

2023年10月27日 全12頁

経済産業省「公正な買収の在り方に関する研究会」による 企業買収行動指針

M&Aに関する公正なルール形成に向けた原則とベストプラクティス

金融調査部 主任研究員 横山 淳

[要約]

- 2023年8月31日、経済産業省を事務局とする「公正な買収の在り方に関する研究会」は「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—」をとりまとめ、公表した。
- 「企業買収における行動指針」は、M&Aに関する公正なルール形成に向けて原則論やベストプラクティスを提示するものである。具体的には、①企業価値・株主共同の利益の原則、②株主意思の原則、③透明性の原則という3つの原則を示した上で、買収提案を受けた企業の取締役や取締役会が守るべき行動規範、買収者と対象会社が行うべき情報開示や情報提供、買収への対応方針・対抗措置（いわゆる買収防衛策）の在り方などを整理している。
- 「企業買収における行動指針」がいわゆるソフト・ローとして実務に受け入れられ、わが国のM&A市場の健全な発展に寄与することが期待される。

はじめに

2023年8月31日、経済産業省を事務局とする「公正な買収の在り方に関する研究会」（座長：神田秀樹学習院大学大学院法務研究科教授）は、[「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—」](#)（以下、「企業買収行動指針」）をとりまとめ、公表した。

「公正な買収の在り方に関する研究会」は、「公正な M&A 市場における市場機能の健全な発展により、経済社会にとって望ましい買収が生じやすくなることを目指し、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」¹を行うために設置され、2022年11月から審議が行われてきた。

M&Aを巡って、経済産業省はこれまでも、例えば、次のような行動指針やガイドラインなどをとりまとめてきた。

¹ [経済産業省ウェブサイト](#)。

「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)(以下、「2005年買収防衛策指針」)

「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する指針」(2007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)(以下、「2008年買収防衛策指針」)

「公正なM&Aの在り方に関する指針」(2019年)(以下、「公正M&A指針」)

「事業再編実務指針」(2020年)

今回の「企業買収行動指針」は、「公正な買収の在り方に関する研究会」での審議を踏まえ、「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」²ものと位置づけられている。すなわち、同意なき買収(いわゆる敵対的買収)やMBOなどといったM&Aのうち特定の類型を取り上げ、それに特化した実務指針やベストプラクティスを示すのではなく、より幅広いM&A全般に当てはまる形で実務指針やベストプラクティスが示されているのが大きな特徴となっている。

「企業買収行動指針」の章立てとその主な内容は次の通りである。

図表1 「企業買収行動指針」の章立てとその主な内容

章	タイトル	主な内容
第1章	はじめに	「企業買収行動指針」策定の背景や経緯、用語の定義など
第2章	原則と基本的視点	買収一般において尊重されるべき3つの原則とその基本的な考え方
第3章	買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範	買収提案を受けた場合の取締役や取締役会が果たすべき役割や責務
第4章	買収に関する透明性の向上	企業買収に当たって株主が合理的な判断を行うために必要な情報の開示や、検討時間の確保のために必要と考えられる手続等
第5章	買収への対応方針・対抗措置	いわゆる買収防衛策に関する説明
第6章	おわりに	結語

(出所)「企業買収行動指針」を基に大和総研作成

第1章及び第2章が全体の総論であり、第3~5章が各論と言えるだろう。

特に注目される点として、第3章における取締役・取締役会の果たすべき役割や責務が、いわゆる敵対的買収だけではなく、いわゆる友好的買収を含めて説明されている点、第4章において求められる手続等が、買収者、対象会社の双方について説明されている点、第5章のいわゆる買収防衛策に関する説明が、前述の「2005年買収防衛策指針」や「2008年買収防衛策指針」を近時のコーポレートガバナンス改革や判例などを踏まえてアップデートしたものと見ることができる点などが指摘できる。本稿では、「企業買収行動指針」の主なポイントを紹介したい。

² [経済産業省ウェブサイト](#)。

1. 3つの原則と「望ましい買収」についての考え方

(1) 3つの原則

「企業買収行動指針」は、上場会社の買収一般において尊重されるべき原則を3つ提示している。具体的には次の通りである³。

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。

第1原則は、基本となる考え方、すなわち個々のM&Aが「望ましい買収」と言えるか否かを判断する評価軸を示す指針であると言えよう。第2原則、第3原則は、M&Aのプロセスの公正性を確保するための指針と考えられる。

これを踏まえれば、当然、「対象会社の経営陣が会社と株主の利益を損ねて買収を阻止しようとする」こと、「買収に応じて株式を売るか否かの判断において株主が自らの本来の意思に反する行動を強いられる」こと、「買収者が本来享受すべきではない利益を買収を通じて得る」ことなどは⁴、「望ましくない買収」として避けなければならない事案ということになる。

(2) 企業価値とは？

前記の第1原則を踏まえれば、「望ましい買収」か否かは「企業価値」を基準に判断されることとなる。それでは「企業価値」とは何か？「企業買収行動指針」は次のように定義している⁵。

企業価値とは、概念的には、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である。その中には、事業活動において従業員や取引先などのステークホルダーが貢献することにより、定量的に将来のキャッシュフローが増加することによる価値も含まれている。

昨今のESGやサステナビリティを巡る議論を反映して、「企業価値」に、いわゆる非財務情報も織り込むことが明記され、その評価は中長期的な観点から行うという考え方が示されている。

³ 「企業買収行動指針」 p. 7。

⁴ 「企業買収行動指針」 p. 8。

⁵ 「企業買収行動指針」 p. 8。

ただし、「企業価値」は、あくまでも「キャッシュフローの割引現在価値の総和」として定量的に算定されるべきことを明らかにしていることが大きな特徴であると言えよう。

この裏返しとして、「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（経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ることも含む。）ための道具とすべきではない」⁶ということになる。

(3) 公正な分配について（株主が享受すべき利益）

企業買収が実行され、対象会社の企業価値が向上した場合、その果実は当事者間で公正に分配される必要がある。「企業買収行動指針」は、株主が享受すべき利益について、次のような考え方を示している⁷。

「買収を行わなくても実現可能な価値」が最低限保障された上で、「買収を行わなければ実現できない価値」（買収によって生じる利益）の公正な分配としての部分も保障されるべきである。

もちろん、現実にはこれらを客観的かつ厳密に算定することは困難であり、実際に買収価格などの取引条件は一定の幅があるものとして取り扱われるべきであることは「企業買収行動指針」も認めている⁸。しかし、だからこそ対象会社の取締役が「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」⁹ことが強調されている。言い換えれば、公正な分配のあり方は、画一的・一義的に決まるものではないことを認めた上で、「取締役による交渉・買収提案の模索、公正な手続の確保等の合理的な努力」¹⁰を通じて実現を図ろうというのが「企業買収行動指針」のスタンスだろう。

2. 取締役・取締役会の行動規範

(1) 取締役・取締役会の役割と責務

「企業買収行動指針」は、買収提案を受領した場合に取締役・取締役会がこれを検討するフローを図表2のようにまとめている。

a. 平時の取組み

「企業買収行動指針」は、取締役・取締役会に対して、「平時から経営努力を尽くすことで企業価値を高めるとともに、それが時価総額に反映されるための取組み」¹¹を求めている。具体的な取組みとしては、次のものが例示されている¹²。

⁶ 「企業買収行動指針」 p. 9。下線太字は筆者。

⁷ 「企業買収行動指針」 p. 9。

⁸ 「企業買収行動指針」 pp. 9-10。

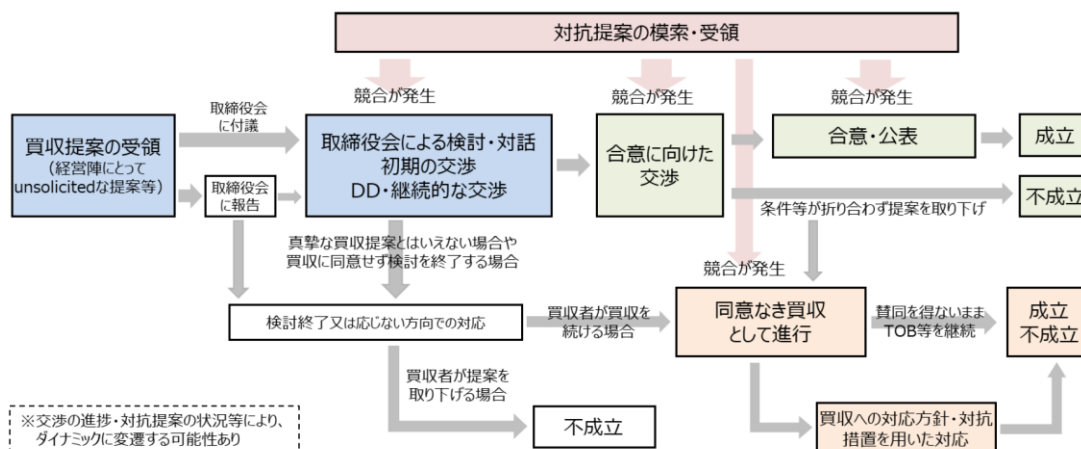
⁹ 「企業買収行動指針」 p. 10。下線太字は筆者。

¹⁰ 保坂泰貴「『企業買収における行動指針』の解説[上]」（『商事法務』No. 2337（2023年9月15日）） p. 11。

¹¹ 「企業買収行動指針」 p. 13。

¹² 「企業買収行動指針」 p. 13。

図表2 買収提案の検討フロー



(出所)「企業買収行動指針」p. 13

- 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）
- 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

これらの多くは、コーポレートガバナンス・コード（CG コード）などでも指摘されている項目であることには留意する必要がある。私見だが、取締役・取締役会の買収提案時の行動規範は、平時のコーポレートガバナンス上の行動規範から大きく外れるものではなく、むしろその延長線上に位置づけられると考える。

b. 取締役会への付議、報告

「企業買収行動指針」は、買収提案を受領した場合、速やかに取締役会に付議又は報告するのが原則だとしている。特に、買収提案が、(a)具体性を有し、かつ、(b)一定の信用力がある（例えば、買収者としてのトラックレコード、資力の蓋然性などが考慮される）場合には、取締役会に付議すべきとの考え方が示されている。

c. 買収提案の検討に当たっての基本姿勢

買収提案を検討するに当たっての取締役・取締役会の基本姿勢について「企業買収行動指針」は、「『真摯な買収提案』に対しては、『真摯な検討』をすること」¹³としている。

「真摯な提案」とは、具体性・目的の正当性・実現可能性のある買収提案を意味する。「企業買

¹³ 「企業買収行動指針」p. 15。下線太字は筆者。

「取行動指針」は、次の各要素を総合的に考慮して判断することを例示している¹⁴。

- ① 具体性が合理的に疑われる場合
 - 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
- ② 目的の正当性が合理的に疑われる場合
 - 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
 - (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
 - 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
- ③ 実現可能性が合理的に疑われる場合
 - 買収資金の裏付けのない買収提案
 - 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
 - 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

なお、これらの考慮要素が恣意的に解釈されたり、安易に買収提案を拒否するための口実に使われたりしてはならないことは言うまでもない¹⁵。

「真摯な検討」を進めるに当たって、「企業買収行動指針」は、買収者から追加情報を入手しつつ、例えば、次の事項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になるとしている。

- 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
- 買収の実現可能性等

「真摯な検討」において、買収価格や（買収者と現経営陣の）企業価値向上策の定量的な比較検討の重要性を、「企業買収行動指針」が強調していることは注目される。これは「これまで日本の取締役会において必ずしも検討が十分でなかった可能性がある要素を挙げることで、適切な検討を促そうとする趣旨」¹⁶と説明されており、「企業買収行動指針」の策定を通じて、今後、より厳格な説明責任が求められることが考えられる。

(2) 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、買収提案を検討した結果、企業価値を向上させるものと判断し、買収に応じる方針を決定した場合、次に重要になるのが、株主にとってできる限り有利な取引条件を目指した

¹⁴ 「企業買収行動指針」 pp. 15-16。

¹⁵ 「企業買収行動指針」 p. 15、保坂泰貴 「『企業買収における行動指針』の解説[上]」（『商事法務』No. 2337（2023年9月15日）） p. 13 など参照。

¹⁶ 保坂泰貴 「『企業買収における行動指針』の解説[上]」（『商事法務』No. 2337（2023年9月15日）） p. 13。

交渉である。これは、支配株主や経営陣が企業買収を積極的に進めたいと考えている場合に、特に重要性が高いものと考えられる。「企業買収行動指針」は、取締役会は買収者との間で、取引条件の改善を目指して真摯に交渉すべきとして、具体的に次のような取組みを例示している¹⁷。

- 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
- 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
- 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

なお、「企業買収行動指針」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（間接的なマーケット・チェック）や、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）で、買収条件の改善を目指すことにも合理性がある」¹⁸とも述べている。しかし、特に後者については、「有用性もある一方で、買収提案のインセンティブを低下させる阻害効果等も指摘」されたことから、これらを常に要求するものではない、との趣旨説明がされている¹⁹。

a. 取引条件～買収比率や買収対価との関係～

取引条件の判断基準は、買収比率や買収対価によって異なることが想定される。「企業買収行動指針」は、次のような考え方を示している。

図表3 買収比率や買収対価による取引条件のあり方

現金対価による全部買収	○価格面での取引条件の適正さが特に重要
部分買収	○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 ○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 ○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
買収対価の全部又は一部が株式	○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株主にとっても重要な判断軸 ○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）等に関する情報の提供が特に重要

（出所）「企業買収行動指針」を基に大和総研作成

b. 例外的な判断～価格が十分とは言えない買収提案に賛同することについて～

取引条件の改善を目指した交渉等の努力を尽くしても、なお、企業価値は向上すると判断されつつも価格が十分とは言えない買収提案がなされる場合がある。こうした買収提案に取締役会が賛同することについて、「企業買収行動指針」はこれを否定しないものの、あくまでも「例外

¹⁷ 「企業買収行動指針」 pp. 19-20。

¹⁸ 「企業買収行動指針」 p. 20。下線太字は筆者による。

¹⁹ 保坂泰貴「『企業買収における行動指針』の解説[下]」（『商事法務』No. 2338（2023年9月25日））p. 54。

「的な判断」であり、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」としている²⁰。これは、企業価値の向上と株主利益の確保が両立しない例外的な状況があり得るとしても「株主利益とは異なる企業価値の向上を優先するという取締役会の主張を簡単には認めるべきではない」という「企業買収行動指針」の立場を明らかにしたものと説明されている²¹。

(3) 公正性の担保～特別委員会の設置など～

「企業買収行動指針」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）を講じることが考えられる」²²としている。

具体的に、独立した特別委員会の設置が有用な場合として、以下のケースが例示されている²³。

- ▶ 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ってとりわけ重要であると考えられる場合
- ▶ 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）

※上記類型とは別に、MBO や支配株主による従属会社の買収等の構造的な利益相反の問題が存在する取引の場合には、特別委員会の設置が望ましい（公正 M&A 指針参照）。

なお、「企業買収行動指針」は、こうした公正性担保措置は常に必要となるものではなく、「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」要否を検討すべきものとしている²⁴。また、そもそも「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」との考え方も示している²⁵。

3. 透明性の向上

「第3原則：透明性の原則」（前記1(1)）にあるように、株主・投資家が、企業買収について正しい判断を行う前提として、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必要がある。「企業買収行動指針」は、具体的に買収者と対象会社がそれぞれのどのような情報開示などの対応を行うべきかを整理している。

²⁰ 「企業買収行動指針」 p. 20。下線太字は筆者。

²¹ 保坂泰貴「『企業買収における行動指針』の解説[下]」（『商事法務』No. 2338（2023年9月25日）） p. 55。

²² 「企業買収行動指針」 p. 21。下線太字は筆者。

²³ 「企業買収行動指針」 p. 21。

²⁴ 「企業買収行動指針」 p. 21。

²⁵ 「企業買収行動指針」 p. 21。

(1) 買収者

「企業買収行動指針」は、株主の適切な判断（インフォームド・ジャッジメント）の観点から、次のような情報開示・情報提供を求めている。

図表4 買収者に求められる情報開示

大量保有報告書、公開買付届出書の提出	○これらの制度に基づき買収の目的について充実した開示を行うことが望ましい
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	○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、適時、任意の方法で行うことが望ましい
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を想定している場合	○どのような戦略を描いているかに関する情報を開示・提供することも有益
事前取得（toehold）によって小規模な資本関係を取得する場合	○その後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
公開買付けの実施を予告する場合	○買収のために要する資力等、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することができない場合には、市場の安定という観点から、原則として予告を取り下げることが望ましい

（出所）「企業買収行動指針」を基に大和総研作成

そのほかにも「企業買収行動指針」は、買収者に対して、①実質株主である場合はその旨や名義株主との対応関係に関する情報、共同保有者に関する情報を対象会社に提供する（あるいは、事実確認に応じる）こと、②株主等の判断のために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などを求めている²⁶。

なお、これらの事項のいくつかについては、現在、金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」でも審議が行われていることに留意が必要だろう。

(2) 対象会社

「企業買収行動指針」は、買収が実施されている段階においては、対象会社からも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株主に提供することの重要性も指摘している。具体的には、適時開示規制の遵守に加え、次のような情報開示が例示されている²⁷。

- 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
- （取締役会や特別委員会での意見が一致しない場合）その後の株主総会における選解任の判断に資するように、個々の社外取締役がどのように監督機能を発揮したのかについて、情報開示を行うこ

²⁶ 「企業買収行動指針」 pp. 26-27。下線太字は筆者。

²⁷ 「企業買収行動指針」 p. 28。

とも検討に値する

○(対抗提案があった場合)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

なお、買収を検討中の段階での開示については、「企業買収行動指針」は、開示に伴うマイナス面(企業買収の頓挫など)をも考慮し、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、慎重に判断すべきとしている²⁸。

(3) 株主の意思決定を歪める行為の防止

「企業買収行動指針」は、株主が必要な情報の提供を受けて、合理的な意思決定を行うため、次のような買収者の行為は望ましくないものとしている。なお、これらの行為のうち②⑤⑥は、対象会社が行うことも望ましくないものとしている²⁹。

- ① 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
- ② 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
- ③ 買収の意図があるにも関わらず、それを隠して買付けを進めること
- ④ 買収のために要する資力など、公開買付けを実際に行う合理的な根拠なく、公開買付けの実施を予告すること
- ⑤ 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
- ⑥ 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

4. 対応方針・対抗措置(いわゆる買収防衛策)

「企業買収行動指針」は、いわゆる買収防衛策について特別に一つの章を設けて指針とベストプラクティスを示している。ただし、「買収防衛策」という用語は用いず、「買収への対応方針(対応方針)」とそれで定めた新株予約権無償割当て等の具体的な行為である「買収への対抗措置(対抗措置)」と表現している。内容は、基本的に「2005年買収防衛策指針」や「2008年買収防衛策指針」を踏襲しているが、近時のコーポレートガバナンス改革や判例などを踏まえたアップデートが行われている。

a. 「対応方針」(いわゆる買収防衛策)の意義

「企業買収行動指針」は、「対応方針」(いわゆる買収防衛策)の機能について「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」³⁰を指摘している。基本的には「2008年買収防衛策指針」の考え方を踏襲し

²⁸ 「企業買収行動指針」p. 29。

²⁹ 「企業買収行動指針」p. 29。

³⁰ 「企業買収行動指針」p. 30。下線太字は筆者。

ているが、筆者には、「対応方針」の意義が、あくまでも「より良い買収条件を引き出すこと」にあることがより明確に示されていると思われる。

加えて、「対応方針」のデメリットとして、経営陣の保身に悪用されるリスクや株主による保有株式を換価する権利を阻害するリスクのほか、「会社の発意で選択的に（同意なき買収においてのみ）用いられ、その設計主体が会社であるという特徴」があり、構造的に「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」、「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」、「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」があり、その懸念を払拭する努力をすべきとの指摘も重要である³¹。

b. 株主意思の尊重

「対応方針」（いわゆる買収防衛策）に基づく「対抗措置」の発動は、株主の合理的な意思に依拠すべきであるとの「企業買収行動指針」の基本的な考え方は、「2005年買収防衛策指針」や「2008年買収防衛策指針」の考え方を踏襲している。ただし、「企業買収行動指針」は（株主総会決議を経ない）取締役会限りでの導入について、より抑制的なスタンスを示している。

すなわち、「2005年買収防衛策指針」は、「取締役会の決議により買収防衛策が導入された場合であっても、株主の総体的意思によってこれを廃止できる手段（消極的な承認を得る手段）を設けている場合には、株主意思の原則に反するものではない」³²として、事後的に株主総会等において廃止できることを前提に、取締役会限りでの導入を広く許容していた。それに対して「企業買収行動指針」は、取締役会限りでの導入・発動を否定しないものの、近時の裁判例を踏まえ、「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」³³として、一種の緊急避難的行為と位置づけている³⁴。

なお、「企業買収行動指針」は、最近の裁判例で話題となった、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をもって行う株主総会決議（いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ（MOM）決議）による「対抗措置」の発動についても言及している。すなわち、こうしたMOM決議が許容されるのは、「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に限られる」³⁵と釘を刺している点は注目される。

c. 必要性・相当性の確保

「対応方針」（いわゆる買収防衛策）に基づく「対抗措置」の発動が、必要かつ相当な方法によるべきであるとの「企業買収行動指針」の基本的な考え方は、「2005年買収防衛策指針」や「2008年買収防衛策指針」の考え方を踏襲したものである。

³¹ 「企業買収行動指針」 pp. 30-31。下線太字は筆者。

³² 「2005年買収防衛策指針」 p. 6。

³³ 「企業買収行動指針」 p. 47。下線太字は筆者。

³⁴ 保坂泰貴「『企業買収における行動指針』の解説[下]」（『商事法務』No. 2338（2023年9月25日）） p. 60。

³⁵ 「企業買収行動指針」 p. 45。下線太字は筆者。

d. 事前の開示

「企業買収行動指針」は、買収者や株主の予測可能性の観点から「対応方針」（いわゆる買収防衛策）の開示の重要性を指摘している。ただし、「2005年買収防衛策指針」とは異なり、平時導入の「対応方針」だけではなく、有事導入についても取り扱っていることから、「対応方針」の開示を必須の原則という位置づけにはしていない。

e. 資本市場との対話

私見であるが、「対応方針」（いわゆる買収防衛策）の導入のコンテキストにおいても、対象会社と機関投資家との建設的な対話を重視する姿勢は、CGコードなどを踏まえた「企業買収行動指針」の大きな特徴であると考ええる。

具体的には、企業は、そもそも「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」³⁶ことを大前提として、「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」³⁷としている。同時に機関投資家や議決権行使助言会社などに対しても「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」³⁸としている。

その上で「企業買収行動指針」は、あり得る一定の方策として、次の対応を例示している³⁹。

- 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（例えば、次のような限定）とすること
 - 対抗措置の発動要件を、買収者が手続ルールを遵守しない場合のみに限定する
 - 手続ルールを遵守したとしても、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
 - 「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（議決権数の3分の2以上）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
- 特殊な状況下（例えば、金融危機等）の時限的な措置として設計すること

³⁶ 「企業買収行動指針」 pp. 33-34。下線太字は筆者。

³⁷ 「企業買収行動指針」 p. 34。下線太字は筆者。

³⁸ 「企業買収行動指針」 p. 34。下線太字は筆者。

³⁹ 「企業買収行動指針」 pp. 34-35。