

企業買収における行動指針について

2024年5月

経済産業政策局 産業組織課

1. M&Aに関する経済産業省の近年の取組

- 日本経済の成長を促すという観点から、経済産業省はM&Aや事業再編の促進に取り組んできた。
- M&Aに関するルールとしては、法制度や判例法理が大きな役割を果たしているが、これに加えてソフトローとして指針を示すことで、予見可能性を向上させることに貢献している。

指針の策定

2005年	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（経産省・法務省）（“買収防衛指針”）
2008年	「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（企業価値研究会）
2019年	公正なM&Aの在り方に関する指針（“公正M&A指針”）
2020年	事業再編実務指針
2023年	企業買収における行動指針(8/31公表)

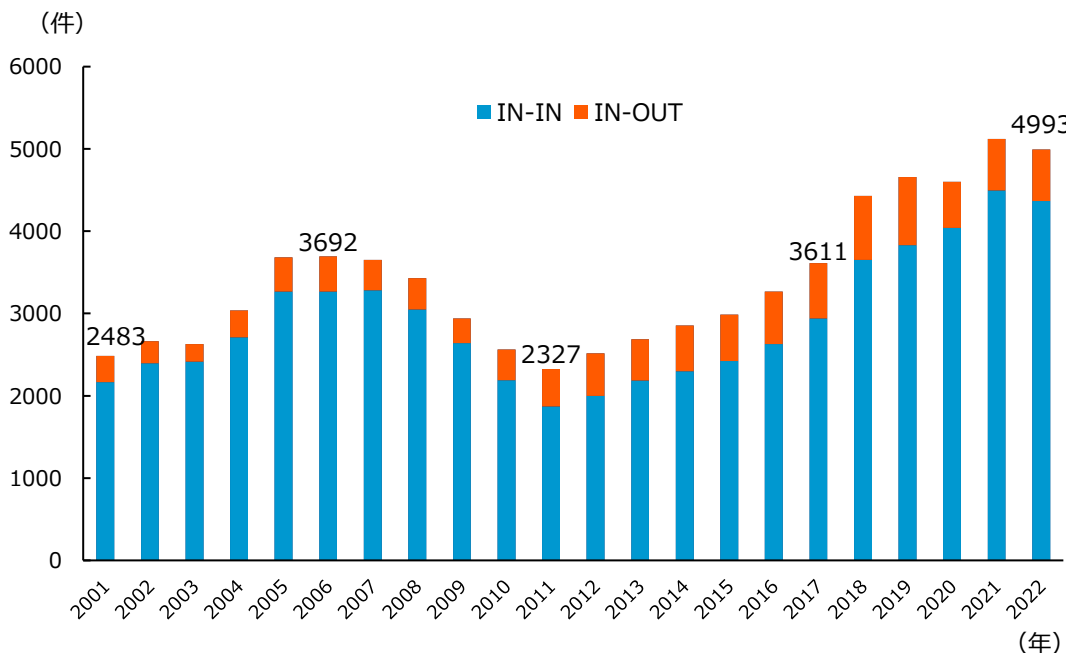
税制の改正

2016年	スピノフに関する税制改正 （tax-free spin-off）
2020年	株式交付に関する税制改正 （tax-free stock-for-stock acquisition）
2022年	パーシャルスピノフに関する税制改正（時限措置）

2. 指針策定の背景① (M&A取引の動向)

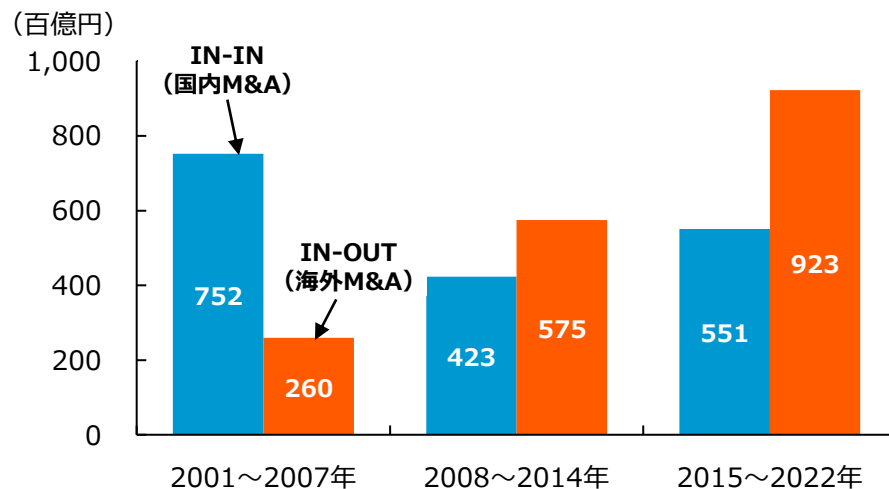
- 経済産業省では、公正なM&A市場の整備による企業価値向上の観点から、M&Aを巡るベストプラクティスを示す指針等を策定してきたが、買収防衛策に関する指針の策定からは15年以上が経過。
- 日本企業が関連するM&A取引の件数は増加傾向にある。他方で、金額ベースで過去20年間に大きく伸びたのは海外向けのM&A取引であり、国内企業に対するM&A取引の伸びは相対的には大きくない。

日本企業が関連するM&A取引の件数の推移



(出所) レコフデータを基に作成。非上場会社が関連するM&A取引を含む。

日本企業が関連するM&A取引の金額の推移



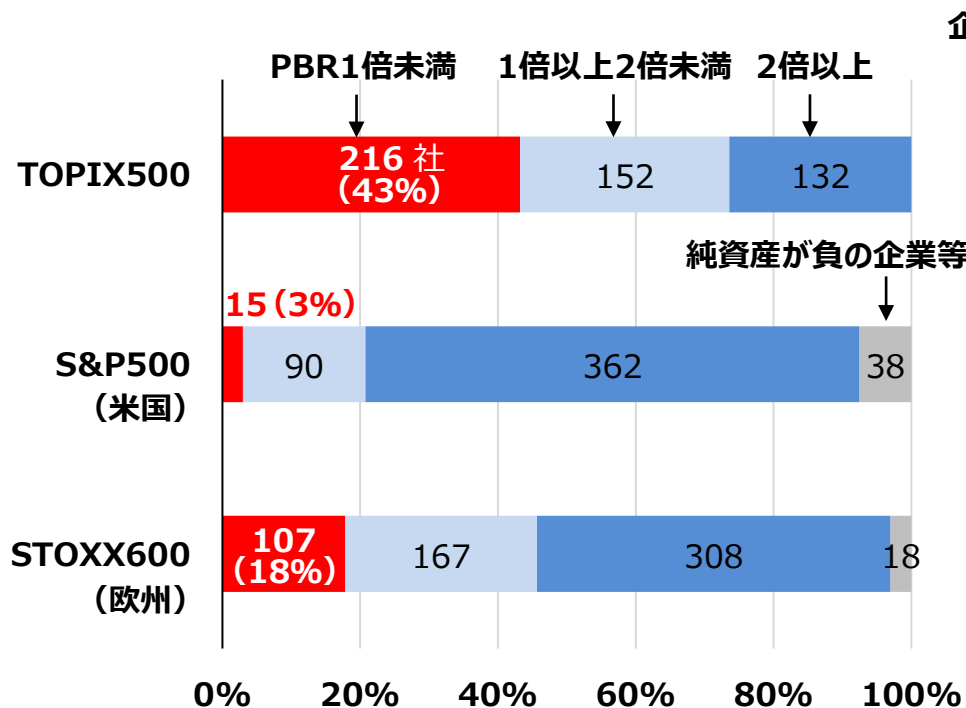
(注) 数値はそれぞれの期間における1年当たりのM&A金額。非上場会社が関連するM&A取引を含む。

(出所) レコフデータを基に作成。

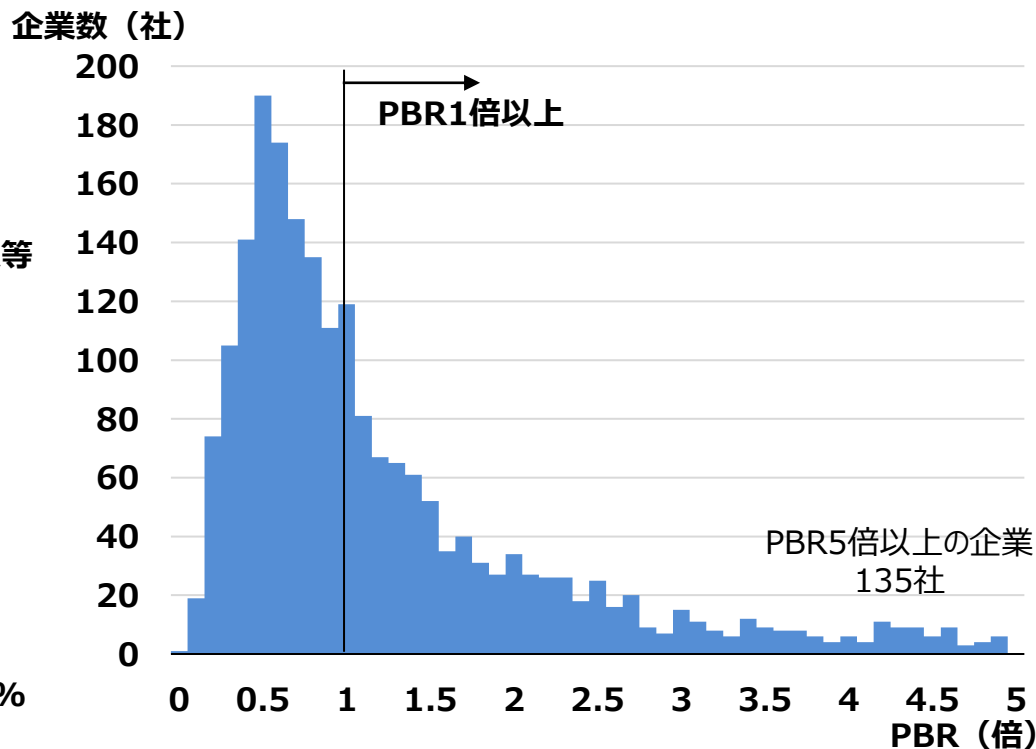
3. 指針策定の背景② (PBRの分布)

- 日本は上場会社の数が多いが、株式市場においては、企業の持つ純資産価値を下回る評価がなされている企業の割合が高い。

TOPIX500、S&P500、STOXX600企業のPBRの分布



東証一部 (当時) 上場会社のPBRの分布 (2,173社)



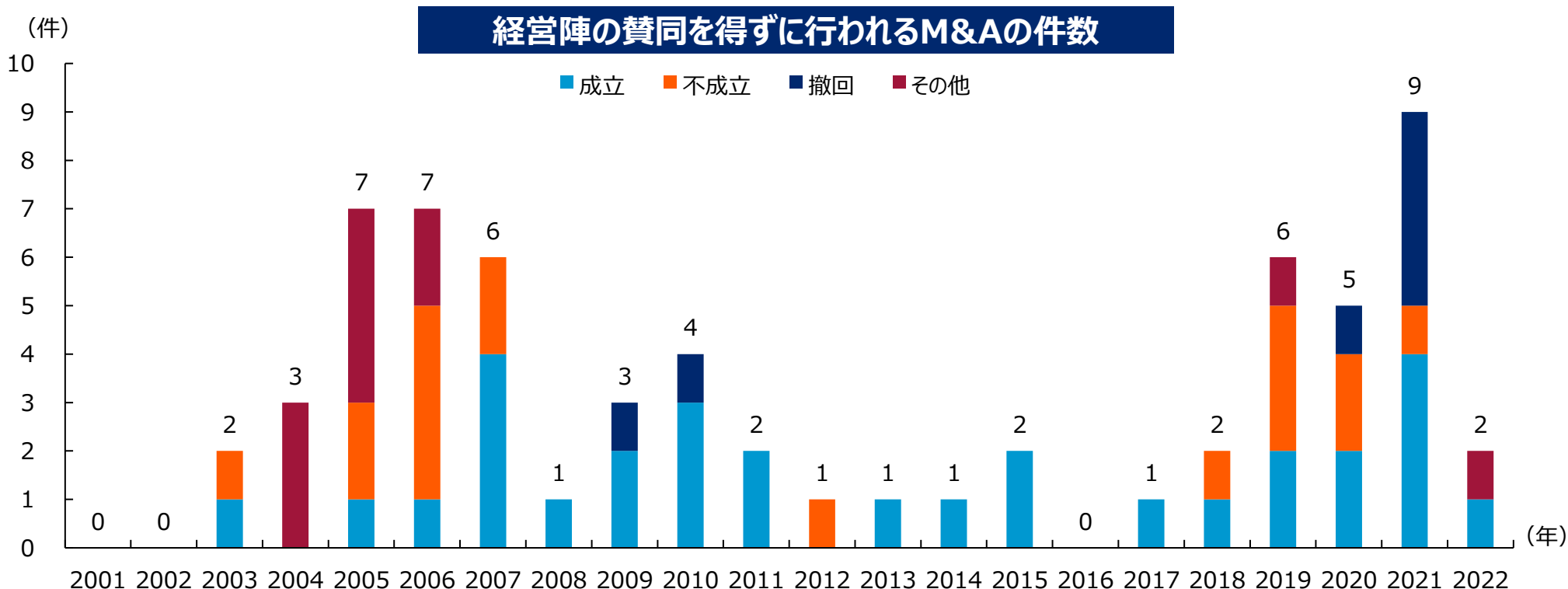
(注) PBRとは、株価を1株当たり純資産で割ることで算出できる。PBRが1倍を上回る場合、企業の持つ純資産価値を上回る評価が市場でなされていると考えられる。

左図は2022年3月7日時点の情報。右図は2022年3月2日時点の情報。PBRデータが取得できなかった会社は含まない。

(出所) Bloombergを基に作成。

4. 指針策定の背景③（同意なき買収提案の増加）

- 日本は、米・英・独と比較すると同意なきTOBや競合的TOBは少ない傾向にあるが、近年、**対象会社の経営陣や取締役会の同意を得ずに行われるM&Aは珍しくなくなっており**、投資ファンドに限らず、事業会社がこうした買収提案を行う事案も一定数見られる。
- そのほか、当初の買収提案を契機に第三者から対抗提案が提示され、それぞれの評価を巡って見方が分かれるケースも増加するなど、**取締役会が検討・対応すべき事項が複雑化**。



（注1）レコフデータベースにおいて、「敵対的M&A」とされているものを集計している。

（注2）REIT、インフラ投資法人を対象とする案件が計3件（2022年：1件、2021年：1件、2019年：1件）含まれる。






（注3）「その他」にはTOB期間中や意見表明等が公式には出さずに立ち消えになった案件が含まれる。

（出所）レコフデータを基にして経済産業省が作成。

(参考 1) TOBの性質の各国比較

- 日本におけるTOBについては、米・英・独と比較すると同意なきTOBや競合的TOBが少なく、他国と比して競争性が低いという指摘もある。

TOBの性質の国際比較
(2012～2021年の累計)

		日本 	米国 	英国 	ドイツ 	フランス 
TOBの合計件数		476件	584件	211件	326件	331件
各性質を持つ案件の比率	同意なきTOB	3.8%	16.6%	19.0%	9.2%	0.9%
	競合的TOB	3.2%	7.0%	10.9%	4.0%	2.7%
	同業種TOB	20.0%	40.8%	34.6%	23.0%	28.4%
	LBO	17.0%	6.8%	4.7%	4.0%	2.1%
	不成立となったTOB	5.0%	9.9%	9.0%	9.8%	2.7%

(注1) %は各国におけるTOB全体の案件数に対する各類型のTOB案件数の割合を表す。2012年1月から2021年12月におけるTOBを各国の証券取引所別で集計。自己株TOB及び非上場会社に対するTOBは除く。

(注2) 各性質を持つ案件は、Refinitivデータベースの下記の情報を用いてそれぞれ集計。

同意なきTOB：「当初の反応」において、「Hostile」又は「Unsolicited」とされているTOB

競合的TOB：「競合案件：買収側」に記載のあるTOB

同業種TOB：被買収側及び買収側における「ミッド業種」が一致しているTOB

LBO：「レバレッジド バイアウト」において「TRUE」とされているTOB

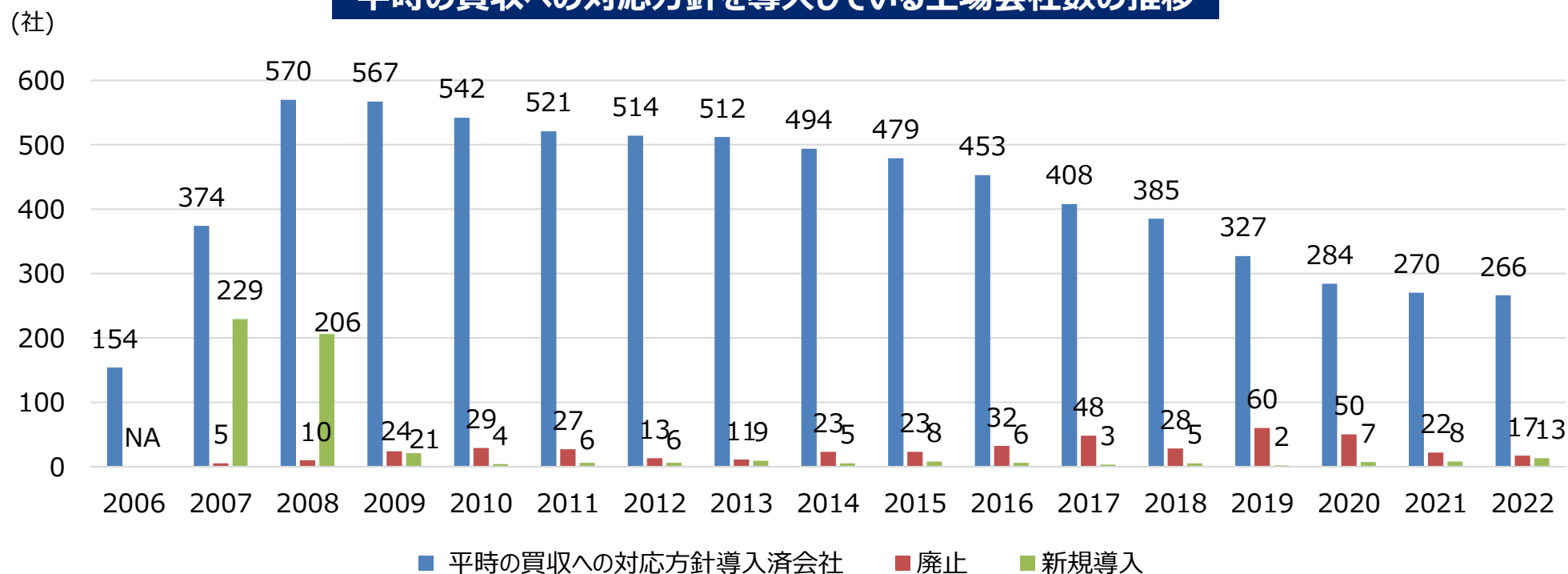
不成立となったTOB：「案件ステータス」において「取り下げ」とされているTOB

(出所) Refinitivのデータを基に作成。

(参考2) 平時の買収への対応方針を巡る状況

- 平時の買収への対応方針を導入する企業は2008年まで急増。その後、世界的な金融危機の影響もあって同意なき買収が減少したこと等から、減少傾向に。
- さらに、2014年頃から海外の機関投資家の反対傾向の高まりを受け、平時の買収への対応方針を廃止する企業が増加。2017年のスチュワードシップコードの改訂で議決権行使の個別開示が導入されると、更に廃止する企業が増加した。

平時の買収への対応方針を導入している上場会社数の推移



(出所) 商事法務「敵対的買収防衛策の導入状況(2022、2021、2012、2006 三井住友信託銀行調べ)」から作成。なお、当該資料上、2006年の廃止・新規導入数の集計がないため、NAと表記している。

(備考) 国内上場会社の開示資料を基に三井住友信託銀行において調査し、その結果を毎年商事法務に掲載しているもの。

(参考3) 買収への対応方針・対抗措置に関する裁判所への差止請求

- 近時、買収への対抗措置の発動の差止めを巡る司法判断が相次いでいる。これまでのところ、裁判所は株主の意思確認を重視する傾向が指摘される。

対象会社	経緯	株主意思 確認総会	司法判断	結果	
日邦産業	2019年2月～ 2020年6月24日 2021年1月28日 2021年3月8日 2021年4月22日 2021年7月28日	フリージア・マクロスが市場内買付け 定時株主総会において買収防衛プランの継続の承認決議 フリージア・マクロスが TOB（株式公開買付け）開始 取締役会が新株予約権の無償割当てを決議 新株予約権無償割当ての 差止めを認めない司法判断 （名古屋高裁（抗告審）） フリージア・マクロスがTOBを撤回	あり (導入時)	差止め×	TOB撤回
日本アジア グループ	2020年11月～ 2021年3月 2021年3月9日 2021年3月22日 2021年4月23日 2021年4月～7月	日本アジア代表取締役によるMBO、シティインデックスイレブンス（CI11）が第1次TOB開始 日本アジアが特別配当を公表、CI11が第1次TOBを撤回、 市場内で買集め 取締役会が買収への対応方針の導入を決議 取締役会が新株予約権の無償割当てを決議 新株予約権無償割当ての 差止めを認める司法判断 （東京高裁（抗告審）） CI11が第2次TOBを開始・成立	<u>なし</u>	<u>差止め○</u>	<u>TOB成立</u>
富士興産	2021年4月28日 2021年5月24日 2021年6月11日 2021年6月24日 2021年8月10日 2021年8月24日	アスリード・キャピタルが市場内で買集め→ TOB開始 取締役会が買収への対応方針の導入を決議 取締役会が新株予約権の無償割当てを決議 定時株主総会において買収への対応方針・対抗措置の導入・発動の承認決議 新株予約権無償割当ての 差止めを認めない司法判断 （東京高裁（抗告審）） アスリード・キャピタルがTOBを撤回	あり	差止め×	TOB撤回
東京機械 製作所	2021年6月～ 2021年8月6日 2021年8月30日 2021年10月22日 2021年11月18日 2021年11月24日	アジア開発キャピタル（ADC）らが 市場内で買集め 取締役会で買収への対応方針の導入を決議 取締役会が新株予約権の無償割当てを決議 臨時株主総会において買収への対応方針・対抗措置の導入・発動の 承認決議（MoM決議） 新株予約権無償割当ての 差止めを認めない司法判断 （最高裁） ADCらはTOB検討方針を撤回	あり	差止め×	TOB検討 方針を撤 回
三ツ星 (※)	2021年7月～ 2022年4月8日 2022年5月18日 2022年6月24日 2022年7月28日	アダージキャピタルが市場内で買集め 取締役会が買収への対応方針の導入を決議 取締役会が新株予約権の無償割当てを決議 定時株主総会において買収への対抗措置発動の承認決議 新株予約権無償割当ての 差止めを認める司法判断 （最高裁）	あり	<u>差止め○</u>	<u>対抗措置 中止</u>

(出所) 公表情報を基に経済産業省作成 (※) 三ツ星事件では、裁判所は対抗措置発動の相当性について否定的に判断しているものの、その必要性については従前同様、株主の意思確認を重視していることが指摘されている。

5. 買収行動指針の目的と目指すべき姿

【指針の目的】

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共有されるべき

原則論・ベストプラクティスを提示すること

- 日本の**法制度・判例法理等を補完**し、関係者に対する**予見可能性をもたらす**ことを通じて、**公正なM&A市場の確立**に資する
- 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**ことで、**日本の資本市場に対する信頼**を高める



【日本の経済社会が目指すべき姿】

市場機能が健全に発揮され、望ましい買収が活発に行われること

- 買収する会社：**買収による企業の成長**
- 買収される会社：**優れた経営戦略を選択する機会**の確保、**経営に対する外部からの規律**の向上
- 経済社会全体：**リソース分配の最適化機能**の発揮、**業界再編の進展**、資本市場における**健全な新陳代謝**

(参考 1) 買収行動指針と過去の指針等との関係

公開買付け・大量保有報告規制、会社法等のハードロー



対象：構造的な利益相反のある取引 (MBO／支配株主による従属会社の買収)

- 2007年：「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」
- 2019年：「公正なM&Aの在り方に関する指針」
 - M&Aを行う上での尊重されるべき原則
 - 公正性担保措置（特別委員会など）
 - 対抗提案を受けた場合の対応

継承・発展

対象：経営支配権取得／独立第三者間の取引 (買収提案を巡る行動を含み、より広い範囲が対象)

2023年：「企業買収における行動指針」

- 尊重されるべき3つの原則と基本的視点
- 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範
- 買収に関する透明性の向上
- 買収への対応方針・対抗措置

対象：買収への対応方針・対抗措置 (いわゆる“買収防衛策”)

- 2005年：「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」／「企業価値報告書」
- 2008年：「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」
 - 買収防衛策が満たすべき原則
 - 買収防衛策に関する取締役の行動の在り方
 - 裁判例の考え方の整理

一部見直し



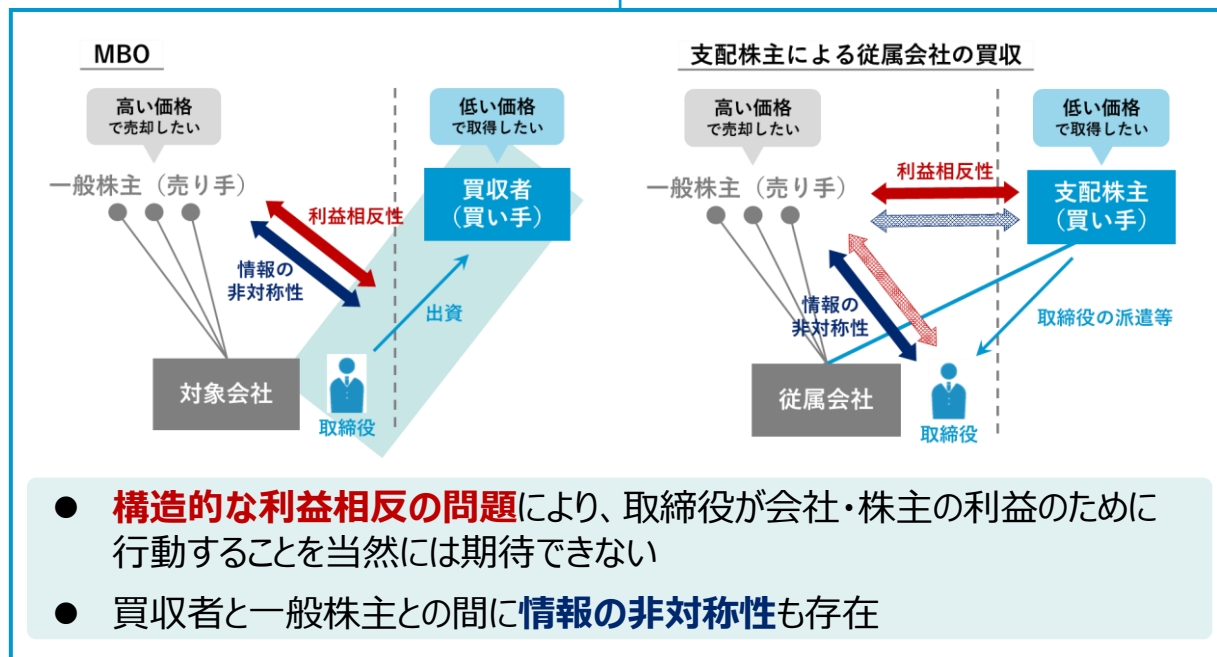
「コーポレートガバナンス・コード」
「スチュワードシップ・コード」

- コーポレートガバナンスに関する経産省のガイドライン
- ・ 「CGSガイドライン」
 - ・ 「グループガイドライン」
 - ・ 「社外取締役ガイドライン」
 - ・ 「事業再編実務指針」

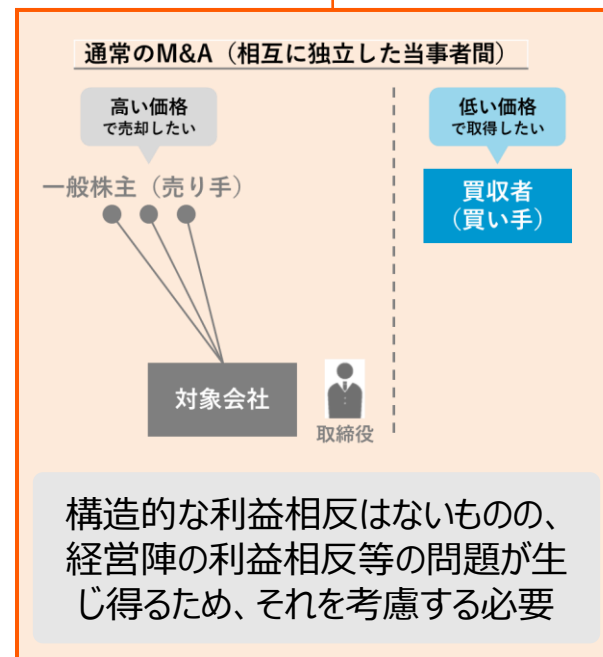
(参考2) 公正M&A指針と買収行動指針の対象の違い

- 公正M&A指針は、（取締役が一般株主より買収者の利益を優先するおそれのある）**構造的な利益相反性**や**情報の非対称性の問題**がある**MBO**(Management Buyout/経営者による企業買収) や**支配株主による従属会社の買収**が対象。
- 他方で、企業買収における行動指針は、対象会社の取締役が買収者から独立した利害関係を有している**通常の買収（独立第三者間取引）**を念頭に置いて、上場会社の株式取得により**経営支配権を取得する行為全般**を主な対象としている。
- このように、両指針は、**着目する取引類型（及びそれに応じた利益相反等の程度）**に違いがあるため、**実施する取引類型に応じて、各指針の内容を参照することが期待される。**

公正M&A指針のスコープ



買収行動指針の主なスコープ



6. 企業買収における行動指針の構成

- 上場会社の買収全般を対象に、買収提案を巡る一連の対応の全体をカバーした包括的な指針（ソフトロー）。

第2章

原則と基本的視点

- 第1原則：企業価値・株主利益の原則
- 第2原則：株主意思の原則
- 第3原則：透明性の原則

第3章

買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範

各基本原則の実現のために、買収提案を巡る取締役（会）の行動規範について局面（買収提案の受領時、買収に応じる方針の決定時等）に応じた考え方を整理。

第4章

買収に関する透明性の向上

第2原則・第3原則の実現のために、買収者及び対象会社双方の観点から、買収に関する透明性の向上・情報提供の在り方を提示。

第5章

買収への対応方針・対抗措置

買収への対応方針が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（各基本原則の実現）ものの、会社の姿勢次第では、中立な手続ルールとして機能しないこともあるため、買収への対応方針の考え方や在り方を提示。

7. 買収一般において尊重されるべき3つの原則

第1原則：企業価値・株主利益の原則

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。

企業価値の向上と株主利益の確保の双方に資する「望ましい買収」を促進できるよう、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。

第2原則及び第3原則は、第1原則を実現する前提となるもの

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。

会社の経営支配権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。

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（インフォームドジャッジメント）

8. 「企業価値」概念の明確化

- 政策的観点からは、中長期的に企業価値を高めていくことが重要。
- 指針策定過程では、企業価値の概念の曖昧さを指摘する意見が多かったことから、指針では、企業価値に関する考え方を明確化している。

企業価値に関する考え方

- 企業価値とは、**企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和を表すもの**。
- 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**。
- 事業活動における従業員や取引先による付加価値の提供など、**ステークホルダーが貢献することにより将来のキャッシュフローが増加する関係にあり、定量的な企業価値にステークホルダーの貢献は反映されている**。
- 企業価値は**定量的な概念**であり、対象会社の経営陣は、測定が困難である**定性的な価値を強調することで、企業価値の概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図るための道具とすべきではない**。

9. 取締役・取締役会の行動規範（第3章）

- 日本では、買収提案を受けた際の取締役・取締役会の一般的な行動規範が、判例において明確に示されておらず、実務上も取るべき行動についての共通認識が形成されていないことから、対象会社側の対応が不十分又は不適切と思われるケースも見られる。
- 本指針では、経営陣が買収提案を受領してから、取締役会に付議又は報告し、取締役会において検討する流れに沿って、取締役・取締役会の行動規範を提示。

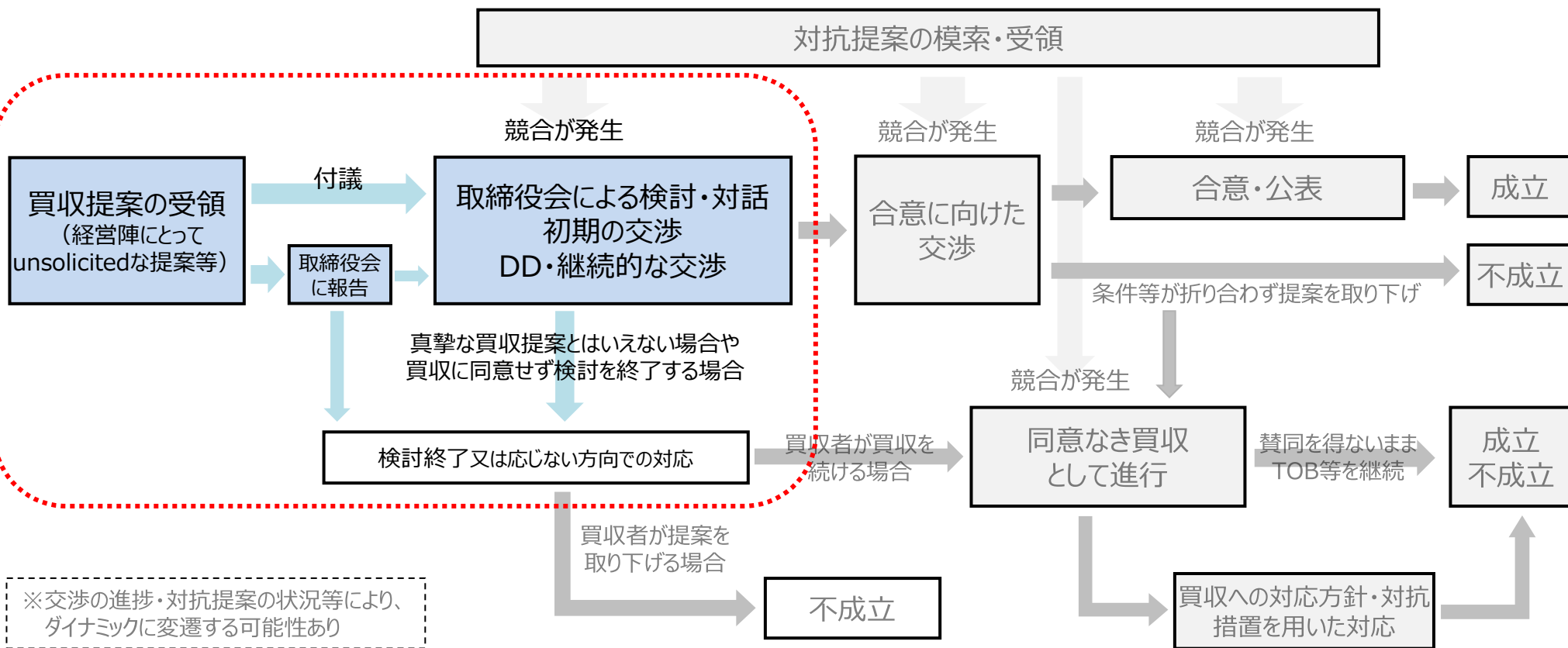
課題

- 買収提案を受領しても、**経営陣限りで扱い取締役会に速やかな報告がなされないケースや、取締役会における検討が不十分なケース**が見られる。
- MBO等の構造的な利益相反のある取引については、公正M&A指針で特別委員会の設置等の公正性担保措置を推奨するも、その他の独立第三者間取引における行動規範を示した指針等はこれまでなかった。

指針のポイント

- 経営陣が買収提案を受領した際は、**速やかに取締役会に付議又は報告することが原則**。その上で、**真摯な提案に対しては、買収者側と現経営陣の企業価値向上策の定量的観点からの十分な比較を行うなど真摯な検討を行うべき。**
- **取締役会が買収に応じる方針を決定する場合には、株主の利益についてのより丁寧な検討、株主に有利な取引条件を目指した交渉や会社としてのより強い説明責任が求められる。**
- 取締役会の独立性補完・取引の公正性確保のために、**キャッシュアウトの場合や複数の公知の提案がある場合等も特別委員会の設置を推奨**。また、**専門性補完のためのアドバイザー活用等**にも言及。

10-1. 買収提案を受けた場合の取締役・取締役会の行動規範



※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。

10-2. 買収提案を受けた場合の取締役・取締役会の行動規範

- 経営陣又は取締役は、経営支配権を取得する旨の**買収提案を受領**した場合には、**速やかに取締役会に付議又は報告**することが原則。
- 取締役会において、「**真摯な買収提案**」に対しては買収条件の妥当性、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「**真摯な検討**」をすることが基本。

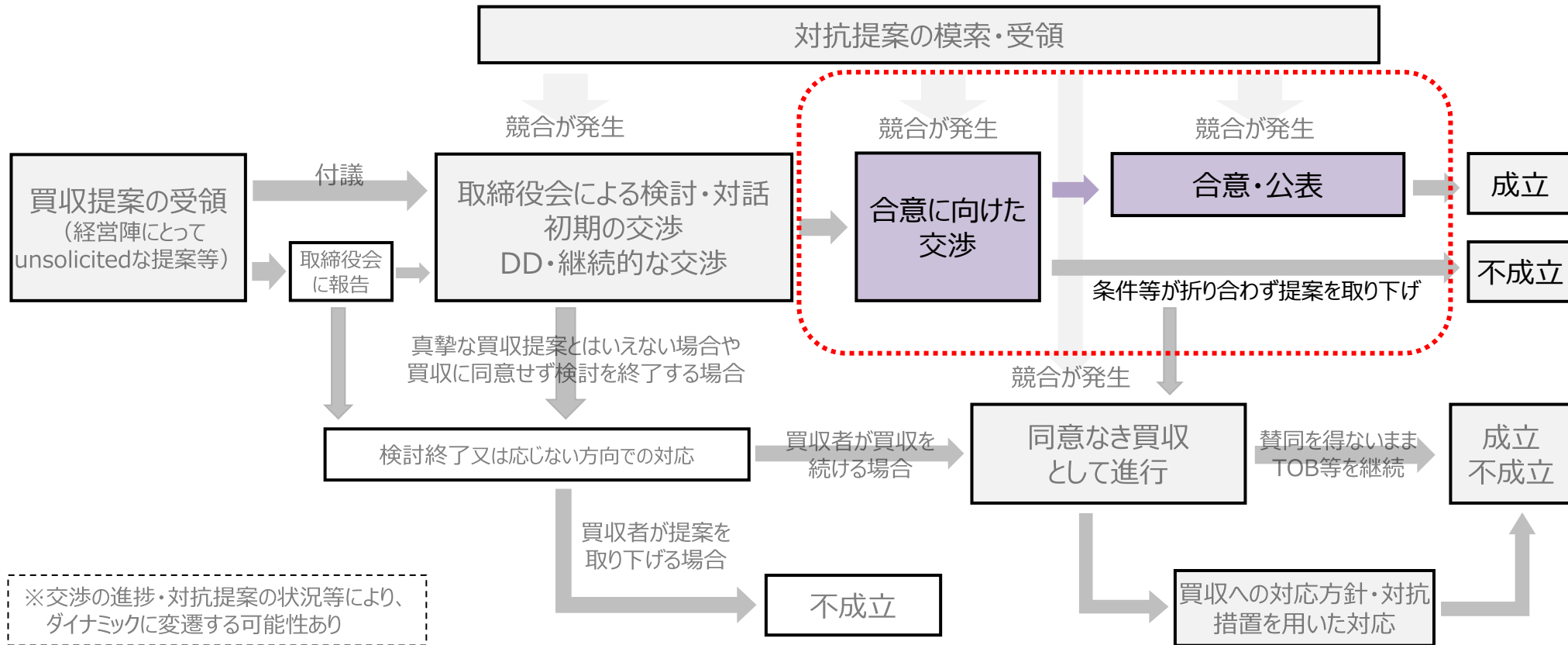
取締役会への付議・報告（3.1.1）

- 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**べきではない。
- また、買収提案を取締役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。

取締役会における検討（真摯な買収提案の真摯な検討）（3.1.2）

- 取締役会において、「**真摯な買収提案**」に対しては「**真摯な検討**」をすることが基本。
- 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**買収の是非**を検討。
- **買収者が提示する買収価格や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**することが望ましい。

1 1 - 1 . 取締役会が買収に応じる方針を決定する場合の行動規範



※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。

1 1 – 2. 取締役会が買収に応じる方針を決定する場合の行動規範

- 買収に応じる方針を決定する場合においては、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。
- 取締役会は、取引条件の改善により、株主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、真摯に交渉すべき。

取締役会が買収に応じる方針を決定する場合（3.2）

- 取締役会として、経営支配権を取得する買収に応じる方針を決定する場合においては、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。
- とりわけ、対抗提案がされることにより、取引条件が異なる複数の提案が提示され、公知となった場合には、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。

<株主にとってできる限り有利な取引を目指した交渉>

- 取締役会は、取引条件（価格、買収比率や買収対価など。取引の蓋然性の高さも重要な考慮要素。）の改善により、株主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、真摯に交渉すべき。
- 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）、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）にも合理性。
- 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言い難い提案に取締役会が賛同する例外的な判断をするのであれば、その判断の合理性については、十分な説明責任を果たすべき。

1 2. 特別委員会の設置

- 構造的利益相反のある取引（MBOや支配株主による従属会社の買収）については、公正なM&A指針で特別委員会の設置等の公正性担保措置を推奨。
- 本指針では、**上記以外の取引について、取締役会の独立性補完・取引の公正性確保**のために、いくつかの場合において**特別委員会の設置が有用**であるものを例示。

公正性の担保－特別委員会による機能の補完・留意点（3.3）

- 特別委員会の設置や外部のアドバイザーの助言等の公正な手続（公正性担保措置）を講じることより、**通常は株主の利益がより確保されやすくなる。**
- 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。例えば、以下のような場合には、**特別委員会の設置が有用。**
 - **キャッシュ・アウトの提案**である場合（取引条件の適正さが株主利益にとってとりわけ重要）
 - **買収への対応方針・対抗措置**を用いようとする場合
 - その他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**）
- 特別委員会の構成としては、**社外取締役を中心**とすることが基本。社外取締役のM&Aに関する専門性が不足する場合、M&Aに関する**リテラシーを高める**努力を行うことに加えて、**アドバイザー等を招聘**しその専門的助言等を活用することが考えられる。

1 3. 買収に関する透明性の向上（第4章）

- 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**があることから、買収者・対象会社双方について、ソフトローとして望ましい行為を提示。

課題

<買収者>

- 公開買付けの場合は法制度に基づき買収者に開示義務があるが、**市場内買付けは対象外**。

<対象会社>

- 買収が実施される場合において、取締役会が買収提案に対してどのように対応したかについて、**対象会社からの開示が不十分な場合**がある。

指針のポイント

<買収者>

- **現行の公開買付制度では対象外となっている市場内買付けの場合も、買収者による適切な開示を推奨**するほか、実質株主に関する情報提供、TOBの予告に関する開示、買収に関する検討時間の提供などの課題について望ましい行為を提示。

<対象会社>

- 買収が実施される場合における**取締役会の検討経緯の開示**や、**公知な対抗提案があった場合の判断理由の開示**などを推奨。

1 4. 買収者による情報開示

- 現行法上、情報開示規制の適用対象外である市場内買付けの場合においても、短期間のうちに経営支配権を取得するような場面においては、重要な項目について（少なくとも公開買付届出書と同程度の）情報提供を行うことが望ましい。
- その他、TOBの予告に関する情報開示や実質株主に関する情報提供に関する課題などについて、ソフトローとして望ましい行為を提示。

買収者による情報開示（4.1）

- **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。**短期間のうちに経営支配権を取得するような場面において、重要な項目については、**少なくとも公開買付届出書における記載内容と同程度の適切な情報提供を、適時、任意の方法で行うことが望ましい。**
- **公開買付けの実施を予告する場合、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。**合理的な期間内に公開買付けを開始できない場合には、**原則として予告を取り下げる**ことが望ましい。
- **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。

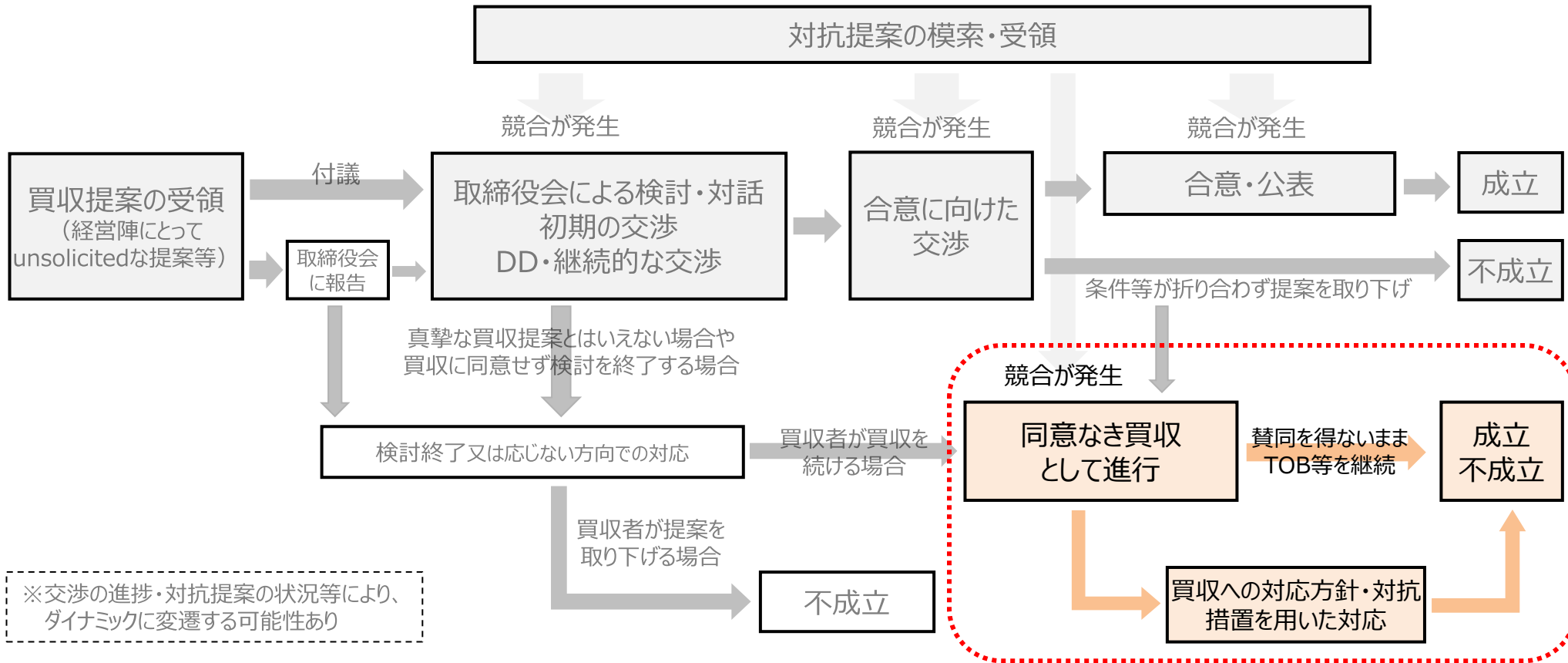
1 5. 対象会社による情報開示

- 対象会社は、金融商品取引所の適時開示規制による開示制度の遵守にとどまらず、取締役会や特別委員会における検討経緯や、買収者との取引条件の交渉過程への関与状況等、自主的に充実した情報開示を行うことが望ましい。

対象会社による情報開示（4.2）

- 買収が実施される場合には、**取締役会や特別委員会における検討経緯や、買収者との取引条件の交渉過程への関与状況**に関し、**充実した情報開示を行うことが望ましい。**
- **対抗提案がなされ、公知となった場合には、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。
- 一方で、**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、慎重に判断すべき。

16-1. 買収への対応方針・対抗措置



※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。

16-2. 買収への対応方針・対抗措置（第5章）

- 2005年の買収防衛指針では、平時に導入する買収への対応方針・対抗措置に対する考え方を提示したものの、平時導入型に対する機関投資家の反対率は2017年以降大きく増加している。

※対象会社が特定の者による買収の計画、提案又は開始について認識していない段階で導入するものを平時導入型、認識後に導入するものを有事導入型という。

- こうした動向を踏まえ、買収防衛指針を一部見直した上で、これまでの裁判例や実務も踏まえつつ、考え方や在り方を改めて提示。

課題

- 買収への対応方針・対抗措置に対して経営陣の保身目的に使われているという指摘もある。
- 買収防衛指針においては、平時導入型の在り方を示しているが、近年は有事導入型が利用されるケースもあり、裁判例も一定数蓄積している。

指針のポイント

- **経営陣の保身目的で用いてはならない**ということを改めて明示。また、「買収防衛策」の名称を「買収への対応方針・対抗措置」へ見直し。
- **これまで特に指針を示していなかった有事導入型**も含む形で、在り方・考え方を提示。
- 発動する場合には**株主総会に諮ることを基本とし、取締役会限りでの発動やMoM決議による承認を非常に例外的なもの**と位置づけ。
- 仮に対応方針が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こと等により**公正さを担保すべき旨を明示**。

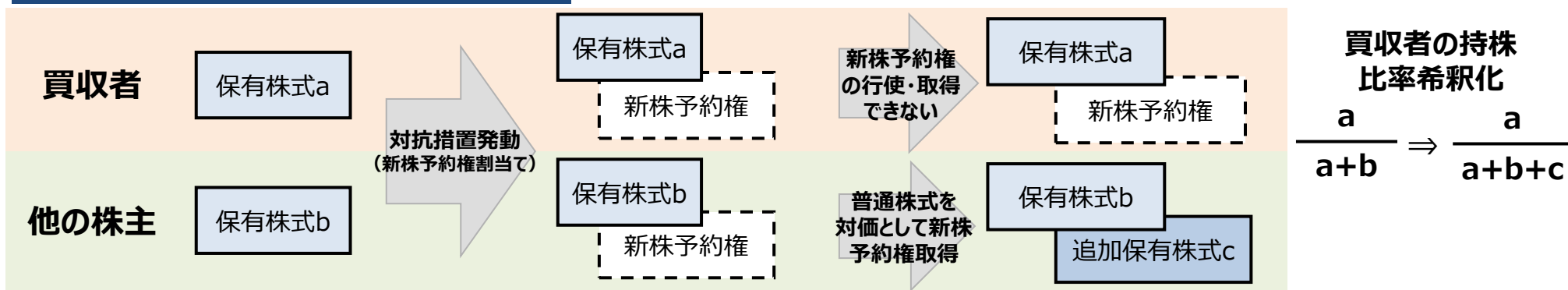
(参考) 一般的な買収への対応方針・対抗措置の概要

- 日本で一般的な買収への対応方針においては、買収しようとする者に対して一定の情報と検討時間の確保を求め、仮に買収者がそうした手続を実行せずに買収を試みたときは、差別的な内容の新株予約権を無償割当てする「対抗措置」を発動する旨が定められる。

※上記の買収への対応方針は米国のポイズンピルを参考にしている。

- この対抗措置は、買収者に対してのみ他の株主とは異なる扱いをするものであり、具体的には、
 - ① 買収者以外の株主に対して割り当てられる新株予約権は、会社がその新株予約権を取得する際の取得の対価として普通株式が交付される
 - ② 買収者に割り当てられる新株予約権は、行使することができず、会社が取得することもない。というもの。この結果として、買収者の持株比率が希釈化され、買収が困難となる。

買収への対応方針・対抗措置の流れ



17. 買収への対応方針・対抗措置の在り方

- 買収への対応方針は経営陣の保身のためのものではない、という点や、対応方針が適切に用いられる場合には、株主への十分な情報・時間の提供やより良い買収条件への交渉を通じて、株主利益や透明性確保に寄与する可能性もあるが、会社の姿勢次第では、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、その懸念を払拭する努力をすべき、といった点など、その基本的な考え方を提示。
- 個別の論点についても、従来の指針の対象になっていなかった有事導入型も含めて、これまでの裁判例や実務も踏まえつつ、対応方針・対抗措置の在り方や考え方をあらためて提示。

【株主意思の尊重】（5.2／別紙3の1.）

- 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**。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。

【必要性・相当性の確保】（5.3／別紙3の2.）

- 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、経営陣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**。
- 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、**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、対抗措置の発動の必要性は一般的には乏しい**。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**。

【資本市場との対話】（5.5）

- 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）ことなどにより、**公正さを担保すべき**。

18. 株主意思の確認の要否・方法についての考え方

- 会社法上、新株予約権無償割当ては、取締役会決議のみで行うことができるが、対応方針に基づく対抗措置の発動は、会社の経営支配権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。

※なお、株主意思確認のために株主総会を開催する場合、その法的性質は（取締役選任決議などの法定決議事項と異なり）勧告的決議と解されている。

- 取締役会限りの判断による発動の余地を認めた裁判例や利害関係者を除外した過半数による株主総会決議に基づく発動の適法性が認められた裁判例も存在する。他方で、濫用されてはならず、許容されるのは個別具体的な事情を踏まえて非常に例外的な場合に限られる。

株主意思確認の例外的な措置（別紙3）

- 近時の裁判例に鑑みれば、株主総会を事後的に開催することも認められうる状況にあり、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。
- 対抗措置の発動について、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（いわゆるMOM決議）がされた事例が存在。しかし、濫用されてはならず、許容されるのは、買収の態様等（買収手法の強圧性、適法性、株主意思確認の時間的余裕など）についての事案の特殊事情も踏まえて、非常に例外的かつ限定的な場合に限られることに留意。

19. 「企業買収における行動指針」への期待

- 経営支配権が移転する買収取引において市場機能が健全に発揮され、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ようになることが、日本の経済社会にとって目指すべき姿。

本指針：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

法制度や判例、実務の進展・変化に応じて、近い将来、本指針が適時にアップデートされていくことで、公正なM&Aルールの更なる進展を促す役割を果たしていくことが期待される



経営陣や取締役、株主・投資家、アドバイザーといった諸関係者によって尊重され、日本の経済社会の行動規範となり、その変化を促していく契機となることを期待