

2023年6月号 (Vol.40)

—M&A—

経済産業省「企業買収における行動指針（案）
—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」
についてパブリックコメントを開始

I. はじめに

II. 総論

III. 原則と基本的視点

IV. 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範

V. 買収に関する透明性の向上

VI. 買収への対応方針・対抗措置

森・濱田松本法律事務所

弁護士 松下 憲

TEL. 03 6266 8553

akira.matsushita@mhm-global.com

弁護士 増野 駿太

TEL. 03 5223 7731

shunta.masuno@mhm-global.com

弁護士 西村 智宏

TEL. 03 5293 4877

tomohiro.nishimura@mhm-global.com

I. はじめに

経済産業省は、昨今の企業買収の潮流を踏まえつつ、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べく、2022年11月に「公正な買収の在り方に関する研究会」を立ち上げ、日本における M&A を健全な形で更に発展させていく観点から、買収に関する当事者の行動の在り方等について検討を行っていたところ、同研究会における議論等を踏まえ、2023年6月8日に「企業買収における行動指針（案）—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」（以下「本指針案」といいます。）についてパブリックコメントを開始しました。パブリックコメントは同年8月6日まで実施され、その後、その結果を踏まえて最終化された指針が公表されることが予定されています。

本ニュースレターでは、本指針案の概要について解説します。なお、各項目のポイントを各項目の冒頭に箇条書きで記載しています。

II. 総論

- ✓ 本指針案の目的は、上場会社の経営支配権を取得する買収に関する原則論及びベストプラクティスを提示すること
- ✓ 本指針案の主な対象は、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

CORPORATE NEWSLETTER

1. 本指針案の意義と位置付け

本指針案の目的は、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されています。

また、本指針案には、経済産業省による 2019 年 6 月 28 日付「公正な M&A の在り方に関する指針」において示された公正な M&A に関する原則論を継承・発展しつつ、公正な M&A 市場の確立に向けたさらなる一助となり、更には望ましい買収の実行を促進させることが期待されています（本指針案 1.2）。

2. 本指針案の対象

本指針案は、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¹を主な対象とするとされています。買収の方法については、金銭を対価として、公開買付け、市場内買付け、相対取得等により株式の取得を行う場合を主に念頭に置いているものの、株式を対価とする株式の取得や、合併、株式交換、株式交付等の組織再編によって経営支配権を取得する場合も対象として該当し得るとされています（本指針案 1.3）。

なお、本指針案では、対象会社の取締役会の賛同を得ずに行う買収（hostile takeover に相当する買収を含みます。）を「同意なき買収」と定義し、敵対的買収という表現は使わないこととされています。また、新株予約権無償割当て等を利用するいわゆる買収防衛策は、「買収への対応方針」と呼ぶこととされています。

Ⅲ. 原則と基本的視点

- ✓ 買収一般において尊重されるべき原則として、①企業価値・株主共同の利益の原則、②株主意思の原則、③透明性の原則の 3 つを提示
- ✓ 一般に、買収が実行される場合には、対象会社の企業価値を向上させ、かつ、その企業価値の増加分が当事者間で公正に分配されるような取引条件で行われるべき
- ✓ 会社を支配する者の変動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が、買収者・対象会社取締役会と株主の間には情報の非対称性があるため、十分な情報が株主に提供される必要がある

¹ 対象会社の経営陣からの要請や打診を受けて買収者が買収を提案する場合のみならず、経営陣からの要請や打診が行われていない中で買収提案が行なわれる場合についても射程に含まれます。

CORPORATE NEWSLETTER

1. 買収一般において尊重されるべき原則

本指針案では、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として、以下の3つの原則が提示されています（本指針案 2.1）。

(1) 企業価値・株主共同の利益の原則（第1原則）

望ましい買収か否かは、企業価値²につ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という原則です。

(2) 株主意思の原則（第2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という原則です。

(3) 透明性の原則（第3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り、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という原則です。

2. 基本的視点

(1) 望ましい買収

買収によるシナジーの実現や、非効率な経営の改善等は、企業価値を本源的価値³に近付け、又は本源的価値を高めるための、経営にとっての一つの重要な手段であり、また、買収の可能性があることは、現在の経営陣に対する規律として機能しますが、これらの買収が持つ機能が発揮され、市場が経済的な効果を上げるためには、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とされています（本指針案 2.2.1）。

² 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します。

³ 本源的価値（intrinsic value）については様々な見方がありますが、本指針案では、会社の現在の経営資源を効率的な企業経営のもとで有効活用することで実現し得る会社の本質的な価値のことを「本源的価値」と表現しています。

CORPORATE NEWSLETTER

(2) 企業価値の向上と株主利益の確保

一般に、買収が実行される場合には、対象会社の企業価値を向上させ、かつ、その企業価値の増加分が当事者間で公正に分配されるような取引条件で行われるべきであるとされています。価格等の取引条件自体については一定の幅があるものとして取り扱われるべきものであるが、特に取締役会が買収に応じる方針を決定する場合においては、対象会社の取締役が、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ことに加えて、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であるとされています。そして、こうした努力が適切にされる場合には、買収が企業価値を向上させ、かつ、その企業価値の増加分が買収者と対象会社の株主の間で公正に分配されるような取引条件で行われたものと期待しやすいとされています（本指針案 2.2.2）。

(3) 株主意思の尊重と透明性の確保

会社を支配する者の変動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が、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とされています。

通常、買収における株主意思の尊重は、公開買付けへの応募等を通じて株主の判断を得る形で行われるものであり、そのために必要な情報や時間を確保するための制度枠組みが構築されているため、その枠組みの中で買収者は市場に対する説明責任を果たし、対象会社の取締役会は自らの利害を離れて自らの意見を株主に示すことが求められます。他方で、このような制度的な枠組みによる対応では十分でないと考えられる例外的かつ限定的な場合に、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、このような場合には、買収への対応方針や対抗措置への賛否を巡って、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とされています（本指針案 2.2.3）。

CORPORATE NEWSLETTER

IV. 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

- ✓ 経営支配権を取得する旨の買収提案を受領した場合は、速やかに取締役会に付議又は報告することが原則(付議すべきかの判断においては具体性・信用力を考慮)
- ✓ 「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
- ✓ 「真摯な買収提案」への該当性は、買収提案の具体性・目的の正当性・実現可能性に基づき判断
- ✓ 検討に際し、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による提案であれば、取締役・取締役会としてはこれを十分に検討することが必要

(1) 取締役会への付議・報告

経営陣又は取締役は、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とされています。また、買収提案を取締役会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であるとされています。

取締役会に付議すべき買収提案と言えるかどうかは、外形的・客観的に判断されるものであり、買収提案が具体性を有していること⁴が重要な判断材料となるとされています。また、取締役会における取扱い（付議するか報告に留めるか等）を判断するに当たっては、買収提案の具体性の有無に加え、例えば買収者としてのトラックレコード、資力の蓋然性など買収者の信用力も考慮することが考えられるとされています（本指針案 3.1.1）。

(2) 取締役会における検討

付議された取締役会では、「真摯な買収提案」に対しては時間とコストをかけて「真摯な検討」をすることが基本とされています。「真摯な買収提案」の該当性は、買収提案の具体性、目的の正当性、実現可能性に基づき判断されますが、「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されています。

「真摯な買収提案」であるとして、取締役会が「真摯な検討」を進める際には、買収提案についての追加的な情報を買収者から得つつ、買収後の経営方針、買収価

⁴ 例として、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等が挙げられています。

CORPORATE NEWSLETTER

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とされています。この際、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されています。

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こと、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ことが示されています。

このほか、①秘密保持契約において、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ことにも合理性があること、②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判断に当たっては、「真摯な買収提案」該当性を判断する際の考慮要素のみならず、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こと等が示されています(本指針案別紙1の1、2)。

2. 取締役会が買収に応じる方針を決定する場合

- ✓ 取締役会が買収に応じる方針を決定する場合は、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
- ✓ 現金対価の全部買収の場合は、価格面での取引条件が特に重要になり、部分買収の場合は、価格面での取引条件の適正さだけでなく、買収後の企業価値が中長期的に向上するかどうかにも特に重要な判断軸となる
- ✓ 取締役会は、買収者との交渉に際し、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
- ✓ 企業価値向上に資すると判断されるが価格が十分とはいえない提案に賛同する場合は、その判断の合理性について十分な説明責任を果たすべき

(1) 想定される場面

取締役会が買収に応じる方針を決定する場合⁵においては、対象会社の取締役・取締役会(特別委員会を設置している場合は特別委員会を含みます。)は、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

⁵ 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、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等には、「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」に当たり得るものと考えられるとされています(本指針案3.2.1)。

CORPORATE NEWSLETTER

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であるとされています。

取締役会として買収提案を検討した結果、買収に応じる方針を決定する場合には、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、また、会社としての説明責任もより強く求められると考えられるとされています（本指針案 3.2.1）。

(2) 買収比率や買収対価による差異

取締役会が買収に応じる方針を決定する場合において、特に、現金対価による全部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（支配権プレミアムも含まれます。）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とされています。

他方、部分買収の提案である場合には、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、買収後の企業価値が中長期的に向上するかどうか、全部買収の場合と比較して特に重要な判断軸となるとされています。そのため、株主の当該判断のために必要とされる、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とされています。

また、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、価格面での取引条件の適正さ（交換比率等）だけでなく、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は株主にとって重要な判断軸になるとされています（本指針案 3.2.2）。

(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

取締役会が買収に応じる方針を決定する場合において、取締役会は、買収者との交渉を行う際に、取引条件（価格に加え、買収比率や買収対価も含まれます。）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、真摯に交渉すべきとされています。

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とされています（本指針案 3.2.3）。

CORPORATE NEWSLETTER

3. 公正性の担保—特別委員会による機能の補完・留意点

- ✓ 特別委員会は、取引の公正性担保の観点から有用であるが、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

特別委員会については、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、取締役会の独立性を補完し、取引の公正性を確保するために、独立した特別委員会を設置し、その判断を尊重することが有益と考えられる一方で、買収提案を受領した初期の段階から常に特別委員会の設置を必要とすることは、会社側の負担を過度なものとするおそれもあるため、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とされています（本指針案 3.3）。

V. 買収に関する透明性の向上

1. 買収者による情報開示・検討時間の提供

- ✓ 買収者は、株主による適切な判断のため、株主及び取締役会に対して適切な情報開示・提供を行うとともに、十分な検討時間を提供することが重要
- ✓ 短期間のうちに市場内買付けを通じて経営支配権を取得する場面では、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
- ✓ 市場で株式を事前取得する際、その後に公開買付けを実施する意向が確定的である場合には、その旨の情報提供を行うことが望ましい

(1) 買収者による株式の取得と情報開示

買収者は、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が、短期間のうちに市場内買付けを通じて経営支配権を取得するような場面においては、買収が企業価値に及ぼす影響を理解した上で株主が買収に応じるか否かの判断をできるよう、買付の目的、買付数、買収者の概要、買収後の経営の基本的な方針等の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、資本市場や対象会社に対して任意の方法で行うことが望ましいとされています（本指針案 4.1.1.1）。

また、買収をしようとする者が、公開買付けに先立って市場で株式の取得を進めるに当たり、その後に公開買付けを実施する意向が確定的である場合には、その旨の情報提供を資本市場や対象会社に対して行うことが望ましいとされています（本指針案 4.1.1.2）。

CORPORATE NEWSLETTER

このほか、①いわゆる「予告 TOB」を行う場合において、買収のために要する資金等、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等、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こと、②買収者が実質株主である場合において、その旨及び名義株主との対応関係に関する情報提供を対象会社に行う必要があること、③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その点について情報提供をすることが望ましいこと等が示されています（本指針案 4.1.1.3、4.1.1.4）。

(2) 買収に関する検討時間の提供

株主によるインフォームド・ジャッジメントの機会を確保するためには、情報のみならず、対象会社の株主や取締役会に対して十分な時間が提供されることも重要であるとされています。

具体的な在り方として、①対象会社との交渉を経ずに公開買付けが開始される場合、公開買付期間を 30 営業日より長く設定する、又は合理的な範囲で期間を延長することが望ましいこと、②急速な市場内買付けにより株式を取得する場合、対象会社の株主や取締役会に十分な時間が確保されない可能性があり、一般論としては、買収者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こと、③買収者と対象会社の間で秘密保持契約を締結する場合、スタンドスティル条項等を定めることにより、適切な交渉時間・機会を確保するという方法もあり得ることが示されています（本指針案 4.1.2）。

2. 対象会社による情報開示

- ✓ 対象会社からの情報開示を充実させ、取引条件の妥当性等についての判断に資する重要な判断材料を提供することで、株主によるインフォームド・ジャッジメントが可能となる

買収が実施される場合には、対象会社としても、金融商品取引所の適時開示規制による開示制度を遵守するにとどまらず、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とされています。また、対抗提案がなされた場合には、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とされています（本指針案 4.2）。

CORPORATE NEWSLETTER

3. 株主の意思決定を歪める行為の防止

- ✓ 株主が買収に対する判断を行う際には、必要な情報の提供を受けた上で、合理的な意思決定が阻害されない状況が確保されることが重要

株主が買収に対する判断を行う際には、必要な情報の提供を受けた上で、合理的な意思決定が阻害されない状況が確保されることが重要とされ、かかる観点から、買収者又は対象会社が、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、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、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等は望ましくないとされています（本指針案 4.3）。

VI. 買収への対応方針・対抗措置

1. 買収への対応方針・対抗措置に関する考え方

- ✓ 買収への対応方針は、時間・情報の確保や交渉力の付与により、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が、「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

差別的な内容の新株予約権無償割当てを利用した対抗措置を用い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一方で、こうした対応方針が用いられる可能性があることが、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、買収提案に対する真摯な検討の阻害を生む結果となつてはならないとされています。そして、買収への対応方針が株主意思の確認や時間・情報・交渉機会の確保を目的とする場合でも、会社の姿勢次第では、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されています。

その上で、平時導入型の対応方針について、事前の予見可能性が高まるという効果があるものの、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、会社が合理的な対応方針と考える場合でも、株主や機関投資家の理解と納得を得られなければ、これを用いることは実際には困難であるとされています。他方、有事導入型の対応方針について、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り、事前の予見可能性は乏しいものの、会社にとって選択肢となる場合があるが、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されています（本指針案 5.1）。

CORPORATE NEWSLETTER

2. 株主意思の尊重

- ✓ 対応方針に基づく対抗措置の発動について株主総会の承認を得る場合、原則として対抗措置の必要性が推認される
- ✓ 対応方針の導入について株主総会の承認を経ている場合、取締役会決議による対抗措置の発動の適法性が認められる余地がある
- ✓ 利害関係者以外の過半数を要件とする株主総会決議が許容されるのは、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
- ✓ 取締役会限りでの導入・発動は、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であるとされています（本指針案 5.2）。

この点、①対抗措置の発動について株主総会の承認を得る場合、原則として対抗措置の必要性が推認されるとし、②対応方針の導入について株主総会決議を経た上で、取締役会がこれに基づき対抗措置を発動する場合、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、相対的に緩やかな審査により判断した事例があり、当該事例はかかる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されています（本指針案別紙 3 の 1(1)(2)）。

また、株主意思確認の例外的な措置として、利害関係者（買収者、対象会社取締役及びこれらの関係者）以外の過半数を要件とする株主総会での決議⁶について、このような決議に基づく対抗措置の発動が濫用されてはならず、これが許容され得るのは、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しなければならないとされています⁷（本指針案別紙 3 の 1(3)a）。

取締役会限りの判断による導入及び発動について、一定の例外的な場合においては否定されていないと考える余地があるとしつつ、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、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されています（本指針案別紙 3 の 1(3)b）。

⁶ 一般的に「マジョリティ・オブ・マイノリティ（MOM）決議」と呼ばれるものですが、本指針案では、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、MOM 決議という言葉は用いられていません。

⁷ なお、本指針案では、研究会においてこのような決議が許容され得る根拠及び範囲に関して明確な結論が出されなかったため、これに関する議論において出された指摘の内容のみが記載されています（本指針案別紙 3 の 1 脚注 76）。

CORPORATE NEWSLETTER

3. 必要性・相当性の確保

- ✓ 対応方針に基づく対抗措置の発動は、必要かつ相当な方法によるべき
- ✓ 必要性：時間・情報・交渉機会の確保を理由に恣意的な運用は許容されるべきではなく、個別具体的な検証を行うことなく強圧性の問題を強調するべきではなく、また、買収提案の「内容」を理由に企業価値・株主共同の利益が害されると判断する場合は十分な説明責任を果たすことが求められる
- ✓ 相当性：損害回避可能性・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（金員等の交付等は必要ない）

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とされています（本指針案 5.3）。

(1) 必要性の確保

買収の態様によっては、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などで、企業価値や株主利益を損なう可能性があるところ、買収者が対応方針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発動する場合には、時間・情報・交渉機会を確保する必要性と結びつきやすい一方で、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とされています（本指針案別紙 3 の 2(1)a）。

また、強圧性について、これまでの司法判断の中に、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することを前提として、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ことなく、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いとされています（本指針案別紙 3 の 2(1)b）。

加えて、株主総会において、様々な要素を考慮して、買収提案の「内容」を理由に企業価値ひいては株主共同の利益が害されるとの判断をしようとする場合に関し、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されています。また、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ことが示されています（本指針案別紙 3 の 2(1)c）。

CORPORATE NEWSLETTER

(2) 相当性の確保

相当性については、損害回避可能性、損害軽減措置及び損害の予見可能性（危険の引受け）が考慮要素になるところ、近時の裁判例における相当性の判断を踏まえると、損害回避可能性・損害の予見可能性は、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、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とされています（本指針案別紙3の2(2)d)⁸。

4. 事前の開示

- ✓ 対応方針の平時導入・事前開示は買収者の予見可能性を高め、トリガー基準を越えた市場での買付行為に歯止めをかける側面がある
- ✓ 「対抗措置が用いられ得ること」だけでなく、「どのような場合に対抗措置が用いられるか」まで予見可能性が高いことが重要

本指針案では、対応方針を平時に導入し、開示することによって、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、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、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、また、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こと、損害の予見可能性が対抗措置の相当性を基礎づける要素として考慮され得ることが示されています。

他方で、「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であると考えられるとされています（本指針案5.4、本指針案別紙3の3）。

5. 資本市場との対話

- ✓ 対応方針を導入する場合には、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る等により公正さを担保すべき
- ✓ 機関投資家や議決権行使助言会社は、対応方針が買収に関する透明性を高めるのであれば、基準をもって形式的に判断するのではなく、個別の事情を踏まえて、対応方針の導入や対抗措置の発動への賛否を判断することが望ましい

⁸ 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ことも示されています（本指針案別紙3の2(2)b）。

CORPORATE NEWSLETTER

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されています。

個々の会社の規模や状況等によって、対応方針の要否や求められる方策は異なり得るため、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り、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（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されています。そのような場合に対応方針が買収に関する透明性を高めるのであれば、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、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とされています（本指針案 5.5）。

CORPORATE NEWSLETTER

NEWS

▶ 札幌オフィス開設のお知らせ

今般、当事務所は、札幌オフィスを開設することといたしましたので、お知らせいたします。

当事務所は、現在、北海道の案件につきましても、東京をはじめとする国内各拠点においてリーガル・サポートを提供しておりますが、企業法務を中心とした分野において、より近接した拠点からのサポートを期待するとの声をいただいております。当事務所は、このようなご要望・ご期待にお応えして、きめ細やかなサポートを行うべく、今般、北海道札幌市に新たな拠点を設けることといたしました。

札幌オフィスには、M&A、会社法関連業務、スタートアップ等において豊富な経験を有するパートナーである立石 光宏 弁護士及びアソシエイト弁護士が所属いたします。

札幌オフィスは、他の国内拠点（東京、大阪、名古屋、福岡及び高松）及び海外拠点（北京・上海・シンガポール・バンコク・ヤンゴン・ホーチミン・ハノイ・ジャカルタオフィス及び2023年秋の業務開始を予定しておりますニューヨークオフィス）、並びにその他の国の提携法律事務所等と密に連携をとりながら、M&A・スタートアップ・事業承継・危機管理・ファイナンス・訴訟・事業再生・クロスボーダー取引をはじめとする幅広い分野において最先端のリーガル・サポートを提供し、北海道の経済発展に微力ながら寄与して参る所存です。

札幌オフィスの開設については、開設に必要な諸手続を経た上、2023年9月又は10月のスタートを目指しております。開設日・開設場所等の詳細が決まりましたら、改めてお知らせいたします。

※札幌オフィスは、弁護士法人森・濱田松本法律事務所の従事務所として開設する予定です。

（本件に関するお問合せ先）

森・濱田松本法律事務所 広報担当

Tel: 03-6212-8330

Email: mhm_info@mhm-global.com

CORPORATE NEWSLETTER

▶ ニューヨークオフィス開設のお知らせ

森・濱田松本法律事務所は、2023年秋の業務開始を目指してニューヨークオフィスを開設する運びとなりましたので、お知らせいたします。

当事務所は、2002年に森綜合法律事務所と濱田松本法律事務所との統合により設立され、現在約720名の弁護士（外国法弁護士を含む）がグループに所属する総合法律事務所です。日本国外においては、1998年に、他の日本の法律事務所に先駆けて北京にオフィスを開設し、また、2017年には、バンコクの手法律事務所と経営統合する等、クライアントの皆様から「選ばれる事務所（Firm of Choice）」となるという経営ビジョンの下、アジア地域において業容を拡大してまいりました。

一方、当事務所は長年、米州とアジアにまたがる取引や紛争案件については、各地の法律事務所と緊密に連携しながら助言を行ってまいりましたが、ニューヨークは、グローバル経済の中心地であるとともに、米州とアジアを結ぶ重要な拠点であることから、今般、アジア地域以外では初めてオフィスを開設することといたしました。当事務所は、ニューヨークオフィスを通じ、現地法律事務所やクライアントの皆様との連携をより強固なものとし、双方の地域にまたがる多種多様な法務需要に応じることのできる体制を充実させてまいります。

ニューヨークオフィスでは、当事務所の経営トップの一人であり、海外に幅広いネットワークを有する松村 祐土 弁護士が代表パートナーに就任するとともに、クロスボーダー案件に関し高い専門性、経験および実績を有するパートナーの加賀美 有人 弁護士および鈴木 信彦 弁護士が常駐いたします。加賀美弁護士はクロスボーダーの競争法案件や不正調査・危機管理対応・紛争案件に、鈴木弁護士はクロスボーダーM&Aおよびコーポレート業務に精通しています。

米州は、クライアントの皆様にとって重要な市場であり続けると同時に、法的にもひと際大きい市場の一つといえます。当事務所は、ニューヨークオフィスの開設を契機に、当事務所グループの全弁護士の総力を結集してさらなるリーガル・サービスの向上、国際業務の深化を目指してまいります。

（本件に関するお問合せ先）

森・濱田松本法律事務所 広報担当

Tel: 03-6212-8330

Email: mhm_info@mhm-global.com

CORPORATE NEWSLETTER

➤ 高松オフィス開設3周年記念セミナー及びレセプションを開催しました

2023年4月14日、JRホテルクレメント高松にて、クライアントの方々をお招きし、高松オフィス開設3周年記念セミナー及びレセプションを開催いたしました。

◆セミナー

◇第1部

『会社法・ガバナンス・コンプライアンス』

講師：石綿 学

◇第2部

『事業承継型 M&A の課題と解決策 売主・買主から見た事業承継型 M&A の落とし穴』

講師：小山 浩（高松オフィス代表）

◆レセプション

レセプションには、池田 豊人 香川県知事、平井 卓也 衆議院議員、佐伯 勇人 四国電力株式会社取締役会長・四国経済連合会会長、泉 雅文 高松商工会議所会頭・四国旅客鉄道株式会社相談役をはじめ、多くの中国・四国地方の企業関係者の方々にご出席いただき、当事務所からは、高松オフィスに所属する弁護士のほか、国内各オフィスおよび海外オフィスの弁護士が参加いたしました。

□ MHM Pride 2023 開始のお知らせ

森・濱田松本法律事務所は、LGBTQ+やさまざまなマイノリティに対するアウェアネス（認知）を高め、自分が多数派ではないこと・多数派でなくなることへの不安がない世界、自分が安心して自分でいられる世界を実現するために、6月を中心として、MHM Pride 2023 を実施いたします。

このMHM Pride 2023に合わせて、当事務所のホームページのロゴを、6月の間、LGBTQ+や性的指向・性自認(SOGI)の多様性の象徴でもあるレインボーカラーを取り入れたMHM Pride仕様のものに変更しています。

Pride Month と MHM Pride について

毎年6月は“Pride Month（プライド月間）”とされ、世界各地でLGBTQ+の権利や文化への理解を深め支持を広げるための活動が行われています。これは、アメリカのゲイバーであるストーンウォール・インに対する警察の不当な踏み込み捜査に対し、客や近隣住民が抵抗したことをきっかけとして、LGBTQ+の権利獲得運動の先駆けとなったといわれる「ストーンウォールの反乱」が1969年6月に起きたことに由来するものです。

CORPORATE NEWSLETTER

森・濱田松本法律事務所でも、2021年より毎年、このPride Monthである6月に、“MHM Pride”と題して、LGBTQ+が、ひいては様々なマイノリティが置かれている状況につきアウェアネスを高めることを目的とした多様な活動を行っています。

MHM Pride 2023 のテーマとプロジェクトについて

今年のテーマは、“I’ m just me, you’ re just you. — わたしのこと、あなたのこと、みんなのこと”です。

自分らしく生きられる社会の実現のためには、一人ひとりがありのままの自分を受け入れて自分の一番の理解者になることがとても大切だと考えます。「わたし」がそのままの「わたし」を受け入れることは、家族・友人・周囲の人、社会全体の「その人らしさ」もありのまま受け入れて理解することにつながります。遠い世界・知らない誰かの話ではなく一人ひとりが「わたし」「あなた」「みんな」の「らしさ」を考えて大切にできるようになることを願い、上記を今年のテーマといたしました。

MHM Pride 2023 では、レインボーカラーを取り入れたグッズの制作・配布、所内講演会・所内ワークショップの実施、ポスター等を通じたアウェアネスを高めるための様々な取組み、東京オフィスにおけるレインボーカラーのデコレーション等を実施しています。一部グッズは、東京オフィス等でも配布を予定しておりますので、お越しになった際には、是非手に取っていただけますと幸いです。なお、数量に限りがあります。

HAPPY PRIDE !!

(当事務所に関するお問い合わせ)
森・濱田松本法律事務所 広報担当
mhm_info@mhm-global.com
03-6212-8330
www.mhmjapan.com