

一 本指針の概要

- ・本指針の目的＝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あり方を中心に、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（1.2）

- ・公正な M&A 市場の整備による市場機能の健全な発揮
- ・望ましい買収（企業価値の向上と株主利益の双方に資する買収）の活発化



買収による企業の成長や、経営に対する外部からの規律の向上、
日本の資本市場における健全な新陳代謝に資するもの、という評価

※本指針における「買収」

→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

- ・対象会社の経営陣からの要請・打診がある場合のほか、ない場合も射程に
- ・金銭を対価にする場合を主に念頭においているが、株式を対価とする場合や合併等の組織再編によって経営支配権を取得する場合も該当しうる

※過去の指針等との関係

- ・過去の指針等を改訂するものではなく、新たに策定されたもの、との位置付け
- ・内容的には、過去の指針を踏まえつつ、その原則論や考え方を継承したり、発展・見直しを図っている
 - ・「公正な M&A の在り方に関する指針」（2019 年）は MBO や支配会社による従属会社の買収を対象とする指針
 - …一部で通常の M&A 一般に当てはまる原則論を示している
 - 本指針は、必要な修正を加えつつ継承ないし発展させている、とされる
- ・「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」（2005 年）、「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（2008 年）

…裁判例や関係者の行動の変化を踏まえた見直しを行なった結果、本指針と2005年指針との内容で異なる内容が生じたため、見直しを行うとともに、両者が整合しない場合には本指針が優先することを示した（本指針注1）

二 3つの原則

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。

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。

1 第1原則

…望ましい買収を「企業価値ひいては株主共同の利益を確保・向上させる」ものとするシナジーの実現や、経営の効率化によって実現した価値上昇の分配として、株主への公正な分配が保障されるべき、とする（2.2.2）

↓

対象会社の取締役は、企業価値の向上の観点のみならず、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収されるよう交渉すべきである、とする（2.2.2）

- ・ 社外取締役の役割の確認
- ・ 必要に応じて特別委員会の設置等を検討する（→3.3）

2 第2原則、第3原則

…第1原則を実現する前提として求められるもの、という位置付け

- ・ 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である、との認識
- ・ 買収者や対象会社と株主とのあいだにある情報の非対称性

→株主の選択権行使のためには、十分な情報が提供される必要がある

→公開買付け制度などにおいて必要な情報や時間を確保するための制度枠組みを遵守することを通じて、透明性を高め、株主に十分な情報と時間を提供することが求められる

※制度的枠組みによる対応では十分ではないと考えられる例外的かつ限定的な場合には、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りうる

→対応方針や対抗措置への賛否について、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

三 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範

1 買収提案を受領した場合

●取締役会に付議又は報告することが原則となる

- ・付議すべきかどうかの判断基準は、外形的・客観的に判断される、とする（書面による提案か、顕名の提案か、内容の具体性など）
- ・買収者のトラックレコード、資力の蓋然性なども判断材料とされる

●取締役会における検討

…「真摯な買収提案」に対しては「真摯な検討」を行うべき、とする

- ・真摯な買収提案＝具体性・目的の正当性・実現可能性のある提案

↓

- ・真摯さが疑われるような事情がある場合には拒否することも考えられるが、「真摯な買収提案」を恣意的に解釈し安易に断ることは避けるべき、とされる

…真摯な検討を行う際には、買収者から追加的な情報を得つつ、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になる

- ・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 など

※取締役会は、買取者が提示する企業価値向上策と現経営陣の持つ向上策とを定量的な観点から十分に検討することが望ましい、とされる
→提案を断る際の事後的な説明責任を果たせるように、とも指摘

2 取締役会が買取に応じる方針を決定する場合

●取締役会として買取に応じる決定をする場合には…

- ・買取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
- ・価格等の取引条件が主な争点となること
→株主の利益について丁寧な検討が求められ、説明責任も強く求められる

●全部買取か、一部買取かによる検討内容の違い

- ・金銭による全部買取の場合
一株主が投資から利益を得る最後の機会となることから、価格面の適正さが特に重要になる、と指摘する
- ・一部買取の場合
一価格が有利だとしても、株主全員が株式を売却することはできない
→部分買取であることが問題である場合、全部買取への変更を含めた交渉をすることも考えられる
一買取後も残る株主のために、買取後の企業価値の向上可能性も重要な判断材料となる
- ・買取対価の全部または一部が株式である場合
一売却に応じる株主は買取後も対価株式を保有することになる
→買取者の企業グループとしての価値が中長期的に向上するかが重要になる
→株主が判断するための情報の提供が特に重要になる

●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

- ・株主にできるだけ有利な条件で買取が行われるよう、真摯な交渉が要求される
 - ・企業価値に見合った買取価格に引き上げるための交渉の実施
 - ・競合提案があることを利用した買取価格の引き上げ
 - ・一部買取から全部買取への変更の提案

・間接的／積極的マーケットチェックの実施

→これらの措置をとっても、企業価値の向上には資するものの価格が十分とはいえない
難い提案である場合に、これに取締役会が賛同するという例外的な判断をする場
合には、そのことの合理性について十分な説明責任を果たすべき、とする

3 公正性の担保

利益相反の程度や情報の非対称性の程度等によって、一定の公正性担保措置が重要に

↑↓

一般的な買収の場面では、特別委員会等の設置が負担になることも考えられる

→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、特別委員会等の設置の必要性を検討すべき、とする

〈例示〉

- ・キャッシュアウトで、取引条件の適正性が株主利益にとって重要である場合
- ・買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合
- ・そのほか、市場における説明責任が多いと考えられる場合（競合提案の場合など）
- ・買収において構造的な利益相反の問題が存在する場合

特別委員会の構成

…①会社に対して義務と責任を負い、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ており、③対象会社の事業に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、とする

社外取締役のみで特別委員会を構成することが独立性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を構成員とすることも考えられる

四 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必要な措置の提示

1 買収者による情報開示、検討時間の提供

買収の各段階（5%以下での株式取得、5%超の株式取得、市場内での株式取得や公開買付けの実施により経営支配権を取得する段階）によって、求められる情報提供の程度が異なる、と指摘する

→法律上の情報公開制度（大量保有報告制度、公開買付制度等）を遵守することによって、株主の適切な判断ができるようにすることが望まれる、とする

●大量保有報告書や公開買付届出書を提出するもの

→これらの制度に基づき買収目的について充実した開示をすることが望ましい

↓↑

市場内買付の場合も、公開買付届出書と同程度の情報開示をする事が望ましい

●事前取得（toehold）を利用する場合

…買収意向が明確であるにもかかわらず回進める場合、株主が安価で株式を売却する事があり得る

→買収の意図が明確である場合には、その旨の情報提供をする事が望ましい

●TOBの予告について

…対抗提案に対抗する必要性や、許認可取得との関係で、必要とされる場合がある

↑↓

風説の流布等に該当しうる場合や、市場等を不安定する側面もありうる

→合理的な根拠を持って具体的な情報を行う事が望ましく、合理的な期間内に公開買付けを開始する事ができない場合は予告を取り下げる事が望ましい

●実質株主に関する情報開示

→買収提案を行う者が実質株主である場合、対象会社に対してその旨を情報提供する事が望ましい、とする

●買収に関する検討時間の提供

…対象会社の株主や取締役会にとって、重要なポイント

↓

買収者の側としては、次のような措置を取ることが考えられる、とする

- ・公開買付けにおいて、当初より買付け期間を長くする、あるいは延長する
- ・市場内買付けを行う場合でも、考慮期間を十分取れるスケジュールを用いる

- ・秘密保持契約と併せてスタンドスティル条項を用いる

2 対象会社による情報開示

…取引条件の妥当性等についての判断材料を提供することで、株主の判断を補助する
+ 買収提案をどのように扱ったのかの事後開示を行うことで、株主を意識した慎重な検討・交渉を行えるようにする

●買収が実施される段階での開示

…適時開示規制のみならず、検討の経緯や交渉過程への関与状況について、自主的に充実した開示を行うことが望ましい、とする

・対抗提案があった場合には、複数の提案のなかでなぜその提案が望ましいと判断したのか、理由を開示すべき、とする

●買収提案の検討中で報道がされた場合の開示

買収中に報道や噂の流布がされた場合

…事実関係について開示を必要になりうるため、留意が必要

(秘密保持契約に例外状況を設けるなどの工夫が必要とされる)

3 株主の意思決定を歪める行為の禁止

買収者が行うことが望ましくない行為

- ・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、ないし誤導的な情報開示・情報提供
- ・買収の意図を隠して買付けを進めること
- ・公開買付けを実際に行う合理的な根拠なく公開買付けを予告すること
- ・買収者の取引先株主等へ、優越的地位に乗じて働きかけを行うこと
- ・議決権行使や委任状の勧誘を行う際に、金品・財物の交付を行うこと

対象会社が行うことが望ましくない行為

- ・不正確、ないし誤導的な情報開示・情報提供
- ・対象会社の取引先株主等へ、優越的地位に乗じて働きかけを行うこと

- ・議決権行使や委任状の勧誘を行う際に、金品・財物の交付を行うこと

五 買収への対応方針・対抗措置

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ない場合
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ようとする場合

↓

対応方針を定め、これに対する対抗措置を発動することが考えられる
…適切に用いられる場合には、検討のための十分な時間・情報の確保や、取締役会への交渉力の付与に寄与することが考えられる

↓↑

他方で、対抗措置を用いる可能性が、望ましい買収提案の抑止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要因になってはならない、とする

- ・買収への対応方針…構造的に、買収の経済的意義の大きい会社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・運用がされるおそれが内在している

↓

中立な手続ルールとして機能しないという懸念を払拭する努力をすべき

●株主意思の尊重

対応方針に基づく対抗措置の発動

→会社の経営支配権に関わるものであり、株主の合理的な意思に依拠すべき

…株主総会の承認を得ることは、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して考えられる

(形式的に承認を得るのではなく、対抗措置の必要性や公正性の確保について慎重に検討し、十分な説明責任を果たすべき、とする)

●必要性・相当性の確保

株主平等の原則、財産権保護、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、とする

…現在の裁判例も、必要性和相当性の観点から審査を行なっている、と認識

●事前の開示

対応方針を平時に導入し、開示することの…

(メリット) 買収者、株主等の事前の予見可能性が相対的に高まる

…投資の意思決定の慎重さ、買収の手法の工夫につながりうる

(デメリット) 望ましい買収を含めて潜在的な買収候補から除外される可能性

…経営に対する外部からの規律が弱まる可能性

●資本市場との対話

対応方針を平時に導入しようとする場合、株主総会決議ないし取締役の選解任等を通じて株主の意思が反映される

→機関投資家等をはじめとする資本市場関係者の理解と納得が得られなければ、
実際に対応方針を導入することは困難

↓

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望ましい、とする

- ・対応方針の導入が必要だと考える理由についての対話や情報公開
- ・取締役会の構成の独立性の向上、特別委員会の判断の最大限の尊重

機関投資家や議決権行使助言会社は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対応を決定するのが望ましい

※対象会社と機関投資家との目線合わせをするための方策の例示として…

- ・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

- ・特殊な状況下の次元的な措置として設計すること