

事務局説明資料

産業組織課

2023年3月1日

1. 買収提案を受けた取締役・取締役会の行動規範

買収一般に関する原則と取締役・取締役会の行為規範

- これまでの議論を踏まえ、公正な買収を実現するための買収一般に関する原則として、以下の三原則を提示することが考えられるが、どうか。
- 買収の是非を検討するうえでは、第一原則を基本としつつ、局面に応じて、第二原則や第三原則が特に重要性を増す場合があるものと考えられるのではないか。取締役・取締役会の行動規範を考えるうえでは、いかなる局面で、いかなる原則への配慮がより重要となるのかを意識した議論をする必要があるのではないか。

買収一般に関する三原則（案）

第一原則：企業価値向上の原則

望ましい買収か否かは、企業価値を向上させるか否かを基準に判断されるべきである。

第二原則：一般株主利益の確保の原則

買収は、対象会社と買収者の双方による公正な手続を通じて行われることにより、一般株主が享受すべき利益が確保されるべきである。

第三原則：株主意思の尊重及び透明性の確保の原則

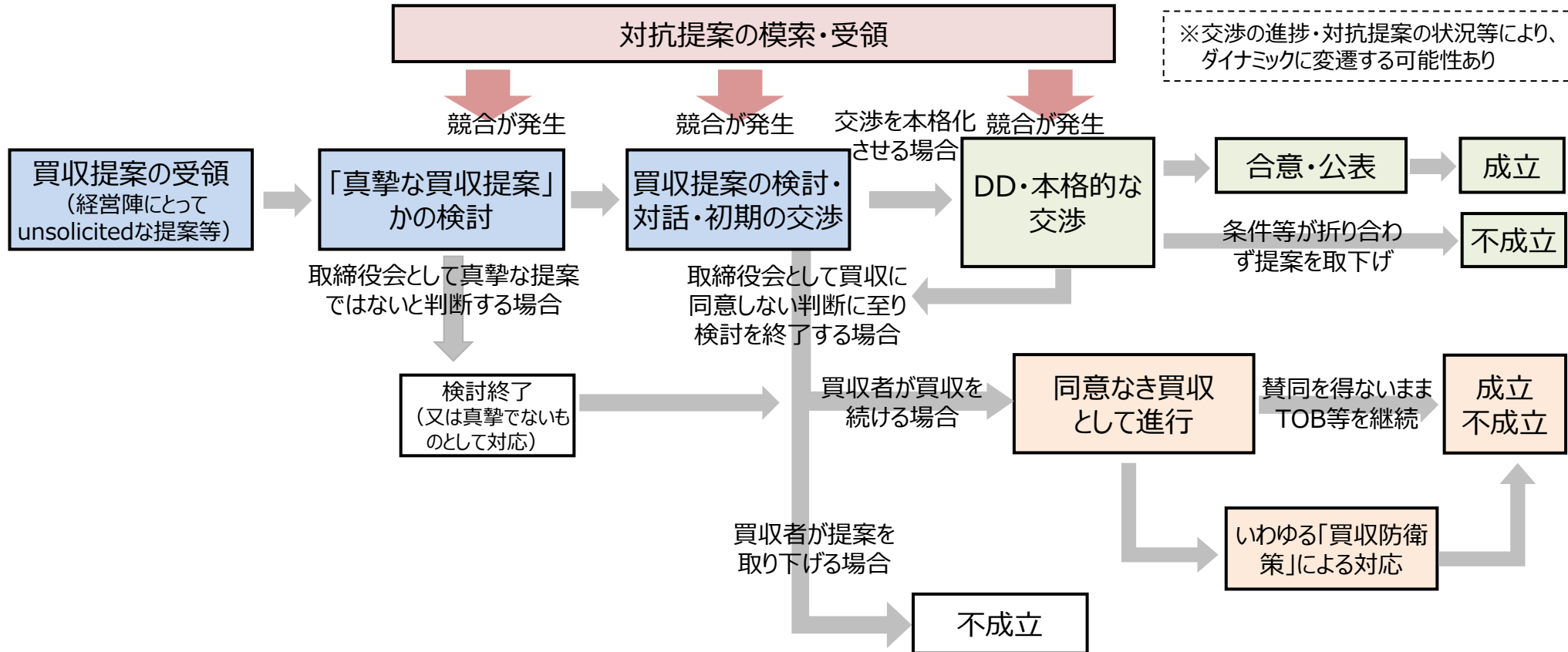
買収が企業価値の向上に資するかどうかの判断においては、株主の意思が尊重されるべきであり、判断のために必要な情報が適時に提供されるべきである。そのために、買収者と対象会社は、買収に関連する法令を遵守し、買収に関する手続の透明性を確保すべきである。

※企業価値や一般株主については、公正M&A指針と同様の定義を想定している。

- ・ 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またはその程度をいい、概念的には、企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和
- ・ 一般株主：対象会社の株主のうち、買収者および当該買収に関して買収者と重要な利害関係を共通にする株主を除いた者

取締役・取締役会の行動規範－買収提案の検討フローの全体像

- 買収提案を受けた場合の取締役・取締役会の行動規範について、具体的な局面に応じた整理をする前提として、買収提案の検討フローを図示すると、以下のとおり。



※第3回研究会資料3 P.3の図を一部修正。

※本研究会の議論は、買収提案の受領に先立って経営陣と買収者の間で要請や打診が行われていない「Unsolicitedな買収提案」を受けた場合を主に念頭に置いているが、大きな検討フローについては、そうではない場合も含め、買収提案を受けた場合一般に妥当するものと考えられる。

関連する委員発言（取締役・取締役会の行動規範）

石綿委員：有事の際における取締役の具体的な行動規範が明確ではないことが最大の問題点ではないかと考えている。経営陣も、あからさまに自らの保身を図る人は多いわけではなく、むしろ、辞任を覚悟しているくらいの気概のある人のほうが多いと思われる。そうすると、仮に行為規範の不明確性が大きな問題の一つだとすると、特別委員会を設置しただけでは解決策とはならない。今回の研究会では、そういう局面でどう行動すべきか、具体的な行動規範を示すことが重要。（第3回）

角田委員：同意なき提案なのか、経営陣から上がってくる提案なのかで検討項目が大きくは異ならないのではないかと考えている。経営陣から上がってくる提案に対する検討においても、取締役会で、他の選択肢と比べてどうか、他の相手だったら想定される価格や実現可能性はどう違うのか、同意なき提案がきた場合の行動とほぼ同じような検討プロセスを経て、実際に同意なき提案が来た場合は検討・交渉、場合によっては経営提案ではない相手と取引する必要があるときちゃんと整理してから当初案を進めた案件もある。経営陣からの提案であっても、他の選択肢や相手、対抗提案が出てき得ることを想定して行動できる取締役会とそうではない取締役会が存在し、大きなギャップがあると思うので、そのギャップを埋める必要があると考えている。提案の取扱いについて、友好的な提案の場合はスタンドスティル条項付きの秘密保持契約を締結して交渉がなされると思うが、敵対的なものに近い買収提案の場合、有事導入型買収防衛策でスタンドスティルと同様の効果を狙うことを認めてもいいかもしれない。また、買収提案に対する取締役会の対応について株主が事後に検証し、不服があれば次の総会で取締役を替えるというアクションができるまで一連の行動規範となるガイドラインを作ることができればいいと思う。（第3回）

藤田委員：やっていいこと・やってはならないことについての買収局面における整理ができていないことが問題だという指摘には共感するところが多い。ただし、これを克服するために、マニュアル的な判断基準・手順を与えることが重要なのではなく、実質として何をすべきかについての発想が納得できる形で示されておらず、共有されていないことが問題である点に注意を払う必要がある。…対抗措置の許容性については、差止めの可否という形で裁判で争われる以上、究極的にはハードローによることになる。今回検討する対象会社の経営者の行動規範をソフトローで対処する場合には、そのハードローとの理論的な整合性を説明できるよう内容でなくてはならない。ただソフトローで経営者の行為規範をまとめることは意義のあることだと思う。（第3回）

田中委員：買収提案に対する対応のマニュアルを作ること以前に対象会社取締役はどういう基準に従って動くべきかという行為規範を明確にすべきという点は非常に重要。…個人的には、これまでの指針で言われてきたように、企業価値向上と株主共同の利益の確保が一番重要で、その応用で具体的な行為規範が導かれると思う。両者は一致する場面が多いと思われるが、理論的には一致しない場合もあり得る。その場合に、取締役に対する行為規範としてどういうものを要求するのかについてよく議論する必要がある。（第3回）

三瓶委員：「Unsolicited」について、その反対にあるのが友好的な買収であるとなると、市場においては友好的な買収こそ危険だと考えている。知らない間に密約が交わされてシャンシャンと終わって、たいしたプレミアムが払われないというのが最も怪しいので、友好的な買収をスルーするのは問題。取締役会の行動規範からしたら、そこも十分に説明責任が果たされなくてはならない部分だ。（第4回）

別所委員：今日のトピックは買収防衛策ということで、議論するのは良いことだが、買収防衛策の技術論を詳細に深掘りしすぎると、会自体が「買収防衛策研究会」のような形になってしまう。特に外部にどう発信するか、出し方にもよると思うが、経済産業省が「矛」と「盾」の「盾」を強くしようとしているという間違った受け止め方がなされるとしたら望ましくない。…今回は公正な買収の在り方ということで、いわゆるUnsolicited な提案を受けた場合どのように対応すべきかということが主題だと思う。…取締役会として基本に据えるべき行動規範を定めることが重要だと思っている。…単に評価が意に沿わないから嫌というだけではなく、会社ないし取締役会として代案があるのかが非常に重要。Unsolicited な提案を受けたときに、より良い条件にならないのか、より良い相手がいないのか、ホワイトナイトを探すということ。また係る提案よりも、自主独立の方がなぜ良いと考え、なぜそれを株主に訴えたいと思うのかを、しっかり立案・対応・説明することが重要。（第4回）

玉井委員：対象会社の経営陣やボードメンバーは、何が企業や株主にとって良いオファーになるかを真剣に考えながら対応をしていると思うので、自己の保身というのは違うと思うが、そういったご意見があるということを踏まえて対応を考えなければならぬと感じた。また、防衛策のところを細かくガイドラインで作り込んでいくというよりは、もっと根本的な部分、取締役がどう振る舞うべきか、提案が来たときにどうすべきかを整理した方が良いというご意見については、私も同意だ。（第4回）

小館委員：今回の研究会において、買収防衛策にフォーカスしすぎるべきではないというのは同感。公正な買収は進むべきということであれば、買収は友好的買収の方がよほど多いので、今回Unsolicited offerについての対応、買収防衛策を整理して、特に取締役についてどのように行動をすべきかにつき指針が示されれば、それとの比較で友好的買収をどのような形で取締役として検討・実行すべきかがより明らかになるだろう。指針はマニュアル的になるべきではなく、公正なプロセスだと分かるプリンシプルを示すことで、それに沿って行う友好的買収が増えれば、より機関投資家や株主の理解も得られると思う。（第4回）

取締役・取締役会の行動規範－企業価値の向上と一般株主利益の確保

- 提案を検討する初期段階と、交渉が本格化した段階では、買収が実行される確度や、会社が買収提案の検討にかかるコスト・時間が異なる。このため、段階が進展するにつれ、一般株主の利益への配慮やそのための説明責任について求められる行為規範の内容や程度が異なりうるとも考えられる。
- 米国のレブロン義務は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ものだが、そうした規範が無い日本においては価格以外の要素も一定の範囲では考慮する余地があると考えられる。日本の取締役・取締役会の行動規範を考えるに当たり、例えば以下のような論点についてどのように考えるべきか。

- **第一原則と第二原則の関係：①企業価値の向上には必ずしも資さないが、一般株主の利益に資する（価格が高い）買収提案や、②企業価値の向上に資するが、一般株主の利益に資さない（価格が安い）買収提案**について、どのように考えるべきか（複数ある提案を比較する場合を含む）。

＜例＞

- 企業価値は向上させるが、買収者のみが利益を得るような買収に応じるべきか
- 企業価値を高めるが価格が安すぎる提案があった場合に、そのような提案に賛同してよいのか、もしくは、案件が流れるリスクをとってでも価格の引き上げ交渉を行うべきなのか
- 価格が高すぎるがゆえに、買収プレミアム以上の新たな価値を創造せず、買収後の企業価値が下がる可能性のある買収をどう考えるべきか
- 中長期的な観点からは企業価値を向上させる可能性のある買収提案と、短期的には確実に一般株主利益に資する（価格の高い）買収提案の、いずれに応じるべきか
- 検討・交渉の**段階により、求められる行動規範の内容や程度が変わりうる**とすれば、何がその契機となるか（誰により、どのような決定・行動がなされた場合か）。また、**100%現金買収かどうか、全部買付け・部分買付けかどうかにより、どのような違いがありうるか。**
- 交渉により買収条件を改善することや、マーケットチェックを行うこと、説明責任を果たすこと等、**具体的にはどのような行動の在り方が求められるか。**

(参考) 米国デラウェア州における取締役の行為規範の一部

ビジネス・ジャッジメント・ルール

経営判断の決定過程に関する以下の4つの条件が充足された場合、当該経営判断が相当なものである限り、**信任義務違反による責任を負わない**

- ① 取締役が実際に意思決定を行ったこと
- ② 取締役が十分に情報を有した上で意思決定を行ったこと
- ③ 意思決定が誠実になされたものであること
- ④ 決定事項について取締役が経済的な利害関係を有していないこと



レブロン義務

以下の場合、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**

- ① 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
- ② 支配権の異動を伴うM&A取引を実行する場合
- ③ 会社の解体を伴うM&A取引を実行する場合

関連する委員発言(企業価値の向上と一般株主利益の確保/レブロン義務)

田中委員：米国では100%現金買収の提案が競合する場合には、どちらも実現可能性に問題がなければ、価格が高いほうを選ぶことがレブロン義務の帰結になるが、日本の場合にそれでよいのか真剣に議論する必要がある。レブロン義務は、防衛策を禁止するという「消極的なレブロン義務」と、価格が高い提案を選択するという「積極的レブロン義務」がある。消極的レブロン義務は、株主以外のステークホルダーの利益保護を目的として株主が賛成している買収提案を止めてはいけないというもの。他方で、積極的レブロン義務は、取締役の行為規範で、取締役自身が、買収価格の高い提案が来たら当該提案を採用しなければいけないもの。消極的レブロン義務は日本でも採用しようと考えており、裁判所も同じ考え方と思われるが、積極的レブロン義務については議論の余地がある。対象会社の取締役会は、ステークホルダーの利益や買収計画を精査して買収価格が高くない提案を賛成することも一つのバランス感覚としてあり得るので、この点についても議論することも考えられる。(第1回)

例えば、買収後に対象会社の企業価値を毀損する買収者は楽観的でそのことに気がつかない場面で、買収者が現金対価・全部買付けとする場合、対象会社株主にとっては、買収価格が高ければ得だから買収に同意することはあり得るが、その結果買収が成功し、企業価値が下がるということが生じる。その場合に取締役はどういう対応をとることができるのか検討する必要がある。アメリカのレブロン義務の考え方だと、取締役会が会社を売却すると決めた以上は、株主利益しか考えてはならず、買収後のステークホルダーの利益を考慮してはならないことになるが、日本ではその考えまで進めると極端と思われ、買収提案にNoといえるかどうかについては、もう少し裁量があってもいいと思われる。ただ、その裁量も無制限ではなく、100%現金買収で、対象会社株主に影響がないにもかかわらずステークホルダーの利益のためという理由で買収提案に反対することになると、経営陣の保身といった偏った動機から買収提案に反対することがある。経営陣はステークホルダーの利益を考慮するといっても、それはあくまで経営者の目の届く範囲、利害が共通すると考える人たちのことを考えるだけであり、それ以外の利害関係者の利益をもフェアに考慮するということを保証しない。株主共同の利益にはかなうが、企業価値を毀損する買収提案にはNoといってよいことは合理性があるが、それが認められる場面は相当限られた場面であることを書くべきではないか。なお、日本では、部分買収が相当多く、特にunsolicited offerで市場で買い集める場合、ほとんどの事例が部分買収であるところ、部分買収の場合、株主が残存するので、買収後の事業計画について対象会社の取締役が関心を持つことは当然で、買収防衛策の対抗措置を発動する場面では株主総会の承認を得たほうがよいものの、事業計画が不合理である場合には取締役会が買収提案に反対することは許容されてよい。(第3回)

石綿委員：会社が売りに出されているかで①②という分類で整理している点は、レブロン義務を日本的に表現したと理解しており、それ自体は一つの整理としてよいと思うが、注意点として、アメリカでさえ、レブロン基準は差止めの基準であり、レブロン義務違反で取締役が損害賠償責任を負うような運用はされていない。日本では任務懈怠を理由とする差止めがない結果として、事後的な損害賠償責任の基準として受け止められてしまう可能性がある。報告書では、できるだけ具体的に、こういう場合には、こうしたほうが良いと書いた方がよいとは思う一方で、それが安易に損害賠償責任の基準になるとアメリカと比較しても厳しい内容になり、相当の萎縮効果を与える。したがって、最後のとりまとめの際の表現には留意が必要だろう。(第3回)

玉井委員：買収防衛指針策定時から世の中も大きく変わり、M&A市場や企業価値の考え方も変化、またステークホルダー・キャピタリズムへのシフトといった議論が米国でも生じている。そのような背景事情や議論の推移も整理・アップデートした上で、今企業が公正な買収の在り方についてどのように考え、どのように振る舞うべきかがわかるようなガイドラインになれば良い。・・・2005年当時に高い関心を寄せていた主要な日本の上場企業にとっても自分ごととして役に立つと考えられるガイドラインになることも重要である。その意味で、買収提案を受けた場合や競合買収が生じた場合の行動一般について整理することも重要だろう。（第1回）事務局説明資料5ページの整理の仕方として①②の分類がある。特に異を唱えるわけではないが、日本ではレブロン義務が明確にあるわけではない中で、その分類がどの程度有用であるかは分からない。特にM&Aのダイナミズムを考えると①②の中間的な場合や途中で変化する場合もあると思われる。（第3回）

別所委員：米国の例ではビジネスジャッジメントルールからレブロン義務へ入っていく。レブロン義務をそのまま日本にあてはめることが適切とは思わないが、日本でも、株主の共同利益と、中長期的な企業価値という対立があって、会社として企業価値をき損ずると考えられる提案にNOと言えると思うものの、そのアカウンタビリティは相当上がる、相当限られるということを明確にする必要があると思う。（第4回）

松倉委員：株主のほか、顧客・従業員・サプライヤー・地域社会等の重要な全てのステークホルダーを視野に入れながら、社会的責任と経済的責任を調和させ、会社と社会が相互に発展することが重要。そのため、支配的株主となる可能性のある買収提案者に対しても、社会に対する一定の責任や規律が必要。今回の議論が買収提案者の立場にかたよらないよう、慎重な姿勢で望んでほしい。（第1回）
企業価値・株主共同の利益が毀損されるかを判断する際に、従業員・顧客・取引先・地域社会等のステークホルダーの利益が毀損されるかどうかという点も考慮すべきである。（第2回）

市川委員：ステークホルダーの利益の考慮については、我々は中長期的な投資家であり、長い目で見ればそれらも企業価値に影響を与えると考えており、一つの要素として考慮することについて違和感はない。（第2回）

児玉委員：買収提案に際して会社が何をファクターとして考えているかについて、会社は本当に従業員のことを考えている。ステークホルダー・キャピタリズムの考えや、アメリカ・欧州と比較して日本は雇用の流動性が低いことが現実としてあることから、従業員について考えざるをえない。（第1回）
2005年当時になかったステークホルダー・キャピタリズムの観点からも検討してもらいたい。日本の労働市場が変わらない限りは、企業の責任者は労働者の利益を考えざるを得ない。（第2回）

井上委員：実証研究していると、労働者保護が強い国ほど買収が実施されておらず、ROA等で見たと事後的なパフォーマンスが低く、TOBの支配プレミアムも小さい。労働者保護の要請が強いと、買手として価値創造の大きな部分が阻害される可能性がある。大きな価値を創出している従業員であるならば、買手もリテンションしようとするはずなので、ある買収に従業員が強く反対するのはエントレンチメントではないか。（第1回）

太田委員プレゼン：実務感覚では、日本の場合、経営者は経営者個人の保身より、従業員共同体全体の利益を守っているという意識が強い。PMIがうまくいかないのではないかという懸念から、ストラテジックバイヤーによる「良い」同意なき買収が進まない。対象会社側においては、買収者側に対して、従業員の不安を解消するために説明を行う機会を提供することが期待されるほか、従業員に対する株式報酬を積極的に活用することで、株主の利益と従業員の利益とが適切にalignするように努めていくことが強く期待される。（第1回）

江良委員：ステークホルダーの利益も考慮した上で買収提案を検討すること自体については異論がないが、日本においては、経営陣と従業員との関係性が他国と比べて密接に連動しており、従業員の利益を過度に評価することは投資家も警戒するところであるので、この研究会のメッセージの出し方については慎重に慎重を重ねるべきだろう。（第3回）

(参考) M&Aにおける取締役の行為規範に関する基本ルール (日米の比較)

利益相反	小さい	おそれがある	大きい
米国 デラウェア州	● Business Judgment Rule ・ 経営判断の決定過程に関する以下の4つの条件が充足された場合（ただし厳格に審査される）、当該経営判断が相当なものである限り、信任義務違反による責任を負わない ① 取締役が実際に意思決定を行ったこと ② 取締役が十分に情報を有した上で意思決定を行ったこと ③ 意思決定が誠実になされたものであること ④ 決定事項について取締役が経済的な利害関係を有していないこと ・ 判断内容の審査には立ち入らない（日本との差異） ※Unsolicited Bidsへの対応（"Just Say No"） 取締役会がFiduciary Dutyに従って買収提案の検討を行った場合、経営判断原則の適用場面である限り、取締役会は買収提案を拒絶することができる（Just Say No）。ただし、取締役会による適切な手続の履践及びその旨の説明をせずに、買収提案を単に拒絶することはできないと考えられている。	● Unocal基準（防衛策導入・発動の場面等） ① 取締役会が会社の政策及び効率性に対する脅威が存在すると信じたことについて、合理的な根拠を有していたこと ② 防衛措置が企業買収によってもたらされる脅威に照らして合理的なものであること。具体的には(a)一般株主にとって強圧的（coercive）でないこと、(b)排除的（preclusive）でないこと ● Revlon基準（支配権の移転が生じる場面等） 以下の場合、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 ① 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 ② 支配権の異動を伴うM&A取引を実行する場合 ③ 会社の解体を伴うM&A取引を実行する場合	● 完全な公正の基準（Entire Fairness） ・ 支配株主による買収、MBOといった構造的利益相反取引の場面等 ・ 公正な手続（fair dealing）と公正な価格（fair price）を取締役が立証することを要する ・ 以下のいずれかの場合、立証責任は原告側に転換される ① 有効に機能する特別委員会により承認されること ② 強圧性のない状況下において、十分に情報を有する少数株主の過半数により承認されること
日本	● 経営判断原則 ・ 決定の過程、内容に著しく不合理な点がない限り、取締役としての善管注意義務に違反しない（事例判断としてアパマンショップ事件最高裁判決等） ・ 「将来予測にわたる経営上の専門的判断にゆだねられる」事項について適用対象になり得る	✓ 裁判例やソフトローによるルール（防衛策導入・発動の場面） ● ブルドックスソース事件最高裁判決等 ① 防衛策の発動の必要性（防衛策発動の目的の合理性） ② 防衛策の内容の相当性（+いわゆる主要目的ルール） ● 買収防衛指針等 ・ 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・相当性の確保の原則 ● 公正M&A指針 MBOと支配株主による従属会社の買収の場合における原則・視点や公正性担保措置等	✓ 裁判例やソフトローによるルール ● レックスホールディングス事件高裁判決等 - 公正価値移転義務、適時情報開示義務等 ● 公正M&A指針 MBOと支配株主による従属会社の買収の場合における原則・視点や公正性担保措置等 ※会社法の利益相反取引規制も存在（会社法365条・356条）

(出所) メルビン・A・アイゼンバーグ「アメリカ会社法における注意義務[I]～[IV]」旬刊商事法務（2004）、森・濱田松本法律事務所編『M&A法体系』（有斐閣、2015年）、西村あさひ法律事務所編『M&A法大全[全訂版]』（商事法務、2019年）、Practical Lawデータベース等を参考に経済産業省作成。

買収提案を受けた取締役・取締役会の行動規範

全体に通底する行動規範（案）

取締役及び取締役会が自社に対する買収提案について検討する際には、一般株主の利益も考慮しつつ、**企業価値の向上に資するかどうかという観点**から、買収の是非を検討すべき。（第一原則を基本とした検討）

＜具体的な行動の在り方＞

- **真摯な提案でないとの合理的な理由がない限り**、買収提案の内容、買収後の経営方針、買収者の経営能力・属性・資力等について**真摯に検討・評価**すべき。
- **買収者側の企業価値向上策と現経営陣が経営する場合の企業価値向上策を、定量的な観点も含めて十分に比較検討**すべき。
- **買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかという判断の合理性**について、**説明責任**を果たせるようにすべき。
- 取締役会は、交渉を行う経営陣等から適切なタイミングで報告を受け、検討・指示を行うことにより、**買収提案についての分析・評価及び買収提案者との交渉に実質的に関与**するとともに、利益相反リスクへの対応に向けた公正な検討プロセスを確保するなど、**監督者としての役割**を果たすべき。

交渉が本格化した段階において特に求められる行動規範（案）

企業価値を高めつつ**一般株主の利益にとってできる限り有利な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が行われる状況**を確保すべき。（第一原則を基本としつつ、第二原則への配慮がより重要となる）

＜具体的な行動の在り方＞

- 検討・交渉を行う際には、**買収条件の改善により当該買収提案が企業価値の向上のみならず一般株主が享受すべき利益の確保に資するものとなるよう、真摯に交渉**すべき。
- **（積極的な）マーケット・チェックを行うことにより、より企業価値を高めつつ一般株主の利益に資する買収候補を模索し、買収条件の改善を目指す**ことにも合理性がある。
- **真摯な買収提案が複数寄せられた場合**、その中に会社の同意を得ずに提案されたものが含まれていたとしても、それらの買収提案が**正当に評価されるように、公正性を確保しつつ対応**すべき。
- 一般株主が享受する利益（買収対価）がより大きな買収提案があるにも関わらず、**企業価値の向上により資すると判断して買収対価が低い買収提案に賛同する場合**には、求められる説明責任の程度が高まる。**企業価値の概念を恣意的に拡大することにより、このような判断を不明確にすることは望ましくない。**

その他、各局面において考えられる検討事項・留意点①

社内での初期的な検討

- 具体的な買収提案を受領した場合、経営陣として初期的な評価を行った上で、**原則として取締役会に付議し、取締役会において真摯な提案かどうかを判断することが基本。真摯な提案でないとの合理的な理由がない限り、適切な体制を整えたうえで、真摯な検討・評価・分析を行うプロセスに移行すべき。**
- 社外取締役を含め、**適切な情報管理**を行わなければならない、提案受領直後から**適切な体制整備**を進めるべき。

秘密保持契約

- 買収者との秘密保持契約において、会社との合意なく**買収提案を公開しないこと、公開買付けを開始しないこと、株式の買増しをしないこと（スタンドスティル）等の条項の交渉を通じて、適切な交渉時間・機会を確保**することの検討を行うことにも合理性がある。

買収提案の分析・評価

- 買収提案の分析・評価をするに当たり、**価格に加え、取引の蓋然性の高さも重要な要素として考慮**される。
- 買収者がどの程度の比率の株式を取得しようとしているか（買収者が経営支配に及ぼす影響の強さ）、既存株主が買収後に株主として残ることとなるかどうか、対価の種類が金銭か株式かは、買収による企業価値向上や一般株主が享受すべき利益の確保に影響を及ぼすものであり、**買収提案の分析・評価に当たってはこれらの点も考慮すべき。**

その他、各局面において考えられる検討事項・留意点②

デューデリジェンス

- デューデリジェンスに対応するか否か、及び対応する場合に提供する情報の範囲に関する判断は、交渉の過程で得た各種情報を踏まえた上で、デューデリジェンスの実施を通じて**買収を通じた企業価値の向上が実現する蓋然性**や、**買収条件の改善に繋がる可能性**、**非開示情報の流出・漏洩による事業や株価等への悪影響のおそれの程度**、**他の対抗提案者との公正な取扱いの必要性**、**秘密保持や既に公開されている自社の情報の範囲等**を総合的に勘案して行うべき。
- これらの要素の判断には交渉の局面により濃淡がありうることから、実務上、当初より全ての情報を提供するのではなく、**段階的に情報を提供すること**にも合理性がある。

交渉

- **事業面に関する交渉**については経営陣が中心となることが多いと考えられるが、価格や買収する比率など**取引条件に関する交渉**については、**利益相反等の程度に応じて**、**社外取締役や特別委員会**が交渉過程に実質的に関与することが望ましい。

買収提案を受領した場合における開示について

- 買収提案が真摯なものであった場合、それが取締役会でどう扱われたかは、株主が取締役会を評価するに当たって、考慮したい事項の一つと考えられる。他方、買収に関する情報は、株価や買収交渉に影響を及ぼすものであり、慎重に取り扱う必要がある。
- 買収提案を受領した際の開示について、開示の必要性の有無、タイミング、内容をどう考えるか。

買収提案に関する開示に関する論点

- ◆ 具体性に乏しく取締役会に付議するに至らないような買収提案については、そもそも投資家に対して開示するだけの情報としての重要性が乏しいのではないか。
 - ・ なお、真摯な買収提案がなされたにも関わらず、提案を受領した経営陣が取締役会に付議しないことへの懸念については、開示ではなく、取締役会が経営陣に対する監督機能を発揮することで律するべきではないか。
- ◆ 具体的な買収提案が取締役会に付議された上で、①真摯な買収提案だとして取締役会において検討がなされた場合や、②真摯な買収提案ではないと取締役が判断して具体的な検討には至らなかった場合には、そうした事実は投資家の投資判断にとって一定の重要性をもった情報だと考えられないか。
 - ・ このような場合において、報道などがなされていない段階で開示をすることは、さまざまな憶測を生じさせたり、それによる市場の反応により将来的な買収提案の可能性を低下させるなど、マイナスの面が大きいのではないかと。
 - （参考）買収についての報道や噂が流布されている場合には、東証から上場会社に対して、流布されている情報の真偽等について東証が開示を求めることがあり、真偽等の事実関係について可能な限り踏み込んだ開示を行うことが望ましいとされている。
 - ・ 他方、一連の交渉などが終了した後で、買収提案を受けて取締役会で検討した旨やその概要について事後的に開示をすることは、上記に比べると相対的には弊害は少ないと考えられるが、会社にとっての各種の対応コストが生じること、成功しなかった買収提案が明らかになることで買収者側に不利益が生じ得ること、会社側の対応に問題があると考えれば買収者側から開示する選択肢もありうることを踏まえ、どう考えるべきか。
 - ・ いずれにせよ、買収者の名称や具体的な内容については、任意での開示は事後的であれ難しいケースもあり（秘密保持契約を締結している場合など）、開示内容は個々の状況に左右されやすいのではないかと。

(参考) 対象会社側の買収提案の開示に関する海外の制度の概要

	概要
米	- 水面下の提案について必ず開示が必要というルールはないが、一定の場合に対象会社が当該提案を開示しなかったことが一般的な詐欺防止条項であるSEC規則10b-5の違反とされる可能性がある。 - これまでの判例を踏まえると、典型的には、①以前対象会社が行った開示をmisleadingなものとするような、その後の事実の発展があった場合、又は、②リーク又は市場の噂が対象会社に起因するものである場合に開示義務が認められる可能性がある。
英	- 英国において、対象会社が潜在的な買収提案について公表を義務付けられるのは、対象会社の買収に関する憶測が広まった場合や対象会社の株価の異常な変動が見られたりする場合である。したがって、潜在的な買収についての交渉が水面下で行われリークがされていない場合には、対象会社は公表義務を負わない。 - なお、2021年には買収提案についての公表義務を拡大するコードの改正を行うべきかの議論もなされたが、そのような改正は見送られた。その理由は、①そのような改正により公開買付けの対象となる対象会社の数が大幅に増加し、それらの会社の安定性や業績に支障が生じる、②買収提案の公表により短期的な株価変動がもたらされる一方で、結果として公開買付けは行われない事例が増加するリスクを生じさせる、③提案を受けた取締役会の交渉力が弱まり、低い価格での提案を株主が検討することにつながるおそれがあること等の懸念が示されたためである。
仏	- フランスでは、EU市場阻害行為規則が適用されるが、そこでは、「発行者は、発行者に直接かかわる重要な内部情報を直ちに公表しないといけなく、一定の場合にかかると内部情報の公表を遅らせることができ、例えば、内部情報の公表により発行者の正当な利益が害される可能性がある場合」がそれにあたる。この点に関して、European Securities and Markets Authority (ESMA)によるガイドラインでは、「発行者が交渉しており、それを直ちに公表した場合交渉結果に悪影響が及ぶ可能性がある場合」が、発行者の正当な利益が害される場合に含まれるとされている。 - したがって、水面下で買収提案を受領した場合、対象会社として、例えば、より良い価格を引き出すために潜在的買収者と交渉することが望ましいと考える場合、公表を遅らせることができる。他方で、かかる交渉を行う意味はないと考えるのであれば、買収提案を受領した事実を開示することが求められる（なお、異なる文脈ではあるが、対象会社として、より良い価格を引き出すための交渉戦略として買収提案を受領した事実を自ら公表することは考えられる。）。
独	- ドイツでも、フランスと同様、EU市場阻害行為規則が適用されるが、そこでは、「発行者は、発行者に直接かかわる重要な内部情報を直ちに公表しないといけなく、一定の場合に内部情報の公表を遅らせることができ、「発行者の正当な利益が害される可能性がある場合」がそれにあたる。ドイツに関しても、ESMAのガイドラインが適用され、そこでは「発行者が交渉しており、それを直ちに公表した場合交渉結果に悪影響が及び可能性がある場合」が、発行者の正当な利益が害される場合に含まれるとされている。 - なお、当該ガイドラインは、発行者の正当な利益が害される場合について網羅的に列挙するものではなく、示唆的なものに留まる。そして、「正当な利益」の判断は個別事案毎の判断となり、その判断にあたっては、買収提案の具体性や、公開買付け者の真剣さに基づき、実際に公開買付けが行われる可能性が高いかどうか、という観点等が考慮される。

2. 買収防衛策を巡る当事者の行動の在り方

前回の議論を踏まえた検討－MOM決議を許容する根拠

- MOM決議が許容される場合があり得ることの根拠及びその帰結は、以下のように考えられるか。
- また、こうした外延は必ずしも裁判例上明らかではないことを踏まえれば、実務上は、いかなる根拠に基づくかという点を含め、MOM決議が必要であることの十分な説明を行うこと・発動の決定過程の公正さを十分に担保することが求められるのではないか（平時導入型であれば、事前に発動範囲について定め、公表しておくことも望ましいのではないか。）。

MOM決議が許容されうる根拠とその帰結に関する考え方（案）

- 買収者が急速な市場内買付けを行った場合、市場における株主の判断には、以下のような問題が生じうるため、会社としてこれらの問題のない状態における株主意思を株主総会で確認するという選択をすることがあり得る。
 - ① **情報開示の問題**：公開買付規制に基づく情報開示がなされない（※加えて、大量保有報告等の情報開示に関する法令に重大な違反をした場合には、この問題がより深刻となりうる）
 - ② **時間の問題**：急速な買付けを行った場合、十分な検討時間が確保されない
 - ③ **売り急ぎの問題**：「早い者勝ち」で買付けが行われるため、売り急ぎの問題が生じうる
- また、株主総会での決議は、**特定の買収者に買収されることの是非を、株主が判断するものであり、本来は、買収される前に行われるべきもの**と考えることもできる。この点、買収者が急速な市場内買付けを行った場合には、**買収前の状態での株主総会決議を取ることができないため、本来得られたであろう株主意思を確認するための次善の策としてMOM決議を用いるという選択をすることがあり得る。**（注）



以下のような場合に、MOM決議に基づく対抗措置の発動を行うことが適法な場合がありうると考えられないか。

- 買収前と比較して株主構成に大きな変化をもたらす程度の規模（例えば、20%程度）の**急速な市場内買付け**
- 上記のような**急速な市場内買付けとその後の公開買付けを組み合わせる場合**

（注）買収前の過去の時点において基準日を設定したうえで、当該時点の株主の意思を確認することが本来は直截的な方法であるが、証券保管振替機構のシステム等では、現状このような過去時点の株主を特定する運用が想定されていないこと等から、次善の方法としてMOM決議を用いる選択をすることが考え得る。

<MOM決議をサンクションとして用いることについて>

このほか、買収者が買収に関連する法令に重大な違反をした場合等に、MOM決議による議決権排除をサンクションとして認めてはどうかという指摘もある。

- 一般的に、買収防衛策が用いられる可能性があることは、問題のある買収者が買収しようとする行動を抑止するという効果を持つと考えられる。
- 他方、**買収者に問題があること（例えば法令違反等）を直接的な根拠として、MOM決議により買収者の議決権を排除することについては、正当化することが難しい場合が多いのではないか。**
- 法令違反については、**本来は法令に基づくサンクションによって解決されるべきもの**と考えることが適当ではないか。

前回の議論を踏まえた検討－取締役会限りでの発動

- （株主総会により防衛策を導入する場合は別として）対抗措置の発動について、株主総会を（事後であれ）開催することとしていなければ、司法で争われた際に防衛策を差し止める司法判断となる可能性があるものの、前回の議論では、**取締役会限りでの発動に関するニッポン放送事件の例外を否定する必要はなく、その位置づけや内容を整理すべき**である旨のご意見があった。例えば、**以下のとおり考え方を整理**することでどうか。

取締役会限りでの対抗措置の発動に関する考え方（案）

買収が企業価値をき損することが明白なことから対抗措置の必要性が高く、かつ、買付けの方法等に照らして緊急性が高い場合には、株主総会における承認を経ずとも、対抗措置が適法とされうる

- 
- ニッポン放送事件の「高裁四類型」（グリーンメール、焦土化経営、会社資産の流用、資産処分による一時的な高配当目的）は、かかる必要性・緊急性が認められうる例示であり、これ自体が外延を定めるものではない
 - 例えば、買収者が私的利益のみの追求を目的としている場合や買収者の属性に問題がある場合（反社会的勢力等）などに、必要性が認められる可能性があると言え得るか（※）

（※）これとは異なる整理として、そもそもニッポン放送事件決定の射程は、経営支配権者を別の第三者に確定させる「第三者割当型」という強力な防衛策に限定すべきであり、買収者の悪性が強い場合や株主への情報開示が全く不十分である場合など、買収者への私的利益の移転を疑う蓋然性が存在する場合には、「高度の疎明」ではなく「通常程度の疎明」の下で、四類型に限らず広く、取締役会でも防衛策の発動が認められる余地はあるとする指摘もある。このような整理については、どう考えるか。

<参考> 会社法206条の2（公開会社における募集株式の割当て等の特則）

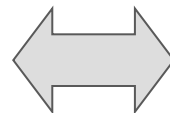
4 総株主（この項の株主総会において議決権を行使することができない株主を除く。）の議決権の十分の一（これを下回る割合を定款で定めた場合にあっては、その割合）以上の議決権を有する株主が第一項の規定による通知又は第二項の公告の日（前項の場合にあっては、法務省令で定める日）から二週間以内に特定引受人（その子会社等を含む。以下この項において同じ。）による募集株式の引受けに反対する旨を公開会社に対し通知したときは、当該公開会社は、第一項に規定する期日の前日までに、株主総会の決議によって、当該特定引受人に対する募集株式の割当て又は当該特定引受人との間の第二百五条第一項の契約の承認を受けなければならない。ただし、当該公開会社の財産の状況が著しく悪化している場合において、当該公開会社の事業の継続のため緊急の必要があるときは、この限りでない。

有事導入型との比較における平時導入型買収防衛策

- これまでの議論を踏まえると、**事前の開示による予見可能性向上**や、市場における急速な買付けを一定以下に抑制する等の理由から、**平時導入型は有事導入型とは異なる効果を持つ**と考えられる。過去の司法判断で認められている事例もあることを踏まえると、**企業価値を高める買収を阻害せず、株主意思が尊重される限りにおいては、これを必要と判断する会社が導入することを一概に否定する必要まではないのではないか。**
- 他方で、様々なケース・必要性に対応するために**幅広い場面で対抗措置が発動される余地を得る設計とした場合には、実際に発動されるかどうか潜在的買収者にとって不明確となりうる等、予見可能性向上の効果が発揮されない可能性もある。**

平時導入型

- ・ 事前の開示されることで、**株主、投資家、将来の買収者に予見可能性を与え**、防衛策の内容を見て**投資の意思決定を慎重に行ったり、買収の手法を工夫して買収を試みるなどの対応が可能**となりうる
- ・ 対抗措置が用いられる可能性を見越して買収者が行動するため、**市場での急速な買付けはトリガー基準（20%等）以下に抑制されると期待される**
- ・ 事前の開示されていることで、導入企業は（「望ましい買収」も含め）**潜在的な買収先候補から除外されている可能性があり、経営への外部規律効果が期待できない可能性**



有事導入型

- ・ 特定者のみを対象とするため、株主による**個別事案に応じた検討がしやすく、企業価値向上についてより実質的な判断が可能**となりうる
- ・ 市場での急速な買付けに対して、導入時期が遅れると、**トリガー基準（20%等）を超えて株式を保有されることになりやすい**
- ・ 平時における導入はなされていないため、**潜在的な買収の可能性を通じた経営への規律効果が期待できる可能性**

予見可能性について

- M&A取引に関する予見可能性を高め、不確実性を減少させることは、M&Aの促進や、日本の資本市場に対する信頼の維持・向上にもつながる。
- 他方、買収防衛策を平時に導入することによる予見可能性の向上が、買収者にとって対抗措置の発動を回避できる可能性をもたらすとは限らない点には、留意が必要。

買収防衛策を平時に導入することによって もたらされる予見可能性

➤ 買収者が一定以上の株を取得する場合には、**対抗措置が用いられ得ること**

➤ **どのような場合に対抗措置が用いられるかが分かること**（この点に関する予見可能性の程度は防衛策の設計における裁量の余地次第）

- 買収者が一定以上（トリガー基準）を越えて市場で買付ける行為に歯止めをかけることができる。
- 他方、この点が予見可能なだけでは、対抗措置の発動を回避できる可能性がもたらされるとは限らない（むしろ、企業価値を高める買収提案についても躊躇させる可能性がある）。

- 企業価値を高める買収提案を阻害しないためには、この点の予見可能性が高いことが重要。
- 他方、事前に完全に予見できるように裁量の余地の無い設計にすると、企業価値を損ねる買収であっても対抗できなくなる可能性あり。

平時における買収防衛策の導入—株主意思の確認など

- 株主意思の確認を組み込むことは、株主の合理的な意思に依拠していることをより直接的に示す措置であると評価できる。このような考え方は、特定の買収者が現れる前の段階（平時）で防衛策を導入し、買収者が現れた後で対抗措置を発動する場合にも、基本的には妥当すると考えられる。
- 司法判断やこれまでの議論を前提とすれば、平時導入型防衛策に関する株主意思確認について、基本的に以下のように考えられるのではないか。
 - 防衛策の導入について株主総会の承認を取得する場合、（主要目的ルールではなく）相対的に緩やかな審査により判断されうる
 - 対抗措置の発動について株主総会の承認を取得する場合、原則として必要性が推認される
 - 企業価値をき損することが明白なことから対抗措置の必要性が高く、かつ、買付けの方法に照らして緊急性が高い場合には、導入・発動のいずれについても株主総会の承認がなくとも、対抗措置が適法とされる余地がある
 - 買収の開始前において防衛策の内容が開示されていることによる予見可能性（危険の引き受け）があるとして、相当性が認められやすくなりうる

買収防衛策についての株主意思の確認方法（平時に導入する場合）

①株主総会の判断で導入し、株主総会で発動を承認

②株主総会の判断で導入し、その方針に基づき取締役会が発動

③取締役会の判断で導入し、株主総会で発動を承認

④取締役会の判断で導入・発動（株主総会の承認なし）

※③の場合、時間的制約から、発動についての株主総会の承認が事後になり得る点は、有事に導入する場合と同様。

(参考) 現行の買収防衛指針における株主の消極的な承認に関する考え方

- 現行の買収防衛指針は平時に買収防衛策を導入することを想定したものだが、株主の合理的な意思に依拠したものであることを裏付ける事情として、「株主の総体的意思によって廃止できる手段（消極的な承認を得る手段）を設けていること」を掲げている。

「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）の記載

(2) 株主意思の原則について

② 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。

関連する委員発言

藤田委員：従来の指針にあった、取締役会決議で平時に買収防衛策を導入した場合でも、一定期間経過すれば株主の消極的な承認があるから発動も許容されるという考え方は見直して、発動について事後的にでも株主の意思を確認することとした上で、その代わりにその意思確認の中身については柔軟に考えていく方が整理としては素直だと思う。明示的な株主意思の確認がない場合でも、株主が買収防衛策を廃止するという選択肢を有している以上は、それが無い限り株主の承認があるとみなして買収防衛策を承認することは、アメリカの判例法の発想に近いものであるが、日本の判例の発想とはあまり整合的ではないので、混線させないほうが、ロジックとしては一貫すると思う。（第2回）

機関投資家等の関係者の理解と納得を得るための方策の例

- 近時の司法判断や学説上の議論、機関投資家の姿勢、本研究会でのご意見等を踏まえると、**平時導入型買収防衛策について、（必ずしも適法性を高めるとは言えないものも含め）機関投資家等の関係者の理解と納得を得るための工夫として、例えば以下のような方策**が考えられる。
- **個々の会社の規模や状況等によって、防衛策の要否や求められる方策は異なりうるため、中長期的な企業価値の向上の観点から、建設的な対話がなされることが望ましい。**

具体的な方策の例	考え方
【方策1】 発動時に株主総会決議に諮る設計とする	近時の司法判断によれば、対抗措置の発動につき株主総会の承認を得る場合には必要性が推認されやすくなるものと考えられる。また、機関投資家の議決権行使基準の中でも、発動につき株主総会の承認を求めるものは多い。これらの動向を踏まえ、発動時に株主総会決議に諮る設計とすることが考えられるのではないかな。
【方策2】 発動要件を限定した設計とする	平時導入型の発動要件は、(1)手続ルールを遵守しないときに発動するパターンと、(2)手続ルールを遵守したときに実質的発動事由に基づき発動するパターンに整理できる。例えば、発動要件を(1)の場合に限定する、もしくは、(2)の場合の発動事由を、企業価値の明白な侵害や強圧性が特に強い場合に限定することで、経営陣の裁量の余地を狭めることが考えられるのではないかな。
【方策3】 独立性の高い取締役会が関与する	（例えば社外取締役が過半数を占める）独立性の高い取締役会が関与することは、対抗措置発動の判断の公正性を補完するという一定の意義があると考えられ、機関投資家の議決権行使基準の傾向や、ガバナンス体制がプラスの影響を及ぼすとする実証研究の成果とも整合的と考えられるのではないかな。
【方策4】 MOM決議や取締役会限りでの発動の許容範囲等について具体的な条件を定める	MOM決議や取締役会限りでの発動の許容範囲等について、予見可能性を高め、濫用を防止するという観点から、買収手法や買収者の属性等に応じて異なる要件や条件を事前に具体的に定め、公表しておくことが考えられるのではないかな。
【方策5】 特殊な状況下の時限的な措置として設計する	金融危機等により市場全体の株価が一時的に急落しているような場合や、経営改革の遂行の過程で一時的に利益水準が低いような場合に、例外的な措置として、時限的に導入するタイプの防衛策（例えば有効期限を短期間に設定し、市場の危機が終息した場合には廃止される等）として設計することが考えられるのではないかな。

関連する委員発言（発動時に株主総会決議に諮る設計）

市川委員：平時導入型が保身に繋がるということであれば、**平時導入型買収防衛策の発動時に株主総会に諮ることも一つの手ではないか**。また、通常の平時導入型とは異なるが、**買収防衛策の導入を取締役会で決議したうえで、企業がその買収防衛策の内容を公表し、実際に発動する際には株主総会へ諮る仕組み**とすれば、通常の平時導入型と同様に、真摯ではない買収者への抑止力になると思われるし、予見可能性も確保される。（第2回）

三瓶委員：ある会社から、それら全部をクリアしたので賛成してくれますよねと言われたことがあったが、我々としては自社の基準に沿った結果賛成できないと告げたらがっかりされたということがあった。その際に、**買収防衛策に賛成する局面があるのかと聞かれたので、発動時に株主総会決議をとることが唯一の道です**と言ったところ、複数回の対話を経て、原則として株主総会決議を経る形の設計に修正してもらえたので、**実際に賛成した**。その際には、3年後の更新時にはもっと慎重に考えてくれと伝え、その後、**その会社は3年後に買収防衛策を更新せず廃止した**。このように、**会社側が真摯に検討すれば我々としても真摯に検討して賛成することもある**。（第3回）

関連する委員発言（発動要件を限定した設計）

玉井委員：発動要件については、ルールを設定してそれに違反した場合に発動する場合と、ルールが遵守されていても例外的に実質的な企業価値毀損の観点で発動する場合という二通りのパターンで整理されているものが多いと思うが、**経営陣の恣意的な運用を懸念してネガティブな評価がされているのであれば、裁量の余地を極力削いでいき、ルール違反のみに適用される平時導入型買収防衛策という設計の方向性もあり得るのではないか**。（第3回）

関連する委員発言（独立性の高い取締役会の関与）

三橋委員：**有事導入型買収防衛策の在り方を最初に議論したほうが良く、これを議論すればどうして事前警告型が必要なのかという議論にもつながっていく**と思う。2005年当時は、指針に則って企業も買収防衛策を導入していて、当社はそうであれば基本的に賛成としており、今でもその姿勢は変わっていない。ただ、**経営者の保身になっていないことを重視しており、それを確認する意味で（取締役会に）独立社外取締役が過半数いないと反対するという基準を導入している**。基本的に、指針に則って企業が取り組むという前提のもとで、有事導入型買収防衛策の在り方の定義がしっかりとできれば、事前警告型の在り方も決まってくるのではないかと。（第2回）

井上委員：ポイズンピル導入企業のカバナンスの影響について、児玉委員が指摘されていたことと近いが、**導入企業のカバナンスの状態によって株式市場の評価がかなり異なる**。Brickleyらの論文では、独立社外取締役が過半数の企業では導入時の株価に対して正の効果がある。一方、社外取締役が半数未満の企業では負の効果があって、それぞれ統計的に完全に2つに分かれているという分析結果がある。また、独立社外取締役が半数以上の企業においてのみ買収時に高い支配プレミアムの獲得に結びついているとする研究もあり、**全般的に防衛策導入の効果というのは、導入企業の取締役会の独立性、カバナンスに依存しているという点は注目してよい**と考えている。

取締役会の判断というのも、**プライムで事前保有比率がなく、かつ構造的強圧性が明らかに無い（場合には発動されない）ということに（条件を）限定した防衛策であれば、独立社外取締役が過半数を占める会社については、そうした機動的な対応があっても良い**。（第4回）

児玉委員：平時導入型買収防衛策は機関投資家の反対が強いので現実解としては採用しづらいところである。**機関投資家の行動が変わらないと、企業としても平時導入型買収防衛策は採用しづらいのではないか**。もっとも、**機関投資家の中には取締役会の構成に着目して賛成するかどうか判断する者もいて、例えば社外取締役が過半数占めていないと買収防衛策については反対の議決権行使をする人もいる**。これも、最初に申し上げたところと似ているが、**取締役会の構成を踏まえた議論があっても良いのではないか**。（第2回）

判例の整理にはないものとして、**取締役会の構成への配慮という視点が抜けてしまっている**。日本には大中小いろいろな企業がある中で、**一括りで取締役会というのは何か違うのではないかという印象が強いので、配慮をお願いしたい**。（第4回）

関連する委員発言（個別のルールの設定）

田中委員：（どのような場合にMoM決議や取締役会限りでの発動を許容するかといった）ルールを、個別の事案に対する裁判所の判断に基づいて確定していくことは難しい。本来は、事前に導入する買収防衛策のなかでルールを明示することが望ましいと思う。事前に導入する買収防衛策については買付者が急速に買い付けていない状況で導入するものであるから、もちろんMoM決議ではなく通常の株主総会決議によるのだが、その中でルールを決めることも解決策としてあり得るのではないか。その場合、機関投資家が事前に導入する買収防衛策に非常に批判的であることについて、特定の問題に関する懸念が解消されるのであれば、賛成の余地があるのかどうか。そういった点も検討すべき点だろう。（第2回）

井上委員：ここではワン・ルール・フィット・オールのような議論になっているが、研究を概観して分かったのは、様々な効果が非常に状況依存的だということだ。全ての上場企業を一つに扱うから問題が起きるのであって、例えば小さい企業の反社による買収など、そういうことを議論し始めるといろいろなものに網をかけてしまうことになる。この議論は、プライム市場に限った方が良く感じている。そもそも、プライムにいる必要のない企業もプライムに入ろうとしている部分もあるが、プライムに限って言うと、もう少ししっかりした責任を経営者に負わせた方が良くないか。パッシブ投資はプライムがベンチマークになるので、多くの機関投資家はプライムに投資している。最もキャリア・コンサーン緩和仮説をサポートするのは経営者と機関投資家とのエンゲージメントであり、エンゲージメントはそれなりに重要な意義がある。機関投資家は、（エンゲージメントで経営戦略に）合意したからには敵対的買収等のときにそれなりに責任のある行動をとる責任があると考えている。プライムでは（機関投資家が情報を得た上で判断できるようになっており）ある程度市場効率性が効くという前提で考えるべきだろう。（第4回）

関連する委員発言（特殊な状況下の時限的な措置）

三橋委員：買収防衛策の中でも許容できるのではないかとこの場面として、今の経営状況に課題があって経営改革を遂行している最中であるが、どうしても利益の水準が低いので今だけ時限的に導入したい、数年後成果が発揮され、企業価値が回復した際には廃止するという場合がある。（第3回）

井上委員：最近の研究で、私自身注目しているのは、株式市場のショック時の防衛策の効果だ。13ページ、Kestenの研究は、2007～2008年のいわゆるリーマンショックという金融危機のときの防衛策は、強固に入れた方がパフォーマンスが良かったという例だ。またその後の研究では、コロナが一斉に分析の対象になっていて、コロナの中で、特に影響が大きいといわれている産業において、ポイズンピルの導入というのは顕著な株価のプラスになっているということで、株価が急落して安く買われる可能性のあるときの防衛策は、株式市場全体で評価されているということが示唆されている。一方で、世界全体で言うとうろたえないという研究もあるが、株式市場のショック時は、一定の条件で防衛策は株主一般に対してプラスの影響を持ち得るということだ。（第4回）

(参考) 買収防衛指針が提示する適法性・合理性を確保する方策の例

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

- 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、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を設ける**ことが合理性を高める上で必要（企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則との関係）
- **定期的に株主総会の承認を確保する条項等、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（事前開示・株主意思の原則との関係）

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 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則

- 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。**

② 事前開示・株主意思の原則

- **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。**
- **株主の総体的意思により消却する手段を講じる必要がある。**

③ 必要性・相当性確保の原則

- **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。
- **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。
- **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

- **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、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。**
- **買収提案の評価機関、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。**
- 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。**

機関投資家の行動準則について

- 裁判所が株主の意思を尊重することの帰結として、機関投資家等の株主には、対抗措置に関する判断について、責任ある行動が求められると考えられる。
- 前回までの会合では、機関投資家の形式的な判断等に関する指摘があったが、機関投資家として、特にどのような点に留意して判断を行うべきと考えられるか。

関連する委員発言

反田様（市川委員代理）：買収防衛策が保身目的だと主張する投資家の意見も理解できるが、マイナス面ばかりに注目されて杓子定規に判断をされているようにも思われる。企業側にも工夫が必要であるが、買収防衛策のプラスの側面にも焦点が当たるべきではないか。（第1回）

太田委員：新たな指針を作るにあたっては、機関投資家の行為規範を是非作っていただきたい。大手機関投資家のなかには、事案の個別性が強い**ため本来個別判断**がなされるべき**有事導入型買収防衛策議案**であっても、議決権行使基準にある「買収防衛策」の定義では**平時・有事を区別していない**という**それだけの理由で議決権行使基準に基づき形式的に判断する**という投資家がいる。これでは本末転倒である。また、ROE 5%未満だから買収防衛策や対抗措置の発動に反対するという投資家もいるが、ROE 5%未満だからといって、買収者がどれほど属性が悪くても（極端に言えば反社会的勢力や反市場勢力でも）買収防衛策や対抗措置の発動に反対するの**か**という話になる。**本来的には有事には個別判断が必要**。そういう規範を入れてもらわないと、株主意思に全面的に委ねる**ことにも危険が伴う**。そういう観点で、機関投資家の判断のガイドラインを指針に盛り込んでいただきたい。（第2回）

武井委員：買収防衛策を導入することで買収者の情報開示等や企業価値等の側面においてプラスの側面があるにもかかわらず、機関投資家がステレオタイプに、そうした**手続を導入すること自体に反対**するか、**経営陣の選任議案に対して反対**する**ということはおかしい**のではないか。（第2回）

江良委員：買収防衛策に関する機関投資家の評価が硬直的すぎるという指摘については、自身もそのように感じる**ことがある**。ブラックロックでは、**取締役会の構成や買収防衛策のスキーム等を踏まえ、恣意性が排除されている仕組みのある会社については、買収防衛策の導入に賛成することがあるが、賛成した事例の中には、他の機関投資家が**多く反対したものもあった****。機関投資家も一般に許容しうるスキームやガバナンスの体制についての考え方について目線合わせをすることが重要。（第3回）

三橋委員：パッシブ運用をしている機関投資家の考え方については、「機関投資家協働対話フォーラム」が、買収防衛策を更新する大手企業数十社に**レターを毎年送っており、その中で基本的な考え方を示している**。具体的には、**中長期的企業価値を犠牲にするような短期投資家による濫用的な買収には賛同していない一方で、買収防衛策は、投資家からの信頼、ガバナンスの評価・企業価値評価の低下につながるため、基本的には好ましくないとしている**。どうしても買収防衛策は**正当な目的を持った戦略的買収でも経営陣の意に沿わない買収提案は阻止できると誤解されるなど、投資家からは経営者の保身に見えてしまい、経営の規律の緩みを一番懸念している点を表明している**。平時導入型買収防衛策を継続することで結果的に投資家からの信頼・評価が落ちて導入企業の企業価値を毀損する可能性がある中、「**そのようなリスクをとってまでなぜ買収防衛策を継続するのか**」と企業に問うている。市場内の取引で支配権に影響与える株数が取得されてと困るという声も聞くと、投資家のスタンスの根底にあるのはこのような内容である。（第3回）

取締役の選解任を行った上で買収を実施する場合の留意点

- 経営支配権を得ようとする意図を明確にしている買収者が、取締役の選解任を通じて買収の是非を株主に問い、その上で買収を実施することもあり得るが、この場合には、経営支配権が移ることを考慮しつつ株主が取締役選解任について判断することとなるため、特段の問題は生じにくい。
- 他方、**以下のような場合には、買収の是非について株主が明確な判断をしないままに、経営支配権が移転する可能性**があり、適切な情報開示（大量保有報告規制や公開買付規制等が適用されない又は潜脱されることによる問題）や、選任された取締役の利益相反などが課題となるのではないか。
 - ①取締役の選解任を提案する株主が、（経営支配権を得る意図を明かさずに）他の株主と協調して市場内で買い上がった上で、取締役会の構成を自らの影響力の及ぶ者に入れ替える株主提案を成立させ、明確な買収行為を行わないままに、協調する株主とともに経営支配権を得る。
 - ②取締役の選解任を提案する株主が、（経営支配権を得る意図を明かさずに）取締役会の構成を自らの影響力の及ぶ者に入れ替える株主提案を成立させ、その後、自ら買収を提案し、その影響力を背景に取締役会が買収提案を受け入れ、買収が実施される。

3. 用語の見直し

「買収防衛策」の用語と定義

- 今回の指針において捉える対象をどのように定義し、指針の中でそれをどのように呼称すべきか（現行指針の定義を引用している東証ルールなどとも関連）。

「買収防衛策」という用語に関する指摘

- ①何を「防衛」するのかについて様々な見方がなされ得る（会社？企業価値？経営者？）
- ②時間・情報・交渉機会の確保だけが目的の場合は、「防衛策」という言葉が実務イメージと異なる
- ③会社側が「防衛ありき」で考えることに繋がっているという見方がある

➡ 指針において中立的かつ簡潔に表現するならば、「買収への対抗措置」、「買収への対応策」、「買収時の株主意思確認手続」、「大規模買付けルール」などが候補として考えられるか。

定義に関する論点

- ①現行指針の定義は以下の点で今回の検討とは異なっている。
 - ・ 現行指針では「買収が開始される前に導入されるもの」とされており、有事導入型が想定されていない
 - ・ 現行指針では「新株又は新株予約権の発行を行うこと等により」とされているが、実務で用いられている平時導入型の防衛策は、導入時点では新株予約権無償割当てまでは行われない「事前警告型」である
- ②現行指針の「経営者にとって好ましくない者による買収」という表現の適否。

現行指針の「買収防衛策」の定義

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

今回の検討している「買収への対抗措置」等の内容

株式会社が、一定の場合に資金調達などの事業目的を主要な目的とせず、差別的な行使条件・取得条項付の新株予約権無償割当て等を行うことや、その旨の方針を事前に定めること等により、自社に対する買収に対抗する方策

「同意なき買収」等の用語

- これまでの会合では、Hostile/Unsolicited Offerを総じて「同意なき買収（提案）」と称してきたが、同意の主体・時点によっても両者は異なりうる旨の指摘や、訳語として違和感がある等の指摘があった。
- 英語との対応関係も意識しつつ、**「同意なき買収」、「招かれざる買収提案」など、どのような用語として整理すべきか。**

	内容	着目している時点	用語の候補	対応する英語
A	経営陣と買収者の間で要請や打診が行われていない中でなされる買収提案	買収提案を受領した時点 （ないしそれ以前）	・「不招請型買収提案」 ・「招かれざる買収提案」 ・「一方的買収提案」	Unsolicited Offer/Bid
B	取締役会の同意なく行われる買収（ないしその提案）	取締役会による買収提案への賛否の意思決定時点	・「同意なき買収（提案）」 ・「同意のない買収（提案）」 ・「不同意型買収（提案）」	Hostile Offer/Bid

➡ 厳密に考えると、以下のように、場面によって指すべき内容が異なるということではないか。

- ・ 買収提案を受領した後の取締役・取締役会の行動について取り上げる際には、上記のAの内容を指す必要がある。
- ・ 会社として反対意見を表明した買収や、対抗措置の発動の対象となる買収などについて取り上げる際には、上記Bの内容を指す必要がある。

4. ご議論いただきたい論点案

本日特にご議論いただきたい論点

■ 買収提案を受けた取締役・取締役会の行動規範（P.2-13）

- 公正な買収を実現するための買収一般に関する三原則について、どのように考えるか。
- 企業価値の向上と一般株主利益の確保が相対立しうる買収提案について、どう考えるか。
- 検討・交渉の段階により、求められる行動規範の程度（一般株主利益への配慮の水準等）が変わりうることにについて、どう考えるか。
- 各場面において、具体的にはどのような行動の在り方が求められるか。
- 買収提案を受領した場合における開示の必要性の有無、そのタイミング、内容はどうかあるべきか。

■ 買収防衛策を巡る当事者の行動の在り方（P.15-26）

- MOM決議を許容する根拠について、どう考えるか。
- 取締役会限りでの発動の位置づけの整理について、どう考えるか。
- 平時における買収防衛策の導入についての考え方の整理について、どう考えるか。
- 機関投資家等の関係者の理解と納得を得るための方策として、どのようなものが考えられるか。
- その他、機関投資家の行動準則等について、どのように考えるか。

■ 用語の見直し（P.28-29）

- 「買収防衛策」や「敵対的買収」等に替わる用語やその定義についてどう考えるか

■ その他、指針策定に向け、重点的に議論しておくべき事項

今後の進め方（予定）

第1回 11月18日	・総論①—全体像 買収提案を巡る当事者の行動の在り方について
第2回 12月1日	・総論②—買収防衛策を巡る当事者の行動の在り方について
第3回 12月26日	・各論の深掘り①—買収提案を巡る当事者の行動の在り方について
第4回 1月26日	・各論の深掘り②—買収防衛策を巡る当事者の行動の在り方について
第5回（本日） 3月1日	・これまでの議論を踏まえた検討の深掘り
パブリックコンサルテーション〆切（3月15日）	
第6回 3月28日	・これまでの議論やパブリックコンサルテーションで寄せられた意見を踏まえた検討 ・指針案の検討
第7回 4月17日	・指針案の検討
予備日 4月28日	—