

2023 年 10 月 16 日

企業買収における行動指針の概要④ —買収への対応方針・対抗措置—

弁護士 青柳 良則 / 弁護士 佐橋 雄介

Contents

- I. はじめに
- II. 「第 5 章 買収への対応方針・対抗措置」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—」¹(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。)²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³とともに、公表されたものです。

本ニュースレターでは、最終回として、第 5 章(別紙 3 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。なお、第 6 章は、本指針のまとめであり、実質的な内容を含むものではないため、特に取り上げません。

¹ https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/pdf/20230831_2.pdf

² https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/index.html

³ 「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)

II. 「第 5 章 買収への対応方針・対抗措置」のポイント

- 5.1 買収への対応方針・対抗措置に関する考え方
- 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

別紙 3: 買収への対応方針・対抗措置(各論)

本章では、買収への対応方針⁴・対抗措置⁵について、その位置づけや留意点について触れた上で、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、その総論が述べられています。各項目の詳細な整理については、「別紙 3: 買収への対応方針・対抗措置(各論)」において説明されています。なお、本章は、経済産業省・法務省 2005 年 5 月 27 日付「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。)の運用状況、その後の裁判例、機関投資家の議決権行使行動の変化等を踏まえ、新たに買収への対応方針・対抗措置の在り方について定めたものと説明されており(本指針 4 頁)、本指針と 2005 年指針の内容が整合しない部分については、本指針の内容が優先することが想定されている点(本指針 4 頁・脚注 1)に留意が必要です。

5.1 「買収への対応方針・対抗措置に関する考え方」(本指針 30 頁)について

まず、本指針の第 2 原則(株主意思の原則)及び第 3 原則(透明性の原則)を踏まえ、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ことが述べられています。その上で、現状では、対象会社やその株主に対して必要な時間や情報が提供されずに買収がされることや、買収者が対象会社や一般株主の犠牲のもとに不当な利益を得ること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ため、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として、買収への対応方針について、一定の意義を認めています。

もつとも、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、買収提案に対する真摯な検討の阻害を生む結果となつてはならない、買収への対応方針は「経営陣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、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⁶といっ

⁴ 従前のいわゆる「買収防衛策」を指しており、本指針においては、「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に差別的な行使条件・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(本指針 5 頁)。

⁵ 「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」と定義されています(本指針 5 頁)。

⁶ コーポレートガバナンス・コード補充原則 1-5①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

た留意点が述べられ、とりわけ、買収への対応方針は、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との問題点が強調されています。そのため、買収への対応方針について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と指摘されています。

また、従前は平時導入の対応方針が用いられてきており、平時導入の対応方針は買収者・株主等の事前の予見可能性が高まるという利点があったものの⁷、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。対応方針の導入企業数は2008年以降、減少傾向が続いている旨が指摘されています。

一方で、(2005年指針で触れられていなかったものの)近時利用されている有事導入の対応方針についても触れられており、事案に応じた判断をすることが適する場合もあること、具体的に買収者や買付け方法が特定された状況の方が、株主・投資家が判断しやすい面があることから、会社にとっての選択肢になりうるとした上で、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と述べられています。

5.2 「株主意思の尊重」(本指針 32 頁)について

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旨が述べられた上で、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と述べられています。なお、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)」とされていました。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旨が指摘されています(本指針 32 頁・脚注 55 参照)。

さらに、株主総会を経る場合においても、取締役会は、対抗措置の必要性や、公正性の確保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と付言されています。

5.3 「必要性・相当性の確保」(本指針 32 頁)について

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である旨が述べられています。2005年指針でも同旨が述べられていました(本指針 32 頁・脚注 57 参照)。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、必要性と相当性の観点から審査を行っているものと考えられるとも述べられています。

5.4 「事前の開示」(本指針 33 頁)について

対応方針を平時に導入し、開示することによって、事前の予見可能性が相対的に高まり、対応方針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として、平時導入の対応方針について一定の肯定的評価をしつつ、事前の開示されていることで、導入企業は(望ましい買収も含めて)潜在的な買収先候補から除外されている可能性があり、経営への外部からの規律が弱まるという指摘もあることが述べられています。

す権利を不当に妨げる措置を講じるべきではない。」とされていることにも触れられています(本指針 31 頁・脚注 53)。

⁷ 2005年指針は、このような観点から、平時に導入する対応方針のみを対象としていました(本指針 31 頁・脚注 54)。なお、本指針は、「平時」とは、特定の者による買収の計画、提案又は開始について対象会社が認識していない段階をいうとし、「有事」とは、特定の者による買収の計画、提案又は開始について対象会社が認識して以降の段階をいうとしています(本指針 6 頁)。

なお、2005 年指針では「事前開示の原則」を原則の一つとして位置づけていましたが、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ません(本指針 33 頁・脚注 59)。

5.5 「資本市場との対話」(本指針 34 頁)について

前提として、我が国においては、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に言及した上で、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述べられています。

このような取組みを行いつつ、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には、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されることが、本来望ましい姿であるとした上で、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述べられています。

また、機関投資家や議決権行使助言会社も、費用対効果の視点⁸も含めて考慮しつつも、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⁹と述べられています。

そのような対話や情報開示を行うにあたって、対象会社と機関投資家の目線合わせをするために、あり得る方策(基準となり得ると本指針が考える対応方針の内容ということかと思われます。)として、以下の内容が例示されています¹⁰。

- 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¹¹
- 特殊な状況下の時限的な措置として設計すること¹²

⁸ かかる記載の趣旨として、脚注において、特に平時に導入・更新される対応方針は 6 月に集中する定時株主総会において議案として上程されることが多い実態を勘案したものであるとされています(本指針 34 頁・脚注 61)、より詳細には、6 月の定時株主総会において、平時に導入・更新される対応方針の議案としての上程が多く、投資先の対応方針を全て詳細に検討することは現実的には困難であると考えられることから、特に機関投資家においては、投資先各社の投資上の重要性等を踏まえつつも、対象会社の状況や対応方針の内容等の具体的な議案を実質的に検討の上、当該議案に対する賛否を判断することが望ましいという趣旨であると説明されています(パブコメ回答 No.245)。

⁹ 有事において対応方針が用いられる場合でも同様とされています。

¹⁰ これらの方策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とされている点に注意が必要です(本指針 34 頁・脚注 63)。

¹¹ 対抗措置の発動要件を、①買収者が手続ルールを遵守しない場合のみに限定する、②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、又は③「オール・オア・ナッシング」の公開買付け(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)を原則として対象外とするといった例が挙げられています。また、④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、⑤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ことも例示されています(本指針 35 頁・脚注 64)。

¹² 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対応方針が例として挙げられています(本指針 35 頁・脚注 65)。

「別紙 3: 買収への対応方針・対抗措置(各論)」(本指針 40 頁)について

別紙 3 では、買収への対応方針・対抗措置について、①株主意思の尊重、②必要性・相当性の確保、③事前の開示という観点から、各論的な議論の整理や観点の提示がなされています。

1. 株主意思の尊重

まず、1 においては、株主意思の尊重という観点に関して、以下の項目について論じられています。

<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¹³、以下のような事情が考慮されることによって、原則として対抗措置の必要性が推認されるとしています¹⁴。

- 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観点から、必要性を示す一つの事情となる
- 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観点から、必要性を示す一つの事情となる
- 買収に関する様々な要素¹⁵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、必要性を示す一つの事情となる

<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>

対応方針の導入について株主総会の決議を経た上で¹⁶、取締役会がこれに基づき対抗措置を発動した場合に、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、いわゆる「主要目的ルール」¹⁷の枠組

¹³ 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とされています。

¹⁴ そのような形で対抗措置の必要性が認められた裁判例として、ブルドックソース事件(最決平成 19 年 8 月 7 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)が言及されています。なお、導入の時期が平時か有事にかかわらず、特定の買収者に対する対抗措置の発動の際に株主総会の承認を得ることで必要性が推認するという考え方は同様に妥当すると考えられるとされています(本指針 43 頁・脚注 70)。

¹⁵ 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が変化す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相当か等の要素が考えられるとされており(本指針 43 頁・脚注 72)、今後の対応方針の内容及その運用を検討するにあたって参考になると思われます。

¹⁶ 2005 年の企業価値研究会「企業価値報告書」においても、「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。」等とされていたことが指摘されています(本指針 44 頁・脚注 73)。

¹⁷ 「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」と説明されています(本指針 44 頁・脚

みではなく、相対的に緩やかな審査により判断した事例として、日邦産業事件(名古屋高決令和3年4月22日)に言及し、以下のような事情が考慮されたのではないかと分析しています。

- 対応方針の内容が、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
- 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

本指針は、現状、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ることを指摘し、上記事例¹⁸は、このような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としています。

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場合にも、対応方針の有効期間の延長・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か、そうでなければ買収者との一定期間の交渉ができ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としています。

<株主意思確認の例外的な措置①—利害関係者以外の過半数を要件とする決議(MOM 決議)>

本指針は、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決議(いわゆる MOM 決議)¹⁹がされた事例として、東京機械製作所事件に言及しつつ、このような決議に基づく対抗措置の発動は濫用されてはならず²⁰、これが許容されるのは、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²¹に限られるとしています。より具体的には、

注 74)。

¹⁸ 本指針は、日邦産業事件について「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」との説明を行っているものの、対応方針が「平時」に導入された事例か「有事」に導入された事例かについては明示的には論じていません(同事件については、実務家の間では「平時」導入の事例という位置づけが多いように思われますが、対応方針の導入前に買収者が買い集めを始めていたこと等をもって「有事」導入の事例とする論者も存在するところです。)。もっとも、パブコメ回答 No.311 において言及されている「株主総会決議を経て対応方針を平時に導入し、取締役会の判断により対抗措置を発動した事例において、これが適法と認められたものもある」とされている事例が日邦産業事件を指すとすれば、経済産業省は同事件を「平時」導入の事例と位置付けているようにも思われます。

¹⁹ このような決議は、一般には、マジョリティ・オブ・マイノリティ(MOM)決議と呼ばれることが多いものの、本指針では、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ため、同指針では MOM 決議という言葉は用いないとされています(本指針 45 頁・脚注 76)。ただ、本ニュースレターでは、便宜上、MOM 決議という表現を用いることといたします。

²⁰ MBO 等で用いられるマジョリティ・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一方、買収への対応方針における MOM 決議は、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ことが指摘されています(本指針 45 頁・脚注 78)。

²¹ パブコメにおいて、後述の取締役会限りの判断による導入及び発動に関して「非常に例外的な場合」という表現がなされることから、それよりも限定的な表現となっているのは不整合である旨の指摘がなされ(パブコメ No.284、285)、これに対して不整合はない(取締役会限りの判断による導入及び発動についても非常に限定される)旨の回答がなされています(パブコメ回答 No. 284、285)。もっとも、同じパブコメ回答において、東京機械製作所事件等の裁判例における表現と必ずしも一致させること

一般に、MOM 決議がどのような根拠や範囲で許容されるかは必ずしも明らかではないとして、本指針としての結論は留保しつつ、本研究会における議論として、以下のような指摘が紹介されています(本指針 45 頁・脚注 79)^{22, 23}。

① 急速な市場内買付けの問題点に着目する指摘	➤ 買収者が急速な市場内買付けを行う場合、市場における株主の判断には、情報開示の問題、時間の問題、売り急ぎの問題等が生じることから、会社としては、このような問題のある状態で株主が売却に応じた部分の株式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こともあり得るのではないかとこの指摘
② 市場内買付けの問題点及び利害関係者の性質に着目する指摘	➤ 市場内買付けには、(i)情報開示等の規制が適用されないことにより十分な情報が開示されないこともあり得るという問題や、(ii)買収者が支配した後で搾取的な行動をする場合に株主が株式を売るよう動機付けられるという問題(強圧性の問題)もあり得るという状況の下で、買収者及びその関係者は買収の是非について利害関係を有する者であることも考慮すれば、買収者及びその関係者の全ての議決権を除外した決議を行うこともあり得るのではないかとこの指摘
③ 買収者の法令違反に着目する指摘	➤ 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(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)に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こともあり得るのではないかとこの指摘

＜株主意思確認の例外的な措置②—取締役会限りの判断による導入及び発動＞

本指針は、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るわけではないとし、具体的には、以下のような場合等の非常に例外的な場合は、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、株主意思の尊重との関係でも一種の緊急避難的行為として許容・正当化される場合があり得るとしています。この点に関して、本指針は、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裁判例として、ニッポン放送事件(東京高決平

は企図されていない旨も説明されており、本指針は MOM 決議については、東京機械製作所事件において示されたところ(もともと同事件の射程については議論があるところではありましたが)よりも限定的に解する立場を示唆しているように思われます。

²² 東京機械製作所事件では、MOM 決議が認められる根拠として、買収者が市場内取引における株式取得を通じて、議決権割合が 3 分の 1 を超える株式を短期間のうちに買収していることが挙げられており、その理由付けとしては①の指摘に近いものであったように思われます(なお、同事件では、除外の範囲としては、買収者の有する議決権全てが決議から除外されています。)。一方で、③は①及び②とはやや違った側面から MOM 決議を認めうとする指摘となっています。

²³ なお、市場内買付けへの強制公開買付規制の適用の是非については、現在、金融庁の「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」において議論がされているところであり、今後、当該議論の結果も踏まえて関連制度が見直された場合には、必要に応じ、改めて本指針を見直すことも考えられるとされています(パブコメ回答 No.278)。

成 17 年 3 月 23 日)に言及しています^{24, 25}。

- | |
|--|
| <ul style="list-style-type: none">➤ 反社会的勢力等による買収➤ 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²⁶ |
|--|

もつとも、本指針は、近時の裁判例に鑑みて、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ること等を踏まえると、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ともしています。

2. 必要性・相当性の確保

次に、2 においては、(対抗措置の発動の)必要性・相当性の確保という観点に関して、必要性・相当性のそれぞれについて、以下のような観点が提示されています。

<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、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 ²⁷ 。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 ²⁸ 。
----------------------	--

²⁴ もつとも、当該事案で用いられたのは、現在、一般的に対応方針の中において定められるものよりも強力な、経営支配権者を別の第三者に確定させる第三者割当の形をとった対抗措置であり、当該決定において当該対抗措置を用いることは認められなかったことも指摘されています。

²⁵ 同事件決定では、以下の四類型の場合に、上記のような強力な対抗措置であっても、その発動が認められるとしています(本指針 47 頁・脚注 83)。

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ール)

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急上昇の機会をねらって高値で売り抜ける行為

²⁶ 具体的には、下記注 26(本指針 47 頁・脚注 83)の 4 つの類型が具体例として想定されるものの、これらに限られるものではなく、個々の事案に応じて判断されるべきものであるとされています(パブコメ回答 No.301)。

²⁷ 開示を求める情報の内容に関して、本指針は、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、これが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としています。

²⁸ これらの点は、直接には、対抗措置ではなく、対応方針の必要性について論じられているものですが、このように時間・情報・交渉機会を確保することを目的として対応方針が用いられる場合に、買収者が対応方針で定められた手順ルールに違反したこ

	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 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わ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²⁹。
b) 強圧性ある買収手法への対応	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 買収の態様によっては、強圧性³⁰を有するがために、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³¹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したり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。 ➤ 他方で、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く、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	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 対抗措置の必要性は、買収の「手法」のみならず、その「内容」も含めて、総合的に評価せざるを得ない面があるところ³²、対象会社が「内容」を理由に対抗措置が必要と判断する場合には、買収者は「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ため、それにより、買収に賛成する株主が株式を売却する機会を奪われる可能性がある³³。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³⁴等について慎重に検討し、十分な説明責任を果たすこ

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観点からの対抗措置の必要性和結びつきやすいと説明されています。

²⁹ 本指針においては、例えば、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、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されており、今後の対応方針の内容やその運用を検討するにあたって参考になると思われます。

³⁰ 強圧性の問題を対抗措置の必要性の推認を基礎づける一つの事情として考慮した裁判例として、富士興産事件、東京機械製作所事件が言及されています。

³¹ 「オール・オア・ナッシング」のオファーが例として挙げられています。

³² 上記 a)時間・情報・交渉機会の確保や b)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」に対応しようとするものであるが、実際には、対抗措置の発動に当たっては、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、買収の「内容」も含めてその必要性が論じられることが多い旨が指摘されています（本指針50頁・脚注87）。また、そのような買収の「内容」に関して、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、対抗措置の発動を決議した事例として、ブルドックソース事件（最終平成19年8月7日）に言及されています（本指針50頁・脚注88）。

³³ 本指針は、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と指摘し、前者によることのメリットを指摘しつつも、後者のメリット（前者のデメリット）として、①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点や、②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点を指摘しています（本指針50頁・脚注89）。

³⁴ 具体的には、独立性の高い取締役会や特別委員会の関与が挙げられています。

	<p>とが求められる。</p> <p>➤ 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³⁵。</p>
--	--

<相当性の確保>

a) 損害回避可能性	<p>➤ 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。</p>
b) 損害軽減措置	<p>➤ 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。</p> <p>➤ 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ところ、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」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^{36, 37}。</p>
c) 損害の予見可能性	<p>➤ 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。</p>
d) 各要素間の関係	<p>➤ 近時の裁判例³⁸における相当性の判断を踏まえると、損害回避可能性・損</p>

³⁵ その具体例として、「オール・オア・ナッシング」の公開買付けを用いる場合には、上記記載の例外的な場合(反社会的勢力等による買収や、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)を除いて、対抗措置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(また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とされており、今後の対応方針の内容やその運用を検討するにあたって参考になると思われま。

³⁶ 「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の行使条件、及び、②一定期間(10年など)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いうとされています(本指針 52 頁・脚注 94)。

³⁷ 本指針は、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」(以下「2008年報告書」といいます。)と同様に、買収者に対する金員等の交付は望ましくないとしつつも、第二新株予約権について相当性を基礎づけるものとした裁判例(富士興産事件、東京機械製作所事件など)を踏まえて、上記②のクリーンアップ条項による金銭の交付は、2008年報告書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旨述べています(本指針 52 頁・脚注 95)。これまでは、クリーンアップ条項が望ましくない金員等の交付に当たるとして、これを含む対応方針や対抗措置に反対する機関投資家等の株主が存在しましたが、このような本指針の指摘を踏まえ、今後の実務の動向が注目されます。

³⁸ 具体的には、以下の3つの裁判例について、以下のとおり整理されています(本指針 53 頁・脚注 97)。

	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には、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

最後に、3 においては、上記 5.4 と重複する内容もありますが、まず、対応方針を平時に導入し、開示する効果(実務上、株主総会決議を経て、平時において対応方針を導入・継続する会社が期待する効果)として、以下の点を指摘しています。

- 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、買収者及び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る
- 対抗策の内容を見て投資の意思決定を慎重に行う、買収の手法を工夫して買収を試みるなどの対応が可能となりうる
- 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側面がある
- 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

一方で、事前の開示に関して留意すべき点として、以下の点についても言及しています。

- 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、経営への外部からの規律が弱まるという指摘もある
- 「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、これに加えて「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と考えられる

以上

事件名	本指針・脚注 97 において言及されている要素	結論
東京機械製作所事件	(有事導入) ・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 <u>損害を回避可能</u> ・「第二新株予約権」の仕組みを利用(損害軽減措置)	相当性肯定
三ツ星事件	(有事導入) ・買収を撤回する方法(損害回避可能性)が実質的に閉ざされていた(なお、ここでは言及されていないが、同事件でも「第二新株予約権」の仕組みを利用)	相当性否定
日邦産業事件	・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 <u>損害を回避可能</u> ・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、 <u>損害(対抗措置の発動による希釈化)が予見可能</u> ・買収者の新株予約権の取得がされない(金銭等の交付もされない)仕組みになっているが、第三者への譲渡により損害が軽減可能	相当性肯定

-
-
- 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)
弁護士 佐橋 雄介 (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