

※第6回時点のものからの変更履歴の無いもの

指針原案

(第7回研究会での議論用)

目 次

第1章	はじめに.....	1
1.1	本指針の策定経緯.....	1
1.2	本指針の意義と位置づけ	2
1.3	本指針の対象	4
1.4	本指針において用いる用語の意義.....	5
第2章	原則と基本的視点	6
2.1	3つの原則	6
2.2	基本的視点.....	6
2.2.1	望ましい買収の促進	6
2.2.2	企業価値の向上と株主利益の確保.....	7
2.2.3	株主意思の尊重と透明性の確保	9
第3章	買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範	11
3.1	取締役・取締役会の行動規範.....	11
3.1.1	買収提案を受領した場合	11
3.1.2	取締役会が買収を受入れる方針を決定している場合	15
3.1.3	公正性の担保－特別委員会による機能の補完・留意点.....	18
3.1.4	平時において取り得る方策	20
第4章	買収に関する透明性の向上	21
4.1	買収者による情報開示・検討時間の提供	21
4.1.1	買収者による株式の取得と情報開示	21
4.1.2	買収に関する検討時間の提供.....	24
4.1.3	取締役の選解任を行った上で買収を実施する場合の情報提供.....	25
4.2	対象会社による情報開示	25

4.3 株主の意思決定を歪める行為の防止	26
第5章 買収への対応方針・対抗措置	28
5.1 買収への対応方針・対抗措置に関する考え方	28
5.2 株主意思の尊重	30
5.3 必要性・相当性の確保	30
5.4 事前の開示	31
5.5 資本市場との対話	31
第6章 おわりに	34
別紙1：取締役・取締役会の具体的な行動の在り方	35
別紙2：取締役の選解任を行った上で買収を実施する際の情報提供等	38
別紙3：構造的な強圧性に関する検討	40
別紙4：買収への対応方針・対抗措置（各論）	42

第1章 はじめに

1.1 本指針の策定経緯

[事務局注：1.2 の2段落目と内容が重複するため削除したもの]

これまで、経済産業省は、M&A に関する公正なルール形成を促すことで望ましい買収の実施を促進するという考え方から、M&A に関する原則や視点、ベストプラクティスなどを整理する指針及び報告書を策定してきた。

2005 年には、「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」（経済産業省・法務省）（以下「2005 年指針」という。）を策定した。2005 年指針は、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（本指針では「買収への対応方針」又は単に「対応方針」と呼称しているため、以下それに倣う。）について、それが満たすべき原則を提示したものである。また、企業価値研究会として、2005 年の「企業価値報告書」、翌年の「企業価値報告書 2006」、2008 年の「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（以下「2008 年報告書」という。）などの報告書を策定するとともに、2007 年には経済産業省として「企業価値の向上及び公正な手続き確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」を策定し、公正な市場ルールの形成に向けた提案を示してきた。

さらに、2019 年には、「公正な M&A の在り方に関する指針」（以下「公正 M&A 指針」という。）を策定し、MBO 及び支配株主による従属会社の買収を対象に、こうした買収取引で生じる構造的な利益相反への対応の観点から、考え方を整理し、実務上の対応を提示した。

この 20 年近くの間、様々な変化が生じている。2005 年指針の策定時には、会社法改正による組織再編の対価の柔軟化により、いわば買収者側の「矛」が強くなるのではないかという懸念が指摘されていたが、実際には対価の柔軟化はそのような効果はもたらさなかった。また、2008 年の公開買付規制等の見直しにより、買収者側に対する開示規制等が強化された。

2000 年代初めには国内での大型の業界再編が活発に行われたが、近年は国内企業に対する買収・合併よりもむしろ、海外企業に対する買収が積極的に行われている。平時

おける買収への対応方針の導入に対する機関投資家の反対率は 2017 年以降大きく増加し、導入企業数は特に東証一部・プライム市場においては減少傾向が続いている。

近年では、当初の買収提案を契機に第三者から新たな選択肢(対抗提案)が提示され、その評価を巡って見方が分かれるケースが増加するとともに、買収への対応方針に基づく対抗措置の発動やその差止めを巡る司法判断が一部で登場している。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 指針で示された公正性担保措置が積極的に用いられ、構造的利益相反への配慮がなされるようになるとともに、それ以外の買収取引でも、公正性の確保が意識されるようになってきている。

買収と深く関係するコーポレートガバナンスについては、二つのコード(コーポレートガバナンス・コード及びスチュワードシップ・コード)が定められ、社外取締役の比率は大きく上昇したが、実質化は道半ばである。中長期的な企業価値や資本効率の向上への意識は高まっているが、PBR が 1 倍を下回る上場企業が他国と比較して多い状況にある。

経済産業省は、このような潮流を踏まえつつ、公正な M&A 市場における市場機能の健全な発揮により望ましい買収が生じやすくすることを目指し、買収を巡る両当事者や資本市場関係者にとっての予見可能性の向上やベストプラクティスの提示に向けた検討を進めるべく、2022 年 11 月に「公正な買収の在り方に関する研究会」(座長：神田秀樹学習院大学大学院法務研究科教授。委員等名簿は添付 1 参照)を立ち上げた。同研究会では、諸外国における法制度や実務、国内外の関係者から提供された意見等も踏まえつつ、我が国における M&A を健全な形で更に発展させていく観点から、買収に関する当事者の行動の在り方等について検討を行ってきた(審議等の経過は添付 2 参照)。
[事務局注：原案段階につき、指針策定経緯に関する以降の記述は未記載]

1.2 本指針の意義と位置づけ

本指針の目的は、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、M&A に関する公正なルール形成に向けて企業社会において共有されるべき原則論及びベストプラクティスを提示することである。[事務局注：この部分は 1.2 の末尾に移動している]

公正な M&A 市場を整備することで市場機能が健全に発揮され、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）が活発に行われることは、買収による企業の成長に資するものであり、また、対象会社にとっても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の向上に資するものである。加えて、こうした買収が活発に行われることは、経済社会全体で見ても、M&A が有するリソース分配の最適化機能の発揮や、業界再編の進展、資本効率性の低い企業の多い日本の資本市場における健全な新陳代謝にも資するものである。

これまで、公正な M&A ルールを実現するために、公開買付制度・大量保有報告制度などの法制度や、判例法理が大きな役割を果たすとともに、経済産業省が定めてきた指針や報告書もこうした制度等を補完し、関係者に対する予見可能性をもたらす点で一定の貢献をしてきた。特に、公正 M&A 指針は、MBO 及び支配株主による従属会社の買収を中心に取り扱うものであるが、同時に、公正な M&A に関する原則論を示している。本指針には、こうした原則を継承・発展しつつ、公正な M&A 市場の確立に向けたさらなる一助となり、更には本来検討・実行されるべきであった望ましい買収を顕在化させることが期待されている。

なお、本指針の策定に当たっては、諸外国における法制度や実務も踏まえつつ検討が行われ、重要な示唆を得ているが、M&A に関する法制度、判例法理、市場の状況には国による違いがある。本指針では、我が国の法制度や裁判例、社会規範に根差しつつ、プライム市場を中心に資本市場のグローバル化が進展していることから、国際的に活動する投資家も含む国内外のステークホルダーからの期待にも応えることを通じて、日本において望ましい買収がより生じやすくするためにどうすれば良いのかという観点から、公正な買収の在り方を示している。

買収への対応方針・対抗措置については、2005 年指針の運用状況、その後の司法判断、機関投資家の議決権行使行動の変化等を踏まえ、今般見直しを行い、新たに本指針の 5 章として買収への対応方針・対抗措置の在り方について定めている¹。2005 年指針から内容面での見直しを行った部分については、注釈等でその旨を記載することで、本指針を活用する際の便宜を図っている。また、2005 年指針の内容を踏襲しつつ、記述

¹ 本指針と 2005 年指針の内容が相容れない部分については、本指針の内容が優先することを想定している。

の簡略化やアップデートを図った部分については、2005 年指針の該当箇所を注記で引用するなどし、対応を明らかにしている。

[本指針を策定するに当たっては、特に 2005 年指針との関係について、法務省の協力・確認を得つつ、策定を行っている。]

なお、本指針では詳細の内容を別紙としているが、本体と比して位置づけに差はなく、両者一体となって一つの指針を成すものである。また、本指針の内容は、会社法等の法令上の明確な位置付けを行うことを直接意図して提示するものではない。

1.3 本指針の対象

本指針は、買収者が上場会社の株式を取得することでその経営支配権を取得する行為を主な対象とするものである。

そのうち、経営陣からの要請や打診が行われていない中で買収提案が行なわれる場合（英語の unsolicited offer/bid に相当）についても射程に含まれており、この場合は買収者と対象会社との信頼関係がまだ醸成されていないこともあることから、この点を意識した検討を行っている²。

買収の方法については、現在の我が国の実務に鑑み、金銭を対価として、公開買付け、市場内買付け、相対取得等により株式の取得を行う場合を主に念頭に置いているが、株式を対価とする株式の取得や、合併、株式交換、株式交付等の組織再編によって経営支配権を取得する場合も対象として該当し得る。

また、本指針の中の一部の箇所では、上場会社の株式を取得することでその経営支配権を取得する行為に限らず、経営支配権を取得するまでに至らない程度の数の株式を取得する行為や、明確な買収行為を行わないままに取締役の選解任を通じて経営支配権を取得する行為等についても、必要に応じて取り上げている。

² 公正 M&A 指針が主な対象としていた買収取引（MBO 及び支配株主による従属会社の買収）は、買収提案について対象会社の取締役会が買収者以外の株主よりはむしろ買収者の利益に配慮するおそれがある場面でいかに企業価値の向上や株主の利益の確保を実現するかに焦点があった。本指針は買収提案について主に対象会社の取締役会と買収者がそれぞれ異なる立場で異なる利益を有している通常の買収取引（独立第三者間取引）を念頭に、経営陣の利益相反の問題等を考慮しつつ、いかにしてこうした買収取引を実現していくかが論点となる。

1.4 本指針において用いる用語の意義

- a) **企業価値**とは、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である³。
- b) **買収**とは、主に、買収者が上場会社の株式を取得することでその経営支配権を取得する行為を指す（「**1.3 本指針の対象**」参照）。また、その提案を「**買収提案**」という。
- c) **同意なき買収**とは、対象会社の取締役会の賛同を得ずに行う買収をいう。英語の hostile takeover に相当する買収が含まれる。
- d) **取引条件**とは、買収の条件をいい、典型的には、金銭を買収対価とする買収における買収価格や、株式を買収対価とする買収における株式交換比率等が該当する。
- e) **買収への対応方針**又は単に「**対応方針**」とは、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により、自社に対する買収に対抗する旨を定めた対応の方針をいう。また、買収への対応方針の具体的内容を決定することを「**導入**」といい、買収への対応方針で定めた新株予約権無償割当て等の具体的な行為を「**買収への対抗措置**」又は単に「**対抗措置**」といい、対抗措置を実行することを「**発動**」という。
- f) **平時**とは、特定の買収の試みについて対象会社が認識する前の段階をいう。
- g) **有事**とは、特定の買収の試みについて対象会社が認識した段階をいう。

³ 公正 M&A 指針 5 頁。

第2章 原則と基本的視点

2.1 3つの原則

本指針では、上場会社の経営支配権を取得する買収一般において尊重されるべき原則として、以下の3つを提示する。

第1原則：企業価値・株主共同の利益の原則

望ましい買収か否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に判断されるべきである。

[事務局注：企業価値と株主利益の関係について議論した上で一定の整理を行うことを前提に、本日の案では第一原則について上記記載としている]

第2原則：株主意思の原則

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。

第3原則：透明性の原則

株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から適切かつ積極的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の遵守等を通じ、買収に関する透明性を確保すべきである。

2.2 基本的視点

2.2.1 望ましい買収の促進

通常、買収は、シナジーの実現や、非効率な経営の改善などにより、現在の株価（現在の経営陣が経営し続けることを前提として市場が見通している株式価値⁴）に現れている水準よりも企業の価値を大きく向上させて本源的価値に近づける、ないし本源的価値を高めることに買収者が自信を持っている場合に行われるものである。買収が成立した場合には、買収者は自らの経営戦略の実行により向上した企業価値が買収対価を上回

⁴ 買収可能性が高まった場合には、対象企業の本源的価値も踏まえた取引の経済条件が実現することを期待して、株価が高まることとなる。

る部分を享受でき、他方で株主は、買収対価が株価を上回る部分（いわゆるプレミアム）を享受できる。

このように、買収取引の実施について買収者や株主には動機があり、これらの者が合理的に行動し買収取引が活発に行われることを通じて、シナジーによる価値向上や、経営の効率の改善を促すことが期待される。加えて、買収の可能性があることは、現在の経営陣に対する規律として機能する。

これらの買収が持つ機能が発揮され、市場が経済的な効果を上げるためには、対象会社の取締役会が会社と株主の利益を損ねて買収を阻止しようとする、買収に応じて株式を売るか否かの判断において株主が自らの本来の意思に反する行動を強いられる、買収者が本来享受すべきではない利益を買収を通じて得る、といった問題が生じないよう、買収の当事者・関係者が尊重し遵守すべき行動規範が求められる。

2.2.2 企業価値の向上と株主利益の確保

企業価値とは、概念的には、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表すものである。その中には、事業活動において従業員や取引先などのステークホルダーが貢献することにより、定量的に将来のキャッシュフローが増加することによる価値も含まれている。

すなわち、企業のキャッシュフロー創出力は、事業活動における経営者の能力を中心として、従業員の人的資本やモチベーション、取引先との良好な関係、顧客の信頼、地域社会との関係などに根差しており、これらが将来に対する期待を醸成し、企業価値に対する定量的な市場の評価を形成する。株主はより高いキャッシュフロー創出力を実現できる経営者を選択し、経営者はその期待に応えて迅速・果断な意思決定、ガバナンス体制の構築、多様なステークホルダーとの良好な関係の形成等によって事業活動を通じて企業価値向上を実現する。

企業価値を資本の調達源泉の側面から見れば、企業価値は株主価値（市場における評価としては時価総額）と負債価値の合計として表される。会社の経営を通じて企業価値を向上させることは、市場の評価を通じて株式の時価を高めることにより、株主全体の利益（株主共同の利益）に資する関係にある。また、「企業価値」は定量的な概念であり、対象会社の取締役は、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、経営陣のエントレンチメントや従業員を守るための道具

とすべきではない。他方で、通常の事業運営（買収提案に応じるかについて検討する場面を含む）においては、事業活動を行うことにより中長期的な企業価値を向上させ、そのことを通じて株主共同の利益を確保することを目指して会社を経営することについて、対象会社の取締役は基本的な裁量を有するというべきである。

現に買収が実行される局面においては、買収者が株式の売り手である株主から株式を取得することとなり、売却に応じる株主は、会社の中長期的な企業価値の向上による利益の享受という形ではなく、買収対価を受領することによって直接に利益を享受する関係に立つ。

一般に、買収が実行される場合には、対象会社の企業価値を向上させ、かつ、その企業価値の増加分が当事者間で公正に分配されるような取引条件で行われるべきである⁵。理論的には、株主に対して公正に分配すべき利益（株主が享受すべき利益）としては、「買収を行わなくても実現可能な価値」が最低限保障された上で、「買収を行わなければ実現できない価値」（買収によって生じる利益）の公正な分配としての部分も保障されるべきである。もっとも、実際の事案においては、これらの価値を客観的かつ厳密に区別・算定することや、買収の動きが明らかになる前の市場株価が「買収を行わなくても実現可能な価値」をどれほど反映しているかを判別することは困難である。また、「買収を行わなければ実現できない価値」についても、株主が享受すべき部分には一定の幅があると考えられ、その分配の在り方について一義的・客観的な基準を設けることは困難である^{6, 7}。

したがって、価格等の取引条件自体について一義的・客観的な基準を設けることは困難であるが、特に取締役会が買収を受入れる方針を決定している局面（積極的に買収提案を模索している場合も含まれる）においては、対象会社の取締役が会社及びその株主の利益のために行動する、すなわち、会社の企業価値を向上させるか否かの観点から買収の是非を判断するとともに、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

⁵ 公正 M&A 指針は、M&A 一般に当てはまる原則として「第 1 原則：企業価値の向上」「第 2 原則：公正な手続を通じた一般株主利益の確保」を掲げ、本文記載の考え方に立脚している。

⁶ 同様の整理として、公正 M&A 指針 2.2 参照。

⁷ 買収の中には、特定の株主の株式をディスカウント TOB など取得することによって経営支配権が移る取引もある。こうした取引は、買収がもたらす利益の分配の在り方などの点で、一般株主から株式を取得する買収とは事情が異なる。

われることを目指して合理的な努力が行われるべきである。こうした努力が適切になされた場合には、買収が企業価値を向上させ、かつ、その企業価値の増加分が買収者と対象会社の株主の間で公正に分配されるような取引条件で行われたものと期待しやすい⁸（「**3.1.2 取締役会が買収を受入れる方針を決定している場合**」参照）。

対象会社がこうした行動を行うに当たっては、経営陣の利益相反の問題への対応や、取引条件の改善の観点から、社外取締役が重要な役割を果たす。また、個別の事案における構造的な利益相反の程度や情報の非対称性の問題の程度、対象会社の状況や取引構造の状況等に応じて、特別委員会の活用や外部アドバイザーの助言等の公正な手続（公正性担保措置）を講じることが考えられる⁹。このような公正な手続を取ることで、通常は株主が享受すべき利益がより確保されやすくなるものと考えられる（「**3.1.3 公正性の担保－特別委員会による機能の補完・留意点**」参照）。[事務局注：この段落は、第6回研究会時点の指針原案では3.1.1にあったものをこちらに移動している]

なお、本指針において用いている「株主共同の利益」「株主の利益」「株主が享受すべき利益」等には、株主としての立場で享受する利益のみが含まれており、株主以外の立場で享受する利益（例えば、買収者、対象会社取締役、及びこれらの者と重要な利害関係を共通にする株主が買収において他の株主と異なる利益を得る場合など）は含まれない。

2.2.3 株主意思の尊重と透明性の確保

会社を支配する者の変動に関わる事項については、原則として、株主の合理的な意思に依拠すべきであるが、買収者や対象会社の取締役会と株主の間には情報の非対称性が

⁸ 本指針は、会社法上の取締役の善管注意義務・忠実義務、「公正な価格」やこれについての裁判所の審査の在り方等について整理を行うことを直接企図したものではないが、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が期待される。

⁹ MBOや支配株主による従属会社の買収においては、構造的な利益相反の問題があることから公正性担保措置が特に重要となる。他方、構造的な利益相反とは別の問題として、経営陣・取締役の留任の可否や従業員の処遇等を巡る利益相反の問題、すなわち株主共同の利益よりも経営陣・取締役や従業員の利益を優先的に考慮するおそれがあるが、その程度は状況にもよるため、MBO等と比較してどの程度の措置が求められるかは個別の判断を要する。MBOや支配株主による従属会社の買収における公正性担保措置の考え方については、公正M&A指針参照。

あり、買収の是非や取引条件に関する正しい選択を株主が行うためには、十分な情報が株主に提供される必要がある。

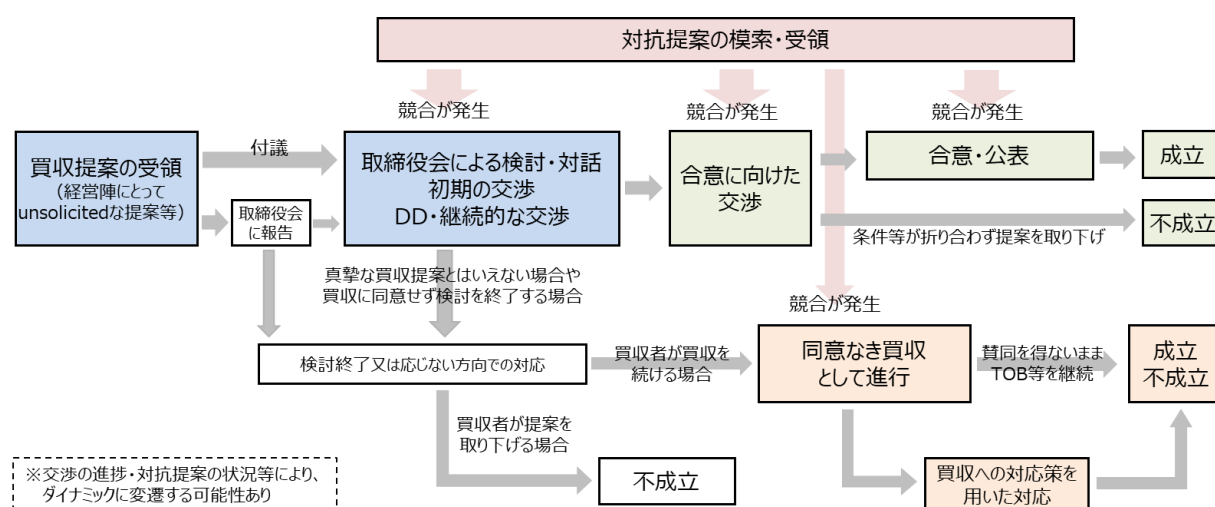
このように、第2原則及び第3原則は、第1原則を実現する前提として求められるものである。通常、買収における株主意思の尊重は、公開買付けへの応募等を通じて株主の判断を得る形で行われることとなり、そのために必要な情報（対象会社による意見表明を含む）や時間を確保するための制度枠組みが構築されている。基本的には、買収者と対象会社がこうした制度を遵守することを通じて、透明性を高め、株主に十分な情報や時間を提供することで、株主の適切な判断（インフォームド・ジャッジメント）が行われることが期待される。その際、買収者は、買収の公表に至るまでは対象会社に対して説明を行うとともに、公表後は公開買付け届出書やプレスリリースへの適切な記載等を通じて株主を含めた市場に対する説明責任を果たす必要がある。また、対象会社の取締役会は、企業価値の向上及び株主利益の確保に資すると考えるか、より望ましい方策はあるかについて、自らの利害を離れて、自らの意見を株主に示すことが求められる。

他方で、透明性の確保の観点から、前記のような制度的な枠組みによる対応では十分でないと考えられる例外的かつ限定的な場合に、同意なき買収に対して、会社の発意で買収への対応方針・対抗措置を用いることがある。このような場合には、買収への対応方針や対抗措置への賛否を巡って、株主総会における株主の合理的な意思を確認することが基本となる。

第3章 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範

3.1 取締役・取締役会の行動規範

本章では、経営支配権を取得する買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範について、局面に応じた考え方の整理を行う。買収提案の検討フローの例を図示すると、以下のとおりである。



[事務局注：第6回研究会時点の指針原案の「3.1.1 買収提案を巡る行動規範の一般論」と「3.2 具体的な行動の在り方」の一部を再編・統合する形で、新たに「3.1.1 買収提案を受領した場合」を作成している]

3.1.1.1 取締役会への付議・報告

経営支配権を取得する買収提案が記された提案書を受領した場合には、速やかに取締役会に付議又は報告¹⁰することが原則となる。

買収提案が具体性を有していることに加えて一定の信用力があるにも関わらず、取締役会に付議しないことによって、望ましい買収が顕在化する機会を失わせるべきではな

¹⁰ ここでの「付議」とは、買収提案について実質的な審議・検討を行うために取締役会に上程することを指している（決議事項、審議事項など、企業における取締役会の議案の区分を特定のものに限る趣旨ではない）。

い。また、買収提案を取締役会に付議しない場合でも、速やかに取締役会に報告することにより、取締役会による経営陣に対する監督機能を発揮させるべきである¹¹。

取締役会に付議すべき買収提案と言えるかどうかは、外形的・客観的に判断されるものであり、口頭の提案ではなく提案書の形式を取っている、匿名での打診ではなく買収者が特定されている、買収価格や買収時期について記載があるなどの具体性を買収提案が有していることが重要な判断材料となる。また、取締役会に付議するか報告に留めるかを判断するに当たっては、買収提案の具体性の有無に加え、買収者としてのトラックレコード¹²、資力の蓋然性¹³など買収者の信用力も考慮することが考えられる。

3.1.1.2 取締役会における検討¹⁴

付議された取締役会では、「真摯な買収提案」¹⁵に対しては「真摯な検討」をすることが基本となる。「真摯な買収提案」（具体性・目的の正当性・実現可能性のある買収提案）の該当性は、取締役会として今後、時間とコストをかけて「真摯な検討」を進め

¹¹ 買収者の競合会社の出身者等の利益相反があり得る者が取締役に含まれる場合は、当該取締役と競合他社との関係等が事案に及ぼす影響を考慮した上で、情報管理の徹底や、当該取締役を取締役会の審議・決議から除外するなどの対応を検討する必要がある。

¹² 例えば、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が考えられる。

¹³ 提案の当初の段階では、資力を示す書面の提示まではされないことが通常であるため、買収者の財務情報、過去のトラックレコード等の公表情報も参考に、資力を有する蓋然性について検討することを想定している。

¹⁴ 本項目の記載は、望ましい買収を促進し、買収が持つ経済的機能を発揮させるという観点から行動規範を示すものであるが、特に後記の「取締役会が買収を受入れる方針を決定している場合」に当たらない場面においては、通常の事業運営に注力することとのバランスや買収提案の検討の費用対効果の視点を含めて、どの程度の時間とリソースを割いて検討を進めるか等について対象会社の取締役・取締役会には一定の裁量が認められるべきと考えられる。

¹⁵ 本文 3.1.1.1 及び 3.1.1.2 においては、①買収提案を受領した経営陣が取締役会に付議するか（その時点では）報告に留めるかを判断する段階では、外形的・客観的に判断できる提案の具体性や信用力を、②取締役会として今後、時間とコストをかけて検討するに値する提案であるかを判断する段階では、提案の具体性・目的の正当性・実現可能性を、③企業価値の向上に資するかどうかの観点から買収の是非を検討する段階では、買収後の経営方針、買収者の資力・トラックレコード・経営能力、買収の実現可能性等を考慮することを記載しており、これらは取締役会の検討の段階や視点に応じた考慮要素について、一つの整理を示すものである。他方で、実際には、①～③の過程における検討の内容は一部重複することが想定されるとともに、これらはいずれも、最終的には当該提案が企業価値を高めうる提案であるかを判断するための連続性のあるものであって、必ずしも明確に区別されるものではない。もっとも、取締役会が①～③の過程における各検討要素を意識することによって、より多面的な視点から、より実効的に買収提案の検討を進めるための足掛かりとなることが期待される。

るに値する提案かどうかを判断するための一つの指標であるが、検討の当初段階で用いられるだけでなく、検討を進めた後の段階において検討の継続・中止を判断する際にも用いられることを想定している¹⁶。

例えば、以下のような各要素を総合考慮することにより、具体性・目的の正当性・実現可能性が合理的に疑われる場合には、「真摯な買収提案」に当たらないと判断することもありうる。

また、「真摯な買収提案」該当性の検討に際して判断に迷う場合には、情報管理を適切に行った上で外部の専門家の助言を受けることも検討されるべきである。

- ① 具体性が合理的に疑われる場合
 - 買収対価や取引の主要条件が具体的に明示されない買収提案
- ② 目的の正当性が合理的に疑われる場合
 - 経営支配権を取得する目的が明確でない買収提案¹⁷
 - （他の買収者がいる状況において）買収価格を吊り上げる目的で行われる買収提案
 - 競合他社により情報収集等を行う目的で行われる買収提案
- ③ 実現可能性が合理的に疑われる場合
 - 買収資金の裏付け¹⁸のない買収提案
 - 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¹⁹

¹⁶ 「別紙 1：取締役・取締役会の具体的な行動の在り方」(2)のとおり、デュー・デリジェンスへの対応の要否や範囲を検討する際の考慮要素の一部にもなり得る。

¹⁷ 買収者が具体的な経営方針を示していれば、経営支配権を取得する正当な目的がその経営方針を実現することにあるという理解が対象会社においてされやすいが、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がある。

¹⁸ 残高証明書や融資証明書に加え、対象会社を特定した上で資金調達の確度が高いことを示すために金融機関が出すレター（highly confident letter）も買収資金を一定程度裏付けるものと考えられる。ただし、提案の当初の段階（デュー・デリジェンスを実施する前の段階）では、このような書面が提示されていないことのみをもって買収提案の実現可能性がないと判断すべきではなく、買収者の財務情報、過去のトラックレコード等の公表情報も参考に、資力を有する蓋然性について検討されるべきである。

¹⁹ ただし、独禁法や外為法等の許認可について、必要な手続や問題解消措置を取れば許認可の取得が合理的に可能である場合に、当初の段階からその蓋然性が低い（ゆえに買収提案の実現可能性が低い）と判断すべきではない。

- 支配株主が保有する支配的持分を第三者に売却する意思がないことが判明している中における支配的持分の買収提案²⁰

「真摯な買収提案」であるとして、取締役会が「真摯な検討」を進める際には、買収提案についての追加的な情報を買収者から得つつ、買収後の経営方針、買収者の資力・トラックレコード・経営能力、買収の実現可能性等を中心に、企業価値の向上に資するかどうかの観点から買収の是非を検討することとなる。また、自社の株価が提案の価格を大きく下回っている場合には、そもそもなぜこの乖離が生じるのかについて、取締役会（特に社外取締役）や経営陣が関心を持ち、検討や分析を行うことが考えられる。

この際、買収価格等の取引条件が軽視されるようなことがあってはならず、過去の株価水準²¹よりも相応に高い買収価格が示されていることから、合理的に考えれば企業価値を高めることが期待し得る提案であれば、取締役・取締役会としてはこれを十分に検討する必要がある。

また、取締役会は、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、定量的な観点から十分に比較検討すべきである²²。

さらに、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、（事後的に）説明責任を果たせるように行動すべきである²³。多くの場合、買収価格は

²⁰ 支配株主が保有する支配的持分の第三者への売却は、一義的には買収者と支配株主との間の交渉で決まる事項であるが、対象会社が望む場合には支配株主に持分の売却を働きかけることが可能なこともあり得ることや、買収価格が高ければ売却に応じる可能性もあることを踏まえると、当初の段階から当該事情のみを理由に実現可能性がないと判断することは不適切な場合もあり得る。

²¹ 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。仮に、市場の株価が株式の内在的な価値を大きく下回ると考えられる状況が続く場合には、会社によって、上記のような中長期的な価値が株価に反映されるような努力が行われるべきである。

²² 十分な比較検討を行う前提として、対象会社から十分な情報開示が行われるという観点も重要である。もっとも、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は、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。

²³ なお、ここでの説明責任は、買収が公表された場合や事後的に取締役の善管注意義務が問題となった場合等における説明責任を想定している。「4.2 対象会社による情報開示」記載のとおり、報道などがなされていないにも関わらず検討中の段階で開示をすることは、さまざまな憶測を生じさせるとともに、それによる市場の反応により買収が頓挫する可能性があるなど、マイナスの面が大きいことには留意が必要である。

直前の株価（現在の経営陣やその経営戦略に対する市場の評価を基礎として形成される）よりも高いと考えられ、経営陣が買収提案に賛同しない場合には、この点を踏まえた説明が事後的に必要となり得ることも想定した比較検討をすることが考えられる。

上記のほか、買収提案を検討・評価するために必要な情報を買収者及び対象会社が提供する上で必要な場合には、秘密保持契約、デュー・デリジェンスへの対応について検討することとなる。これらに関する基本的な視点の整理については、「別紙 1：取締役・取締役会の具体的な行動の在り方」(1)(2)を参照されたい。

3.1.2 取締役会が買収を受入れる方針を決定している場合

3.1.2.1 想定される場面

上記「2.2.2 企業価値の向上と株主利益の確保」のとおり、特に買収を受入れる方針を決定している局面においては、対象会社の取締役・取締役会（特別委員会を設置している場合は特別委員会を含む。以下同じ。）は、会社の企業価値を向上させるか否かの観点から買収の是非を判断するとともに、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べきである。こうした努力が適切になされた場合には、買収が企業価値を向上させ、かつ、その企業価値の増加分が買収者と対象会社の株主の間で公正に分配されるような取引条件で行われたものと期待しやすい。

取締役会として買収提案を検討した結果、経営支配権を取得する買収を受入れる方針を決定している局面においては、買収の実行が株主の利益に影響を及ぼす蓋然性が高まることや、価格等の取引条件が主な争点となることから、株主の利益についてより丁寧な検討が求められ、また、会社としての説明責任もより強く求められると考えられる。

例えば、対象会社として積極的に経営支配権の移転に係る買収提案を模索している場合、経営支配権を取得する旨の法的拘束力のある提案に応じる方向で合意に向けた交渉に入った場合などには、「取締役会が買収を受入れる方針を決定している局面」に当たり得るものと考えられる。

また、かかる局面において対抗提案がなされることにより、取引条件が異なる複数の提案が提示され、公知となっている場合には、株主の利益に配慮しているか（価格等の取引条件について最善の選択をしているか）という問題が特に顕在化しやすく、市場における説明責任を果たす必要性が高まると考えられる。

3.1.2.2 買収比率や買収対価による差異

取締役会が買収を受入れる方針を決定している場合において、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。また、このような場合に、二段階目のスクイズ・アウトで同額のエグジットの機会が保障されていれば、強圧性の問題は小さく、（買収者が会社の解体・廃業を企図しているような場合でない限りは）買収者が株主としてのリスクを全て負った上で価値を高める自信のある経営方針を有していると通常は考えられることから、価格面での取引条件が特に重要になるという面もある。

他方、部分買収の提案である場合には、価格面での取引条件が良いとしても、株主が株式の全てをその価格で売却できるわけではないことが、株主にとって重要な判断軸になる。そのため、部分買収であることによる問題が大きいと考える場合には、全部買収に変更することで問題を解消するよう交渉することも考えられる。また、買収後も一部は少数株主として残ることになるため、価格面での取引条件の適正さだけでなく、買収後の企業価値が中長期的に向上するかどうか、全部買収の場合と比較して特に重要な判断軸となる。このため、株主の当該判断のために必要とされる、買収後の企業価値向上策等に関する情報の提供が特に重要となる。

また、買収対価の全部又は一部が株式である場合には、売却に応じる株主は買収後も対価株式を保有することとなるため、価格面での取引条件の適正さ（交換比率等）だけでなく、買収後の企業グループとしての価値（対価株式の価値）が中長期的に向上するかどうか株主にとっても重要な判断軸になる。そのため、株主の当該判断のために必要とされる、企業価値向上策や対価の妥当性（対価として用いる株式の情報とこれについての市場での評価が妥当かどうか）等に関する情報の提供が特に重要となり、このための説明責任が求められる。

[事務局注：上記二つの段落は、注記であったものを本文に移動しつつ一部修正しているもの]

3.1.2.3 株主にとって有利な取引条件を目指した交渉

取締役会が買収を受入れる方針を決定している場合において、取締役会は、買収者との交渉を行う際に、取引条件（価格に加え、買収比率や買収対価も含む。また、取引の蓋然性の高さも重要な要素として考慮されるべきである。）の改善により、株主にとって有利な取引条件で買収が行われることを目指して、真摯に交渉すべきである。

具体的には、取締役・取締役会として、買収者との間で企業価値に見合った買収価格に引き上げるための交渉を尽くす、競合提案があることを利用して競合提案に匹敵する程度に価格引き上げを求める、部分買収であることによる問題が大きいと考える場合には全部買収への変更も含めて交渉するなど、企業価値の向上と株主利益の確保の双方を実現するための合理的な努力を貫徹すべきである。

また、買収に関する事実を公表し、公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上で買収を実施すること（間接的なマーケット・チェック）や、株主の利益に資する買収候補を模索すること（積極的なマーケット・チェック）²⁴で、買収条件の改善を目指すことにも合理性がある。

通常は、このような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、株主が享受すべき利益を確保する取引条件が実現されるものと考えられる。

仮にこのような努力を貫徹しても、なお、企業価値向上には資すると判断されるが価格が十分とはいえない提案に取締役会が賛同する²⁵のであれば、その判断の合理性につ

²⁴ 積極的なマーケット・チェックには、①特定の買収者との間で M&A を実施することについて合意・公表を行う前に入札手続（オークション）や複数の潜在的な候補者への個別の打診を行う方法と、②当該合意・公表一定期間後、対象会社が対抗措置を積極的に勧誘する方法（いわゆるゴーショップ）が存在する。他方で、積極的なマーケット・チェックには、買収者がコストをかけて買収を提案するインセンティブを低下させることによる買収全体に対する阻害効果の懸念や、情報管理の観点等からの問題も指摘される。また、積極的なマーケット・チェックにより買収者間の競争が強まることに伴って、買収者が交渉を離脱する可能性もあり、特に買収取引の成立が必須であると考ええる事情がある場合には、考慮要素となる。その他、マーケット・チェックの考え方については、公正 M&A 指針も参照。

²⁵ 取締役会がこのように判断する場合、実務上は、公開買付けへの意見表明に際して、企業価値の観点からは賛同するが、株主利益の観点からは応募推奨とは異なる意見（例えば、応募するかどうかの判断を株主に委ねる旨の意見）を表明する事例もある。ただし、株主の利益にとって適正な範囲を超えて不当な取引条件である場合には、企業価値の向上に資するという判断

いては、十分な説明責任を果たすべきである。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。

上記のほか、検討・交渉に関する視点については「別紙 1：取締役・取締役会の具体的な行動の在り方」(3)を参照されたい。

3.1.3 公正性の担保－特別委員会による機能の補完・留意点

上記「2.2.2 企業価値の向上と株主利益の確保」のとおり、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、特別委員会の活用や外部アドバイザーの助言等の公正な手続（公正性担保措置）を講じることが考えられる。このような公正な手続を取ることで、通常は株主の利益がより確保されやすくなるものと考えられる。

特に取締役会の構成が社外取締役を主とするもの（過半数を占めるもの）でない会社においては、取締役会の独立性を補完し、取引の公正性を確保するために、独立した特別委員会を設置し、その判断を尊重することが有益と考えられる。

他方で、MBO や支配株主による従属会社の買収（構造的な利益相反の問題が存在する取引）以外の一般的な買収においては、買収提案を受領した初期の段階では買収が行われる蓋然性が低い場合もあり、その段階から常に特別委員会の設置を必要とすることは、会社側の負担を過度なものとするおそれもある。また、特別委員会が有用と考えられる場合でも、社外取締役が取締役会の過半数を占めるような会社においては、別途、特別委員会を設置する意義は相対的に小さいとも考えられる。

そこで、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、市場における説明の必要性の高さ等に応じて、設置の要否を検討すべきである。例えば、以下のような場合には、特に特別委員会の設置が有用であると考えられる。

自体の合理性にも疑義が生じ得る場合が多いと考えられ、そもそも提案に賛同すべきではないということもあり得る。

- キャッシュ・アウト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²⁶
- 買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合²⁷
- 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、株式対価買収の場合、複数の公知の買収提案がある場合等）²⁸

※上記類型とは別に、MBO や支配株主による従属会社の買収等の構造的な利益相反の問題が存在する取引の場合、特別委員会の設置が望ましい（公正 M&A 指針参照）。

このような場合、買収提案への賛否の判断について取締役会において意思決定を行うに際しては、取締役会は、独立した特別委員会の判断内容を適切に理解・把握した上で、これを最大限尊重して意思決定を行うことが望ましい。

また、特別委員会の構成としては、①会社に対して法律上の義務と責任を負い、②取締役会の構成員として経営判断に直接関与することが予定された者であり、③対象会社の事業にも一定の知見を有している、社外取締役を中心とすることが基本である²⁹。なお、社外取締役であっても、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

²⁶ 加えて、キャッシュ・アウトの提案の場合、株式買取請求手続における株式買取価格（公正な価格）についての裁判所の審査において争いが生じる可能性があることから、取引条件等の公正性を担保する措置をとっておくことの意義が大きいと考えられる。なお、「支配株主との重要な取引等に係る企業行動規範」（金融商品取引所）において、公開買付け後のスクイーゾ・アウト手続について、支配株主との間に利害関係を有しない者（特別委員会など）による、少数株主にとって不利益なものでないことに関する意見の入手が求められているため、当初の公開買付けの段階から、特別委員会の設置がなされるケースが実務上多いと考えられる。

²⁷ ただし、形式的にこうした委員会を設置し、その勧告内容に従ったからといって、直ちに取締役会の判断が正当化されるということにはならず、取締役会は、特別委員会の設置の必要性の有無やその構成等について、責任をもって判断すべきであり、かつ、その判断が合理的であることを株主に対して説明する責務を負うべきである。同旨に言及するものとして、2008 年報告書参照。

²⁸ 株式対価買収の提案の場合、企業価値向上策や対価の妥当性（対価として用いる株式の市場での評価が妥当かどうか）等に関し、会社としての説明責任が特に重要となる。また、複数の買収提案が公知になっている場合、異なる取引条件や企業価値向上策等をどう比較・検討したのか、説明が求められる。この他にも、案件の規模や経緯等に鑑みて、会社としての説明責任が特に高いと考えられる場合などが想定される。

²⁹ 社外取締役（少なくとも社外者）が過半数を占めることで高い独立性を確保しつつ、特別委員会の構成員の一部に事業に精通した社内取締役を含めることが有用な場合もあるとの指摘がある。

(株主とは異なる重要な利害関係を有していないこと)が認められない場合もあることには留意が必要である。

社外取締役の M&A に関する専門性が不足する場合には、アドバイザー等の専門的助言等を活用することが考えられる。また、社外取締役のみで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考えられる。

3.1.4 平時において取り得る方策

買収提案について適切な対応や説得力のある説明ができるようにするためには、買収提案を受けた後における検討だけでなく、平時から会社の本源的価値を高めるとともに、それが時価総額に反映されるための検討を行っておくことや、取締役会の構成を独立性の高いものとするのが重要である。

この観点から、独立性の高い取締役会において、事業計画（事業戦略及び資本政策）や資本構成の検証、定期的な事業ポートフォリオの見直し、株主との対話、その他の課題の洗い出し等がなされるべきである。特に、株式価値の市場での評価が客観的に低い会社については、こうした取組みを積極的に行うことが期待される。

第4章 買収に関する透明性の向上

本章では、上場会社の経営支配権を取得する買収一般に関する第2原則及び第3原則（株主意思の原則・透明性の原則）を実現するために、買収者及び対象会社の双方の観点から、買収に関する透明性の向上の在り方を提示する。

4.1 買収者による情報開示・検討時間の提供

4.1.1 買収者による株式の取得と情報開示

買収者が株式の取得を進める場合には、5%以下で株式を取得する段階（当初段階）、5%超の株式を取得し、大量保有報告書を提出した後の段階（5%超時点の段階）、市場内での株式取得や公開買付けの実施等により経営支配権を取得する段階（買収時の段階）などによって、投資の性質や市場への影響、求められる透明性が異なると考えられる。

各段階において、買収者が大量保有報告制度や公開買付制度などを遵守することにより、透明性を高め、株主に十分な情報や時間を提供することで、株主の適切な判断（インフォームド・ジャッジメント）が行われることが期待される。具体的には、以下のような情報について開示・提供が検討されるべきである。

4.1.1.1 買収時における情報の開示・提供

大量保有報告書や公開買付届出書を提出しようとする者は、これらの制度に基づき買収の目的について充実した開示を行うことが望ましい。

また、市場内買付けの場合には、公開買付制度に基づく情報開示規制が適用されないが、短期間のうちに市場内買付けを通じて経営支配権を取得するような場面においては、買収が企業価値に及ぼす影響を理解した上で株主が買収に応じるか否かの判断をできるよう、買付の目的、買付数、買収者の概要、買収後の経営の基本的な方針等の重要な項目については、公開買付届出書における記載内容と同程度の情報提供を資本市場や対象会社に対して行うことが望ましい。

また、買収後にステークホルダー（従業員、主要取引先等）との関係に重要な変化を想定している場合、株主・投資家にとって重要な情報であるため、どのような戦略を描

いているかに関する情報を開示・提供することも株主・投資家にとって有益と考えられる³⁰。

4.1.1.2 事前取得の利用と買収意向に関する情報開示

買収を検討する際には、事前取得（toehold）によって小規模な資本関係を持つことで会社の状況を把握し、その後、買収を行うかどうか判断するという戦略を取る場合もある。また、事前に株式を取得することは、買収をする際に公開買付けの成功可能性を高める効果を持つ。このように、事前取得には買収を進める上での意義があり、それ自体を否定的に捉えるべきではない。

他方で、買収意向が明確であるに関わらずそれを明らかにせずに株式を買い進める場合、株主が（支配権プレミアムが反映されていない）安価で株式を売却することがあり得る。

そこで、買収をしようとする者が、公開買付けに先立って市場で株式の取得を進めるに当たり、その後に公開買付けを実施する意向が確定的である場合には、その旨の情報提供を資本市場や対象会社に対して行うことが望ましい。

4.1.1.3 予告 TOB に関する情報開示等

我が国では、買収意向を表明することについて厳格な規制は存在せず、公開買付開始公告に先立ち、公開買付けの実施予定を公表する、いわゆる「予告 TOB」を行う事例が見られる。

このような予告 TOB は、別の買収者の公開買付けに対抗するために予定段階であっても公表する必要がある場合や、対象会社の株主から自らの買収計画に対する賛同を得るために公表する必要がある場合、買収に伴う許認可取得（競争法のクリアランス等）との関係で買収予定の公表が必要となる場合など、実務上の必要性が高いケースもあると考えられる。

³⁰ 「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス 2.0」（経済産業省、2022 年 8 月 30 日改訂）「2.2.2.2.競争優位を支えるステークホルダーとの関係」には、ステークホルダーとの関係性に関する情報についての投資判断上の重要性が記載されている。

他方で、例えば、公開買付けを実際に行う合理的な根拠がなく、風説の流布や相場操縦に該当し得るような場合³¹や、公開買付けを実施する条件や開始予定時期が明示されず、長期間にわたって、公開買付けの開始や買収提案の取り下げがなされない状態が継続する場合などにおいて、市場や対象会社の地位を不安定にする側面もある。

以上を踏まえると、公開買付けの実施を予告する場合には、買収のために要する資力等、公開買付けを実際に行う合理的な根拠を有した上で、公開買付けを実施する条件や開始予定時期など、市場の判断に資する具体的な情報を開示することが望ましい。

また、公開買付けの実施を予告した場合において、合理的な期間内³²に公開買付けを開始できない場合には、市場の安定という観点から、原則として予告を取り下げることが望ましい。

4.1.1.4 実質株主に関する情報提供・情報開示

いわゆる実質株主については、大量保有報告制度において一定の開示制度が措置されている³³が、当該規制の対象とならない段階（5%以下の保有等）では、実質株主が明らかではない場合がある³⁴。

このため、買収提案をする者が実質株主である場合には、自らが実質株主である旨や名義株主との対応関係に関する情報を、対象会社に提供することが必要である。また、対象会社との信頼関係を醸成するためには、対象会社から共同保有者の範囲について質

³¹ 金融庁企画市場局「株券等の公開買付けに関するQ & A」問48の回答によれば、個別事案ごとに判断する必要があるが、例えば、公開買付けを実際に行う合理的な根拠がないにもかかわらず、公開買付けを実施する可能性がある旨を公表するような場合、風説の流布（金商法158条）や相場操縦行為（金商法159条2項2号）等に該当する場合もあり得ると考えられる、とされている。

³² なお、許認可取得（競争法のクリアランス等）との関係で買収予定の公表が必要となる場合などでは、公開買付けの開始までに相応の期間（延長も含む）を要したとしても、「合理的な期間内」と考えるべきである。

³³ 大量保有者には、自己又は他人の名義をもって株券等を所有する者のほか、投資一任契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等に投資をするのに必要な権限を有する者等も含まれる（金商法27条の23以下）ことから、株主名簿に記載のない機関投資家等の実質株主も報告対象となる。

³⁴ 日本には、米国の機関投資家による保有明細の開示（Form13F）や英国の開示請求制度のような、実質株主の判明に関する制度は存在しない。

間を受けた場合には誠実に回答することが望ましく、共同保有者に該当することが推測される事情がある場合³⁵には、その点についても情報提供をすることが望ましい。

また、その時点では正式な買収提案がなされていない状況においても、対象会社が特定の者からの買収の可能性を客観的な事実に基づき認識し、その者に対して対話のための事実確認をしようとした場合には、当該者は、自らが実質株主であるか否かや共同保有者に関する事実確認に応じることが望ましい。また、当該者のために名義上の株主となっているカストディアンにおいては、当該者の意向を確認の上、上記の実質株主に関する事実確認に協力することが望ましい^{36, 37}。

4.1.2 買収に関する検討時間の提供

株主によるインフォームド・ジャッジメントの機会を確保するためには、情報のみならず、対象会社の株主や取締役会に対して十分な時間が提供されることも重要である。

対象会社との交渉を経ずに公開買付けが開始される場合、対象会社の株主や取締役会にとって、買収に関する検討や準備の時間が不足することも想定される。公開買付制度においては、対象会社は公開買付期間を 30 営業日まで延長させることができるものの³⁸、この日数では不足すると客観的に考えられる場合には、買収者は、当初より公開買付期間を長く設定する、もしくは、対象会社やその株主のニーズも踏まえ合理的な範囲で期間を延長することが望ましい。

公開買付けの方法によらず、急速な市場内買付けにより対象会社の株式を取得する場合、対象会社の株主や取締役会に十分な時間が確保されない可能性があり（「別紙 4：

³⁵ 例えば、経営支配権の取得に向けて外形的に協調して行動する者が存在し、共同して取得する合意や株主としての法令上の権利行使に関する合意の存在を疑うに足りる相当な理由がある場合などが想定される。

³⁶ ただし、実質株主とカストディアンの間の契約によって、このような事実確認が制約されることはあり得る。

³⁷ 関連して、経済安全保障等の観点からは、英国等の制度を参考に、実質支配者（UBO）（大量保有報告者の議決権を一定割合以上（例えば過半数）直接・間接に保有している支配株主）についても、制度上、開示を義務付けるべきであるとの指摘がある。また、友好的買収では買収者が UBO について対象会社に知らせている場合があり、これと同様に、買収一般について UBO を対象会社に知らせるプラクティスが望ましいという指摘もある。UBO の開示義務付けについては、本来は、経済安全保障やマネー・ローンダリング対策などの観点から、外為法や犯罪収益移転防止法等で上場・非上場を問わず横断的な手法で解決されるべき問題であることから、本指針の検討とは別に、今後更に議論が深まることが期待される。

³⁸ 金商法 27 条の 10 第 2 項 2 号、同条第 3 項。

買収への対応方針・対抗措置（各論）」(3)a 参照)、一般論としては、買収者は株主等の判断のための十分な時間を確保できるスキームやスケジュールを選択することが望ましい。

仮に、買収者と対象会社の間で秘密保持契約を締結する場合には、一定の合理的な期間を定めたスタンドスティル条項等を定めることにより、適切な交渉時間・機会を確保するという方法もあり得る（「別紙 1：取締役・取締役会の具体的な行動の在り方」(1) 参照）。買収者として、対象会社との間の信頼関係を醸成するという観点から、このような定めのある秘密保持契約を締結したうえで、十分な時間を確保しつつ案件を進めることにも合理性がある。

4.1.3 取締役の選解任を行った上で買収を実施する場合の情報提供

一般的な買収行為とは異なるが、取締役の選解任を提案する株主が、一定の行動をとる場合には、買収の是非について株主の判断を経ないままに経営支配権を取得する可能性がある。このような場合の考え方については、「別紙 2：取締役の選解任を行った上で買収を実施する場合の情報提供」を参照されたい。

4.2 対象会社による情報開示

経営支配権を取得する買収が実施される際に対象会社からの情報開示を充実させることは、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・ジャッジメントを可能にする。また、対象会社が買収提案をどのように取り扱い、買収実施に至ったのかについて事後的に情報開示を行うことは、取引条件の形成過程の透明性を向上させ、一般株主等の目を意識したより慎重な検討・交渉等が行われることが期待できる。

a) 買収が実施される段階での開示

買収が実施される場合には、対象会社としても、金融商品取引所の適時開示規制による開示制度を遵守するにとどまらず、自主的に、取締役会や（特別委員会が設置されている場合には）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。取締役会や特別委員会の構成員は、意見の一致に向けて議論を尽くすことが望ましいが、その上でなお意見が一致し

ない場合もあることから、その後の株主総会における選解任の判断に資するように、個々の社外取締役がどのように監督機能を発揮したのかについて、情報開示を行うことも検討に値する。

また、上記「**3.1.2 取締役会が買収を受入れる方針を決定している場合**」のとおり、対抗提案がなされ、現に複数の提案において異なる取引条件が提示され、公知となっている場合には、株主の利益に配慮しているか（価格等の取引条件について最善の選択をしているか）という問題が顕在化しやすいと考えられる。対象会社としては、賛同した買収提案が公表された後、当該提案に賛同する理由の説明の中で、他にも対抗提案があったが当該提案がより望ましいと判断した旨とその理由を開示すべきである。

b) 買収提案の検討中で報道がなされた場合の開示

買収を検討中の段階で、報道や噂の流布がなされた場合には、情報の真偽等の事実関係について開示をすることが必要になり得るため、この点に留意して検討する必要がある。「別紙 1：取締役・取締役会の具体的な行動の在り方」(1)のとおり、こうした場合に開示が必要となり得る点に留意し、秘密保持契約に例外条項を設けるなどの工夫をすることも考えられる。

なお、報道などがなされていないにも関わらず検討中の段階で開示をすることは、さまざまな憶測を生じさせるとともに、それによる市場の反応により買収が頓挫する可能性があるなど、マイナスの面が大きい。徹底した情報管理を行うか、情報開示を行うかについては、この点を考慮し、慎重に判断すべきである。

4.3 株主の意思決定を歪める行為の防止

株主が買収に対する判断を行う際には、必要な情報の提供を受けた上で、合理的な意思決定が阻害されない状況下で判断できることが必要である。

この観点から、買収者が以下のような行為を行うことは望ましくない。

- 強圧的二段階買収等の構造的な強圧性を有する買収手法を行うこと（「別紙 3：構造的な強圧性に関する検討」参照）
- 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
- 買収の意図があるにも関わらず、それを隠して買付けを進めること

- 買収のために要する資力など、公開買付けを実際に行う合理的な根拠なく、公開買付けの実施を予告すること（「**4.1.1.3 予告 TOB に関する情報開示等**」参照）
- 買収者の取引先株主等への優越的な地位に乗じた働きかけを行うこと
- 議決権行使の勧誘を行う際に、金品・財物の交付を行うこと

また、同様の観点から、対象会社が以下のような行為を行うことは望ましくない。

- 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
- 対象会社の取引先株主等への優越的な地位に乗じた働きかけを行うこと
- 議決権行使の勧誘を行う際に、金品・財物の交付を行うこと³⁹

³⁹ 株主への利益供与は禁止されており（会社法 120 条 1 項）、その観点からも適切ではない。

第5章 買収への対応方針・対抗措置

5.1 買収への対応方針・対抗措置に関する考え方

買収を巡る当事者が適切に行動することにより、真摯に検討・交渉がなされるとともに、対象会社及び買収者の双方から必要な情報が提供され、透明性・公正性が確保された上で株主が買収者による株式の取得に応じるか否かを判断（インフォームド・ジャッジメント）することが本来在るべき姿である（第2原則（株主意思の原則）及び第3原則（透明性の原則））。

他方で、対象会社やその株主に対して必要な情報が提供されずに買収がなされることや、買収者が自己の利益のみを目的として経営支配権を取得することなどで、企業価値ひいては株主共同の利益を損なう可能性もある。現状は、こうした事態に公開買付制度等の法制度のみで対応するのではなく、事案に応じ、企業が差別的な内容の新株予約権無償割当てを利用した買収への対抗措置を用いた方針（買収への対応方針）を定め、それに基づく対抗措置を発動することがあり、これが適法であると司法判断で認められている場合もある⁴⁰。こうした買収への対応方針が適切に用いられる場合には、株主に検討のための十分な情報や時間を提供するとともに、取締役会に買収者に対する交渉力を付与し、買収者や第三者からより良い買収条件を引き出すことを通じて、株主共同の利益や透明性の確保に寄与する可能性もある。

もっとも、こうした対応方針が用いられる可能性があることが、望ましい買収提案をすることへの躊躇や、買収を通じた規律付けの低下、買収提案に対する経営陣の真摯な検討の阻害を生む結果となってはならない。また、買収への対応方針は「経営者にとって好ましくない者」から経営陣のエントレンチメントや従業員を守るためのものではない⁴¹。さらに、買収は株主にとって適切な株式売却の機会となり得ることから、公開買

⁴⁰ 買収への対応方針が用いられる背景として、日本の公開買付制度が市場内買付けの取扱いなどの点で海外（例えば英国）の制度とは異なる点が指摘される。また、米国のポイズンピルと比較すると、日本で用いられている買収への対応方針は、取締役の交替により廃止させやすいという指摘もある。

⁴¹ 2008年報告書でも「買収防衛策のあるべき目的に反して、経営陣の保身を図ることを目的として買収防衛策が利用されることは、決して許されるべきものではなく、当企業価値研究会は、そのような買収防衛策は支持できない。」「取締役会は、株主共同の利益の確保・向上に適わない場合にもかかわらず、株主以外の利害関係者の利益に言及することで、買収防衛策によって保護しようとする利益を不明確としたり、自らの保身を目的として発動要件を幅広く解釈してはならない」とされている。

付け等に応じて株式を換価する権利を対抗措置を用いて不当に妨げることは望ましくない⁴²。

とりわけ、買収への対応方針は、制度的な枠組みとは異なり、会社の発意で選択的に（同意なき買収においてのみ）用いられ、その設計主体が会社であるという特徴がある。このため、構造的に、経営を改善する余地が大きく買収の経済的意義が発揮されやすい企業において用いられやすく、かつ、買収を成立させない方向での設計・運用がなされやすい、という性質が内在している。買収への対応方針について株主意思の確認や時間・情報・交渉機会の確保を目的とする場合でも、会社の姿勢次第では、当事者にとって中立な手続ルールとして機能しないおそれがあることに留意した上で、その懸念を払拭する努力をすべきである。

対応方針については、特定の買収者が現れる前に（平時に）ルールを定めて公表しておくことで、一定以上の株を取得する場合に対応方針が用いられ得ることについて、買収者・株主等の関係者の事前の予見可能性が高まる点が指摘される⁴³。ただし、特にこうした類型の（平時導入の）対応方針については、導入企業と機関投資家との間で評価が乖離する場合があります、会社が合理的な対応方針と考える場合でも、株主や機関投資家の理解と納得を得られなければ、これを用いることは実際には困難である。現実には、対応方針の導入企業数は2008年以降、特に東証一部・プライム市場においては減少傾向が続いている。

一方で、様々な買収の態様があることを踏まえ、有事の局面において事案に応じた判断をすることが適する場合もある。また、株主総会の承認を得る際にも、具体的に対象者や買付け方法が特定された状況の方が、株主が判断しやすい面がある。これらの点で、買収者が現れてから（有事に）導入する対応方針は、上記の意味での事前の予見可能性は乏しいものの、会社にとって選択肢となる場合があります、そのような場合にも、株主の合理的な意思に依拠すべきである。

以上の位置づけや留意点を前提に、本章では、これまでの司法判断も踏まえ、株主意思の尊重、必要性・相当性の確保、事前の開示、資本市場との対話という観点から、買

⁴² コーポレートガバナンス・コード補充原則 1-5④では「上場会社は、自社の株式が公開買付けに付された場合には、取締役会としての考え方（対抗提案があればその内容を含む）を明確に説明すべきであり、また、株主が公開買付けに応じて株式を手放す権利を不当に妨げる措置を講じるべきではない。」とされている。

⁴³ 2005年指針は、こうした観点等から、平時に導入する対応方針のみを対象としている。

収への対応方針・対抗措置の総論について言及している。各項目の詳細な整理については、「別紙 4：買収への対応方針・対抗措置（各論）」を参照されたい。

5.2 株主意思の尊重

対応方針に基づく対抗措置の発動は、会社を支配する者の変動に関わるものであることから、株主の合理的な意思に依拠すべきである⁴⁴。そして、対応方針の導入の段階、又はこれに基づく対抗措置の発動の段階で、株主総会における承認を得ることは、株主の合理的な意思に依拠していることを示すための措置といえる⁴⁵。これまでの司法判断を踏まえると、株主総会における決議を経ることで、対抗措置の発動の適法性が相対的に認められやすくなるものと考えられる。

なお、株主総会を経る場合においても、取締役会は、形式的に株主総会の判断に委ねるのではなく、対抗措置の必要性や、公正性の確保（例えば、独立性の高い取締役会や特別委員会の関与）等について慎重に検討し、十分な説明責任を果たすべきである。

5.3 必要性・相当性の確保

対応方針に基づく対抗措置の発動は、株主平等の原則、財産権の保護、経営者の保身のための濫用防止等に配慮し、必要かつ相当な方法によるべきである⁴⁶。対抗措置の発動の差止め事由は、著しく不公正な方法による発行（不公正発行）又は法令違反（株主平等原則違反）

⁴⁴ 2005 年指針でも「買収防衛策は、適法性及び合理性を確保するために、…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）」とされている。また、従前より日本の裁判所は、多くの事案で同様の考え方（いわゆる権限の分配秩序論）に立脚した判断を示している。

⁴⁵ 日邦産業事件（名古屋高決令和 3 年 4 月 22 日）、富士興産事件（東京高決令和 3 年 8 月 10 日）、東京機械製作所事件（最決令和 3 年 11 月 18 日）、三ツ星事件（最決令和 4 年 7 月 28 日）などは、勧告的決議かつ普通決議で足りることを前提とした判示をしていると考えられる。

⁴⁶ 2005 年指針でも「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、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、財産権の保護、経営者の保身のための濫用防止等に配慮し、必要かつ相当な方法によるべきである。」とされている。

（会社法 247 条 1 号 2 号類推適用⁴⁷⁾）であるが、従前より日本の裁判所は、不公正発行又は株主平等原則違反に該当するかについて、必要性和相当性の観点から審査を行っているものと考えられる。

5.4 事前の開示⁴⁸⁾

対応方針を平時に導入し、開示することによって、一定以上の株式を取得する場合には対抗措置が用いられ得ることについて、買収者、株主等の事前の予見可能性が相対的に高まると考えられ、対応方針・対抗措置の内容を見て投資の意思決定を慎重に行う、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。

他方で、事前に開示されていることで、導入企業は（望ましい買収も含めて）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もある。

5.5 資本市場との対話

我が国においてはこれまで、業績が低迷するなど経営を改善する余地が大きく、買収の経済的意義が発揮されやすい企業において対応方針が導入されやすい傾向があったことは、看過すべきではない。このような会社において買収への対応方針が導入されれば、望ましい買収提案の躊躇や、買収を通じた規律付けの低下、買収提案に対する経営陣の真摯な検討の阻害を生む結果となりかねない。

したがって、会社としては、対応方針の導入を検討するのであれば、まずもって平時から会社の本源的価値を高めるための合理的な努力を貫徹するとともに、それが時価総額に反映されるよう取り組むことが求められる（「3.1.4 平時において取り得る方策」参照）。

⁴⁷⁾ 2005 年指針では「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、…株主平等の原則に違反するものではない」等としていたが（2005 年指針の注 4）、ブルドックソース事件（最決平成 19 年 8 月 7 日）では、新株予約権無償割当てについて会社法 247 条 1 号 2 号を類推適用している。

⁴⁸⁾ 2005 年指針では「事前開示の原則」を置いていたが、本指針は有事に対応方針を導入する場合も対象としていることから、事前開示は原則としていない。

このような取組みを行ってもなお、会社が平時から対応方針を導入しておく必要があると判断する場合もあり得る。もっとも、対応方針を平時に導入し開示する場合、株主総会で導入について決議するか、仮にそうではない場合でも取締役の選解任等を通じて株主の意思が反映されるため、たとえ適法性が認められうる対応方針であったとしても、機関投資家等をはじめとする資本市場の関係者の理解と納得を得られなければ、実際には用いることが困難である。

個々の会社の規模や状況等によって、対応方針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、対象会社と機関投資家との間で建設的な対話がなされることが、本来望ましい姿である。対象会社は、対応方針の導入が一つの経営戦略として必要だと考える場合には、その理由について丁寧に対話や情報開示を行うとともに、取締役会の構成の独立性を高めていく（例えば社外取締役の比率を過半数とする）ことや、社外取締役を主体とする特別委員会の判断を最大限尊重することで公正さを担保すべきである。そのような場合に対応方針が買収に関する透明性を高めるのであれば、機関投資家や議決権行使助言会社は、費用対効果の視点⁴⁹も含めて考慮の上、基準をもって形式的に判断するのではなく、対象会社の状況や当該会社との対話の内容、対応方針の内容等を踏まえた上で、対応方針の導入や対抗措置の発動に対する賛否を判断することが望ましい（有事において対応方針が用いられる場合でも同様である。）。

このような対話や情報開示をするに際して、対象会社と機関投資家の目線合わせをするために、あり得る一定の方策について例示をするとすれば、以下のとおりである^{50, 51}。

- 対抗措置の発動時に必ず株主総会に諮る設計とすること
- 発動要件を限定した設計とすること⁵²

⁴⁹ ここで費用対効果の視点に言及しているのは、特に平時に導入・更新される対応方針は株主総会議案の数が多いことを勘案したものである。

⁵⁰ そのほか、2005年指針の「V 具体例」でも、「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」が例示されている。

⁵¹ ただし、これらの方策は、必ずしも対応方針や対抗措置の適法性を高めるとは限らないものも含まれていることには留意すべきである。また、このうち複数又は全ての方策を満たせば直ちに合理性が高いものと解釈されるべきではなく、逆に、複数又は全ての方策を組み合わせることが常に求められるものではない。

⁵² 例えば、対抗措置の発動要件を、買収者が手続ルールを遵守しない場合のみに限定する、もしくは、手続ルールを遵守したとしても、企業価値ひいては株主共同の利益の明白な侵害や強圧性が特に強い場合に限定することなどが考えられる。また、発動に関する判断を行う取締役会の構成について独立社外取締役が過半数である場合に限定することなども考えられる。

- 特殊な状況下の時限的な措置として設計すること⁵³

⁵³ 例えば、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などが想定される。

第 6 章 おわりに

[事務局注：研究会の議論を踏まえて作成予定]

以上

別紙 1：取締役・取締役会の具体的な行動の在り方

(1) 秘密保持契約

買収提案をより具体化するために必要な情報を対象会社が買収者に提供する、あるいは買収提案を検討・評価するために必要な情報を買収者が対象会社に提供する際に、秘密保持契約の締結が必要になることがある。

相互の信頼関係の醸成のために、買収者との秘密保持契約において、一定の合理的な期間を定め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。買収への対応方針のように強いペナルティが生じ得るものではないが、真摯に買収をしようとしている買収者であれば、秘密保持契約においてこれらについて合意を得ることで、対応方針の導入・対抗措置の発動によらずとも交渉のための時間や情報を一定程度確保することができると考えられる。

なお、買収についての報道や噂が流布されている場合には、対象会社において情報の開示が必要となることがある。こうした場合に開示が必要となり得る点に留意し、秘密保持契約に例外条項を設けるなどの工夫をすることが考えられる。

(2) デュー・デリジェンスへの対応

デュー・デリジェンスは、通常、企業内部の非公開情報を提供して行うものであることから、競合他社への情報流出や目的外利用のリスクなども考慮した上で、検討・交渉を進める意義があると考える場合に実施することとなる。

このため、デュー・デリジェンスへの対応を行うかどうか及びどこまで対応するかの判断に当たっては、「真摯な買収提案」に該当するかどうかを判断する際の考慮要素（「**3.1.1.2 取締役会における検討**」に記載の①～③参照）のみならず、検討・交渉の中で判明した具体的な提案の内容、買収者の事業環境やトラックレコード、情報管理の信頼性、買収の実現可能性等を総合的に考慮した上でなされる必要がある。

このようにデュー・デリジェンスへの対応を行った場合の影響を慎重に検討した結果、買収候補者に対して段階的に情報提供を行うことにも合理性がある。

また、複数の提案が存在する場合には、他の提案者との公平な取扱いの必要性や複数の提案の実効的な比較検討の観点からもその対応につき検討がなされるべきである。

他方、買収者のデュー・デリジェンスの機会を制限することやその前提として過度に詳細な質問を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ず、社外取締役はこの観点からも適切な監督を行うべきである。

(3) 株主にとって有利な取引条件を目指した検討・交渉

取締役会は、自ら又は特別委員会を通じて、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である。

事業面に関する交渉については経営陣が中心となっており行われ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検討・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検討・交渉過程に実質的に関与することが望ましい。会社と経営陣・支配株主等との利益相反が生じ得る場面においては、社外取締役が独立した立場から積極的に関与し、その妥当性を判断することが期待される（特に取締役会の構成が社外取締役を主とするもの（過半数を占めるもの）でない会社においては、より社外取締役の関与に重要性を置くことが望ましい。）⁵⁴。

買収者が取得しようとしている株式の比率（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か否か（非公開化か上場維持か）、対価の種類（金銭か株式か）は、買収による企業価値向上や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・評価や、複数の買収提案の比較に当たってはこれらの点も考慮すべきである。また、価格等の取引条件に加え、取引の蓋然性の高さも重要な要素として考慮されるべきである。

なお、複数の提案の中から上場維持の提案を選択する場合には、取締役会が説明した通りの価値が実現されたのかは、様々な外的要因による影響はあるものの、業績や市場

⁵⁴ 社外取締役の関与の在り方によって、社外性（非業務執行の要件）を失う可能性があるような場合は、いわゆるセーフ・ハーバー・ルールに基づき、保守的に取締役会の決議を経おくことも検討に値する（会社法第 348 条の 2。会社と取締役・執行役との利益相反その他株主利益を損なうおそれがあるときは、取締役会決議によって、社外取締役に業務執行を委託できる）。

からの評価を通じて事後的に検証可能と考えられる。この点に留意して自らの説明責任を果たすことが望ましい。

別紙 2: 取締役の選解任を行った上で買収を実施する際の情報提供等

一般的な買収では、株式の取得等により経営支配権を取得した後に、必要に応じて取締役の選解任を行う。

他方、これと異なる手法として、経営支配権を取得しようとする意図を明らか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、取締役会を買収に賛成しやすい構成に変えた上で、買収を実施することがある。この場合、株主は、経営支配権が移ることを考慮しつつ取締役選解任について判断することとなるため、株主の判断に必要な情報が提供されていれば、特段の問題は生じにくい。

他方で、取締役の選解任を提案する株主が、例えば以下のように行動する場合には、買収の是非について株主の判断を経ないままに、特定の者が経営支配権を取得する可能性がある。

- ① 経営支配権を取得する意図を明かさずに他の株主と協調して相当量の株式を取得した上で、取締役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取得する場合。
- ② 経営支配権を取得する意図を明かさずに取締役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、買収が実施される場合。

①の場合、複数の者の間で株式の保有が分散する結果、大量保有報告規制の違反や潜脱がなされるおそれが指摘される。また、株主総会招集請求を行う場合、株主総会の参考書類等において公開買付制度のような情報開示がなされないため、提供される情報が不十分となる問題が生じやすい⁵⁵。

このため、経営支配権を取得することを目的として株主総会招集請求を行う場合には、招集請求者は、招集請求の目的や招集請求者（及び招集請求者と共同して株式の取得・処分や株主としての権利行使に関する合意をしている者がいればその者）の概要、提案が成立した後の経営の基本的な方針等について、公開買付届出書における記載内容と同程度の情報提供を行うことが望ましい。

⁵⁵ なお、①のケースは他の株主と協調して株式を取得する場合を例として想定しているが、株主総会参考書類又は委任状参考書類等において、十分な情報開示がなされないことは、単独の株主による提案の場合でも問題になり得るものと考えられる。

また、②の場合、当該取締役が会社との利益相反が生じうる。このような場合、会社は、当該取締役と買収者の利害関係（報酬契約等）について確認したうえで、利益相反の程度に応じて、特別利害関係取締役への該当性について判断し、取締役会の審議・決定からその取締役を除外する措置等を検討する必要がある⁵⁶。

⁵⁶ このような場合における会社との利益相反等の問題について、経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」（2022年7月19日）の別紙3（投資家株主から取締役を選任する際の留意点）参照。

別紙 3：構造的な強圧性に関する検討

構造的な強圧性とは、取引の構造上、対象会社の株主が買収に応じないでいる間に買収が実現すると、買収に応じた場合と比較して不利益を被ると予想される場合には、たとえ多くの株主が買付価格は客観的な株式価値より低いと考えている場合であっても、株主が買収に応じるような圧力を受けるという問題である。

以下では、本文の関連する箇所において参照されることを想定し、一定の理論的な整理を行う。

(1) 公開買付けにおける強圧性

公開買付けにおける強圧性については、強圧的二段階買収、少数株主として残存する可能性のある公開買付け、強圧性の排除の工夫をした公開買付けに大別して、以下のよう整理できる⁵⁷。

a) 強圧的二段階買収

最初の買付条件を有利に、二段階目の買付条件を不利に設定する、あるいは明確にしないで行う買収（強圧的二段階買収）については、強度の強圧性が指摘されている⁵⁸。

b) 少数株主として残存する可能性のある公開買付け

上限が設定されている場合（部分買付け）には、既存株主が少数株主として残存するため、企業価値を下げる可能性のある買収に応じる強圧性が生じうると指摘されている。また、特定の者が経営支配権を取得する取引であるにも関わらず、株式の売却を望む株主が公開買付けで全ての株式を売却する機会を得られない可能性がある点も、課題として指摘されている。

⁵⁷ このほか、二段階買収において、一段階目の買収完了後、二段階目のスクイーズ・アウトまでに時間差がある場合、株価が変動することや他の投資に資金が利用できない状況になること等の理由から、一定の強圧性が存在するとの指摘もある。このような時間差を理由とする強圧性に関しては、可及的速やかにスクイーズ・アウトを行うことで相当程度解消されるものと考えられる。

⁵⁸ 2005 年指針では「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」が、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されている。

他方で、上限を設定しない場合（全部買付け）には、搾取的な買収等のおそれは相対的に小さくなりうるが、下限の設定がない、もしくは、下限が非常に低く設定されている場合には、公開買付けが成立しても、二段階目のキャッシュ・アウトが保障されず、少数株主を残存させる可能性が高い。このため、こうした場合には部分買付けと同様の強圧性の問題が生じうると考えられる。

c) 強圧性の排除の工夫をした公開買付け

「オール・オア・ナッシング」のオファー、すなわち、上限を設定せず（全部買付け）、買付け後の株券等所有割合を株式等売渡請求などができる水準となるように下限を設定し、公開買付け成立後に公開買付け価格と同額でキャッシュ・アウトを行うことを予告する二段階買収では、構造的な強圧性の問題は排除されていると考えられる。

(2) 市場内買付けにおける強圧性

市場内買付けの強圧性については、公開買付けと異なり、定型的・類型的に判断することは容易ではないが、企業価値を下げる可能性がある買収の場合には、そうであるがゆえに、買収を成立させやすくなる側面が指摘される。

また、按分比例方式により買付けが行われる部分買付けと異なり、先に市場で売り注文を出した株主から「早い者勝ち」で株式の買付けが行われるとともに、売り手と買い手の間の情報の非対称性が大きいと、公開買付けよりも強圧性が生じやすいという指摘もある。

これまでの司法判断の中には、一定の場合の市場内買付けについて、株主に対する売却への動機付けないし売却へ向けた圧力（強圧性）が認められるとするものも存在する

⁵⁹。

ただし、市場内買付けにおける売り急ぎの問題については、市場内買付けがまだ続くからできるだけ遅く（市場価格が十分上昇するのを待って）売ろうとする者もいると考えられるため「遅い者勝ち」となる可能性もあることを指摘する声もあり、実際にどの程度の強圧性が生じうるかを考えるためには、「別紙 4：買収への対応方針・対抗措置（各論）」2.(1)b)でも記載のとおり、個別の事案に即した検討が必要となる。

⁵⁹ 東京機械製作所事件（最決令和 3 年 11 月 18 日）参照

別紙 4：買収への対応方針・対抗措置（各論）

1. 株主意思の尊重

(1) 対抗措置の発動について株主総会の決議を経ることの意義

対抗措置の発動について株主総会の承認を得る場合（取締役会で新株予約権無償割当てを決議した後で事後的に株主総会の承認を得る場合を含む）、原則として対抗措置の必要性が推認されるものと考えられる⁶⁰。これは、対応方針を平時に導入する場合でも、有事に導入する場合でも、基本的に同様に妥当すると考えられる。

具体的には、以下のような事情が考慮されることによって、必要性が推認されるものと考えられる。

- 株主総会の承認を得ることは、株主総会において買収に関する株主の意思を確認するための時間・情報を確保するという必要性を示す事情となる。加えて、株主が買収への賛否を判断する機会を株式の売却の意思決定とは別に設けることで、強圧性のある買収手法が用いられる際に、強圧性のない状況で株主が判断できる機会を確保するという必要性を示す事情となる⁶¹。
- 買収に関する様々な要素⁶²について株主が総合的に勘案の上で、買収により企業価値ひいては株主共同の利益が害されると考えて承認することは、対抗措置の発動が会社の利益の帰属主体である株主の合理的意思に依拠するという意味で、必要性を示す事情となる。

(2) 対応方針の導入について株主総会の決議を経ることの意義

⁶⁰ 富士興産事件（東京高決令和 3 年 8 月 10 日）、東京機械製作所事件（最決令和 3 年 11 月 18 日）、三ツ星事件（最決令和 4 年 7 月 28 日）参照。

⁶¹ ただし、強圧性については「別紙 3：構造的な強圧性に関する検討」のとおり個別の検討を要するため、市場内買付けや部分買付けであるため強圧性が生じ得ることの一事をもって対抗措置の必要性を強調することは望ましくない。

⁶² 例えば、時間・情報の確保又は強圧性の除去の要請があるか、企業価値ひいては株主共同の利益を明白に侵害するおそれがあるか、買付条件が企業の本源的な価値に比べ不十分か、従業員や取引先などステークホルダーとの関係を損ねることで企業価値ひいては株主共同の利益をき損するおそれが高いか、反社会的勢力など公序良俗の観点から不適当か等の要素が考えられる。

対応方針の導入について株主総会の決議を経たうえで⁶³、取締役会がこれに基づき対抗措置を発動する場合、これまでの司法判断の中には、いわゆる「主要目的ルール」⁶⁴の枠組みではなく、対応方針自体の内容及び対抗措置の発動の適法性について、相対的に緩やかな審査により判断した事例がある⁶⁵。

これと同様の状況における司法判断の蓄積は現状では少ないが、この事例では、以下のような事情が考慮されたものと考えられる（導入の時期が平時か有事かについて明確な線引きはされていない）。

- 会社の利益の帰属主体である株主の合理的意思に依拠することを示す事情となる。
- 導入時に株主総会で決めた方針に基づき、恣意性・裁量性が制約された中で取締役会が対抗措置を発動するのであれば、株主の合理的意思の範囲内であると考えやすい。

実務上、対応方針を平時において導入している会社は、その導入・継続について株主総会の承認を得ているものがほとんどであり、上記事例はかかる対応方針に基づく対抗措置の発動の適法性が認められる余地を示すものである。

また、有事において時間的制約から取締役会の判断により対応方針が導入されることがあるが、取締役会の判断によりその有効期間の延長・継続がくり返されれば、買収者が買収提案を取り下げる等しない限り、事実上買収を抑止することとなりかねない。対象会社としては、有効期間の延長・継続について株主総会の承認を得るなどして株主意思を確認する、そうでなければ買収者との一定期間の交渉がなされれば対応方針を取り下げるなど、恣意的な運用を回避する措置をとることが望ましい。

⁶³ 2005年指針では「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。」とされており、このような考え方は基本的に維持できる。

⁶⁴ 現に経営支配権争いが生じている場面において、経営支配権の維持・確保を目的とした新株予約権の発行がされた場合には、原則として、不公正な発行として差止請求が認められるべきであるとする判例法理。

⁶⁵ 日邦産業事件（名古屋高決令和3年4月22日）参照。なお、当該事例は、買収者が対応方針の手続ルールに重要な点で違反した事案である。

(3) 株主意思確認の例外的な措置

a) 利害関係者以外の過半数を要件とする決議⁶⁶

これまでの司法判断の中には、対抗措置の発動についての株主総会での決議において、買収者、対象会社取締役及びこれらの関係者の議決権を除外した議決権の過半数による株主総会の決議が許容された事例が存在する⁶⁷。

このような決議に基づく対抗措置の発動が安易に許容されれば、望ましい買収をも阻害する事態を招きかねない。また、決議要件を設定するのは対象会社であることからすれば、対象会社として承認が得やすいと考える決議要件が恣意的に設定されるおそれが存在する⁶⁸。

したがって、このような決議に基づく対抗措置の発動が濫用されてはならず、これが許容されうるのは、買収の態様等の事案の特殊事情も踏まえて、例外的かつ限定的な場合に限られることに留意しなければならない⁶⁹。

[事務局注：以下の枠囲い中の部分は、元々本文としての記載であったものを、本日の案では参考情報に変更している。指針とは扱いが異なり、ベストプラクティスを示すものではないという位置づけ。]

【参考：利害関係者以外の過半数を要件とする決議の根拠として考えられるもの】

東京機械製作所事件（最決令和3年11月18日）は、買収者が3分の1を超える株式を市場内買付けにより短期間に取得した事案であるが、一般に、利害関係者以外の過半数を要件とする決議がどのような場合に許容されうるかは、必ずしも明らかではない。以下では、参考情報として、研究会における議論を基に、あり得る考え方について

⁶⁶ マジヨリティ・オブ・マイノリティ（MOM）決議と称されることがあるが、議決権を持つ株主（利害関係者以外の株主）は通常はマイノリティではないため、ここではMOM決議という言葉は用いていない。

⁶⁷ 東京機械製作所事件（最決令和3年11月18日）参照。

⁶⁸ MBO等で用いられるマジヨリティ・オブ・マイノリティ条件は、これを設定することで対象会社の提案（MBO等の実施）に賛成する株主の比率が減るものであるが、買収への対応方針において利害関係者以外の過半数を決議要件とすることは、これを設定することで対象会社の提案（対抗措置の発動等）に賛成する株主の比率が増えるものであり、対象会社には自らの提案を通すためにこうした特殊な決議要件を用いようとする動機がある。

⁶⁹ 仮に用いる場合には、このような決議の許容範囲が司法判断により一義的に定まっていないことに鑑みれば、予見可能性を高め、濫用を防止するという観点から、買収手法等に応じて異なる要件を事前に定め、公表しておく工夫が考えられる。

一定の整理を試みるが、ベストプラクティスを示すことや、司法判断の射程を画することを意図していない。。

<急速な市場内買付けの場合>

● 根拠

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。

- 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
- 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：短期間のうちに市場内買付けを通じて経営支配権を取得するような場面において、株主による売り急ぎの問題が指摘される（「別紙 3：構造的な強圧性に関する検討」参照）

そこで、会社としては、①～③のような問題のある状態で株主が売却に応じた部分の議決権をカウントすべきでないとして、買収者及びその関係者の（当該部分の）議決権を除外した決議を行うという選択をすることがあり得る^{70, 71}。

● 帰結

急速な市場内買付け⁷²がなされた場合（その後に公開買付けを組み合わせる場合を含む）には、買収者及びその関係者の議決権を除外した決議に基づくことが適法な場合がありうる⁷³。

[事務局注：一部修正の上、注に移動している。]

<法令に重大な違反をした場合>

⁷⁰ 売却した者も含めて株主の意思を問うのであれば、買収者が急速な市場内買付けを開始する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接的な方法であるが、証券保管振替機構のシステム等では、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、次善の方法として買収者及びその関係者の（当該部分の）議決権を除外した上で、過半数を要件とする決議を用いることが考え得る。

⁷¹ その上で、公平の見地から、買収者側だけでなく、対象会社側の取締役及びその関係者の議決権を除外することもあり得る（東京機械製作所事件（最決令和 3 年 11 月 18 日）参照）。

⁷² どのような場合が「急速な」市場内買付けに該当するかは、上記①～③のような問題の程度に応じて個別の事案ごとに判断する必要がある。

⁷³ 上記の根拠からすれば、急速に買付けた部分の議決権のみを除外することが適当であり、それ以外の議決権（市場での買い進めを行う前から中長期にわたり保有していた持分など）については、議決権を否定すべきではないという見解もあり得る。

上記とは別の考え方として、買収者が大量保有報告制度など買収に関連する法令に重大な違反をした場合に⁷⁴、当該買収者に問題があると考えた会社が、その議決権を除外した決議を行うという選択をする場合が考えられる。この場合、会社としては、市場内買付けか公開買付けか等の買収態様の別に関わらず、買収者に問題があることを直接的な根拠として、議決権を排除するという趣旨によるものと考えられるが、適用場面が幅広くなり得るとともに、濫用の可能性も懸念される。

法令違反の程度は様々であり、違反している株主は買収者以外にも存在し得る。仮に会社が上記のような選択をする場合であっても、大量保有報告書の提出や訂正がなされ、違反が是正された後、合理的期間が経過した場合には、議決権を行使できるようにするなど、衡平性を考慮することが必要だと考えられる⁷⁵。

b) 取締役会限りの判断による導入及び発動

対応方針に基づく対抗措置の発動は、株主の合理的な意思に依拠すべきであるが、一定の例外的な場合においては、対応方針の導入及び対抗措置の発動を取締役会限りの判断で行うことが否定されていないと考える余地もある。

取締役会限りの判断による導入及び発動の場合であっても、対抗措置の必要性・相当性が確保されるべきであること⁷⁶は、同様に妥当するものと考えられる。

また、取締役会限りの判断による導入及び発動が、本指針で掲げる株主意思の尊重(第2原則)との関係でどのように正当化され得るかが問題となるが、反社会的勢力等による買収、株主への情報開示が全く不十分な中で株主に犠牲を強いつつ買収者による不当な富の移転を疑う蓋然性が高い買収等の非常に例外的な場合においては、明示的な株主の承認がなくとも合理的な株主は当然に賛成するはずであるとみなすことができ、一種の緊急避難的行為として許容される場合があり得るとして、正当化の余地があると考えられる。

⁷⁴ 例えば、買収者が大量保有報告の意図的な報告遅延をしている場合等が想定される。

⁷⁵ 法令違反に対する解決として、利害関係者以外の過半数を要件とする決議に基づく対抗措置の発動という対象会社の私的な措置に委ねることは本来の在り方ではなく、本来的には、規制当局による監視や取締りの強化等によって解決されることが期待される。

⁷⁶ この点、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) 第 4 項ただし書を参考に、企業価値ひいては株主共同の利益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、取締役会限りの発動の適法性が認められうると整理できるとの指摘がある。他方で、このような指摘については、企業価値ひいては株主共同の利益をき損することが「明白」な場合に限定することや、「緊急性」が高い場合に限定することは、これまでの司法判断からしても過剰であって適切ではない、との指摘もある。

もっとも、近時の司法判断に鑑みれば、株主総会を事後的に開催することも認められる（また、例外的かつ限定的ではあるが、利害関係者以外の過半数を要件とする決議が許容される余地がある）状況にあり、その場合には株主総会を開催する時間的余裕が生じることを踏まえると、実際に取締役会限りの判断による対抗措置の発動が認められるのは、個別事情としてその必要性が高い場合に限定されるものと考えられる⁷⁷。また、株主総会決議を取らない場合には、対抗措置の発動が差し止められるリスクが高まることを考慮する必要がある。

以上のような考え方は、対応方針を平時に導入する場合でも、有事に導入する場合でも、基本的に同様に妥当すると考えられる。

【参考】

本指針が対象とする新株予約権無償割当てを用いた対応方針とは異なるものとして、これまでの司法判断の中には、企業価値ひいては株主共同の利益をき損することが明白であると認められるような濫用的買収に対して、買収提案の内容に踏み込んで実質的に判断を下して対抗措置を発動し、買収を止める場合に、取締役会限りの判断により対抗措置を発動する余地を示したものがある⁷⁸。同決定はこうした余地があることを示したものの、当該事案で用いられたのは、経営支配権者を別の第三者に確定させる「第三者

⁷⁷ 2005 年指針においては「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。」とされていた。他方で、本文記載の整理やこれまでの司法判断を踏まえると、取締役会限りの判断で導入された対応方針について、株主意思確認を事後的にも行うことなく消極的な承認にとどまる状態で対抗措置の発動が認められる場合は、限定的なものにとどまると考えられる。

⁷⁸ ニッポン放送事件（東京高決平成 17 年 3 月 23 日）において、裁判所は「株主全体の利益保護の観点から当該新株予約権発行を正当化する特段の事情があること、具体的には、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを会社が疎明、立証した場合には、会社の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような新株予約権の発行を差し止めることはできない。」と判示している。

割当型」という強力な対抗措置であり、結果としては、同決定では当該事案において当該対抗措置を用いることは認められていない⁷⁹。

2. 必要性・相当性の確保

(1) 必要性の確保

a) 時間・情報・交渉機会の確保

買収の態様によっては、対象会社やその株主に対して必要な情報が提供されずに買収がなされることなどで、企業価値や株主利益を損なう可能性もある。そのような限定的な局面において、情報開示等に関する法制度による対応では不十分だと会社が考える場合に、買収者の提案と現経営陣の経営方針のどちらが企業価値を高めうるのかについて株主が比較検討するため、あるいは会社として株主に対して取締役会の意見や代替案を提供するため、これらに必要な時間や情報を確保することを目的として、対応方針が用いられることがある。また、買収者の提示した条件よりも有利な条件を得るための交渉機会の確保を目的とすることも考えられる。

こうしたケースにおいて、買収者が対応方針で定められた手続ルールに違反したことを契機として対抗措置を発動する場合には、時間・情報・交渉機会を確保する必要性と結びつきやすい。

⁷⁹ 同決定は、「敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを会社が疎明、立証した場合」として、以下の四類型を例示している。これは強力な対抗措置が用いられた事案におけるあくまで例示であり、これ自体が適法性の外延を定めるものではないことには留意が必要である。

- ・ 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（いわゆるグリーンメイラー）
- ・ 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（いわゆる焦土化経営）
- ・ 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

他方で、時間・情報・交渉機会の確保を理由として、買収者に対して延々と情報提供を求めることを可能とするような設計や運用を行うことや、買収提案の検討期間をいたずらに引き延ばす等の恣意的な運用は許容されるべきではない⁸⁰。

市場内買付け又は公開買付けをしようとする買収者に対し、公開買付期間の上限と同じ期間（原則 60 営業日⁸¹）までの買収の実行の停止を求めるものや、市場内買付けをしようとする買収者に対し、買付の目的や買付数、買収者の概要、買収後の経営の基本的な方針等について、公開買付届出書における記載内容と同程度の情報提供を求めるものであれば、時間・情報・交渉機会の確保の観点から合理的な範囲にあると考えられる。これらを超えて時間・情報を要すると考える場合（対価株式の評価が重要な場合など）には、個々の事案に応じて十分に検討・説明がなされるべきである。

また、買収後にステークホルダー（従業員、主要取引先等）との関係に重要な変化が想定されており、株主にとって特に重要な判断材料となる場合には、これに関する情報の提供を買収者に対して求めることも合理的である。

b) 構造的な強圧性のある買収手法への対応

買収の態様によっては、構造的な強圧性を有するがために、株主の合理的な意思決定が歪められ、企業価値を損なう買収が成立する可能性があることが指摘されている。そのような限定的な局面において、買収手法等を規律する法制度による対応では不十分と考えられる場合に、強圧性の低い買収手法（例えば「オール・オア・ナッシング」のオファー⁸²）を用いるように交渉したり、株主総会において強圧性のない状況で株主の意思を確認するための手段として、対応方針が用いられることがある。

構造的な強圧性とは、取引の構造上、対象会社の株主が買収に応じないでいる間に買収が実現すると、買収に応じた場合と比較して不利益を被ると予想される場合には、た

⁸⁰ 2008 年報告書でも「取締役会は、合理的な範囲を超えて買収提案の検討期間をいたずらに引き延ばしたり、意図的に繰り返し延長することによって、株主が買収の是非を判断する機会を奪ってはならない。」とされている。

⁸¹ 公開買付制度上も、他者が公開買付けを開始した場合などの事由がある場合に 60 営業日を超えた延長がなされることも想定されており、60 営業日は一つの目安として提示するものである。金商法 27 条の 6 第 1 項 4 号、同施行令 8 条 1 項、13 条 2 項 2 号参照。

⁸² 上限を設定せず、買付後の株券等所有割合を株式等売渡請求などができる水準となるように下限を設定し、公開買付け成立後に公開買付価格と同額でキャッシュ・アウトを行うことを予告する二段階買収。

とえ多くの株主が買付価格は客観的な株式価値より低いと考えている場合であっても、株主が買収に応じるような圧力を受けるという問題である。

これまでの司法判断の中には、このような強圧性の問題を対抗措置の必要性を基礎づける一つの事情として考慮するものが存在する⁸³。

他方で、構造的な強圧性の問題については、実際に強圧性が生じたことが観測された事例が明確に存在しないことを指摘する声や、市場内買付けによって一時的に株価が上昇した際に株式を売却する株主は、買収の実施による企業価値のき損を恐れて売却するのではないと指摘する声もある。また、取引の構造上強圧性があるからといって、現行の法規制に必ずしも反することにはならない。

個別の事案における経緯や買収者の行動、株主の行動等に関して具体的な検証を行うことなく、市場内買付けや部分買付けであることの一事をもって強圧性の問題を強調し、対応方針や対抗措置を用いることを安易に正当化することは望ましくない（「別紙 3：構造的な強圧性に関する検討」参照）。また、対応方針や対抗措置を用いた対応を検討するとしても、まずは強圧性の低い買収手法を用いるよう交渉することを基本とすべきである。

c) 必要性を基礎づける要素についての考え方

株主総会において、様々な要素を考慮して、買収提案の「内容」を理由に企業価値ひいては株主共同の利益が害されるとの判断をしようとする場合^{84, 85}においては特に、買収者が買収の「手法」を改善すれば対抗措置の発動を回避できるわけではない場合もあ

⁸³ 富士興産事件（東京高決令和 3 年 8 月 10 日）、東京機械製作所事件（最決令和 3 年 11 月 18 日）など

⁸⁴ 時間・情報・交渉機会の確保や強圧性への対応を目的とする対抗措置の発動は、買収の手法に関する問題に対処しようとするものである。他方で、実際には、こうした目的に加えて、買付条件が不十分であることや、株主以外のステークホルダー（従業員、取引先等）との関係の変化に起因する企業価値のき損のおそれなど、複数の要素を組み合わせる必要性が論じられることが多く、対抗措置の必要性については、買収手法のみならず、その内容を含めて、総合的に評価せざるを得ない面がある。

⁸⁵ ブルドックスソース事件（最決平成 19 年 8 月 7 日）では、株主が会社の企業価値・株主の共同の利益が害されると判断し、株主総会において導入・発動する場合に、原則として株主の判断を尊重し、相当性のある範囲で対抗措置を講じることが認められている。

る。このため、対象会社が「内容」を理由とする対抗措置の必要性を広く解釈することなどにより、買収に賛成する株主が株式を売却する機会が奪われる可能性が高い⁸⁶。

したがって、取締役会は、形式的に株主総会の判断に委ねるのではなく、対抗措置の必要性や、公正性の確保（例えば、独立性の高い取締役会や特別委員会の関与）等について慎重に検討し、十分な説明責任を果たすことが求められる。

また、望ましい買収を阻害しないという観点からは、対抗措置の発動についての買収者から見た予見可能性が高まることも重要である。例えば、対応方針に定められた手続ルールが買収者によって遵守されることで時間や情報が確保され、買収手法として強圧性の問題が排除された「オール・オア・ナッシング」の公開買付けを用いる場合には、（上記「(3) b) 取締役会限りの判断による導入及び発動」記載の反社会的勢力による買収等の例外的な場合を除いて）対抗措置の発動の必要性は一般的には乏しいと考えられ、対抗措置の発動は抑制的に考える（もしくは発動の余地を排した設計とする）ことが、望ましい買収を阻害しないためには有益である。

(2) 相当性の確保

a) 損害回避可能性

買収者に買収を撤回・中止する時間が残っていること等によって、対抗措置の発動による持株比率の希釈化という損害を回避できる可能性（損害回避可能性）があることは、対抗措置の相当性を基礎づける要素と考えられる。

⁸⁶ 対抗措置の発動には、株主総会決議による株主の判断と、公開買付けへの応募等を通じた株主の判断の二つの方法のうち前者を用いることを会社が選ぶという意味がある。二つの方法には、例えば以下のような点で差異があると考えられ、株主総会決議における株主の判断が、公開買付けへの応募等を通じた株主の判断よりも、常に優れているとは言えない点には留意する必要がある。

- ・株主総会決議による場合、会社側が主体的に判断の場を設定することになる。
- ・株主総会決議による場合、株主は株主総会における質疑を聞いた上で判断することができる。
- ・パッシブ投資家の中には、買収に賛成であっても原則として公開買付けに応募しない行動をとる投資家もいるため、株主総会の方が真の意思表示を行いやすい場合がありうる。
- ・議決権行使の基準日時点と株主総会開催時点の株主の議決権構成が変わるため、株主総会における株主意思の確認は、最新の株主意思を反映していない可能性がある。
- ・株主総会決議による場合、各株主がどう判断したかを、対象会社が把握することができる。
- ・公開買付けで、買付けの下限を低く設定している場合には、多数の株主が応募しない場合であっても、他の株主は株式を売却することができる。

これまでの司法判断の中には、このような損害回避可能性を対抗措置の相当性を基礎づける一つの事情として考慮するものが存在する⁸⁷。

b) 損害軽減措置⁸⁸

対抗措置の発動に当たって、買収者に対して金員等の交付を行うことについては、かえって対抗措置の発動を誘発し、結果として、買収の是非を適切に判断するために必要な時間・情報や交渉機会が確保された上で株式を買収者に売却する機会を株主から喪失させるため、健全な資本市場の育成の妨げとなるという問題がある。したがって、買収者に対する金員等の交付を行うことは望ましくない⁸⁹。

基本的には、買収者が買収を撤回・中止する時間が残っていること等により、対抗措置の発動による損害を回避できる場合には、買収者に対して金員等の交付などの損害軽減措置を行う必要はないと考えられる。

他方で、市場内買付けによる買い上がりの場面では、対応方針における閾値を超えて買付けを行うことで対抗措置の発動の適法性を争う⁹⁰買収者に対して、一定の損害軽減措置をとることがあり得る。実務上は、特に有事に導入される対応方針において、いわゆる「第二新株予約権」⁹¹を交付することにより、一定の限度で損害を軽減する仕組みが採用されることが多くなっている⁹²。

⁸⁷ 日邦産業事件（名古屋高決令和3年4月22日）、富士興産事件（東京高決令和3年8月10日）、東京機械製作所事件（最決令和3年11月18日）など

⁸⁸ 買収者が行使できない差別的行使条件付新株予約権の割当てを行った場合、買収者以外の株主は、行使により株式を取得することで持分割合が増すことによる経済的利益を得られるため、対抗措置の発動の株主総会において、買収の是非の判断とは独立して賛成する動機が存在するという意味で、株主の意思決定に歪みを生じる可能性があるとの指摘もある。

⁸⁹ 2008年報告書においても同様の考え方が示されている。

⁹⁰ 買収者が閾値を超えることで対抗措置の発動を促さなければ裁判所における解決を図れないのは迂遠であり、閾値を超える前に裁判所で争う余地があると考えるのが本来の姿ではないかとの指摘もある。

⁹¹ 「第二新株予約権」とは、①株券等保有割合が一定割合を下回った場合には当該割合を下回る範囲で行使することができるとの行使条件、及び、②一定期間経過後に、未行使の新株予約権を取得時点における時価相当の金銭を対価として取得することができるとの取得条項（いわゆるクリーンアップ条項）が付された新株予約権を指す。

⁹² かかる「第二新株予約権」は、これまでの司法判断でも相当性を基礎づけるものとしたものがあり（富士興産事件（東京高決令和3年8月10日）、東京機械製作所事件（最決令和3年11月18日）など）、上記のような問題が指摘される金員等の交付をできる限り回避しつつ、一定の範囲内で損害を軽減することで相当性を実現しようとするものであり、合理性がある。

c) 損害の予見可能性（危険の引受け）

買収開始前に買収対応方針の内容が開示されている場合、買収者は発動による持株比率の希釈化という損害が生じうることを認識しながらあえて買収を開始しているため、こうした損害が発生する危険を買収者が引き受けていると考えることも可能である。

これまでの司法判断でも、買収の開始前において対応方針の内容が開示されていたことから、対抗措置の発動による希釈化が予見できたことを、相当性を基礎づける要素として考慮したものがある⁹³。

d) 各要素間の関係

近時の裁判例における相当性の判断⁹⁴を踏まえると、損害回避可能性・損害の予見可能性は、損害軽減措置との相関によって判断される、すなわち、損害回避可能性や損害の予見可能性が認められる場合、損害軽減措置の要請は相対的に弱まる関係にあると考えられる。

3. 事前の開示

対応方針を平時に導入し、開示することによって、一定以上の株式を取得する場合には対抗措置が用いられ得ることについて、買収者、株主等の事前の予見可能性が相対的に高まると考えられ、対抗策の内容を見て投資の意思決定を慎重に行う、買収の手法を

なお、上記のとおり、「第二新株予約権」では、一定期間（10年など）の経過後に、未行使の新株予約権を金銭を対価に取得できるとの取得条項（いわゆるクリーンアップ条項）が付されるが、かかる金銭の交付は裁判所によっても問題視されていないと考えられ、2008年報告書などにおいて望ましくないとされてきた金員等の交付には必ずしも該当しないと考えられる。

⁹³ 日邦産業事件（名古屋高決令和3年4月22日）参照

⁹⁴ 具体的には、以下のような判断がされている。

- ・ （有事に導入された対応方針において）買収者が買収を撤回・中止等すれば、対抗措置の発動による損害を回避できる場合で、「第二新株予約権」の仕組みを用いた場合について、相当性が認められている（東京機械製作所事件（最決令和3年11月18日）参照）。他方で、同じく「第二新株予約権」の定めがあったものでも、買収を撤回する方法が実質的に閉ざされていた場合に、相当性が否定されている（三ツ星事件（最決令和4年7月28日）参照）。
- ・ 買収対応方針における手続ルールを遵守すれば、対抗措置の発動による損害を回避でき、また、買収の開始前において防衛策の内容が開示されていたことから、対抗措置の発動による希釈化が予見できた場合に、買収者から新株予約権の取得がなされない（金員等の交付もなされない）仕組みになっていても、第三者への譲渡により損害が軽減できるとして、相当性が認められている（日邦産業事件（名古屋高決令和3年4月22日）参照）。

工夫して買収を試みるなどの対応が可能となりうる。この場合、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側面がある。また、上記のとおり、損害の予見可能性は、対抗措置の相当性を基礎づける要素として考慮されうる。これらの効果に期待して、実務上、株主総会決議を経た上で、平時において対応方針を導入・継続する会社がある。

他方で、事前に開示されていることで、導入企業は（望ましい買収も含めて）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もある。また、「対抗措置が用いられ得ること」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ず、加えて「どのような場合に対抗措置が用いられるか」についての予見可能性が高いことも重要であると考えられる。