

「公正な買収の在り方に関する研究会」策定の指針原案について



大江橋法律事務所
パートナー 弁護士/ニューヨーク州弁護士
細野 真史

▶ PROFILE

shinji.hosono@ohebashi.com



大江橋法律事務所
パートナー 弁護士/ニューヨーク州弁護士
浦田 悠一

▶ PROFILE

yuichi.urata@ohebashi.com

第1 はじめに

経済産業省は、2022年11月、公正な買収の在り方に関する研究会（以下「本研究会」といいます。）を設置しました。本研究会においては以下の点が主要な検討項目とされています。

- ▶ 買収提案についての評価が買収者と対象会社で分かれるケースを念頭に、買収提案に対する当事者の行動の在り方（企業価値の向上に繋げるという観点から、対象会社の取締役会や買収者が持つべき視点、取るべき行動の整理）
- ▶ 買収防衛策の在り方（近年の判例を踏まえた論点の整理。様々な見解のある論点についての考え方の整理）

2023年6月6日時点で本研究会は計8回開催されており、各回の議事要旨及び資料は経済産業省のウェブサイト^{注1}で開示されています。

2023年2月22日、経済産業省経済産業政策局は、「公正な買収の在り方に関する意見・情報の募集～これまでの議論から見えてきた主な論点～（以下「本意見募集」といいます。）を公表し、本研究会での「議論を行う上で、現在検討されている主要な論点について、より広い視点から分析・検討を更に深める」ことを目的としてパブリックコンサルテーションの手続きを実施しました。そして、2023年3月28日開催の本研究会（第6回）において指針原案が審議に付され、以後、その内容検討が進められています。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

本稿では、第8回の時点での指針原案^{注2}について、その概要を速報的にお伝えします。

なお、以下において本研究会の議事録に言及する場合には「第●回議事要旨●頁」といった表現を、本研究会の資料に言及する場合には、「第●回資料●●頁」といった表現をそれぞれ用いることとします。

また、指針原案の脚注及び頁数に言及する場合は、変更履歴のない指針原案の脚注及び頁数を指すものとします。

第2 「第1章 はじめに」の概要

1 指針原案第1章の全体像

第1章は、「本指針の策定経緯」、「本指針の意義と位置づけ」、「本指針の対象」及び「本指針において用いる用語の意義」の4部で構成されています。

2 本指針の策定経緯

指針原案1.1「本指針の策定経緯」では、「公正なM&A市場における市場機能の健全な発揮により、経済社会にとって望ま

^{注1} https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/index.html

^{注2} 指針原案については、その内容が固まった後、パブリックコメントの手続きに付されることが想定されているようです（第8回議事要旨28頁）。

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」ために本研究会が設置され、「同研究会における議論等を踏まえて、我が国経済社会において共有されるべきM&Aに関する公正なルールとして」注3本指針を定める旨が記載されています。

3 本指針の意義と位置づけ

指針原案1.2「本指針の意義と位置づけ」では、まず、本指針の目的が、「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経済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」と定められています。

また、「本指針の意義と位置づけ」では、本指針と、経済産業省が2019年に策定した「公正なM&Aの在り方に関する指針」（以下「公正M&A指針」といいます。）並びに経済産業省及び法務省が2005年に策定した「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「2005年指針」といいます。）との関係等への言及がなされています。

すなわち、指針原案においては、本指針について、公正M&A指針が示す公正なM&Aに関する原則論を継承・発展しつつ公正なM&Aの市場確立に向けた新たな一助となること、さらには、「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」が期待されるものとされています（後者の、「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」との記載は、第7回の研究会において追加されたものです。）。また、指針原案においては、公正M&A指針の対象となる買収取引と本指針の対象となる買収取引について、概ね次のような整理がなされています。

公正M&A指針の対象たる買収取引
<p>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注4</p> <p>→ いかに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</p>
本指針の対象たる買収取引
<p>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</p> <p>→ 経営陣の利益相反の問題等を考慮しつつ、<u>いかにかに</u>こうした買収取引を実現していくかが論点</p>

次に、本指針と2005年指針との関係ですが、そもそも2005年指針は、「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」として策定されたものであり、買収防衛策が公正といえるための要件を定めるといふ色合いが濃いものでした注5。このような2005年指針と本指針との関係について、指針原案では、①2005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、②2005年指針の内容を踏襲しつつ、記述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、③本指針と2005年指針の内容が相容れな

注3 指針原案では、当該記載にはブラケットが付されていますが、最終的に指針を策定する際には当該記載を行うことを想定しているとされています。

注4 公正M&A指針は、「MBOおよび支配株主による従属会社の買収」を検討の中心に据えている指針です。

注5 東京高決平成17年6月15日金判1227号67頁（ニロコ事件）では、2005年指針の内容に言及のうえ、2005年指針において「著しく不正な方法による発行にあたる可能性が高い」とされたものと同類型のポイズン・ピル（新株予約権）につき、その発行が著しく不正な方法によるものであるとして当該新株予約権の発行が差し止められています。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

い部分については、本指針の内容が優先するとしています。

4 本指針の対象及び本指針において用いる用語の意義

指針原案1.3「本指針の対象」においては、まず本指針が、「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」とするものであることが定められています。ここで「主な対象」とされているのは、本指針の一部の箇所において、経営支配権の取得に至らない程度の株式取得行為等も取り上げられているためです。

次に、指針原案1.4「本指針において用いる用語の意義」では、本指針で用いられる各種用語についての定義がなされています。

まず、指針原案は、「買収防衛策」という用語について、「ルールの遵守を求めるための交渉ツールという目的のみで用いられる場合には、必ずしも『防衛』という字義に即さない場合もある」（本意見募集4～5頁）ことから、基本的に「買収防衛策」ではなく「買収への対応方針」という用語を用いています。また、いわゆる「敵対的買収」についても、指針原案では「同意なき買収」との用語が用いられています。

さらに、実務においては、買収防衛策の導入に関し、「平時」「有事」という区分を用いてその有効性の要件等を議論していましたが、本指針では、これらの用語の意義についても定められており、「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」をいい、「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」をいうとされています。ただし、この「試み」という表現については、当該表現を用いると、今まで実務的に言われていた有事のタイミングよりも早くなるのではないかと指摘もなされています（第8回議事要旨8頁）。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィス構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみならず、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

5 補足

本研究会が策定する指針については、その策定予定が公表された当初は、近時の裁判例・学説なども踏まえ2005年指針をアップデート等することによって、買収防衛策導入を通じた買収に対するディフェンスの方針が新たに示されるのではと考える向きもあったように思われます。しかしながら、指針原案を見る限り、本指針は、買収に対するディフェンスの指針というよりは、買収を阻害しない行動についての指針と評価するのが実態に即しているように思われます。

第3 「第2章 原則と基本的視点」の概要

1 指針原案第2章の全体像

第2章は、「3つの原則」及び「基本的視点」の2部で構成されており、「基本的視点」はさらに、「望ましい買収の促進」、「企業価値の向上と株主利益の確保」及び「株主意思の尊重と透明性の確保」で構成されています。

2 3つの原則

指針原案2.1「3つの原則」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が示されています。各原則の内容は次のとおりです。

第1原則	企業価値 ^{注6} ・株主共同の利益の原則	望ましい買収が否かは、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
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
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

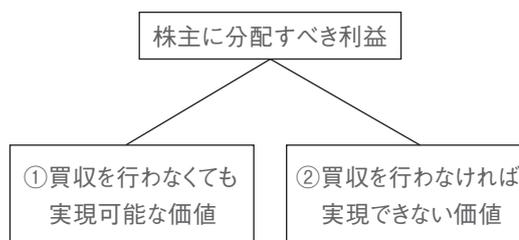
なお、企業価値と株主共同の利益(株主価値)が必ずしも一致しない場合があることを前提として、企業価値は下がるが株主価値は上がる買収に対して株主意思に反してでも経営者の判断で阻止することができるのかとの指摘(第7回議事要旨18頁)に対し、事務局からは、「株主意思に反して防衛をすることは、株主意思を尊重する原則から外れるものだと考えている」(第7回議事要旨21頁)との回答^{注7}がなされています。もともと、本指針自体には、上記の指摘に係る問題点の結論が明示されているわけではありません。

3 基本的視点

指針原案2.2「基本的視点」においては、まず「企業価値」に関する本指針の考え方が示されています。すなわち指針原案では、「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」とされています。

また、指針原案では、「『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、経営陣が保身を図る(経営陣が従業員を口実として保身を図ることも含む。)ための道具とすべきではない」とされています。この記載は、本指針が経営者の「エンタレチメント^{注8}」に繋がるようなものであってはならない」(第6回議事要旨25頁)との指摘を踏まえてのものとして解されます。現在の実務においては、ある買収者による買収が、従業員を含むステークホルダーとの関係や当該ステークホルダーの利益を毀損する場面を会社の企業価値が毀損される場面と位置づけ、当該関係等の毀損を買収防衛策の発動事由と定めるものも存するところ、本指針の策定後は、かような買収防衛策に対して、本指針における上記の記載を根拠とした批判がなされることが想定されます。

次に、指針原案では、公正M&A指針11頁の記載と同様に、買収が実行される場合に株主に分配すべき利益を以下のとおり区別したうえで、①買収を行わなくても実現可能な価値は最低限保障されたうえで、②買収を行わなければ実現できない価値の公正な分配としての部分も保障されるべきとされています。



注6 「企業価値」の意義について、指針原案では、「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」をいうとされています(指針原案5頁)。

注7 指針原案では、「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」と記載されているところ(指針原案10頁)、上記回答と当該記載との整合性は、現時点では明確ではありません。

注8 ここでは「保身」を意味するものとして用いられています。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

もっとも、指針原案においては、これらの価値の客観的な把握等には限界がある注9ことから、買収の価格等の取引条件自体は「一定の幅があるものとして取り扱われるべきもの」とされ、そのうえで、対象会社が買収(交渉)に応じる方針を決定している場合には、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」に加えて、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が行われるべきとされています。この記載に関する議論は、米国におけるいわゆるレブロン義務を参照して行われていたものです(第6回議事要旨5頁)。なお、上記の「合理的な努力」を行うべき場面が「買収に応じる方針を決定している場合」なのか「買収交渉に応じる方針を決定している場合」なのかについては議論がなされている状態にあり、後者の文言については、「合理的な努力」を行うべき場面の到来が早すぎる結果となる旨の指摘がなされています(第8回議事要旨11頁等)。

また、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」にあたっては、経営陣の利益相反問題への対応等の観点から社外取締役注10が重要な役割を果たすとされており、場合によっては特別委員会の活用や外部アドバイザーの助言等の公正性担保措置を講じることが考えられるとされています。これらの「公正性担保措置」については公正M&A指針でも言及があり、指針原案でもその内容が参考とされたものと解されます。

なお、上記の「合理的な努力」に関しては、経営判断に関する取締役の注意義務を加重するものではないことを明らかにすべき旨の指摘(第6回議事要旨11頁)があり、かかる指摘を踏まえ、指針原案の脚注10においては、「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」との記載がなされています。このような記載の存在は、上記の「合理的な努力」が要求される場面において、本指針を踏まえた対応を行うことの積極的な理由となるものといえます。

4 基本的視点・株主意思の尊重等

また、2005年指針においては、買収防衛策の導入につき株主の合理的な意思に依拠すべき旨が述べられており、買収防衛策の有効性を巡る裁判例においても、その導入又は発動にあたって株主意思の確認がなされているかを重視する傾向にあったところ、指針原案の「基本的視点」においても、会社の支配権変動に関する事項は原則として株主の合理的な意思に依拠すべきであることが示されています(指針原案2.2.3)。

さらに、指針原案では、株主がその意思決定の場で正しい選択を行うためには十分な情報が提供される必要があることにも触れられています。この情報提供との関係で、指針原案では、買収の公表後、買収者は公開買付け届出書などへの適切な記載を通じて株主を含めた市場への「説明責任」を果たす必要があると定められています。実務上、いわゆる敵対的買収の場面において、対象会社が、公開買付けに対する質問権(金商法27条の10第2項第1号)の行使や任意の情報提供の要請等を通じて買収者に対し情報開示及び資料提供を求めることは一般的に行われているところ、本指針の策定後は、本指針における上記の記載を根拠に買収者に対して情報開示等を求めることが考えられるところです。

注9 公正M&A指針でも同様の整理がなされており(公正M&A指針12頁)、本指針でもその旨が脚注8に記載されています。

注10 ここでいう「社外取締役」について、指針原案では、原則として独立社外取締役が想定されるが、買収との文脈では、当該買収に関する独立性(当事者からの独立性及び買収の成否からの独立性)を欠くものを除くべきとされています(指針原案脚注11)。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

第4 「第3章 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範」の概要

1 指針原案第3章の全体像等

第3章は、その標題どおり、買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範を定めるものであり、その冒頭において、買収提案の検討に関する以下のフロー図が示されています。

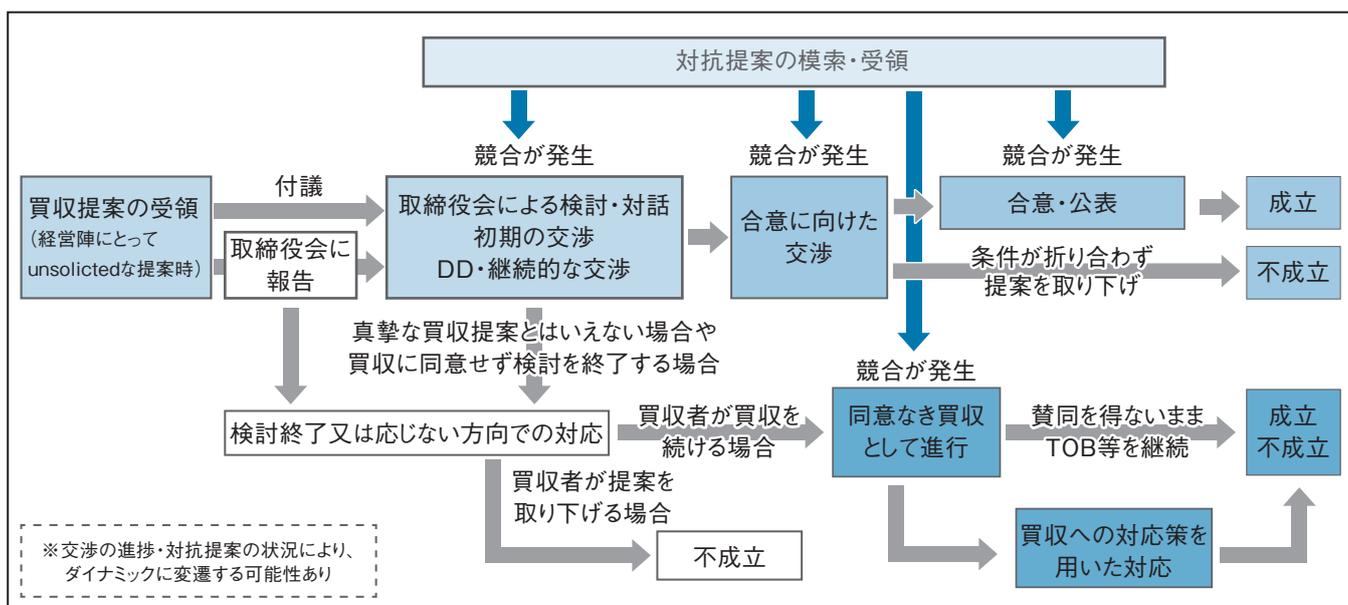
下記フロー図に引き続いて、指針原案では、平時における取締役会の役割にも言及されています。すなわち、指針原案は、平時においては、独立性の高い取締役会が、事業計画等の検証、事業ポートフォリオの定期的な見直し、投資家との対話などの課題の洗い出し等を行うべきであり、特に市場での株式の評価が客観的に低い会社については、こうした取組みを積極的に行うことが期待されるとされています。これらの内容は、コーポレートガバナンス・コード原則や、東京証券取引所が2023年3月31日に公表した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」に係る要請（PBR1倍割れの改善に向けた方針・

取組み等に関する開示の要請）とも整合的なものとなっています。

指針原案ではさらに、「こうした平時からの企業価値向上に向けた取組みを行うことは、買収提案を受けた際に、取締役会において、現経営陣が経営する場合の企業価値向上策と買収提案の内容を速やかに比較検討することにも資する」とされています。平時からの企業価値向上に向けた取組みは、企業価値の向上に伴う株価向上が安価での買収を困難にするという意味において一種の買収防衛的な意味合いを持つものですが、指針原案は、平時における上記取組みが、望ましい買収の速やかな実現に寄与し得るといった側面のあることを重視しているようにも解されます。

2 買収提案を受領した場合

第3章では、上記に引き続く指針原案3.1.1において、「買収提案を受領した場合」のプロセス各論に関する記載がなされています。以下、各プロセスに関する内容を概説します。



本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみならず、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

(1) 取締役会への付議・報告(指針原案3.1.1.1)

指針原案では、経営支配権を取得する旨の買収提案を受領した場合、経営陣又は取締役は、これを取締役に速やかに付議注11・報告すべきとされています。付議しない買収提案についても速やかな報告を求める理由に関し、指針原案では、当該報告を通じて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旨説明されています。

また、指針原案では、買収提案についての取締役会での取扱い(付議するか報告にとどめるか等)を判断するにあたっての考慮要素が示されており、その内容は概ね次のとおりです。

買収提案の具体性	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を踏まえ判断 →具体性は外形的・客観的に判断されるべきもの
買収者としてのトラックレコード	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
資力の蓋然性	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。

(2) 取締役会における検討(指針原案3.1.1.2)

(i)取締役会に付議された買収提案に関しては、それが「真摯な買収提案」であれば「真摯な検討」を行うことが基本とされています。「真摯な買収提案」という用語は公正M&A指針でも見られるものであり、指針原案においては、「具体性・目的の

正当性・実現可能性のある買収提案」を意味すると定められています。検討の当初又は検討の過程で「真摯な買収提案」ではないと判断された場合、取締役会は「検討終了又は応じない方向での対応」を行うこととなります(前掲のフロー図参照)。

そうすると重要となるのは、いかなる買収提案が「真摯な買収提案」といえるかについての判断基準ですが、指針原案では、以下の各要素を総合考慮し、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」にあたらないと判断することもあり得るとされています。ただし、指針原案が同時に、「『真摯な買収提案』を恣意的に解釈し、企業価値を高める提案を安易に断ることにならないよう留意する必要がある」というかたちで釘を刺している点には注意が必要です。

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	●経営支配権を取得した後の経営方針が示されない買収提案 ●(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 ●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

なお、上記①ないし③に係る具体例の幾つかについては、指針原案脚注においてその意味内容に関する注記がなされていることにも留意が必要です。例えば、③の具体例である

注11 ここでいう「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報告することを意味するとされています(指針原案脚注13)。指針原案では、「付議」と「報告」とが併記されていますが、ここでいう「報告」とは審議を目的としない報告を意味します(第7回議事要旨3頁)。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィス構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

「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」については、「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」といった注記が存在します。

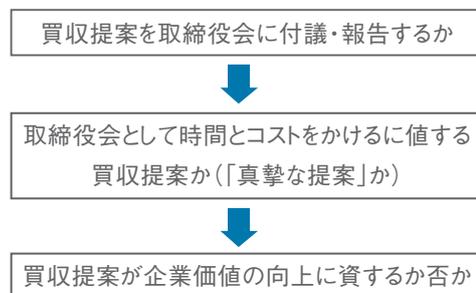
(ii)ある買収提案が「真摯な」ものである場合の「真摯な検討」について、指針原案では、買収後の経営方針、買収価格等の取引条件の妥当性、買収者の資力・トラックレコード・経営能力、買収の実現可能性等を中心に、企業価値の向上に資するかどうかの観点から行うべきものとされています。この検討に関する記載として特筆すべきは、「買収価格等の取引条件が軽視されるようなことがあってはならない」と記載され、さらに、「過去の株価水準よりも相応に高い買収価格が示されていることから、合理的に考えれば企業価値を高めることが期待し得る提案であれば、取締役・取締役会としてはこれを十分に検討する必要がある」と記載されている点です。指針原案は、企業価値の把握にあたり、測定が困難である定性的な価値を強調することのないよう述べているところ、上記の記載は、定量的な数値である買収価格が高い水準である場合に、定性的な価値を強調して当該買収価格の評価を低く見積もることのないよう求める趣旨のものとも解されます。

また、指針原案では、買収を通じた企業価値向上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」十分に比較検討したうえで、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行動すべきとされています。

さらに、指針原案は、買収提案を巡る検討・対話を進めるうえでの取締役・取締役会の行動の在り方を別紙1で整理しており、具体的には、①秘密保持契約の締結についての考

方及び②デュー・ディリジェンスへの対応についての考え方が整理されています。この点、秘密保持契約との関係では、対象会社・買収者双方に説明責任があることを前提に、「秘密保持契約の締結により守秘義務を負う情報の範囲が過度に広範なものとなることは望ましくない」^{注)12}と記載されている点が注目に値します。また、現在の実務上、買収者(買収提案者)によるデュー・ディリジェンスの実施を対象会社が許容する例は稀であり、他方で対象会社から買収者(買収提案者)に対しては任意の情報提供等を要請することが一般的であるところ、別紙1(2)では、「買収者のデュー・ディリジェンス^{注)13}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」と記載されている点も実務に影響を及ぼす可能性があります。

(iii)指針原案3.1.1及び3.1.2で述べられている、買収提案に関する検討対象をフェーズごとに整理すると、概ね次のとおりとなります(指針原案脚注18参照)。



注)12 この記載は、「秘密保持契約はもし結ぶ必要があるとしても、限定的なものでないといけないのだというメッセージを入れた方が良い」との指摘(第7回議事要旨35頁)を踏まえて行われたものです。

注)13 なお、買収者によるデュー・ディリジェンスに関しては、「アメリカでいうレブロン義務のような状態になった場合には、会社は株主の利益のために交渉しなければならないと思うが、そうなる前の段階において、提案が出てきたら常にそれに引きずり回されて交渉しなければならない、ないしはデュー・ディリジェンスに対応しなければならないというように読まれてしまわないようにする必要がある」との指摘がなされ(第6回議事要旨14頁)、かかる指摘を受け、もともと指針本文中にあったデュー・ディリジェンスに関する記載が別紙に移ることとなりました(第7回議事要旨2~3頁)。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

3 取締役会が買収(交渉)に応じる方針を決定している場合

(1) 想定される場面

第3の3で述べたとおり、指針原案は、対象会社が買収(交渉)に応じる方針を決定している局面において、対象会社の取締役は「会社及びその株主の利益のために行動」し、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力をすべきとしています(指針原案2.2.2)。

この点、指針原案3.1.2.1「想定される場面」では、「取締役会が買収(交渉)に応じる方針を決定している局面」の例として、①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提案の選択や条件の設定の交渉に入った場合、②経営支配権を取得する旨の買収者からの提案に応じる方向で合意に向けた交渉に入った場合が挙げられています。

(2) 買収比率や買収対価による差異

指針原案3.1.2.2「買収比率や買収対価による差異」では、株主にとってどのような情報等が重要になるのかといった点が買収態様ごとに区分されて論じられており、その概要は次のとおりです。

現金対価である全部買収	<ul style="list-style-type: none"> ● 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 → 株主にとっては価格面での<u>取引条件の適正さ</u>が特に重要 ● 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注)14、強圧性の問題は小さい。 → 価格面での取引条件が特に重要になるという面
-------------	---

部分買収	<ul style="list-style-type: none"> ● 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。 → <u>全部買収に変更することで問題を解消するよう交渉</u>することも考えられる。 ● 買収後も一部の株主は少数株主として残る。 → 買収後の企業価値が中長期的に向上するかどうかも重要 → <u>買収後の企業価値向上策等に関する情報の提供</u>が特に重要
買収対価の全部又は一部が株式である買収	<ul style="list-style-type: none"> ● 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重要 → <u>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)</u>等に関する情報の提供が特に重要

(3) 株主にとって有利な取引条件を目指した交渉

指針原案3.1.2.3「株主にとって有利な取引条件を目指した交渉」では、取締役・取締役会が行うべき「合理的な努力」の内容として、①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、②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、③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といった具体例が示されています。また、買収条件改善のための手法として、④公表後に他の潜在的

注)14 「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」という文言は、当初の指針原案には存在しませんでした。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ない場合は現金対価の全部買収であっても強圧性がある旨の指摘(第6回議事要旨15頁)がなされ追加されたものです。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみならず、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

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(間接的なマーケット・チェック)、⑤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)が挙げられています。

さらに、指針原案においては、上記のような「合理的な努力」がなされれば、通常は、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としたうえで、「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言い難い提案に取締役会が賛同する」ことを「例外的な判断」と位置付け、そのような判断をするのであれば、当該判断の合理性について「十分な説明責任を果たすべき」としており、とりわけ全部買収の場合は「高度な説明責任が求められる」(指針原案脚注31)とされています(全部買収の場面では、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の記載を踏まえての注記と解されます)。この点、実務においては、公開買付けの場面において、公開買付け価格は低い(市場価値を下回る)が当該公開買付けを含む買収手続きによって企業価値は向上するものと認められるとして、当該公開買付けには賛同するが株主への応募推奨は行わない旨の意見が対象会社から述べられる事例も存しますが、指針原案における上記記載の内容に鑑みますと、本指針の策定後は、上記のような意見を述べることにつき、より慎重な検討が必要になるものと思われます。

なお、指針原案の別紙1(3)においては、買収提案の検討・買収者との交渉に関して、①利益相反等の程度に応じて社外取締役や特別委員会を当該検討・交渉に関与させるべきことや、②買収提案の分析・評価にあたっては、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)を考慮すべきことが記載されています。

4 公正性の担保

第3の3で述べたとおり、指針原案は、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」にあたっては、経営陣の利益相反問題への対応等の観点から社外取締役が重要な役割を果たすとされており、場合によっては特別委員会の活用や外部アドバイザーの助言等の公正性担保措置を講じることが考えられるとされています。

指針原案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」では、この公正性担保措置の一環である特別委員会に関する説明がなされています。すなわち、公正M&A指針においては、「MBOや支配株主による従属会社の買収において取引条件の公正さを担保する上で、特別委員会を設置することの意義は特に大きいといえ、これを設置することが望ましい」とされているところ(公正M&A指針21頁)、指針原案においては、MBOや支配株主による従属会社の買収等、構造的な利益相反が存する取引については、公正M&A指針と同様に特別委員会の設置が「望ましい」としつつ、それ以外の取引について、特別委員会の設置が「有用」である場合と「有益」である場合の例が示されています。なお、指針原案では、特別委員会の設置が「有用」である場合でも、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、特別委員会を設置する「意義は相対的に小さい」とされています。

設置が「有用」な場合
<ul style="list-style-type: none">● 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● 買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合● 市場における説明責任が高いと考えられる場合(例えば、複数の公知の買収提案がある場合等)
設置が「有益」な場合
<ul style="list-style-type: none">● 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)でない会社の場合

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

次に、特別委員会の構成についてですが、公正M&A指針においては、「特別委員会は、委員として最も適任である社外取締役のみで構成し、M&Aに関する専門性は、アドバイザー等から専門的助言を得ること等によって補うという形態が最も望ましいと考えられる(公正M&A指針24～25頁)とされているのに対し、指針原案では、特別委員会の委員は社外取締役を「中心とする」ことが「基本」とされています。公正M&A指針は、その策定後の特別委員会の構成等に大きな影響を及ぼしましたが、本指針も同様に、買収の場面における特別委員会の構成等に少なからぬ影響を与えることが予想されます。

第5 「第4章 買収に関する透明性の向上」の概要

■ 指針原案第4章の全体像

指針原案の第4章は、「買収に関する透明性の向上」というタイトルのもと、次の3つのセクションからなっています。

- 4.1 買収者による情報開示・検討時間の提供
- 4.2 対象会社による情報開示
- 4.3 株主の意思決定を歪める行為の防止

このうち、「4.1 買収者による情報開示・検討時間の提供」は、公正なM&Aに関する各種のガイドライン等^{注15}の中で、初めて正面から買収者の行為準則を定めたものとして特筆に値します。「4.2 対象会社による情報開示」及び「4.3 株主の意思決定を歪める行為の防止」は、全体としてみれば、これまでの実務でも意識されてきた対象会社の行動準則及び不適切な行為を文言化するものと言えます。

■ 2 買収者による情報開示・検討時間の提供

(1) 市場内買付けにおける情報開示のレベル

指針原案は、買収者は、市場内買付けにおいても、公開買付けにおける記載内容と同程度のレベルの情報開示をすることが望ましい、としています(指針原案4.1.1.1。傍点は執筆者によります。)

我が国においては、公開買付けの対象は市場外買付けであり、市場内買付けによる限り、公開買付けは強制されないため、買収者による買収手法の如何によって、法制度上は、情報開示のレベルに著しい差があります。指針原案4.1.1.1は、法制度のギャップをソフトローによって埋めようとする試みとして意義があります^{注16}。

(2) 事前取得(toehold)の在り方

買収者は、買収に先立って、対象会社の株式を小規模に取得することがあります。これはtoeholdとも呼ばれます。指針原案は、かかる事前取得について、買収を進める上での意義があるため(例えば、toeholdは、買収防衛策の株主意思確認において、MOM決議が採用されない限りは、買収者に有利に働きます。)、それ自体を否定的に捉えるべきではないとしています(指針原案4.1.1.2)。買収者が、買収の意図を有しながら、これを秘して対象会社の株式を割安に取得することはアンフェアであるとして、toeholdについて否定的な意見もありましたが、それにもかかわらず、積極的な意義が明記されたという経緯です^{注17}。指針原案では、買収意図を秘したtoeholdの問題点も意識して、公開買付

注15 2005年指針等は、次の場所でまとめて開示されており、大変便利です。

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule.html

注16 金融審議会は、2023年3月2日に、公開買付け制度と併せて大量保有報告制度について、約10年ぶりの本格的な見直しに着手することを決定しており、ハードローが、早晚ソフトローに追いつく可能性があります。

注17 第3回資料3・29頁、同回議事要旨11頁以下の太田委員発言及び21頁以下の井上委員発言参照。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスを想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターの上に依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

けを確定的に予定しているのであれば、toeholdの段階で公開買付けを行う意向を開示することが望ましいとしていますが、意向の開示の望ましさは市場内買付けについても同じであるように思われます。

(3) 予告TOBの在り方

予告TOBとは、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ことをいいます。指針原案は、かかる予告TOBについて、次の2つの行動準則を提示しています（指針原案4.1.1.3）。

①	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。
②	予告にもかかわらず、合理的な期間内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。

予告TOBは、競争法のクリアランスを得るためなど実務的に必要になる場面がある一方で、株価の乱高下の原因になるなど副作用を伴います。しかし、金融庁の「株券等の公開買付けに関するQ&A注18」においても、予告TOBは風説の流布や相場操縦に該当し得るとの指摘にとどまっていた。その意味で、指針原案は、予告TOBに関する行動準則を多少なりとも明確化したものと位置づけられます。

注)18

<https://www.fsa.go.jp/common/law/kaiji/koukaikaittsuke.pdf>

注)19 金商法27条の23第3項各号参照。

注)20 以上につき、例えば、太田洋「三ツ星事件の各決定に関する分析と検討-日本版ウルフ・バックが突き付ける課題」旬刊商事法務2307号23頁。

(4) 実質株主に関する情報開示

指針原案は、株主名簿に表れない実質株主の情報開示について、次の4つの行動準則を提示しています（指針原案4.1.1.4）。

①	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。
②	対象会社から共同保有者の範囲について質問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には、その点についても情報提供することが望ましい。
③	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。
④	当該者のために名義上の株主となっているカस्टディアンにおいては、当該者の意向を確認の上、実質株主に関する事実確認に協力することが望ましい。

大量保有報告制度は実質株主ベースですが、その保有者概念は包括的ではなく注19、大量保有報告義務の不遵守や義務違反に対するエンフォースメントの不足が指摘されていました。また、複数の投資家が連携して対象会社の買収を目指すいわゆるウルフバック戦術に対して、対象会社の対抗手段が乏しいことも指摘されていました注20。指針原案4.1.1.4は、かかる実務の懸念を解消する根拠として機能することが期待されます。

(5) 買収に関する検討時間の確保の在り方

指針原案は、買収者は、公開買付けの場合にあっては公開買付期間を長く設定したり延長したりすることにより、市場内買付けの方法であっても一般論として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としています（指針原案4.1.2）。これまでも、急速な市場内

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

買付けのターゲットとされた対象会社は、買収者に対して、株主による十分な検討時間を確保するため急速な市場内買付けをやめるように要請してきましたが、指針原案は、ソフトローとはいえず、かかる要請に根拠を与えるものとして評価できません。

指針原案では、買収に関する検討時間の確保の手段として、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た秘密保持契約の締結も提示しています。かかる秘密保持契約の活用は、買収防衛策の導入・対抗措置の発動の必要性を低減させる要素としても指摘されているため（指針原案4.1.2、別紙1(1)）、対象会社は、買収防衛策の導入・対抗措置に先立って、スタンドスティル条項等を含む秘密保持契約の締結を買収者に提案することを検討すべきでしょう。

3 対象会社による情報開示

指針原案は、対象会社による情報開示として、(a) 買収が実施される段階での開示及び(b) 買収提案の検討中で報道がなされた場合の開示の2項目に言及しているところ（指針原案4.2）、(b)は常識的な情報管理の在り方を説くものであるため、ここでは(a)に触れます。指針原案は、(a)に関し、次の2つの行動準則を提示しています。

①	買収が実施される場合には、対象会社は、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。
②	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、対象会社は、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。

指針原案には、①に関して、「取締役会又は特別委員会として全会一致の意見となるように議論を尽くすことが望ましい」との文言がありますが、第8回研究会では、議論を尽くしても意見が割れる方が健全であるといった見解が大勢を占めたため、全会一致を強調する文言は修正される見込みです。

②に関しては、特に、対象会社が、買収価格が高い提案に反対し、買収価格の低い提案に賛成する場合に情報開示を充実させる必要が意識されています。ここは「望ましい」ではなく「すべきである」という強い表現になっていることにも注意すべきです。

4 株主の意思決定を歪める行為の防止

指針原案は、次の行為を、株主の意思決定を歪める行為として望ましくないとしています（指針原案4.3）。当然の内容が多く、また、既に述べたことも含まれています。

買収者	対象会社
強圧的二段階買収等の強度の強圧性を有する買収手法を行うこと	—
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	同左
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金など、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	—
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	同左
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	同左

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

第6 「第5章 買収への対応方針・対抗措置」の概要

1 「買収防衛策」に対する評価及び指針原案

第5章の全体像

「買収への対応方針」とはいわゆる「買収防衛策」を指していますが注)21、指針原案では「買収防衛策」という言葉を取って使用していません注)22。これは、買収防衛策は、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ためのものであって、買収の阻止自体を目的とするものではないという考えに根差しています注)23。

「買収への対応方針」というネーミングにも既に表れていますが、買収防衛策に関する基本的な評価を述べる指針原案5.1には、次のとおり、買収防衛策に対する厳しい文言が散りばめられています。指針原案は買収防衛策を否定するものではありませんが、買収防衛策を導入している企業及び導入を検討している企業は、指針原案のスタンスが投資家の言動や裁判所の判断に与える影響に留意する必要があります。

(買収防衛策の存在が)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。

「経営者にとって好ましくない者」から経営陣を守るためのものではない。

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。

注)21 指針原案上は、「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」と定義されています(指針原案5頁)。

注)22 「買収への対応方針」という用語は、現時点で定着しておらず、これが買収防衛策を指しているとは判断しづらいため、本論考では基本的に「買収防

(買収防衛策は)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るおそれや、買収を成立させない方向での設計・運用がなされるおそれが内在している。

指針原案第5章は、次の4つのセクションからなっており、その詳細は各セクションに対応する形で別紙3に整理されています。また、対抗措置(買収防衛策の発動)の必要性を基礎づける一つの要素である「強圧性」については別紙2で整理されています。

- 5.2 株主意思の尊重
- 5.3 必要性・相当性の確保
- 5.4 事前の開示
- 5.5 資本市場との対話

以下の記載は、指針原案第5章の順に合わせていますが、表題は本文の実質的な内容を踏まえたものに変更しています。

2 株主意思確認とその例外を巡る諸論点

導入又は発動のいずれかのタイミングで株主意思確認(実務的には株主総会決議)を経ることによって買収防衛策の発動が差止めを免れる確度が高まることは近時の裁判例でも示されていたところですが注)24、指針原案は、以下に述べるとおり、裁判例のリステイトメントにとどまらない内容を含んでいます。

衛策」という言葉を使用しています。

注)23 第6回議事要旨3頁の事務局発言及び21頁の田中委員の発言参照。

注)24 富士興産事件・東京高決令和3年8月10日資料版商事法務450号143頁、東京機械製作所事件・東京高決令和3年11月9日資料版商事法務453号94頁、三ツ星事件・大阪高決令和4年7月21日資料版商事法務461号143頁参照。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィス構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみならず、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

(1) 株主総会決議による発動の必要性の推認

指針原案では、発動時の株主総会決議は、次の2点の事情によって必要性を推認するものと整理されています(別紙3・1.(1))。

①	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注)25。
②	買収に関する様々な要素注)26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) 導入時の株主総会決議の限定的意義

指針原案では、発動時の株主総会決議は、次の2点の事情によって必要性を推認するものと整理されています(別紙3・1.(2))。

①	買収防衛策の内容が、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ことを示す事情となる。
②	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(傍点は執筆者によります)。

一見すると当然のことを述べているように思われますが、株主総会決議によって平時導入された買収防衛策を取締役会限りで発動したことに對する株主の差止請求を認めなかった日邦産業事件注)27に関し、指針原案は、上記の傍点部分に加え、株主総会決議により導入された買収防衛策に基づく対抗措置を取締役会限りで発動する適法性が認められる「余地を示すもの」と

限定的な評価を加えていることから、「本指針のもとでも、導入について株主総会決議を経れば、取締役会限りで発動しても常に大丈夫と考えられている」と単純に理解しないことが肝要です。

(3) MOM決議の例外性

指針原案は、東京機械製作所事件注)28で用いられたいわゆるMOM決議(対抗措置の発動についての株主総会において、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する決議)注)29について、「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」こと、及び、「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」ことを理由に、「非常に例外的かつ限定的な場合」に許容されるとしています(別紙3・1.(3) a)。

東京機械製作所事件に関する東京高裁の決定文自体は、かかる限定的な読み方を示唆していませんが、買収防衛策に対する指針原案の厳しい立場がここにも表れているといえます。指針原案の改定前の案は、東京機械製作所事件を踏まえて、買収者が大量保有報告制度などの法令について重大な違反をした場合には当該買収者の議決権を除外するという選択肢を提示していましたが、第7回研究会における議論を経て、かかる選択肢は削除されています注)30。

注)25 具体的には、株主が、公開買付けに応募するかどうかとは別に、買収の是非を判断することができることを意味します。

注)26 株主価値の向上の有無が強調されている指針原案ですが、ここでは「従業員や取引先などステークホルダーとの関係の変化」が要素として例示されています(指針原案脚注69)。

注)27 名古屋高決令和3年4月22日資料版商事法務446号154頁参照。

注)28 前掲注24

注)29 指針原案は、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ことを理由に、マジョリティ・オブ・マイノリティ(MOM)決議と呼ぶことを否定しています(指針原案脚注73)。

注)30 第8回資料3・48頁以下。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターにのみ依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

(4) 取締役会限りの導入・発動の余地

ニッポン放送事件^{注)31}におけるいわゆる高裁4類型^{注)32}は、買収防衛策の取締役会限りの導入・発動が認められる場合の例示であって、他の場合にも買収防衛策の取締役会限りの導入・発動が認められる余地があるというのが一般的な理解でしたが、指針原案は、これを肯定し、さらに、①反社会的勢力等による買収、及び、②対象会社や一般株主の犠牲のもとに買収者が不当な利益を得る蓋然性が高い買収等に対して、緊急避難的に、取締役会限りで買収防衛策を導入・発動する余地を認めました(別紙3・1.(3) b))。

もっとも、指針原案は、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得ることなどを根拠に、取締役会限りで買収防衛策を導入・発動に慎重な姿勢を示しています(別紙3・1.(3) b))。

3 必要性・相当性

(1) 必要性に関する諸論点

(i) 時間・情報・交渉機会の確保に関する準則の具体化

指針原案では、買収者が買収防衛策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とる場合には、時間・情報・交渉機会を確保する必要性と結びつきやすいものの、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らずに引き延ばす等の恣意的な運用は許容されないとしています(別紙3・2.(1) a))。これは、2008年に公表された企業価値研究会による「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」でも指摘されていたことであり^{注)33}、実務でも意識されてきました。

重要なのは、指針原案が、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)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は、時間・情報・交渉機会の確保の観点から一定の合理性があると考えられるとしつつ、これらを超えて時間・情報を要すると考える場合には、個々の事案に応じて十分に検討・説明がされるべきとして、比較的具体的な運用に言及していることです(別紙3・2.(1) a))。例示の形ではあるものの、手続ルールの運用を標準化し、運用に制約を課す効果をもたらす可能性があります。

(ii) 「強圧性」による発動の必要性基礎づけの難易化

強圧性とは、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の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す。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しています^{注)34}。

この点、指針原案は、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、買収防衛策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としています(別紙3・2.(1) b))。これは、本研究会における議

^{注)31} 東京高決平成17年3月23日判タ1173号125頁参照。

^{注)32} ①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)、②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)、③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、④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上昇の機会をねらって高値で売り抜ける行為。

^{注)33} 同書6頁及び9頁

^{注)34} 前掲注24富士興産事件、東京機械製作所事件など。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

論の中で、まず、企業価値を損なう買収提案であるにもかかわらず株主が十分な情報がないままに誤信して買収に応じてしまうおそれ(いわゆる実質的強圧性)は「強圧性」の問題ではなく、いわゆる構造的な強圧性だけが「強圧性」の問題であると整理され、続いて、いわゆる構造的な強圧性は従来考えられていたよりも複雑であるとの認識が共有されたためです注)35。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との指摘や、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毀損を恐れて売却するのではないとの指摘を受けて、結論として、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必要がある、との整理に至っています(別紙3・2.(1) b)及び別紙2)。今後は、対象会社が、強圧性を根拠に対抗措置をとろうとするときには、指針原案に至る議論を踏まえた説明をすることが求められる可能性があります。

(iii) 企業価値毀損のおそれ等を理由とする必要性基礎づけの難易化

指針原案は、対象会社が、買付条件が不十分であることや、従業員・取引先等との関係の変化に起因する企業価値の毀損のおそれを理由として対抗措置の必要性を基礎づけようとする場合には、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あるとして、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としています(別紙3・2.(1) c))。権限分配論を重視していると思われる司法判断も、十分な情報提供がなされたうえで株主が賛同すれば(発動に関する株主総会決議が可決されれば)対抗措置の必要性を肯定する傾向があるため、株主が賛同するだけでは足りないことを示唆する

指針原案のこの部分については議論があり得るでしょう。

このことを意識してか、指針原案は、①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こと、及び、②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とを根拠に、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と指摘しています(指針原案脚注86)。

また、指針原案は、実務的にも珍しくない、上限を設定せず、買付後の株券等所有割合を株式併合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については、強圧性が排除されていることを理由に、対抗措置の必要性が乏しいとしています(別紙3・2.(1) c))。

指針原案のこの辺りの記述には、買収防衛策の発動に対し謙抑的な指針原案の立場が表れているように思われます。

(2) 相当性に関する司法判断の受容

指針原案のうち、相当性の確保に関する部分は、近時の裁判例注)36を踏まえると、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いう一般的な理解をなぞるものであり、今後の実務に実質的な影響を与える可能性は低いと考えられます。

注)35 第4回資料3・26頁以下など。

注)36 前掲注27日邦産業事件、前掲注24富士興産事件・東京機械製作所事件。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィス構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみならず、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

4 平時導入型の買収防衛策に対する評価

平時導入型の買収防衛策は、有事導入型の買収防衛策よりも、買収者にとっての予見可能性が高いと思われませんが、指針原案は、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、また、経営への外部からの規律が期待できない可能性もあり、「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ないとしています(別紙3・3)。

5 買収防衛策に関し機関投資家等に個別判断を求める条件

指針原案は、最後に、次のとおり、改めて、買収防衛策に対して厳しい言葉を並べたうえで、買収防衛策の設計について提言しています(指針原案5.5)。

(1) 機関投資家等が買収防衛策に関し個別具体的な判断をする条件

買収防衛策を導入している企業又は導入しようとしている企業からは、機関投資家等は、内容を精査せずに形式的に一律に買収防衛策の導入又は発動に反対しているとの批判があります。これに対し、指針原案は、まず、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買収防衛策が導入されやすい傾向があったといたううえで、買収防衛策導入の検討をする前に、平時から企業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、と釘を刺しています。そのうえで、買収防衛策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、としています。そして、対象会社がそのような対応をとるのであれば、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、個別に賛否を判断することが望ましいとしています。

(2) 買収防衛策の設計に関する提言

指針原案は、機関投資家の賛同が得られる可能性のある買収防衛策の設計として、次のものを例示的に提言しています(指針原案5.5、脚注61・62)。

	指針原案の提言の概要	左記提言に関するコメント
①	対抗措置の発動時に必ず株主総会に諮る設計とする。	導入時に株主意思確認を経ていれば取締役会限りで発動できるとする日邦産業事件の司法判断とは異なります。
②	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にのみ限定する。	現在の一般的な設計ではかかる限定はありません。
③	手続ルールを遵守したとしても、対抗措置の発動要件を、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。	現在の一般的な設計では、取締役会限りで発動する場合に左記のような条件を設定することはありますが、株主意思確認をする場合には左記のような限定はありません。
④	強圧性が除外された二段階買収を原則として発動の対象外とする。	現在の一般的な設計では、左記の場合であっても必ずしも発動の対象外とはされていません。
⑤	発動に関する判断を行う取締役会の構成について社外取締役が過半数である場合に限定することや、社外取締役のみから構成される特別委員会の判断を最大限尊重する場合に限定する。	前段は会社の役員構成次第であり、後段に関しては、社外取締役と社外有識者を構成員とすることがありますが、提言がこれを否定する趣旨ではないと思われます。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみならず、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

⑥ 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買収防衛策(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。	現在の一般的な設計ではかかる限定はありません。
--	-------------------------

上記のとおり、指針原案の提言は、今後導入する買収防衛策が以上のような設計でなければならないという趣旨のものではありませんが、指針原案の提言を受けて、機関投資家が提言の条件を充足しない買収防衛策に反対票を投じることとなる可能性には留意すべきです。

以上

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスを想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。