体に示された買収者側の情報開示のあり方を指針のポイントに改めて記載することがバランスの取れた表現になると考えている。

3点目はサプライチェーンや従業員などステークホルダー要素の定量化。これらは企業価値の一部として考慮されるべきものと認識しているが、実務上定量化が難しい課題も存在する。投資家側も試行錯誤を続けており、すべてを厳密に定量化することは困難であるが、ステークホルダーの影響を可能な限り将来キャッシュフローに反映し、一定の形で数値化・可視化する姿勢が企業側にも求められると考えている。もっとも、企業価値向上の道筋と合わせ、日頃から企業と投資家対話を重ね認識をすり合わせる事が重要であり、それが買収提案を受けた際の取締役会判断に対する株主の理解・賛同につながると考えている。

【仲田委員】

ブラックロックは買収行動指針が出された後、アウトサイダーとして指針に記載された事項がどのように実行されたかを事後的に検証する立場である。ユーザーとしての視点から、3点ほど発言したい。

まず、24ページの間7に関して、指針に記載の対応をとらなかった場合であっても「直ちに善管注意義務違反にはならない」旨の記載は妥当であると考えている。田中委員の指摘のとおり、新たな文章を作るのではなく、指針に記載された内容を参照し説明することが望ましい。もし補足を加えるならば、指針に沿わなくても直ちに違反とはならないが、指針に沿うことでリスクは低減されることを明示し、逆にどのような場合にリスクが高まるかも示すべきである。具体的には、敵対的買収や対抗提案、利益相反が大きい場合など、指針に沿った合理的な対応が求められ、そうしなければ善管注意義務違反のリスクが高まることを説明するというのも一案である。指針の役割はリスクを過度に下げるのではなく、重要性を主張することである。

次に、問6の企業価値に資する提案と買収価格が高い提案が一致しない場合の取締役会や特別委員会の対応についてである。やや周辺的な論点になるが、最近よく見かける事案として、TOBへの賛否の判断において、特別委員会や取締役会が「TOBに賛成するが応募は推奨しない」といった立場を示すことがある。これは少数株主からすると悩ましい場面であり、本来であればその判断を社外取締役を示してもらうべく、取締役として選任しているのである。賛同するなら推奨し、反対するなら非推奨と明確に示すことが基本的には期待されるため、「賛同するが推奨しない」のは例外的である必要がある。

今回の回答案の場合はこの例外的な事例に該当しうると考えている。すなわち、企業価値の観点から賛同するが、株主利益の観点から応募は推奨しないという説明は筋が通る。企業価値と株主価値に齟齬が生じる限定的な場合に限り、このような取締役会意見は正当化し得る。そうでない場合において、賛同するが推奨しないとの意見が出ることは稀であるべきだと考えている。取締役会の賛同の有無に加え、応募推奨の有無も回答材料として活用することは、企業価値と株主利益に齟齬が生じてしまう場面においては有効かもしれない。

最後に、17ページのその他論点について。前回の委員会で予告TOBやリーク問題について指摘したが、最近新たにフェアネスオピニオンの扱いが論点となっている。ある案件ではフェアネスオピニオンで価格妥当とされたにもかかわらず、最終的に価格が引き上げられた。これに対し、フェアネスオピニオンの意義や役割に疑問を持つ部分がある。買収者側に対しては、フェアネスオピニオンを超えた価格を支払うことが妥当かどうか説明を求めべきである。投資家としてもこの問題の捉え方は難しい。フェアネスオピニオンは今後増加すると思われ、検討課題として重要である。フェアネスオピニオンの質の担保や、取得時の開示範囲についてもコンセンサス形成が望ましい。小規模なブティックファームから大手ファイナンシャルアドバイザーまで多様な提供者が存在し、同一視できないため、投資家・企業双方が共通の認識を持つことが有益。

【大塚委員】

前職の外資PEファンドで長く勤務した身として申し上げますと、アクティビストとプライベートエクイティが組むことは、少なくとも私が滞在しているあいだに在籍していたPEファンドでは、起こっていなかった。前回も指摘したが、最近は様々な事象が起きていると聞いている。

まず前提として、本指針は一部のディスラプターの同意なき買収を阻止するためだけに作られたものではない。現在、私が起業したPE的付加価値提供を行う上場株ファンドはアルファ創出を前提に投資活動を行っているが、日本の人口減少を含むマクロ構造的な逆風の中では、起こるべきM&Aや健全な再編が必要であり、勇気を持ってない日本企業が勇気を持って相手企業を説得し、再編などを促進することを後押しする指針でもなければならぬ。

正直、M&A対象になる企業のクオリティにはばらつきがある。太田委員が指摘した中長期的視点での成長は我々のファンドでも指針としているが、過去5年間、同業他社に利益率や成長率で劣り続けている企業に、中長期的成長という言葉だけを使われるのには違和感がある。短期でも成果を創り、その先の中長期での成長と両輪で経営を回すことが必要。このようにM&Aそのものの必要性、相手対象企業の質にばらつきがある事実がある中、指針に対してノイズが出たのであれば、ポイントは買収提案に対して対象会社は、価格だけで決めるべきか、それとも他の要素も考慮すべきかという問いである。私はこの問題を複雑化すべきではないと考える。メディアでは、経産省が価格以外の要素を重視しようとしているかのように報じられているが、打ち出すメッセージとしては、「価格は重要である。ただそれだけでなく、フィージビリティや日本経済の毀損につながらないようにディスラプターの排除が必要であると。」このメッセージが明確になれば、誤解や勝手な解釈は減少するであろう。特に価格に関しては、まだ柔軟な段階の話にも関わらず社外取締役が慌てて対応し、買手がディールをデリバーできる30歩手前のような状態でも、あたかもバインド提案と同じような扱いとして判断され大事になった例もある。指針自体は正しいが、運用面でのクオリティをどう整えるかが今回の委員会に問われていると思う。

この意味で、今回のアウトプットとして、Q&Aは一問一答形式になりがちであるのと、過去の不明瞭な点を自ら指摘するよりも、運用面でのクオリティのばらつきをなくすためには、純粋に「あるべきプロセス」を明確に示すことが今回の発表内容として重要であると思う。先ほど申した通り、買収者の提案や対象会社の企業クオリティにはばらつきがあり、企業が買収提案を受けたときに、経営がイケてる会社とそうでない会社において、一律のQ&Aでクリアにすることは難しい。どのような会社であっても、同意なき買収を提案あるいは提案される可能性はあり、適切な買収を促すプロセスをクリアにガイドすることも必要と考える。また、Q&Aにおいて、その回答に判断軸を示すような記述、(買収者が間違っているとかや対象会社が誤っているとか)を示すと、断片的な議論が生じる恐れ

がある。よって、今回の成果物としては、単純に買収者にとって、買収対象会社にとって、あるべき検討や説明責任プロセスを示すべきと考える。

プロセスとしては、買収者が本気でM&Aに取り組むなら、まず実現へのフィージビリティとディスラプターでないことの過去のトラックレコードをもって証明すべきである。対象会社は、その説明責任を踏まえ判断材料を得る。価格に関しては、スタンドアロン価値をどう見ているか、会社の価値に対してどのようなシナジーを前提にしてどのような追加価値を見ているか、ファイナンスの確保とその前提は何かを明示すべきである。これがないければフィージビリティは判断できない。また、外為法や独禁法などの承認の必要性についても買収者が一義的に説明すべき。トラックレコードについては、過去の買収実績と買収後の会社成長の実績を説明責任の一環として果たすべき。

かたや対象会社は、買収者が上記の説明責任を果たしクレディブル（真摯）な提案があれば取締役会に提示し図るべき。もし執行がクレディブルでないと判断すれば、その理由を説明責任として果たすべき。クレディブルな提案であれば受け入れるか否かは取締役会で議論、もし受け入れない場合はどの時間軸でその買収者が提示する価値に自社株価を高められるかを株主に説明し、株主にとっての判断材料を提供すべきである。買収者も対象会社も明確な説明責任に基づく判断材料の提供なくして株主も取締役会も判断できない。買収における最も重要な説明責任はまずは買収者にあると考える。多様な状況にある企業が存在する中、一律のQ&Aだけでの適用で妥当性を判断するのは困難であるので、このようにプロセスを明確にすることが重要。

最後に、今回の課題提示には指針と直接関係しない部分もあるが、指針の悪用や誤解による不適切な行動が存在することは否定できない。ハードロー適用に時間がかかるのであれば、こうした行為は許されないことを今回の発表で明確に示すべき。例えば、裏での買収者候補者の協調や、株価吊り上げを目的とした口だけのTOB予告、対象会社側が柔らかい提案を受けたときに意図的にパブリックに発表し株価を吊り上げる行為は株価操縦に該当すると考える。こうした悪質事例は明確に列挙すべき。私が海外で一部の投資家などと会う時に聞くのが、「こんなイージーマーケットはない」と公言しているGP投資家もいるようだ。こうした状況を放置すれば日本の資本市場は甘く見られ、資本市場全体の弱体化を招く。ハードルを上げられないならば、少なくとも先ほど述べた悪用の一部は、不正行為とみなされる事案は許されないと明記すべき。

【佐川委員】

「指針のポイント」は、概ね必要な項目がカバーされていると考えている。先ほど石綿委員のコメントを拝聴し、1. の平時からの対応を記載するかは、指針のカバー範囲をどう考えるかによると思った。メッセージとして入れるか、脚注的なところで記載するか、平時からの企業価値向上や株主との建設的対話の重要性は、コーポレートガバナンス・コードも含め、妥当している話だと考える。あえて強調する必要があるかという点は検討いただきたい。

次にQ&Aについて。追加で1問入れるかどうかの議論になると思うが、入っていないものとして、大塚委員のコメントにも関連するが、真摯な買収提案か否かの入り口の考え方がある。対象会社の立場で、入り口でどのように対応するかという点は重要である。また、買収者に対しても、真摯な検討を求めるのであれば、真摯な買収提案をまずしなければならない、という点を明確化すべきではないか。

問2および問4に関し、最初に経営陣の保身の話が出るのは、違和感がある。投資家の視点から釘を刺す部分も理解でき、警告的メッセージとして必要であることは理解するが、後ろの方に回していただくなど、最初から保身の話を出さない方が適切ではないか。

また、問2の4. と問4の3. の説明責任の部分は、説明をしっかりとすべきという点は同意するが、「具体的に」以下の部分でどこまで記載すべきか。「具体的には」の後ろの記載で内容が具体化されているのかが疑問。既存の指針に書かれている内容でもあり、Q&Aを簡潔にする観点からは、ここは割愛いただいてもよいと考える。内容への反対ではなく表現の問題。Q&Aは長くなりがちなので、短くまとめる方が望ましい。

さらに、問3の6. の部分。真摯に検討の上で真摯に判断した場合、結果的に買収が成立しても経営判断が誤っているわけではないと記載されているのはありがたい。ただ、「直ちに善管注意義務違反になるとは考えていない」とあるところ、「直ちに」という文言の必要性は疑問である。真摯な検討はした前提で、経営判断を行っているのであれば、直ちに「善管注意義務違反になるとは考えていない」と断言してよいと考える。

また、問6について、他の委員指摘にもあるが、レブロン義務と違う規律である、というところは、指針から演繹できるという話になっていると考えるが、誤解が多いため明確化すべき。例えば、友好的TOBがかかっている中で対抗提案がかかる場合、For Sale状態であるが、あくまで企業価値の話が前置され、そのうえで株主共同の利益の確保の話になるという点は明確にするべき。

最後に、問7のところ。他の委員からもコメントあったとおりで、問2の2. の書きぶりの話になると思うが、問で「真摯な提案を真摯に検討しない場合など」と例示されているが、その場合に本当に善管注意義務違反じゃないかということになるように思われる。指針に書かれた事項をすべて完全に遵守しなかったとしても、それをもって直ちに違反になるわけではない、というのがエッセンスだと思うので、表現を再検討いただきたい。

【三橋委員】

全体として、本指針の趣旨を正しく周知する方法について私は賛同している。簡潔に3点述べたい。

1点目は、今日の日経新聞一面は、投資家として驚きのある表現があった。事務局資料やQ&Aに沿った記載内容であったが、今日の新聞のように一部だけを切り取って強調されると、対象会社が経済安全保障や従業員の意向を盾に安易に買収に反対できると解釈されかねないと感じる。今朝確認したところだが他の投資家も同様の感想を持っていた。これまで指針策定における議論の方向性と異なり、経営者の保身が全面に出てしまうことを投資家は懸念している。従って、周知においては切り取りが独り歩きしないよう留意して欲しい。

2点目は、指針の理解不足が現在起きている事象の原因の1つであり、社外取締役の質の問題に帰結しているのではないか。投資家間の議論でもこの声は多い。現在、コーポレートガバナンス・コードのパブリックコメント中の案にも社外取締役の実効性向上が盛り込まれており、関心が高い。同じような時期に議論しているので、今後の指針公表物においても、経営者に直接届くような、周知方法を検討してほしい。

3点目は、指針のポイント（事務局説明資料P15）の1番にある「平時からの企業価値向上の把握」について。「無い方が良い」という他の委員からコメントがあったが、前回の私のコメントでも、平時から意識してほしい、有事になってから企業価値の把握を始めては間に合わないのではないかと述べた。企業価値を把握し、それをすべて開示せよと言っているわけではなく、把握はしっかり行うべきというメッセージである。それを把握するためには投資家との対話が欠かせないのではないか、という意味合いで申し上げたところ。指針にはそぐわないかもしれず、コーポレートガバナンス・コード的な内容なのかもしれないが、結果的には買収判断に直結する、重要なポイントであると考えている。

なお、3点目で申し上げた「指針のポイント」の1.にある「企業価値向上の把握」は、「企業価値の把握」とする方が適切ではないかと考えており、検討をお願いしたい。

【玉井委員】

ヒアリング結果を踏まえて感じたこととして、取引の各当事者が指針を誤解していることがある点がアドバイザーのヒアリング結果からも浮かび上がっている。どの案件にもアドバイザーがついていることを考えれば、我々アドバイザーたちがそのような場面に直面したら、企業に誤解のないよう、あるいは誤解を解くよう、案件を通じて企業をガイドすることの重要性を再認識した次第。

15ページの「指針のポイント」に関して、基本的に異存はなく、経営者向け、社外役員向けに、指針の重要かつ基本的な点を平易に説明したものになると良いと思う。特に5.の「買収に応じるか否か、応じる場合の方針を決定する場合」のトピックが重要であると考えている。経営者や取締役、特別委員会の委員にとってみると、実際に買収提案を受けた場合にどのように検討を進めたらいいのかの頭の整理が必要である。買収提案を受けた場合、ポイントの前半に「提案に応じるか否か」とあるが、買収提案と自社の企業価値向上策と比較して、買収に応じるべきでないと判断すればそこで、「ノー」で終了する。後半の「応じる方針を決定する場合」も2通りあり、当該提案自体を受諾する場合は1つ、そしてもう1つが代替案、つまり「より望ましい買収があるかもしれない」ということでそれを積極的に模索していく選択肢、大きく分ければこの3つである。これら3つの選択肢を念頭に置き、もちろん時系列的には先後の入り繰りがあったり並行して検討したりすることになるかとは思いますが、論点整理しながら検討を進めることを、当事者となる方たちに分かりやすく伝えることが重要。

また、17ページの「今後の検討課題」について、多様な課題を抽出していただくこと自体は有益であるが、挙げられている点の多くはこの研究会が関わる指針というソフトローよりも、ハードローやその執行により手当てすべき事柄のように思われる。私自身は、これらの検討課題の扱い方について石綿委員と同様の感覚を持っている。

この指針により密接に関わる領域での検討課題として、今後あるいは今回取り上げてもよいと思う点が3つある。前回の研究会で時間不足で伝えられなかったが、1つは取引に対する対象会社の意見としての賛同と推奨、非推奨の関係である。非公開化取引が典型的であるが、賛同は可能だが、取引条件に照らし応募推奨までできるだろうかと悩む場合が実

務の検討過程では結構多い。価格引き上げ努力は合理的に尽くす前提だが、それでも満足いく価格に達していない場合の行動や考え方の整理について議論が深まれば実務もやりやすくなる。

2つ目は特別委員会の構成と機能発揮である。2019年の公正M&A指針では、社外取締役中心に、社外取締役だけでは構成できなければ監査役、それでも不足であれば外部有識者が加わるという構成が推奨されていた。それ以降、社外取締役中心の委員会組成が一般的となったが、近年は判断が難しい複雑なケースが増え、現場への負荷も大きい。最近では、外部有識者をメンバーに加えるケースも増えており、ケースバイケースではあるが、必ずしも社外取締役にこだわる必要はないことは、もう少し発信してもよい。

3つ目は取引保護条項の取り扱いである。対抗提案や競合提案が増え、あるいは一筋縄ではいかないディールが増加している状況を踏まえると、取引保護条項、特にフィデューシャリーアウトの定め方やブレイクアップフィーの考え方を、それまでのマーケットチェックの有無との関連も踏まえ整理することは有益である。関連文献や論文も増えているが、これらについてより議論が進むことを期待する。

最後に Q&A について。複数の方が指摘しているが、問 5 の現在の書きぶりはかなり難解である。例えば 2. の「買収価格と企業価値向上の程度が一致しない」とはどういう趣旨か、書くならばもう少し敷衍して丁寧に説明しなければ読者に理解されにくい。3. の①から⑥までの例も、異なる類型のものが混在していて理解が難しい点も指摘通りである。買収価格とその背後にある企業価値向上の程度にズレが生じるケースをロジカルに整理して極力取りあげようとしているが、実際は、端的に対象会社経営陣・取締役会の見立てと買収提案者の見立てが違う、ただどちらが客観的に正しいかは一義的には分からないので結局は株主が選択すべきこととなる、というケースも多いのではないかと。なので、その見立ての違いを自らの立場でどれだけ丁寧に具体的に（可能なら定量的に）説明しきれるかが重要に思われる。その観点から、私は太田委員の意見に賛同し、3. より 4. の取締役会の対処の仕方についての説明を充実させ、強調すべきと考える。

【小館委員】

1 点目は、Q&Aの問 5、22ページの 3. の部分である。委員の皆様の御指摘のとおり整理は必要であると考えますが、私も田中委員の指摘に同意する。すなわち、買収価格が不合理に高いと思われる事例が実際に存在し、その理由を例示することは意義がある。

株主利益、特に買収価格に関しても、買収提案は実は不明確な部分もある。対象会社はスタンドアロンを目指す場合、その企業価値向上策が買収提案より優れていることを説明しなければならない。それに対し、買収者は、買収価格につき具体的に提示し資金手当もしているため、論点が少ないが、それでも対象会社の経営陣から見て買収価格が不合理に高い場合も多い。ただ、買収に要する資金が払えればよく、また、それだけの買収価格を払うということは企業価値も高めるであろうということで、なかなか反論もしにくく、また、買収者に説明を求めても、買収価格や企業価値向上の根拠を十分に示してくれないことがある。そこで、特に、企業価値にマイナスの影響がありうるとの観点から対象会社から買収者に質問しやすくすることが重要。4. の点で、玉井委員の発言とも関連するが、企業価値と株主利益、特に買収価格の中で、反論余地が少ない買収価格に対しても買収者に説明責任が生じることを示せばよいと思う。

2点目は、11ページの今後の継続課題である。太田委員の指摘のとおり、単に課題として挙げるだけでなく検討が必要である。その中でも玉井委員が最後に指摘した取引保護条項について検討を進めていく重要性は、競合提案が増えているいまの実務からいうと高い。③の積極的マーケットチェックは実務で多様な運用がなされており、どのように行うかについて共通認識が不足している。現在、買収行動指針の20ページの注29に公表前に行うものとしてオークション、複数の潜在的候補者への個別打診が記載されているが、候補者リストの絞り込みや応札方法、特定候補者への再応札の打診や時機に後れた応札の取扱いなどは、基本的には積極的マーケットチェック実施者の合理的な裁量に委ねるべきであるものの、公正性担保措置としての意義や取引保護条項との関連で評価されるべき積極的マーケットチェックの在り方や規範について議論を深める必要があると考える。

【魚住委員】

前回の会合において、問題が生じている原因をしっかりと追求し、そのための対策を講じていただきたいと発言した。そうした意味で、誤解や認識の乖離に対する対応策として、Q&Aや周知を進めることは正しい方向であると考えている。

一方で、それだけで完璧な対策が取れるわけではなく、先ほど指摘のあった社外取締役の資質の問題なども存在する。これらは今回の対応だけでは解決し得ないため、幅広い面からカバーしていく必要があると考える。経済界としても説明会や周知に協力できる余地があり、共に取り組みたい。

ただし、その前提として、プレイヤーや市場の各ステークホルダーの目的や時間軸の違いを関係者が十分理解することが必要である。目的の中に、指針自体が「日本の経済社会にとって（重要）」と書かれており、国の経済成長や社会発展、国民の豊かな生活を求めるものと理解される。経済団体もその目的で活動している。

企業は自社の成長や技術開発、サービス提供を通じて社会に貢献している。一方、投資家は多様であり、同じ方向を向く者もいれば、海外投資家の中には必ずしも同様の視点を持たない者もいる。国や企業は未来永劫のゴーイングコンサーンを想定するが、海外投資家はより有期的で、一定時点で株を売却し、その時点での価値最大化を図ることもある。理論上は将来価値が現在に反映されているはずだが、情報の非対称性や市場の不完全性により必ずしもその通りには現実的に動いていないということがある。こうした現実を理解し、メディアも含めて説明していく必要がある。株主共同の利益に必ずしも賛同しない株主が存在することも現実であり、注意が必要。

最後に細かい点であるが、Q&Aの問2に経済安全保障に関する記述がある。サプライチェーンの強靱化が企業価値向上に寄与するとされているが、経済安全保障上の問題があれば国が外為法に基づき買収を阻止する。ブラックな案件はもとより対象外である。グレーの部分はどうかというと、企業としてリスクはあるものの、買収に応じる方がサプライチェーンは強化される可能性もある。買収に乗らない判断がかえって価値を低下させる場合もある。こうした多様なパターンが存在するため、この記述だけでは誤解を招くおそれがある。問4にも類似の表現があるため、次回以降の検討を望む。

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