

**企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための  
買収防衛策に関する指針**

**2005年5月27日**

**経済産業省**

**法務省**

# 企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための 買収防衛策に関する指針

## 目 次

( 前文 )	
定義	1
背景	2
原則	3
趣旨	3
1 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則	3
2 事前開示・株主意思の原則について	5
( 1 ) 事前開示の原則について	5
( 2 ) 株主意思の原則について	5
株主総会の決議に基づき導入する場合	
取締役会の決議で導入する場合	
3 必要性・相当性確保の原則について	6
V 具体例 ～著しく不公正な方法による発行の解釈及び合理性の基準を中心として～	8
1 株主総会の決議により新株予約権等を発行する場合	8
( 1 ) 新株予約権等の発行差し止めを回避するための方策	8
( 2 ) 買収防衛策の合理性を確保し、株主や投資家など関係者の	9
理解と納得を得る方策	
2 取締役会の決議により新株予約権等を発行する場合	9
( 1 ) 新株予約権等の発行差し止めを回避するための方策	9
株主共同の利益の確保・向上の原則	10
事前開示・株主意思の原則	10
( 新株予約権の発行の目的等が開示されていること )	
( 株主の合理的な意思に依拠したものであること )	
必要性・相当性確保の原則	11
( 買収者以外の株主の非差別性の確保 )	
( 発行時に過度に株主に財産的損害を生じさせないこと )	
( 取締役会の裁量権について濫用防止策が施されていること )	
( 2 ) 買収防衛策の合理性を確保し、株主や投資家など関係者の	12
理解と納得を得る方策	
( 買収者が公開買付等に移行するための客観的要件の設定 )	
( 独立社外者の判断の重視 )	
解説	14
1 図表	
2 補足説明	

# 企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための 買収防衛策に関する指針

2005年5月27日  
経済産業省・法務省

## ( 前文 )

経済産業省及び法務省は、企業価値、ひいては、株主共同の利益を害する買収に対する合理的な買収防衛策について、それが満たすべき原則を提示することにより、企業買収に対する過剰防衛を防止するとともに、買収防衛策の合理性を高め、もって、企業買収及び企業社会の公正なルール形成を促すことを目的として、「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（以下「指針」という。）を定める。

指針では、使用する用語の意義（「 定義」）、制定の背景（「 背景」）、買収防衛策に関する原則（「 原則」）、その趣旨（「 趣旨」）及び具体的な適用例（「 具体例」）を示す。

企業買収を取り巻く環境の変化は著しいと予想されることから、経済産業省及び法務省は、指針の運用状況をレビューしながら、不断の見直しを行うこととする。

## 定義

指針において、次の各号に掲げる用語の意義は、当該各号に定めるところによる。

- 1 買収： 会社に影響力を行使しうる程度の数の株式を取得する行為をいう。
- 2 買収防衛策： 株式会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせず、新株又は新株予約権の発行を行うこと等により自己に対する買収の実現を困難にする方策のうち、経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前に導入されるものをいう。
- 3 導入： 買収防衛策としての新株又は新株予約権の発行決議を行う等買収防衛策の具体的内容を決定することをいう。

- 4 発動： 買収防衛策の内容を実行することにより、買収の実現を困難にすることをいう。
- 5 廃止： 買収防衛策として発行された新株又は新株予約権を消却する等導入された買収防衛策を取り止めることをいう。
- 6 企業価値： 会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう。
- 7 株主共同の利益： 株主全体に共通する利益の総体をいう。

## 背景

日本の企業社会の構造は大きく変わりつつある。株式の持合の解消が進み、会社は株主のものとする考え方や株主の声に配慮した経営が一層浸透する一方で、企業買収や外資に対する理解も深まってきている。こうした中で、友好的な買収のみならず、敵対的な買収も生じうる環境になりつつある。

ところが、日本では、米国やEUと異なり、敵対的買収に関する経験が少ないこと等から、何が公正な買収方法で、また何が公正な防衛方法なのかといった点について、企業社会の関係者が共有する行動規範が形成されているとはいえない。敵対的買収に対する防衛策は、適正に用いられれば企業価値、ひいては、株主共同の利益の向上に役に立つものになる一方で、慎重に設計しなければ経営者の保身に使われ非効率な経営が温存される可能性も高いため、こうしたルール不在の状況を放置すれば、奇襲攻撃や過剰防衛が繰り返され、本来は、企業価値の向上に寄与するメカニズムである買収の効果が十分発揮されないこととなりかねない。

指針は、買収防衛策に関する判例や学説、さらには、企業価値研究会（座長：神田秀樹東京大学教授）の企業価値報告書（平成17年5月27日）等を踏まえ、現在考えられている典型的な買収防衛策を念頭に置いて、適法で合理的な買収防衛策の在り方を提示し、買収に関する公正なルールの形成を促すことを目的としている。

指針には法的拘束力はなく、また、これに合致しない適法な買収防衛策が存在することを否定するものではないが、指針が、経営者や株主、投資家、証券取引所、弁護士やフィナンシャル・アドバイザーなどの実務家に共有され、尊重されるならば<sup>補1</sup>、これを契機として、日本の企業社会は、企業価値を高める上で有益な大きな変化を起こすであろう。具体的には、株主重視の経営の定着、社外者活用論の本格化と独立性の概念の進化、買収提案に対して合理的な調査を行う慣行の確立、株主

総会活性化に向けた対応<sup>補2</sup>の加速、機関投資家の責任ある行動の活発化、長期的な企業価値向上に向けた企業と投資家の間のコンセンサスの形成などである。

買収に関するルールがない状態から、公正なルールを企業社会全体が共有する状態に変えることが、指針の意図である。来るべき本格的な企業買収時代に備えて、指針が関係者によって尊重され、必要に応じて改訂を重ねることを通じて、日本の企業社会の行動規範となることを期待したい。

## 原則

買収防衛策は、企業価値、ひいては、株主共同の利益を確保し、又は向上させるものとなるよう、以下の原則に従うものとしなければならない。

### 1 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則

買収防衛策の導入、発動及び廃止は、企業価値、ひいては、株主共同の利益を確保し、又は向上させる目的<sup>補3</sup>をもって行うべきである。

### 2 事前開示・株主意思の原則

買収防衛策は、その導入に際して、目的、内容等が具体的に開示され、かつ、株主の合理的な意思に依拠すべきである。

### 3 必要性・相当性確保の原則

買収防衛策は、買収を防止するために、必要かつ相当なものとするべきである。

## 趣旨

### 1 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則について

買収防衛策の導入、発動及び廃止は、企業価値、ひいては、株主共同の利益(以下、単に「株主共同の利益」という。)を確保し、又は向上させる目的をもって行うべきである。(注1)(注2)

株式会社は、従業員、取引先など様々な利害関係人との関係を尊重しな

から企業価値を高め、最終的には、株主共同の利益を実現することを目的としている。

買収者が株式を買い集め、多数派株主として自己の利益のみを目的として濫用的な会社運営を行うことは、その株式会社の企業価値を損ない、株主共同の利益を害する。また、買収の態様によっては、株主が株式を売却することを事実上強要され、又は、真実の企業価値を反映しない廉価で株式を売却せざるをえない状況に置かれることとなり、株主に財産上の損害を生じさせることとなる。

したがって、株式会社が、特定の株主による支配権の取得について制限を加えることにより、株主共同の利益を確保し、向上させることを内容とする買収防衛策を導入することは、株式会社の存立目的に照らし適法かつ合理的である。

(注1) 株主共同の利益を確保し、向上させる防衛策の代表的なものとしては、次のようなものが考えられる。

次の(i)から(iv)までに掲げる行為等により株主共同の利益に対する明白な侵害をもたらすような買収を防止するための買収防衛策<sup>補4</sup>

- ( ) 株式を買い占め、その株式について会社側に対して高値で買取りを要求する行為
- ( ) 会社を一時的に支配して、会社の重要な資産等を廉価に取得する等会社の犠牲の下に買収者の利益を実現する経営を行うような行為
- ( ) 会社の資産を買収者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する行為
- ( ) 会社経営を一時的に支配して会社の事業に当面関係していない高額資産等を処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるか、一時的な高配当による株価の急上昇の機会をねらって高値で売り抜ける行為

強圧的二段階買収(最初の買付で全株式の買付を勧誘することなく、二段階目の買付条件を不利に設定し、あるいは明確にしないで、公開買付け等の株式買付を行うことをいう)など株主に株式の売却を事実上強要するおそれがある買収を防止するための買収防衛策

株主共同の利益を損なうおそれがある買収の提案であるにもかかわらず、株主が株式を買収者に譲渡するか、保持し続けるかを判断するために十分な情報がないなど株主が当該提案を判断することが困難な場合に買収者に情報を提供させたり、あるいは、会社が買収者の提示した条件よりも有利な条件をもたらしたりするため、必要な時間と交渉力を確保するための買収防衛策

(注2) 第一の原則に関連しては、例えば、経営者が特定の買収者からの買収提案に賛成し

ている場面において、他の買収者が出現したときは、取締役は、善良な管理者として、当該買収者の競合提案も検討することが求められる。会社が、株主から買収者による競合提案を検討する機会を完全に奪うような買収防衛策を発動することは、合理的な理由がない限り、適当でない。

## 2 事前開示・株主意思の原則について

買収防衛策は、適法性及び合理性を確保するために、導入に際して目的、内容等が具体的に開示され、株主等の予見可能性を高めるとともに(事前開示の原則)、株主の合理的な意思に依拠すべきである(株主意思の原則)。

### (1) 事前開示の原則について

買収防衛策は、株主や投資家、買収者などの予見可能性を高め、株主の適正な選択の機会を確保するために、導入に際してその目的、買収防衛策の具体的な内容、効果(議決権の制限・変更、財産的権利への影響等を含む利益及び不利益)などを具体的に開示すべきである。(注3)

(注3) 具体的には、買収防衛策を導入しようとする会社が、商法・証券取引法等の法令や証券取引所の規則で定められた最低限の開示ルールに従うだけでなく、営業報告書や有価証券報告書などを活用して自主的に買収防衛策の開示に努めることも、買収防衛策の適法性を高めるとともに、株主や市場関係者の理解を得る上で極めて重要である。

また、買収防衛策の導入に際しては、「何を防衛するのか」、「そのためにどのような買収防衛策を導入するのか」といった点に関して、株主や投資家、さらには従業員などの利害関係人に訴えかけていくことも重要である。企業価値を生み出す源泉が何であり、株主還元政策や事業戦略の充実など企業価値を高める具体的な経営戦略とはどのようなものかといった点を、IR活動を通じて浸透させていくことが求められる。多くの機関投資家は、長期的な株主価値の向上に関心がある。買収の開始前から買収防衛策を導入する過程で、長期的な経営戦略に関して、株主や投資家の理解と納得を得ていく努力を講じる必要がある。

### (2) 株主意思の原則について

#### 株主総会の決議に基づき導入する場合

株主総会は、株式会社の実質的所有者である株主によって構成される最高意思決定機関として、株主共同の利益の保護のために、定款変更その他の方法により買収防衛策を導入することができる。定款による株式譲渡制限はその最たるものであるが、第三者に対する特に有利な条件による新株・新株予約権の発行も株主総会の特別決議を経れば適法とされ、また、法律上特別決議が必要な事項よりも株主に与える影響が小さい事項であれば、株主総会の普通決議等により買収防衛策を採ることも株主による自治の一環として許容される。

### 取締役会の決議で導入する場合

株主総会で選任された取締役が、選任者である株主の構成を変動させるために買収防衛策を採ることは、法律が予定している権限分配と整合的ではないものの、意思決定機関としての株主総会は機動的な機関と言い難いから、取締役会が株主共同の利益に資する買収防衛策を導入することを一律に否定することは妥当ではない。

取締役会の決議により買収防衛策が導入された場合であっても、株主の総体的意思によってこれを廃止できる手段（消極的な承認を得る手段）を設けている場合には、株主意思の原則に反するものではない。

## 3 必要性・相当性確保の原則について

買収防衛策は、株主共同の利益を確保し、向上させるためのものであるが、買収防衛策における株主間の異なる取扱いは、株主平等の原則や財産権に対する重大な脅威になりかねず、また、買収防衛策が株主共同の利益のためではなく経営者の保身のために濫用されるおそれもある。

こうした買収防衛策による弊害を防止することは、その適法性及び合理性を確保する上で不可欠である。このため、買収防衛策は、株主平等の原則<sup>(注4)</sup>、財産権の保護<sup>(注5)</sup>、経営者の保身のための濫用防止<sup>(注6)</sup>等に配慮し、必要かつ相当な方法によるべきである。

(注4) 株主平等の原則は、株主としての権利について、その有する株式数に応じて比例平等的に取り扱われなければならないという原則であり、株主間で異なる取扱いをする買収防衛策については、商法上設けられている次の から のような制度を用いることにより、株主平等の原則に反することなく、導入することが可能である。

新株予約権者が一定割合以上の株式を有しない株主（買収者以外の株主）であることを行使条件とする新株予約権の発行



新株予約権を行使する権利は、株主としての権利の内容ではないから、新株予約権の行使の条件として、買収者以外の株主であることという条件を付すことは、株主平等の原則に違反するものではない。

#### 買収者以外の株主に対する新株・新株予約権の発行

新株・新株予約権の引受権は、公開会社の株主には認められておらず、新株・新株予約権の割当ては、株主としての権利とは無関係であるから、買収者以外の株主に対してのみ、新株・新株予約権の割当てを行うことは、株主平等の原則に違反するものではない。

#### 種類株式の発行

特定の者に拒否権付株式(商法222条9項)等の種類株式を発行することは、商法上、明文で規定されている株主平等の原則の例外であり、定款変更等必要な手続を経て行われる限り、適法である。

(注5) 財産権は、憲法上の権利であり、商法は、株式譲渡自由の原則、譲渡制限株式に係る先買権者の指定制度、株式買取請求権制度などを通じて株主の財産権の保護に十分な配慮を施している。このため、買収者などの特定の株主に対して財産上の損害を生じさせるおそれのある買収防衛策については、次のような正当な手続を踏むことが要請される。

株主以外の者に対し、特に有利な条件によって新株や新株予約権を発行することは、既存の株式の価値を著しく低下させるので、株主総会の特別決議が必要である(280条ノ2第2項、280条ノ21第1項)。

買収者以外の株主であることを行使条件とする新株予約権を、株主割当て発行することは、取締役会の決議で行うことができる。しかし、当該新株予約権の内容が、買収者に過度の財産上の損害を生じさせるおそれがあるようなものである場合には、280条ノ21第1項等の規定の脱法行為と判断されるリスクがあるので、新株予約権の内容について適法性を高めるための工夫(2(1)参照)を講じる必要がある。

(注6) 取締役会は、買収防衛策を発動するに際しては、株主共同の利益に対する脅威が存在すると合理的に認識した上で(防衛策発動の必要性)、当該脅威に対して過剰でない相当な内容の防衛策を発動しなければならない。こうした判断にあたっては、外部専門家(弁護士、フィナンシャル・アドバイザー等)の分析を得るなど、判断の前提となる事実認識等に重大かつ不注意な誤りがない、合理的な判断過程を経た慎重な検討が求められる。こうした慎重な検討は、取締役の恣意的判断を排除する可能性を高める効果があり、買収防衛策の公正性を高める上で必要である。

## V 具体例 ～著しく不公正な方法による発行の解釈及び合理性の基準を中心として～

買収防衛策には様々なものがあるが、新株予約権や種類株式を利用したものが最も典型的であり、企業社会においては、そのような典型的な買収防衛策に関する適法性（1（1）及び2（1）参照）や合理性（1（2）及び2（2）参照）の基準の確立が望まれているところである。

そこで、以下では、新株予約権又は種類株式（以下「新株予約権等」という。）を利用した買収防衛策について、具体例を掲げつつ、当該発行が、差し止めを受けることなく（注7）、かつ、合理性を確保して株主や投資家など関係者の理解と納得を得られるようにするために、どのような措置を講じるべきかについて、指針の三原則に従って提示することとする。

（注7）ここで、新株予約権等の発行の差し止め（280条ノ10、280条ノ39）について採り上げるのは、実務的には、買収防衛策を適法に導入することが最も重要であり、また、発行差し止め請求権の要件のうち、法令・定款違反の有無は比較的客観的に判断することが可能であるが、著しく不公正な方法による発行に該当するかどうかは客観的判断が難しいため、指針の三原則を踏まえた一定の判断基準を示す意義が大きいと考えられるからである。

### 1 株主総会の決議により新株予約権等を発行する場合

#### （1）新株予約権等の発行差し止めを回避するための方策

商法では、新株予約権等の発行は、原則として取締役会の決議によるものされており（280条ノ20第2項、280条ノ2第1項）、譲渡制限会社以外の株式会社において、新株予約権等の発行について株主総会の決議を要するのは、

株主以外の者に対して特に有利な条件で発行する場合（280条ノ2第2項、280条ノ21第1項）

定款で、新株予約権等の発行を株主総会の決議事項と定めた場合（280条ノ2第1項、280条ノ20第2項）

に限られる（なお、種類株式については、発行の前提として、その内容を定める定款の定めを置く必要がある（222条第2項）。）。

このうち、株主総会決議に基づいて、買収防衛策として新株予約権等を発行するときは、通常、株主共同の利益を確保し、向上させるものであることが推認され、株主の意思に依拠し、かつ、取締役会の権

限濫用のおそれのない必要かつ相当な方法によるものと推認されるところであるので、指針の示す三原則に合致し、公正な発行とされる可能性が高い。

## **(2) 買収防衛策の合理性を確保し、株主や投資家など関係者の理解と納得を得る方策**

株主や投資家など関係者の理解と納得を得るためには、指針の示す三原則に従って買収防衛策の合理性を高めることも必要である。

企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則との関係で言えば、株主総会の決議により買収防衛策として新株予約権等を発行する場合でも、株主共同の利益を向上する買収提案が行われた場合には、新株予約権等を消却することができるよう措置することが必要であり、株主が1回の株主総会における取締役の選解任を通じて消却できる条項<sup>補5、6</sup>を設けることが合理性を高める上で必要である。

事前開示・株主意思の原則との関係で言えば、新株予約権等の発行後、定期的に株主総会の承認を確保する条項<sup>補7</sup>等、株主の総体的意思を定期的に確認する機会を確保するための措置を講じることで、さらに合理性は増す。

必要性・相当性確保の原則との関係で言えば、特に、拒否権付株式等の種類株式は、買収者以外の株主を差別的に取り扱うため、投資家保護上の配慮が必要であり、特に、株式を公開している会社が、消却することができない拒否権付株式等を新たに発行することについては、慎重であるべきである。

## **2 取締役会の決議により新株予約権等を発行する場合**

### **(1) 新株予約権等の発行差し止めを回避するための方策**

1(1)に掲げた場合以外の新株予約権等の発行については、株主総会の決議を要しない<sup>補8</sup>。

したがって、そのような新株予約権等の発行は、取締役会の決議のみによるものであっても法令・定款違反に当たらないが、著しく不公正な方法によるものとして当該発行が差し止められる可能性がある。

ところで、買収防衛策としての新株予約権等の発行が、著しく不公正な方法による発行に当たるか否かは、最終的には裁判所の判断に委ねら

れるものの、立法趣旨や判例等を踏まえて、その内容を明確化すれば、  
企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則、事前開示・株主意  
思の原則、必要性・相当性確保の原則に合致するかどうか判断基準  
となろう。

### **株主共同の利益の確保・向上の原則**

新株予約権等の発行は、もっぱら自己の経営権維持のためにするものであれば、それ自体で著しく不公正な方法によるものとされる可能性が高いが、逆に、株主共同の利益を確保し、又は、向上させる目的（注1参照）で行われたものであれば、資金調達等の事業目的がなくても、不公正な方法によるものと認められるおそれは少ない。

### **事前開示・株主意思の原則**

新株予約権等の発行は、当該新株予約権等の発行前に、その目的、内容等が具体的に開示され、その発行が株主の合理的な意思に依拠したものであれば、公正性が高まる。

### **（新株予約権の発行の目的等が開示されていること）**

買収防衛策としての新株予約権等の発行は、将来、会社の支配権の変動に関して株主に影響を与えるものであり、著しく不公正な方法による発行と判断される可能性があるものであるから、株主に対して、その目的を周知させた上で、発行の差し止めを求めるかどうか、株主の総体的意思による消却を行うかどうか等を判断するために必要な情報を提供することが求められる。

したがって、買収防衛策としての新株予約権等の発行は、買収防衛策として用いることを主要な目的とすることや、株主が被る可能性のある不利益等を株主に開示することにより、公正性が高まる。

### **（株主の合理的な意思に依拠したものであること）**

新株予約権等の内容として、株主の総体的意思により消却する手段（消極的な承認を得る手段）が設けられていない場合には、株主の合理的な意思に依拠したものとは言えず、著しく不公正な発行として差し止めを受ける可能性が高い<sup>補9</sup>。

したがって、買収防衛策としての新株予約権等は、株主の総体的意思

により消却する手段を講じる必要がある。

### **必要性・相当性確保の原則**

新株予約権等の発行は、以下のような措置を講じ、買収を防止するために必要かつ相当な方法によるものであれば、公正性が高まる。

#### **（買収者以外の株主の非差別性の確保）**

買収を防止するために、買収者以外の株主の中で特定の株主だけを有利又は不利に取り扱うことには、通常、合理性がないため、取締役会が新株予約権の内容として買収者以外の株主の間で差別的取扱いをする条項を付すこと<sup>補10</sup>や、買収者以外の株主の中の特定の株主に対してのみ、有利な条件で新株予約権を発行することは、合理的な理由がある場合を除いて、過度に不公平な取扱いをしたものとして、著しく不公正な方法となる可能性が高い。（注8）（注9）

したがって、買収防衛策としての新株予約権の発行は、買収者以外の株主を合理的な理由なく不平等に取り扱うことのないよう設計することで、公正性が高まる。

（注8） 新株予約権を資金調達や業務提携等の目的で特定の第三者に発行する場合には、買収防衛策としての発行ではないので、ここでいう買収者以外の株主の非差別性の確保は要請されない。

（注9） 種類株式は、新株予約権と異なり、定款によりその内容が決定され、種類株主が普通の株主と異なる取扱いを受けることについて株主の承認を得ているから、特定の株主だけに種類株式を発行することも、通常、適法であると解される。

#### **（発行時に過度に株主に財産的損害を生じさせないこと）**

買収防衛策は、買収が開始された後に発動され、そこではじめて法的効力を具体化させて買収を防衛することができれば目的を達するのであって、買収が開始されていないにもかかわらず、新株予約権等の発行と同時に、株主に過度の財産上の損害を生じさせるような場合<sup>（注10）</sup>には、著しく不公正な方法による発行に当たる可能性が高い。

したがって、買収防衛策としての新株予約権等の発行は、発行時に過度に株主に財産的損害を生じさせないように設計することで、公正性が高まる。

(注10) 買収の開始前の一定の日を基準日として、買収の開始を行使条件とするような新株予約権を全株主に対して買収開始前にあらかじめ現に割り当てておくような場合(買収の開始を条件として新株予約権を割り当てる旨、買収の開始前に決議する場合や事前に開示しておく場合は含まれない。)を指す。この場合、買収者であるか否かにかかわらず、基準日以降に株式を取得する全ての株主に対して不測の損害を与える可能性がある。また、基準日時点の株主が保有する株式の価値を著しく低下させるおそれがあり、かつ、新株予約権が譲渡できない場合には当該価値低下分の投下資本回収の途を奪うこともありうる。このように、買収とは無関係の株主に不測の損害を与えうることになる。

### **(取締役会の裁量権について濫用防止策が施されていること)**

取締役会が買収者と買収条件等についての交渉を行うためには、新株予約権等の消却条件等の成就を取締役会の裁量に委ねる必要がある場合もあるから、消却条件等について取締役会の裁量を認めること自体をもって、不公正な方法と言うことはできない。

しかし、そのような取締役会の裁量の範囲が広いために、取締役会の有する経営方針が株主共同の利益に鑑み買収者による提案よりも劣っているにもかかわらず、買収防衛策として発行された新株予約権等を消却することができず<sup>補9</sup>、取締役会が自己保身のために濫用できるような設計がされている場合には、当該新株予約権等の発行は、著しく不公正な方法によるものとなる可能性がある。

したがって、買収防衛策としての新株予約権等の発行は、取締役会の裁量権の濫用を防止する措置を講じることで、公正性が高まる。

## **(2) 買収防衛策の合理性を確保し、株主や投資家など関係者の理解と納得を得る方策**

株主や投資家など関係者の理解と納得を得るためには、指針の示す三原則に従って、買収防衛策の合理性を高めることも不可欠であり、特に、企業価値、ひいては、株主共同の利益を確保・向上する買収提案に対しては、株主の判断を待つことなく、取締役会が極力速やかに防衛策を廃止するよう措置すべきである。

このため、一年毎の株主総会で株主に直接買収防衛策の是非を問う機会を確保した上で<sup>補5、6</sup>、取締役会による消却条項の内容として、客観的な廃止要件の設定や独立社外者の判断を重視するよう措置し、取締役会

の裁量権の濫用を防止する必要がある。

### **（買収者が公開買付け等に移行するための客観的要件の設定）**

買収者が公開買付け等に移行する機会を確保することは、株主が自己の判断で買収提案に応じる形で株主の意思を反映する有効な手段である。

このため、買収提案の評価期間、交渉期間や買収提案の内容などが客観的な要件を満たした場合には、新株予約権等が消却<sup>(注11)</sup>されるような設計をすれば、株主や投資家などの関係者の理解と納得を得やすい<sup>補11</sup>。

そして、下記の独立社外者の同意を得ずに内部取締役のみで発動の是非を判断する場合には、一定の情報提供がなされ、具体的な評価期間・交渉期間が経過した場合など、あらかじめ定めた客観的条件に合致した場合には自動的に新株予約権等を消却するといった、内部取締役の恣意的判断が排除できる客観的な廃止要件を設定する必要がある。

（注11） 新株予約権が未発行の場合は、発行の中止を意味する。

### **（独立社外者の判断の重視）**

買収の開始後に買収防衛策としての新株予約権等を消却するかどうかの判断は、その対象が高度な経営事項を含む可能性がある一方で、内部取締役の保身行動に左右されるという特徴を有する。したがって、会社の経営事項を理解できる社外者が、株主には入手困難な企業秘密等の情報も入手した上で、買収提案等を評価することには合理性がある。さらに、内部取締役の保身行動を厳しく監視できる実態を備えた独立性の高い社外取締役や社外監査役（独立社外者）の判断を重視するよう設計しておけば、株主や投資家に対し、取締役会の判断の公正さに対する信頼を生じさせる効果があり<sup>補12</sup>、こうした社外者と会社との間の独立性が高まるほど、その効果はより向上する。<sup>補13</sup>

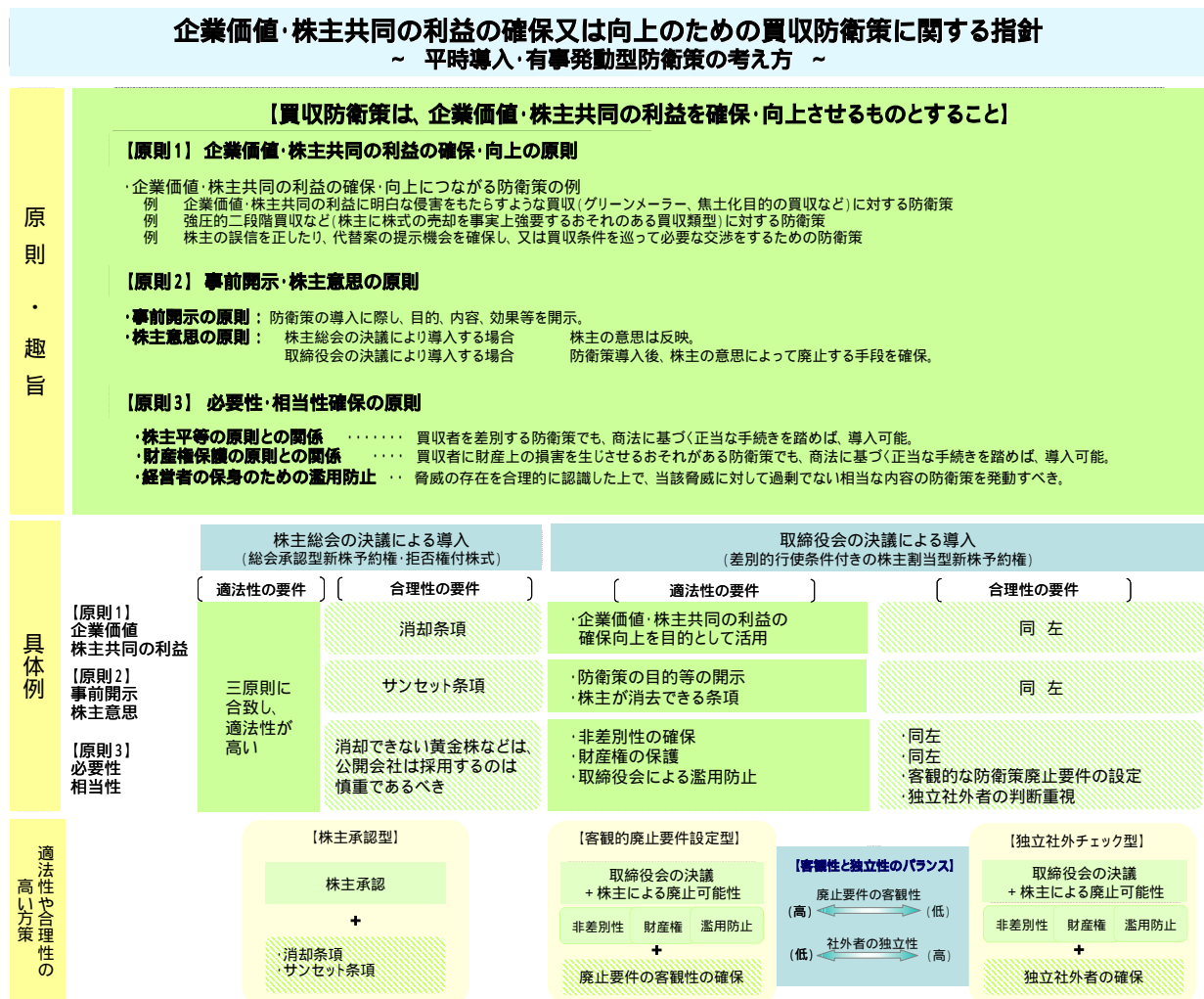
このため、買収防衛策は、消却条件の客観性の度合いに応じて、社外者あるいは独立社外者の関与の度合いを高める工夫が必要となる。

特に、客観的な消却条項を設けない場合には、原則として、取締役会の恣意的判断を排除するために、独立社外者の判断を重視する仕組みが必要となる。

# 解説

## 1 図表

指針の考え方を鳥瞰すれば、別添図のようになる。



## 2 補足説明

(1) (2頁) 既に東京証券取引所は、指針等を踏まえ上場基準や開示制度を整備するとしており、厚生年金基金連合会は、企業価値研究会の論点公開を参照しながら、買収防衛策に関する議決権行使ガイドラインを明らかにした。多くの日本企業は買収防衛策の導入を検討するに当たっては、指針を参照するとしている。

(2) (3頁) 日本の株主総会については、株主総会日の集中、開示情報不



足やIR活動不足など、大きく改善を要するとの指摘が機関投資家からなされている。各企業が、その置かれた状況に応じた合理的な買収防衛策を導入しようと思えば、こうした株主総会の活性化に関する様々な論点を解消する努力を講じていくことが必要となる。

(3)(3頁)株主共同の利益を保護する目的でなくても、その他取締役が経営支配権の維持・確保を主要な目的とすることなく会社法上与えられた権限を行使する場合(例えば資金調達目的をもって第三者割当増資を行う場合、正当な資本政策の一環として自社株買いを行う場合、支配権について争いが生じる前から決定されていた通常の事業活動の一環として行われる場合等)などは、結果的に株主構成に変動が生じることとなるとしても、株主共同の利益の保護の原則の射程の外にある。

(4)(4頁)東京高裁決定平成17年3月23日(ニッポン放送事件)で「会社を食物にしようとしている場合」として指摘した買収類型は、以下の4つである。

真に企業経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ株価をつり上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる目的で株式の買収を行っている場合(いわゆるグリーンメーラーである場合)

会社経営を一時的に支配して当該会社の事業経営上必要な知的財産権・ノウハウ・企業秘密情報・主要取引先や顧客等を当該買収者やそのグループ会社等に移譲させるなど、いわゆる焦土化経営を行う目的で株式の買収を行っている場合

会社経営を支配した後に、当該会社の資産を当該買収者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で株式の買収を行っている場合

会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券など高額資産等を売却等処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるかあるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って株価の高値売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合

(5)(9頁及び12頁)取締役の選解任についての議決権の行使により、間接的に買収防衛策の廃止の可否を決すること(委任状合戦)の実効性を高めるには、TOB(公開買付け)と併用することが有効である。TOBで買収価格をアピールし、委任状合戦で新経営陣をアピールする方法である。また、TOBと併用することで委任状合戦に要する追加費用は限界的

なものになる効果も期待できる。なお、この点について、日本のTOB制度は撤回条件が硬直的であり、買収防衛策を導入している企業に対して委任状合戦と平行してTOBを行うことが難しいと指摘されている。

(6) (9頁及び12頁) 株主が1回の株主総会における取締役の選解任を通じて消却できる条項としては、例えば、取締役会による廃止条項を設けた上で、取締役の任期を1年にすること等が考えられる。

(7) (9頁) いわゆるサンセット条項のこと。

(8) (9頁) 例えば、「新株予約権者が一定割合以上の株式を有する株主でないこと」などといった差別的行使条件が付された新株予約権を全株主に発行・割当を行うことも、取締役会で条件付発行決議をしておくような方策を含めて、いわゆる株主割当として、取締役会決議により行うことができる。

(9) (10頁及び12頁) 導入した当時の取締役が一人でも代われれば廃止不能になる条項、導入した当時の取締役の過半数を代えなければ廃止できない条項、取締役の過半数を代えても一定期間廃止できない条項などを含む防衛策は、不公正なものとなる。逆に、例えば、新株予約権等に、定期的に株主総会や株主の一定割合以上の意思表示で株主の同意が得られれば延長し、同意が得られなければ消却される旨の条項を付せば、株主の合理的な意思に依拠していることがより一層明確になり、発行の公正性が高まる。

(10) (11頁) 買収防衛策の導入時点で20%などの特定の保有割合を有している株主が既に存在している場合に、当該株主の存在を防衛策の発動事由から外しておくような取扱いは、ここで言及している「買収者以外の株主の間で差別的な取扱い」には該当しない。

(11) (13頁) 例えば、買収者から買収提案の具体的な情報が提示され、かつ、取締役会が買収者との交渉や代替案を提示するために必要な時間が確保され、十分な情報が株主に提供された場合には、取締役会が買収防衛策を廃止し、TOB等に移行するという仕組みである。全株式・現金対価の買収提案の場合、買収手法に売却を事実上強要するような性質はないので、交渉期間を1ヶ月から数ヶ月に限定してその後は買収防衛策を廃止してTOB等に移行するが、それ以外の部分買収提案や債券等を対価とした

買収提案ならば、より長期の交渉期間を設定するという案も合理性がある。こうした客観的廃止要件は、原則としてすべての買収について、T O B等の道をも確保しているという点で優れている。この場合には、他の買収防衛策とは異なり、社内取締役の判断のみで買収防衛策の是非を決定したとしても十分合理性がある。

- ( 1 2 ) ( 1 3 頁 ) 買収提案の内容が、部分買付の場合には買収防衛策を廃止せず、全株式を現金で買収する提案に限り廃止してT O B等に移行するといった廃止要件の場合には、買収価格その他の条件の適正さなどをフィナンシャル・アドバイザーや弁護士などの外部専門家が分析し、社外取締役や社外監査役が同意するというように、社外者の関与が求められる。
- ( 1 3 ) ( 1 3 頁 ) 独立性とは、買収防衛策の是非をチェックする社外取締役と社外監査役が、内部取締役の保身行動を厳しく監視できる実態を兼ね備えるために要求される概念であり、会社からの実質的な独立性が要請される。買収防衛策を監視する「独立社外者」として適正か否かについては、その実態を慎重に精査し、防衛策の内容に応じて、株主の納得と理解が得られるものでなければならない。また、独立社外取締役や独立社外監査役の割合が少ない場合には、その数を増やす努力や、独立社外取締役や独立社外監査役から構成される企業統治委員会を組織し、有事においては、買収防衛策の発動について、この委員会が取締役会に勧告するといった工夫が必要となる。