

「企業買収における行動指針」の解釈について(案)」、「企業買収における行動指針」のポイント(案)」
及び「企業買収における行動指針」Q&A(案)」のパブリックコメント募集に対する主な御意見の概要並びに御意見に対する経済産業省の考え方

本資料においては、以下の略称を用いています。

なお、「主な御意見の概要」は、いただいた御意見の主要なポイントを要約として記載しており、英文で御提出いただいたコメントについては、事務局にて原文を和訳した上で、その概要を記載しています。また、主な御意見において、ページ数や注釈番号に言及がある場合は、「企業買収における行動指針」のポイント(案)」又は「企業買収における行動指針」Q&A(案)」の日本語版におけるページ数や注釈番号を指しています。

正式名称	略称
企業買収における行動指針	本指針
「企業買収における行動指針」の解釈について	趣旨紙
「企業買収における行動指針」のポイント	ポイント
「企業買収における行動指針」Q&A	Q&A
「企業買収における行動指針」の解釈について(案)	趣旨紙案
「企業買収における行動指針」のポイント(案)	ポイント案
「企業買収における行動指針」Q&A(案)	Q&A 案
公正な買収の在り方に関する研究会	本研究会
公正な M&A の在り方に関する指針	公正 M&A 指針

No	主な御意見の概要	御意見に対する経済産業省の考え方
全般		
1	私は、上場企業の個人株主として、また実際に店舗・商品・サービス・株主総会・IR資料を見ながら企業価値を判断してきた立場から、本指針の趣旨をより明確にする今回の取組を支持する。	今回の取組の趣旨を評価いただき、ありがとうございます。
2	今回の趣旨紙案において、本指針で示されたベストプラクティス及びその根底にある「望ましい買収」の考え方そのものは今日においても妥当であり、本指針を維持することを前提としてベストプラクティスの実践を促すべきであるとされている点は、全面的に支持する。ポイント案及び Q&A 案が、そのような趣旨に沿って、対象会	今回の取組の趣旨を評価いただき、ありがとうございます。

	社、買収者、株主その他の市場参加者による本指針の正しい理解を促し、ひいては望ましい買収の増加と日本経済全体の成長に資することを心より期待している。	
3	ポイント案及び Q&A 案の出発点は、本指針の趣旨が十分に理解されていない可能性を踏まえ、本指針を維持することを前提として、その趣旨をより適切に理解してもらうことにありと理解している。したがって、ポイント案及び Q&A 案は、本指針の原則やベストプラクティスを分かりやすく整理するものであるべきであり、本指針において慎重に調整されたバランスを実質的に変更するものであってはならないと考える。	ポイント及び Q&A は、本指針を維持することを前提としており、本指針の内容を変更するものではありません。また、Q&A において、本指針を引用・参照した箇所については本指針の該当箇所を注記しております。
4	ポイント案及び Q&A 案は、日本の買収実務において広く参照され、強い影響力を与えることが予想される。そのため、最終版においては、各記載が本指針のどの箇所を補足するものかを可能な限り明記し、本指針と実質的に異なる新たな規律を導入したかのような外観を避けることが重要である。特に、対象会社取締役会の裁量、定性的価値、価格以外の要素、スタンド・アローン案の位置付けに関する記載については、海外投資家を含む市場参加者が「本指針からの揺り戻し」と受け止めることがないよう、本指針の企業価値の定量性、株主意思の尊重、透明性の確保という基本的な規律を改めて明示的に確認していただきたい。	ポイント及び Q&A は、本指針を維持することを前提としており、本指針の内容を変更するものではなく、本指針と実質的に異なる新たな規制を導入するものではありません。今回の取組の趣旨が正しく理解されるよう、海外投資家を含めた関係者への周知・広報に努めてまいります。
5	Q&A が意図するところは、取締役会による合理的かつ真摯な経営判断を保護することであり、経営陣の保身を許容するのではないことを、全体を通じてより明確に示すことが望ましい。	Q&A では、取締役会は「真摯な買収提案」を恣意的に解釈し、真摯な検討を避けまいよう留意する必要があること(Q&A 問 2)、買収に応じないと判断した場合には企業価値向上策を実行し、株主共同の利益を確保することが期待されること(Q&A 問 3)、割引率は恣意的に操作すべきではないこと、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで保身を図るための道具とすべきではないことや、買収による企業価値への影響については定量化することが望ましいこと(Q&A 問 4・注 26)、買収後の対象会社の企業価値と買収価格が見合わないのは例外的であること(Q&A 問 5)等を示しており、経営陣の保身を牽制しております。

6	「企業買収における行動指針」に、PE ファンド等による買収を促進・推奨する狙いがあるのであればその旨とその効果を明示的にしていただきたい。	本指針は、PE ファンド等が買収しやすくするなど特定の分野や形態の買収を対象とするものではなく、望ましい買収（企業価値の向上と株主利益の確保の双方に資する買収）一般が活発に行われることを目指して定めるものです。
7	「ベストプラクティス」の意味を明確化していただきたい。	本指針の定めるベストプラクティスは、必ずしも法律上求められているものではないものの、取締役が会社の企業価値を向上させる責務を果たすために参照し、行動することが期待される実務を意味していると考えております。
8	今回意見募集されているドキュメント類（本ドキュメント類）が、「企業買収における行動指針」（本指針）の、あくまで「一部分」についての補足文書である旨を明示していただきたい。	趣旨紙において、ポイントは、上場企業の役員や買収者が、本指針の原則論や留意点等の要点を理解できるよう整理したものであるとし、Q&A は、対象会社の取締役・取締役会が、買収提案の検討、買収に応じるか否かの判断、複数の買収提案の中から選択を行うにあたって悩む点等を整理したものと示しております。
9	「『企業買収における行動指針』のポイント（案）」全体。特に、ポイント案 1,2,4,6,7 の箇所に関して、本案の内容に賛成する。	ポイントの内容を評価いただき、ありがとうございます。
10	「『企業買収における行動指針』Q&A（案）」全体について、本案の内容に賛成する。	Q&A の内容を評価いただき、ありがとうございます。
11	全般にわたり、企業価値と株主共同の利益の観点から、バランスの良い報告書になっていると思います。しかしながら、①企業価値の定量的概念という行動指針の考え方は、レトリックとしてはよいとしても、企業価値の向上分のシナジーが定量化されていないという実務との齟齬が見過ごされている点、②価格面（株主利益）を軽視している印象を受ける点、③高値だけでは買収できず、経営陣の保身もあるなどと報道で言われているように、今回の内容が定性的な理由で買収を拒否できる口実として利用される懸念がある点などが気になります。	ポイント及び Q&A の内容を評価いただき、ありがとうございます。今回の取組の趣旨やポイント及び Q&A の内容が正しく理解されるよう、関係者への周知・広報に努めてまいります。
12	当社は、経済産業省が本指針そのものを改正するには時期尚早と考えていることを理解しています。その上で、今回のポイント及び Q&A により示された解釈の明確化を歓迎します。 特に、	今回の取組の趣旨、ポイント及び Q&A の内容を評価いただき、ありがとうございます。

	・対象会社経営陣が、十分な検討を行っていない買収提案への防衛手段として「企業価値」概念を利用すべきではないという考え方 ・取締役会が支持していない場合であっても、最終的に買収を受け入れるか否かは株主が決定するという原則が改めて示されたことを歓迎します。	
13	企業価値の判断について求めている規律と同様に、買収への対応方針・対抗措置についても適用し、経営陣による保身を牽制すべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
14	本指針が主な対象とする「経営支配権を取得する行為」の具体的な範囲についても、本指針の解釈上明記することをご検討いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
15	真の市場規律を促進すべきである。	「望ましい買収」の活性化は、対象会社の経営に対する外部からの規律の向上に資するものであると考えております(本指針 1.2)。
16	【解釈案について】 「増加した企業価値が賃上げによって労働者へ分配」との記載について、FCF の割引現在価値を企業価値と定義している以上、従業員の株式保有を仮定していない限り、その関係性を直接的に理解することは容易ではない。また、賃上げから企業価値増大に至る経路を示した方が、企業経営者への後押しとなるものと思料する。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
17	本指針の趣旨の周知・徹底を図るため、解釈(案)、ポイント(案)、Q&A(案)を整理した今回の取り組みを歓迎します。特に、本指針の「本体」に修正を施さずに維持する形を採用したことを高く評価します。上場会社の取締役、特に社外取締役は、価格を評価するのではなく、価値を評価することを常に念頭においていただきたいと存じます。価値を正しく評価するために、上場会社は、取締役会のスキルセットのなかに、コーポレートファイナンスに関する知見と経験を加えられることを望みます。	今回の取組の趣旨、ポイント及び Q&A の内容を評価いただき、ありがとうございます。
18	「企業買収における行動指針」の解釈について(案) P1 4～7 行目 当該文章を、本指針内の文章と整合性のある以下の文章に修正していただきたいと存じます。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

	「こうした「望ましい買収」は、 <u>買収による企業の成長に資するものであり、対象会社にとって優れた経営戦略を選択する機会の確保や、経営に対する外部からの規律を向上させるものであり、<u>対象会社の企業価値の向上と株主共同の利益の確保を通じ、日本経済全体の成長にも資するものである。</u></u> 」	
19	当社は、本ドラフト資料の随所において、均衡の観点から極めて重要であり、本ガイドラインにおいて引き続き重要な位置付けを与えられるべき、2023 年指針に由来する原則上の論点について、有益な注意喚起がなされていることを歓迎いたします。	ポイント及び Q&A の内容を評価いただき、ありがとうございます。
20	本ガイドラインには、より明確な冒頭のミッション・ステートメントを盛り込み、本ガイドラインが 2023 年指針の基本原則をいかなる意味においても変更するものではなく、したがって当該基本原則と整合的に解釈されるべきであることを明示的に確認することが重要であると考えます。	趣旨紙及びポイントの「はじめに」において、本指針で示されたベストプラクティスは今日においても妥当であり、本指針を維持することを前提としている旨を明記しております。
21	本指針第 5 章が既に取り上げられている分野と同等に補強されるよう、「ポイント」及び「Q&A」に第 5 章に関する実質的な指針を盛り込むことを検討するよう求めます。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきますが、全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
22	本指針の第 2 原則及び本案に繰り返し示されている「買収の成否を最終的に決定するのは株主である」との記述に整合するよう、株主が、十分な情報に基づき、支配権取引に賛同し、反対し、又は公開買付けに応募するかを実質的に決定できることを改めて確認するよう求めます。	ポイント及び Q&A では、買収の成否を最終的に決定するのは株主であると記載しておりますので(ポイント 4(2)、5(2)、Q&A 問 3、問 6)、原案のとおりとさせていただきます。
平時における企業価値向上に向けた取組みの重要性		
23	平時からの企業価値向上策、資本市場との対話、事業ポートフォリオの見直し、投資家との対話や情報開示の充実が重要であるというポイント(案)の整理に賛成する。そのうえで、個人株主も、短期売買だけでなく、店舗、商品、サービス、作品、利用者、地域、制度、IR、株主総会での説明を見ながら企業価値を判断していることを、実務上も踏まえていただきたい。	ポイントの内容を評価いただき、ありがとうございます。また、ポイント及び Q&A において個人株主に焦点を当てた検討は行っておりませんが、貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
24	「平時」の解釈について、特定の者による正式な内部意思決定がなされていないことをもって、「平時」に該当するとの整理の余地を対象会社に広く認めるべきではなく、買収の計画、提案又は開始について特定の者による正式な内部意思決定がな	個別の事案に応じて総合判断する必要があるものの、買収の計画、提案又は開始について特定の者による正式な内部意思決定がなされていなくとも、対象会社がその具体的な可

	されていなくとも、対象会社とその具体的な可能性を認識していれば、平時ではないと解釈すべきことを解釈上明記することをご検討いただきたい。	能性を認識している場合には、「有事」に該当する場合もあり得ると考えております。
25	ポイントの筆頭に平時の企業価値向上が置かれていることに賛同します。買収者が現れたときに取締役会や特別委員会が右往左往してしまい、価格に関する十分な交渉ができないことがあるのは、平時から自社の本源的な企業価値を把握し、時価総額とのギャップを認識することができていないためです。 ここで取締役会の独立性は注2に示されていますが、これは(3)として本文で記述すべき重要性の高いものです。米国では1980年代の敵対的買収の時代を経て、経営陣が会社防衛のため取締役会の独立性を高めたことが、1990年代以降の経営者交代に繋がったと考えられます。わが国でも有事への対応力を高めるために取締役会の独立性を高めることが、平時においても経営者の監督や指名の機能が強化されることに繋がることを期待しています。	ポイントの内容を評価いただき、ありがとうございます。また、貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきますが、全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
26	平時から取締役会の機能を高めること、またスタンド・アローンを選んで有事への対処を終えた後に訪れる平時においては一層重い説明責任を負うべきであり、これらをQ&Aの行為規範にも反映することを求めます。	全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
27	「ポイント」はまた、取締役会について、「平時から経営努力を行って企業価値を高め、その企業価値の向上を時価総額に反映させるための取組を行うことが期待される」としています。この期待が満たされているのであれば、スタンド・アローン案が真摯なプレミアム付き買収提案よりも魅力的な結果をもたらす場面はまれであると考えられます。スタンド・アローン案を原則として排除することなく、この点を明確にするよう求めます。	全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
28	「ポイント」は、平時の取組により、買収提案を受領した際に、取締役会が当該提案と現経営陣の下で取り得る施策を速やかに比較できるようになるとしています。同等の比較を株主が行うためには、取締役会は、本指針第2.2.1節でも用いられている概念である会社の本源的価値について、あらかじめ十分に検討した見解を有していなければなりません。取締役会が提案に迅速に対応し、株主も迅速に評価で	全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。

	きるよう、「ポイント」第 1 節において、会社は平時から自社の本源的な企業価値を把握するための取組も行うべきことを明確にするよう求めます。	
「望ましい買収」		
29	以下の点を Q&A 案問 1 の回答の 2.の後に追記いただきたい。 「ただし、買収者が提示する買収価格は、一般的には、「買収による対象会社の企業価値の見込み」という買収者の評価であると考えられ、買収価格は、買収後の対象会社の企業価値を示す重要な要素になる。そのため、買収者が、過去の株価水準よりも相応に高い買収価格を示した場合には、企業価値を高めることが合理的に期待し得ると思われる。」	御指摘を踏まえ、必要な修正を加えました。
30	Q&A 案に関する追加的な明確化の要望 問 1 答 2 は、「高値の買収価格であることのみをもって、『望ましい買収』に当たるものではありません」と述べています。当社としては、本段落において「買収価格は、買収後の対象会社の企業価値を示す重要な要素」であるという点についても記載すべきと考えます。これは、本 Q&A 案の他の箇所(問 5 に対する答 1 参照)においても述べられているとおりです。	
31	Q&A について、以下に述べる追加的な明確化を行うことが有益であるとする。 問 1 答第 2 段落では、「高い買収価格を提示しているという理由だけで、その買収が『望ましい買収(Desirable Acquisition)』であるとみなされるわけではない」とされている。 しかし、誤解を避けるため、Q&A の別の箇所(Question 5 の回答第 1 段落)でも述べられているとおり、買収価格は、買収後の対象会社の企業価値を示す重要な指標の一つであることも併せて明記すべきであるとする。	
32	ディスカウント TOB の適否(基本的には株主利益に資さないし、株価操作のような効果もある)についても論じていただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、本指針の注 9 において、ディスカウント TOB について言及されております。
33	本ドキュメント類にて、ディスカウント TOB の適否について言及していただきたいです。 ディスカウント TOB が増えているが、基本的には株主利益に資さないと思われる。指針中には「支配株主である売主と買主との間でディスカウント TOB での取得に	

	ついて合意が成立している場合、対象会社が不合理にこれを妨げることは望ましくない」とあるが、少数株主の利益を考えると不合理ではないかと思えます。	
34	買収後、例えば再上場する際に時価総額が下がる買収がよいかは疑問である旨を記載してほしい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
35	望ましい買収か否かは、企業価値の向上と株主共同の利益確保の双方に資する買収である、という基本的な考え方には異論ありませんが、企業価値は定量的な概念と言っても、実務上、企業価値評価は、対象会社のスタンドアロンベースで行われるのが一般的で、買収によるシナジー効果が定量化される実務は定着しておらず、実務の間にギャップがあることが見過ごされているのではないかと懸念します。 もし、行動指針を実務でも一貫させるとすると、企業価値の向上分(買収によるシナジー)についての定量化を厳格に求めたり、また、企業価値(定量概念)を重要な指標としたりするならば、現状、企業価値算定書そのものは開示されておらず、企業価値評価の中身がブラックボックスになってしまっているため、企業価値算定書そのものの開示を求めるのが、筋が通るように感じます。 そこまで求めないとすると、行動指針は一種のレトリックとしては理解できるものの、結局、企業価値の向上を基準にするとと言っても、絵に描いた餅でしかなく、価格以外の定性的な理由で企業価値に資さないという理由で買収を拒否する口実とされる方向での悪用を招くことになるのではないかと懸念します。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
36	「高値の買収価格であることのみをもって、「望ましい買収」に当たるものではありません。」と記述があり、企業価値が向上することが前提となる趣旨と理解していますが、価格面(株主利益)が軽視されて受け取られる印象を受けるのではないかと懸念します。高値の買収提案であっても、企業価値を毀損する場合には、望ましい買収ではありません、と表現を工夫してはどうでしょうか。上場企業の株式は市場で売買されていますので、高い価格であれば売買されることが当然なので、上場している以上は、経営陣に対して、企業価値を高めて株価(時価総額)を高める経営を求めるのが行動指針の規範であり、単純に、高値の買収提案でも「望ましい買	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

	収」にあたるものではありませんと言う表現では、そこだけを切り取られ、本来の経営陣の行動規範を後退させる懸念があるので、誤解されないような表現にする必要があると感じます。	
37	注 3 で、「望ましい買収」は、対象会社や買収者等の特定の当事者にとって望ましいという意味ではなく、経済社会にとって望ましいものであることを意味しています」と記載がありますが、これと「対象会社の①企業価値の向上と②株主共同の利益の確保の双方に資する買収が「望ましい買収」である」の関係が不明確ではないか。企業価値の向上や株主共同の利益と離れた「経済社会にとって望ましいもの」というコンセプトは、企業価値・株主共同の利益の原則、株主意思の原則、透明性の原則という行動指針の 3 原則にも含まれておらず、やや唐突に出てきたような印象を受けるので、ここは説明をお願いしたい。	対象会社の①企業価値の向上と②株主共同の利益の確保の双方に資する買収が、経済社会にとって「望ましい買収」であると考えております。
38	「株主共同の利益」とは、当該時点における株主だけでなく、取締役会が事業を存続させるべきであると考える限りにおいて、将来に亘る株主を意味することを明記すべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
39	①企業価値の向上には資するものの、②株主共同の利益が確保されない、といった買収は、論理的にはあり得ないように思われる。①に資するにもかかわらず、どのような場合であれば②が確保されないといえるのか、具体例を示されたい。	例えば、企業価値の向上には資するものの、買収価格が十分ではない場合には、企業価値の向上には資するものの、その企業価値の増加分が適正な取引条件により買収者・株主の間で公正に分配されておらず、株主共同の利益が十分に確保されていないものと考えております。
40	企業は、企業価値と株主利益の双方を最大化しなければならず、どちらか一方を優先すべきではない。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
41	「高値の買収価格であることのみをもって『望ましい買収』に当たるものではなく、『企業価値の向上』が前提である」との記載について、その趣旨をより明確に示していただきたい。 「高値の買収価格は、それ自体で直ちに『望ましい買収』を意味するものではないものの、企業価値向上の見込み及び株主共同の利益を判断する上で重要な要素である」旨を、より明確に示すことを提案する。	①買収により対象会社の企業価値が向上し、②その企業価値の増加分が適正な取引条件により買収者・株主の間で公正に分配されることにより、③株主共同の利益が確保される、という一連の流れを満たす買収こそが「望ましい買収」であり、「望ましい買収」の前提に、対象会社の企業価値の向上があると考えております（ポイント 2(1)、Q&A 問 1）。 ポイント及び Q&A では、買収価格は、買収後の対象会社の

	現行表現のままでは、対象会社の経営陣が企業価値向上の根拠を十分に示さないまま、高い買収価格を提示した買収提案を否定することを正当化する方向に解釈される懸念もある。この点については、企業支配権市場を通じたガバナンス向上の機能を損なわない観点から、より慎重な表現を検討いただきたい。	企業価値を示す重要な要素であることを示すとともに（ポイント 2(3)、Q&A 問 5）、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで保身を図るための道具としたりすべきではないとし、買収により将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、当該影響について定量化することが望ましいとしており（ポイント 2(2)、Q&A 問 4）、経営陣の保身を牽制しております。
42	【Q&A 案について】 「経済社会にとって望ましい買収」について 「経済社会にとって望ましい買収」とは、専ら経済安全保障や負の外部性に着目した説明との理解でよい。私的所有の活動である企業支配権の移動に際して他のステークホルダーを意識させる以上、この点を明確に示さなければ分かりにくいと考える。	①買収により対象会社の企業価値が向上し、②その企業価値の増加分が適正な取引条件により買収者・株主の間で公正に分配されることにより、③株主共同の利益が確保される、という一連の流れを満たす買収こそが経済社会にとって「望ましい買収」であり、「望ましい買収」の前提に、対象会社の企業価値の向上があると考えております（ポイント 2(1)、Q&A 問 1）。 その上で、企業価値とは、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和を意味しており、一見して定性的な価値であっても、将来のキャッシュフローを増加させたり、キャッシュフローの現在価値を算出する際の割引率が低下したりすることにより、将来キャッシュフローの割引現在価値を高めることが合理的に見込まれる場合には、当該定性的な価値も企業価値に含まれると考えておりますので（ポイント 2(2)、Q&A 問 4）、専ら経済安全保障や負の外部性に着目しているものではありません。
43	【Q&A 案について】 外資と日系企業による買収提案について 外資系企業と日系企業による買収提案が競合した場合において、買収価格が「外資系企業 > 日系企業」となるケースの設例を示していただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

44	「望ましい買収」とは、対象会社の①企業価値の向上と②株主共同の利益の確保の双方に資する買収であると本文で言及しつつ、脚注で、「対象会社や買収者等の特定の当事者にとって望ましいという意味ではなく、経済社会にとって望ましいものであることを意味」というのは分かりづらいと思う。本脚注は削除するか、又は「対象会社の①企業価値の向上と②株主共同の利益の確保の双方に資する買収」は経済社会にとって望ましいものである、といった記載にすることをご検討いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。				
45	本 Q&A 注 3 で指摘されているように、「望ましい買収」は対象会社や買収者等の特定の当事者にとって望ましいという意味ではなく、経済社会にとって望ましいものであることを意味しているはず（本指針パブコメ回答 No.49）。買収後には対象会社は買収者と一体となって経営されるのであり、例えば対象会社においてはサプライチェーンが変更されて不安定に見える場合でも、買収者と一体となればより強靱なサプライチェーンが築かれてグループ全体での企業価値向上に資することも考えられます。買収者はまさにそのようにしてグループ全体で創出できるシナジー効果を対象会社の株主に配分しようとしているのであり、対象会社の株主はその機会を妨げるべきではありません。よって買収後の企業価値低下を理由に「望ましい買収」だといえないとき、対象会社の取締役会は経済社会全体にとってもおよそ望ましくないといえるほど重い説明責任を負うものであることを明確にしていきたいと思います。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。				
買収提案を受領した時の対応						
46	買収提案の受領窓口を経営陣に限定する必要はなく、利害関係を有しない社外取締役等が提案を直接受領した場合にも、速やかに取締役会に付議又は報告できることを明確にすべきです。 <table><tr><td>改定案（現行の記載）</td><td>修正案</td></tr><tr><td>【ポイント案 3(1)】 (1) 取締役会への付議・報告 経営陣又は取締役は、経営支配権を取得する旨の買収提案を受領した場</td><td>【ポイント案 3(1)】 (1) 取締役会への付議・報告 経営陣又は利害関係のない取締役（例えば、社外取締役）は、経営支配権を取得する旨の買収提案を受領し</td></tr></table>	改定案（現行の記載）	修正案	【ポイント案 3(1)】 (1) 取締役会への付議・報告 経営陣又は取締役は、経営支配権を取得する旨の買収提案を受領した場	【ポイント案 3(1)】 (1) 取締役会への付議・報告 経営陣又は利害関係のない取締役（例えば、社外取締役）は、経営支配権を取得する旨の買収提案を受領し	取締役には社外取締役も含まれますので、原案のとおりとさせていただきます。
改定案（現行の記載）	修正案					
【ポイント案 3(1)】 (1) 取締役会への付議・報告 経営陣又は取締役は、経営支配権を取得する旨の買収提案を受領した場	【ポイント案 3(1)】 (1) 取締役会への付議・報告 経営陣又は利害関係のない取締役（例えば、社外取締役）は、経営支配権を取得する旨の買収提案を受領し					

	合には、速やかに取締役会に付議又は報告することが原則となる。	た場合には、速やかに取締役会に付議又は報告することが原則となる。	
「真摯な買収提案」			
47	Q&A 案問 2 答 2②a 及び注 8、並びにポイント案 3 及び 4 において、次の趣旨を明記していただくことを要望する。 「買収提案を受けた当初の段階（デュー・ディリジェンスを実施する前の段階）においては、買収者による買収後の経営方針が一定の抽象度にとどまることをもって、直ちに目的の正当性を欠く、又は『真摯な買収提案』に該当しないと判断すべきではありません。対象会社の取締役会は、買収者に対する合理的な質問、必要な情報の提供、デュー・ディリジェンス実施可否の検討等を通じて、買収者に対して買収後の経営方針を具体化することを促すための合理的なプロセスを検討すべきです。」		Q&A では、「目的の正当性が合理的に疑われる場合」に該当するかを判断する考慮要素として「経営支配権を取得した後の経営方針が示されない買収提案」を例示する一方で、かかる要素に該当すれば直ちに「真摯な買収提案」に該当しなくなるわけではないことも明確化しております（Q&A 問 2）。そのため、買収提案を受けた当初の段階において、買収者による買収後の経営方針が一定の抽象度にとどまることをもって、直ちに目的の正当性が合理的に疑われると判断することが不適切な場合もあり得るとは考えておりますが、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
48	真摯な買収提案で挙げられている考慮要素については、取締役会での最初の付議段階だけではなく、継続的に確認・検証されるべきである旨を追記いただきたい。		Q&A では、当初の段階から実現可能性がないと判断することが不適切な場合もあり得ること等も示しており（Q&A 問 2・注 8）、当初の段階において「真摯な買収提案」として取り扱うこととした買収提案であっても、事後的に「真摯な買収提案」に該当しなくなる場合もあり得ると考えておりますが、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
49	目的の正当性の考慮要素などにおいて、買収提案「書」と買収者による口頭説明などの一致など、「買収者からの説明の一貫性」などを加えていただきたい。		「真摯な買収提案」に該当するかどうかは、ポイントや Q&A に例示列举された考慮要素のほか、その他の事情も総合考慮して判断されることが想定されますので、買収者からの説明の一貫性も考慮することが有用な場合もあり得るとは考えておりますが、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
50	「b）当局の許認可（例えば、独禁法・外為法等の許認可）など買収実施の前提条件が得られる蓋然性が低く、客観的に見え実施に至ることが期待できない買収提		許認可の取得に要する時間は、買収の実現時期に影響するものであり、買収による企業価値の向上に影響を及ぼす事

	案」について、許認可等が得られる・得られない、だけではなく、許認可に要する時間も考慮要素として追加いただきたい。また、許認可の見通しについては、その分野の専門家の意見を参考にすることが有効である、という旨を追記いただきたい。	情となり得ると考えておりますが(ポイント 4(2)、Q&A 問 3)、許認可の取得に長時間要する場合であっても、直ちに実現可能性が合理的に疑われるとは考えておらず、個別の事案に応じて、その他の事情も総合考慮して判断されることが想定されます。また、許認可の見通しについてはその分野の専門家の意見を参考にすることが有効な場合もあると考えておりますが、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
51	提案書にこれら考慮要素が書かれているからといって、すべからく真摯な買収提案となる、という訳ではない旨を明記していただきたい。	ポイント及び Q&A において、真摯な買収提案に該当するか判断するための考慮要素は例示である旨を明記し、また、各要素に該当しない場合に直ちに「真摯な買収提案」として取り扱うべきとの帰結が導かれるものではなく、個別の事案に応じて総合考慮する必要があると記載しておりますので(ポイント 4(1)、Q&A 問 2)、原案のとおりとさせていただきます。
52	提案内容の変更や出資者の追加について、無条件に認めるべきではないことを明示してほしい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
53	買収後の経営方針の提示を要求するのであれば、買収者に対して必要なデュー・デリジェンスの機会を与えることを前提とすべきである。また、支配株主が過去に売却意思を示していなかったことのみをもって、当該支配株主の保有株式の取得を前提とする買収提案の実現可能性を否定すべきではない。	買収者に対してデュー・デリジェンスの機会が与えられていない又は限定的な段階において、買収者に対して不合理に詳細な情報の開示・提供を求めることは望ましくないと考えております(本指針 3.1.2 注 26)。他方で、個別の事案に応じて総合判断する必要があるものの、デュー・デリジェンスの機会が与えられていなくとも、経営方針が全く示されていないような場合には、目的の正当性が合理的に疑われる余地はあると考えております(Q&A 問 2・注 21)。 また、Q&A では、対象会社による支配株主への働きかけ等により、実現可能性を高める余地があり得るため、買収提案を受けた当初の段階(デュー・デリジェンスを実施する前の段階)から実現可能性がないと判断することが不適切な場合も

		あり得るとしております(Q&A 問 2・注 8)。
54	競合提案については、より高い買収価格の提示それ自体を「価格を吊り上げる目的」の真摯でない買収提案として、否定的に評価すべきではない。むしろ、より高い買収価格の提示は一般株主の利益のためには歓迎すべきことである。対象会社取締役会の主観的、情緒的な認定により、一般株主にとって有利な競合提案が排除されないようにすべきである。	本指針、ポイント及び Q&A は、より高い買収価格を提示することを否定的に評価するものではありません。個別の事案に応じて総合判断する必要があるものの、高い買収価格を提示することをもって、直ちに「価格を吊り上げる目的」であり目的の正当性が否定されると判断することは不適切であると考えております。
55	買収資金の裏付けに関する例示に関し、あくまでも例示であり、資金調達能力又は資金力が合理的に確認できる場合には、必ずしもこれらの資料の提出が必要となるものではないことを明確にすべきである。	ポイント及び Q&A において、真摯な買収提案に該当するかの各要素は例示であることを示しており、個別の事案に応じて総合考慮する必要があると考えております(ポイント 4(1)、Q&A 問 2)。
56	【解釈案について】 解釈案では、「経営支配権を取得した後の経営方針が示されない買収提案」が、目的の正当性が合理的に疑われる場合として例示されている。一方で、「経営方針」にどの程度の具体性が求められるのかは必ずしも明らかではない。過度に詳細な説明を求めることは、対象会社が買収提案を拒絶する理由として利用される可能性もあると考える。そのため、買収者に求められる説明の水準について、Q&A 等で具体化することを提案する。	個別の事案に応じて総合考慮する必要があると考えておりますが(Q&A 問 2)、貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。また、ポイント及び Q&A では、取締役会は、「真摯な買収提案」を恣意的に解釈し、真摯な検討を避けまいよう留意する必要があるとしております(ポイント 4(1)、Q&A 問 2)。
57	【ポイント案について】 真摯な買収提案について 支配株主の売却しない意思是、文書による確認が困難ではないか。エビデンスのない意思決定や忖度の温床となる懸念はないか。	ポイント及び Q&A では、取締役会は、「真摯な買収提案」を恣意的に解釈し、真摯な検討を避けまいよう留意する必要があるとしております(ポイント 4(1)、Q&A 問 2)。
58	【Q&A 案について】 「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 「買収価格を吊り上げる目的で行われる買収提案」に、いわゆる対抗ビッドは含まれないとの理解でよい。そのビッドが真摯さの基準を満たすかどうかによって判断されるものと理解している。	個別の事案に応じて総合判断する必要があるものの、高い買収価格を提示することをもって、直ちに「価格を吊り上げる目的」であり目的の正当性が否定されると判断することは不適切であると考えております。
59	Q&A 案に関する追加的な明確化の要望	個別の事案に応じて総合考慮する必要があると考えております

	問 2 答 2 は、「規制当局の許認可など買収実施の前提条件が得られる蓋然性が低く、客観的に見て実施に至ることが期待できない買収提案」の場合には、買収提案の実現可能性について合理的な疑いが生じ得るとしています。しかしながら、場合によっては、取引の当事者が規制当局の許認可を取得できる蓋然性を完全な正確性をもって予測することができず、成功の蓋然性について合理的な見解の相違が生じ得ることがあります。 したがって、買収提案が「真摯な買収提案」に当たるか否かを検討するに当たり、対象会社の取締役会は、規制当局の許認可を取得できる蓋然性のみならず、いわゆる「hell-or-high-water」条項や逆解約金（リバース・ターミネーション・フィー）といった、買収者が提供する保護措置についても考慮すべきです。	すが（Q&A 問 2）、貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
60	Q&A について、以下に述べる追加的な明確化を行うことが有益であると考えます。 問 2 回答第 2 段落では、「許認可その他の買収条件が充足される可能性が低く、客観的にみて買収提案の実現可能性が低い場合」には、買収提案の実現可能性について合理的な疑義が生じ得るとしている。 しかしながら、特定の機微な産業分野や、規制環境あるいは地政学的状況の変化によっては、取引当事者が規制当局の承認取得時期や取得可能性を完全に正確かつ確信をもって予測することが困難な場合がある。また、その承認取得の可能性については、専門の法律顧問同士であっても合理的な見解の相違が生じ得る。 したがって、買収提案が「真正な提案 (bona fide offer)」であるかどうかを判断する際には、対象会社の取締役会は、規制当局の承認取得可能性のみならず、その承認取得を実現するために買収者がどのような保護措置を提示しているかについても考慮すべきである。例えば、いわゆる「ヘル・オア・ハイ・ウォーター条項 (hell-or-high-water covenant)」や、必要な承認が得られなかった場合に買収者が対象会社へ支払うリバース・ターミネーション・フィー (reverse termination fee) などがこれに含まれる。	

61	問 3 回答第 1 段落では、取締役会には「買収を受け入れる」、「独立した経営を継続する」、あるいは「提携や協業などの戦略的選択肢を検討する」といった広範な裁量があるとされている。 私たちは、この「戦略的選択肢」には、資産売却や支配権移転取引のように、競合提案に該当する水準の取引は含まれないことを明確化すべきであると考えます。戦略的選択肢としてそのような取引が検討される場合には、経済産業省は、取締役会に対してより厳格な行動基準を求めるべきかどうかを検討すべきである。	
「真摯な検討」		
真摯な検討による「経営判断」		
62	取締役会及び特別委員会は、買収提案とスタンド・アローン案だけでなく、少なくとも完全買収、一部株式取得、段階的な資本参加、資本業務提携、共同事業・合併会社、技術・データ・知的財産のライセンス、特定事業の切出し又は譲渡、第三者との提携その他の代替的な取引形態の選択肢について、その実現可能性及び企業価値への影響を比較することが望ましい旨を明記いただきたい。	ポイント及び Q&A では、取締役会は、真摯な検討を行った上で、買収に応じるか、又はスタンド・アローン（現経営陣が経営すること、現株主構成のもとで経営すること等）や第三者との提携・協業その他の戦略的選択肢も含め、広い裁量をもって経営判断することになるとしており（ポイント 4(2)、Q&A 問 3）、買収提案やスタンド・アローン以外の第三者との提携・協業その他の戦略的選択肢を検討することが有用な場合もあると考えておりますが、代替的な取引形態を検討するかについては、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております。
63	真摯な買収提案を受領した場合の検討について、買収提案を受け入れるか、現経営陣による単独経営を継続するかという二者択一に限らず、企業価値向上を実現するための代替的な取引形態も比較検討することが望ましい旨を、より明確に示していただきたい。取締役会及び特別委員会は、買収提案とスタンド・アローンの経営計画だけでなく、完全買収又は完全子会社化、一部株式の取得又は少数持分出資、段階的な資本参加、資本業務提携、共同事業又は合併会社、技術、データ、ブランド又は知的財産のライセンス、特定事業の切出し、譲渡又は共同運営、他の第三者との提携、対象会社による単独経営の継続のような選択肢についても、実現可能性と企業価値への影響を比較することが望ましいと考える。	
64	買収提案とスタンド・アローン案を比較する際には、単に「統合するか独立を維持するか」ではなく、どの機能を統合し、どの機能を独立して維持することが、最も企業価値を高めるのかについても検討・説明することを、望ましい実務として示していただきたい。	

65	本ドラフト資料においては取締役会の広い裁量が度重なり言及されております。(当該指摘は事実ではあるものの、)本指針の目的がベストプラクティスを示すことを踏まえると、当該裁量に言及することがベストプラクティスを示すという本指針の当初目的に照らしてどのような意味を持つのか疑問であり、Q&A 案が、買収に応じるか否かを判断する際に取締役会が経営判断の原則の下で広い裁量を有すると初めて明記されていることについて懸念を有しております。 ポイント案はまた、取締役会が、買収提案が生じる前から、合理的に実施可能な企業価値向上策をすべて講じておくことが期待されるとしています。この期待が満たされている場合、スタンド・アローンの選択肢が真摯なプレミアム付きの買収提案よりも説得力のある結果をもたらすことは稀であると考えられます。当社としては、貴省に対し、原則としてスタンド・アローンの選択肢を認める姿勢を維持しつつも、この点を明確にさせていただくよう求めます。 したがって、当社は、貴省に対し、取締役会が独立維持を推奨する場合には、株主に対して以下を説明すべきことを明確にさせていただくよう求めます。 ●提示された買収価格よりも会社に価値があると考ええる理由 ●当該追加的な価値をどのように実現する予定か ●その成否をどのように測定するか ●当該価値が実現されなかった場合、取締役会がどのように責任を負うか 当社は、貴省に対し、これらの説明を Q&A 案において明確に示していただくよう求めます。	株主に対する説明の内容や程度については個別の事案に応じて判断されるべきであると考えておりますが(Q&A 問 3)、貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、Q&A では、取締役会が買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかの判断の合理性について説明責任を果たす際に、例えば、経営陣の過去の経営実績、今後の企業価値向上策、企業価値向上に対するコミットメント等を説明することが有用であることも示しております(Q&A 問 3・注 21)。
66	Q&A 案に関する追加的な明確化の要望 問 3 答 1 の脚注 13 は、「判例上、経営上の専門的判断(経営判断)について、その判断の過程、判断の内容に著しく不合理な点がない限り、取締役の善管注意義務に違反するものではないと解されている(最判平成 22 年 7 月 15 日判時 2091 号 90 頁)」としています。当社は、本来の本指針が買収に関わる当事者及び資本市場の参加者双方にとっての予測可能性の向上とベストプラクティスの提示を目的として策定されたと理解しており、ここで引用されている判例はあくまで最低限の基準を示すものにすぎないと考えます。したがって、「取締役会は、経営判断の原則	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

	に基づく広い裁量を有している」との記載に、「企業価値の最大化を目的として」という文言が追加されるべきと考えます。					
67	確かに一般論として日本の会社法上取締役は会社に対して善管注意義務・忠実義務を負っているとされていますが、そのことが支配権異動という会社ではなく株主に直接経済的効果が生じる局面における取締役の行為規範を曖昧にしていると見られます。また、レブロン義務は負わないにしてもあまりにも低い TOB 価格で賛同表明を行う場合があり、そのことがかえってアクティビストによるバンプトラージや「折り返し出資」の機会を生んでおり、実務の混乱を招いています。米国デラウェア州では株主に対する直接の信認義務が判例上認められており、最近では韓国が会社法において株主に対する取締役の義務を明記する法改正を行ったことが知られています。このように、日本の会社法において取締役が義務を負う先は今後見直しが検討されるべきであり、「会社」から「会社及び株主」に拡張される可能性もあります。それも踏まえて、現在の一般論は今後も妥当するか分らず、削除するべきであると考えます。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。				
68	「Q&A」が、取締役会は買収に応じるか否かを決定する際に経営判断の原則に基づく広い裁量を有すると初めて記載している点を懸念しています。本指針は従来、会社法上の取締役の善管注意義務に関する論点を明確化することを目的とするものではないと明示していました。当社は 2023 年の本指針に対する意見において、「取締役会は、たとえ既存経営陣の地位に影響が及ぶ場合であっても、株主の最善の利益に資する提案を検討すべきである」と述べました。この新たな枠組みが、株主に対する取締役会の実質的な説明責任を弱めるものではなく、定量化基準と併せて解釈されるべきことを確認するよう求めます。	Q&A において、取締役会は、買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかの判断の合理性について説明責任を果たすことが求められ、定量的な観点から株主に説明することが困難である場合には説得力のある説明が求められるとしておりますので(Q&A 問 3)、原案のとおりとさせていただきます。				
69	経営判断の原則に基づく裁量が、一定の方向性を持つものであり、無限定なものと誤解されることを防ぐため明確化を行うべきです。 <table><tr><td>改訂案(現行の記載)</td><td>修正案</td></tr><tr><td>【ポイント案 4(2)】</td><td>【ポイント案 4(2)】</td></tr></table>	改訂案(現行の記載)	修正案	【ポイント案 4(2)】	【ポイント案 4(2)】	全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
改訂案(現行の記載)	修正案					
【ポイント案 4(2)】	【ポイント案 4(2)】					

	取締役会は、買収に応じるか否かについて、経営判断の原則に基づく広い裁量を有している。	取締役会は、買収に応じるか否かについて、経営判断の原則に基づく広い裁量を有する。<u>ただし、当該広い裁量は、現状維持を無条件に選択する裁量、企業価値の向上を目指さない裁量又は企業価値向上策の具体化、実行及び説明を免れる裁量を意味するものではない。株主がその判断内容を理解し、その合理性を評価できるよう、判断の根拠となる要素が将来キャッシュフロー又は割引率に与える影響を可能な限り定量化した上で、説得的な説明を行うことが求められる。</u>	
	【Q&A 問 3・回答 1(5 頁)】 取締役会は、買収に応じるか否かについて、経営判断の原則に基づく広い裁量を有していると考えられます。そのため、取締役会は、真摯な検討を行った上で、買収に応じるか、又はスタンド・アローン(現経営陣が経営すること、現株主構成のもとで経営すること等)や第三者との提携・協業その他の戦略的選択肢も含め、広い裁量をもって経営判断することになります。	【Q&A 問 3・回答 1(5 頁)】 取締役会は、買収に応じるか否かについて、経営判断の原則に基づく広い裁量を有していると考えられます。そのため、取締役会は、真摯な検討を行った上で、買収に応じるか、又はスタンド・アローン(現経営陣が経営すること、現株主構成のもとで経営すること等)や第三者との提携・協業その他の戦略的選択肢も含め、広い裁量をもって経営判断することになります。<u>ただし、当該広い裁量は、現状維持を無条件に選択する裁量、企業価値の向上を目指さない裁量又は企業価値向上策の具体化、実行及び説明</u>	

		<u>を免れる裁量を意味するものではありません。株主がその判断内容を理解し、その合理性を評価できるよう、判断の根拠となる要素が将来キャッシュフロー又は割引率に与える影響を可能な限り定量化した上で、説得的な説明を行うことが求められます。</u>	
	【Q&A 問 3・回答 4(6 頁)】 取締役会は、このような検討を行った上で、買収に応じるか、又はスタンド・アローン等か、広い裁量をもって経営判断することになります。	【Q&A 問 3・回答 4(6 頁)】 取締役会は、このような検討を行った上で、買収に応じるか、又はスタンド・アローン等か、広い裁量をもって経営判断することになります。<u>ただし、当該広い裁量は、現状維持を無条件に選択する裁量、企業価値の向上を目指さない裁量又は企業価値向上策の具体化、実行及び説明を免れる裁量を意味するものではありません。株主がその判断内容を理解し、その合理性を評価できるよう、判断の根拠となる要素が将来キャッシュフロー又は割引率に与える影響を可能な限り定量化した上で説得的な説明を行うことが求められます。</u>	
	【Q&A 問 6・回答 4(注 39)】 対象会社の株主である株式会社は、いずれの買収に応じるか(公開買付けに応募するか)については、経営判	【Q&A 問 6・回答 4(注 39)】 対象会社の株主である株式会社は、いずれの買収に応じるか(公開買付けに応募するか)については、経営判断の原則に基づき広い裁量が認めら	

	断の原則に基づき広い裁量が認められていると考えられます。	れていると考えられます。<u>ただし、当該広い裁量は、現状維持を無条件に選択する裁量、企業価値の向上を目指さない裁量又は企業価値向上策の具体化、実行及び説明を免れる裁量を意味するものではありません。株主がその判断内容を理解し、その合理性を評価できるよう、判断の根拠となる要素が将来キャッシュフロー又は割引率に与える影響を可能な限り定量化した上で、説得的な説明を行うことが求められます。</u>	
	【Q&A 問 7・回答 2】 取締役会は、買収に応じるか否かについて、経営判断の原則に基づく広い裁量を有していると考えられます。	【Q&A 問 7・回答 2】 取締役会は、買収に応じるか否かについて、経営判断の原則に基づく広い裁量を有していると考えられます。<u>ただし、当該広い裁量は、現状維持を無条件に選択する裁量、企業価値の向上を目指さない裁量又は企業価値向上策の具体化、実行及び説明を免れる裁量を意味するものではありません。株主がその判断内容を理解し、その合理性を評価できるよう、判断の根拠となる要素が将来キャッシュフロー又は割引率に与える影響を可能な限り定量化した上で、説得的な説明を行うことが求められます。</u>	
企業価値の向上に資するかどうかを検討する際の考慮要素			

70	対象会社の取締役会及び特別委員会は、買収提案を検討する際、少なくとも、買収者が提示するシナジーの実現に経営支配権の取得が本当に必要なのか、資本業務提携、少数持分出資、合併、ライセンス等でも同様の効果を実現できないか、完全買収によって失われる中立性、独立性、取引先及び利用者からの信頼はないか、会社全体を取得する必要があるのか、特定事業のみの切出しが適切ではないか、事業を切り出した場合、ブランド、人材、知的財産、データ及び顧客基盤の一体性が損なわれないか、提携又は買収後のデータ利用、囲込み、競争制限及び利益相反をどのように防ぐか、買収者が事業方針を変更又は撤退した場合、対象会社の事業や利用者をどのように保護するか、取引後も必要な人材、研究開発、設備投資及びサービス品質を維持できるか、を確認することが望ましい旨を明記いただきたい。	ポイント及び Q&A は、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを真摯に検討する際の考慮要素として、買収後の経営方針や買収ストラクチャーなどを例示しており(ポイント 4(2)、Q&A 問 3)、買収の必要性に関する事情や買収後の事業運営への影響等については、上記の考慮要素に包含され得ると考えております。ただし、真摯な検討に当たって買収者に確認すべき情報の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております。
71	非上場化後のガバナンス体制について、取締役会及び監査機能の構成、独立性を有する者の関与、関連当事者取引の承認手続、重要な資産処分・借入れ・保証の決定手続、内部統制及び外部監査の継続等を、買収前に示すことが望ましいと考える。 特に完全子会社化や非上場化後は、一般株主や市場による監視、継続的な情報開示、株価を通じた警告機能が失われる。そのため、「非上場化によって迅速で自由な経営が可能になる」という利点だけでなく、外部からの監視が弱まることによるリスクも検討すべき。	ポイント及び Q&A では、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを真摯に検討する際の考慮要素として、買収後の経営方針を例示しているところ(ポイント 4(2)、Q&A 問 3)、非上場化後のガバナンス体制、事業継続に必要な基盤への影響やサービスの維持等については、上記の考慮要素に包含され得ると考えております。ただし、真摯な検討に当たって買収者に確認すべき情報の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております。
72	買収後の経営方針については、売上・利益・資本効率だけでなく、対象会社の製品・サービスを利用している顧客へのサポート継続、修理・部品供給、保証対応、取引先への支払い、従業員の雇用・技術継承など、事業継続に必要な基盤への影響も説明対象に含めるべき。	
73	単に買収価格や短期的な費用削減効果を見るのではなく、買収者の経営資源をどこまで活用できるか、シナジー実現に経営支配権の取得が本当に必要か、対象会社の中立性、独立性及び取引先からの信頼への影響、人材、ブランド、知的財産、データ及び顧客基盤の維持、市場競争、利用者の選択肢及び取引先の囲込みへの影響、法令、経済安全保障及び個人情報保護上の問題、事業間の一体性と、切	

	出しによって失われる価値、買収後の追加投資及び事業継続の確実性、提携解消又は事業撤退時の対応、も検討する必要がある。	
74	単に買収価格や短期的な費用削減額だけでなく、買収者の経営資源をどの程度活用できるか、経営支配権の取得がシナジー実現に不可欠であるか、対象会社の中立性や独立性が損なわれないか、人材、ブランド、知的財産、データ、顧客基盤及び取引先との関係を維持できるかを検討する必要がある。また、特定事業のみを切り出す場合には、事業間で共有されている人材、技術、ブランド、データ、顧客基盤等が分断され、かえって企業価値を損なう可能性についても検討すべき。	
75	買収後の統合・標準化によるシナジーを検討する際には、対象会社及びその地域子会社、営業拠点、店舗等が持つ、地域の需要を発見し、小規模に商品・サービスを試す機能が維持されるかについても検討することが望ましい旨を明記していただきたい。取締役会及び特別委員会は、買収者が提示する商品・ブランド統合、組織再編及び意思決定の集約について、費用削減効果だけでなく、対象会社の需要発見力、試験販売機能、現場提案制度及び新商品・新サービス創出力への影響を確認すべき。	
76	真摯な買収提案の検討において、買収者が提示するシナジーを評価する際には、共同仕入れ、物流・システムの統合、重複部門の削減、業務の標準化等によるコスト削減効果だけでなく、対象会社が持つ差別化能力、収益創出力及び地域・顧客との関係が、買収後に維持・強化されるかについても検討することが望ましい旨を明確にしていきたい。	
77	買収後に対象会社の資産や信用力が、買収者側またはグループ内の別事業の債務保証、資金繰り、担保、資産売却等に使われる可能性がある場合には、その内容、上限、意思決定手続、少数株主・債権者・従業員・取引先への影響を確認すべき。	ポイント及び Q&A では、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを真摯に検討する際の考慮要素として、買収後の経営方針、取引実行の前提条件、買収ストラクチャーや対象会社の資産を買収資金に充当する予定の有無・内容、買収者の資力などを例示しており(ポイント 4(2)、Q&A 問 3)、対象会社の資産等が買収者の債務保証や担保に用いられる予定やその影響、買収後に予定されている関連当事者への資金移転等、買収資金の借入れに関
78	買収後に予定される対象会社から買収者、親会社、出資者その他の関連当事者への配当、貸付け、債務保証、資産売却、事業譲渡、経営指導料、アドバイザー報酬その他の資金移転について、その目的、金額、条件及び承認手続を確認する必要がある。	

79	買収資金の出所、借入額、返済期間、金利、担保、保証、財務制限条項等を確認し、対象会社又はその子会社の現預金、資産、株式、事業収益及び信用力が、どの程度買収資金の調達又は返済に利用される予定であることを明らかにする必要がある。	する情報や対象会社の資産等が買収資金の調達等に利用される予定については、上記の考慮要素に包含され得ると考えております。ただし、真摯な検討に当たって買収者に確認すべき情報の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております。
80	買収を直接行う法人の名称や所在地だけでなく、その法人を最終的に支配する自然人・法人、主要な出資者、資金提供者及び実質的な受益者を確認すべき。特別目的会社や複数の国内外法人を介する場合には、最終的な意思決定者と資金負担者が誰であることを明らかにする必要がある。	ポイント及び Q&A では、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを真摯に検討する際の考慮要素として、買収者及び買収者への出資者の属性などを例示しており(ポイント 4(2)、Q&A 問 3)、買収の意思決定者や資金負担者等については、上記の考慮要素に包含され得ると考えております。ただし、真摯な検討に当たって買収者に確認すべき情報の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております。
81	「真摯な検討」において考慮すべき事項に、買収者の信頼性・言行一致についても加えていただきたい。	ポイント及び Q&A では、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを真摯に検討する際の考慮要素として、買収者及び買収者への出資者の属性などを例示しており(ポイント 4(2)、Q&A 問 3)、買収者の信頼性や言行一致については、上記の考慮要素に包含され得ると考えております。 また、買収者の言行一致については、買収者による買収後の経営方針や買収者が提示する企業価値向上策の実現可能性等のその他の考慮要素にも影響を及ぼす場合もあり得ると考えておりますので、「真摯な検討」において間接的に考慮され得るものと考えております。
82	買収者及び最終的な支配者、主要な出資者、資金提供者について、過去の買収実績だけでなく、買収先企業における資産売却、関連当事者取引、追加借入れ、雇用、設備投資、研究開発、事業継続及び買収後の財務状況についても確認する必要がある。	ポイント及び Q&A では、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを真摯に検討する際の考慮要素として、過去の投資行動、買収した会社の企業価値向上を実現した実績などを例示しており(ポイント 4(2)、Q&A

83	買収者及びその実質的支配者について、過去の買収先における事業継続、雇用、設備投資、法令順守、許認可、税・社会保険料の納付、取引先への支払い、破綻・撤退・資産売却等の実績を確認すべき。	問3)、買収者及びその実質的支配者等における過去の買収先企業における買収後の財務状況や買収先における事業継続等については、上記の考慮要素に包含され得ると考えております。ただし、真摯な検討に当たって買収者に確認すべき情報の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております。
84	買収者のトラックレコードについては、単に買収を実行した実績だけでなく、買収後に対象会社の事業継続、従業員雇用、取引先関係、顧客サポート、ブランド価値、研究開発、知財活用、地域拠点を維持・向上させた実績を確認すべき。	ポイント及びQ&Aは、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを真摯に検討する際の考慮要素として、過去の投資行動、買収を最後まで遂行した実績、買収した会社の企業価値向上を実現した実績などを例示しており(ポイント4(2)、Q&A問3)、買収後に対象会社の事業継続、従業員雇用、取引先関係等を維持・向上させた実績や、過去の買収先における売上・利益等の推移等については、上記の考慮要素に包含され得ると考えております。ただし、真摯な検討に当たって買収者に確認すべき情報の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております。
85	買収者のトラックレコードについて、単に「過去に何件の買収を行ったか」だけでなく、過去の買収先における売上・利益・設備投資・研究開発・賃金・雇用・人材流出・事業売却・借入負担・サービス継続・顧客満足などの推移を、可能な範囲で開示することが望ましいと明記いただきたい。	
86	自己資金、借入金、ファンド出資その他の買収資金の内訳とともに、買収後の運転資金、設備更新費、人件費、修繕費、法令適合のための費用等を継続的に負担できるかを確認すべき。買収代金を調達できることと、買収後の事業を安定して運営できることは、区別して検討する必要がある。	ポイント及びQ&Aは、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを真摯に検討する際の考慮要素として、買収者の資力や経営能力などを例示しており(ポイント4(2)、Q&A問3)、買収資金の内訳や買収後の費用負担能力等については、上記の考慮要素に包含され得ると考えております。ただし、真摯な検討に当たって買収者に確認すべき情報の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております。
87	買収後の事業計画について、買収者が想定するシナジーだけでなく、売上減少、金利上昇、調達価格上昇、主要取引先の離脱、事業計画未達等が生じた場合に	ポイント及びQ&Aは、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを真摯に検討する際の考慮

	も、対象会社が債務返済と事業継続を両立できるか、下方シナリオを含めて検証する必要がある。	要素として、買収者が提示する企業価値向上策の実現可能性・実現時期などを例示しており(ポイント 4(2)、Q&A 問 3)、買収後の事業計画についての実現可能性や実現できなかった場合のシナリオ等を含めて、企業価値の向上に資するかどうかの観点から真摯に検討することが重要であると考えております。ただし、真摯な検討に当たって買収者に確認すべき情報の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております。
88	開発停止、経営破綻又は撤退が生じた場合に、未完成施設、建物、土地、廃棄物、修繕、原状回復、利用者保護、従業員への支払い等を誰が負担するのかについても、下方シナリオとして検討すべき。	
89	無形資産・人的資本・知的財産・ユーザー基盤・制度接続型ビジネスについて、買収提案を評価する際の考慮要素を例示していただきたい。たとえば、IP 企業であれば、主要 IP の現在収益だけでなく、IP 創出力、編集者・プロデューサー等の中核人材、アーカイブ、海外ファンダム、休眠 IP の再活用、ライセンス展開、地域連携などが重要である。障害者向けサービス企業であれば、利用者数、本人確認基盤、自治体・交通・企業との連携、データの信頼性、個人情報保護、当事者からの信頼、BtoB・BtoG 展開可能性が重要である。こうした価値は短期利益だけでは見えにくい一方、買収後に壊されると回復困難な場合もある。	ポイント及び Q&A は、一般的な考え方を述べているものであり、特定の業種・分野を取り上げた記載はしていません。なお、ポイント及び Q&A では、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを真摯に検討する際の考慮要素として、買収者による買収後の経営方針を例示しており(ポイント 4(2)、Q&A 問 3)、買収後のライセンス展開、地域連携、事業継続方針等については、上記の考慮要素に包含され得ると考えております。ただし、真摯な検討に当たって買収者に確認すべき情報の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております。
90	ホテル、介護、交通、小売、観光、医療その他、地域住民や利用者の生活に関係する事業については、買収後の事業継続方針、料金、雇用、サービス水準、施設維持、災害対応及び地域との協議方針を示すことが望ましいと考える。	ポイント及び Q&A は、一般的な考え方を述べているものであり、特定の業種・分野を取り上げた記載はしていません。
91	人的資本が企業価値の主要な源泉となっている会社については、買収後の人材維持策を、企業価値向上策の重要な検討項目として明記いただきたい。 コンテンツ企業であれば、編集者、プロデューサー、監督、アニメーター、制作進行、翻訳者、ライセンス担当者等の中核人材や、作家・クリエイターとの契約・信頼関係が失われれば、IP だけを取得しても、将来の IP 創出力や長期運用力が低下する可能性がある。 そのため、買収者には、中核人材の維持・処遇・育成方針、早期退職、配置転換、外注化の方針、制作・編集判断の独立性、クリエイターとの契約や権利処理、作品	ポイント及び Q&A は、一般的な考え方を述べているものであり、特定の業種・分野を取り上げた記載はしていません。

	資料・中間生成物・アーカイブの保存、休眠 IP を含む IP の長期運用方針、研究開発・新規企画への投資の説明を求めることが望ましいと考える。	
92	「真摯な検討」において考慮すべき要素として、意思決定のスケジュールを意識しすぎるべきではない(最優先にはしない)、ということを加えていただきたい。	買収の実現時期は、真摯な検討において、買収が企業価値の向上に資するかを検討する考慮要素の一つとして例示しているものであり、買収の実現時期を最優先にすべきとは考えておりませんが、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
93	「真摯な検討」において考慮すべき事項に、買収提案を実施した場合のディスシナジー・企業価値の毀損についても加えていただきたい。	真摯な検討は、企業価値の向上に資するかどうかの観点から検討するものであり(ポイント 4(2)、Q&A 問 3)、買収によるディスシナジーの発生や企業価値の毀損のおそれ(企業価値の向上に資さない可能性)についても、当然に真摯な検討の対象に含まれると考えております。
94	「真摯な検討」においては、株主構成の安定化を、優先度の高い考慮要素とすべきではないこと、それは、企業価値の向上の論点とは別の要素であることを明示していただきたい。	ポイント及び Q&A は、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを真摯に検討する際の考慮要素として、株主構成の安定化は例示しておらず(ポイント 4(2)、Q&A 問 3)、優先度の高い考慮要素として考えておりません。
95	提案の評価・企業価値の検討において考慮すべき要素について、買収提案・企業価値の検討において、以下を、考慮すべき要素として強調していただきたい ・提案によるディスシナジー、デメリット、企業価値毀損 ・技術・人材・地政学 ・従業員や取引先の意向 ・当局の許認可の取得可否に加えて、取得できるとしても時間がかかりすぎないか ・スケジュールや利害関係者を意識しすぎて、必要な検討をおざなりにしていないか ・アクティビストを含む株主構成を重視しすぎているか ・アドバイザーが議論を主導してしまっていないか	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、真摯な検討は、企業価値の向上に資するかどうかの観点から検討するものであり(ポイント 4(2)、Q&A 問 3)、買収によるディスシナジーの発生や企業価値の毀損のおそれ(企業価値の向上に資さない可能性)についても、当然に真摯な検討の対象に含まれると考えております。

	これらの要素を、「企業買収における行動指針」のポイント(案)」や、「企業買収における行動指針」Q&A(案)」に反映いただきたい	
96	詳細な質問を買収者に対して行うことが買収を阻止するための措置として行われる、ということを前提にせずに、必要な質問はしっかりと行うべき記述に変えていただきたい。	合理的に必要な質問を行うことは重要であると考えておりますが、実質的に買収を阻止するための措置として、詳細な質問を過度に行うことは望ましくないと考えておりますので(Q&A 問3・注17)、原案のとおりとさせていただきます。
97	本案では、対象会社が真摯な検討を行うにあたり、買収者に対して合理的な範囲で質問を行うことが考えられるとされています。この点は、株主が十分な情報に基づき判断するために有益であると考えます。 一方で、質問又は情報要求が過度に広範又は詳細なものとなる場合には、買収提案の検討を遅延させ、結果として株主が買収提案を検討する機会を制約するおそれもあります。 そのため、対象会社による質問は、企業価値及び株主共同の利益の検討に必要な範囲で行われるべきであり、買収提案の実質的な阻止又は時間稼ぎと受け止められる運用は避けるべきである旨を補足いただきたいと考えます。	Q&Aにおいて、買収者に対する質問については、詳細な質問を過度に買収者に対して行うことが、実質的に経営支配権を取得する買収を阻止するための措置として行われてはならないと記載しておりますので(Q&A 問3・注17)、原案のとおりとさせていただきます。
98	「真摯な検討においては、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを検討する」とあり、株主共同の利益の観点が抜けている。「望ましい買収」の意義のところでの「望ましい買収か否かは、対象会社の「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」という説明と整合するよう、企業価値の向上だけでなく、株主利益も考慮していることが分かるよう、企業価値の向上と株主共同の利益の観点から判断すべきと明記すべきである。こういうところで、価格面(株主利益)を軽視している印象を受けるのではないかと危惧しています。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、一般論として、会社法では、取締役は一義的には会社に対して善管注意義務・忠実義務を負うと考えられておりますので、取締役は、企業価値の向上の観点から、買収に応じるかどうかを検討することが、会社法の整理とも整合的と考えられます(Q&A 問3・注14)。
99	買収の対価の妥当性を評価するにあたり買収後の企業価値向上策を検討する場合には、既存事業の継続のみに着目するのではなく、低収益又は赤字事業の整理、事業・資産の譲渡その他の方法により株主価値を実現することも含まれ得る旨を明確化すべきである。	ポイント及びQ&Aにおいて、対象会社の事業上必要な資産を売却する場合であっても、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ことを記載するとともに(Q&A 問3・注16)、買収者の提示する企業価値向上策には、買収者が提示する

		新たなビジネスモデルも含まれる、対象会社の既存のビジネスモデルを前提とした企業価値評価とは前提条件等が異なり得る点に留意が必要と記載しておりますので(ポイント4(2)、Q&A 問3・注20)、原案のとおりとさせていただきます。
100	本指針は対象会社側の行動規範として理解されがちであるが、買収を巡る公正なルール形成のためには、買収者側にも相応の情報提供・説明責任があることを明確にする必要がある。 そこで、真摯な買収提案を行おうとする買収者は、対象会社が検討に着手するために必要十分な情報を提供すべきであることを明記すべきである。	ポイント及びQ&Aにおいて、対象会社による真摯な検討に当たり、買収者は、対象会社から受領した質問に対して、合理的な範囲で、具体的に(定量化が可能な事項については定量的に)回答することが望ましいと記載しておりますので(ポイント4(2)、Q&A 問3)、原案のとおりとさせていただきます。
101	真摯な買収提案を行おうとする買収者は、対象会社が検討に着手するために必要十分な情報を提供すべきであることを明記すべきである。特に、対象会社の負担が重くなることが多いLBO等のファイナンスを利用することを見込んでいる場合には、その旨およびLBOファイナンスを利用してもなお企業価値の向上が見込まれることの説明を明記すべきである。	なお、Q&Aでは、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを真摯に検討する際の考慮要素として、対象会社の資産を買収資金に充当する予定の有無・内容などを例示した上で、対象会社のキャッシュフローや資産を担保として買収資金を借入れ等による調達する場合には、買収資金を返済する負担等により、想定している企業価値向上策が実施できなくなる場合には、対象会社の企業価値の向上に資さない場合もあることを示しております(Q&A 問3・注16)。
102	「Q&A」の脚注16について、「ポイント」の方では脚注が省略されている。重要性が高い点であるため、「ポイント」にも脚注を追記し、同様の記載とすべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきますが、全体の記載の粒度を踏まえ、ポイントについては原案のとおりとさせていただきます。
103	「誠実な検討(Sincere Consideration)」の評価において、ディシナジー(負の相乗効果)という質的要素を用いることを排除すべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、ポイント及びQ&Aでは、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで保身を図るための道具としたりすべきではないとし、買収により将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、当該影響について定量化することが望ましいとして

		おり(ポイント 2(2)、Q&A 問 4)、経営陣の保身を牽制しております。
104	Q&A 案に関する追加的な明確化の要望 問 3 答 2 の脚注 16 は、買収資金が対象会社のキャッシュフロー又は資産を担保とする借入れにより調達される場合について、当該資金の返済負担により、想定されている企業価値向上策の実施が妨げられる場合には、企業価値の向上に資さない場合があるとしています。しかしながら、通常、このような資金調達を行う貸手は、買収者の事業計画に照らして、買収後の対象会社が信用力を有すると判断した上で融資を行っています。洗練された当事者が融資の実行に合意している場合には、当該融資が過度な負担を課すものではないとの推定が働くべきであると考えます	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
105	問3回答第 2 段落の脚注 16 では、買収資金が対象会社のキャッシュフローや資産を担保とする借入れによって調達される場合、「その返済負担により、想定されている企業価値向上策を実行することが困難となるのであれば、企業価値向上に資するものとはいえない可能性がある」とされている。 しかし通常、そのような融資を提供する金融機関は、自らのデューデリジェンスや、買収者との広範な協議・交渉を経たうえで、対象会社が買収後も十分な信用力を維持できると判断している。また、その判断は通常、買収者が予定している企業価値向上策の実施を前提として行われている。 したがって、十分な専門性を有する当事者間で融資契約が成立している場合には、その融資が過度な負担をもたらすものではないとの推定が働くべきであると考える。	
106	Q&A案「3.真摯な検討」の考慮要素として新設された「買収者及び買収者への出資者の属性(コンプライアンスの遵守状況や体制を含む)」については、以下の懸念がある。 ①ファンド等が買収者となる場合、出資者が多数に及び、その属性やコンプライアンス状況の詳細な把握・開示は困難な場合があるが、本要素は過度な負担を買収者に課しかねない。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

	以上より、「買収者への出資者」については記載の削除や限定(買収者の意思決定に関与する者に限る等)を図るべきである。	
107	Q&A 案「3.真摯な検討」脚注 16 は、対象会社の事業上必要な資産の売却について、売却代金の使途(成長投資への充当か、買収対価の原資への充当か)を基準に企業価値向上への影響を判定している。しかし、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ず、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(公正な買収の在り方に関する研究会第 10 回議事要旨 15 頁田中委員発言)。また、ある資産が「事業上必要」か否かは、買収後に採用される経営戦略に照らして評価すべきで、例えば、買収者が非中核事業・資産の切り出しにより経営資源を集中させる戦略を採る場合には、売却代金を直ちに成長投資に充当しないとしても、当該資産を保有し続けることは資本効率の観点から必ずしも最適ではない。 このような場合、資産売却自体が経営効率化・資本効率の改善を通じた企業価値向上に資する可能性があるもので、「当該売却代金の全てを買収価格の原資とする場合には、企業価値の向上に資さない場合もあるものと考えられます」との記載は誤解を招くため、修正等すべきである。	個別の事案に応じて判断されるべきものと考えているため、「資さない場合もある」と表現しておりますが、貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
108	Q&A 案は、「企業価値の向上に資さない場合」として、事業に必要な資産を売却し、その売却代金を買収価格の原資とする場合や、対象会社のキャッシュフローや資産を担保として買収資金を借入れ等により調達する場合を挙げているが(Q&A 案問 3 脚注 16)、これは「企業価値の向上」を対象会社における将来キャッシュフローの増加でのみ判断するという偏った考え方に基づくものではないか。 1. 当然のことながら、「企業価値」を「企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和」と考える以上、将来キャッシュフローが一定であれば割引率(WACC)が低下すれば「企業価値」は向上する。無借金経営の対象会社のキャッシュフローや資産を担保として LBO ローンにより買収資金を借入れたとしても、一般的に株主資本コストの方が負債コストよ	Q&A 問 3 注 16 は、対象会社の事業上必要な資産を売却する場合であっても、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と考えられる旨を記載しております。また、対象会社のキャッシュフローや資産を担保として買収資金を借入れ等により調達する場合については、想定している企業価値向上策が実施できなくなる場合には企業価値の向上に資さない場合もあり得ると示しているのみであり、いわゆる LBO ローンが企業価値向上に資さないことを意味するものではありません。 また、ポイント及び Q&A は、取締役会における検討において

りも高い以上、WACC が低下し、結果として「企業価値」が向上することは十分あり得る。LBO ローン の貸し手となる金融機関も、対象会社の返済能力に応じた水準でのみ融資を行う以上、Q&A 案問 3 脚注 16 が指摘するような「買収資金を返済する負担等により、想定している企業価値向上策が実施できなくなる場合」というのは極めて<u>例外的なケース</u>であり、実務上買収資金の一部を負債調達している場合の多くは「企業価値」の向上に資する「望ましい買収」である。 2. また、対象会社が低収益の不動産等の資産を保有していたり、対象会社による経営が不効率となっている(対象会社がベストオーナーであるとはいえない)事業を有する場合には、かかる資産や事業を第三者に売却し、成長投資に直ちに必要となる資金を残した上で、残りの対価については、LBO ローン の返済や株主への還元に充てることで最適な資本構成・資本効率を追求すると共に、追加の成長投資資金が必要となる場合は、改めて借入又は資本投下を行う方が、<u>財務健全性、事業ポートフォリオの最適化及び経営資源の効率的配分という観点から妥当な場合が多い</u>。かかる場合も、当該対象会社における当該資産・事業売却後の将来キャッシュフローだけに着目すれば、売却した資産・事業の分だけキャッシュフローの額は単純に減少することになるが、<u>当該対象会社の買収時点において見込まれていた、「当該売却対象資産・事業が、より適したオーナーの下で生み出す将来キャッシュフロー」が前倒しで実現するだけであり、かかる売却が予定されているとしても、なお「企業価値」を向上させる買収</u>と言い得るはずである。言い換えると、当該対象資産・事業の売却によって得られる対価も含めて「企業価値」を考えるべきであり、かかる「企業価値」を向上させる買収は「望ましい買収」であるはずである。 Q&A 案が上記①②の買収類型における企業価値の向上を否定する趣旨だとすれば、事業再編実務指針、「『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンスガイドンス」、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」と相反し、また、「経済社会にとって望ましい」買収を目指す買収行動指針や Q&A 案自身	は、いずれがより企業価値の向上に資するか定量的な観点から十分に比較することが望まれるとし、買収提案等が公表された場合等には、買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかの判断の合理性について説明責任を果たすことが求められると記載しておりますので(ポイント 4(2)、Q&A 問 3)、原案のとおりとさせていただきます。
--	---

	とも明らかに矛盾することになるが、そのような趣旨が明らかにされたい(仮にそのような趣旨であるとすれば、この点においても、買収行動指針の維持ではなく、実質的改定となっていることになる。)。そのような趣旨ではないのであれば、<u>上記①②の買収類型では企業価値が向上すると考えられることを明記するとともに、そもそも、企業価値の向上は、単に対象会社が現在保有する資産、事業、売上規模又は組織規模の維持・拡大を意味するものではなく、将来キャッシュフローの増加、資本コスト・割引率の低下、資本効率の改善、事業ポートフォリオの最適化、及び経営資源のより有効な配分を通じて実現されるものであり、対象会社の取締役会が、複数の提案を比較する際も、当該提案が将来キャッシュフロー、WACC、ROIC、資本効率、成長投資余力及び事業ポートフォリオの最適化に与える影響を総合的に検討・評価した上で、株主に対して合理的かつ透明性のある形で説明する必要があるという点を明記すべきである。</u>	
定量的な観点から企業価値向上策の比較検討		
109	買収案を評価するときは、費用削減額だけでなく、対象会社が持つ収益創出能力が買収後に強化されるのか、それとも標準化によって失われるのかを見る必要がある。買収者が商品、知的財産、データ、店舗だけを取得しても、その価値を生み出していた人材、取引関係、裁量、企業文化を失えば、期待した価値を得られないことがある。標準化による原価低減以上に、来店客数、粗利益率、広域集客、ブランド、商品開発力を失う場合がある。	買収によるシナジー及びディスシナジーに関する貴重な具体例として承りました。なお、ポイント及び Q&A は、買収者が提示する企業価値向上策及びスタンド・アローン等の企業価値向上策について、いずれがより中長期的な企業価値の向上に資するか、シナジーとディスシナジーの双方を考慮した上で、定量的な観点から十分に比較検討することが望ましいとしております(ポイント 4(2)、Q&A 問 3)。
110	スタンド・アローンと買収提案との比較に当たっては、将来の価値創出額のみならず、その価値の実現時期及び達成確度を踏まえた現在価値ベースの説明を行うことを、より明確に示すことが望ましい。	ポイント及び Q&A では、真摯な検討において、①買収者が提示する買収価格や企業価値向上策と②対象会社によるスタンド・アローン等の企業価値向上策のいずれがより中長期的な企業価値の向上に資するか、定量的な観点から十分に比較検討することが望まれるとしており(ポイント 4(2)、Q&A 問 3)、買収提案とスタンド・アローン等について、検討時点における、それぞれの場合の企業価値(将来キャッシュフローの割引現在価値の総和)を定量的な観点から比較検討する
111	買収者の企業価値向上策と同様に、スタンド・アローン等の選択肢の評価においても、実現可能性と実現時期を踏まえた評価を行うことを明確化すべきと考える。	

		ことが望ましいと考えております。 また、ポイント及び Q&A では、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを真摯に検討する際の考慮要素として、買収者が提示する企業価値向上策の実現可能性・実現時期を例示しており(ポイント 4(2)、Q&A3)、企業価値向上策の実現可能性・実現時期は、買収提案又はスタンド・アローン等における企業価値(将来キャッシュフローの割引現在価値の総和)を評価する際の考慮要素になると考えておりますが、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
112	Q&A 案は、買収者の新たなビジネスモデル、イノベーション、経営資源によるシナジーと、対象会社側の企業価値向上策を、シナジーとディスシナジーの双方から比較するよう求めている。また、定量化が難しい場合には、合理的・説得的な定性説明による評価も認めている。 M&A の説明ではこのようなことを示してもらえればと思う。	Q&A の内容を評価いただき、ありがとうございます。
113	「真摯な検討」において、ファイナンシャルアドバイザーその他アドバイザーは、あくまでサポート要員であって、議論を主導すべきではない旨を追記いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
114	「ただし、以下の①について、定量的な分析が困難である場合には、買収者による定性的な説明が合理的・説得的であるか等を確認することにより代替することも考えられる。」について「②」(対象会社によるスタンド・アローン等の企業価値向上策)についても、定性的な要素は考慮してよい旨、追記していただきたい。 また、買収提案によって生じる定性的な負の影響についても考慮すべきである、という旨も追記いただきたい。	買収者の提示する企業価値向上策(①)については、対象会社の取締役会が定量的に分析することが困難な場合が特に想定されるため、買収者による定性的な説明が合理的・説得的か等を確認することによる代替方法を記載するものです。 対象会社のスタンド・アローン等の企業価値向上策(②)について、定性的な価値を考慮することを否定するものではありませんが、定量的な観点から株主に説明することが困難である場合には、株主に対する説得力のある説明が求められます(Q&A 問 3)。 また、ポイント及び Q&A において、取締役会が買収者が提示する企業価値向上策及びスタンド・アローン等の企業価値

		向上策を比較検討するに当たっては、シナジー及びディスシナジーの双方を考慮するものとし(ポイント 4(2)、Q&A 問 3)、一見して定性的な価値であっても、それにより対象会社の将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、買収提案による企業価値向上を検討する際に考慮することができると記載しておりますので(ポイント 2(2)、Q&A 問 4)、原案のとおりとさせていただきます。
115	ポイント案 P8「定量的な観点から、企業価値向上策を比較検討」について、「定量化が可能なものについては」定量化の上、企業価値向上策を比較検討すべきである旨、及び、定性的な価値についても重要なものは考慮すべき旨の記載に変えていただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきますが、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
116	ポイント案 P8「定量的な観点から、企業価値向上策を比較検討」について、定量化されたものについては、企業価値を上げる方向の情報であっても、下げる方向の情報であっても、どちらについても、十分に検討をすべきである、という記載を加えていただきたい。	ポイントにおいて「シナジーとディスシナジーの双方を考慮した上で、定量的な観点から十分に比較検討することが望ましい」と記載しておりますので、原案のとおりとさせていただきます。
117	ポイント(案)4(2)及び Q&A(案)問3において、「定量的な観点からの比較検討」が示された点、並びに「買収に応じないと経営判断した場合の高度な説明責任」と「株主による最終判断」の構造が明記された点について、賛同する。 買収提案に賛同せずスタンド・アローンを選択する場合、現経営陣には「買収提案を上回る企業価値向上策を、いかなる蓋然性をもって、どの時間軸で実現するのか」について、株主に対し説得力のある対案を示す責任がある。そして、その対案が株主の支持を得られなければ、結果的に買収が成立し得るという構造が明確化されたことは、M&A 市場における公正性・透明性を高めるものであり、市場関係者として評価できる。	ポイント及び Q&A の内容を評価いただき、ありがとうございます。
118	本指針 P17 に「環境社会に対する責任に関する価値や、人的資本に関する価値など中長期的な価値が市場株価に反映されるようになってきている。」とあるように、	ポイント及び Q&A において、企業価値の中には、事業活動における従業員等のステークホルダーの貢献や、地域社会・地域経済や地球環境を含む多様なステークホルダーにも配

	買収提案と比較する上場維持策においてもこれら中長期的な価値を考慮してよいことを明示すべき。	慮したサステナブルな事業活動を通じて、将来のキャッシュフローが増加することによる価値又は割引率が低下することによる価値も含まれると記載しておりますので(ポイント2(2)、Q&A 問4)、原案のとおりとさせていただきます。
119	取締役会が買収提案とスタンドアローン戦略を比較検討するにあたっては、DCF等の財務分析のみならず、中長期的な価値創造能力への影響についても総合的に評価することができる旨を明確化することを要望いたします。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
120	Q&A(案)問3の4における「取締役会は、このような検討を行った上で、買収に応じるか、又はスタンド・アローン等か、広い裁量をもって経営判断することになります。」という記載の削除、又は配置の見直しを提案する。 問3の1において、取締役会が経営判断の原則に基づく広い裁量を有していると明記されている点については賛同する。しかし、問3の4において「買収者の定性的な説明が合理的・説得的であるか等を確認することにより代替できる」とした直下に、改めて「広い裁量をもって経営判断する」と記載することで、取締役会が買収者の定性的な説明を「合理的・説得的ではない」と評価しさえすれば、実質的な検証を経ずに買収提案を退けてよいという誤った解釈を正当化しかねない。 買収提案が定性的な理由のみをもって安易に、あるいは根拠なく、株主の承知しないところで拒絶される懸念を払拭するため、当該記載は削除するか、記載位置を見直すべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、ポイント及びQ&Aでは、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで保身を図るための道具としたりすべきではないとし、買収により将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、当該影響について定量化することが望ましいとしております(ポイント2(2)、Q&A 問4)。
121	「定量的な観点から、企業価値向上策を比較検討」の③として、「③買収者がLBO等対象会社に負担がかかるファイナンスを利用する場合における、LBOファイナンスの負担を上回る企業価値向上が見込まれるか否か」を付け加えるべきである。	Q&Aでは、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを真摯に検討する際の考慮要素として、対象会社の資産を買収資金に充当する予定の有無・内容などを例示した上で、対象会社のキャッシュフローや資産を担保として買収資金を借入れ等による調達する場合には、買収資金を返済する負担等により、想定している企業価値向上策が実施できなくなる場合には、対象会社の企業価値の向上に資さない場合もあることを示しておりますので(Q&A 問3・注16)、原案のとおりとさせていただきます。

122	取締役会は「株主の利益」を保護する法的義務を負い、株主を代表する存在であることを明確に示すべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、Q&A では、①買収により対象会社の企業価値が向上し、②その企業価値の増加分が適正な取引条件により買収者・株主の間で公正に分配されることにより、③株主共同の利益が確保される、という一連の流れを満たす買収こそが「望ましい買収」であるとし(Q&A 問 1)、買収提案が公表された場合等には、取締役会は、買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかの判断の合理性について説明責任を果たすことが求められるとしております(Q&A 問 3)。
123	2(2)ポイント(案)P9 定量的な観点から、企業価値向上策を比較検討当該部分に、以下のように、注記をしていただきたいと存じます。 定量的な観点から比較検討するにあたって、社内取締役はもちろん、独立性の高い社外取締役といえども、すでに就任後の取締役会における意思決定に関与しており、現在の経営方針を推し進める当事者の立場であることから、外部者である買収提案者からの提案に対し、心情的に反買収的なバイアスがかかり得ることを認識し、買収提案に対してことさら中立性、客観性をもって接することに努めるべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
124	実務上の予見可能性を高める観点から、スタンドアローンケースとの比較、将来キャッシュフロー、資本コスト、期待されるシナジー、DCF 法、市場株価法、類似会社比較法等の企業価値評価手法など、判断に当たり考慮すべき分析の視点や具体例について、Q&A 等でより充実した説明を加えることを提案したい。 このような具体例を示すことは、取締役会の説明責任を果たしやすくするだけでなく、市場参加者にとっても判断基準の予見可能性を高めることにつながる。結果として、市場機能及び価格メカニズムへの信頼が高まり、公正で健全な企業買収市場の発展にも資するものとする。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
125	スタンド・アローンの企業価値と買収提案内容を比較検討するに当たり、企業価値の算定方法が、実務上、DCF 法に過度に依拠する運用となるおそれがある点を懸念しております。DCF 法に事実上限定されることのないよう、	本指針、ポイント及び Q&A は、株式価値の算定方法を DCF 法に限定するものではなく、複数の算定手法を組み合わせることも有益であると考えておりますが、全体の記載の粒度を

	・市場株価法や純資産法等、複数の手法を組み合わせること ・サステナビリティや人材投資など、現在十分に市場に評価されていない非財務的要素を適切に考慮すること を促す趣旨を、より明確かつ前向きな書きぶりでお示しいただくことをご検討いただきたく存じます。	踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
株主に対する説明		
126	企業価値には定性的・現場的な価値も含まれ得ることを維持しつつ、それを理由に買収提案を拒否する場合には、株主が買収者案と現経営陣案を比較できる情報開示を行うべきであることを、より明確に記載していただきたい。	Q&A では、買収者が提示する企業価値向上策とスタンド・アローン等の企業価値向上策を定量的な観点から十分に比較検討することが望まれるとし、「買収提案が公表された場合等には、取締役会は、買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかの判断の合理性について説明責任を果たすことが求められ」としておりますが、株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております(Q&A 問3)。
127	個人株主への情報提供にも配慮すべき。機関投資家だけでなく、個人株主も、店舗を見に行き、商品を買ひ、サービスを使い、株主総会で質問し、IR 資料を読み、長期的な企業価値を判断している場合がある。買収提案が公表された場合には、個人株主にも分かる形で、買収提案の内容、対象会社の判断理由、スタンド・アローン案との比較、価格以外の企業価値上の論点、リスク、今後の手続を説明することが重要である。	
128	株主に対しても、単に買収提案への賛否を示すだけでなく、なぜ完全買収、部分出資、資本業務提携、合併、事業切出し又は単独経営のうち、その選択肢が最も企業価値を高めると判断したのかを、比較可能な形で説明すべき。	
129	株主に対しても、単に「買収に賛成又は反対」と説明するだけでなく、なぜ完全買収、部分的な資本参加、提携、事業切出し又はスタンド・アローンのうち、当該選択肢が最も企業価値を高めると判断したのかを、比較可能な形で説明することが望ましいと考える。	
130	対象会社が買収提案を受け入れ、拒否し、又は別の取引形態を選択する場合には、株主に対して、なぜその選択肢が他の選択肢よりも企業価値及び株主共同の利益の向上に資すると判断したのかを、比較可能な形で説明することが望ましいと考える。	
131	真摯な買収提案に対する真摯な検討が重要とされているが、その検討結果が株主に伝わらなければ、株主は判断できないため、取締役会が真摯な買収提案を受け	Q&A では「買収提案が公表された場合等には、取締役会は、買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかの判断

	た場合、買収価格だけでなく、現経営陣の単独経営計画、代替案、資本政策、事業再編案、人材戦略、知財・ブランド戦略、店舗・事業改善計画などを、買収提案と比較できる形で株主に説明することが望ましいと明記すべき。	の合理性について説明責任を果たすことが求められ」、「仮に定量的な観点から株主に説明することが困難である場合には、株主に対する説得力のある説明ができるよう検討することが求められ」としており(Q&A 問3)、株主に対する説明責任は重要であり、また、対象会社の取締役・取締役会が買収に応じないと経営判断し、株主から説明を求められた場合には、抽象的な説明ではなく説得力のある説明をすることが重要であると考えております。 なお、株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております(Q&A 問3)。
132	Q&A(案)では、取締役会は、買収者が示す買収価格や企業価値向上策と、対象会社によるスタンド・アローン等の企業価値向上策について、どちらが中長期的な企業価値向上に資するかを、シナジー・ディスシナジー双方を考慮して比較検討することが望ましいとされている。この考え方をさらに実効性あるものにするため、対象会社が買収提案を拒否する場合には、「当社には中長期的な企業価値がある」「ステークホルダーに配慮する必要がある」といった抽象的説明にとどめず、どの価値を、誰が、どの期間で、どのような KPI により高めるのかを説明すべき。	
133	取締役会が真摯な買収提案を受けた場合には、買収者の提案と、現経営陣によるスタンド・アローンの企業価値向上策を、株主が比較できる形で示すべき。買収者が提示する価格、シナジー、成長投資、事業再編、人材活用、海外展開、DX、資本政策だけでなく、対象会社側も、現経営陣であればどのように企業価値を高めるのかを、期間、KPI、資本政策、事業ポートフォリオ、人材戦略、投資計画を含めて説明することが望ましいと明記すべき。	
134	特に、対象会社が真摯な買収提案を拒否する場合には、現経営陣によるスタンド・アローンの経営計画が、買収者の提示する計画よりも企業価値を高められると判断した根拠を示すべき。その際には、少なくとも将来の売上、利益及びキャッシュフロー、必要な投資額と資金調達方法、資本効率及び資本政策、事業ポートフォリオの見直し、人的資本への投資と中核人材の維持、知的財産、ブランド及び顧客基盤の活用、不採算事業・資産の改善又は整理、買収によるシナジーとディスシナジー、従業員、顧客、取引先、地域等への影響、計画の実施時期、KPI 及び未達時の対応について、買収者案と現経営陣案を比較できる情報提供が必要である。現経営陣が買収提案を拒否するのであれば、単に買収価格が不十分であると述べるだけでなく、いつまでに、どのような施策によって、買収案を上回る価値を実現するのかを説明する必要がある。過去に公表した中期経営計画が未達である場合には、その原因と、今回の計画が過去の計画と異なる理由も示すべき。	

135	対象会社側も、単に「当社独自の文化やブランドが重要である」と抽象的に主張するのではなく、それらが顧客単価、継続率、粗利益率、広域集客、取引先数、新商品開発等にどのようにつながっているかを、可能な限り具体的に示すべき。	
136	「ステークホルダーへの配慮」は重要であるが、それを株主の判断機会を奪う理由として安易に用いるべきではない。従業員、取引先、地域、顧客への影響を理由に買収提案を拒む場合には、どのステークホルダーに、どのような悪影響が、どの程度の蓋然性で生じ、それが企業価値にどう影響するのかを具体的に説明すべき。逆に、買収によって賃上げ、投資拡大、物流改善、商品力向上、海外展開、人的資本投資が進む可能性がある場合には、その利益も公正に評価すべき。	ポイント及び Q&A では「対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、保身を図るための道具としたりすべきではな」く(ポイント 2(2)、Q&A 問 4)、「仮に定量的な観点から株主に説明することが困難である場合には、株主に対する説得力のある説明ができるよう検討することが求められる」(Q&A 問 3)としており、対象会社の取締役・取締役会が買収に応じないと経営判断し、株主から説明を求められた場合には、抽象的な説明ではなく説得力のある説明をすることが重要であると考えております。
137	ステークホルダーへの配慮を、買収提案を拒否するための抽象的な理由として使うべきではない。従業員、取引先、顧客、地域社会、利用者、クリエイター、障害当事者などへの影響を理由にする場合には、どのステークホルダーに、どのような影響が、どの程度の蓋然性で生じ、それが企業価値にどう影響するのかを説明すべき。逆に、買収により賃上げ、設備投資、海外展開、物流改善、商品力向上、合理的配慮の拡大、人材育成、IP 活用などが進む可能性がある場合には、その利益も公正に評価すべき。	また、買収者が提示する企業価値向上策については、「買収者が提示する新たなビジネスモデルやイノベーション、買収者の経営資源によりもたらされるシナジーなど」が含まれることや、「買収者が提示する企業価値向上策は、新たなビジネスモデルへの転換を想定している等の場合によっては、対象会社の既存のビジネスモデルを前提とした企業価値評価とは前提条件等が異なり得る」としており(ポイント 4(2)、Q&A 問 3・注 20)、買収者が提示する企業価値向上策についても真摯に検討することが重要であると考えております。 なお、株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております(Q&A 問 3)。
138	買収提案を受けた対象会社の取締役会は、買収価格が高いことだけでなく、買収後に企業価値を毀損する可能性のある財務構造、債務保証、グループ内取引、資	Q&A では、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを真摯に検討する際の考慮要素として、買収価格等の取引条件の妥当性(買収ストラクチャー、

	産処分、過度なレバレッジ、異業種投資等についても、株主に対して分かりやすく説明すべき。	取引実行の前提条件、買収価格の算定基礎に関する事項、対象会社の資産を買収資金に充当する予定の有無・内容などを例示しつつ、「買収提案が公表された場合等には、取締役会は、買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかの判断の合理性について説明責任を果たすことが求められる」（Q&A 問 3）としており、買収価格等の取引条件が企業価値に与える影響や、株主に対する説明責任は重要であると考えております。
139	Q&A 案問 5 答 4 では、「買収後の企業価値と買収価格が見合っていない」と判断する場合には、株主に対する説得力のある説明が求められると、より明確に記載されている。Q&A 案問 4 答 4 においても、定量化が困難である場合には、株主に対する説得力のある説明が求められるとの整理が置かれている。したがって、Q&A 案問 3 答 5 についても、これらの記載と平仄を合わせ、次のように修正すべきと考える。 修正案： 「仮に、定量的な観点から株主に説明することが困難である場合には、株主に対する説得力のある説明が求められます。」	御指摘を踏まえ、必要な修正を加えました。
140	Q&A案「3.真摯な検討」の 5.において、「買収提案が公表された場合等には、取締役会は、買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかの判断の合理性について説明責任を果たすことが求められます。なお、株主から説明を求められた場合に、必ず定量的な観点から説明しなければならないとまで述べるものではなく、その内容や程度については個別の事案に応じて判断されるべきです。ただし、仮に定量的な観点から株主に説明することが困難である場合には、<u>株主に対する説得力のある説明ができるよう検討することが求められます。</u>」（下線は引用者）とされているが、本指針がベストプラクティスを示すものであることを踏まえれば、定量的な観点からの説明が困難である以上、株主に対しては説得力のある説明が当然に期待されるはずであるため、下線部は「株主に対する説得力のある説明が求められます。」と修正すべきである（定量的な説明が困難な場合に、株主への説得力の	

	ある説明が求められないとすれば、そのような指針は「ベスト」プラクティスとは到底呼べない。))。	
141	対象会社取締役会がスタンド・アローン案を提示する場合には、少なくとも、過去の株価及び資本効率の推移に対する説明、これまで同様の施策を実行しなかった理由、今後の具体的な企業価値向上策、達成期限、主要 KPI、未達時の取締役会及び経営陣の責任、並びに株主との継続的な対話方針を示すべきことも明記していただきたい。	株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えておりますが、Q&A では、取締役会が買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかの判断の合理性について説明責任を果たす際に、例えば、経営陣の過去の経営実績、今後の企業価値向上策、企業価値向上に対するコミットメント等を説明することが有用であることも示しておりますので(Q&A 問 3・注 21)、原案のとおりとさせていただきます。
142	株主に対する説得力のある説明について、次の点を明確化することが望ましい。定性的価値について定量化が困難である場合であっても、客観的根拠を示すことが求められる。例えば、当該価値が将来キャッシュフロー又は割引率にどのような影響を及ぼすと考えなのかについて、対象会社固有の事実関係、過去の実績、業界事例、類似事例等の客観的根拠を示しながら説明することが考えられる。	株主に対する説得力のある説明の際に、定性的な価値が将来キャッシュフロー又は割引率に与える影響について、対象会社固有の事実関係、過去の経営実績、業界事例、類似事例等の客観的根拠を示しながら説明することが有用な場合もあり得ると考えておりますが、株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております(Q&A 問 3)。
143	買収に関する情報は、専門家や機関投資家だけでなく、個人株主や障害のある株主も理解し、判断できる形式で提供することが必要である。数百ページの法的文書や PDF を公開するだけでは、十分な情報提供とはいえない場合があります。買収者案と対象会社案について、少なくとも買収価格と算定根拠、買収後の経営方針、現経営陣による代替計画、従業員・顧客・取引先への影響、主なシナジーとリスク、買収成立時・不成立時の株主への影響、特別委員会の判断理由を比較した要約資料を作成することを望ましい実務として示していただきたい。 また、HTML 形式、テキスト抽出可能な PDF、スクリーンリーダー対応、字幕付き説明動画、平易な日本語による Q&A など、情報アクセシビリティにも配慮することを求める。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

144	現金買収だけでなく、株式を対価とする買収や部分買付けについて、株主が結果を具体的に理解できる情報開示を求める。 株式対価の場合には、交換比率だけでなく、買収者の財務状況、事業リスク、議決権の希薄化、配当方針、株式の流動性、上場市場、為替リスク、買収後に対象会社株主が持つことになる権利などを説明すべき。また、部分買付けや二段階買収については、応募した場合、応募しなかった場合、買付予定数を超えて按分となった場合、上場が維持された場合、上場廃止・スクイズアウトとなった場合のそれぞれについて、株主が受ける経済的・法的な影響を具体例で示すことが望ましいと考える。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております(Q & A 問 3)。
145	親会社、支配株主、主要株主又は同一企業グループ内の会社を対象会社を買収する場合には、通常の第三者買収よりも厳格な説明と公正性確保を求めるべき。 特に、買収によって親会社・支配株主が得る利益、対象会社と一般株主が得る利益、買収しない場合の対象会社の将来価値、株式価値の算定範囲と前提条件、他の買収候補、提携又は上場維持という代替案、対象会社と親会社との間の取引条件、特別委員会が価格交渉を行った過程を株主に分かる形で開示することを望ましい実務として示していただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、MBO 及び支配株主による従属会社の買収については、公正 M&A 指針を策定しております。
146	対象会社がスタンド・アローンの企業価値向上策を理由として買収提案に応じない場合には、当該施策の内容、実現可能性、買収提案内容との比較に加え、なぜ当該施策を買収提案前に実施しなかったのかについて、取締役会が合理的に説明すべきである。	株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えておりますが、Q&A では、取締役会が買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかの判断の合理性について説明責任を果たす際に、例えば、経営陣の過去の経営実績、今後の企業価値向上策、企業価値向上に対するコミットメント等を説明することが有用であることも示しておりますので(Q&A 問 3・注 21)、原案のとおりとさせていただきます。
147	取締役会が企業価値の判断に当たり定性的な要素を考慮する場合には、取引先への悪影響の有無を含め、それらが将来キャッシュフロー又は割引率に与える影響を定量的に示し、証拠に基づいて説明するべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、ポイント及び Q&A において、買収による将来キャッシュフロー又は割引率に与える影響については定量化することが望ましいとしております(ポイント 2(2)、Q&A 問 4)。

148	Q&A 案問 3 の答 5 の末尾に、以下の趣旨を追記していただきたい。 「対象会社が、既に締結した取引契約上の制約を理由として、後発の買収提案に関する情報提供、協議又は交渉を行わない場合には、契約上の制約が存在することを示すだけでなく、秘密保持義務、進行中の交渉その他の正当な利益を害しない合理的な範囲で、(1)当該制約の概要、(2)例外条項の有無及び適用可能性、(3)当該制約を前提としても追加情報の確認又は協議を行う余地がないと判断した理由、並びに(4)当該判断に係る検討体制・過程(特別委員会の関与の有無等)について、株主に対して説明することが望まれます。」	株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えておりますが(Q&A 問 3)、貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
149	Q&A 案に関する追加的な明確化の要望 問 3 答 5 は、これが、株主から求められた場合に取締役会が常に定量的な観点から説明しなければならないことを必ずしも意味するものではない旨を留意すべきとしています。当社としては、その重要性を再確認するため、本来の本指針の以下の文言を使用していただくよう要望いたします。「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合において、特に、現金対価による全部買収(最終的に 100%の株式を取得することにより買収者がコミットしている買収)の提案である場合には、株主が対象会社株式への投資から利益(支配権プレミアムも含む)を得る最後の機会となるため、株主にとっては価格面での取引条件の適正さが特に重要となる。」(本指針 3.2.2.)	取締役会が買収に応じる方針を決定する場合において、特に、現金対価による全部買収の提案である場合には、株主が対象会社株式への投資から利益を得る最後の機会となるため、株主にとっては価格面での取引条件の適正さが特に重要となると考えておりますが(本指針 3.2.2)、全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
150	買収者の提案と比較した上でスタンド・アローンを選択することは、既存株主は足元での高値での売却機会を失うかもしれず、既存株主に大きな機会損失をもたらします。本解釈では「自社の企業価値向上策を実行し、当該買収により想定された企業価値を中長期的に超えることで、株主共同の利益を確保することが期待される」と述べていますが、このような期待を認識するだけでは甘いと言わざるを得ません。スタンド・アローンを選択した後合理的な期間が経過した後も買収者による当初の買収価格(及びそれに時間経過による時間価値を加味した価格)を株価が上回れないのであれば、経営陣は退任ないし、当初買収者よりも高値での買収者を探すことを株主から期待されるということを明記していただきたいと思います。これは有事を保身で乗り切らないための、有事後の平時における規律だといえます。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、取締役会が買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかの判断の合理性について説明責任を果たす際に、例えば、経営陣の過去の経営実績、今後の企業価値向上策、企業価値向上に対するコミットメント等を説明することが有用であると考えております。(Q&A 問 3・注 21)

151	買収提案を受け入れるかどうかの判断に関連すると考えられる定量化が困難な要因については、その内容を明確に示すとともに、想定される影響について可能な限り最善の見積りを提示すべきである。これにより、株主が当該提案を支持すべきか、あるいは否決すべきかを評価できるようにする必要がある。	株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えておりますが、例えば、今後の企業価値向上策や企業価値向上に対するコミットメント等を説明することが有用であることも示しております（Q&A 問3・注21）。
152	キーポイントおよび Q&A では、取締役会が M&A 提案、あるいは複数の提案がある場合にはその中の最高提示額の提案を拒否する際には、その決定がどのように株主価値を最大化するものであるかを明確に示すべきであるという期待を強調すべきである。また、その際には、2023 年ガイドラインの原則 2 に示された株主の合理的な意思を尊重していることについても、明確に説明しなければならない。	
153	ベストプラクティスとして、取締役会の独立社外取締役または特別委員会（スペシャル・コミッティー）の独立した委員のうち少なくとも 1 名以上は、投資家との双方向の対話に応じるべきである。その対話では、買収提案の評価プロセスおよび取締役会が推奨する提案の妥当性について説明し、意見交換を行うことが求められる。	株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております（Q&A 問3）。
154	キーポイントおよび Q&A において、定量化が困難な要因を正当化するための説得力のある説明は、経営陣および／または取締役会が株主に対して行う必要があることを明示すべきである。また、その説明は、会社の株主とのエンゲージメントを通じて直接行われるべきであり、株主との双方向の対話が可能な形で実施されるべきである。	
155	本指針は、望ましい買収を、対象会社の企業価値の向上と株主の利益の双方に資するものと定義しています。しかし、買収による企業価値の向上が見込まれる場合でも、一般株主がその便益を受け取らないことがあります。現金対価による全部買収では、一般株主は買収価格で退出し、買収後の企業価値の増加を享受しません。これらの株主にとって決定的な問題は、買収者が完了後に企業価値をどの程度高められるかではなく、提示価格が、買収されずに事業を継続した場合に会社の実現し得る価値と比べて十分に魅力的かどうかです。したがって、取引の類型に応じ、株主が受け取る対価又は取引後に保有することとなる株式の価値が、当該代替案と比較して十分であるかを、取締役会が具体的かつ慎重に説明すべきことも明確にするよう求めます。	現金対価による全部買収の提案である場合には、株主が対象会社株式への投資から利益を得る最後の機会となるため、株主にとっては価格面での取引条件の適正さが特に重要となると考えておりますが（本指針 3.2.2）、株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております（Q&A 問3）。

156	取締役会が独立した経営の継続を推奨する場合には、以下の事項を株主に説明すべきことを明確にするよう求めます。 ・なぜ会社の価値が提示された買収価格を上回ると考えるのか。 ・その追加的価値をどのように実現するのか。 ・成功をどのように測定するのか。 ・その価値が実現されなかった場合に取締役会がどのように責任を負うのか。	株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えておりますが、例えば、今後の企業価値向上策や企業価値向上に対するコミットメント等を説明することが有用であることも示しております（Q&A 問3・注21）。						
157	株主が当該影響を自らの企業価値評価に反映できるように、対象会社は、少なくとも、当該要素から将来キャッシュフロー又は割引率への影響に至る具体的な因果経路、影響の方向、時間軸及び規模を合理的に可能な範囲で示す必要があります。 将来予測には不確実性が伴うため、取締役会に対して具体的な数値結果へのコミットメントを求めることが適切ではない場面もありますが、その場合においても、判断過程の合理性を可能な限り定量的に示すべきです。 確定的な数値を示すことができない場合であっても、レンジ、複数のシナリオ又は感応度等を用い、合理的に可能な範囲で定量的な説明を行うことを原則とすべきです。 <table><tr><td>改訂案（現行の記載）</td><td>修正案</td></tr><tr><td>【ポイント案 2(3)】 （例外的に企業価値と買収価格が見合わない場合の判断について）株主に対する説得力のある説明が求められる。</td><td>【ポイント案 2(3)】 （例外的に企業価値と買収価格が見合わない場合の判断について）株主がその判断内容を理解し、その合理性を評価できるよう、判断の根拠となる要素が将来キャッシュフロー又は割引率に与える影響を可能な限り定量化した上で、説得的な説明を行うことが求められる。</td></tr><tr><td>【Q&A 問3・回答4】</td><td>【Q&A 問3・回答4】</td></tr></table>	改訂案（現行の記載）	修正案	【ポイント案 2(3)】 （例外的に企業価値と買収価格が見合わない場合の判断について）株主に対する説得力のある説明が求められる。	【ポイント案 2(3)】 （例外的に企業価値と買収価格が見合わない場合の判断について）株主がその判断内容を理解し、その合理性を評価できるよう、判断の根拠となる要素が将来キャッシュフロー又は割引率に与える影響を可能な限り定量化した上で、説得的な説明を行うことが求められる。	【Q&A 問3・回答4】	【Q&A 問3・回答4】	株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えておりますが（Q&A 問3）、貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
改訂案（現行の記載）	修正案							
【ポイント案 2(3)】 （例外的に企業価値と買収価格が見合わない場合の判断について）株主に対する説得力のある説明が求められる。	【ポイント案 2(3)】 （例外的に企業価値と買収価格が見合わない場合の判断について）株主がその判断内容を理解し、その合理性を評価できるよう、判断の根拠となる要素が将来キャッシュフロー又は割引率に与える影響を可能な限り定量化した上で、説得的な説明を行うことが求められる。							
【Q&A 問3・回答4】	【Q&A 問3・回答4】							

	ただし、以下の①について、<u>定量的な分析が困難である場合には、買収者による定性的な説明が合理的・説得的であるか等を確認することにより代替することも考えられます。</u>	ただし、以下の①について、<u>株主がその判断内容を理解し、その合理性を評価できるよう、判断の根拠となる要素が将来キャッシュフロー又は割引率に与える影響を可能な限り定量化した上で、説得的な説明を行うことが求められます。</u>	
	【Q&A 問 3・回答 5】 <u>必ず定量的な観点から説明しなければならぬとまで述べるものではなく、その内容や程度については個別の事案に応じて判断されるべきです。ただし、仮に定量的な観点から株主に説明することが困難である場合には、株主に対する説得力のある説明ができるよう検討することが求められます。</u>	【Q&A 問 3・回答 5】 <u>株主がその判断内容を理解し、その合理性を評価できるよう、判断の根拠となる要素が将来キャッシュフロー又は割引率に与える影響を可能な限り定量化した上で、説得的な説明を行うことが求められる。</u>	
	【Q&A 問 4・回答 3(9～10 頁)】 そのため、買収により、将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、当該影響については、<u>定量化することが望ましいと考えられます。仮に定量化することが困難である場合には、株主に対する説得力のある説明が求められます。</u>	【Q&A 問 4・回答 3(9～10 頁)】 そのため、買収により、将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、当該影響については、<u>株主がその判断内容を理解し、その合理性を評価できるよう、判断の根拠となる要素が将来キャッシュフロー又は割引率に与える影響を可能な限り定量化した上で、説得的な説明を行うことが求められる。</u>	

	【Q&A 問 5・回答 4(12 頁)】 対象会社の取締役・取締役会は、「買収後の企業価値と買収価格が見合っていない」という判断をする場合には、株主に対する<u>説得力のある説明</u>が求められます。	【Q&A 問 5・回答 4(12 頁)】 対象会社の取締役・取締役会は、「買収後の企業価値と買収価格が見合っていない」という判断をする場合には、株主が<u>その判断内容を理解し、その合理性を評価できるよう、判断の根拠となる要素が将来キャッシュフロー又は割引率に与える影響を可能な限り定量化した上で、説得的な説明を行うことが求められます。</u>	
158	私たちの見解では、本明確化は、取締役会が明確な根拠、独立した検証および透明性のある説明を欠いたまま、真正な買収提案を拒否または抑制する裁量を拡大するものと解釈されるべきではない。 私たちは、取締役会が必ずしも最も高い買収価格を提示した提案を支持する義務を負うものではないと認識しており、その点は国際的な慣行とも概ね整合している。しかしながら、取締役会がより低い価格の提案を推奨する場合、信頼性のあるプレミアム付き買収提案を拒否する場合、または独立維持という代替案を支持する場合には、株主が確認できる形で、明確かつ証拠に基づく説明を行うべきである。 私たちはまた、定性的な要因や価格以外の考慮事項が企業価値の判断において関連し得ることを認識している。しかし、新たな資料は、特に経済安全保障、サプライチェーンの強靱性、技術保護、従業員および取引先との関係に関して、2023 年ガイドラインそのものよりもこれらの要因を重視しているように見受けられる。 そのため、こうした要因が一般論として持ち出されるのではなく、取締役会が、それらの要因が将来キャッシュフロー、リスク、取引実行の確実性、または割引率にどのような影響を与えるのかを説明することが特に重要である。 取締役会が真正な買収提案よりも独立維持戦略を支持する場合には、なぜ取締役会が独立維持戦略によってより高い企業価値を実現できると考えるのか、これまで	ポイント及び Q&A では、対象会社の経営陣は測定が困難である定性的な価値を過度に強調し、保身を図るための道具とすべきではないとした上で、買収による将来のキャッシュフロー又は割引率への影響については定量化することが望ましいとしております(ポイント 2(3)、Q&A 問 4)。また、株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えておりますが、定量的な観点から株主に説明することが困難である場合には説得力のある説明が求められるとしております(Q & A 問 3)。	

	その実現を妨げてきた要因は何か、そして将来の進捗をどのように測定するのかについて、株主が評価できる明確な根拠を示すべきである。 また私たちは、経済産業省に対し、企業価値を対象会社の単独価値のみに着目して解釈することは避けるよう求めたい。場合によっては、買収の経済的合理性は、統合効果、事業ポートフォリオの再編、業務改善、あるいは異なる所有者の下での資産のより効率的な活用によって生じることがある。 これらの点についても明確に説明されるべきであり、「企業価値」という概念が曖昧なものとなったり、防衛的な目的で利用されたりすることがあってはならない。	
買収に応じないと経営判断する場合の留意点		
159	ポイント(案)及び Q&A 案問 3 答 7 については、次の趣旨を明記していただくことを要望する。 修正案： 「対象会社の取締役・取締役会は、買収に応じないと経営判断した場合には、自社の企業価値向上策について、当該買収により想定された企業価値又は株主価値を、検討時点における割引現在価値ベースで、かつ、実現可能性、実行リスク及び時間価値を合理的に織り込んだうえで上回ることを、株主に対して説得力をもって説明することが期待されます。」	ポイント及び Q&A では、真摯な検討において、①買収者が提示する買収価格や企業価値向上策と②対象会社によるスタンド・アローン等の企業価値向上策のいずれがより中長期的な企業価値の向上に資するか、定量的な観点から十分に比較検討することが望まれるとしており(ポイント 4(2)、Q&A 問 3)、買収提案とスタンド・アローン等について、検討時点における、それぞれの場合の企業価値(将来キャッシュフローの割引現在価値の総和)を定量的な観点から比較検討することが望ましいと考えております。
160	取締役(会)は、買収に応じないと経営判断した場合、自社の企業価値向上策を実行し、当該買収提案により想定された企業価値を中長期的に超えることで、株主共同の利益を確保することが期待されるとされています。 「期待」に関する記載自体は誤っていないと思いますが、厳密には、単に将来の企業価値の数値が買収提案の数値を上回ればよいというものではなく、買収提案に応じないと判断した時点で割引評価した、企業価値向上策実施後の自社の企業価値の数値が、買収提案の数値を上回るべきということになると考えます。	その上で、取締役・取締役会が買収に応じないと経営判断した場合には、その後、買収提案と比較検討したスタンド・アローン等の自社の企業価値向上策を実行することで、当該買収により想定される企業価値を中長期的に超えることが期待されると考えております(ポイント 4(2)、Q&A 問 3)。 なお、スタンド・アローン等を選択した後、中長期的に市場株価が買収価格を超えた場合であっても、直ちに買収により想定される企業価値を超えたと評価されるものではないと考えておりますが、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。

161	Q&A(案)問3の7及びポイント(案)4(2)における、「当該買収により想定された企業価値を中長期的に超えることで、株主共同の利益を確保することが期待される」との記載は、本指針には直接対応する表現が見当たらない新規の付加的記載である。 対象会社を買収提案を拒絶する以上、現経営陣が買収提案を上回る価値を実現すべきであるという思想自体には賛同する。しかし、「企業価値」が割引現在価値である以上、「中長期的に超える」という曖昧な表現のままでは、ポイント(案)4(2)の「定量的な観点から、企業価値向上策を比較検討」の枠組みと矛盾することとなり、指針の解釈が歪められる懸念がある。 したがって、「中長期的に」という曖昧な時間軸の表現を削除し、指針における企業価値の定義に基づく正確な表現への修正を提案する。 具体的には、「対象会社の取締役・取締役会は、買収に応じないと経営判断した場合には、自社の企業価値向上策を実行し、企業価値向上策によって得られるキャッシュフローを実現することで、株主共同の利益を確保することが期待される」といった表現への修正を求める。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきますが、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
162	ポイント案 P8「買収に応じないと経営判断する場合の留意点」について、買収提案よりも上場維持策の方が企業価値を上げる場合や、買収提案が、上場維持策よりも企業価値を下げると考えられる場合は、買収に応じなくとも、善管注意義務違反などの法的責任を負うものではない旨を追記いただきたい。	全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。なお、Q&Aにおいて「取締役会が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、結果的に買収が成立したとしても、買収に応じないという取締役の経営判断それ自体が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」と記載しております(Q&A 問 7)。
163	本案では、取締役会が、買収に応じるか否かについて経営判断の原則に基づく広い裁量を有する旨が整理されています。この点は、取締役会が企業価値向上の観点から真摯な検討を行う必要があることを示すものと理解しております。 他方、本指針の第2原則は、会社の経営支配権に関わる事項については株主の合理的な意思に依拠すべきであるとしています。	取締役会が買収に応じないと経営判断した場合であっても、買収者は買収の手続(公開買付け等)を進めることは可能であり、株主は、当該買収に応じる(公開買付けに応募する等)ことができますので、取締役会が買収に応じるか否かについて経営判断の原則に基づく広い裁量を有しているとしても、株主意思の原則(第2原則)を妨げるものではないと考えております。

	そのため、取締役会の裁量に関する記載が、株主が買収提案に応じるか否かを判断する機会を、取締役会が実質的に制限できるとの理解につながらないよう、両者の関係を補足いただきたいと思います。 具体的には、取締役会は買収提案に対する意見を形成し、株主に説明する役割を担う一方、最終的に買収の成否を決定するのは株主であり、取締役会の判断が株主の合理的な意思決定機会を不当に狭めるものであってはならない旨を確認いただきたいと思います。	
164	「(2) 真摯な検討」の「買収に応じないと経営判断する場合の留意点」の中に、買収提案を謝絶する場合においては、提案者が謝絶理由で示された懸念等に対して対応できる場合もありうることから、実務上、合理的に可能な範囲で謝絶する理由を丁寧に説明することが期待されるといった記載を盛り込むことを検討されたい(実務上、謝絶の理由が提案者にとって不明瞭なケースも相応にあるため、真摯な検討には、真摯な対応(回答)も含まれるということの必要性は高いと思われる。)	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきますが、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
165	Q&A では、対象会社の取締役会が定性的要因に依拠する場合に株主へ説明を行う必要性や、取引に関する最終的な意思決定権が株主にあることについて、複数箇所で言及している。しかし実務上は、それらが対象会社の取締役会に対する牽制として機能しない場面も数多く存在する。 例えば、日本では、多くの買収案件において、対象会社の取締役会による承認が、金融機関による買収資金の融資実行の前提条件となっている。そのため、対象会社の取締役会が、そのような融資条件を前提とする買収提案を受け入れないという経営判断を行った場合、株主には当該買収の成否について判断する機会がまったく与えられないことになる。さらに、そのような経営判断が行われた事実自体が一般に公表されないのが通常であるため、実際には、対象会社の取締役会がその理由を株主に説明する機会も義務も生じない。 したがって、このような買収提案の文脈においては、「株主が最終的な意思決定権を有すること」や「取締役が株主に対する説明責任を負うこと」は、取締役の判断に対する実効的な牽制として機能しない。そのため、そのような事情を理由として、対象会社の取締役に求められる行動基準を緩和すべきではない。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

企業価値		
166	企業価値の検討においては、地域社会・地域経済への配慮やサプライチェーン強靱化に加え、地域産業の技術継承、技能人材の育成及び川上・川中・川下の連携維持についても考慮要素として明記すべき。 特に木材産業、建設業、製造業等においては、川上・川中・川下の連携が失われた場合、短期的な収益改善が実現しても、中長期的には供給力低下、技術継承の断絶、人材不足等によって企業価値が損なわれる可能性があるため、地域経済やサプライチェーンへの配慮を評価する際には、地域産業の継続性や技術継承への影響も考慮要素として明示することが望ましい。 である。	Q&A では、一見して定性的な価値であっても、将来のキャッシュフローを増加させたり、キャッシュフローの現在価値を算出する際の割引率が低下したりすることにより、将来キャッシュフローの割引現在価値を高めることが合理的に見込まれる場合には、当該定性的な価値も企業価値に含まれるとした上で、地域社会・地域経済を含むステークホルダーにも配慮したサステナブルな事業活動やサプライチェーンを強靱化することを通じて、将来のキャッシュフローが増加することによる価値又は割引率が低下することによる価値も含まれるとして、具体例を例示しております(Q&A 問 4)。地域産業の維持・技術継承、川上・川中・川下の連携維持(地域サプライチェーンの維持)については、地域社会・地域経済を含むステークホルダーにも配慮したサステナブルな事業活動に包含され得ると考えておりますが、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
167	「地域経済」の具体例として、地域産業の維持、技能継承、人材育成及び地域サプライチェーンの維持への影響も含まれることを明記すべき	
168	防衛施設、重要インフラ、先端技術、機微情報、重要なサプライチェーン等に関係する会社については、外為法その他の法令上の審査だけに委ねるのではなく、対象会社の取締役会も、買収後の支配関係、情報管理、海外への技術・データ移転、外国政府等から影響を受ける可能性を企業価値上のリスクとして検討すべき。国籍による一律の判断ではなく、最終的な支配関係、資金源、事業継続能力、法令順守、地域社会及び経済安全保障への影響を、客観的かつ比較可能な情報に基づいて判断することを、望ましい実務として明記していただきたい。	ポイント及び Q&A は、一般的な考え方を述べているものであり、特定の業種・分野を取り上げた記載はしていません。 なお、ポイント及び Q&A では、「企業価値」とは、「企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和」を意味し、経済安全保障に対応する経営(例えば、サプライチェーンを強靱化することや、自社又は取引先等の技術情報等の流出防止対策を講じること等)等の一見して定性的な価値であっても、将来のキャッシュフローの割引現在価値を高めることが合理的に見込まれる場合には企業価値に含まれるため、買収により影響がある場合には考慮でき、また、当該影響については定量化することが望ましいとしており(ポイント 2(2)、Q&A 問 4)、定量的な観点から企業価値への影

		響を検討することは重要であると考えております。また、海外企業による買収については、別途、国の安全等の観点から、外国為替及び外国貿易法(外為法)などの規律が設けられています。
169	ポイント(案)2(2)及び Q&A 案問 4 については、次の趣旨に修正していただくことを要望する。 「一見して定性的に見える要素であっても、それが将来キャッシュフロー、事業リスク、財務リスク又は資本コストに及ぼす影響を合理的かつ重複のない形で定量化できる場合には、企業価値評価において考慮されます。もっとも、企業価値はあくまで将来キャッシュフローの割引現在価値の総和である定量的概念であり、対象会社の経営陣は、測定が困難な定性的価値を過度に強調することで企業価値の概念を不明確にしたり、保身を図るための道具としたりすべきではありません。また、割引率は投資家の期待収益率を反映する市場的な概念であることから、定性的要因に基づき恣意的に操作されてはならず、キャッシュフローへの影響との二重計上が生じないよう留意する必要があります。」	ポイント及び Q&A では、「対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、保身を図るための道具としたりすべきではない」とし、また、「割引率は、投資家の期待収益率を反映するものであり、対象会社の取締役会は、株式価値算定をする際に割引率を恣意的に操作し、企業価値を過大又は過小に評価するべきではない点に留意が必要である」としておりますので(ポイント 2(2)・注 3、Q&A 問 4・注 26)、原案のとおりとさせていただきます。 また、二重計上の問題については貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
170	ポイント案において、本指針 1.4 及び 2.2.2 と同様に、「企業価値を資本の調達源泉の側面から見れば、株主価値と負債価値の合計として表される」旨を明記していただきたい。これは、海外投資家が日本のソフトローにおける企業価値の概念を、コーポレートファイナンス上のエンタープライズ・バリューと整合的に理解するうえで大変重要である。	ポイント及び Q&A は、本指針を維持することを前提としておりますので、ポイント及び Q&A においても「企業価値を資本の調達源泉の側面から見れば、株主価値と負債価値の合計として表される」旨(本指針 1.4 及び 2.2.2)は妥当するものと考えておりますが、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
171	対象会社の経営陣は、自社の定性的な価値を最も理解していると考えたと何を持って「定性的な価値を過度に強調する」と判断され、何をもって「保身を図るため」と判断されるのか不明です。 ここは「対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を他社と比較し<u>適正な評価をする</u>」で良いと考えます。	対象会社の経営陣が自社の定性的な価値を適正に理解している場合であっても、例えば、保身的な意図をもって、自社の定性的な価値を超えて強調する場合には、買収提案による企業価値向上が過少に評価され、又はスタンド・アローン等による企業価値向上が過大に評価され、望ましい買収が阻害され得るものと考えておりますので、原案のとおりとさせていただきます。

172	買収による従業員、顧客、取引先、クリエイター、地域住民、サービス利用者等への影響を企業価値の判断に用いる場合には、経営陣の推測だけでなく、可能な範囲で実態を調査することが望ましいと明記していただきたい。 たとえば、匿名の従業員調査、主要取引先への確認、顧客・利用者アンケート、クリエイターや専門職へのヒアリングなどを行い、その方法と結果の概要を特別委員会や株主に示すことが考えられる。 ただし、都合のよい意見だけを選択して「従業員が反対している」「顧客が望んでいる」と説明することのないよう、調査方法、対象者の選定、回答数、反対意見を含む結果概要を明らかにすべきである。	Q&A では、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで保身を図るための道具としたりすべきではないとし、買収により将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、当該影響について定量化することが望ましいとしており、また、ステークホルダーに対して、買収成立後の具体的な意向を確認することも考えられるとしております(Q&A 問 4)。また、ステークホルダーの意向の確認方法については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えておりますが、本指針、ポイント及び Q&A の記載の趣旨を尊重し、適切に実施されることを期待しております。
173	無形資産やステークホルダーとの関係を企業価値として評価する場合には、それらを直ちに金銭価値へ換算することだけを求めるのではなく、利用者数、継続率、取引先数、人材定着率、商品・IP 創出数、ライセンス展開、サービス対応施設数、顧客満足度など、事業特性に応じた非財務指標を用いることも考えられる。ただし、非財務指標についても、経営陣に都合のよい事例だけを示すのではなく、企業価値との因果関係、測定方法、対象期間、過去の実績及び将来目標を明らかにし、株主が検証できるようにすることが重要である。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
174	障害者、高齢者、患者、子どもなどの生活に関わるサービスや、本人確認、行政・交通機関との連携、個人情報・行動情報等を扱う事業者については、通常の企業とは異なる企業価値上の考慮要素があることを例示していただきたい。 具体的には、買収後のサービス継続、料金変更、アクセシビリティ、個人情報の利用目的変更、第三者提供、広告利用、データの国外移転、自治体・交通機関等との契約、当事者参加、障害種別間の公平性などについて、買収者が方針を説明することが望ましいと考える。	ポイント及び Q&A は、一般的な考え方を述べているものであり、特定の業種・分野を取り上げた記載はしていません。
175	真に日本経済の成長を願うのであれば、本指針の方向性として以下の点を取り入れるべき。 ・ 定性的な価値を買収防衛の根拠とする要件を、極めて厳格にすること。	ポイント及び Q&A では、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで保身を図るための道具としたりすべきではないとし、買収により将来のキャッシュフロー又は割引率

	・ 防衛を行う場合は、独立した第三者機関(特別委員会など)によって、定性的な価値がどのように将来のキャッシュフローにプラスになるのかを、完全に客観的かつ定量的に(数値として)証明することを義務付けること。 ・ それが証明できない限りは、原則として「買収価格(株主への直接的な還元)」を最優先に判断すべきであるという規律を明記すること。 これらを満たさない限り、本指針は「無能な経営者が保身を図るための隠れ蓑」として悪用される危険性が極めて高いと言わざるを得ない。	に影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、当該影響について定量化することが望ましいとしており(ポイント2(2)、Q&A 問4)、経営陣の保身を牽制しております。なお、本指針は、いわゆるレブロン義務を定めるものではありません(ポイント5(1)、Q&A 問6)。
176	設問の、「最も高い買収価格を提示している買収者Cに対して、買収後の経営方針を質問したところ、必要物資の調達を全て海外の安価なサプライヤーEに切り替えることにより収益性を高める旨の回答を受けたのですが、買収者Cによる買収後のA社の企業価値についてはどのように検討すれば良いのでしょうか。」について、「切り替えることにより収益性を高める旨の回答を受けた」を、「切り替えることにより収益性を高めることを推認させるような回答を受けた」等の言い回しにしてください。の方が実態に沿うかと存じます。	御指摘を踏まえ、必要な修正を加えました。
177	「一見して定性的な価値であっても、将来のキャッシュフローを増加させたり、キャッシュフローの現在価値を算出する際の割引率が低下したりすることにより、将来キャッシュフローの割引現在価値を高めることが合理的に見込まれる場合には、当該定性的な価値も企業価値に含まれる。」について、定性的な要素を考慮要素として織り込むためには、それらが完璧に数値化されるべきである、と誤解されないよう、「当該定性的な価値も(定量化が可能なものについてはできる限り定量化した上で)」、といった形にしていきたい。 また、本指針において定量化を推奨するのであれば、企業価値算定を担うファイナンシャルアドバイザーにおいても、積極的に定量化(その手法の開発を含む)に取り組むべきであり、対象企業からの依頼があった場合には、定量化を拒否するのではなく、真摯に取り組むべきであることを注記していきたい。	Q&Aにおいて、買収により、将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、当該影響について定量化することが望ましいとしつつ、仮に定量化が困難である場合には株主に対する説得力のある説明が求められると記載しておりますので(Q&A 問4)、原案のとおりとさせていただきます。 また、実務においては、これらの記載の趣旨を尊重し、適切に運用されることを期待しております。
178	企業価値算定について、 ・ 企業価値を検討する際に、定性的な価値(技術・人材・地政学など)については、数値化されなくても考慮要素として認められることを強調していきたい	

	・定量化の努力も必要だが、そのために、ファイナンシャル・アドバイザー（FA）において定量化の手法を整備することや、業務として請け負うことが当然となるような基盤構築を促していただきたい ・提案価格と比較検討する一番の株価水準を、憶測報道・リーク報道の前日の株価に置く慣行を止めるよう促していただきたい。リーク報道を自ら行い、アンカーのように使うケースがあるのではないのでしょうか。 これらの要素を、「「企業買収における行動指針」のポイント(案)」や、「「企業買収における行動指針」Q&A(案)」に反映いただきたい	
179	「すなわち、企業価値の中には、……③経済安全保障に対応する経営(例えば、サプライチェーンを強靱化することや、自社又は取引先等の技術情報等の流出防止対策を講じること等)を通じて、将来のキャッシュフローが増加することによる価値、又は割引率が低下することによる価値も含まれる。」について、「経済安全保障」を、「重要技術の保護や経済安全保障」といった記述に変えていただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、ポイント及び Q&A では、「経済安全保障に対応する経営」と記載しており、経済安全保障そのものではなく、経済安全保障という課題に対応する企業の経営戦略・経営施策を定性的な要素として例示しております。
180	「また、対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、保身を図るための道具としたりすべきではない点に留意が必要」について、「測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで」を「一見して定性的な価値であっても、それが測定できる場合には、測定が困難であるとして」に変えていただきたい。 「保身を図るための道具としたり」を削除いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
181	定量化したものは関係者は真摯に受け止めるべきことと、証券会社も定量化業務を引き受けるべきことを明示いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。また、実務においては、本指針、ポイント及び Q&A の記載の趣旨を尊重し、適切に運用されることを期待しております。
182	定量化が困難な定性的要素を定量化する際には、いくつかの仮定を置く必要がある場合もあります。関係者は、定量化された情報を真摯に受け止め、置かれた仮定も含め合理性について検討すべきこと、アドバイザーは、定量化の知見が浅い場合でも積極的に定量化の検討を推進するべきことを明記いただきたく存じます。	
183	Q&A 案 P8(答)の中に、従業員や取引先の意向等を考慮「できる」と書いていただきたい。さらに考慮する際の方法論も書いていただきたい。	Q&A において、一見して定性的な価値であっても、従業員や取引先等のステークホルダーの利益が害される場合、かつ、それらによって対象会社の将来のキャッシュフロー等に影響

		が生じることが合理的に見込まれる場合には考慮できること、また、その検討のために、従業員や取引先等のステークホルダーに対して買収成立後の具体的な意向を確認することが考えられることを記載しておりますので(Q&A 問 4)、原案のとおりとさせていただきます。
184	Q&A 案 P9 の(答)の「一見して定性的案価値であっても、、、場合には、、、考慮することもできます」の部分は、「できます」を「すべき」にしたい。また、例示されている項目については、それらの「可能性」として記載いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
185	本案において、従業員や取引先等のステークホルダーの貢献が、将来キャッシュフロー又は割引率に合理的に影響する場合には企業価値に含まれ得ると整理されている点については、慎重な運用が必要と考えます。 従業員や取引先の意向、離反可能性、企業文化への影響等は測定が困難であり、買収提案に反対する理由として抽象的に用いられやすい側面があります。 特に、同意なき買収提案において従業員アンケート等を実施する場合、日本では労働市場の流動性が相対的に低く、従業員にとって現経営陣又は会社との継続的關係は、人事評価、配置、昇進、処遇等に影響し得る重要な要素です。そのため、従業員は自由かつ独立した立場で意見を表明しにくく、会社側の見解に沿った回答を行うインセンティブが生じ得ます。 取引先についても、継続的な取引関係、将来の発注方針、取引条件、価格交渉、取引量等への影響を考慮せざるを得ない立場にあり、対象会社又は現経営陣の意向を斟酌した回答を行う可能性があります。 仮に、このような従業員アンケートや取引先からの意向確認の結果を前提に、士気の低下、離職率の上昇、取引先の離反、売上減少等を定量化することが広く認められるとすれば、理論上、同意なき買収提案一般について、企業価値を低下させるとの整理が可能となり得ます。これは、真摯な買収提案に対する真摯な検討や、株主意思の原則との関係で慎重に考えるべき点です。 そのため、ステークホルダーへの影響を企業価値判断において考慮する場合には、将来キャッシュフロー又は割引率への合理的影響が必要であることに加え、従	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。 また、ステークホルダーの意向の確認方法については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えておりますが、本指針、ポイント及び Q&A の記載の趣旨を尊重し、適切に実施されることを期待しております。

	業員アンケートや取引先からの意向確認の結果のみをもって企業価値毀損を基礎付けることは適切ではない旨を明確化いただきたいと思います。 少なくとも、当該意向確認の方法、設問内容、実施主体、経営陣からの独立性、買収者による説明機会の有無、及び一時的な不安・配慮と恒久的な企業価値毀損との区別について、検証可能な形で説明されるべきと考えます。	
186	企業価値は定量的な概念であるとしながら、一方で、一見して定性的な価値でも、例えば、従業員や取引先などステークホルダーの利益、サステナブルな事業活動、経済安全保障等を通じて、対象会社の将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込める場合には、企業価値の検討の際に考慮できる、とされており、結局、定量的な概念という要件が緩和されており、定性的な理由で買収に反対できると誤解される懸念がある。 実務上、同意なき買収提案を受けた対象会社の従業員や労働組合が TOB に反対の声明を出すことがあり、一種の買収防衛策として利用されており、従業員や労働組合が反対すれば、高値提案でも買収を断る口実にお墨付きを与えたと受け取られる懸念がある。 従業員の利益は、別途、TOB の場面での従業員・労働者の保護手続き(労働協約に基づく協議、あるいは会社分割の際の労働者保護のような手続きを法制化する等)により保護されるべきであるし、また、経済安全保障は外為法等により別途対応はなされている。それ以外の抽象的(主観的)な懸念を口実に買収提案を拒否する口実とならないよう、丁寧に説明をお願いしたい。	ポイント及び Q&A では、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで保身を図るための道具としたりすべきではないとし、買収により将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、当該影響について定量化することが望ましいとしており(ポイント 2(2)、Q&A 問 4)、経営陣の保身を牽制しております。 また、ポイント及び Q&A の内容が正しく理解されるよう、関係者への周知・広報に努めてまいります。
187	土地や政策保有株式などの重要な非事業用資産については、その公正価値を企業価値に含めるべきである。これにより、将来キャッシュフローの割引現在価値だけでなく、資産の再編・売却等を通じて実現可能な価値も企業価値に反映される。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、非事業用資産の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、将来キャッシュフローの増加を通じて、企業価値に反映されるものと考えております。
188	「割引率」について、対象会社の取締役会が恣意的な操作を行うべきでないことに加え、適時適切に見直しを行い、従来、投資家に対して開示・説明していた数値と異なる場合には、十分な説明をする必要がある点についても解釈上明記することをご検討いただきたいと思います。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えておりますが、Q&A では、取締役会が買収提案への対応や買収提案に

		応じるかどうかの判断の合理性について説明責任を果たす際に、例えば、経営陣の過去の経営実績や今後の企業価値向上策等を説明することが有用であることも示しております（Q&A 問 3・注 21）。
189	下記の段落より前は、将来のキャッシュフローに影響を与える定性的な価値を対象として、それを企業価値の評価において考慮することができることを明記しているため、「測定が困難である定性的な価値」を対象とした下記の段落は唐突な印象を受ける。下記の段落の前には「なお、上記は、将来のキャッシュフローという形で考慮することが難しい、定性的な要素は全く考慮すべきではないということまで意味するものではない」といった文言を補うべきではないか。 「ただし、対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、保身を図るための道具としたりすべきではない点に留意が必要である。」	Q&A において、仮に定量化することが困難である場合には、株主に対する説得力のある説明が求められるとしておりますので（Q&A 問 4）、ポイントについては、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
190	以下の記載については、買収行動指針の記載に由来するところ、「過度に」という文言が追加されている。これは、買収行動指針においても、過度な強調をけん制したものにすぎないため、以下の記載は買収行動指針の趣旨を具体化したものに過ぎないという理解でよい。 「ただし、対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、保身を図るための道具としたりすべきではない点に留意が必要である。」	本指針は、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することを牽制する趣旨であると考えておりますので、ポイント及び Q&A においてはその趣旨を明確化しております。
191	「企業価値」の検討において、対象会社が属する業種・事業特性に照らした資本構成・手元流動性等の合理性を評価する視点を、解釈上明確に位置づけることを要望いたします。 事業特性に根差した手元資金の水準等が、一律に非効率な資本の滞留と評価されるべきではない旨を補足いただきたく要望いたします。例えばゲーム産業では、	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

	大型タイトルの開発に数年もの開発期間、また数百名規模の人員を要することが珍しくなく、ヒットの有無による収益変動が大きくなっております。 そのため、開発投資を継続し、収益変動を吸収するためには、平時から相応の手元資金を確保しておくことが、将来キャッシュフローの創出力を維持するための合理的な財務政策となる場合があると思料いたします。 こうした事業特性を踏まえたうえで、企業価値の向上に資するか否かの観点から評価されるべきだと考えます。	
192	一見して定性的な価値であっても、将来キャッシュフロー又は割引率への影響が合理的に見込まれる場合には企業価値の検討において考慮できる、との整理(Q&A 問 4)を支持いたします。 その上で、知的財産(IP)や開発・クリエイティブ人材といった無形資産が企業価値また競争優位の主要な源泉となる事業においては、買収後にこれらが毀損・流出することで将来キャッシュフローが損なわれるリスクを、企業価値の検討において考慮できることを、より明確に示すことを要望いたします。	ポイント及び Q&A の内容を評価いただき、ありがとうございます。また、ポイント及び Q&A は、一見して定性的な価値であっても将来キャッシュフロー又は割引率への影響が合理的に見込まれる場合の例示をしているところ、無形資産の流出等のその他の場面を否定するものではありませんので、全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
193	企業価値を将来キャッシュフローの割引現在価値(DCF)として把握する考え方自体を否定するものではありません。しかしながら、企業価値を専ら DCF によって評価する考え方については一定の限界があることを明確化すべきと考えます。例えば、当該企業の中長期的な価値創造能力を支える無形資産及び多様なステークホルダーとの関係性についても、総合的に考慮できることを明確化することを要望いたします。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
194	定性的要素を企業価値に幅広く取り込む枠組みには賛同するが、例えば従業員の反対やサステナブルな視点の欠如、といった事項の合理的な定量化は実務上不可能に近く、現経営陣が保身のために、理論的根拠を欠く割引率の操作や根拠の乏しいキャッシュフローの減少といった無理な定量化を試みる口実となる懸念がある。無理な定量化が行われた場合、特別委員会がその合理性を判断することは事実上困難であり、議論が膠着状態に陥ることが想定される。したがって、これらの弊害を防ぐ観点から、以下の 2 点を提案する。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、「割引率は、投資家の期待収益率を反映するものであり、対象会社の取締役会は、株式価値算定をする際に割引率を恣意的に操作し、企業価値を過大又は過小に評価すべきではない点に留意が必要である」としております(ポイント 2(2)・注 3、Q&A 問 4・注 26)。

	①特別委員会が現経営陣によって提供された定量情報をどのような軸で判断すべきかを、より具体的に示すこと。 ②割引率への定性要因の反映は、客観的根拠に基づき、投資家が検証可能な水準で開示できる場合に限る旨を明示すること。 なお、議論が膠着した場合には、提案者側が現経営陣に反対されている中で強引に開示しなければ株主に情報提供や判断の機会が与えられることもないことから、これに対する方策も今後議論されることを期待する。	
195	定性的な価値やディスシナジーを企業価値の検討において考慮する場合には、それらが将来キャッシュフロー又は割引率にどのように反映されるのかについて、合理的な説明が必要である旨を明記すべきである。 つまり、割引率の上昇のみを抽象的に示して企業価値が低下するとの結論を導くことは恣意的な判断につながり得るため、割引率又は将来キャッシュフローに影響を与える具体的な前提、算定根拠、買収後の事業計画その他の情報を示すべきことを補足すべきである。 また、必要に応じて、フェアネス・オピニオン及び／又は第三者算定機関による評価(株式算定書)の取得・活用について、実務上の選択肢として言及することが考えられる。	ポイント及び Q&A では、「割引率は、投資家の期待収益率を反映するものであり、対象会社の取締役会は、株式価値算定をする際に割引率を恣意的に操作し、企業価値を過大又は過小に評価するべきではない点に留意が必要であり、また、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで保身を図るための道具としたりすべきではないとした上で、買収により将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、当該影響について定量化することが望ましいとしておりますので(ポイント 2(2)・注 3、Q&A 問 4・注 26)、原案のとおりとさせていただきます。 また、実務においては、これらの記載の趣旨を尊重し、適切に運用されることを期待しています。
196	「企業価値向上策」とは、厳密に言えば「事業価値向上策」のことを意味するということを明記すべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
197	「企業価値」の評価に質的要素を用いることを排除すべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、ポイント及び Q&A では、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで保身を図るための道具としたりすべきではないとし、買収により将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、当該影響について定量化することが望ましいとしており(ポイント 2(2)、Q&A 問 4)、経営陣の保身を牽制しており

		ます。
198	ポイント(案) P4 (2)「企業価値」の意味 以下のように、下線部分の文章を追加し、修正していただきたいと存じます。 －ただし、対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、保身を図るための道具としたりすべきではない点に留意が必要である。<u>取締役会が定量化をせずに定性的な価値を重視した判断をする場合には、株主に対する説得力のある説明が求められる。</u>	全体の記載の粒度を踏まえ、ポイントについては原案のとおりとさせていただきます。なお、Q&A においては、買収による影響については定量化することが望ましく、仮に定量化することが困難である場合には、株主に対する説得力のある説明が求められる旨を記載しております(Q&A 問 4)。
199	「企業買収における行動指針」のポイント(案)「2「望ましい買収」(2)「企業価値」の意味」に、明確化のため以下の文言を追加することを推奨します。 「取締役会が、予想されるディスシナジーやその他の定性的な要素による検討に基づき、買収提案が企業価値を向上させないと判断する場合、取締役会は、合理的に実行可能な範囲で、将来のキャッシュフロー又は割引率に及ぼすと予想される影響、及びその評価を裏付ける主要な事実的根拠を特定するべきである。 なぜなら、ディスシナジーは、本来であれば大幅なプレミアムを反映しているはずの買収提案を拒否しようとする企業によって主張されるものであり、かつ株主が独自に検証することが困難であるからである。したがって、取締役会は、ディスシナジーの将来のキャッシュフローに対する悪影響が重大であり、それについて十分に裏付けがあり、かつそのディスシナジーを合理的に軽減することが不可能な場合に限り、ディスシナジーを買収提案に応じない根拠とすべきである。ディスシナジーは、当該提案が企業価値の向上につながらないという結論を下すために、定型的あるいは一般的な根拠として利用されるべきではない。」	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、Q&A においては、買収による影響については定量化することが望ましく、仮に定量化することが困難である場合には、株主に対する説得力のある説明が求められる旨を記載するとともに(Q&A 問 4)、取締役会は買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかの判断の合理性について説明責任を果たすことが求められ、仮に定量的な観点から株主に説明することが困難である場合には説得力のある説明が求められるとしております(Q&A 問 3)。
200	Q&A 案は、企業価値の定量化が困難な場合、取締役会が定性的な説明に依拠することができるとしていますが、これらが定量的な分析との関係でどの程度の重みを持つべきかについての指針を示していません。経済安全保障、サプライチェーンの強靱性、従業員への影響、買収者のトラックレコードなどの定性的要素は、企業価値・リスク・実現可能性又は将来キャッシュフローに明確に関連付けられる場合	ポイント及び Q&A において、対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、保身を図るための道具としたりすべきではないと記載しておりますので(ポイント 2(2)、Q&A 問 4)、原案のとおりとさせていただきます。

	に限り、考慮すべき要素となり得ます。当社としては、貴省に対し、株主に対する説得力のある説明が求められる場面において、定量化できない要素については、過大に評価されるべきではないことを明確にさせていただくよう求めます。 従業員又は取引先による買収への反対が、実際に企業価値を損なう程度の損害を生じさせるか否かについては、「合理的に見込まれる」将来キャッシュフローの減少の見込みの当否について、特に厳格な検証がなされるべきです。	
201	Q&A 案に関する追加的な明確化の要望 問 4 答 1 は、企業価値に含まれる要素の一つとして「経済安全保障」を挙げています。当社は、これがサプライチェーンの強靱性や技術情報の流出といった、事業上の意味における経済安全保障を指すものと理解しており、国家的な意味における経済安全保障を含むものではないことが明確化されるべきと考えます。	ポイント及び Q&A では、「経済安全保障に対応する経営」と記載しており、経済安全保障そのものではなく、経済安全保障という課題に対応する企業の経営戦略・経営施策を定性的な要素として例示しておりますが、全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
202	Q&A について、以下に述べる追加的な明確化を行うことが有益であると考えます。 問 4 回答第 1 段落では、「経済安全保障」が企業価値を構成する要素の一つとして挙げられている。 私たちは、これはサプライチェーンの強靱性や技術情報の流出防止といった、事業上の観点からの経済安全保障を指すものと理解しているが、国家安全保障上の意味における経済安全保障を含まないことを明確にすべきであると考えます。	
203	経済安全保障上の配慮については、市場機能及び価格メカニズムに基づく企業価値評価の一般論とは区別し、外為法その他の関係法令や政府による審査・判断の枠組みに委ねられる例外的な領域として整理することが、制度全体としての予見可能性及び市場からの理解を高めるものと考えます。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、ポイント及び Q&A では、「経済安全保障に対応する経営」と記載しており、経済安全保障そのものではなく、経済安全保障という課題に対応する企業の経営戦略・経営施策を定性的な要素として例示しております。
204	Q&A 案「4.企業価値」において、企業価値の考慮要素として「経済安全保障に対応する経営」が追加されている。 「経済安全保障」とは、本来、「我が国の平和と安全や経済的な繁栄等の国益を経済上の措置を講じ確保すること」のように、企業を超えた国レベルの利益確保を企図する用語であるところ、本案は、あたかも、買収提案がなされた局面において、	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきますが、全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。なお、ポイント及び Q&A では、「経済安全保障に対応する経営」と記載しており、経済安全保障そのものではなく、経済安全保障という課題に対応する企業の経営戦

	対象会社が国益を最優先に考慮すべきとの誤った印象を与えかねない。一企業が経済安全保障の観点から検討することの難しさを指摘する専門家の意見もある。単に、サプライチェーンの強靱化や技術情報等の流出は、カントリーリスクやサイバーリスク等のより具体的なビジネス用語で表現すれば必要にして十分であり、「経済安全保障に対応する経営」という用語法は適切ではないため、再考をお願いしたい。 また、「調達先の変更によりサプライチェーンが脆弱となる可能性」という例示は、抽象的すぎるため、c)の適用に当たっては、客観的な資料(例えば、実際の技術移転計画や調達先変更の具体的内容など)に基づく説明可能性を確保する必要があること等を付記すべきである。 さらに、1.①～③それぞれのケースについて、どのような場合に企業価値が上昇又は下落する判断をすべきか具体的な事例を挙げるべきである。 上記のように、企業が経済安全保障の観点で買収提案を検討することの難しさを指摘する声も現に存在するところ、「③経済安全保障に対応する経営」がどのようにして企業価値に影響を与えると想定しているのか、特に「将来のキャッシュフローが増加すること」又は「割引率が低下すること」のように価値が上昇する場合としては何を想定しているのか、具体的にどのようにしてDCFに反映するべきなのか、等について、より具体的な記述をしなければ、誤解を招き、誤った運用を助長しかねない。	略・経営施策を定性的な要素として例示しております。
205	Q&A案「4.企業価値」2.①a)～c)については、これらが企業価値にとってネガティブに作用する考慮要素として例示されているように読めるが、それぞれ以下の懸念がある。 a)「ステークホルダーの利益が害される」ことの徴表として従業員・取引先の利益が害される場合が挙げられているが、従業員等の意見は客観的な企業価値への影響を必ずしも十分に反映しておらず、むしろ現経営陣への配慮や漠然とした買収後の雇用不安を反映した主観的なものである可能性があるため、真に利益が害されるか否かに関しては客観的な検討が必要であることを注記すべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、ポイント及び Q&A においては、対象会社の将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合に考慮できるとしております(ポイント 2(2)、Q&A 問 4)。

	b)「重大なコンプライアンス上・倫理上の問題」及び「サステナビリティ視点の欠如」は、いずれも判断・評価基準が不明確であり、ESG への取組みの成熟度において対象会社と異なる背景を持つ買収者(海外ファンド等)を、実質的な問題の有無にかかわらず不利に扱う運用がなされないよう、基準を明確化すべきである。 c) については、現経営陣の買収者に対する根拠のない印象・憶測に基づく判断を排除するための客観的資料に基づく説明可能性を確保させるべきである。	
206	「経済安全保障」は 2023 年指針において明示的に言及されておらず、本ドラフト資料において比較的広範な形で位置付けられているため、当社は、本ガイダンスにおいて、その関連性は、合理的かつ十分に裏付け可能な根拠に基づき、会社の将来キャッシュフロー又は割引率に結び付けることができる範囲に依存することを明確化することが有益であると考えます。 「経済安全保障」に関するものと位置付けられるものを含め、測定が困難な定性的要素は、企業価値の概念を不明確にするため、又は経営陣の保身を図るための道具として用いられるべきではないことを、引き続き、可能であればより明示的に強調すべきであると考えます。	ポイント及び Q&A において、対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、保身を図るための道具としたりすべきではないとしておりますので(ポイント 2(2)、Q&A 問 4)、原案のとおりとさせていただきます。
207	企業価値に影響を与えると考えられる要因については、可能な限り定量化し、その長期的な潜在的影響を推計すべきである。また、その価値の実現が将来年度に見込まれる場合には、適切な割引率を用いて現在価値に割り引き、買収提案における提示価格と比較できるようにすべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、Q&A では、買収による対象会社の将来のキャッシュフロー又は割引率への影響は定量化することが望ましいとしております(Q&A 問 4)。
208	定性的な説明を定量的分析の代替とすることを認める Q&A およびキーポイント案の記述、ならびにこれらの考慮事項の定量化を任意であるかのように示唆する記述を削除することを求める。取締役会が企業価値は買収提案価格を上回ると判断する場合には、その主張する価値が実現する可能性、関連するリスク、および価値実現までの具体的なスケジュールを開示すべきである。また、その将来価値については、適切な割引率現在価値(NPV)で示すことを強く求める。	
209	Q&A について、以下に述べる追加的な明確化を行うことが有益であると考えます。 問 4 【関連箇所:問 4、回答第 1 段落】	ポイント及び Q&A は、本指針を維持することを前提としており(趣旨紙)、本指針の内容を変更するものではありません

	ガイドラインでは、「企業価値」は定量的な概念として整理されていた。しかし Q&A では、さまざまな定性的要因も「企業価値」の構成要素として考慮し得ることが明示されている。また、それらの影響を定量化することが望ましいとしつつも、「定量化が困難な場合には、株主に対する説得的な説明が必要である」としている。 もしこれが、対象会社の取締役会が定量化を行うことなく定性的要因の説明のみをもって買収提案に反対することを許容するのであれば、それはガイドラインからの重大な変更となる。 Q&A では、定性的要因は定量化されない限り企業価値の一部として考慮されるべきではないことを明確にすべきである。また、そのような要因に依拠する対象会社の取締役会は、第三者評価や特別委員会による検証といった客観的な裏付けを提示しなければならないことも明記すべきである。	が、貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。今回の取組の趣旨が正しく理解されるよう、関係者への周知・広報に努めてまいります。
210	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」が求められるといっても、PE ファンドによる買収の場合は、LBO ローンにより買収資金を調達することになり、かつ、日本では対象会社の取締役会による賛同が金融機関による LBO ローンの貸出実行の前提条件となるため、PE ファンドが同意なき買収を行うことは基本的にない。また、日本においては、PE ファンドに限らず、提案者が事業会社である場合であっても、同意なき買収を行ったり、(対象会社の同意なく)買収提案を出したことを公表すること(いわゆるベアハグ)は基本的に稀である。このため、取締役会が買収提案に応じないと経営判断した場合には、当該経営判断を行ったことが公になることは基本的になく、株主には当該買収の成否を決定する機会は一切与えられず、絵に描いた餅である。従って、Q&A 案の表現では、対象会社経営陣が、「株主に対する説得力のある説明」を行うことなく、定性的な要素だけで買収提案に反対する途を広く開くことになり、非効率な経営を保身のために維持することの隠れ蓑に使われてしまうおそれが極めて大きい。したがって、<u>定性的な要素について定量化されない限り企業価値として考慮することは許されないこと(安易に定量化が困難であるとして説明だけで済ませることは許されないこと)</u>も明記すべきである。これらを明記しなければ、上記のとおり、Q&A 案は買収行動指針の維持ではなく、実質的改定と考えざるを得ないように思われる。	

211	「Q&A」は、企業価値の定量化が困難な場合に取締役会が定性的な説明に依拠できるとしていますが、定量的な分析と比べてどの程度の比重を置くべきかについて指針を示していません。経済安全保障、サプライチェーンの強靱性、従業員への影響又は買収者の実績等の定性的要素は関連し得ますが、それらが価値、リスク、実現可能性又は将来キャッシュフローに明確に結び付く場合に限るべきです。企業価値に関係する定性的要素は合理的に可能な限り定量化し、定量化できない要素にはそれに応じてより小さな比重を置くことを明記するよう求めます。	Q&A において、買収による将来のキャッシュフロー又は割引率に対する影響は定量化することが望ましく、定量化することが困難である場合には株主に対する説得力のある説明が求められるとしておりますので(Q&A 問 4)、原案のとおりとさせていただきます。
212	経済安全保障が正当な公共政策上の課題であることは認識しています。しかし、「企業価値」を経営陣が保身を図るための道具としてはならないという「Q&A」自身の記述(ICGN もこれを歓迎します)と整合するよう、この要素についても、定量的な分析が可能でなければならないことを確認するよう求めます。	Q&A では、買収による対象会社の将来のキャッシュフロー又は割引率への影響は定量化することが望ましいとしております(Q&A 問 4)。
213	Q&A 案は、様々な定性的な要素を「企業価値」として考慮することを正面から認めた上で、それらの定性的な要素による影響を定量化することが望ましいとしつつ、「仮に定量化が困難な場合は、株主に対する説得力ある説明が求められる」(Q&A 案問 4)としており、対象会社取締役会に対して、定量化することなく、定性的な要素の説明をもって買収提案に反対する途を広く開くものとなっている。これは、「『企業価値』は定量的な概念であり、対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を強調することで、『企業価値』の概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図る(経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ることも含む。)ための道具とすべきではない」(買収行動指針 2.2.2)と断言していた買収行動指針からの大きな後退であり、<u>もはや買収行動指針の維持ではなく、実質的改定ではないか。</u>仮に Q&A 案が買収行動指針を維持することを前提とするものなのであれば、Q&A 案についても(買収行動指針について現に生じているように)行き過ぎた解釈に基づく誤解が生じることのないよう、定性的な要素について定量化されない限り企業価値として考慮することは許されないこと(安易に定量化が困難であるとして説明だけで済ませることは許されないこと)、また、定性的な要素の定量化にあたっては、自らが積極的に働きかけることなく、買収提案を受けた経営陣には常に保身を図る思惑や(保身とまでいえなくとも)買収されることについての抵抗心・忌避感が存在	ポイント及び Q&A においては、対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで「企業価値」の概念を不明確にしたり保身を図るための道具とすべきではないとし、買収による将来キャッシュフロー又は割引率への影響については定量化することが望ましいと記載しておりますので(ポイント 2(2)、Q&A 問 4)、原案のとおりとさせていただきます。

	するため、定性的な要素を過度に評価する危険があり、第三者算定機関及び特別委員会においてその客観的な裏付けやその信ぴょう性を厳密に検証することが求められることを明記すべきである	
214	Q&A 案問 4 ①従業員や取引先への影響、②サステナビリティ、③経済安全保障といった非常に抽象的な定性的要素が「企業価値」に含まれ、これらの定性的要素についても「将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合」には、企業価値の向上を検討する際に考慮可能であり、かつ、かかる影響は「定量化することが望ましい」ものの、「仮に定量化することが困難である場合には、株主に対する説得力のある説明が求められます」とされている。 ①～③のような定性的要素は、抽象論としては対象会社の事業に何らかの影響があること自体は否定できないものの、<u>対象会社経営陣による推測や仮定に基づくものが多く</u>(例えば、上場廃止になると従業員の士気が低下する、取引先からの信用が低下するなど)、自らが積極的に働きかけることなく買収提案を受けた経営陣には常に保身を図る思惑や(保身とまでいえずとも)買収されることについての抵抗心・忌避感が存在するため、これらの<u>定性的な要素を誇張したり過度に評価する危険がある</u>。したがって、<u>かかる危険性が存在すること、並びに、第三者算定機関及び特別委員会において、「将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが『合理的に』見込まれる」といえるかや、当該影響の定量化について客観的な裏付けや信ぴょう性があるかを厳密に検証する必要があることを明記すべきである</u>。	ポイント及び Q&A においては、対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を過度に強調することで「企業価値」の概念を不明確にしたり保身を図るための道具とすべきではないとし、買収による将来キャッシュフロー又は割引率への影響については定量化することが望ましいと記載しておりますので(ポイント 2(2)、Q&A 問 4)、原案のとおりとさせていただきます。また、今回の取組の趣旨が正しく理解されるよう、関係者への周知・広報に努めてまいります。
215	経済安全保障の重要性がかつてない程高まっていることについて異存はないが、経済安全保障は<u>個々の企業の利益ではなく国益を守るものであり</u>、本来「企業価値」とは直接の関係はないはずである。また、経済安全保障の観点での案件遂行可否の判断は、個別企業の取締役会ではなく、<u>外為法(日本版 CFUUS)の枠組みにおいて当局が行うものであり</u>、買収実行段階において当局による審査が行われない限り、どの程度の経済安全保障上の懸念が実際にあるかは判明せず、取締役会にはそもそも経済安全保障上のリスクを評価する主体として適格性がない(実	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、Q&A において、対象会社の将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、買収提案による企業価値向上を検討する際に考慮することができるとしており、また、当該影響については定量化することが望ましいとしております(ポイント 2(2)、Q&A 問 4)。

	際、取締役会が経済安全保障上のリスクがないと評価したからと言って取引が実行できるわけではない)にもかかわらず、当局による審査前に、対象会社取締役会において経済安全保障上の懸念を理由として企業価値の向上の有無の判断ができると記載してしまうと、取締役会が、買収提案が実現した場合に、サプライチェーンが弱体化されたり、自社又は取引先等の技術情報等が流出したりする具体的なリスクが存在していないにもかかわらず、外国企業に買収されると、経済安全保障に対応する経営ができなくなるおそれがあるという漠然とした不安を理由に、<u>外国投資家による買収提案を容易に排除することが可能となり、ひいては海外からの成長資金の流入に対して深刻な悪影響を及ぼすことが懸念される。</u>したがって、「企業価値」として考慮可能な定性的要素から、経済安全保障は削除するか、<u>上記のような誤った解釈が横行しないよう、具体的にどのような形で取締役会が経済安全保障上の懸念を評価すべきかを適切に説明した文言に修正すべきである。</u>					
216	「定性的な価値」ではなく、「定性的な要素」という用語を用いるべきです。また、その将来キャッシュフローの割引現在価値に与える影響が企業価値に含まれることも明記すべきです。 <table><tr><th>改訂案</th><th>修正案</th></tr><tr><td> 【ポイント案 2(2)】 一見して定性的な<u>価値</u>であっても、将来のキャッシュフローを増加させたり、キャッシュフローの現在価値を算出する際の割引率が低下したりすることにより、将来キャッシュフローの割引現在価値を高めることが合理的に見込まれる場合には、当該定性的な価値も企業価値に含まれる。そのため、一見して定性的な価値であっても、買収により、対象会社の将来の </td><td> 【ポイント案 2(2)】 一見して定性的な<u>要素</u>であっても、将来のキャッシュフローを増加させたり、キャッシュフローの現在価値を算出する際の割引率が低下したりすることにより、将来キャッシュフローの割引現在価値を高めることが合理的に見込まれる場合には、当該定性的な<u>要素が将来キャッシュフローの割引現在価値に与える影響</u>も企業価値に含まれる。 </td></tr></table>	改訂案	修正案	【ポイント案 2(2)】 一見して定性的な<u>価値</u>であっても、将来のキャッシュフローを増加させたり、キャッシュフローの現在価値を算出する際の割引率が低下したりすることにより、将来キャッシュフローの割引現在価値を高めることが合理的に見込まれる場合には、当該定性的な価値も企業価値に含まれる。そのため、一見して定性的な価値であっても、買収により、対象会社の将来の	【ポイント案 2(2)】 一見して定性的な<u>要素</u>であっても、将来のキャッシュフローを増加させたり、キャッシュフローの現在価値を算出する際の割引率が低下したりすることにより、将来キャッシュフローの割引現在価値を高めることが合理的に見込まれる場合には、当該定性的な<u>要素が将来キャッシュフローの割引現在価値に与える影響</u>も企業価値に含まれる。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、Q&A 問 4 注 25 において、一見して定性的な価値とは、企業価値に合理的に影響を与えうる要素を指すとしております。
改訂案	修正案					
【ポイント案 2(2)】 一見して定性的な<u>価値</u>であっても、将来のキャッシュフローを増加させたり、キャッシュフローの現在価値を算出する際の割引率が低下したりすることにより、将来キャッシュフローの割引現在価値を高めることが合理的に見込まれる場合には、当該定性的な価値も企業価値に含まれる。そのため、一見して定性的な価値であっても、買収により、対象会社の将来の	【ポイント案 2(2)】 一見して定性的な<u>要素</u>であっても、将来のキャッシュフローを増加させたり、キャッシュフローの現在価値を算出する際の割引率が低下したりすることにより、将来キャッシュフローの割引現在価値を高めることが合理的に見込まれる場合には、当該定性的な<u>要素が将来キャッシュフローの割引現在価値に与える影響</u>も企業価値に含まれる。					

	キャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、当該買収提案による企業価値の向上を検討する際に、当該将来のキャッシュフロー又は割引率への影響を考慮することができる。	そのため、一見して定性的な<u>要素</u>であっても、買収により、対象会社の将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、当該買収提案による企業価値の向上を検討する際に、当該将来のキャッシュフロー又は割引率への影響を考慮することができる。	
	【Q&A 問 4・回答 1】 一見して定性的な<u>価値</u>であっても、将来のキャッシュフローを増加させたり、キャッシュフローの現在価値を算出する際の割引率が低下したりすることにより、将来キャッシュフローの割引現在価値を高めることが合理的に見込まれる 場合には、当該定性的な価値も企業価値に含まれることとなります。 (注 25)後掲①～③に記載した例をはじめ、定量化された要素ではないものの、企業価値に合理的に影響を与えうる要素を指します。	【Q&A 問 4・回答 1】 一見して定性的な<u>要素</u>であっても、将来のキャッシュフローを増加させたり、キャッシュフローの現在価値を算出する際の割引率が低下したりすることにより、将来キャッシュフローの割引現在価値を高めることが合理的に見込まれる場合には、当該定性的な<u>要素が将来キャッシュフローの割引現在価値に与える影響</u>も企業価値に含まれることとなります。	
ステークホルダーの意向の確認			
217	以下の点をつけ足すことが望ましい。 ステークホルダーの意向確認を行う場合には、当該意向が対象会社経営陣からの一方的な情報提供のみに基づいて形成されることを避けるため、買収者の事業方針、人材方針その他の企業価値に関連する事項についても適切な情報提供又は説明の機会が確保されることが望ましい。	Q&A では、ステークホルダーが、取締役・取締役会の意向を斟酌することなく自由に意向を表明できるよう留意する必要があるとしており(Q&A 問 4)、買収提案に関する情報提供又は説明については、取締役・取締役会の意向を斟酌することなく自由に意向を表明できることを確保するための一つの方	

		法になり得ると考えられますが、ステークホルダーに対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております。
218	ステークホルダーに対する意向確認については、既に実務で取り入れられているとの理解であるが、本指針に明示的に記載があるものではなく、また、従業員・取引先等が取締役・取締役会又は経営陣の意向を斟酌することなく自由に意向を表明することが必ずしも容易ではないことを踏まえると、かかる意向確認について本Q&Aに記載するのであれば、ここで取得した意向が、「将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる」といかなる場合に判断することができるのか、読み手に誤解なく伝わるように留意する必要があると考える。その観点から、この意向確認に関する記載については、本Q&Aには記載しない、又は記載する場合にはその留意点についてより補足いただくことをご検討いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
企業価値と買収価格の関係性		
219	「買収後の対象会社の企業価値」という概念を用いるのであれば、それが株主による買収提案の判断においてどのような意味を持つのか、また株主共同の利益との関係でどのように評価されるのかについて、より丁寧な説明が必要である。	Q&Aにおいて「買収後の対象会社の企業価値」に言及しているのは、対象会社の取締役・取締役会が買収提案について検討又は株主に説明する際の考慮要素の一つとして示したものです。 株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えておりますが(Q&A問3)、対象会社の取締役・取締役会が、「買収後の対象会社の企業価値」を株主に対して説明する場合もあり得ると考えられます。 買収の成否を最終的に決定するのは株主であるところ、本指針、ポイント及びQ&Aは、株主が買収に応じるかどうかを判断する際の判断基準を提示するものではありません。
220	なぜ買収会社の提案は「合理的に期待し得る」のか不明である。買収価格を抑えるため恣意的な価格にするケースがないとは言えない。ここは「…高い買収価格を示	買収者が提示する買収価格は、一般的には、「買収による対象会社の企業価値の向上の見込み」という買収者の評価で

	した場合には、<u>買収者の意図を慎重に判断することが求められる</u>」とすると良いと考えます。	あると考えられることから、買収者が、過去の株価水準よりも相応に高い買収価格を示した場合には、企業価値を高めることが合理的に期待し得ると考えております(Q&A 問 5)。 買収価格を抑えるため恣意的な価格にするケースもあり得るとは考えておりますが、通常は、真摯な交渉や買収候補の模索等を行うことにより、企業価値を高めつつ、株主にとってできる限り有利な取引条件が実現されるものと考えております(Q&A 問 6)。
221	「そのため、買収者が、過去の株価水準よりも相応に高い買収価格を示した場合には、企業価値を高めることが合理的に期待し得る。」について、「過去の株価水準」の、「過去」をいつとして考えるかは、一義的には定まらず、非常に難しい問題である旨、及び、憶測報道前の時点を重要視しすぎることなく、その後、対象企業の実力等により株価が上がっている場合には憶測報道後の一定の時点も比較対象とすべき旨を明示していただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
222	「過去」の株価水準との比較のみではなく、検討中の株価の変動も踏まえるべきことを記載いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
223	Q&A 案P12、②の買収後の企業価値と買収価格が見合わない場合の例に、買収者が経営能力を過信していたりディスシナジーを軽視している場合や、提案によって事業計画の施策が実施できない場合などを追記いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、Q&A 注 32 において、ディスシナジーを過小評価している場合を記載しております。
224	「買収者が提示する買収価格は、一般的には、「買収による対象会社の企業価値の向上の見込み」という買収者の評価であると考えられ、買収価格は、買収後の対象会社の企業価値を示す重要な要素である。」との記載については、買収価格に「買収による対象会社の企業価値の向上の見込み」が 100%織り込まれるものではないため、「買収者が提示する買収価格は、一般的には、「買収による対象会社の企業価値の向上の見込み」という買収者の評価を一部反映したものであると考えられ、買収価格は、買収後の対象会社の企業価値の向上の見込みを示す重要な要素である。」といった表現とすることをご検討いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

225	「買収者が、過去の株価水準よりも相応に高い買収価格を示した場合には、企業価値を高めることが合理的に期待し得る。また、全部買収を目的とする真摯な買収提案が複数存在する場合、(a)対象会社の企業価値の向上により資する買収提案と、(b)一般株主が享受する利益(買収価格)がより大きな買収提案とは、通常は一致する。」との記載については、例外的に、企業価値を高めることが期待し得ない場合、及び、後者の一致しない場合(特に(b)はより大きい、(a)に資さない場合)についても、解釈上、具体的な例を示すことをご検討いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきますが、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
226	買収価格と企業価値向上が必ずしも一致しない場合があることを明確化する観点から、人的資本、創造性及び知的財産への悪影響によって中長期的な企業価値が毀損され得る事例を例示することを要望いたします。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
227	Q&A(案)問5が示す、企業価値と買収価格の関係性についての整理は方向性として妥当と考えるが、以下の2点を、その考慮要素として明示的に補記すべきである。 1. 問5の1における「過去の株価水準よりも相応に高い買収価格」による企業価値向上の推認について、市場株価に対するプレミアムの大小のみに依拠するのではなく、「対象会社が自ら算定するスタンド・アローンの本源的価値と同等以上であるか否か」を併せて確認すべき要素として明記すること。例えば、以下のような修正を施すことが考えられる。 「そのため、買収者が、過去の株価水準よりも相応に高く、且つ、対象会社が自ら算定するスタンド・アローンの本源的価値と同等以上である買収価格を示した場合には、企業価値を高めることが合理的に期待し得ると考えられます。」 2. 問5の2における「買収後の企業価値と買収価格が見合わない例外」として、買収資金の調達構造に伴う財務毀損リスクが適切に考慮されないケースを補記すること。具体的には、②b(買収後の対象会社の企業価値を過大評価している場合)の脚注 32 において、「過大な借入(LBO 等)により、対象会社の財務上の制限・負担が課され、成長投資原資が枯渇する等のリスクが含まれ得る旨」を明記すること。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきますが、全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。なお、Q&A では、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを真摯に検討する際の考慮要素として、対象会社の資産を買収資金に充当する予定の有無・内容などを例示した上で、対象会社のキャッシュフローや資産を担保として買収資金を借入れ等による調達する場合には、買収資金を返済する負担等により、想定している企業価値向上策が実施できなくなる場合には、対象会社の企業価値の向上に資さない場合もあることを示しております(Q&A 問 3・注 16)。
228	Q & A(案)P12 5.企業価値と買収価格の関係性	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます

	以下のように、下線部分の文章を追加し修正していただきたいと存じます。 対象会社の取締役・取締役会は、「買収後の企業価値と買収価格が見合っていない」という判断をする場合には、<u>企業価値と買収価格の差を定量的に示しながら、株主に対する説得力のある説明が求められます。</u>	きますが、全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
229	「企業買収における行動指針」Q&A(案)の問5を次のように改訂することを推奨します。 「取締役会が、買収価格が高いプレミアムが付されているにもかかわらず、企業価値を適切に反映していないと結論付ける場合、取締役会は、その結論の根拠となる主要な前提条件について説明すべきである。これには、根拠とした具体的な要素、それらの要素が将来のキャッシュフロー又は割引率に及ぼすと予想される影響、及びそれらの影響が提案されたプレミアムを上回ると合理的に予想される理由が含まれる。」	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、Q&Aにおいては、買収による影響については定量化することが望ましく、仮に定量化することが困難である場合には、株主に対する説得力のある説明が求められる旨を記載するとともに(Q&A 問 4)、取締役会は買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかの判断の合理性について説明責任を果たすことが求められ、仮に定量的な観点から株主に説明することが困難である場合には説得力のある説明が求められるとしております(Q&A 問 3)。
230	本ドラフト資料は、買収が成功するか否かを、対象会社自体の買収後の企業価値を基準に検証していますが、この基準は、買収者の類型によって検討する必要があります。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
231	「説得力のある説明」を提供することについて、より具体的な行動規範として、取締役会には、企業価値の向上に最も資する提案と株主利益に最も資する提案とが一致しなかったという事実の開示および株主利益に最も資する提案において提示された買収価格の開示が求められるべきと考えます。	株主に対する説明の内容や程度については個別の事案に応じて判断されるべきであると考えておりますが(Q&A 問 3)、貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
232	また、本指針の以下の記載についての再度の強調がなされるべきと考えます。「また、実際には、このような提案に取締役会が賛同したとしても、株主の公開買付けへ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ことには留意が必要である。」(本指針 3.2.3)	ポイント及び Q&A 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すると経営判断した場合であっても、買収の成否を最終的に決定するのは株主であるため、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こと記載しておりますので(ポイント 5(2)、Q&A 問 6)、原案のとおりとさせていただきます。

233	さらに、本来客観的な検証が困難な企業価値の比較に当たっては、取締役会は以下を明らかにすべきです。 ●具体的にどのような手法、資料、前提に基づき、いかなる根拠で競合提案の優劣が判断されたか ●買収後により大きな企業価値の向上が期待される買収者から、なぜ、より有利な買収提案を得ることができなかったか	株主に対する説明の内容や程度については個別の事案に応じて判断されるべきであると考えておりますが(Q&A 問3)、貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
234	Q&A 案に関する追加的な明確化の要望 問5 答3において、「最良の価格による取引が、最も企業価値の向上に資する取引と一致するようにすることが取締役会の責務である」という重要な前提が、改めて明記されるべきです。	ポイント及び Q&A では、取締役・取締役会は、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力を行うことが求められるとしておりますので(ポイント5(1)、Q&A 問6)、原案のとおりとさせていただきます。
235	市場価格及び買収価格は形成メカニズムこそ異なるものの、いずれも将来の企業価値に関する市場参加者又は買収者の期待や評価を反映した重要な情報である。そこには、現在の利益だけではなく、人的資本、ブランド、知的財産、技術力、組織能力等の無形資産や中長期的な成長期待も織り込まれていると考えるのが自然である。 高い買収価格が企業価値を適切に反映していないと取締役会が判断する場合には、その判断について十分な定量的企業価値分析を行い、その分析内容及び判断理由について株主に対する説明責任を果たすことが重要である。	Q&A において、買収後の企業価値と買収価格が見合っていないという判断をする場合には、株主に対する説得力のある説明が求められるとしております(Q&A 問5)。また、株主に対する説明の内容や程度については個別の事案に応じて判断されるべきであると考えておりますが、買収提案が公表された場合等には、取締役会は、買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかの判断の合理性について説明責任を果たすことが求められるとしております(Q&A 問3)。
236	Q&A 問5では、「A社の企業価値を向上させる買収提案」との表現が用いられている。 しかし、企業買収による価値創造の形態は様々であり、対象会社を統合する場合だけでなく、子会社として独立運営する場合、事業再編、カーブアウト、一部事業の譲渡等、多様な形態が存在する。 したがって、買収によって創出される価値は、必ずしも対象会社単体の企業価値の向上として実現されるものではない。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
237	Q&A(案)問5の答2②b)及び注32(「買収者による企業価値の過大評価」に関する記載)を削除していただきたく存じます。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

238	Q&A 案の原案(2026 年 6 月 2 日付)では、「買収により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理由」として、「③ 買収者が、自らに生じるシナジーを買収価格に上乗せしている場合」、及びこれに付された脚注 33 として「買収が成立する前においては、対象会社の取締役・取締役会は、買収者・対象者の双方に生じるシナジーの合計を最大化するのではなく、あくまで対象会社の企業価値を最大化する責務を負うと考えられます。ただし、当該買収が成立した場合には、買収者・対象会社は経済的に一体と捉えられ、その双方に生じるシナジーを合計して考えれば、当該買収は日本経済社会全体にとって望ましい、とも考えられます。」との記載が存在した。 このような考え方自体は一般的にあり得るもので、また参考とする価値もあると考えられるところ、検討の過程でそうした議論・検討があったことを記す意味で、「……のような指摘(考え方)もある。」等の形で脚注等で注記することとしてはどうか。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
239	本指針が定義するように、企業価値が将来キャッシュフローの割引現在価値であるとすれば、ある買収者が高い企業価値を実現しながらも高い買収価格を提示できないというのは論理的に相当矛盾しています。よってその際の対象会社取締役会の義務は何よりも買収者に買収価格の引き上げを求めることです。これは合理的努力を行うだけでは足りず、努力してもなお高い価格を実現できないのであればその理由を合理的に説明できるだけの重い説明責任を負うべきであると考えます。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、ポイント及び Q&A においては、買収後の対象会社の企業価値と買収価格が見合わない場合は例外的であるとし、取締役・取締役会がそのように判断する場合には、株主に対する説得力のある説明が求められるとしております(ポイント 2(3)、Q&A 問 5)。
240	本ガイダンスは、取締役会がより高い価格の提案を拒絶しようとする場合(より高い価格は、通常、企業価値の向上を示す最も明確な市場上の指標です。)には、その判断を正当化する負担もそれに応じてより重いものを負うべきであることを、より明確に示すべきです。	
241	本 Q&A で示されている例、すなわち、買収者がステークホルダーに配分される取り分を減らして株主の取り分を増やす場合、自らの経営能力を過大評価している場合、又は自らが実現すると見込むシナジーを買収価格に織り込んでいる場合などは、そのような場合がどのように生じ得るかを示す有益な例示です。もっとも、これらの例外的な場合は、その性質上、主観的に適用されるおそれがあるため、当社は、本ガイダンスにおいて、これらの例をより限定又は精緻化し、実務上、いずれ	

	かの例が機会主義的に持ち出されるリスクを最小化するとともに、相応に高い買付価格は、反証可能ではあるものの、企業価値が向上するとの明確な推定を生じさせるという原則を補強することが有益であると考えます。	
242	本ガイダンスにおいては、取締役会の裁量が 2023 年指針によって設けられた全ての規律に引き続き服することをより明確にすべきです。 これには、とりわけ、(i)相応に高い価格は、反証可能ではあるものの、企業価値が向上するとの明確な推定を生じさせる旨の明確な記載、及び (ii) 取締役会が、買収後の企業価値がより優れていることを理由として、より高い価格の提案を拒絶し、又はより低い価格の提案を支持することを選択する場合には、関連するシナジー、ディスシナジー及び利用可能な代替案についての詳細かつ透明性のある分析を含め、「説得的な説明」を行う必要があることについて、更に詳述し、明確な要件として強化することが含まれます。	ポイント及び Q&A において、買収価格は、買収後の対象会社の企業価値を示す重要な要素であるとし、買収後の企業価値と買収価格が見合っていないという判断をする場合には株主に対する説得力のある説明が求められるとしておりますが(ポイント 2(3)、Q&A 問 5)、全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
243	買収後の対象会社の価値のみを評価することは、金融スポンサーによる取引の便益を過小評価するおそれがあります。関連する検証対象は、対象会社単体の価値のみではなく、事業結合、事業再編、資本の再配分又は所有主体の変更を通じた資産のより効率的な活用により実現される価値を含む、取引全体が創出する価値であることを明確にするよう求めます。	検証主体によって検証対象は異なり得るものと考えておりますが、貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
244	ガイドラインでは、会社の取締役会が自社株式の売却を支持することを決定した場合、会社の経営陣は「株主にとって利用可能な最良の取引条件で買収が実施されるよう」、誠実かつ十分な交渉を行うべきであるとされている。また、企業価値を向上させるものの、価格が十分に高いとはいえない提案を支持する決定は、「例外的な判断」とであると位置付けられている。 しかしながら、Q&A では、「誠実な交渉および潜在的な買収者の探索を通じて」、企業価値を最大化する提案と株主利益を最も確保する提案は「通常は一致する」と述べるにとどまっている。私たちは、Q&A は新たな、より曖昧な概念を導入するのではなく、ガイドラインで用いられている表現を改めて明示すべきであるとする。なぜなら、現在の記載では、企業価値の向上と株主利益との間に乖離が生じるケ	ポイント及び Q&A においては、買収が企業価値の向上に十分に資さないが高い買収価格が提示される場合や、最も企業価値の向上に資する提案と最も買収価格が高い提案が一致しない場合は例外的であると記載しておりますので(ポイント 2(3)、Q&A 問 5)、原案のとおりとさせていただきます。

	ースがより頻繁に発生し得る、あるいは許容されるかのような印象を与えかねないためである。	
245	Q&A が採択される場合には、以下の事項を含む開示の充実に関する指針も盛り込むべきであると考えます。 (i) 対象会社の取締役会が企業価値評価を行う際に使用した事業計画・業績予測の開示 (ii) 取引の経緯に関する詳細な開示(例えば、対象会社またはその代理人と、買収候補者またはその代理人との間で行われた重要な連絡や会合について、その日時および内容を含む詳細な説明) (iii) 取締役会が、買収後の企業価値と買収価格が一致しないと判断した場合には、さらに以下を明らかにすべきである。 (x) 競合する提案の優劣を判断するに当たり、どのような具体的な手法、資料および前提条件に依拠し、その判断がどのような根拠に基づいて行われたのか (y) 買収後の企業価値向上がより大きく期待される買収者から、なぜより有利な買収価格を引き出すことができなかったのか	ポイント及び Q&A において、取締役会が買収に応じる方針を決定する場合、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としており(ポイント 5(1)、Q&A 問 6)、また、株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております(Q&A 問 3)。
246	Q&A の一部の記述では、「企業価値」が「買収後の対象会社の企業価値」という非常に限定的な意味で用いられている。 「買収後の対象会社の企業価値」のみに着目する枠組みでは、事業再編や資本の再配分を通じて創出される価値を含め、買収が持つ経済的意義全体を適切に捉えることができない 価値創造に至るさまざまな経路を包含する、より広い概念としての「企業価値」を重視すべきである。そうでなければ、Q&A は正当な買収提案の評価を不当に制約するおそれがあり、また、事業資産の効率的な再配分を通じて日本経済の成長を促進するというガイドラインの目的とも、必ずしも整合しないものとなる可能性がある。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
247	「レブロン義務を定めるものではありません」との記載は、法的義務の不存在を確認するにとどまらず、最も高い買収価格を提示する提案を選択しなくてもよいという免責的なメッセージとして誤った受け取られ方をされてしまうおそれがあります。	ポイント及び Q&A は、本指針がレブロン義務を定めるものではないとしつつも、買収に応じる方針を決定する場合には株主が享受すべき利益が確保される取引条件を目指して合理的な努力が求められるとし(ポイント 5(1)、Q&A 問 6)、また、

	より高い買収価格の提案を選択しないことによって株主が放棄する経済的利益 と比較できるよう、当該提案が対象会社の将来キャッシュフロー又は割引率に 与える影響、影響が生じる因果経路、時間軸及び規模について、合理的に可能 な範囲で定量的な分析を行い、株主がその判断を理解し、合理性を評価できる よう説得的に説明することが必要です。 <table><tr><th>改訂案(現行の記載)</th><th>修正案</th></tr><tr><td>【ポイント案 5(1)】 <u>なお、本指針は、米国デラウェア州の ように、会社を売却すると決めた場合 には、株主利益(価格)のみを考慮す るという義務(レブロン義務)を定める ものではない。</u></td><td>【ポイント案 5(1)】 (削除)</td></tr><tr><td>【Q&A 問 6・回答 1】 本指針は、レブロン義務を定めるもの ではありません。</td><td>【Q&A 問 6・回答 1】 (削除)</td></tr></table>	改訂案(現行の記載)	修正案	【ポイント案 5(1)】 <u>なお、本指針は、米国デラウェア州の ように、会社を売却すると決めた場合 には、株主利益(価格)のみを考慮す るという義務(レブロン義務)を定める ものではない。</u>	【ポイント案 5(1)】 (削除)	【Q&A 問 6・回答 1】 本指針は、レブロン義務を定めるもの ではありません。	【Q&A 問 6・回答 1】 (削除)	買収価格は、買収後の対象会社の企業価値を示す重要な要素であるとしておりますので(ポイント 2(2)、Q&A 問 5)、原案 のとおりとさせていただきます。
改訂案(現行の記載)	修正案							
【ポイント案 5(1)】 <u>なお、本指針は、米国デラウェア州の ように、会社を売却すると決めた場合 には、株主利益(価格)のみを考慮す るという義務(レブロン義務)を定める ものではない。</u>	【ポイント案 5(1)】 (削除)							
【Q&A 問 6・回答 1】 本指針は、レブロン義務を定めるもの ではありません。	【Q&A 問 6・回答 1】 (削除)							
買収に応じる方針を決定する場合								
248	「通常は、真摯な交渉や買収候補の模索等を行うことにより、企業価値を高めつ つ、株主にとってできる限り有利な取引条件が実現され、①最も企業価値の向上に 資する提案と、②最も株主利益が確保される提案(買収価格が高い提案など)は一 致する」について、買収価格の高低は難しい問題であり、提案価格が市場価格より も低い場合や、提案価格が高くても企業価値に負の影響を与える提案について は、そもそも、企業価値の向上や、株主利益の確保に資する提案であるかは疑問 である旨を追記いただきたい。	全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。						
249	「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(買 収に応じる方針を撤回するか否かを含む。)や、いずれの買収提案に応じるか(賛 同するか)を経営判断する」とあり、株主共同の利益の観点が抜けている。「望まし い買収」の意義のところでの「望ましい買収か否かは、対象会社の「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」という	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、ポイント及び Q&A では、取締役・取締役会は、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行わ れることを目指して合理的な努力を行うことが求められるとして おり(ポイント 5(1)、Q&A 問 6)、株主共同の利益を確保す						

	説明と整合するよう、企業価値の向上だけでなく、株主利益も考慮していることが分かるよう、企業価値の向上と株主共同の利益の観点から判断すべきと明記すべきである。こういうところで、価格面(株主利益)を軽視している印象を受けるのではないかと危惧しています。	ることも重要であると考えております。
250	「本指針は、取締役会が買収に応じる方針を決定する場合であっても、対象会社の企業価値を向上させるか否かの観点から判断することを求めるものです。したがって、本指針は、レブロン義務を定めるものではありません。」との記載があるが、ここでも株主共同の利益の観点が抜けている。「望ましい買収」の意義のところでの「望ましい買収か否かは、対象会社の「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」という説明と整合するよう、企業価値の向上だけでなく、株主利益も考慮していることが分かるよう、企業価値の向上と株主共同の利益の観点から判断すべきと明記すべきである。こういうところで、価格面(株主利益)を軽視している印象を受けるのではないかと危惧しています。 また、もともとの行動指針 13 頁では、「特に、現金対価による全部買収(最終的に100%の株式を取得することにより買収者がコミットしている買収)の提案である場合には、株主が対象会社株式への投資から利益(支配権プレミアムも含む)を得る最後の機会となるため、株主にとっては価格面での取引条件の適正さが特に重要となる。」と、特に価格面の条件が重要となると明記されており、実質的にレブロン義務的な発想が取り込まれていたことは疑いがない。海外投資家等は、企業買収行動指針はレブロン義務を採用したと理解しているところが少なくない。これに対して、丁寧な説明もなく、趣旨の再確認だと言って、レブロン義務は採用していない、と切っ捨てて捨てるのは、実質的な看板の架け替えとも受け取られる懸念があり、海外投資家等から見ても、価格面(株主利益)を軽視しているのではないかと、不透明な市場ではないかなどと、大きな後退と見られる懸念があるので、価格面(株主利益)の重要性は変わらない、という点については、丁寧な説明が必要であると感じる。	現金対価による全部買収の提案である場合には、株主が対象会社株式への投資から利益を得る最後の機会となるため、株主にとっては価格面での取引条件の適正さが特に重要となると考えておりますが(本指針 3.2.2)、そのことから直ちにレブロン義務が導かれるものではないと考えております。なお、ポイント及び Q&A では、取締役・取締役会は、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力を行うことが求められるとしており(ポイント 5(1)、Q&A 問 6)、株主共同の利益を確保することも重要であると考えております。
251	「望ましい買収」の判断においては、買収後の企業価値の向上と株主共同の利益の確保が常に一致するものではないこと、そして両社が対立する場合には株主共	

	同の利益の確保が優先されるべきことを明記すべきであり、「・・・本指針はレブロン義務を定めるものではありません」との記述は削除すべきである。とりわけ、現金対価による全部買収においては、一般株主は買収後の対象会社の企業価値変動に経済的利益を有しないため、買収時点における一般株主の利益、すなわち提示された買収対価の公正性及び最大化を中心に判断すべきである。	
252	「①最も企業価値の向上に資する提案と、②最も株主利益が確保される提案（買収価格が高い提案など）が異なる場面は、例外的と考えられますが、取締役会は、株主に対して十分な説明責任を果たした上で、①最も企業価値の向上に資する提案に賛同すると経営判断することでもあります」とありますが、やや短絡的な言い切りになっており、高値での買収提案が来ても、価格面（株主利益）よりも経営陣が、企業価値が向上すると考える方を優先できる（経営陣の保身にお墨付きを与えた）、と誤解を生むのではないかと懸念する。行動指針の3原則に照らしても、企業支配権に関わる事項については、株主意思に委ねられる（経営陣の判断ではない）ことを後退させるべきではない。 実務的な観点からすると、例外的な場面でも複数の異なるシナリオが想定され、例えば、(1)企業価値の向上に資するが、株主利益の確保の点で不十分な場合、株主は、複数の買収提案がある場合、高値の TOB に応募するのであって、価格が低い TOB に応募することは通常はない。そのような場面で、価格が低くても、企業価値が向上すると経営陣が考える提案に短絡的に飛びつくことが許容されるわけではない。このような場面では、対象会社の経営陣は、株主利益の観点から、真摯な交渉をして、価格の引き上げ交渉をするか、又はより高値の条件で実現可能な買収提案を出せる他の候補の探索が求められる。逆に、(2)高値の買収提案であるが、企業価値・株主共同の利益を毀損する買収提案に対しては、企業価値・株主価値の保護のため、買収防衛策の導入など、適切な防衛行動をとることが求められる。冒頭の記載箇所については、このように少し解像度を上げて説明を明記すべきと考える。	ポイント及び Q&A において、真摯な交渉や買収候補の模索等の努力を貫徹したことを前提とした記載としており、また、会社の経営支配権に関わる事項については株主の合理的な意思に依拠すべきであり（第 2 原則）、買収の成否を最終的に決定するのは株主であるため、結果的に、取締役会の判断とは異なる提案に係る買収が成立する可能性がある」と記載しておりますので（ポイント 5(2)、Q&A 問 6）、原案のとおりとさせていただきます。
253	（問 6）脚注 39 のうち「なお、対象会社の株主である株式会社は、いずれの買収に応じるか（公開買付けに応募するか）については、経営判断の原則に基づき広い	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在り方を中心に原則論及びベストプラクティス

	裁量が認められていると考えられます。そのため、通常は、対象会社との信頼維持や関係性維持等の経営上の合理的な理由に基づき、対象会社の取締役会が賛同する買収(最も企業価値の向上に資する提案)に応募することも経営判断として認められることも踏まえて、いずれの買収に応じるかを検討する必要があります。公開買付期間中に市場株価が公開買付価格を上回った状況において、市場売却ではなく、応募契約に基づき公開買付けへの応募を行った事例において、経営判断の原則に基づき取締役の善管注意義務・忠実義務違反を否定した裁判例も存在しています(東京高判平成18年10月25日)。」を削除いただきたい。	を提示するものであり(本指針1.2)、株主は、売主として買収の当事者であると考えております。また、株主が株式会社である場合には、いずれの買収に応じるかは経営判断であり、当該株式会社の取締役には、経営判断の原則に基づく広い裁量が認められていると考えております。
254	全部買収の提案が複数存在する場合には、取締役会は、一般株主が最も大きな利益を享受できる提案を選択し、又はその実現に向けて買収者間の競争を促すべきである。	ポイント及びQ&Aでは、取締役・取締役会は、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力(真摯な交渉や他の買収候補の模索等)を行うことが求められるとしております(ポイント5(1)、Q&A問6)。
255	企業価値を最大化する提案と、株主にとっての売却価格を最大化する提案が異なる場合には、取締役会による自己判断ではなく、特別委員会による検証を求めるべきであり、また、スタンド・アロンを推奨する場合には、取締役会がどのような方法で、いつまでに、企業価値の向上を実現するのかを説明するべきである。	特別委員会は、個々の事案ごとに、利益相反の程度、取締役会の独立性を補完する必要性や市場における説明の必要性の高さのような要素を考慮し、設置する必要性を検討すべきと考えておりますが(ポイント5(1))、貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
256	対象会社の株主構成、買収価格の差異の程度等によっては、結果的に、取締役会の判断とは異なり、最も買収価格が高い提案に係る買収が成立する可能性が高く、対象会社の取締役会は、最も企業価値の向上に資する提案について価格の引上げに向けて努力することに加えて、最も株主利益が確保される提案について企業価値の向上に資する提案となるように提案・交渉することが望ましい可能性もある点については、解釈上明記することをご検討いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきますが、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。なお、ポイント及びQ&Aにおいて、結果的に、取締役会の判断とは異なる提案に係る買収が成立する可能性があることを記載しております(ポイント5(2)、Q&A問6)。
257	Q&A 案問6の答2の後に、以下の趣旨を追記していただきたい。 「対象会社が買収者との間で、情報提供、協議又は交渉を制限する条項、勧誘を禁止する条項、違約金条項その他の取引保護条項を含む取引契約を締結する際	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、MBO及び支配株主による従属会社の買収に関する公正M&A指針の中で、取引保護条項についても言及されております。

	には、当該条項が、将来、より望ましい買収提案がなされた場合における取締役会の真摯な検討及び合理的な努力を過度に制約することとならないかについて検討することが望まれます。 また、取引契約の締結後に後発の買収提案がなされた場合においても、取引保護条項が存在することのみをもって、当該提案の真摯な検討が不要となるものではありません。対象会社の取締役会は、契約上許容される範囲で、追加情報の確認により当該提案の実現可能性を高める余地、例外条項の適用可能性その他の合理的な対応の余地について検討することが望まれます。」	
258	現金対価による全部買収において最高価格ではない提案を選択することを認めるのであれば、そのような場面が真に例外に限られることを制度上も明確にすべきと考えます。 そのためには、少なくとも、特別委員会が主導する公正なマーケットチェック又はオークション・プロセスの実施、将来キャッシュフロー又は割引率への影響についての合理的かつ可能な限り定量的な説明、一般株主による Majority of the Minority (MoM) 条件、又はこれと同等の少数株主保護措置を、例外を許容するための基本的要件として明示すべきと考えます。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、ポイント及び Q&A においては、個別の事案における、利益相反の程度や情報の非対称の問題の程度、対象会社の状況や取引構造の状況等に応じて公正性担保措置を講じることにより、通常は株主の利益が確保されやすくなるとしており(ポイント 6(1))、また、買収による将来キャッシュフロー又は割引率への影響については定量化することが望ましいとしております(Q&A 問 4)。
259	「英国においても、取締役会は、買収価格を決定的な要素として考慮することは義務付けられておらず」の部分は、The Takeover Code Rule 25.2 の NOTES の”the board is not required by the Code to consider the offer price as the determining factor” の部分の和訳だと思います。少し細かいかもしれませんが、「買収価格を決定的な要素として扱うことは義務付けられておらず」又は「買収価格を決定的な要素であるとみなすことは義務付けられておらず」などの方が、元の英文のニュアンスに近く自然だと思います。買収価格を考慮すること自体は必要なはずであるところ、現在の和訳だと、考慮が不要のように読まれる可能性がなくもない気がします。「Consider～as・・・」を「～を・・・とみなす」とする一般的な和訳をここでも用いる方が、より良いように思います。	御指摘を踏まえ、必要な修正を加えました。

260	最高買収価格 (Highest-Purchase Price) が、株主および企業価値にとって最も望ましい結果であることを明確にすべきである。	本指針はレブロン義務を定めるものではありませんが(ポイント 5(1)、Q&A 問 6)、貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、ポイント及び Q&A において、通常は、真摯な交渉や買収候補の模索等を行うことにより、①最も企業価値の向上に資する提案と、②最も株主利益が確保される提案(買収価格が高い提案など)は一致するとし、①と②が異なる場面は例外的であるとしております(ポイント 5(2)、Q&A 問 6)。
261	【Q&A 案について】 マーケットチェックについて レブロン義務は求めないが、積極的なマーケットチェックは求めるとの理解でよいのか。	買収に応じる方針を決定する場合、取締役・取締役会は、株主が享受すべき利益が確保される取引条件を目指して合理的な努力(真摯な交渉や他の買収候補の模索等)を行うことは求められますが(ポイント 5(1)、Q&A 問 6)、個別の事案における利益相反の程度や情報の非対称の問題の程度、対象会社の状況や取引構造の状況等に応じて、公正性担保措置を講じるものと考えております(ポイント 6)。
262	ポイント(案)5 買収に応じる方針を決定する場合 (1) 基本的な考え方 P9 6～8 行目 – なお、本指針は、米国デラウェア州のように、会社を売却すると決めた場合には、株主利益(価格)のみを考慮するという義務(レブロン義務)を定めるものではない。 当該文章は削除していただきたいと存じます。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
263	Q & A(案)6. 買収に応じる方針を決定する場合 P13 6. 買収に応じる方針を決定する場合 (答)1 なお、米国デラウェア州においては、会社を売却すると決めた場合には、取締役は、株主利益(価格)のみを考慮する義務(レブロン義務)35を負うものとされていますが、本指針は、取締役会が買収に応じる方針を決定する場合であっても、対象会社の企業価値を向上させるか否かの観点から判断すること	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

	を求めるものです。したがって、本指針は、レブロン義務を定めるものではありません³⁶。 35 具体的には、取締役会が積極的に会社を売りに出し買収者を募集する場合、支配権の異動を伴う M&A 取引を実行する場合、又は会社の解体を伴う M&A 取引を実行する場合、取締役は、競売人として、株主が受け取る買収対価の価値に関して、合理的に入手可能な最善の価格を入手する義務(レブロン義務)を負うとされています(Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. 506 A.2d 173 (Del. 1986))。 当該文章と注記は削除していただきたいと存じます。	
264	Q&A 案に関する追加的な明確化の要望 問 6 答 1 及び脚注 35 は、いわゆる「レブロン義務」が日本には適用されないことを強調しています。しかしながら、日本における裁判例(シャルレ事例やレックス・ホールディングス事例)が、既存株主に対する「公正価値移転義務」を認めていることに留意することが重要です。(取締役会が価格を最も重要な決定要素として考慮する必要はないとの点を裏付けるために)英国の判例のみを引用し、シャルレ事例やレックス・ホールディングス事例といった他の重要な日本の裁判例を引用しないことは、読み手に偏った見解を与えることになると考えられ、シャルレ事例やレックス・ホールディングス事例への言及もあわせて行われるべきです。	全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
265	スタンド・アローン案に関する定量化の考え方が、Q&A(案)問 7 の事例と同様の状況を含め、複数の真摯な買収提案の中から取締役会が選択する場合にも等しく適用されることを確認するよう求めます。	Q&A では、買収による対象会社の将来のキャッシュフロー又は割引率への影響については定量化することが望ましいとしております(Q&A 問 4)。
266	特別委員会は、買収提案の検討において一般株主の利益を適切に考慮する役割を担う必要性が特に高いことから、その構成員については、単に社外取締役であることのみならず、当該買収提案について利害関係を有しないことが重要です。 後の段階で特別委員会を設置しても、それ以前の判断過程に関する疑義を十分に解消できないおそれがあることから、利害関係を有しない社外取締役等が早期から主体的に関与することが望ましいと考えます。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきますが、全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。

	改訂案(現行の記載)	修正案	
	【ポイント案 6(1)】 － 特別委員会についても、個々の事案ごとに、例えば、以下のような要素を考慮し、設置する必要性を検討すべきである。 a) 利益相反の程度 b) 取締役会の独立性を補完する必要性(社外取締役が取締役会の過半数を占めているかなど) c) 市場における説明の必要性の高さ	【ポイント案 6(1)】 － 特別委員会についても、個々の事案ごとに、例えば、以下のような要素を考慮し、設置する必要性を検討すべきである。 a) 利益相反の程度 b) 取締役会の独立性を補完する必要性(<u>利害関係を有しない</u>社外取締役が取締役会の過半数を占めているかなど) c) 市場における説明の必要性の高さ	
	【ポイント案 6(2)】 特別委員会の設置が有用である場合 － 例えば、以下のような場合には、特別委員会の設置が有用であると考えられる。ただし、社外取締役が取締役会の過半数を占める会社においては、特別委員会を設置する意義は相対的に小さいと考えられる。 a) キャッシュ・アウトの提案(全部買収の提案)であることから、取引条件の適正さが株主利益にとってとりわけ重要であると考えられる場合 b) 買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合	【ポイント案 6(2)】 特別委員会の設置が有用である場合 － 例えば、以下のような場合には、特別委員会の設置が有用であると考えられる。ただし、<u>利害関係を有しない</u>社外取締役が取締役会の過半数を占める会社においては、特別委員会を設置する意義は相対的に小さいと考えられる。 a) キャッシュ・アウトの提案(全部買収の提案)であることから、取引条件の適正さが株主利益にとってとりわけ重要であると考えられる場合 b) 買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合	

	c) その他、市場における説明責任が高いと考えられる場合（例えば、複数の公知の買収提案がある場合や、事案にもよるが株式対価の買収提案の場合等）	c) その他、市場における説明責任が高いと考えられる場合（例えば、複数の公知の買収提案がある場合や、事案にもよるが株式対価の買収提案の場合、<u>企業価値と買収価格が見合わない</u>と判断して<u>スタンド・アローン</u>を選択する場合、<u>最高値の提案ではない提案の選択を検討する場合等</u>）	
	【ポイント案 6(4)】 特別委員会の構成としては、社外取締役を中心とすることが基本である。社外取締役のみで特別委員会を構成することが独立性等の観点から適切ではない場合には、必要に応じて社外監査役や社外有識者などを構成員とすることも次善の策として<u>考えられる。</u>	【ポイント案 6(4)】 特別委員会の構成としては、<u>利害関係を有しない社外取締役を中心とすることが基本である。</u>社外取締役のみで特別委員会を構成することが独立性等の観点から適切ではない場合には、必要に応じて社外監査役や社外有識者などを構成員とすることも次善の策として<u>考えられ、提案者からのコンタクトへの対応（当初提案の受領を含む。）、その後のコミュニケーション、情報収集、他の提案との比較検討（マーケット・チェック）及び条件交渉には、利害関係を有しない社外取締役等が主体的に関与することが望ましい。</u>	
特別委員会の設置			
267	特別委員会や社外取締役は、形式的に設置されるだけでは不十分である。委員の独立性、専門性、検討過程、外部アドバイザーの利益相反、買収者との交渉内容、価格引上げ努力、代替案の検討状況などについて、株主が後から検証できる程度	ポイントでは「個別の事案における、利益相反の程度や情報の非対称性の程度、対象会社の状況や取引構造の状況等に応じて、特別委員会の設置等の公正性担保措置を講じる	

	の情報開示が必要である。特に MBO、親子上場、グループ再編、支配株主が関与する取引では、一般株主が不利になりやすいため、より厳格な公正性確保が必要である。	ことが考えられ」、「これにより、通常は株主の利益が確保されやすくなる」としており(ポイント 6(1))、特別委員会の設置を含む公正性担保措置の実施による株主の利益の確保は重要であると考えております。また、「取引条件の妥当性等についての判断に資する重要な判断材料を提供することで、株主によるインフォームド・ジャッジメントが可能となる」とし(ポイント 7(2))、本指針では、取締役会や特別委員会における検討経緯や、買収者との取引条件の交渉過程への関与状況に関し、充実した情報開示を行うことが望ましいとしており(本指針 4.2a))、特別委員会の検討過程や買収者との交渉状況等を株主に情報提供することも重要であると考えておりますが、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
268	特別委員会や社外取締役の役割について、法務・財務の形式的な公正性だけでなく、対象会社の事業特性を理解する専門性も重要であると示すべき。小売であれば店舗・物流・商品政策、コンテンツ企業であれば IP・制作・編集・海外展開、障害者向けサービス企業であれば福祉制度・当事者理解・行政連携・個人情報保護など、業種ごとの価値の源泉を理解しなければ、買収提案が企業価値向上に資するかを十分に判断できない。	ポイントでは「特別委員会の構成としては、社外取締役を中心とすることが基本」としているところ(ポイント 7(4))、社外取締役は、対象会社の取締役会の構成員であり、対象会社の事業にも一定の知見を有していると考えております。
269	特別委員会は、取締役会から提示された案に意見を述べるだけでなく、独自に専門家を選任し、必要な情報を要求し、価格交渉を行い、他の選択肢を検討できる権限と予算を持つことが望ましいと明記いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、MBO 及び支配株主による従属会社の買収に関する公正 M&A 指針の中で、特別委員会の機能やベストプラクティスについても言及されております。
270	ポイント案 P10「(1)基本的な考え方」について、特別委員会は、あくまで諮問機関であり、意思決定機関ではないこと、必ず設置すべきものではないこと、を強調いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、ポイントにおいて、特別委員会は個々の事案ごとに設置する必要性を検討すべきと記載しておりますので

271	ポイント案 P10「(4)特別委員会の構成」について、特別委員会の構成員には、企業経営経験者及び会計の専門家を含めるべき、そういった視点を重視すべきである旨を記載していただきたい。	(ポイント 6(1))、原案のとおりとさせていただきます。また、MBO 及び支配株主による従属会社の買収に関する公正 M&A 指針の中で、特別委員会の機能やベストプラクティスについても言及されております。
272	特別委員会について、以下の要素を、「「企業買収における行動指針」のポイント(案)」や、「「企業買収における行動指針」Q&A(案)」において明示いただきたい ・特別委員会は、あくまで諮問機関であり、意思決定機関ではないこと ・設置は必須ではないこと ・構成員の要素として、企業経営経験、財務会計の専門性を重視し、アドバイザーに頼りきりにならないようにすべきであること	
273	ポイント案 P10「ただし、社外取締役が取締役会の過半数を占める会社においては、特別委員会を設置する意義は相対的に小さいと考えられる。」について、特別委員会の設置が常態化している現在において、設置する意義が小さい場合について触れていただいていることは意義深い。	ポイントの内容を評価いただき、ありがとうございます。
274	特別委員に弁護士が就く場合、リーガルアドバイザーたちは、司法修習の期を気にせずすべき発言をはっきりとすべきことを明示いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
275	特別委員会のリーガルアドバイザーは、何が企業価値に資するか検討するためのサポートをする立場なのであって、特別委員個人の法的責任を最小化することが業務ではないことを明示してほしい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
276	本案では、取締役会が買収に応じる方針を決定する場合であっても、企業価値向上の観点からいずれの買収提案に応じるかを判断するものと整理されています。この点は、本指針がレブロン義務を定めるものではないとの整理と整合するものと理解しております。 もっとも、MBO、経営陣が支持するスポンサー提案、又は現経営陣の継続関与を前提とする買収提案では、経営陣の地位・処遇・関与継続に関する利益相反が生じ得ます。 このような場面で、従業員・取引先等の意向や離反可能性を理由として、より高い買収価格の提案ではなく、より低い価格の提案を支持する場合には、当該ステーク	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、MBO 及び支配株主による従属会社の買収については公正 M&A 指針が策定されており、その中で特別委員会の機能やベストプラクティスについても言及されております。

	ホルダー要素が、経営陣の利益又は特定買収者の選好を正当化するために用いられていないか、慎重な検証が必要と考えます。 したがって、MBO 又は経営陣支持案件においてステークホルダー要素を重視する場合には、特別委員会が、経営陣から独立した立場で、確認方法、価格差との比較、一般株主利益への影響を検証すべき旨を補足いただきたいと思います。	
277	公正性担保措置として特別委員会の設置について記載されているが、現状の制度では、公正性を担保するための措置は制度化・義務化されておらず、実務上も、買収当事企業は自ら好んで公正性担保措置のハードルを上げることは通常はしないことが多いので、結局、諸々の難題を特別委員会に押し付ける結果となっている面があり、公正性担保措置の制度化に弱さがあると感じる。そもそも日本の法制度は、議決権の 2/3 を確保すれば少数株主を排除（スクイーズアウト）できる制度となっており、90%程度をスクイーズアウトの基準とすることが多い欧米諸国と比べて、株主の利益保護に薄い法制度になっているので、その分、公正性担保措置として、少数株主保護を図る必要性が高いことに留意を要する。株主利益の観点からすると、例えば、①企業価値算定書そのものの全面開示、②MOM（Majority of Minority）条件の設定については、まずベストプラクティスとしての原則化、さらに今後の法制化を検討すべきではないかと考える。また、近年、③事前のマーケットチェック（オークション等）を行なわないにもかかわらず、対象会社に対して強めの取引保護条項を求める事案が増えてきており、株主保護がさらに弱まっている懸念がある。株主の公正な利益の保護の観点から、事前のマーケットチェックの励行を積極的に促すとともに、事前のマーケットチェックを行わない場合の取引保護条項については、抑制的な内容とするよう、ベストプラクティスを形成していく必要があると考える。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
278	平時から取締役会の過半数を独立取締役とし、特別委員会については独立取締役のみで構成するとともに、適時に設置し、独自の独立したアドバイザーを起用すべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、ポイントにおいて、取締役会の構成を独立性の高いものとする（例えば社外取締役の比率を過半数とする）ことが重要であるとしております（ポイント 1・注 2）。また、MBO 及び支配株主による従属会社の買収に関する公正

		M&A 指針の中で、特別委員会の設置時期や権限等のベストプラクティスについても言及されております。
279	特別委員会の委員の独立性について、「買収の当事者からの独立性や当該買収の成否からの独立性(株主とは異なる重要な利害関係を有していないこと)が求められ、個別の買収事案ごとに、買収者や対象会社との関係や当該買収との関係等の具体的状況を踏まえて実質的に判断されるべき」とされているが、特に大株主出身の役員について、独立性に疑義があり、慎重な検討が必要と考えられる場合(例えば、非公開化後も継続的に対象会社株式を保有する又は再出資が予定されている、応募契約・不応募契約を締結することが予定されている等)を例示することをご検討いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、MBO 及び支配株主による従属会社の買収に関する公正 M&A 指針の中で、特別委員会の委員の独立性についても言及されております。
280	ポイント(案)6.(2)に記載のある、「ただし、社外取締役が取締役会の過半数を占める会社においては、特別委員会を設置する意義は相対的に小さいと考えられる。」という記載を(2)から削除し、(1)「基本的な考え方」における「事案ごとに設置の要否を検討する理由・背景」としての位置づけに修正することを提案する。 本指針 3.3 では、この記載は「全ての事案において常に特別委員会の設置を必要とすることは過度な負担となる」との指摘と並んで、あくまで「個々の事案ごとに設置の要否を検討すべき」という結論を導くための理由の一つに過ぎない。 しかし、ポイント(案)では、キャッシュ・アウトの提案や買収への対応方針・対抗措置の利用といった、株主との利益相反リスクが極めて高く特別委員会の設置が強く推奨される類型の直後に、これと対をなす「例外」であるかのように配置されており、「社外取締役が過半数であれば特別委員会は不要」という誤った解釈を正当化しかねない。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
281	手続的保護と説明責任を強化すべきである。	Q&A では、買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかの判断の合理性について説明責任を果たすことが求められるとしておりますが、株主に対する説明の内容や程度については、個別の事案に応じて判断されるべきものと考えております(Q&A 問 3)。 また、MBO 及び支配株主による従属会社の買収に関する公

		正 M&A 指針の中で、特別委員会の権限等についても言及しております。
282	【ポイント案について】 特別委員会について MBO における創業ファミリーについては、役員の兼任や株式保有の有無とは別に、特別委員会のメンバーを構成しないよう明記した方がよいと考える。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、MBO 及び支配株主による従属会社の買収に関する公正 M&A 指針の中で、特別委員会の委員の独立性についても言及されております。
283	本件検討委員会のメンバー構成について、金融および法曹分野の専門家が中心となっている一方、実際に企業経営の最前線で意思決定を行ってきた経営者経験者の参画が相対的に乏しい点につき、一定の懸念を有しております。企業買収に関する取締役会の判断や、スタンド・アローン戦略の検討は、理論や制度面のみならず、実務としての経営判断の難しさや現場感覚を踏まえることが不可欠です。つきましては、今後の見直しや運用を含む検討体制において、企業経営経験を有する方々を、より積極的に委員として加えていただくことをご検討いただければと存じます。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
284	支配権異動の局面において高度な判断を迅速に行うため、特別委員会の重要性は言うまでもありません。しかしながら、特別委員会は通常取締役会を構成する社外取締役から構成されるため、社外取締役がそもそも独立性や専門性に乏しかった場合、そこから特別委員会を選任しても、特別委員会の機能は極めて限定的なものになりかねません。よって有事の特別委員会を機能させるためにも、平時の社外取締役選任が重要であることを本項で強調していただきたいと思います。有事に特別委員会を選任するから平時に社外取締役の過半数が不必要になるわけではなく、平時に独立性と専門性の高い社外取締役を選任し、それらのメンバーが相互に信頼・尊敬できる関係を築いていることが、有事の特別委員会を実効的なものにすると考えられます。	平時における社外取締役の選任は重要であると考えておりますが、全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
285	企業が買収候補となる状況においては、コーポレートファイナンスに関する高度な専門知識を含む、多様なスキルを備えた、真に独立性と能力を有する取締役会が不可欠である。取締役会において独立社外取締役が過半数を占めていない場合には、特別委員会(スペシャル・コミッティー)の設置を義務付けるべきである。	特別委員会は個々の事案ごとに設置する必要性を検討すべきと考えておりますが(ポイント 6(1))、貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

286	取締役会における独立社外取締役が過半数を占めていない場合には、あらゆる M&A 提案について、早期の段階で独立社外取締役のみで構成される特別委員会を設置すべきである。当該委員会は提案内容を十分かつ慎重に検討し、その評価結果および推奨事項を取締役会に提示すべきである。	
287	特別委員会は、結果に影響を及ぼし得る十分に早い段階で設置され、買収者及び利益相反を有する既存経営陣の双方から真に独立し、経営陣の前提を検証するために十分な時間、情報及び独立した助言を得るべきことを、「ポイント」において改めて明確にするよう求めます。また、取締役会が信頼できるプレミアム付き提案を拒絶し、より低価格の提案を支持し、又は利益相反のある取引を進める場合には、少数株主の利益が適切に保護されたかを株主が評価できる程度に、特別委員会のプロセス及び結論を明確に開示すべきことも確認するよう求めます。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきますが、全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
288	私たちは、経済産業省 (METI) が特別委員会に対する期待役割を拡充し、明確化しようとしていることには意義があると考えます。特別委員会は、利益相反が存在する取引や支配権に関連する取引において、重要な保護措置となり得る。これには、取締役会が信頼性のあるプレミアム付き提案を支持しない場合も含まれる。しかしながら、特別委員会は、実効的な取締役会による監督、実質的な独立した検証、あるいは適切な株主保護に代わるものとして扱われるべきではない。 私たちの見解では、特別委員会の実効性は、早期の設置、明確な権限付与、関連する専門性を有する真に独立した委員の選任、独立取締役によって選定・任命され、利益相反当事者と重要な関係を有しない外部アドバイザーへのアクセスといった要素に左右される。 また、特別委員会は、経営陣の前提条件を検証し、利益相反や少数株主保護の状況を評価し、株主の利益の観点から代替案を検討することができるよう、十分な権限、時間および情報を付与されるべきである。 私たちは、慎重な対応が求められる案件において、投資家が独立した委員会メンバーと対話することには一定の意義があると考えますが、そのようなアクセス自体を保護措置とみなすことについては慎重であるべきだと思える。実務上は、法的制	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、MBO 及び支配株主による従属会社の買収に関する公正 M&A 指針の中で、特別委員会の機能やベストプラクティスについても言及されております。

	約、守秘義務、株主間の平等取扱いの要請、あるいは手続上の制約により、そのような対話の内容が限定される可能性があるためである。 また、適切な場合には、少数株主による過半数承認 (majority-of-minority approval) や、それと同等の株主保護措置を追加的に設けることによって、少数株主の利益が適切に考慮されたことを示す助けとなり得る。	
株主への情報・時間の提供と、株主による適切な判断		
289	株主には十分な情報と時間を与えるべき。個人投資家であっても、単に短期の株価だけを見ているわけではなく、店舗、商品、サービス、経営者の説明、株主総会、IR 資料、顧客としての体験、地域での評判などを総合して、かなり具体的に企業価値を判断している投資家もいる。ポイント資料(案)では、株主への情報・時間の提供と株主による適切な判断が項目として掲げられているが、この点は特に重要です。	ポイントでは、買収者が株主に十分な情報や時間を提供し、対象会社からも情報開示を充実することで、株主の適切な判断(インフォームド・ジャッジメント)が行われるとしており(ポイント 7)、株主への情報・時間の提供は重要であると考えております。
290	ポイント案 P12「(1) 買収者による情報開示・検討時間の提供」について、d) 買収後の経営の基本的な方針、e) 買収後のステークホルダー(従業員、主要取引先等)の取扱い、f) その他買収が対象会社の企業価値に及ぼす影響、といった情報は、正しい情報が提供されているか随時検証されるべきである旨を記載いただきたい。	ポイントにおいて、「買収者…が、不正確な情報開示や株主を誤導するような情報開示・情報提供を行うこと」は望ましくないと記載しておりますので(ポイント 7(3))、原案のとおりとさせていただきます。
291	ポイント案 P12「(2) 対象会社による情報開示」について、対象会社による情報開示は、対象会社の判断によって行うべきであり、ファイナンシャルアドバイザーや買収提案者が対象会社の判断に介入すべきではない旨を記載いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
292	提案検討・賛同等にかかる企業における情報開示については、買収者や FA が主導しすぎているか、という点について実態を確認の上、必要に応じて注意喚起をいただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
293	買収提案の最終的な成否を決定するのは株主である以上、株主には当該提案に関するすべての重要情報が提供されるべきである。複数の買収提案が存在する場合には、それら各提案に関連する重要情報を含め、株主が適切な判断を行うために必要な情報を十分に開示すべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

294	定量化が困難な要因が、取締役会による M&A 提案の評価において重要な役割を果たす場合には、取締役会はその判断について、株主が適切に評価できるだけの十分な証拠、独立した立場からの検証、および開示を行うことが不可欠である。	
295	株主が買収提案の内容と、それに対する取締役会の勧告の双方を評価するために必要な、すべての重要情報が開示されるべきであることを強く推奨する。開示の充実を図る観点から、各買収者と対象会社の取締役または上級経営陣との間に存在する重要な取り決めについても、開示対象に含めるべきである。具体的な開示事項としては、取引完了後の役職や地位、リテンション(引留め)契約や退職金・解任補償契約、報酬の変更、株式報酬等の権利確定の前倒し(Accelerated Vesting)、ロールオーバー出資(既存持分の継続保有・再投資)、株式対価による支払い、その他の経済的利益に関する重要な取り決めが含まれるべきである。これらの情報開示は、株主が提案内容および取締役会の勧告について、利益相反の有無や経済的インセンティブの影響を踏まえた上で、適切な判断を行えるようにするために重要である。	
296	対象会社による情報提供事項には、複数の買収候補者が存在した場合に当該買収者を選定するに至った経緯を追加すべきである。 また、買収者による情報開示として、買収後のステークホルダーの取扱いに関する情報は、一般株主の判断にとって価格や取引条件と同列の重要性を有するものではなく、買収価格の公正性、取引の実現可能性又は対象会社の企業価値に重要な影響を与える範囲で提供を求めるべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
297	株主の合理的な意思決定を歪める行為の例として、対象会社が、株主による買収提案の是非に関する合理的な意思決定を確保するためではなく、専ら特定の買収者からの買収を阻止し、又は現経営陣の地位を維持する目的で買収防衛策を導入又は発動することを追加すべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
298	【ポイント案について】 情報開示について 投資家は情報の非対称性から、プライスに込められた情報量をインサイダーと比較して過大評価している可能性がある。開示においては、事業面のシナジーとバリ	本指針、ポイント及び Q&A では、買収者における買収後の説明責任について取り上げておりませんが、貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

	ュエーションの背景に関する説明を充実させることが望ましい。また、買収時のみならず、買収後のシナジー発現状況の開示を促す旨を明記していただきたい。	
299	【ポイント案について】 買収の意図を隠した買付について 買収意図がないことの認定は困難ではないか。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
300	「企業買収における行動指針」のポイント(案)「7株主への情報・時間の提供と、株主による適切な判断」に以下の文言を追加することを推奨します。 「取締役会が、独立を維持することが長期的な企業価値の向上に資すると合理的に期待できるとの判断に基づき買収提案への反対を推奨する場合、取締役会は、透明性の原則に則り、合理的に実行可能かつ機密情報の保護と矛盾しない範囲で、株主が取締役会による当該推奨の分析的根拠を理解できるよう、判断の基礎となった主要な前提条件及び事実に根拠を説明すべきである。」	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきますが、全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
301	開示は、株主がそのプロセスが真に独立したものであり、かつ十分に確実なものであったかを評価できる内容であるべきである。 取締役会が最も高い買収価格を提示した提案を支持しない場合、信頼性のあるプレミアム付き買収提案を拒否する場合、または利益相反を伴う取引を支持する場合には、開示内容に、関連する提案の重要な条件、評価の根拠、主要な前提条件、特別委員会の手続(委員構成およびアドバイザーを含む)およびその結論、ならびに現実の利益相反または潜在的な利益相反がどのように管理されたかを含めるべきである。 最後に、私たちは、企業支配権に関わる事項において、情報に基づく株主の意思決定を尊重することを引き続き重視する経済産業省の姿勢を支持する。 取締役会は、提案内容の評価、条件改善に向けた交渉、および推奨内容の説明において重要な役割を果たす。しかしながら、そのプロセスは、株主が十分な情報に基づいて、取引を支持するか、拒否するか、または応募するかを実質的に判断できる能力を損なわない形で運営されるべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
本指針の位置付け		

302	買収提案よりも上場維持策の方が企業価値を上げる場合や、買収提案が、上場維持策よりも企業価値を下げると考えられる場合は、買収に応じなくとも、善管注意義務違反などの法的責任を負うものではない旨を追記いただきたい。	Q&Aにおいて「取締役会が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、…買収に応じないという取締役の経営判断それ自体が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」と記載しておりますので（Q&A 問 7）、原案のとおりとさせていただきます。
303	上場維持を選択した結果、アクティビストなどによって、株主提案が提起され、役員が再任されなかったり、解任されたりする結果が生じた場合であっても、そのことで意思決定を行った役員の善管注意義務違反となる（訴訟提起されて責任が認められる）ものではないことを書いていただきたい。 また、役員賠償責任保険など役員責任を緩和する仕組みもあるので、真に長期的な企業価値のために果敢な意思決定をすることには支障がない旨書いていただきたい。	Q&Aにおいて「取締役会が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、…買収に応じないという取締役の経営判断それ自体が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」と記載しておりますので（Q&A 問 7）、原案のとおりとさせていただきます。 また、個別の事案によっては、買収に応じる（賛同する）経営判断が善管注意義務違反になる場合もあり得ると考えておりますが、全体の記載の粒度も踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
304	買収に賛同するとしても、善管注意義務違反になる場合もあり得る旨書いていただきたい。	
305	役員責任について、以下の要素を、「「企業買収における行動指針」のポイント（案）」や、「「企業買収における行動指針」Q&A（案）」において明示いただきたい ・買収に応じない場合の役員責任について、経営判断原則の枠内であれば責任を負わない こと ・買収に応じた場合であっても、役員責任が論点にならない訳ではないこと	
306	本指針は、必ずしも裁判規範性を有するものではなく、これを遵守しなかった場合には直ちに会社法上の善管注意義務違反となるものではないとの点を明示すべきである。	Q&Aの中で、「本指針の提示するベストプラクティスは、必ずしも法律上求められているものではないため、ベストプラクティスの一部を遵守できなかった場合に、直ちに善管注意義務違反・忠実義務違反になるものではないと考えています。」と記載しておりますので（Q&A 問 7）、原案のとおりとさせていただきます。
307	買収提案に応じるか否かについて、取締役が会社法上の善管注意義務違反になるか否かは会社法上の解釈によりなされるものであり、当該善管注意義務違反か否かは本指針が示す企業価値（企業が将来にわたって生み出すキャッシュフロー	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、本指針は、会社法上の取締役の善管注意義務・忠実義務等について整理を行うことを直接企図したもの

	の割引現在価値の総和)のみが判断基準とされるものではなく、様々な事情(定量的な数字・金額(幅のあるもので良い。))として示すことのできる事情のほか、それ以外の定性的な事情が含まれることもある。)を考慮した上での経営判断としての合理的な裁量に違反しているか(買収に応じる又は応じない、複数買収提案の場合にはどの買収先に応じるか)、すなわち、当該判断が事業価値向上を含む様々な観点から合理的な判断となるか否かとの視点から検討されるものであるとの趣旨を記載すべきである。 ・上記を記載した上で「本指針の提示するベストプラクティスを参照し、行動することによって、取締役の善管注意義務・忠実義務違反のリスクを下げることを期待されます。」とすべきである。	ではありませんが、本指針の提示するベストプラクティスを参照し、行動することによって、取締役の善管注意義務・忠実義務違反のリスクを下げることを期待しております(Q&A 問7)。
308	取締役(会)は対象会社において当該買収に応じるか否かの判断をするものであり、当該買収に応募するか否かは、当該株主の判断にゆだねられるものであることを踏まえると、レブロン義務が否定されている以上、買収に応じるか否か等の取締役の判断をもって、株主にいかなる損害が生じたといえるのか明らかではなく、損害の特定が困難である場合がある。その場合、その損害との関係においても、必ずしも取締役が当該判断を理由とした善管注意義務違反に基づく損害賠償義務を負うものではないことを明示すべきである。	Q&Aにおいて、本指針がレブロン義務を規定したものではないことや(Q&A 問6)、取締役・取締役会が、株主利益が確保される取引条件を目指して合理的な努力を尽くした上で、最も企業価値の向上に資する提案に賛同すると経営判断した場合には、その経営判断それ自体が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ことを記載しておりますので(Q&A 問7)、原案のとおりとさせていただきます。
309	本指針では「本指針の提示するベストプラクティスを参照し、行動することによって、取締役の善管注意義務・忠実義務違反のリスクを下げる」とともに、当事者間で合意した取引条件が尊重されやすくなることを期待される。」と記載されている一方(注10)、Q&A 案の「7.本指針の位置付け」の2.と3.では、本指針に従えば「善管注意義務違反になることは基本的には想定され」ないと記載されている。しかし、本指針の上記記載や、本指針が一般的なガイドライン的な位置付けの文書に過ぎないこと、問7が提案された経緯として、本指針に沿った行動を取らなかった場合に、<u>直ちに</u>取締役の善管注意義務違反・忠実義務違反になるわけではないことを示すことが目的であったことを踏まえれば、本指針に従う限り義務違反の可能性がおよそ	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

	否定されるかのような上記書きぶりは踏み込み過ぎであり、少なくとも本指針と同様の「リスクを下げる」という記載に留めるべきである。 社外取締役の機能向上の必要性が強く期待され、取締役としてもより一層自律的かつ慎重に職責を果たすべき今日において、「本指針さえ読んでおけば問題ない」といった誤解を与えることにもなりかねない。					
310	今回のポイント案・Q&A 案は買収提案を拒絶しても「善管注意義務違反にならない」という点を強調しているが、望ましい買収を実現するためには、<u>一方で善管注意義務違反になる場合があること(具体的にどのような場合に善管注意義務違反となるおそれがあるか)</u>も併記すべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきますが、全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。				
311	本指針が提示するベストプラクティスは、資本市場関係者を含む経済社会において広く共有されるべき内容ですので、上場会社の取締役・取締役会には、個々の対応が法的義務として直接求められるか否かにかかわらず、これを誠実に参照・実践し、企業価値の向上に向けて取り組むことが期待される旨を明確にすべきです。また、個別事情により本指針が提示するベストプラクティスを実践しない場合には、その理由及び当該判断が企業価値の向上に資すると考える根拠について、株主に対して十分かつ説得的な説明を行うことが期待される旨も併せて示すべきです。 <table><tr><th>改訂案(現行の記載)</th><th>修正案</th></tr><tr><td> 【Q&A 問 7・回答 4】 本指針の提示するベストプラクティスは、<u>必ずしも法律上求められているものではないため、ベストプラクティスの一部を遵守できなかった場合に、直ちに善管注意義務違反・忠実義務違反になるものではないと考えています。ただし、取締役は、会社の企業価値を向上させる責務を果たすために、本指針の提示するベストプラクティス</u> </td><td> 【Q&A 問 7・回答 4】 本指針の提示するベストプラクティスは、<u>諸外国の法制度・実務及び国内外の関係者の意見等を踏まえ、我が国の経済社会において共有されるべき対応として整理されたものであり、買収提案を受領した上場会社の取締役・取締役会に対し、企業価値の向上及び株主利益の確保の観点から期待される行動を示すものです。したがって、個々のベストプラクティスが</u> </td></tr></table>	改訂案(現行の記載)	修正案	【Q&A 問 7・回答 4】 本指針の提示するベストプラクティスは、<u>必ずしも法律上求められているものではないため、ベストプラクティスの一部を遵守できなかった場合に、直ちに善管注意義務違反・忠実義務違反になるものではないと考えています。ただし、取締役は、会社の企業価値を向上させる責務を果たすために、本指針の提示するベストプラクティス</u>	【Q&A 問 7・回答 4】 本指針の提示するベストプラクティスは、<u>諸外国の法制度・実務及び国内外の関係者の意見等を踏まえ、我が国の経済社会において共有されるべき対応として整理されたものであり、買収提案を受領した上場会社の取締役・取締役会に対し、企業価値の向上及び株主利益の確保の観点から期待される行動を示すものです。したがって、個々のベストプラクティスが</u>	全体の記載の粒度を踏まえ、原案のとおりとさせていただきます。
改訂案(現行の記載)	修正案					
【Q&A 問 7・回答 4】 本指針の提示するベストプラクティスは、<u>必ずしも法律上求められているものではないため、ベストプラクティスの一部を遵守できなかった場合に、直ちに善管注意義務違反・忠実義務違反になるものではないと考えています。ただし、取締役は、会社の企業価値を向上させる責務を果たすために、本指針の提示するベストプラクティス</u>	【Q&A 問 7・回答 4】 本指針の提示するベストプラクティスは、<u>諸外国の法制度・実務及び国内外の関係者の意見等を踏まえ、我が国の経済社会において共有されるべき対応として整理されたものであり、買収提案を受領した上場会社の取締役・取締役会に対し、企業価値の向上及び株主利益の確保の観点から期待される行動を示すものです。したがって、個々のベストプラクティスが</u>					

	<u>イスを参照し、行動することが期待されます。</u>	<u>法令上の義務として直接求められるか否かにかかわらず、取締役・取締役会は、個別事案の具体的事情に応じてこれを誠実に参照し、実践することが期待されます。また、これを実践しない場合には、その理由及び判断の合理性について、株主に対して十分な説明を行うことが期待されます。</u>	
Q&A の設問			
312	Q&A において、たとえば次のような想定事例を示すことを提案する。 1. 地図・交通・モビリティ関連企業とデジタルプラットフォーム事業者 2. 決済・ポイント・小売サービスとデジタル広告・地図サービス 3. コンテンツ・ゲーム・出版企業と配信・クラウド事業者 4. 旅行・地域情報・地図出版企業と検索・地図・AI 事業者 5. 公共性・制度接続性の高いサービスと大規模事業者	Q&A は、一般的な考え方を述べているものであり、特定の業種・分野を取り上げた記載はしていません。	
313	「「企業買収における行動指針」Q&A(案)」に、設問を追加していただけますでしょうか。質問者は、特別委員も務める社外取締役である前提です。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。	
その他			
314	買収後の説明責任も重要である。買収者がシナジー、成長投資、賃上げ、事業再編、海外展開、DX、人材活用などを掲げて買収した場合、一定期間後にそれが実現されたのかを検証できるようにすることが望ましい。買収を受け入れる側だけでなく、買収者側にも、提案時の説明と買収後の実行との整合性が求められるべき。	本指針、ポイント及び Q&A では、買収者による買収後の説明責任や買収後の検証可能性について取り上げておりませんが、貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。	
315	買収後の検証可能性も重要である。買収者が、シナジー、賃上げ、成長投資、DX、海外展開、IP 活用、地域貢献、合理的配慮、人的資本投資などを掲げて買収を行う場合、その説明が買収実現のためだけのものにならないよう、一定期間後にどの程度実行されたかを検証できる開示や対話が望ましい。		

316	買収者がシナジー、賃上げ、成長投資、DX、海外展開、店舗改善、IP 活用などを掲げた場合には、買収後一定期間に、その実施状況を当初の説明と比較して報告することを望ましい実務として示していただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、海外企業による買収については、別途、国の安全等の観点から、外国為替及び外国貿易法(外為法)などの規律が設けられています。
317	買収者が公表した買収後の経営方針、成長投資、雇用、事業継続、資産利用等について、非上場化後も一定期間、実施状況を公表することを望ましい実務として示していただきたい。重大な計画変更、主要事業の廃止、大規模な資産売却、関連当事者への多額の資金移転等が行われた場合には、当初の説明から変更した理由も公表することが望ましいと考える。	
318	本指針に、買収主体の代表者・主要株主が外国当局の犯罪捜査対象である場合の買収審査基準の明確化、戦略物資・重要インフラ関連企業の買収時における外為法審査と行動指針の連携強化、外国資本ファンドが戦略産業企業を取得した場合の売却時における外為法審査の義務化、買収後の転売先に対する事前承認制度の導入、日本の戦略的産業が外国資本を経由して最終的に敵対的な外国資本の手に渡ることを防ぐ制度整備を明記することを求める。	
319	本指針に、漫画・アニメ・ゲーム等の日本のコンテンツ IP を保有する企業を「重要経済安全保障企業」として位置づけ、外国資本による買収審査を強化すること、外国資本がコンテンツ企業の議決権の 3 分の 1 以上を取得する場合に外為法審査を義務付けること、買収後の転売に際しても外為法審査を義務付けること、特定の外国に関連する資本によるコンテンツ企業買収を禁止することを明記することを求める。	
320	本指針に、外国資本による日本の文化的・戦略的重要企業の買収に対する規制強化として、「文化的・社会的に重要な企業」の定義を明確化し、アニメ制作委員会への参加実績を持つ広告代理店・コンテンツ IP 管理企業を外資買収の事前審査対象に含めること、非上場化された企業が外資に転売されるケースへの対応策、特定の補助金・税制優遇の受給企業への外資比率規制を設けること、を明記することを強く求める。	
321	(1)日本人の行動データ・消費データを大量に保有する企業の買収に際して買収主体の外国資本比率と安全保障上のリスク評価を義務付けること、(2)外国資本が	

	50%以上の議決権を持つ企業による個人情報・行動データ保有企業の買収に際して外為法審査を義務付けること、(3)日本人の経済活動に関わる重要データを保有する企業を「重要経済安全保障企業」として位置付け外国資本による買収を事前審査制にすること、(4)買収後のデータ管理・保管場所について日本国内への限定を条件とすること、を本指針に追加することを強く求める。	
322	日本企業の技術は国民全体の財産である。グローバルな投資の受入れは重要であるが、それは「日本の産業基盤の維持と発展」という大前提の上に成り立つべきである。短期的な利得を求める動きに対しては、法的な網をかけ、長期的な価値創造を志向する企業のみが持続可能な形となるよう、早急かつ抜本的な制度改革を強く要望する。 具体的には、外国資本による技術流出防止とガバナンス体制の構築(「経済安全保障審査制度」の厳格化と拡大、「黄金株」制度の活用促進と法整備)、外国資本の短期利益追求(配当至上主義)への対応(「ステークホルダー資本主義」の明文化と評価軸の転換、非財務情報の開示強化)、子会社への債務押し付けおよび不当な廉価売却の防止(グループ法人税制の適正化と監視、子会社におけるマイノリティ株主および従業員の保護)を講じるべきである。	
323	本行動指針において、通信インフラ、決済インフラ、行政機関との連携サービスを提供する企業を「特別な配慮を要する対象」として明記し、これらの企業に対する外国資本による買収・出資(新規のみならず、既存の資本構成の維持も含む)について、経済安全保障の観点からの審査基準を設けてください。	
324	行政機関(国税庁を含む)が国民向けサービスの窓口として利用するプラットフォームについて、その運営企業の資本構成・情報管理体制を定期的に検証し、外国資本の関与の程度に応じた情報セキュリティ基準を設定する規定を、本行動指針または関連するガイドラインに盛り込んでください。	
325	既に外国資本が経営権の一部を握っている重要インフラ企業について、本行動指針の趣旨(企業価値・株主利益の保護)に加え、国家の情報セキュリティ・国民の個人情報保護という公益的観点からの評価軸を、買収・資本構成の審査に加えるべきです。	

326	経済産業省として、外国資本が一定割合以上を占める企業が行政サービスとの連携を継続する場合の、情報管理体制に関する報告義務・監査制度の導入を検討してください。	
327	本指針は企業価値の向上と株主共同の利益の確保を掲げていますが、その解釈及び具体的な Q&A の運用に当たっては、日本の国益と経済安全保障、日本人の雇用、重要技術及びサプライチェーンの保全を最優先することを、より明確に位置付けるべきです。とりわけ、重要インフラ、基幹素材・部品、食料・エネルギー、安全保障関連技術などの分野については、海外資本による支配権取得や実質的な経営支配の移転は、日本の国益や安全保障、産業基盤に重大なリスクをもたらすおそれが高く、原則として認めるべきではありません。この点を前提として、例外的に認め得る場合の要件や、慎重な検討手続を解釈及び Q&A で具体的に示す必要があります。	
328	海外からの投資一般を否定するものではありませんが、短期的な株主利益や買収プレミアムの水準のみを重視して、日本企業の重要技術、人材、取引ネットワークが安易に海外に流出することは、日本の国益と経済安全保障に反します。特に、外資による敵対的買収や、実質的にそれに類する支配権取得については、形式的に「真摯な提案」の要件を満たす場合であっても、国益や安全保障上重大な懸念があるときには、取締役会が買収防衛策や対抗措置を含め毅然と拒否することが、「企業価値」及び「株主共同の利益」に合致し得ることを明確に位置付けるべきです。	
329	真摯な買収提案や公正な M&A の判断枠組みに、経済安全保障、国内の質の高い雇用の維持、日本企業の研究開発力・技能継承、サプライチェーンの自律性確保といった要素を明示的に組み込み、行き過ぎた株主利益至上主義や外資による過度な買収に対して明確な歯止めとして機能するよう、「企業買収における行動指針」の解釈及び Q&A が日本人と日本企業、日本国全体の長期的利益を第一に守る方向で整備されることを強く求めます。	

330	近年、海外資本による日本企業の買収提案が増加していますが、電力、通信、防衛といった重要インフラや、国内の機微技術は、一度外国資本に流出してしまうと取り返しがつきません。 本Q&A(案)において、単に提示された買収価格が高いという理由だけで取締役会が提案を受け入れる必要はなく、経済安全保障上のリスクや中長期的な国益・企業価値を総合的に勘案して拒絶できる実務的な基準が明確に示されたことは、日本の安全を守るために極めて重要だと考えます。 経営陣の不当な保身は排除されるべきですが、国益を脅かすような外国資本の買収に対して取締役会が毅然と対応できるよう、本指針およびQ&Aを原案通り速やかに策定し、実務現場へ広く浸透させていくことを望みます。	
331	本指針は企業買収における行動規範の明確化を図り、企業買収実務の改善に資するものであり、その趣旨自体には賛同する。しかしながら、我が国における企業買収・TOB・経済安全保障に関する行政体制は依然として縦割りであり、制度上の限界が存在するため、国家としての経済主権及び経済安全保障を見据えた制度設計の議論を進めることを強く要望する。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
332	LBO に関して、①会社法に英国型 Financial Assistance Prohibition を導入し、企業が自らの買収資金調達を援助することを原則禁止することや、イタリア型の条件付き合法化も選択肢として検討すること(財務援助禁止の新設)、②EBITDA に対するレバレッジ比率の上限を 6 倍とし、過度な借入による企業の破綻を抑止すること(レバレッジ上限 6 倍の目線設定)、③SPC と対象企業の合併による LBO ローン の移転について、イタリア民法第 2501 条の 2 に準じた情報開示義務・専門家検証を義務付けること(債務付替え制限)、④LBO 対象企業が倒産した場合、ファンドの GP が受け取った管理報酬・成功報酬の返還義務を法定化すること(クローバック条項の法定化)、⑤LBO による企業買収時の雇用条件維持義務を法定化すること(従業員保護(英国 TUPE に準じた制度))、⑥LBO による買収の事実、ホールディングスの BS における LBO ローン残高、コベナントの内容に従業員に開示する義務を設けること(情報開示義務)、⑦当局による LBO ローン のストレステスト義務	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。 なお、Q&A では、企業価値の向上に資するかどうかの観点から、買収に応じるかどうかを真摯に検討する際の考慮要素として、対象会社の資産を買収資金に充当する予定の有無・内容などを例示した上で、対象会社の事業上必要な資産を売却し、当該売却代金の全てを買収価格の原資とする場合には企業価値の向上に資さない場合もあることや、対象会社のキャッシュフローや資産を担保として買収資金を借入れ等による調達する場合には、買収資金を返済する負担等により、想定している企業価値向上策が実施できなくなる場合には、対象会社の企業価値の向上に資さない場合もあることを示しております(Q&A 問 3・注 16)。

	化、及び LBO で買収された企業のその後の雇用・事業継続・倒産状況を追跡するインフラ整備(ストレステストとアウトカム追跡)、を提言する。	
333	「企業買収における行動指針」(案)に係る意見募集資料の全体を通じて、海外企業による企業買収に伴うリスク、重要技術の海外流出、国防・経済安全保障上の懸念についての記載が見当たらない。 近年、国際情勢の変化により、外国企業による買収が国内の重要技術・基幹産業・安全保障に影響を及ぼす可能性が高まっています。実際に、経済産業省・財務省が公表する外為法の事前届出件数は増加傾向にあり、半導体・AI・通信など安全保障上重要な分野での届出が特に増えています。また、半導体製造装置メーカーや AI 関連企業が海外資本に買収され、研究拠点の海外移転や技術者の大量流出が報じられるなど、技術流出リスクは現実的な課題となっています。 海外では、外国企業による買収を安全保障の観点から審査する枠組みが強化されており、日本でも 2022 年に経済施策を一体的に講ずることによる安全保障の確保の推進に関する法律(以下、経済安全保障推進法)が施行され、重要技術の保護が国家政策として位置づけられている。 こうした状況を踏まえると、企業買収における行動指針の補助資料においても、海外企業による買収に伴うリスク、技術流出防止、経済安全保障の観点について、何らかの指針や留意点を補足することが適切であると考えます。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、ポイント及び Q&A では、経済安全保障に対応する経営(例えば、サプライチェーンを強靱化することや、自社又は取引先の技術情報等の流出防止対策を講じること等)を通じて、将来のキャッシュフローが増加することによる価値又は割引率が低下することによる価値も企業価値に含まれるとし、買収により、これらの価値に関して対象会社の将来のキャッシュフロー又は割引率に影響が生じることが合理的に見込まれる場合には、当該買収提案による企業価値の向上を検討する際に、当該将来のキャッシュフロー又は割引率への影響を考慮することができるとしております(ポイント 2(2)、Q&A 問 4)。また、海外企業による買収については、別途、国の安全等の観点から、外国為替及び外国貿易法(外為法)などの規律が設けられています。
334	Q&A において、買収提案、単独経営、部分出資、資本業務提携、合併、事業切出し等を比較する際の基本的な考え方を、一般的な想定例とともに示していただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
335	趣旨紙(案)の「更に、研究会の個別の委員からは、最近の M&A を巡る状況を踏まえて問題提起もあった。これらの問題提起は、本研究会の直接の議論の対象ではなく、問題とすべきかどうかやその結論についても議論の余地があるが、今後、議論が深まることを期待する。」について、研究会の委員より、アクティビストと PE ファンドの水面下の連携についての課題提起がなされていると認識しているが、この課題は、「今後、議論が深まることを期待する」に留めず、早期に議論を深めるべきものである旨、記載いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

336	「公正な買収の在り方に関する研究会において問題提起があった事項」(本研究会資料)においては、記載がなされていないものの、第10回研究会事務局説明資料には記載のあった「リーク行為や観測報道に対処すべき。意図的なリークによる報道、実現可能性のない M&A が報道や、実態と異なる報道がなされることで、株価が操縦されるのは適切ではない。」についても、議論を深める課題である旨、記載いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
337	インサイダー取引や相場操縦、それらまがいの行為については厳に慎まれるべきことを明記いただきたい	ポイントにおいて、株主による合理的な意思決定が阻害されない状況が確保されることが重要であることや、法令違反に該当する行為は行ってはならないことを記載しておりますので(ポイント 7(3))、原案のとおりとさせていただきます。
338	買収提案者側の行動指針を作ってはいかがでしょうか。	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在り方を中心に原則論及びベストプラクティスを提示するものであり(本指針 1.2)、本指針、ポイント及び Q&A において、買収者に関する行動指針も記載しております。
339	投資者による大量保有報告書の提出義務違反や、インサイダー取引などの、問題行動に対するけん制、法執行、摘発などを強化すべき旨書いてほしい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
340	経産省の事務局が作成した、2026 年 4 月 28 日研究会の、指針に関するヒアリングまとめ(「指針についての調査結果」)を本ドキュメント類に添付すべき。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
341	アクティビストファンドの行動について。 ・アクティビストと PE ファンドの水面下の連携については、違法行為やすれすれの活動があるため対応を検討してほしい ・リーク報道・憶測報道については株価の操縦なので牽制してほしい	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
342	近年、TOB プロセスにおいて、買収が成立しやすいように、対象会社が公表済みの事業計画よりも価格の算定結果が小さくなるような事業計画の修正(切り下げ)を前提とした株式価値算定額を採用させるべく、対象会社の経営陣やアドバイザーらが、第三者算定機関や特別委員会に要求したり、プレッシャーをかけたりするなど、利益相反を疑わせるような不適切なケースも散見される。実際に、特別調査委	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

	員会の調査対象となり、調査結果が公表された事例も現れている。特別委員会だけに期待を寄せるのではなく、前述の企業価値算定書の全面開示、MOM 条件の設定の原則化、積極的なマーケットチェックの励行など、取引の公正を担保する仕組みを、政府として積極的に後押ししていくことが必要と考える。	
343	積極的マーケット・チェックを実施しない場合には、取締役会は、当該手続を実施しなくとも提示された買収価格が対象会社の株式価値を適切に反映したものと評価できる理由について、株主に対して追加的かつ具体的な説明を行うべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
344	アクティビストによる折り返し出資や PE ファンドとの連携について、透明性又は株主平等の観点から検討を要するものと位置付けるのであれば、規律の対象は提案主体の属性ではなく、利益相反、情報格差又は株主間の取扱いの差異が生じ得る取引構造に着目して定めるのが適切である。MBO における創業家、経営陣又は大株主の再出資、ロールオーバー、継続関与、買収ビークルへの出資、買収後の役職・処遇に関する合意等についても、同一の観点から透明性及び公正性を確保する規律の対象として整理すべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
345	短期売買利益返還規制を、アクティビスト投資家を規制するための政策手段として位置付けるべきではない。少なくとも、米国法制とのイコール・フットイングを理由に同規制を拡張する議論を行うのであれば、買収局面における取締役会の行動規範についても、一般株主の利益最大化を重視する海外法制の考え方と整合的に検討すべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
346	現金対価による全部買収において、株主総会における取締役の選解任議案への議決権行使をもって買収に対する株主意思の確認に代えることは、必ずしも一般株主の意思を適切に反映するものとはいえない。なお、株主意思の確認は、取締役の選解任議案ではなく、公開買付けへの応募状況で確認すべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
347	趣旨紙案の問題提起に関する記載部分に、少なくとも今後の検討課題として、以下の趣旨を追記していただきたい。 「本指針は、我が国の上場会社を買収の対象会社となる場面を中心として策定されたものである。他方、我が国の企業が海外企業に対する買収者となる場合において、相手方の取締役会に対し、本指針が対象会社の取締役会に求めるものと同	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

	等の検討、情報提供又は交渉の機会を期待することがある。このような場面を含め、買収者として期待する行動と対象会社として求められる行動との規範的な整合性については、国内規範の水準の変更や本指針の域外適用を直ちに含意するものではなく、各国の法制度及び市場慣行の相違を踏まえつつ、今後検討を深めることが望まれる。」	
348	市場における不公正な活動について ・アクティビストと PE ファンドの水面下の連携については、(特にアクティビストにおいて)違法行為や、すれすれの活動があると思われるため、対応を検討していただきたい。一部では、頻繁に面談をしてターゲットを定めているという話も漏れ聞こえております ・リーク報道・憶測報道については、株価の操縦に近い、釘を刺していただきたい ・これらを早期に議論すべきである旨を、「「企業買収における行動指針」の解釈について(案)」に記載いただきたい	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
349	本指針そのものについて、 ・買収指針がとにかく買収を促進・推奨したい、というのではなく、フラットに検討することを促すものなのであればそのようにスタンスを示していただきたい ・指針について、「ベストプラクティス」という位置づけを再考いただきたい。実際は、ケースバイケースではないか ・本指針は、主に企業側へのガイダンスであると思われるが、買収者側へのガイダンスとして買収者側の行動指針も作っては ・今回意見募集の対象とされている文書類において、これらの考え方についてもお示しいただきたい	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきますが、本指針は、望ましい買収(企業価値の向上と株主利益の確保の双方に資する買収)の活性化を目的とするものであり、とにかく買収を促進・推奨するものではありません。また、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在り方を中心に原則論及びベストプラクティスを提示するものであり(本指針 1.2)、本指針、ポイント及び Q&A において、買収者に関する行動指針も記載しております。
350	「更に、研究会の個別の委員からは(中略)今後、議論が深まることを期待する。」とありましたが、この課題については早期に議論を深めるべきものだとの言及をご一考いただきたいです。 こちらの問題提起はアクティビストと PE ファンドの表出しない(水面下での)連携に関する問題提起と理解したのですが、現実、アクティビストによるインサイダー取引	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

	に近い行為(インサイダー取引に該当すると思しき行為)が為されている例も少なからずあるように思われます。 (昨今の非公開化提案を受けている旨のリーク報道などは、そのリークタイミングなどからアクティビストと PE ファンドとが情報連携しているのではと思われる事例もあるかと思われます) 委員の方の問題提起を契機として、このような不適切な(違法とも思える)行為について早期に議論を深めていただきたいと思います。	
351	取締役会が買収提案を検討するに当たっては、原則として法律顧問(リーガルアドバイザー)の法的助言を受けることが望ましい旨を明記すべきである。 特に、買収提案が真摯な買収提案に該当するか否かを判断する段階及び当該提案を拒絶し又は検討対象から外す場面においては、会社法上の善管注意義務・忠実義務、情報開示、株主対応、特別委員会の要否等の法的論点が生じ得るため、法律顧問(リーガルアドバイザー)の意見聴取を検討すべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、MBO 及び支配株主による従属会社の買収に関する公正 M&A 指針の中で、外部専門家の独立した専門的助言等の取得についても言及しております。
352	会社の「所有者」かつプリンシパルは株主であることを明確に示すべきである。 Q&A では、経営陣が以下の内容を含む信任義務(fiduciary duty)を負うことを明確に記載すべきである。 a) 注意義務 同様の状況において合理的な注意力を有する者が行うであろう、適切な注意・技能・慎重さをもって行動する義務。 b) 忠実義務 自己の利益ではなく会社の利益を優先し、自己取引や利益相反を回避する義務。自己保身義務とも呼ばれる。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、一般論として、会社法では、取締役は一義的には会社に対して善管注意義務・忠実義務を負うと考えております(Q&A 問 3・注 14)。
353	経営陣による自己保身(self-entrenchment)を許さない仕組みを構築すべきである。英国には Revlon Duty は存在しない。その代わり、英国会社法はポイズンピルの導入を極めて困難にし、取引について株主が投票できる仕組みを整備している。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
354	【Q&A 案について】 ベストオーナーへの売却について	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

	買収者が対象企業を買収した後、事業と資産をそれぞれ別のベストオーナーへ売却することで、トータルの企業価値最大化を企図するケースの設例を示していただきたい。	
355	投資者に対する規制についても検討していただきたいです。 近年の買収事案では、憶測報道がなされる、アクティビストによる投資者の斡旋がなされるなどの事例が多い。このような事例にはインサイダー取引にあたる可能性もあるのではないかと思います。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
356	趣旨紙(案)に記載されている「問題提起」は、研究会又は経済産業省としての見解・方向性を示すものではないと理解されるが、その位置づけが必ずしも明確でなく、読み手によっては今後の制度・解釈の方向性を示唆するものと誤解されるおそれがある。当該問題提起の概要と、それが本パブコメの対象(ポイント・Q&A)及び本指針の現在の解釈に影響を及ぼすものではないことを明確化することもご検討いただきたい。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
357	「(参考)本指針策定後の法制度等の変化」について、東京機械製作所事件(本指針別紙3の2.(1)b)49頁)において強圧性が認定された要因には、当時、市場内買付けを通じた支配権取得に際して株主に平等な売却機会(公開買付けによる exit)が制度的に保障されていなかった点があるところ、令和6年改正により、30%超の市場内取得には公開買付けが義務付けられ、株主に平等な売却機会が制度的に確保されるに至った以上、30%以下の市場内買付けについても、買付けの態様や買収者の意向表明の状況次第では、株主は将来の強制公開買付けによる平等な売却機会を合理的に期待しうる立場にあり、強圧性を基礎づける構造的圧力は、東京機械事件当時と比較して実質的に低下していると考えられる。 そのため、30%以下の市場内買付けにおける強圧性の判断について、従前の議論(市場内買付けについては一律に強圧性が存在しやすい)を単純にそのまま適用するのではなく、上記のような観点(30%以下であれば TOB 不要だが、そのまま30%超であれば TOB が必要になること)を踏まえて再検討し、対抗措置の必要性判断における立証の程度がより厳格なものとなる可能性を追記してはどうか(例え	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

	ば、30%以下の市場内買付けであっても、30%超の買付けを行う予定を買付者が表明している場合には、対抗措置の必要性が認められにくい等)。	
358	アクティビスト株主とプライベート・エクイティ・ファンド(PE ファンド)の密接な連携が、 ・少数株主を軽視するような取引構造 ・インサイダー取引のリスクの高まり につながるおそれがある点につき、行動指針として、より具体的な注意喚起を行っていただくことが望ましいと考えます。 特に、アクティビストが自らの提案とあわせて特定の PE ファンドを紹介し、当該ファンドが実質的な買収主体となるようなスキームについては、 ・他の株主との情報格差 ・取引条件の公正性 の観点から慎重な検証が求められます。 そのうえで、必要に応じて、一定の制約や透明性確保のためのルール整備を検討いただくことが適当ではないかと存じます。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
359	昨今の支配権異動局面における問題は、多くの場合、MBO や親会社による完全子会社化など、特に利益相反が著しい場面で生じています。こうした局面の行為規範を示しているのが 2019 年公正 M&A 指針ですが、MoM は実務上ほとんど利用されておらず、積極的マーケットチェックも十分に活用されているとはいえません。その結果、TOB 価格の公正性への疑義を招き、アクティビストや対抗提案を誘発する事例も見られます。経済産業省においては、近時問題となった MBO や完全子会社化の事例を検証し、2019 年指針の記述を強化・明確化できる部分について改訂することを求めます。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
360	本 Q&A15 頁以下では、本指針はベストプラクティスを示すものとされています。しかし、どのような場合に、どの程度の公正性担保措置が取締役の善管注意義務・忠実義務として求められるのかについて実務が十分に形成されていない一因は、裁判所がこれを判断する機会が乏しいことにあると考えます。現行法上、TOB への賛同表明について会社法 360 条による差止めを求めることは容易ではなく、株式併合についても、取締役の善管注意義務・忠実義務違反を会社法 182 条の 3	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。

	の差止事由として直接主張できる範囲は限定的です。 本指針を実務に定着させるためには、買収手続の進行中に、取締役が講ずべき公正性担保措置について裁判所が判断できる制度が必要です。経済産業省においては、そのような司法審査を可能とする会社法上の救済手段の整備を関係省庁に働きかけることを求めます。	
361	最近増えているとされるアクティビストと PE ファンドが連携する場面ですが、PE ファンドは MBO の場合大株主である創業家とも事前の交渉や再出資の調整を行うのであり、アクティビストとの交渉のみを問題視するのは不当であると思います。アクティビストにバンプトラージや「折り返し出資」の機会を与えているのは当初の TOB 価格が低すぎるからであり、それがレント追求であるとすれば、対象会社の取締役会が価格の最大化に努めることによって排除すべきものです。アクティビストや PE ファンドに公正な情報開示を求める必要はあるとしても、まずは対象会社の取締役会が十分な公正性担保措置を執ることが重要であることを指摘したいと思います。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。
362	特別委員会および取締役会に専門的助言を提供するために起用されるアドバイザーは、その信頼性と独立性を確保する観点から、経営陣ではなく独立社外取締役によって選定・任命されるべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、MBO 及び支配株主による従属会社の買収に関する公正 M&A 指針の中で、外部専門家の独立性についても言及されております。
363	特別委員会、取締役会、そして必要に応じて株主のために M&A 提案に関連する助言を行うアドバイザーの選定は、経営陣や利益相反を有する関係者ではなく、独立社外取締役が主導すべきであると提言する。これは、アドバイスの信頼性および独立性を確保するうえで極めて重要である。	
364	資料 6 記載の問題の存否及び問題提起としての適切性については結論が出ているわけではなく、独り歩きさせるべきではないこと、再出資やアクティビストが存在する会社の PE ファンドによる買収案件の多くが問題のないものであることを明記すべきである。	貴重な御意見として承り、今後の施策の参考とさせていただきます。なお、個別の委員からの問題提起については、問題とすべきかどうかやその結論についても議論の余地があると記載しております(趣旨紙)。