

# 公正な買収の在り方に関する研究会

## 第11回 議事要旨

1. 日時：令和8年6月2日（火）17時00分～19時00分
2. 場所：経済産業省別館11階1111各省庁共用会議室（オンライン併用）
3. 出席者：

【対面】神田座長、石綿委員、井上委員、魚住委員、太田委員、大塚委員、小舘委員、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、藤田委員、別所委員、堀江委員、海保様（松村委員代理）、三橋委員

4. 議題：公正な買収の在り方に関する研究会成果物（案）について
5. 議事概要：

はじめに、事務局より資料3～6について説明し、討議を行った。その後、資料3～6の最終取りまとめについて座長一任となった。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）】

まず資料3。これはなぜ今、経済産業省として解釈を出すのかという趣旨の資料。

「企業価値、ひいては株主共同の利益」の両方の向上につながるような買収、こういった「望ましい買収」は、買収者にとっては企業の成長、対象会社からすると優れた経営戦略を選択する機会となり、経営者への規律ももたらす。これは日本経済全体の成長につながるもの。一方、この指針の趣旨については、不十分な理解や、認識の乖離がある可能性を裏付ける声が確認されたところ。

この指針で示されたベストプラクティス、さらにはその根底にある考え方は現時点でも妥当であり、この指針は維持する。これを前提として、指針の趣旨が正しく理解され、実践されるようにするため、今回以下の2つの文章を出すこととした。1つ目は「企業買収における行動指針」のポイント。これは特に各企業の経営者等が、平時から理解すべき原則論や留意点などの要点を、分かり易い用語と分量で全体像を整理したものである。2つ目は「企業買収における行動指針」のQ&A。これは認識が不十分である点や理解がまだ十分でない点、特に悩む点について個別の論点をまとめたものである。

それとは別途、今回の御議論では、研究会の委員の皆様から、最近の M&A をめぐる課題についての問題提起をいただいた。関係当局も含め経済産業省だけでは対応できない部分もあるため、議論の契機になることを期待している。

次に、資料5の Q&A の方を御覧いただきたい。悩む点や認識がまだ不十分な点を少しでも解消するためのもの。なお、指針の本体に対して、Q&A はだいたい3割の分量。「指針のポイント」は、約2割の分量。

この Q&A は、基本的には検討の時間軸の流れに沿って、「望ましい買収とは何か」、「真摯な買収提案とは何か」、「真摯な検討とは何か」、検討する際に鍵となる「企業価値」とは何か、等の流れで、合計7つの Q&A を用意している。

まず1ページは「望ましい買収」について。これは全体を通底する論点。Question には「設例」も用意しており、検討が必要となる具体的な局面や具体例である。

高い買収価格は「望ましい買収」にあたるかどうか。その答えは、1ページにあるように、対象会社の企業価値が向上することが「望ましい買収」の前提であり、単に高い買収価格であることのみをもって「望ましい買収」とは言えないとしている。「望ましい買収」は企業価値の向上が前提である。ただし、2ページにある通り、株主共同の利益を確保するために、取引条件について合理的な努力を行うべきとの留意点も示している。

2つ目の論点は、何が「真摯な買収提案」か。買収提案については具体性、目的の正当性、実現可能性が重要であり、指針の本体をコンパクトにまとめたものである。

続いて5ページの「真摯な検討」。まず、経営判断の原則に基づき取締役会は広い裁量を有しており、その中にはスタンド・アロンの検討や第三者との提携・協業も含まれ、広い裁量をもって経営判断を行うことができるという点を、認識が不十分な部分が確認されたため、改めて明記している。

その上で、次の6ページの3. であるが、「真摯な検討」を行う際には追加的な情報を得るために合理的な範囲で、買収者に質問することも考えられる。ただし、5. にある通り、買収提案が公表された場合には、対象会社の取締役は説明責任を果たすことが求められる。必ずしも定量的な観点から説明しなければならないわけではないが、説得力のある説明ができることが求められる、と記載している。

さらに7ページの6、会社の経営者は経営支配権に関する事項について株主の合理的な意思に従う必要がある。また、取締役会が買収に応じないと経営判断した場合には、買収提

案によって想定された企業価値を超える自社の企業価値向上策を実行することが期待される。

買収提案を検討する際の核となる概念が、8 ページの問い「企業価値」。企業価値の検討が必要となる設例としては、最初の設例にあるように、従業員や取引先の意向等を考慮できるかどうか。また次の設例にあるように、いわゆる「経済安全保障」に対応する経営が、重要な論点。1. にあるように、「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」を意味する定量的な概念である。

その上で、次の9 ページ①にある従業員や取引先の貢献、また③にある経済安全保障に対応する経営、例えばサプライチェーンの強靱化や、技術情報等の流出防止などを通じて将来のキャッシュフローが増加したり割引率が低下したりする価値も含まれると考えられる。なお、3. にある通り、対象会社の経営陣は「企業価値」の概念を不明確にしたり、保身のための道具としたりすべきではない旨の留意事項も添えている。

次に11 ページの問5は、今述べた企業価値と買収価格との関係。1 ページにある通り、基本的には買収者が提示する買収価格は重要な要素であり、通常は企業価値の向上と買収価格は一致すると考えられる。その上で例外的に一致しない場合もあり得る。例えば企業価値の向上に資さない場合や、その他の事情がある場合である。

これがどのような場合に生じるかは次の12 ページで説明。例えば、買収によってディスシナジーが生じる場合や企業価値に悪影響が生じる場合などである。そうした企業価値に悪影響が生じるにもかかわらず、高い買収価格を提示できる場合としては、例えば買収者が経営能力を過信している場合や、買収者が自らに生じるシナジーを買収価格に上乘せしている場合などが考えられる。3. にもあるように、売り手やステークホルダーから必要に応じて情報収集を行い、シナジーの有無を検討することが求められる。

買収価格と企業価値が一致しない場合もあり得るが、その場合も含めて、次の13 ページ問6は買収に応じる方針を決定する場合の判断基準である。1. にある通り、対象会社の企業価値を向上させるか否かの観点から買収に応じるか否かを検討。アメリカ・デラウェア州の例では、買収に応じる局面では、「株主の利益のみを考慮する義務」が対象会社に課されることがあるが、日本では企業価値基準で、レブロン義務のようなものは定められていない。これを明確にしている。ただし、14 ページの通り、通常は企業価値の向上と株主利益が確保される提案は一致すると考えられる。一方で、株主利益が確保されるよう努力し、十分な説明責任を果たした上で最も企業価値の向上に資する提案に賛同できると

記載している。経営支配権に関する事項は株主の意思に従うべきであり、結果的に取締役会の判断と異なる提案が成立することもあり得ることも述べている。

最後にこの指針の位置づけである。ベストプラクティスを参照して行動した場合、どのような効果が生じるか。買収に応じないと経営判断した場合や賛同しなかった買収提案が成立した場合などの局面が該当。15 ページ 1. の通り、この指針に基づくベストプラクティスを参照し行動することで、善管注意義務や忠実義務違反のリスクを下げるのが期待される。これは指針に明記されている通り。

また、買収に応じる方針を決定していない場合には、経営判断原則に基づく広い裁量が認められている。次の 16 ページにおいて、真摯な検討を行った上で買収に応じないと経営判断した場合には、仮に買収が成立しても、基本的には善管注意義務違反とは想定されない。さらに 3. にあるように、取締役の経営判断と異なる提案が成立した場合でも同様に善管注意義務違反になることは基本的には想定されない。4. には、ベストプラクティスの一部を遵守できなかった場合でも直ちに善管注意義務違反になるものではないと考えている。ただし、企業価値を向上させる責任を果たすためにベストプラクティスを参照し行動することが期待される旨をまとめている。

続いて資料 4、「指針のポイント」。副題には「より適切な実践に向けた趣旨の再確認」と付けているが、経営陣の方々はじめ関係者に、最初から全体を通じて読んでいただきたい趣旨を込めたもの。平時から、企業価値向上に向けた取組みを行う重要性や、そもそも「望ましい買収」とは何かということをおさえた上で、その後は買収に際して起こりうる事象を時系列に沿って並べている。

まず 1 ページ。これは指針を維持することを前提として触れた後、指針の第 1、第 2、第 3 原則について改めて述べている。

2 ページは、平時から企業価値向上に向けた取組みが重要であることを示しており、そうした取組みがあつてこそ、買収提案を受けた際に提案内容を速やかに比較検討できること、また平時からの株主対応が株主の支持と理解を得るための重要な基盤となり得ることを記載している。

次に「望ましい買収」とは何か、特に「企業価値」の意味については、Q&A で述べた内容を踏まえ、「ポイント」でも同様の趣旨を記載している。4 ページでは企業価値と買収価格は通常一致するが、例外的に見合わない場合もあり得ることを記載。5 ページは買収提案を受領した場合の対応についてで、(1) にある通り、取締役会に付議または報告す

ることが原則であり、指針本文にあるように、提案を視してはならないことを意味している。

次に6ページでは、「真摯な買収提案」に対しては「真摯な検討」が基本であり、「同意がないからといって検討すらしめないこと」は、指針上認められないことを明記している。買収提案については先ほど述べたように具体性、正当性、実現可能性が重要である。

7ページは「真摯な検討」で、買収に応じる方針を決定していない段階では経営判断の原則に基づく広い裁量があり、スタンド・アローンや第三者との提携・協業も含めて広い裁量があることを改めて明示している。また7ページの一番下には、追加的な情報を得るために合理的な範囲内で買収者に質問することも考えられると記載。その上で中長期的な企業価値の向上に資するかどうか、買収者の企業価値向上策や、対象会社のスタンド・アローン等と比較検討することが求められる。

次に9ページは買収に応じる方針を決定する場合で、企業価値を向上させる観点から判断すると記載。レブロン義務はないことも明記。ただし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ことが求められる。通常は企業価値の向上に資する提案と株主利益が確保される提案は一致するが、例外的な場合もあり、その際には最も企業価値の向上に資する提案に賛同することができると記載。

10、11ページは特別委員会の設置に関する話。

12ページは株主への情報提供について。(1)は買収者からの株主に対する情報提供や検討時間の提供が重要であること、(2)は対象会社による情報開示についてである。

最後に資料6。これは研究会全体委としてでは無く各委員から、最近のM&Aをめぐる状況について問題提起をいただいたものである。こちらについては経済産業省のソフトローだけに収まらず、関係する当局も含む問題。法律だけでなく運用や執行など、対応する方法もそれぞれ異なる問題。より公正なM&Aプラクティスの浸透に向けて、今後の議論の契機となることを期待。

#### 【角田委員】

指針を継続しつつ、実践で迷っているという実務の声に応える趣旨からすると、副題とした「適切な実践に向けた趣旨の再確認」というタイトルはまさに的確であると考えている。ただ、文書だけでは十分に機能しないことが前回判明したため、各所への情報発信が必要。我々実務者においても、実際にベストプラクティスを実践することで良い実例を示してい

くべき。

中身について大きな変更意見はないため、問題提起の部分に絞ってコメントする。⑨の株主の意思確認に関して、取引の成立・不成立ではなく、間接的な取締役の選解任が出てくることには違和感を覚える。解任に票を入れることは難しいと思われるため、あえてそうした形にすることは、新たな防衛策と誤解される恐れがある。同意なき買収を仕掛けたいくらい産業再編に切迫感を持つ買い手からすると、時間も重要な要素であり、無駄に時間をかけさせること自体が、防衛策の一つとなってしまう。このような誤解を招くことは望ましいことではない。

むしろ、スタンド・アローンで買収提案を拒絶するのであれば、中長期的な価値創造を伝え、TOB に応募しないことや、取締役会による提案拒絶の正当性を株主に理解してもらうための説得に力が注がれるべきである。投資家がそれを信じれば、株価が提案価格を上回り、そもそも買収は成立しないはずである。

三瓶委員の意見にもあったが、これまでやってこなかった人が突然やり始めれば、信頼を得るには相応のハードルがある。そこに私の意見を付け加えるとすれば、誰が改善計画を実行するかも重要であり、あらかじめ、CEO が交代するような、そのような形でコミットを示すなり、逆に、そういうのを促す社外取締役や指名委員会を理解して行動していく必要がある。

取引成立に反対と株主を説得するのが、取締役の選解任よりも先であり、本質的であり、より重要である。

また、アクティビストとプライベート・エクイティの水面下の連携について、日経新聞は実例がないと報じているが、東芝の非公開化の際にエフィッシモキャピタルマネジメントとベインの間で、ベインの TOB にしか応募しないという合意をして、変更報告書で開示していた。逆に、これ以外にはあまり思い当たる例がないので、実際には開示されていない水面下の合意もあるのではないか、とは考える。変更報告書のエンフォースメントやペナルティーが抑止的か、十分かどうかは論点となる。もし当局の皆様が、人員や資金、権限に限界があり実行できていないのであれば、得られるべき利益を奪われる株主保護のために、コストをかけて活動できるようにして差し上げるのも我々の役割であると感じる。最後に、株主の意思確認についてであるが、いわゆる MOM において、当該 M&A に直接利害関係を有しない株主の多数決を、どのような状況でどのように行うべきか、しっかり考える必要がある。⑤のアクティビストの再出資のケースでは、売り手であり買い手であ

る利害関係を有する株主であるし、上場親会社による完全子会社でも、実際の売却はないが売りを強制できる買い手ともいえる。コンフリクトがある状況での株主意思確認についても、議論できたら良いのではないかと考える。

概ねしっかりと対応できており、これらの補足文書を理解していただければ、より一層、実務で迷うことは少なくなると考える。

### 【三瓶委員】

意見書を提出させていただいたのはポイントをより明確に伝えたいということである。内容としては、企業価値の真摯な検討と、スタンド・アローンの選択肢に対する株主や投資家の視点を明確にしたいということ。また、その際に果たすべき説明責任とは何かについて記述している。

これは資料4、指針のポイントの7ページの「真摯な検討」や8ページの買収に応じないと経営判断する場合の留意点、また資料5、Q&Aの5ページ問3に関連している。企業価値の真摯な検討については、前回も口頭で述べたが、私の考えでは、将来キャッシュフロー増加の説得力と割引現在価値増加の達成確度、この2つの検討が非常に重要であり、取締役会ではぜひこの視点を持って検討してほしい。

また、スタンド・アローンの選択肢が存在することは今回改めて明確に示され、当然経営判断として認められている。では、どのような場合に該当するのか。投資家の目線では、現経営陣でも将来キャッシュフローを増加させる可能性や機会があるとして、それが非常にイノベーティブで画期的なソリューションである場合、本当に実現できるかはまだ不確かである。そのようなケースでは実現の可能性や蓋然性に対して見解が分かれる場合がある。現在の株価がそれを評価していないとすれば低くなっているが、実現可能性が全くないわけではないという状況である。

この際に果たすべき説明責任とは、どの程度本気で取り組むのかというコミットメント、その説明、そして万が一うまくいかなかった場合の結果責任についても考慮していることを説明することである。その説明は独りよがりや対象会社の内向きな論理ではなく、株主が一定の支持を示すようなものでなければならない。

どのようなことがまず問われ、期待されるかについては、意見書の最後の方に記載している。これまでの株価をどう説明するのか、なぜこれまで明確に説明してこなかったのか、どのように企業価値向上を果たすのか、それは提案者が示している株価を超えるものであ

るのか、実現可能性があるものなのか、これらを説明しなければならない。

前回の会議では、平時の対応を記載するのが適切かどうかについて意見があった。やはり平時から何を考え、どのように伝えているかは、有事の場合との連続性があるため重要である。指針のポイントの2ページに「平時における企業価値向上に向けた取組みの重要性」が設けられていることは非常に重要であると考えている。

意見書はここまでであるが、それ以外の部分でほとんど賛成であるものの、少し気になる点があるので述べる。資料4、指針のポイントの3ページに「合理的に見込まれる」という表現が2回出てくる。資料5、Q&Aの8ページ、9ページにも同様の表現がある。一般的には十分理解できるかもしれないが、機関投資家として企業価値を評価する立場から見ると、蓋然性が関わってくる。蓋然性が高いか低いかでキャッシュフローに反映させるか否か、または割引率に反映させるか否かが異なる。

「合理的に見込まれる」という言葉には含まれていると認識しているが、具体的に「蓋然性」という言葉を用いてほしい。合理的に見込まれるという表現を変える必要はないが、注釈として「根拠があり、実現可能性や蓋然性が相当程度高いと客観的に判断できる」といった説明があれば良いのではないかと考える。

もう1つ、指針のポイントの5ページの報告に関する部分である。報告は最低限必要であるということは説明の中であったものの、(2)の表題が「付議・報告すべき考慮要素」となっている。これは報告も何かしらの考慮要素があって、解釈によっては報告してもよい場合としなくてもよい場合があると捉えられかねない。したがって、(2)の表題から「報告」を削除した方がよいと考える。

最後に資料5、Q&Aの9ページについてである。「サステナブル」という言葉が2回出ている。上の方で使われている「サステナブル」は形容詞として適切であるが、2つ目は名詞として使われているため、正確には「サステナビリティ」という名詞を用いるのが望ましい。ただし、「サステナビリティ」という言葉に馴染みがない場合もあるため、文脈から判断すると日本語で「事業活動による負の外部性」と表現した方が明確であり、その問題を軽視してはならないと理解されるであろう。

#### 【玉井委員】

私からは、この指針のポイントについて1点、それからQ&Aについて1点、最後に問題提起があった事項について1点、それぞれ申し上げたい。

まず1つ目は、指針のポイントの9ページ目の部分である。(2)の「複数の買収提案が存在する場合」の最後の記述において、「取締役会が、①最も企業価値の向上に資する提案に賛同した場合であっても、説得力のある説明ができなければ、結果的に、取締役会の判断とは異なる提案（②最も買収価格が高い提案など）に係る買収が成立する可能性がある」とある。しかし、指針の本体では「説得力のある説明ができなければ」という表現ではなく、「株主の公開買付けの応募や株主総会での賛成が十分に得られず、買収が実現しない可能性もある」という記述となっている。この点、表現が異なっている。

私自身の指針の理解としては、株主にもロングオンリーやショート、イベントドリブンなど様々な投資方針の方がいて、いかに客観的には説得力のある説明を尽くしたとしても、最終的な結果は株主の意思に委ねられるという注意喚起的な記述である。もちろん、対象会社の取締役の行為規範としては、十分な説明責任を果たすべきであり、それがより多くの株主の賛同につながることを期待されるが、現実問題としては、必ずしもその結果取引が実現するとは限らない。したがって、指針に沿った記載のほうが適切であると考え。例えば、「説得力のある説明ができなければ」という表現を、「最終的には応募するか否か、あるいは株主総会で賛成票を投じるか、といった取引の成否を決定するのは株主であるから」といった形で記載することも考えられる。

次に、Q&Aの問5についてである。脚注の33が加わったことで、やや重いポイントになっていると感じている。これは対象会社の視点で見た望ましい買収と、買収者側の望ましい買収が異なることを示していると認識している。ここでの考え方は、2019年の公正M&A指針にも示されていたと思う。

この点について、③と脚注33の記述を合わせて読むと、対象会社の企業価値には悪影響があるかもしれないが、買収者や業界、社会経済にとっては望ましい買収である可能性がある」と述べており、①や②とはだいぶ毛色の異なる観点の話となっている。理屈としては理解できるが、これを同じ箇所に記載すると、読み手にも分かりにくいし、対象会社としての対応方針に混乱が生じる恐れがある。もし残すのであれば、何らかの注釈や説明を付すべきであると考え。

最後に、資料6の問題提起があった事項についてである。資料3、4、5とは性質が異なり、重みも異なるのではないかと感じている。複数の委員が研究会において、昨今のマーケット状況のオブザベーションや自身の具体的な案件を通じた経験に基づき課題意識を持って自由に意見を述べているレベルのものであると理解している。確かに共感できる点も

多いが、ここに記載されている内容と異なる意見も存在し得る。規制の方向性についても記載するのであれば、より正式な場で十分な議論を経た上で書くのが適切ではないかと考える。研究会の各議事録に戻れば、誰がどのような文脈でその発言をしたかの情報は公表されているため、そちらに誘導する形のほうが望ましいと考える。例えば、この資料の冒頭左上にも「参考」と付け、資料3、4、5とは異なった位置づけであることが分かるようにし、研究会で委員の2名以上から指摘があった事項を今後の議論のために付記しておくので詳細は議事録を参照していただきたい、といった形で取り扱いを変えることも検討すべきではないかと感じた次第である。

#### 【井上委員】

Q&A の問4 は企業価値に関するものである。先ほども話が出ていたが、私も同様に非常に混乱を感じた部分である。

質問はネガティブポイントの指摘であるが、回答の最初の部分ではアップサイドのことを示している。いかにもアップサイドが今後生じるかのような記載である。この部分が、買い手のことを指して企業価値が上昇するというのであれば、記載されている内容と矛盾しないが、記載ぶりを見ると買い手のことを指した表現ではないので混乱が生じている印象である。もし、対象会社側において、既に上記の状況が定性的にも存在しているのであれば、上場企業として市場株価に反映されているはずである。将来のキャッシュフローの上昇は既に市場株価に反映されているものであり、割引率も現時点で低下しているはずである。買収提案を受けた時点で未公表情報の企業価値であれば、その時点で公開し、株価に反映させることも可能である。

次の段落以降は、どちらかというディスシナジーの話をしているように見受けられる。しかし、将来のキャッシュフローの増加や割引率の低下について記載してあり、これは逆の記述になっている。その後、ディスシナジーの話をしておりこれらが混同しているため、整理が必要である。

また、割引率を低下させることが可能であるかのような記載が見られる。注記には「低下させる」という表現がある。

ここで、キャッシュフローは経営者が合理的に見積もり、将来のキャッシュフローを提示することは妥当であり、市場もその後のモニタリングが可能である。その点でキャッシュフローに関する記載には違和感はない。一方で、割引率（=資本コスト）は市場均衡で実

現されるものであり、経営者が勝手に将来割引率が低下すると主張することは困難である。例えば、借入金の返済計画が具体的にあり、格付け上昇により借入コストが低下する場合には説明可能であるが、経営者が株主の想定する割引率である資本コストを定性的要因をベースに自由に動かせるかのような記載は、実際の市場均衡で決まるものに対して非常に難しい議論をしている。国の示す指針として、定性的要因に基づく割引率＝資本コストの客観性に基づかない操作を推奨する文言が残るのは、ファイナンス理論にも反するため、海外から見た時の信頼性にかかわり、適切ではない。例えば、ESG の資本コストへの影響についても必ずしも実証で答えは出しておらず、しかもそれはダイナミックに変化している。CO2 排出に対するブラウン・プレミアム（CO2 排出量の大きな企業へのリスクプレミアム）も市場で実証的に議論されている段階である。そうした中で定性的要因により割引率が将来低下することを記載するのは適切ではないし、さらにどの程度低下するかを想定することは難しい。例えば、割引率が5%から4%に低下すれば企業価値は25%上昇するが、将来のキャッシュフローを恒久的に25%増加させる施策は非常に大規模なものである。割引率は経営者が裁量的に動かしやすい分、このような記述は控えるべきである。マネジメントとしては将来のキャッシュフローをしっかりと提示し、市場でモニタリング可能な形の議論にすべきと考える。

もう一点、シナジーとディスシナジーについて、問3の問いの立て方はディスシナジーであるが、一方で問3の4. では、イノベーションや買収者の新たな事業モデルへの転換等により既存のサプライチェーンを切り替える可能性もある。これについては注記でも良いので留保を入れるべきである。例えば、「買収者が対象会社の事業モデルと異なる新たなビジネスモデルへの転換を想定する場合があります、その際は対象会社の前提に基づく企業価値評価とは異なることに注意を要する」旨の文言を入れることでバランスが取れると考える。

最後に、問5の12ページの記載についてである。2. の②で買収者が自らの経営能力を過信している場合の話があるが、これは実証が不可能である。脚注32を見ると、過大評価の話がされているが、必ずしも経営者の自信過剰に基づくものだけではない。したがって、ここは買収シナジー効果等の過大評価に限定すれば十分であり、経営者の過信という実証できないことを述べる必要はないと考える。

【佐川委員】

まず、細かい点であるが、資料3で主な対象者として対象会社、すなわち上場会社の経営者と、株式買取の諾否を判断する一般株主の記載がある。上場会社から見ると、買収者からしっかりと説明をいただくという点も重要であり、買収者側もこの指針を十分に理解した上で行動することが重要であると考えている。そのため、買収者も対象者として加筆いただくことを検討いただきたい。

その他の点については、Q&Aの内容に関してコメントする。まず、問3の1.の2段階目において「買収に応じる方針を決定していない段階においては」経営判断の原則に基づく広い裁量が認められるとされている。しかし、買収に応じる方針を決定していない段階という場面を限定する記述が必要なのかというところに疑問を感じている。これにより、買収に応じる方針を決定すると経営判断の原則が適用されないかのような反対解釈をする誤解を招く恐れがあるため、削除または表現の見直しが望ましいと考える。これは問7の2.も同様である。

次に、問5について、企業価値と買収価格が一致しない場合を例外的として、一致することが通常であると明示することが望ましいのかという課題意識がある。

買収後の経営方針や企業価値向上のストーリーが買収者から提示され、対象会社からも企業価値を向上させるストーリーが提示され、株主に双方が明示されて判断できる環境が望ましいと考えているが、原則と例外という整理にしてしまうと、買収者が企業価値向上策を語ることなく高い価格を提示したことで企業価値向上策に代替することにならないかという点が懸念である。今回の研究会の再開にあたって「高い買収価格を提示すればそれでよいのか」という国会での質疑の紹介があったが、原則・例外という形で強調することによって同様の誤解を招く可能性がある。

現行の指針においては、過去の株価水準よりも相応に高い価格であれば企業価値向上が期待し得る旨の記載はあるが、原則・例外という表現にはなっていなかったと理解している。公正M&A指針の記載においても「通常は」との表現が用いられていることは理解しており、理論上は上記の記載が同様に妥当し得るという考え方は理解するものの、構造的利益相反のあるMBO等を前提として議論がなされた同指針の表現を今回そのまま引用することが適切か、上記の課題意識からは疑問である。

次に、Q&Aの問3の3.についてである。買収者も対象会社から受領した質問に対して適切に回答することが求められているが、単に受動的に聞かれた質問に答えるだけでなく、

買収後の経営方針を明確に示すことが重要である。現行の指針でも 23、24 ページあたりにもそのような記載がされているため、これを反映させるべきであると考え。

また、脚注 33 については、玉井委員のコメントに賛成で、上場会社の視点からすると、記載内容は理解できるものの、実際にどのように行動すべきか判断が難しいと感じる。記載意図は理解するものの、やや複雑であるため、表現のブラッシュアップが望ましいと考える。

最後に、問 6 についてである。先に玉井委員からも指摘があったが、「説得力のある説明ができなければ」という表現は誤解を招く恐れがあるため、説得力の有無が問題ではないように表現の修正を検討すべきである。

#### 【太田委員】

いくつか、Q&A および資料 6 を中心にコメントさせていただく。

まず 1 点、資料 3 についてである。佐川委員の指摘にも同意するが、ポイントのところで「各企業の経営者が・・・理解できるよう整理」と記載されているが、これは買収者と対象会社の経営者双方に向けて記載すべきであると考え。

次に、Q&A について、表現の細部について若干の修正が望ましいと考える。

具体的には、3 ページの問 2 の 2. ②の「目的の正当性が合理的に疑われる場合」の b) の部分である。買収価格を吊り上げる目的で行われる買収提案について、実際に存在する事例として、自らが EXIT する際の価格を吊り上げるために高い価格を提示し、自身の保有株を売却するケースがある。こうした事例も明記されるべきであると考え。

また、5 ページ目の問 3 の 2. の「真摯な検討」の部分についてである。取引条件に含まれるか否かというところもあるが、取引スキームが他の取引スキームと比較してどうかという点も重要であり、取引スキームについても考慮対象に含めるべきである。

さらに、脚注 16 について、「対象会社の事業上必要な資産を売却する場合であって、当該売却代金を成長投資の原資とし、収益力を高める場合には、企業価値の向上に資するものと考えられ」る旨記載されているが、これは事業上必要な資産を売却する場合であって「も」、ということと理解している。「も」が抜けているのかどうか確認いただきたい。

次に、6 ページの 3. の買収者側の質問への回答部分である。昨今の事例を踏まえると、買収者のガバナンス体制の重要性が明らかになっている。買収者のガバナンス体制や経済安保の側面で考えると、買収者の株主や出資者の構成が重要な意味を有する場合がある。

しかしながら、実務上は、これらに関する情報について十分な回答がない場合が多いため、これらについても必要があれば回答するとすべきであると考え。

さらに、7ページの7.について、買収提案により想定された企業価値向上を超える向上策の実現には時間的な概念が存在することに触れるべきである。企業価値の向上は短期間で実現するのは容易ではないが、きわめて長期間を要するというのも適切ではないため、合理的な期間内に買収による企業価値向上を超える向上策が実現されるべきであることを明示すべきである。

続いて11ページの間5の1.の回答についてである。買収者が提示する買収価格は、この後に例外もありうると記載してあるため自明であると思うが、「一般的には、買収による対象会社の企業価値向上の見込みという買収者の評価と考えられる」とするのが正確である。収奪的買収などの例外が後段に記載されているため、「一般的な」という表現を入れることが適切である。

資料6について1点、問題事例として最近認識していることがある。信用買いを利用した潜伏行為な株式取得の動きが見られ、いわゆるウルフパックのような形で相互に協調して行動していると考えられる事案も存在する。この際、近時において、以下のような事例が生じている。即ち、現物株を保有していて、相互に協調して行動しているように見える場合、対象会社から指摘されることがあるが、その際に現物株を信用の買い建玉に振り替えることで、名義上の株主が証券会社や日本証券金融（日証金）となり、実質的な株主が把握しにくい状況が生じるような事例である。

証券会社や日証金はスチュワードシップ・コードの対象外であり、また、日証金においては必ずしも実質株主を直接把握していない場合もあるため、買収者側の実態が不明瞭になることが、現実に複数の上場会社について起きている。こうした、ウルフパック投資家の「正体隠し」的な行為については、従来の開示・把握の枠組みでは十分に捉えられていない可能性があり、実質株主の把握の問題の一面面として、適切な対策を講じる途がないか、検討する必要があると考える。

#### 【別所委員】

この複数種類の資料も様々な議論をまとめつつ、指針としての軸はぶらさないことが明確になり、良い仕上がりである。

その上で、私から大きく3点述べたい。まず資料4の9ページ付近にある「真摯な検討」

の項目について。定量的な観点から企業価値向上策を比較検討することは妥当であり、Q&A の 7 ページの 5 ポツにも、その限界について説明がある。全体を正しく読めば理解できるが、対象会社側が買収者の企業価値向上策を定量的に検討すべきという点についてその挙証責任のハードルを過度に高く設定すると、買収者・対象会社の双方で身動きが取れなくなってしまうため、過剰な責任を課すことは避けるべきである。

これに関連して、追加的情報取得のための合理的な範囲での質問は許容されるが、延々と質問を繰り返す、出口のない状況に全員が陥るような事例は望ましくない。プロセスのいたずらな長期化は企業価値の低下を招くため、誤解がないようにすべき。

また、いたずらな長期化の観点では、買収者側にも問題がある場合がある。7 ページにあるように、具体性や目的の正当性が疑われる場合、真剣な意図が不明なためプロセスが長引く事例も存在する。これについては指針に記載するより課題認識の方に含めるのが適切かもしれない。イギリスのプットアップ・オア・シャットアップルール事例のように時間軸を設定し、いい加減な対応が後で明らかになる制度は有効と考える。

次に、Q&A の 5. 企業価値と買収価格の関係性について、表現ぶりで気になる点がある。12 ページの①～③は程度問題のところがあり、現状の経営にダブつきがあるような場合の合理化まで否定し、現状変更そのものが悪だとの捉えられ方は保身につながる恐れがあるので、それらについて「不合理に減らして」等の書き方にするのはどうか。また、③のシナジーについては、特に競合状況下でシナジーがプライシングの源泉となる場も多々あり、シナジーを生み出す人による買収提案がいけないかのような書き方には違和感を覚える。実現困難なシナジーを価格に載せると対象会社の不利益になるという事だと思っているので、例えば「非現実的なシナジー」との書き方が望ましいのではないか。②の経営能力の過信についても証明困難な部分があるため、慎重な表現が求められる。

最後に資料 6 の⑨について。買収への対応方針を示した上で選解任のところまでいくというのは 1 つの方法としては理解しているが、これがデフォルトになると、常に選解任の株主総会を経なければ決着しないという状況になりかねない。プロセスの正当性は認められるものの、先ほどのプロセスの長期化の議論にもつながるが、経営停滞が生じ、企業価値や競争力の低下を招く可能性がある。状況によってはこうした事態も起こり得るが、選解任も必ず諮らないといけないとなると経営の停滞を招きかねないので、その書きぶりも誤解のないようにすべき。

## 【大塚委員】

前回は申し上げたが、この M&A の指針は起こすべき M&A を起こす指針でもあるべきであり、現在、日本企業全体の競争力が低下している中で、世界的な競争力を維持するためにも、本指針は買収者に勇気を与えガイドラインとして機能すべきであると考えている。

私自身、様々な経営者と接してきたが、明らかに質の低い買収者や、保身だけで発言している経営者を目にしてきたのも事実で、彼らが今回のガイドラインや Q&A 集を言い訳に使うことをさせないことも必要。

まず、資料 3 の冒頭部分の記述であるが、「企業の成長を通じて増加した企業価値が賃上げによって労働者に分配される」という書きぶりに違和感がある。経営者には、「経営の規律があり、その規律の中で成長性や収益性の拡大などの業績向上を図り、それが顧客へのより高い付加価値提供や従業員への賃上げを実現し、持続可能な高い企業価値が形成される」という順序が正しいと考える。

次に、資料 4 の 2 「望ましい買収」の (2) 「企業価値」の意味の部分について。ここに記載されている内容の中で、明確に排除すべきは、明らかに事業に活用する資産を清算価値的発想で売却してキャッシュを創出することを前提にした買収である。こうした買収は事業そのものの持続的成長性を損なうため、明確に悪い事例とすべきである。

また、「ディスシナジー」という言葉が資料 5 で多用されているが、これが従業員の不安やモチベーション低下を指すのであれば、それは誤用である。例えば、買収者が米国の制裁対象国に属している場合などや顧客コンセンレーションが発生して顧客にシェアを調整されるは明確なディスシナジーが存在するが、従業員の感情的な反応をディスシナジーとして扱うのは適切でない。このような表現は資料全体で用いるべきではないと考える。

さらに、買収に応じないと経営判断する場合の留意点について。最終的に買収を受け入れない場合でも、経営は体制強化を図り、買収者の提示よりも優れた経営を目指すべきである。その意味において、経営の信任を問うことまで必ずしもガバナンス上は要求されないが、結果として問われる可能性があることはここに明記すべきである。

5 の買収に応じる方針を決定する場合の (2) 複数の買収提案が存在する場合についても、全ての買収候補を相手にするのではなく、「真摯な買収提案」の 3 つの基準に合致した者のみを対象とすべきであり、フェイク系の者がオークションプロセスに介入することを防ぐため、記載を明確にすべきである。

6 の特別委員会の設置の (4) 特別委員会の構成について、社外取締役が M&A の知識を

欠く場合、アドバイザーの活用が必要とあるが、そのアドバイザーの中にはプロフェッショナルリズムを無視して顧客の意図に沿って仕上げる者もいる。アドバイザー会社は契約上責任を負わない形になっていることが多いが、そのような行動に何かしらのリスクを感じさせる文言も記載すべき。Liability を持っているとは言いにくいですが、アドバイザーのプロフェッショナルリズムのとしての行動指針として必要。

資料6について、対象会社の取締役会が柔らかい提案であるにも関わらず、執行陣を大げさに巻き込んで大事にするや、意図的にパブリックに開示し、結果としてデイトレーダーが異常に株価を釣り上げ、新種の買収防衛策となるケースもある。こうした事例も記載すべきである。また、アクティビストとプライベート・エクイティが連携した事案については、事業会社がアクティビストと組んで同様の手法が用いられている例があるため、事業会社についても事例として明確に指摘すべきである。

#### 【堀江委員】

今回のアウトプットに関しては、前回私がこの場で発言した内容が概ね反映されており、また、多様な意見がバランスよくまとめられていることから、特段の異論はない。

あえて1つだけ申し上げるならば、資料6を含め、買収者としてアクティビストを想起させる部分がいくつか見受けられるが、実際には、買収を巡る当事者は対象会社側も買収者側も事業会社である場合が多い。そうしたことを踏まえると、経営者は、スタンド・アロンの施策に限らず、買収の活用も含めて企業価値向上策を平時から検討し、それを株主との対話で伝えていくべきである。また、株主側もそれを受けて合理的な株主意思を発揮することが重要であると考えます。

文章にすると様々な解釈が生じる可能性は残るが、マーケット参加者として我々も対話を通じて指針の趣旨をしっかりと伝えていく必要がある。それにより、当初の目的である望ましい買収が増加し、日本経済の活性化につながることを期待している。

#### 【仲田委員】

引き続き少数株主の立場から、2点コメントさせていただく。まず、資料4の11ページの(4)特別委員会の構成の部分についてである。ここにおける社会有識者の扱いに違和感を覚えた。1つ目と2つ目のブレットは指針に記載があるので新しい内容ではないが、3つ目のブレットについては今回のドキュメントで新たに示されたものである。

2019年の公正なM&A指針では確かに専門性を補完する形で社会有識者の活用はあり得るとの記載がある。しかし、社会有識者の特別委員会への参加は少数株主の立場からすると必ずしも賛同できない仕組みである。少数株主として、社外取締役や社外監査役に特に有事において求めるのは専門性に加えて、会社への深い理解である。社会有識者は、専門性はあるものの、取締役や監査役ほど会社のことを良く知らないと想定され、買収や防衛策の重要な判断を委ねるのは適切でないとする。こうした理由から、指針本文にも記載がない本段落については削除したほうがよいと思うが、もし残すのであれば、2019年の公正なM&A指針程度の留保を付すべきである。当該指針では、社会有識者は株主の付託を受けておらず責任関係も不明瞭であるが、選択肢としてあり得るとの前提条件が書かれている。結論の部分も、社外取締役や監査役に加えて有識者を選任することは否定されないと書かれているところ、今回の文章では有益な場合もあるとよりポジティブな書きぶりとなっており、違和感がある。

また、2019年指針では注書きで特別委員会に参加する社外有識者は善管注意義務を負うことも考えられるとあり、かなり要求として高い旨書かれているので、もし記載するならばその水準に合わせるべきである。加えて、監査役と有識者を併記するのは誤解を招くため避けるべきであり、順序としては、社外取締役が一番だがそれで足りなければ社外監査役、それでもだめなら有識者という位置づけであるべきだと考える。2019年の指針の時点から社外取締役が増加しており、有識者の必要性はさがっているため、牽制を強めた方がいいと感じている。

さらに今回の文案では「想定される委員への負担の程度等に応じて」社外有識者を特別委員会の構成員とすることも有益であると記載があるが、この点にも強い違和感を覚える。株主総会を通じて選任された取締役や監査役が、忙しくて時間がないので特別委員会の仕事を社外の有識者に任せることを容認・推奨しているように読めるため、この記載は看過できない。少数株主としては当然取締役・監査役としての仕事を優先してもらえと思い選任しているのであるから、忙しいのであれば他の仕事を減らすなどして委員会のための時間を捻出すべきだと考えている。この点については、本研究会でも議論が尽くされていないことを踏まえ、削除することを要請する。

次に、資料5のQ&Aの12ページ、5. 企業価値と買収価格の関係性の答えの2. ③について。玉井委員、別所委員の指摘を踏まえ、自らにシナジーを生じさせ買収額に上乘せすることは、ベストオーナーの観点から許容される。これを否定すると望ましい買収を阻害

する恐れがあるため、表現を見直すべきである。

ただし、計画の前提条件が非現実的であったり、楽観的すぎる経営計画がある場合は問題であるため、そのような書き方に変えるか、①②の論点に内包すべき。シナジーの上乗せを全面的に否定するメッセージは誤解を招く恐れがあるため、注意が必要である。

#### 【藤田委員】

ポイント及び Q&A の原案については、内容に関して特に異論ないが、従前から本研究会に対する報道が気になっている。よく読めば理解できるものの一読するだけだと誤解を招く表現があるとの指摘があったが、ポイント原案、Q&A 原案の記載として、内容は正しくても、誤解を避けるように表現を考えたり、いっそ記載を控えた方がよいような点がいくつかあるような気がする。

「望ましい買収」の意味に関して、脚注3では、「政策的な観点から日本の経済社会全体にとって望ましいもの」と書いているが、この表現だと、例えば経済安全保障の観点からの良し悪しが、直接「望ましい買収」か否かの判断に直接影響しかねない。わざわざ経済安全保障の話それ自体は指針の外で議論されるべき問題であるとしたのに、そのような観点が「望ましい買収」かどうかの決め手になりかねない表現である。このような点についても細心の注意を払ってもう表現を検討する必要がある。一番簡単な内奥は削除するということだが、残すのであれば、「対象会社や買収者等特定の当事者にとって望ましい買収と言う意味ではなく、社会全体からみて望ましい買収という意味である」という程度の表現に直すべき。

また、善管注意義務の部分の表現は気になる。16 ページの一番上に「、取締役の経営判断に対する善管注意義務違反になることは基本的には想定されません」とあり、これは買収に応じないという経営判断がそれ自体として善管注意義務違反とはならないという意味だと思うが、そういう点はきちんと書かないと誤解を招く。「真摯な検討」をすることで責任がないとされるのは買収に応じるか否かの判断だけであり、買収に応じないときめた上でとる対抗措置の是非、投資家への説明や開示の仕方等が善管注意義務違反になる可能性は全く否定されない。真摯な検討さえすれば善管注意義務違反になることは基本的には想定されませんと読めるような表現にならないように注意して欲しい。

資料6の問題提起があった事項については、実質的な内容として深刻な懸念がある。例えば、玉井委員がおっしゃったように、資料4及び資料5は、あくまで企業買収行動指針の

内容を敷衍しただけのものなので、研究会として基本的に合意したものであり、具体的な表現の正確さは問題となるが、研究会の意見として出すことは問題ない。これに対して、「問題提起があった事項」の方は、そもそも内容について研究会で合意があったものではない。問題として認識し、法的に対処しなければいけないことについてすら合意があったとは言えない。それを資料4及び資料5と並べて公表する場合には、文書の性格についてきちんと釘を刺しておかないと、その記載が「経産省が指針について公表した文書にこのようにある」等と引用される可能性があり、その弊害は非常に大きい。具体的にすべきこととしては、資料3の最後から2番目の段落の表現は不十分である。今言ったような意味で、Q&Aとは違う性格の文書であるにも関わらず、「更に」という表現でQ&Aの段落にそのまま続けて書かれているが、そのような書き方ではなく、「問題提起があった事項」は、研究会でコンセンサスがあった話ではない、問題意識を肯定するか自体も異論がありうる話であることをはっきり断ってほしい。その旨は、資料6の冒頭にも明記すべきである。また、資料6の各事項の文末が断定的な体言止めで終わっているのも改めるべき。このような問題提起があった、議論すべきとの意見があったといった書き方にしなければ、研究会の意見であるかのように引用されかねない。特に、傍線まで引いて強調するため非常に誤解されやすい。

⑨については実質的な内容としても非常に大きな問題を含んでいる。ここに書かれていることは、そもそも行動指針から出てくるかどうか、指針との関係での整合性についても疑問が少なくない。「現金対価の全部買収の場合を典型に、株主が買収後に残るわけではない以上、株主は買収後の企業価値向上に合理的な関心を持っていない」との問題意識そのものは分からないでもないが、問題意識ならそのような形で問題提起。第2文で書かれているような細かな解釈を断定的な文章で書くのではなく、例えば、「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以上、企業価値向上に合理的な意思を有していないと考えられ、その場合株主に買収の是非を決めさせることに疑問が提示された。そのこととの関係で買収の是非を判断することについて取締役会と株主総会の役割について、検討すべきとの意見があった」といった形で書けば、問題意識は十分通じると思うし、問題提起であるということもはっきりする。まともに議論したわけでもないにもかかわらず、「行動指針の解釈として許される」というような書き方を入れることは絶対避けるべきである。ここだけ切り取られ、「行動指針の解釈として許される」と経産省の公表した文書に書いてあると言われても、そのこと自体は事実なので否定できなくなっ

てしまう。

問題提起事項については、玉井委員がおっしゃったように、これは列挙した上で議事録参照とするにとどめるほうがむしろいいと思っているが、文書として書くのであれば、指摘したことを踏まえていただきたい。

### 【三橋委員】

ポイント冒頭の1 平時における企業価値向上に向けた取組みの重要性について、平時の対応が買収提案時の取締役会の意思決定を円滑にし、投資家にとっても実質的な比較検討が可能になることは非常に重要。その旨の記載が残ることは非常に意義深い。

また、同様の文脈で経済産業省が示した「『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンスガイダンス」に基づく成長投資の実行の有効性も並べて記載されており、企業・投資家にとって理解しやすいものとなっている。欲を言えば、直近で公表された「成長投資ガイダンス」の方がより適切であった可能性もあるが、未確定のものであるため、今回は難しいことは理解している。

買収提案を受領した際に考慮すべき要素として、対象会社が買収者の過去のトラックレコードを参考にする旨の記載があるが、投資家も対象会社の過去の経営実績を参考にする。具体的には、対象会社の過去の経営実績を経営の信頼性に含め、企業評価の割引率に反映している。したがって、買収者の過去のトラックレコードのみならず、対象会社の過去の実績も投資家は注視していることになる。

そのため、有事を認識した後のスタンド・アローンの企業価値向上策のみを限定的に情報開示しても、過去の状況が不明瞭である限り、投資家が対象会社の企業価値を適切に評価することは実務上困難である。この点は改めて主張しておきたい。

企業と面談をした際に、買収提案が水面下で行われていることは当然分からない状態であるが、振り返ると「こういう意味での面談だった」と後で判明するケースがある。企業側も事前に将来性を投資家にしっかりアピールするプラクティスは一部で始まっている。これは投資家にとっても判断の貴重な機会であったと振り返ると思う。したがって、先ほどの発言は理想論ではなく、実際に起きている事例として申し上げるものである。

最後に、大塚委員から指摘のあったディスシナジーの表現については、私も多用されていると感じている。望ましい買収が前向きに進もうとしている中で、マイナスイメージの「ディス」という表現が繰り返されるのは、外部から見ても好ましくない印象を与える。

重要な点は記載すべきであるが、多用は控えるべきである。

**【海保様（松村委員代理）】**

松村のコメントを代読する。前回の研究会では3点の提案を行った。第1に、企業活動における人的資本や環境資本を通じた定性的価値が、将来キャッシュフローのみならず資本コストにも影響を与える点の明確化である。この点については、今回の本指針のポイントおよびQ&Aにおいて、キャッシュフローの増加だけでなく割引率への影響にも言及され、脚注に一定の例示を含めていただいたことに感謝する。サプライチェーン途絶のリスクの例示にとどまらず、倫理的経営による資本コスト低減等についても、事業者として継続的に発信していきたいと考えている。

第2に、定性的価値の定量化に向けて、事業者の工夫努力のみならず、学界や投資サイドの関係者との研究の必要性を提案した。この点についても、Q&Aの問4において、定量化が困難な場合には株主に対する説得力のある説明が求められる旨が反映されている。引き続き、各方面の関係者において、事業者を含めサステナビリティ開示の動向を踏まえ、定量化について継続的な研究が必要であると考えている。

第3に、正しい経営による企業価値への貢献についての明示的言及を提案したが、この点についてもQ&Aの問4において、迅速・果断な意思決定、ガバナンス体制の構築、地域社会・地域経済・地域環境を含む多様なステークホルダーに配慮したサステナブルな事業活動、と記載を充実していただいた点に感謝する。また、重大なコンプライアンス上の問題や倫理的問題が存在する場合の企業価値への影響についても言及いただいた点に感謝する。今後も事業者の立場からこれらの点を実証していくことができると考えている。

**【魚住委員】**

前回は申し上げた通り、プレイヤーによって目線が大きく異なると感じる。国や政策担当者、社会全体の目線、あるいは、買収者や対象企業の経営者、従業員、さらにはサプライヤーも含めた目線、そして投資家、個人投資家や機関投資家など投資家の目線もそれぞれ異なる中で、公表物の書きぶりを誰の目線でどう整理するかは極めて重要なポイントであると思う。

これは既に指摘されている部分であるが、資料5の12ページ目の脚注33に関して、企業の買収者や対象企業の目線で書かれていると思われる一方で、最後には日本の経済社会全

体にとって望ましいという国の視点が示されており、やや飛躍があるのではないかと考える。ここは丁寧に説明すべきであり、そこも含めてもう一度見直していただきたい。

経済界としても周知に協力する所存である。買収側・対象企業の両方の立場になりうるため、適宜、経済産業省からの説明の機会をいただきたいと考えている。また、経営者など企業の方々だけではなく、先ほど藤田先生からも指摘があったが、メディアの方々、一般の株主の方々はソーシャルメディアの影響を強く受ける可能性もあるため、そういった方々に誤解が無いよう表現や資料、パンフレット等に工夫を凝らし、正確に伝わるよう努めていただきたいと考えている。

#### 【田中委員】

資料4の11ページにある社外有識者に関して。必ずしも元の指針で書かれていないことがある。私も先ほどの仲田委員の発言を聞いて確認してみたが、3番目の部分は確かに、元の指針には書かれていないのではないかと考えた。資料4は厳密に指針本体に記載されている内容以外は書くべきでないと思う。ここは単純に削った方がよい。また、資料4の他の部分についても、本当に指針に基づく内容のみが記載されているかを再度しっかり確認いただきたい。

次に、資料5の11ページの5ポツに関して。企業価値と買収価格の不一致が生じるケース(12ページ)については、①については別所委員が言われたように、「ステークホルダーの取り分を不合理に減らし」という感じでニュアンスを伝えることはできるだろうし、②についても、井上委員がおっしゃったように、経営能力の過信というのは主観的であって、ここで言わんとしているのは、単に、買収者が買収後の企業価値を過大評価している場合ということなので、そう直した方がよいと思う。③は難しい問題であり、委員間で意見が分かれているように見受けられる。対象会社に買収後も少数株主が残存するならば、いかに買収者側にシナジーが生じたとしても対象会社の方で企業価値が向上しないのなら、少数株主の不利益になるので、そういう買収に対しては反対すべきである。しかし、100%現金買収の場合は結合企業になって、買収後の対象会社は、必ずしも独立企業として行動しない。その場合、結合企業全体の価値が増加しているかどうかを基準に考えるべきである。これは会社法の観点からも妥当である。対象企業が債務超過になって債権者の利益が損なわれる場合は別であるが、そうでなければ、買収後の買収企業と対象会社の取引条件では基本的に問題とならず、どちらにシナジーが生じるかも重要でなくなっている。ヒア

リングで意見があったため言及されているものと思われ、難しい判断とは思うが、個人的には、委員の意見が一致しなかったため、単に書かない、というのを検討すべきと考える。仮に書くとしても、③自体を脚注にしてしまうことが考えられる。まったく反対の意見の委員もあり、③を書いて注 33 を削れという意見もあると思うが、私としては、委員間で合意できないのであれば削るのがよいと考える。

最後に資料 6 について。この問題提起については、藤田委員がおっしゃった通りと思う。資料 6 の色々な問題提起は、単にここで誰かひとりの委員が発言した内容を記載しているだけであって、この中には自分も若干疑問に感じるものも含まれている。最初の部分に「委員から問題提起のあった事項を委員の発言としてそのまま記載する、研究会の総意を表すものではない」旨を是非加えていただきたい。前文末尾にある「関係当局も含む議論の契機となることが期待される」という表現についても、書くのであれば、賛否含めて。研究会の意見の総意を示すものではないことは明確にすべき。

#### 【石綿委員】

もともと本指針が問題視された理由の 1 つは、様々な当事者がつまみ食いの自分の都合の良い表現を切り取って、本当は正確な読み方ではないにもかかわらず、「指針にこう書いてある」と色々なところで主張し、それが過剰反応を招き、皆さんの違和感を引き起こしたことにあると思う。そういうことが生じないようにしていくことが今回の趣旨であるとすれば、用いる表現は慎重を期すべき。

(資料 5) 4 ページ、2 番目の「真摯な買収提案」の 3 番目の記述について。「取締役会は真摯な買収提案を恣意的に解釈し、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」とある。これは確かに元の指針に書いてあったことではあるが、少しミスリーディングな記載だと思っている。真摯な買収提案があった場合には真摯な検討をすることを基本とする、というのが本来の内容であるが、これだけ見ると、真摯な買収提案であって企業価値を高める提案は「断ってはいけない」と読まれかねない。これはミスリーディング。やはり、「真摯な買収提案を恣意的に解釈し、真摯な検討を避けてはいけない」、「避けないように留意する必要がある」などが良い。真摯な提案から出てくる帰結は真摯な検討のはずで、あたかも、提案を受けなければならないかのようなニュアンスの表現は、これを機に修正された方が良い。

次に、4 番目、企業価値に関する 8 ページの説明について、設例がやや不自然。設例 2 個

目の下から3～2行目のところでは、「最も高い買収価格を提示する買収者 C からはこのような対策の重要性について特に言及されていない状況」とあるが、通常、買収提案にサイバー攻撃対策を含めることは稀である。「これに言及していないとこんな問題が出てくる」、というような誤解を招きうる表現である。むしろ、「買収提案側にこのような懸念が認められる場合においては」などの表現に変えるべきである。

9 ページの2番目についても、定性的価値であっても従業員や取引先が買収に反対する場合があると記載されている。その後「かつ」と続き②がついているので、理論的には間違っていないというの理解するが、ただ、これだけを見ると、なんとなく、従業員が反対したら企業価値にネガティブな影響がある、と読まれかねない。むしろ「従業員や取引先の利益を害する場合」など、反対するかどうかというより、「この方々の利益が害されるような場合」というような表現に改めたほうが、誤解を招かなくて良い。

12 ページの2の③に関しては、強い違和感がある。買収者が自らに生じるシナジーを買収価格に上乗せすることは、なんら悪いことではないのにも関わらず、企業価値に悪影響が生じる場合の例示のように見えてしまう。正直、③はいるのかと思う。田中委員がおっしゃったように、③は取ってしまった方がいいのではないか。シナジーを適切に分配することはなんらいけないことではない。わざわざわかりにくい 33 番の脚注をつけてまで③を書く必要性は無いのではないか。

資料6については、文書の性質について、書かれた方が良いというところは同意する。これに加え、あくまで委員の一意見であることを明確にした方がよいと思う。また、記載は細かすぎる。例えば、我が国における積極的マーケットチェック以外で、間接的マーケットチェックも許容されているし、特に昨今は間接的マーケットチェックが機能しているように思われる面もある。あたかも積極的マーケットチェックが義務付けられているかような表現には違和感がある。また、⑥では SEC の規則に言及している。米国の規則がいきなり登場することに違和感を思う方もいるはず。もうちょっと丸めて、みんなが引っかからない表現にして、「こういう見解があった」くらいにまとめると良い。細かいところを申し上げたが、あと一息なので、よろしく申し上げる。

#### 【小館委員】

資料5 Q&A に関して意見を2点。12 ページの間5の脚注 33 関連。私もこれは削除すべきと考える。

ここに書かれているのは、買収により企業価値に悪影響が生じるにもかかわらず高い買収価格を提示できる理由としての買収者に生じるシナジーを買収価格に上乘せしている場合だが、脚注 33 を読むと、対象会社の取締役において、望ましい買収かどうかを検討するうえで、自社に生じるシナジーや企業価値の向上だけでなく、買収者のそれとの合算についても考慮しなければならないのではないかと、という見解もあり得そう。買収者に生じるシナジー等は対象会社の取締役にとっては検討が難しい問題。ここはシンプルに削除するのが望ましいと考える。

次に、14 ページの間 6 関係、脚注 40 について。対象会社の株主である株式会社は、2つの提案があった場合、対象会社の取締役会が賛同する提案、買収価格が安くても最も企業価値向上に資する提案に応募することも「経営判断として認められる可能性がある」という書き方がされている。この記述では、経営判断として認められることの方が少ない印象を与える。むしろこれこそ経営判断の原則に基づき広い裁量が認められるべきと考える。対象会社の取締役とは異なり、保身的な状況ではなく、対象会社の株主が単に対象会社株式という資産を売る局面であるため。「広い裁量」という言葉が随所に入っているため、ここにも入れていただくのが適切。

#### 【武井委員】

今回の議論の始まり・おおもとは、日本が強制 for sale 状態に陥っているのではないかと、企業価値に関係なく高値の買収があればそれだけで売却を余儀なくされるかもしくはホワイトナイトに売らなければならないと、そういう風に指針が読まれているのではないかと指摘があり、それは誤解であるということを示そうと議論が始まったものであると理解している。

私は前回から一貫して、現金全部買収の場合、日本の株主構成が変容しておりパッシブな投資家なども増加しているため、価格の多寡が全てで売られてしまう状況、企業価値が軽視されるという、構造的かつ現実的問題点を指摘してきた。国会での問題提起等に取り組むのであれば、ここまで切り込んだ対応が必要であると強く考えている。

この観点から、今回の資料 6 の⑨のように書いていただいている。企業価値向上策の比較において、買収者側だけでなく対象会社も日頃から取り組み、レベルを上げていく必要がある。今回のガバナンス・コード改訂においても、取締役会が関与して企業価値向上策を策定することが基本と示されている。取締役会が企業価値向上策を示すことを含め、対象

会社側の企業価値向上策と買収者側の企業価値策との比較で買収の帰趨が決まる世界であるべきである。

米国など他の法制の状況と比較すると、価格の多寡だけで上場会社が強制 for sale 状態になってしまう法制は日本ぐらいである。この現状をどう考えるかをやっていかないと、国会含めて様々出ている問題意識に十分に回答したことにはならない。そういう意味から⑨の意見を提案した。資料 6 については、参考意見として位置づけられるにせよ、ある程度具体的に書かなければ、論点は伝わらない。日本において、投機的株主を含め、多様な動機の投資家が参入しており、中長期的企業価値を損なう買収者も来ている。含み益をあてにして事業用資産を売却させて株主還元させるケースや、ニッポン放送の四類型で言われていたような濫用的買収も一部生じている。こうした状況の中でバランスをどう取るかが課題である。

国会からの指摘に対し、政府や行政としてフォワード・ルッキングにどう考えるか。事件が起きてから裁判所の司法判断を待つのではなく、裁判所に対して、いま何が起きているのかを分かってもらうこと、状況を把握してフォワード・ルッキングに伝えることが行政の責務。その観点からも、わかりやすく記述しなければ議論は深まらない。またそのほうが誤解の修正に資するのだと思う。

#### 【神田座長】

委員全員から貴重な示唆をいただいた。感謝申し上げます。本日の修正意見は事務局で精査いただき修正試みていただく。確認であるが、本日の議論の中で、注 33 と③については削除の意見が多かったので、もう一度事務局で精査するものの、削除ということでよろしいか。

#### 【太田委員】

(資料 5) 12 ページの、現在問題となっている③の部分であるが、書きぶりが非常に誤解を招くものであるとは考えるものの、これはあったほうがよいと考えているので、一言申し上げます。

私が想定しているのは、買収によってシナジーが一方的に買収者側にのみ生じる場合。例えば、実際にあった例だが、製品ラインナップが異なる企業間の同意なき買収において、対象会社はハイエンドの製品だけ、買収者はミドルエンドやローエンドの製品を扱ってい

るというケースである。買収者にとっては対象会社を買収すると、全体のラインナップが揃い大きなシナジーが生じるが、対象会社側では、買収者の企業風土やコンプライアンス体制、経営方針への疑念・不安から、従業員の大量離職が生じることが予想される事案であった。結果として、ここに記されているように、買収者は高い買収価格を提示できるが、対象会社の企業価値は低下するという現実にあった。

もう1つ想定される例としては、独占が生じる場合がある。ある企業を買収すると、対象会社の経営はうまくやれないかもしれないが、市場シェアが大幅に拡大し、買収者側に市場の寡占や独占による超過利益が生じることがある。これをシナジーと呼ぶかは別として、買収者側に超過利益が生じる状況は確かにある。

したがって、この書きぶりとしては、「対象会社の企業価値に悪影響が生じるにもかかわらず、買収者が高い買収価格を提示できるような場合がある、その場合の理由としてはこれらがある」として③が書かれていること自体は、間違っていないと私は考えている。ただ、このよう書き方をした場合に、自らに生じるシナジーを買収価格に上乗せすることがあたかも悪いかのように見える点は、違和感があるという点もよくわかる。そのため、そういう表現ではなくて、「対象会社の企業価値に悪影響が生じるにもかかわらず、高い買収価格を提示できるような場合」として、買収者側に一方的にシナジーが生じる、あるいは、買収者側に市場の寡占等に基づく超過利益が生じる場合など、例外的かもしれないがそのような状況があると記載することは、事実と反しないと理解している。

以上の点を踏まえ、表現を大幅に修正した上で、③の記述は残すべきであると個人的には考えている。ただし、研究会全体の意見のバランスもあるため、最終的には座長の神田先生の判断に委ねる。

**【神田座長】**

今の点をご指摘踏まえて。注33の扱いも含め、事務局の方で修正を試みていただく。

**【河野審議官】**

本日、局長の畠山が参加できなかったため、代わりにご挨拶申し上げます。皆様には2月以来お時間を頂戴し、誠に感謝申し上げます。なかなか複雑な論点が多く、controversialな問題も多いのが「企業買収指針」であり、今回の御議論も難物であったと認識している。物理的・時間的にも最前線で実務に携わる皆様のご負担をおかけし拘束してしまったこと

を深くお詫び申し上げるとともに、心より感謝申し上げます。

現在、中東情勢などの影響が心配されるものの、ようやくデフレが終わりインフレ基調に転じるタイミングであり、攻めの投資や経営の芽が出てきており、環境も整いつつある。企業のマインドも変化しており、ここで成長戦略をしっかりと推進することが重要。今回は真のチャンスであり、成長投資や戦略投資、企業の戦略的な行動変容を、形にしていきたいと考える。企業再編や、買収を含む産業再編、経済産業構造の再編は、我々にとって重要な政策であり、そこは変わらず、誤解なく、世の中に訴えていきたい。

企業買収について「経産省がネガティブだ」と捉えられないよう、意味のある企業買収が活性化することを引き続き追求していく。

企業買収指針は、ハードローではなく純然たるソフトローであるが、実務に大きなインパクトを与えるもの。こうしたソフトローが実務に影響を与えることは珍しく、委員皆様に於かれては、良い指針を作っていただいたと実感している。

ハードローのように国会審議を経て決定されるものではないので、手続的保証が担保されないままに、筆が滑ってしまうと問題が大きくなる。文章を出す際には慎重を期して進めていきたい。今日の貴重なご意見はしっかり反映し、吟味の上、パブリックコメントにかけたい。

他方で、ソフトローの強みは柔軟性と機動性にあることも事実。実務で揉んでいただいて、問題があれば柔軟かつ迅速に変えていくことが可能であり、失敗を恐れず、機動的に対処できることがひとつの強み。今後もこうした場で、場合によっては再度、ご協力をお願いすることもあるかもしれないが、お付き合いいただければありがたい。

最後に、取りまとめの際には、今日もご指摘があったように、外の方々に誤解をされないよう外部に正確に伝えることが重要である。内容の周知徹底を図り、皆様のアドバイスもいただきながら進めていきたい。特に今回の研究会は、海外投資家の反応が相当大きく、また、毎回の研究会のたびに、大きな見出しと共に、新聞報道され、皆様には大変ご迷惑をおかけした。おわび申し上げます。今後は、英文も含めてしっかり対応するが、英訳の際にニュアンスを誤るとまた問題となる。今後も皆様と相談しつつ、海外含めどうメッセージを発信するか、引き続きご指導賜りたい。

結びに、神田座長をはじめ委員の皆様、オブザーバーの皆様におかれては、これまでの熱心な議論に心より感謝申し上げ、経済産業省として御礼の挨拶としたい。

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