

2023年9月14日

## 企業買収における行動指針の概要② —買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範—

弁護士 青柳 良則 / 弁護士 佐橋 雄介

### Contents

- I. はじめに
- II. 「第3章 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範」のポイント

## I. はじめに

経済産業省は、2023年8月31日、「企業買収における行動指針 —企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」<sup>1</sup>(以下「本指針」といいます。)を公表しました。本指針は、2022年11月に立ち上げられた、「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。)<sup>2</sup>における審議、パブリックコンサルテーション、パブリックコメント手続を経て、パブリックコメント結果<sup>3</sup>とともに、公表されたものです。

本ニュースレターでは、このうち、第3章(別紙1を含みます。)のポイント及びこれらに関するパブコメ回答のうち重要と思われるものを紹介することといたします。

<sup>1</sup> [https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei\\_baishu/pdf/20230831\\_2.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/pdf/20230831_2.pdf)

<sup>2</sup> [https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei\\_baishu/index.html](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/index.html)

<sup>3</sup> 「企業買収における行動指針(案)」のパブリックコメント募集に対する主な御意見の概要及び御意見に対する経済産業省の考え方」(以下、パブリックコメントとして寄せられた意見を「パブコメ」、これに対する経済産業省の回答を「パブコメ回答」といいます。)([https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei\\_baishu/pdf/20230831\\_4.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/pdf/20230831_4.pdf))

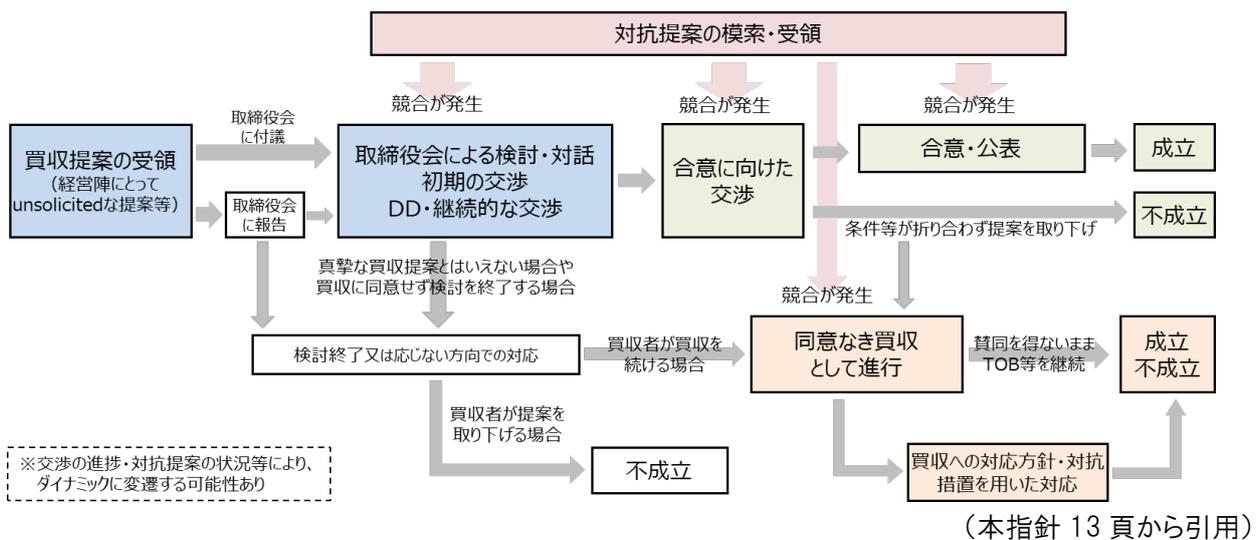
## II. 「第 3 章 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範」のポイント

- 3.1 買収提案を受領した場合
  - 3.1.1 取締役会への付議・報告
  - 3.1.2 取締役会における検討
- 3.2 取締役会が買収に応じる方針を決定する場合
  - 3.2.1 想定される場面
  - 3.2.2 買収比率や買収対価による差異
  - 3.2.3 株主にとってできる限り有利な取引条件を目指した交渉
- 3.3 公正性の担保—特別委員会による機能の補完・留意点

### 別紙 1: 取締役・取締役会の具体的な行動の在り方

本章では、経営支配権を取得する買収提案<sup>4</sup>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っています。

本指針が図示する買収提案の検討フローの例は、以下のとおりです。



なお、前提として、会社の取締役・取締役会には、買収提案を受ける前の平時から企業価値向上に向けた取組み<sup>5</sup>を行うことが求められ、こうした取組みを行うことは、買収提案を受けた際に、現経営陣による企業価

<sup>4</sup> 上場会社の一事業や一子会社に対する買収は、事業ポートフォリオの見直しなど、検討すべき論点が異なることから、本指針の対象とはされておらず(パブコメ回答 No.79)、経済産業省「事業再編実務指針(事業再編ガイドライン)」が参照されています(本指針 13 頁・脚注 13)。

<sup>5</sup> 例として、取締役会の構成を独立性の高いものとする(例えば社外取締役の比率を過半数とする)こと、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、投資家との対話や情報開示の充実、株式の流動性を高める取組み、経営陣の交代・強化や M&A、その他の課題の洗い出し等が挙げられています。なお、「社外取締役の比率を過半数とする」との点はパブコメを受けて追加されています(パブコメ回答 No.80)。

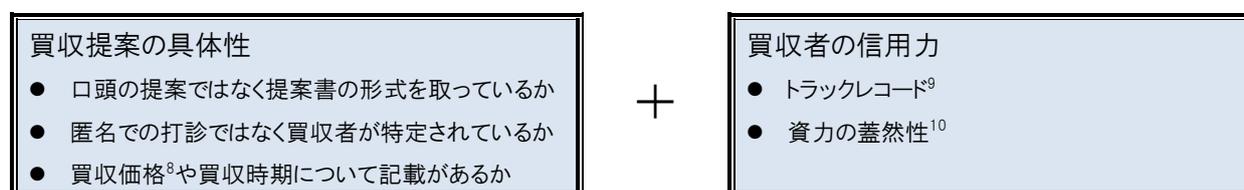
値向上策と買収提案の内容を速やかに比較検討することにも資するものであるとして、平時における企業価値向上に向けた取組みの重要性にも触れられています。

### 3.1 「買収提案を受領した場合」

#### 3.1.1 「取締役会への付議・報告」(本指針 14 頁)について

買収提案を受領した場合の取締役の行動規範として、「速やかに取締役会に付議又は報告することが原則となる」と述べられています<sup>6</sup>。

また、受領した買収提案を取締役に付議すべきか、報告に留めるかの判断は、以下の点などを考慮の上、外形的・客観的に判断されると述べられています<sup>7</sup>。



#### 3.1.2 「取締役会における検討」(本指針 15 頁)について

＜「真摯な買収提案」であるか否かの検討＞

買収提案が付議された取締役会の行動規範として、「「真摯な買収提案」に対しては「真摯な検討」をすることが基本となる」と述べられています。

また、「真摯な買収提案」を、具体性・目的の正当性・実現可能性のある買収提案と位置づけ、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

<sup>6</sup> 買収者の関係者、買収者の競合会社の出身者、支配株主から派遣された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、その関係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と述べられています(本指針 14 頁・脚注 15)。

<sup>7</sup> 「具体性を有する買収提案は、取締役会に一律に付議されるべき」であるといったパブコメに対し、「速やかに取締役会に付議又は報告することが原則となる」ことなどを提言していることを述べた上で、「取締役会が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あるものと考えています。」と回答されています(パブコメ回答 No.100~102)。一方で、買収者として友好的な提案として案件を進めるために、当初の段階ではあえて具体的な条件を明示せずに対話を持ちかける場合や、提案書の形式を取らないといった場合もあり得るが、そうした場合において取締役会に付議・報告することを否定する趣旨ではないともされています(本指針 14 頁・脚注 16)。

<sup>8</sup> パブコメ回答によれば、「提案の当初の段階で買収価格が一意に定められていないことをもって具体性を否定する趣旨ではなく、例えば、「株価に X%のプレミアムを付した水準」等の認識可能なものであれば、一定の具体性が認められる場合もあると考えている」旨述べられています(パブコメ回答 No.96)。

<sup>9</sup> 例として、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挙げられていますが、買収者としての実績の有無で機械的に判断しない方が良いこともあり得るとされている点に注意が必要です(本指針 14 頁・脚注 17)。

<sup>10</sup> 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検討することが想定されています(本指針 14 頁・脚注 18)。

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と説明されています。

- |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>① 具体性が合理的に疑われる場合</p> <ul style="list-style-type: none"><li>➢ 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</li></ul> <p>② 目的の正当性が合理的に疑われる場合<sup>11</sup></p> <ul style="list-style-type: none"><li>➢ 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</li><li>➢ (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</li><li>➢ 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</li></ul> <p>③ 実現可能性が合理的に疑われる場合</p> <ul style="list-style-type: none"><li>➢ 買収資金の裏付け<sup>12</sup>のない買収提案</li><li>➢ 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<sup>13</sup></li><li>➢ 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<sup>14</sup></li></ul> |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

ただし、「「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。」と述べられている点には注意が必要です。パブコメ回答においても、本指針は、総合考慮のための各要素を例示として列挙するものであるため、列挙されたいずれかの要素に該当すれば直ちに「真摯な買収提案」に当たらないと判断すべきとする趣旨ではない旨が繰り返し述べられています(パブコメ回答 No.87 等)。

#### <買収の是非の検討>

買収提案が「真摯な買収提案」であるとして、取締役会が(買収の是非について)「真摯な検討」を進める際には、「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買収の是非を検討することとなる」旨述べられています。ただし、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」と述べられています。

また、「取締役会は、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

<sup>11</sup> パブコメ回答において、ファイナンシャル・バイヤーによる買収であることや、競合他社による買収であることの一事をもって、目的の正当性が否定されることにはならない旨述べられています(パブコメ回答 No.113、114)。

<sup>12</sup> 例として、残高証明書、融資証明書・コミットメントレター、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)が挙げられています。また、パブコメ回答によれば、投資ファンドが買収者である場合には、当該ファンドが運用している総資産等や大量保有報告により公表されている保有株式の残高等も考慮され得ると説明されています(パブコメ回答 No.116)。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いとされています(本指針 16 頁・脚注 22)。

<sup>13</sup> 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と判断すべきではないとされています(本指針 16 頁・脚注 23)。

<sup>14</sup> 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等から、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とされています(本指針 16 頁・脚注 24)。

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」として、定量的観点から比較検討すべきであることを明示している点も重要です<sup>15</sup>。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」と述べた上で、取締役会として買収提案に賛同しない場合には、直前の株価よりも高い買収価格を踏まえても賛同しないことについての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示唆されている点にも注意が必要です。

以上、3.1 で述べられている各局面と、その際の実取締役・取締役会における考慮要素の内容をまとめると、以下のような 3 段階の検討として整理されます(本指針 15 頁・脚注 19)<sup>16</sup>。

① 買収提案を受領した経営陣・取締役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)	外形的・客観的に判断できる提案の具体性や信用力
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(「真摯な買収提案」か否か)を判断する段階	提案の具体性・目的の正当性・実現可能性
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	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

以上の内容に加え、買収提案を巡る検討・対話を進めるために必要な情報を買収者や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とされていますが、こちらについては別紙 1 の 1.及び 2.において説明されているため、後述の別紙 1 についての説明をご参照ください。

### 3.2 「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」

#### 3.2.1 「想定される場面」(本指針 18 頁)について

まず、2.2.2 においても述べられていたとおり、取締役会が買収に応じる方針を決定する場合は、対象会社の取締役・取締役会は(特別委員会を設置している場合には特別委員会も)、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とされています。ここでは、具体的に、どのような場合が「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」に当たるかについて、以下の場合が例に挙げられています<sup>17</sup>。

<sup>15</sup> ただし、パブコメ回答によれば、「株主から説明を求められた場合に定量的な観点から説明しなければならないとまで述べるものではなく、その内容や程度については個別の事案に応じて判断されるべき」と説明されています(パブコメ回答 No.123)。

<sup>16</sup> ただし、同脚注において、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とも述べられています。

<sup>17</sup> このような 3.2.1 及び 3.2.2 に定められた内容について、米国の「レプロン義務」を念頭に置いて定めたものとする評価もなされています(パブコメ No.128、132 参照)。実際に、本研究会では、米国デラウェア州の判例法上のレプロン義務を念頭に置いた議論が行われ、本研究会の第 5 回の事務局説明資料 6 頁においては、レプロン義務については、①取締役会が積極的に会社を売りに出し買収者を募集する場合、②支配権の異動を伴う M&A 取引を実行する場合、及び、③会社の解体を伴う M&A 取引を実行する場合に、取締役は、競売人として、株主が受け取る買収対価の価値に関して、合理的に入手可能な最善の価格を入手する義務を負うとして説明されていました。

- |                                                      |
|------------------------------------------------------|
| 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          |

そして、このような場合においては、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、会社としての説明責任もより強く求められると指摘されています。また、特に対抗提案が公知になったような場合には、そのような説明責任を果たす必要性が高まることも指摘されています。

### 3.2.2 「買収比率や買収対価による差異」(本指針 18 頁)について

ここでは、取締役会が買収に応じる方針を決定する場合において、買収の種類(買収比率や買収対価)ごとにどのような条件が重要となるかが論じられています。

#### <全部買収の場合>

まず、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ことが指摘されています<sup>18</sup>。

#### <部分買収の場合>

次に、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、株主は株式の全てをその価格で売却できるわけではないとして、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<sup>19</sup>、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旨が指摘されています。また、買収後も一部の株主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、買収後の企業価値向上策等に関する情報の提供が特に重要となる旨が指摘されています。

#### <買収対価の全部又は一部が株式である場合>

さらに、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、このような場合にも、価格面での取引条件の適正さ(交換比率等)だけではなく、企業価値向上策や対価の妥当性等に関する情報の提供が特に重要となる旨が指摘されています。

### 3.2.3 「株主にとってできる限り有利な取引条件を目指した交渉」(本指針 19 頁)について

取締役会が買収に応じる方針を決定する場合は、取締役会は、株主にとってできる限り有利な取引条件

<sup>18</sup> 強圧性の問題に関して、全部買収の場合には、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、問題が小さい旨が指摘されています(本指針別紙 2 の 1.c)もご参照)。

<sup>19</sup> 本指針においては部分買収には問題がありうる旨が数箇所において言及されており、パブコメでも部分買収の問題点を指摘するパブコメが複数寄せられているところ(No.130、135、136)、特に、本指針別紙 2 の 1.b)においては、部分買収には強圧性がある旨や、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が説明されています。また、部分買収に対して買収後の利益相反行為の問題を指摘するパブコメに対しては、支配的な株主と従属上場会社の少数株主との利害調整の在り方、少数株主保護の枠組み等については、現在、東京証券取引所の「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会において議論されているところであり、当該議論の結果を踏まえて、必要に応じて、改めて本指針を見直すことが考えられるとされています(パブコメ回答 No.135)。

(取引の蓋然性の高さも重要な考慮要素となるとされています。)で買収が行われることを目指して、真摯に交渉すべきとされており、具体的には、以下のとおり、企業価値の向上に加えて株主利益の確保を実現するための合理的な努力<sup>20</sup>を貫徹すべきとされています。

- |                                                                                                                                                                                           |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ol style="list-style-type: none"><li>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</li><li>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</li><li>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</li></ol> |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

競合提案という点に関しては、間接的あるいは積極的なマーケット・チェック<sup>21</sup>を行い、買収条件の改善を目指すことも示唆されています。

さらに、上記のような努力を貫徹しても、企業価値向上には資すると判断されるが、十分とは言い難い価格にとどまるような提案に対して、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旨も指摘されています<sup>22</sup>。

以上の内容の他、検討・交渉に関する視点について、さらに別紙 1 の 3. で言及されていますが、こちらについては、後述の別紙 1 についての説明をご参照ください。

### 3.3 「公正性の担保－特別委員会による機能の補完・留意点」(本指針 21 頁)について

2.2.2 においては、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)を講じるべき旨が指摘されていました。ここでは、具体的にどのような場合に特別委員会を設置すべきかについて論じられています<sup>23</sup>。

---

<sup>20</sup> 支配株主が保有する持分を買収者に売却することで経営支配権が移転するケースにおいては、買収者と支配株主との間の合意で決まる事項も多く、対象会社取締役会としての交渉の余地には一定の制約がある場合もあるものの、対象会社取締役会としては、このような制約の範囲内で合理的な努力を貫徹すべきであるとされています(本指針 20 頁・脚注 28)。

<sup>21</sup> 間接的なマーケット・チェックとは、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とされています。一方、積極的なマーケット・チェックとは、株主の利益に資する買収候補を模索することとされ、その具体例として、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、対象会社が対抗提案を積極的に勧誘する方法(いわゆるゴーショップ)が挙げられています。積極的なマーケット・チェックの弊害として、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等が指摘されています(本指針 20 頁・脚注 29)。

<sup>22</sup> このような場合に、実務上、(企業価値の観点から)公開買付けには賛同するが、(株主利益の観点から)応募については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旨が言及された上で、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旨や、特に全部買収の場合には、高度な説明責任が求められる旨が指摘されています(本指針 20 頁・脚注 30、31)。

<sup>23</sup> なお、経済産業省としては、特別委員会を設置した場合においても、買収への賛否の意思決定や株主に対する説明を一義的に行うのは、あくまで取締役会であるものと考えているとされています(パブコメ回答 No.154)。

具体的に、以下のような場合には、特別委員会の設置が有用で、取締役はその買収提案への賛否の判断について、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とされています。

- |                                                                                                                                                                                                                                            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>① 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つとりわけ重要であると考えられる場合<sup>24</sup></li><li>② 買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合<sup>25</sup></li><li>③ 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、複数の公知の買収提案がある場合等)<sup>26</sup></li></ul> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

一方で、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、必ずしも必要ない旨が指摘されており、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とも指摘されています。

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を基本としつつ<sup>27</sup>、①金融商品取引所に独立役員として届け出られている独立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(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とされるとともに、②社外取締役の M&A に関する専門性が不足する場合には、社外取締役の 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とされています。また、社外取締役のみで特別委員会を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旨が指摘されています<sup>28</sup>。

---

<sup>24</sup> 現在の実務上も、金融商品取引所の規則において、公開買付け後のスクイーズ・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されるケースが多い旨が指摘されています(本指針 21 頁・脚注 32)。

<sup>25</sup> 2008 年の企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」に言及しつつ、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旨が指摘されています(本指針 21 頁・脚注 33)。

<sup>26</sup> 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、説明が求められる旨、また、株式対価買収の提案の場合に、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)等に関し、会社としての説明責任が特に重要となる場合がありうる旨が指摘されています(本指針 22 頁・脚注 34)。

<sup>27</sup> (本指針において対象とされているような独立第三者間の一般的な買収においては)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旨も言及されています(本指針 22 頁・脚注 35)。

<sup>28</sup> なお、社外取締役と社外監査役とは、後者が経営判断に直接関与することが予定されていない点が異なる旨が指摘されています(パブコメ回答 No.160、165)。

「別紙 1：取締役・取締役会の具体的な行動の在り方」(本指針 37 頁)について

別紙 1 では、第 3 章における取締役・取締役会の行動指針をより具体化したものとして、1.秘密保持契約、2.デュー・デリジェンスへの対応、及び、3.株主が享受すべき利益が確保される取引条件を目指した検討・交渉を取り上げ、行動の在り方に関する考え方が示されています。その概要は以下のとおりです。

1. 秘密保持契約

想定される局面	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 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を買収者に提供する場面</li> <li>➤ 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場面など</li> </ul>
意義	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 相互の信頼関係の醸成のために、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。</li> <li>➤ 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。</li> </ul>
留意点	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 対象会社・買収者いずれにおいても、上場会社である場合には株主に対する説明責任を果たす必要があることを鑑みると、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。</li> </ul>

2. デュー・デリジェンスへの対応

想定される局面	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ デュー・デリジェンスは、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られる場合に実施する<sup>29</sup>。</li> </ul>
留意点	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 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(「3.1.2 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が総合的に考慮される必要がある<sup>30</sup>。</li> <li>➤ 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されるべき。</li> <li>➤ 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。</li> </ul>

<sup>29</sup> デュー・デリジェンスについては、「買収提案があった場合にこれを受け入れることを一律に対象会社の義務とするは適切ではない」と説明されています(パブコメ回答 No.256)。

<sup>30</sup> 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とされています。

### 3. 株主が享受すべき利益が確保される取引条件を目指した検討・交渉

取締役会の役割	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 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。</li> </ul>
留意点	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 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<sup>31</sup>が望ましい。</li> <li>➤ 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。特に取締役会の過半数が社外取締役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<sup>32</sup>。</li> <li>➤ 買収者が取得しようとしている株式の比率、既存株主が買収後に株主として残るか否か、対価の種類は、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。</li> <li>➤ 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とおりの価値が実現されたのかは、業績や市場からの評価を通じて事後的に検証可能と考えられるため、取締役会は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。</li> </ul>

以上

<sup>31</sup> パブコメ回答において、「自ら直接交渉に関与することに限らず、監督機能を通じて交渉に当たる経営陣に指示を出すなどの形で関与することも想定される」と述べられています(パブコメ回答 No.258)。

<sup>32</sup> 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ておくこと(会社法第 348 条の 2)も検討に値すると述べられています(本指針 38 頁・脚注 66)。

- 
- 
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
  - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。  
弁護士 青柳 良則 ([yoshinori.aoyagi@amt-law.com](mailto:yoshinori.aoyagi@amt-law.com))  
弁護士 佐橋 雄介 ([yusuke.sahashi@amt-law.com](mailto:yusuke.sahashi@amt-law.com))
  - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
  - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。

---

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

[www.amt-law.com](http://www.amt-law.com)