

事務局説明資料

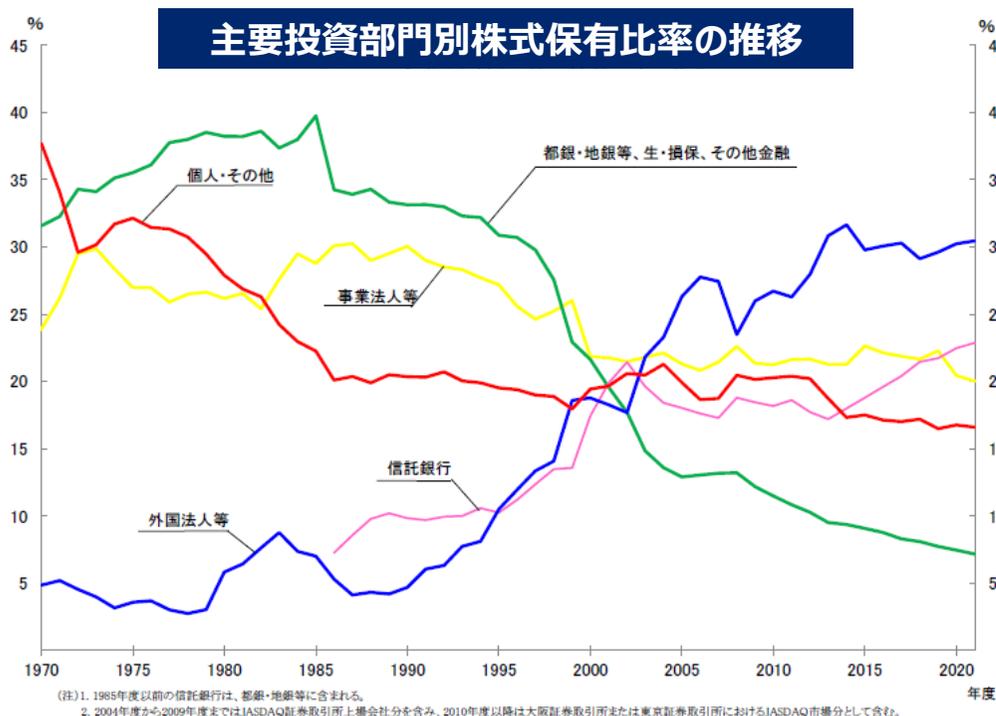
産業組織課

2022年11月18日

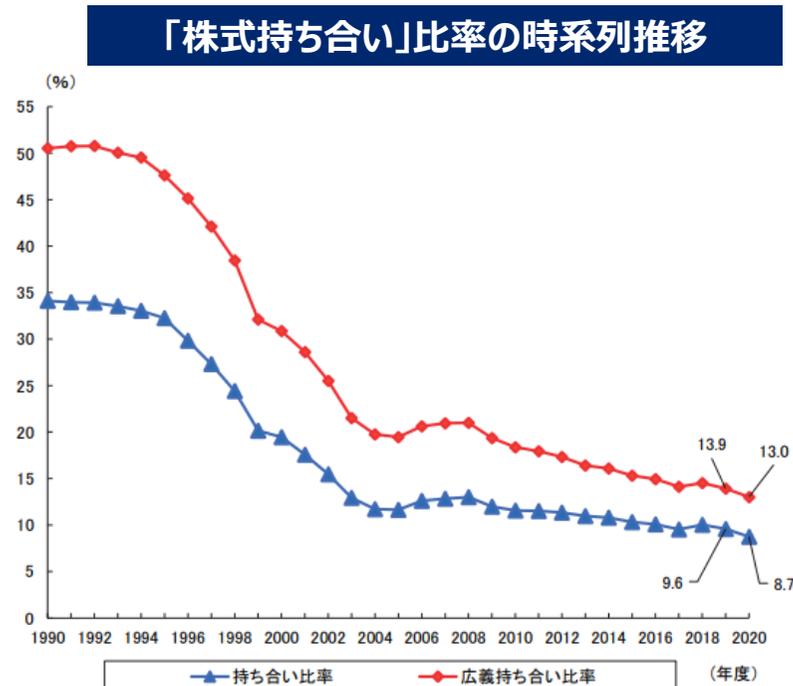
1. 検討の背景

日本企業の株式保有構造の変化

- 過去30年において、日本の上場会社におけるいわゆる**安定株主と機関投資家の株式保有比率は逆転**。また、**政策保有株式（「株式持ち合い」）の比率は減少傾向**。



(出所) 東京証券取引所等「2021年度株式分布状況調査の調査結果について」(2022年)から抜粋。



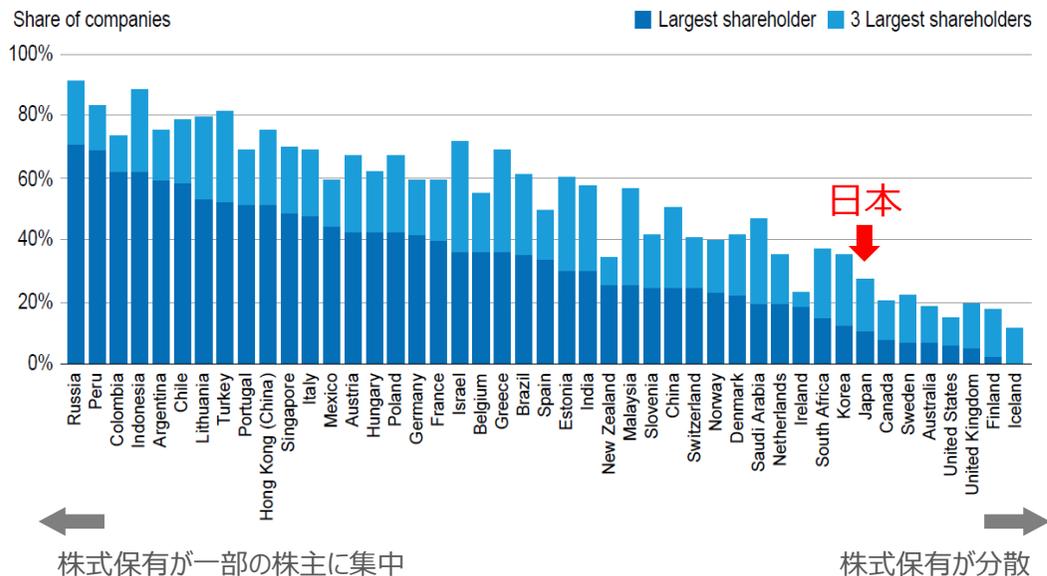
(注) ここでの「持ち合い比率」は、上場会社（ただし、上場保険会社を除く）が保有する他の上場会社株式（時価ベース）の、市場全体の時価総額に対する比率（ただし、子会社及び関連会社株式を除く）。「広義持ち合い比率」は、持ち合い比率に保険会社の保有比率を加えたもの。

(出所) 野村資本研究所（西山健吾）「我が国上場企業の株式持ち合い状況（2020年度）」野村サステナビリティクォーターリー2022年春号から抜粋。

株式保有構造の国際比較

- 国際的に見ると、日本は株式保有構造が比較的分散している。
- 従来多かった政策保有株主等のインサイダー株主の保有比率は近年低下し、アウトサイダー株主と比率が逆転している。

主要国の株式保有の分散度合い



(注) 各国市場において上場している企業総数のうち、筆頭株主 (Largest shareholder) および三大株主 (3 Largest shareholders) が50%以上の株式を保有している企業数の割合を表している。

(出所) OECD Corporate Governance Factbook 2021 (一部加筆)。

インサイダー／アウトサイダー株主の保有比率の国際比較

Insider and Outsider Ownership



Board of Governors of the Federal Reserve System, Financial Accounts of the United States, Office for National Statistics, UK, Historical Annual Tables 2005-2013. Deutsche Bundesbank, Special Statistic Publication 4. Korean Exchange, Annual Report, Park. S. Korean Capitalism.

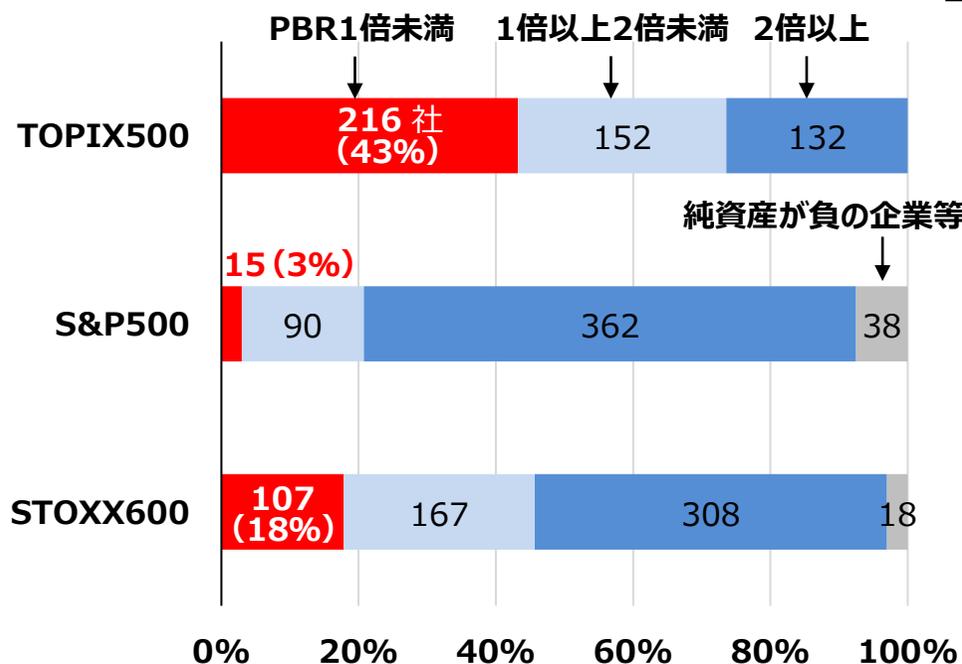
	Insider ownership	Outsider ownership	Foreign institutional investors	Domestic Institutional investors	Individuals
Japan (1990-92 average)	62.3	37.4	5.7	11.3	20.5
Japan (2010-12 average)	32.4	67.4	27.0	20.1	20.3
US	1.0	98.6	13.3	46.0	39.2
UK	5.2	91.8	46.0	35.4	10.3
Germany	55.8	44.2	18.4	17.2	8.6
Korea	56.1	40.3	34.3	15.8	20.3

(出所) 日本政策投資銀行設備投資研究所「経済経営研究」(2020年7月)。シンポジウムにおける早稲田大学宮島教授の説明資料より抜粋。

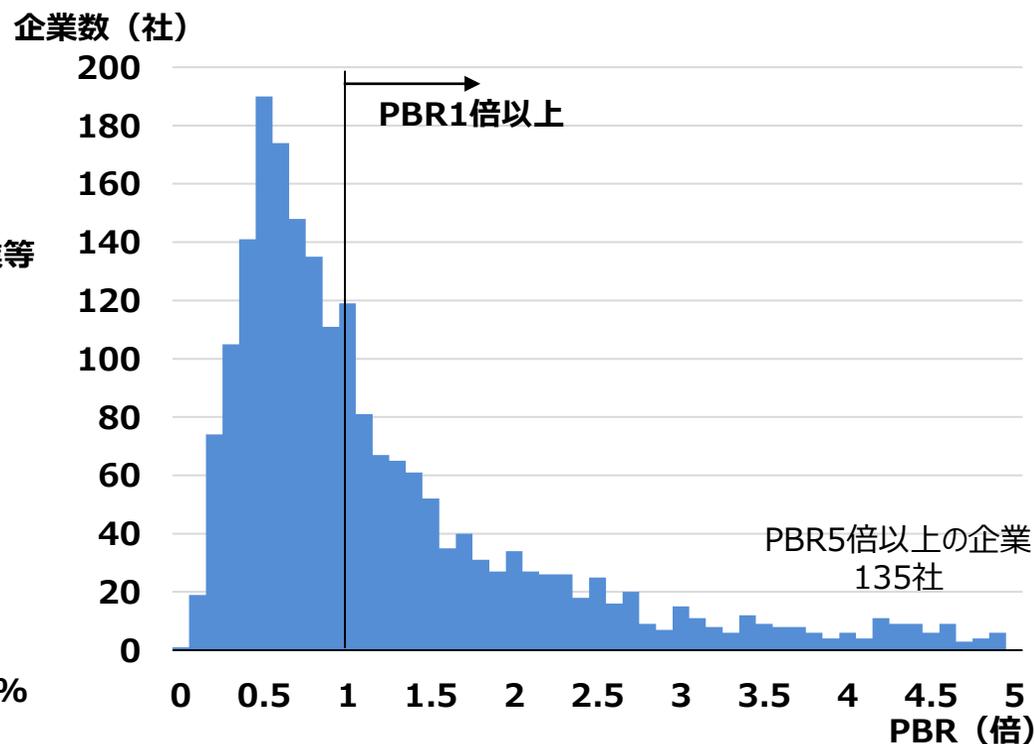
日本企業におけるPBRの分布

- 日本は上場企業の数が多いが、株式市場においては、企業の持つ純資産価値を下回る評価がなされている企業の割合が高い。

TOPIX500、S&P500、STOXX600企業のPBRの分布



東証一部上場企業のPBRの分布 (2,173社)



(注) PBRとは、株価を1株当たり純資産で割ることで算出できる。PBRが1倍を上回る場合、企業の持つ純資産価値を上回る評価が市場でなされていると考えられる。

左図は2022年3月7日時点の情報。右図は2022年3月2日時点の情報。PBRデータが得られる企業のみを抽出し、PBR0.1倍刻みで該当する企業数を表示している。

(出所) Bloombergを基に作成。

社外取締役選任の増加

- 2021年のコーポレートガバナンス・コード改訂等により、独立社外取締役が3分の1以上を占める上場会社は、プライム市場で92.1%、スタンダード市場でも46.0%まで増加。

独立社外取締役の選任状況

集計対象	社数	2名以上の 独立社外取締役選任		3分の1以上の 独立社外取締役選任		過半数の 独立社外取締役選任	
		会社数	比率	会社数	比率	会社数	比率
プライム市場	1,837社	1,822社	99.2%	1,692社	92.1%	223社	12.1%
スタンダード市場	1,456社	1,112社	76.4%	670社	46.0%	67社	4.6%
グロース市場	477社	284社	59.5%	246社	51.6%	55社	11.5%
全上場会社	3,770社	3,218社 (+174)	85.4% (+3.9pt)	2,608社 (+436)	69.2% (+11.0pt)	345社 (+110)	9.2% (+2.9pt)
JPX日経400	399社	397社 (+2)	99.5% (0.5pt)	379社 (+32)	95.0% (+8.0pt)	68社 (+20)	17.0% (5.0pt)

(注) カッコ内は前年7月比。

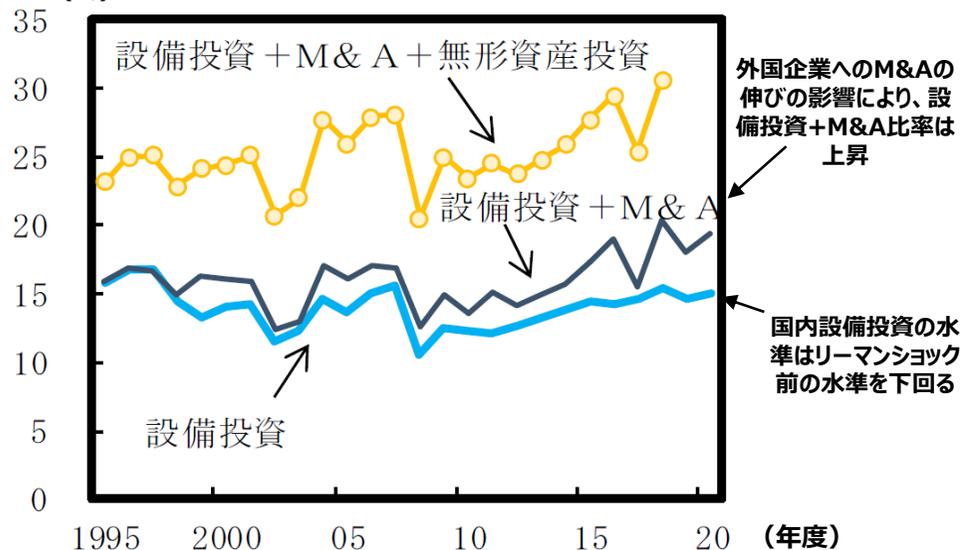
(出所) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況 (2022年7月14日時点)」(2022年8月3日) から抜粋。

日本企業によるM&A投資の推移

- 企業による投資活動の中で、M&A投資は比較的活発になされている分野。
- そのうち、過去20年間で大きく伸びたのは海外向けのM&A投資であり、国内企業に対するM&A投資の伸びは相対的には大きくない。

投資活動の対付加価値比率

対付加価値比率 (%)



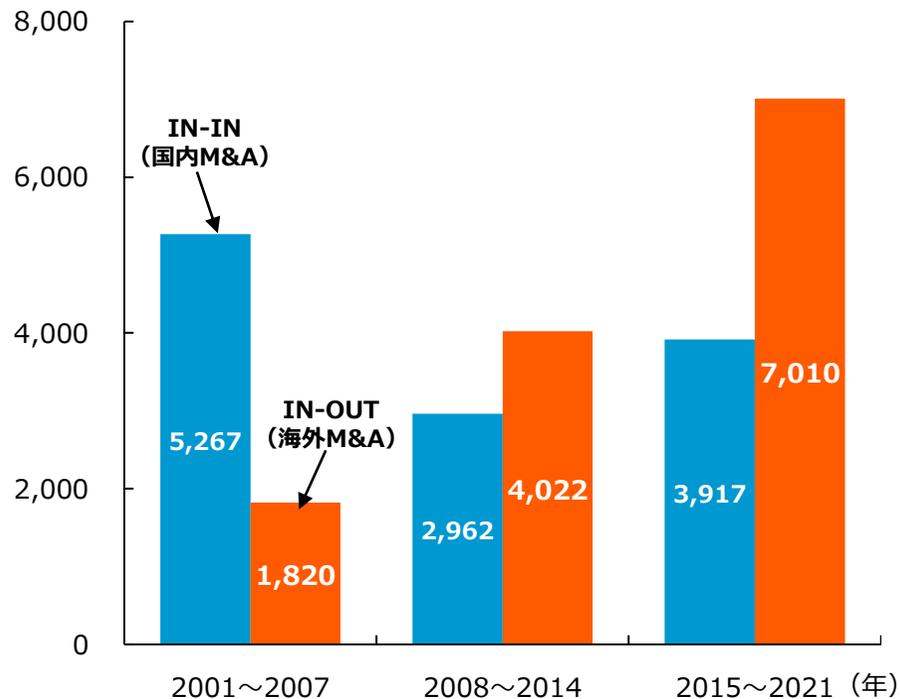
(注) 金融業及び保険業を除く全規模ベース。M&Aは、金融業及び保険業を含む全日本企業による外国企業の買収が対象。

付加価値 = 人件費 + 動産・不動産賃借料 + 租税公課 + 営業利益

(出所) 内閣府「日本経済2021-2022」に一部加筆。

M&A投資の金額の推移 (国内向け、海外向けの比較)

(百億円)

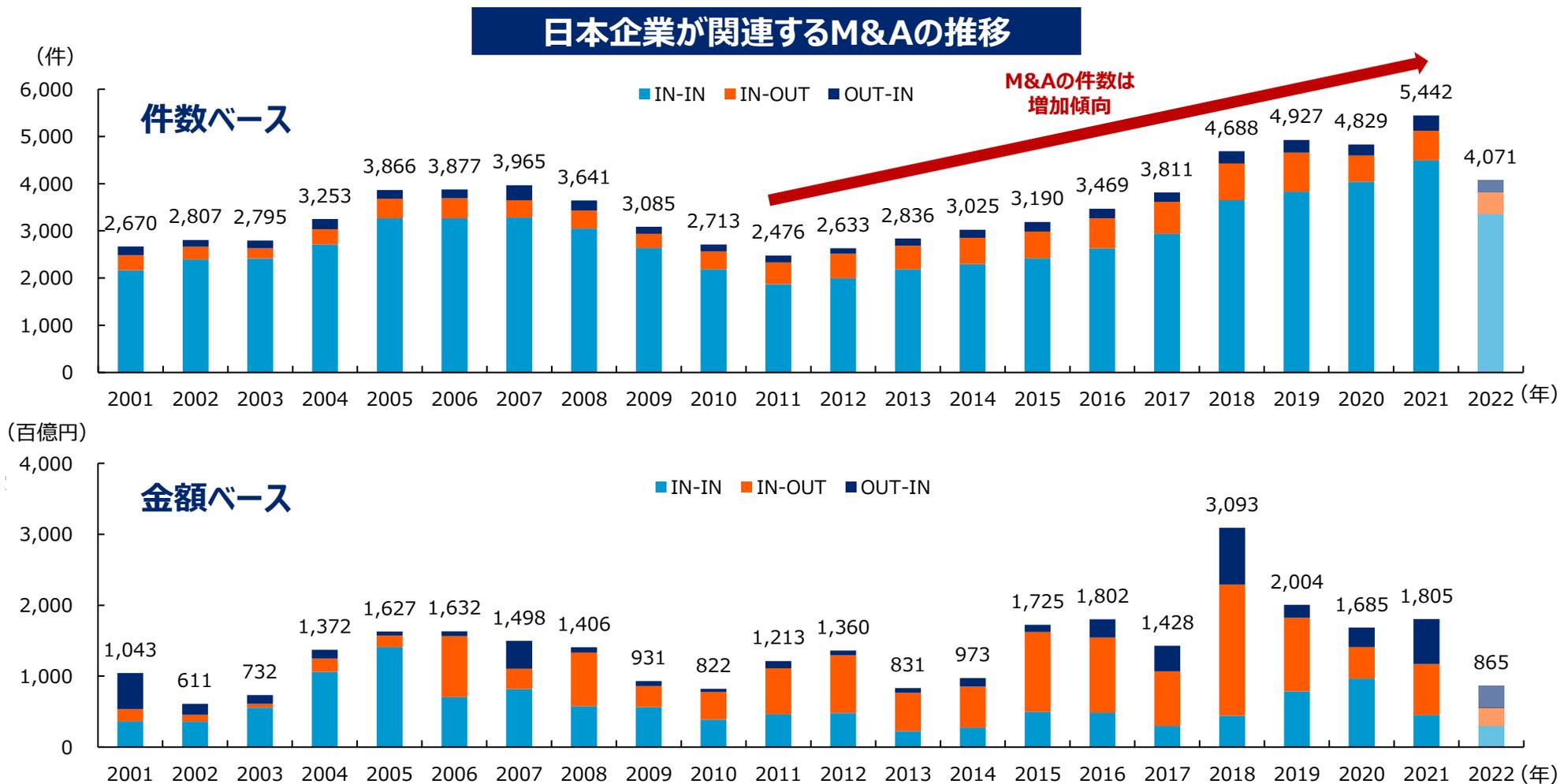


(注) それぞれの期間における各年のM&A金額の総額を記載。

(出所) レコフデータを基に作成。

(参考) M&Aの件数及び金額の推移

- 日本企業が関連するM&Aの件数は世界的な金融危機で減少して以降、増加傾向にある。

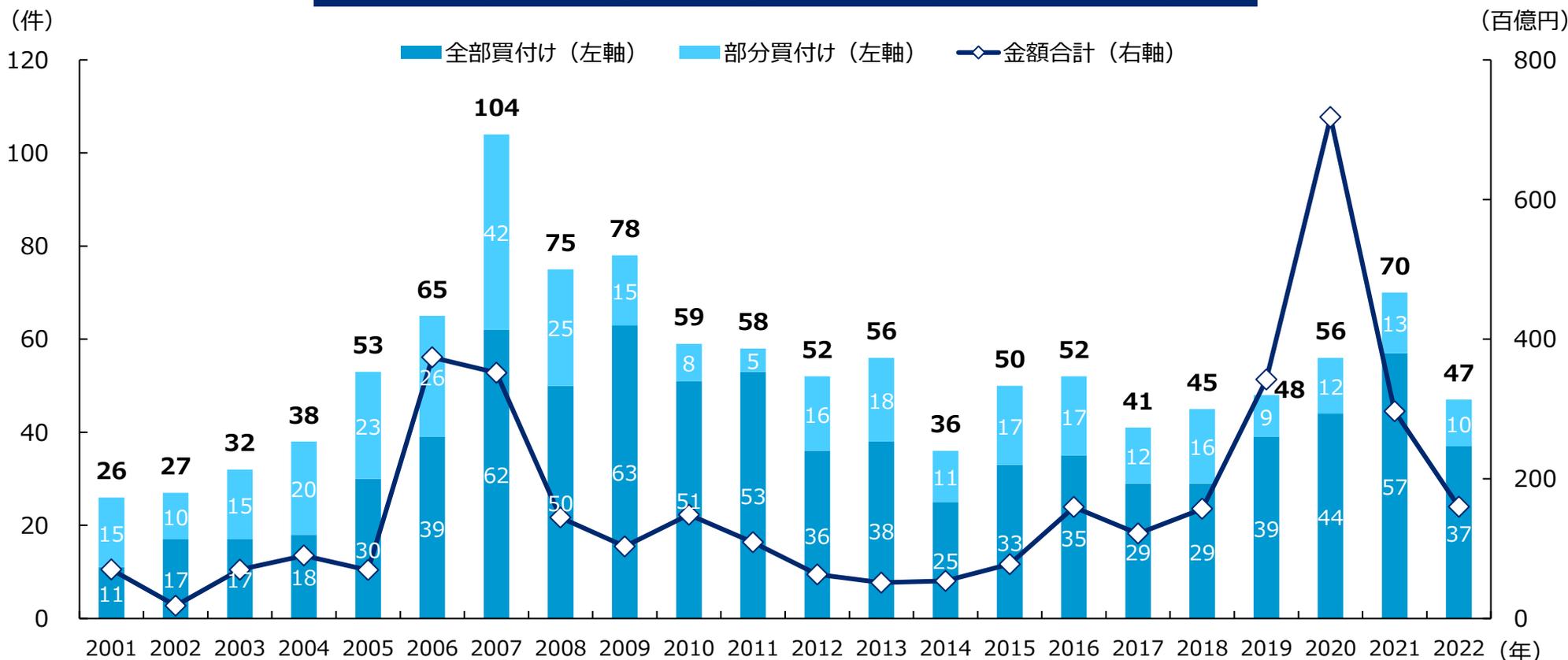


(注) 対象は日本企業が当事者（買収者、対象会社等）となるM&A。年は公表日ベース。2022年は2022年1月1日～2022年9月30日までの件数。
 (出所) レコフデータを基にして経済産業省が作成。

(参考) TOBの件数及び金額の推移

- 日本で届出されたTOBの件数及び金額は再び増加傾向にある。
- 買付予定数に上限が設定されている「部分買付け」の案件も一定数存在している。

TOBの件数（全部買付け・部分買付けの別）及び金額の推移



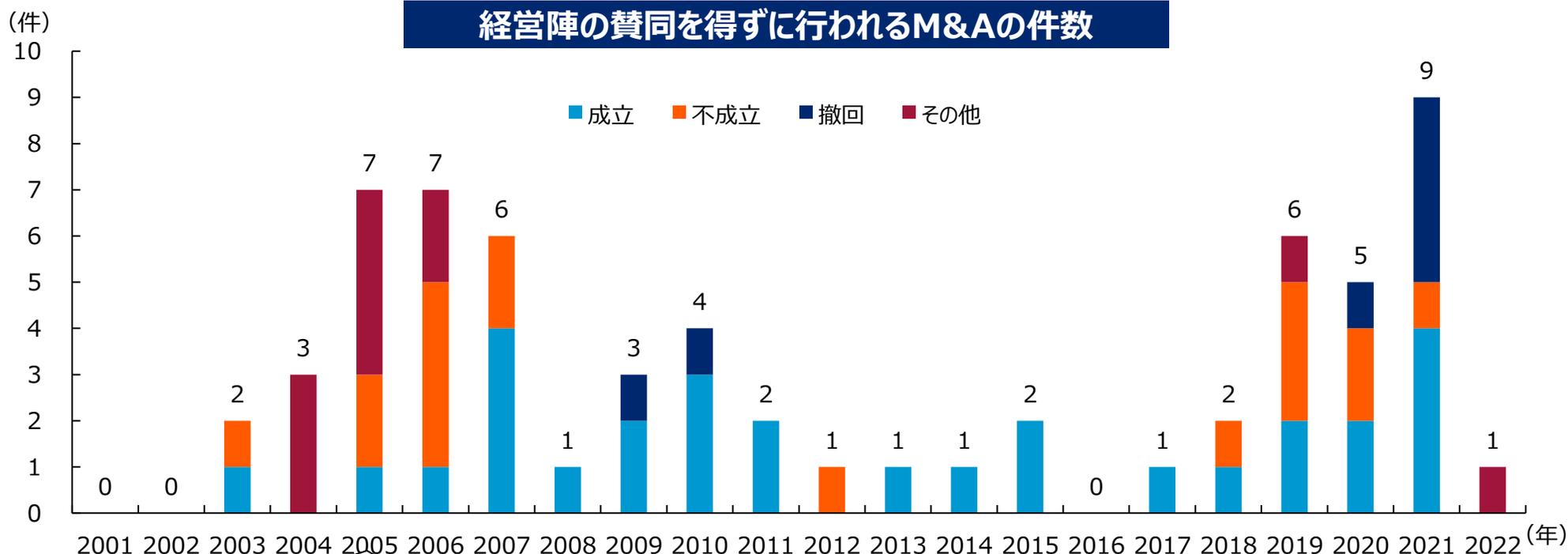
(注) 年は公表日ベース。2022年は2022年1月1日～2022年9月30日の案件について記載。全部買付け：買付予定数に上限が設定されていない案件、部分買付け：買付予定数に上限が設定されている案件、をそれぞれ集計している。

(出所) レコフデータ、各種開示資料を基にして経済産業省が作成。

同意なき買収提案（unsolicited takeover bid）の増加

- 近年、日本において、対象会社の経営陣や取締役会の同意を得ずに行われるM&Aの件数が増加。この背景には、政策保有株式の減少や、資本効率性への関心が高まったことがあるという指摘もある。

※「敵対的買収」という呼称は経営陣と買収者が相容れない状況をイメージさせるが、本来、対象会社が想定していない買収提案であったとしても、経営陣や取締役会による検討・交渉の余地があることが通例であることから、本資料では敵対的買収ではなく、「同意なき買収」という中立的な表現を用いている。



(注1) レコフデータベースにおいて、経営陣の賛同を得ず、経営権の支配を目的として株式を買い付ける取引を集計しているもの（敵対的M&A）。

(注2) なお、REIT、インフラ投資法人を対象とする案件が計3件（2022年：1件、2021年：1件、2019年：1件）含まれる。

(注3) 「その他」にはTOB期間中や意見表明等を公式には出さずに立ち消えになった案件が含まれる。年は公表日ベース。2022年は2022年1月1日～2022年9月30日までの件数を記載。

(出所) レコフデータを基にして経済産業省が作成。

(参考) 近年の「同意なき買収」の事例

- 2017年以降の主な「同意なき買収」では、ファンドに限らず、事業会社が買収提案を行った事案も一定数含まれている。交渉の結果、経営陣が同意に転じた事例も存在。

対象会社	買収提案者	公表時期	形態
ソレキア	佐々木バジ	2017年2月	資本参加 (TOB)
ぺんてる	ココロ	2018年3月	資本参加
サンヨーホームズ	日本アジアグループ	2018年4月	資本参加 (TOB)
ジェクシード	BMI Hospitality Services (香港法人)	2019年1月	資本参加 (TOB)
デザート	BSインベストメント (伊藤忠商事の完全子会社)	2019年1月	出資拡大 (TOB)
廣済堂	南青山不動産	2019年3月	買収 (TOB)
ユニゾホールディングス	Eイチ・アイ・エス	2019年7月	出資拡大 (TOB)
東芝機械 (芝浦機械)	シティインデックスイレブンス	2020年1月	出資拡大 (TOB)
前田道路	前田総合インフラ (前田建設工業の完全子会社)	2020年1月	買収 (TOB)
澤田ホールディングス	ウブシロン投資事業有限責任組合 (META Capital)	2020年2月	買収 (TOB)
大戸屋ホールディングス	コロワイド	2020年7月	買収 (TOB)
京阪神ビルディング	サンシャインH号投資事業組合 (ストラテジックキャピタル、UGSアセットマネジメント)	2020年11月	出資拡大 (TOB)
日本アジアグループ	シティインデックスイレブンス	2021年1月	買収 (TOB+スキーズアウト)
東京製綱	日本製鉄	2021年1月	出資拡大 (TOB)
日邦産業	フリージア・マクロス	2021年1月	出資拡大 (TOB)
サンケン電気	Eフィッシュモキャピタルマネジメント	2021年2月	出資拡大 (TOB)
富士興産	アスリード・キャピタル	2021年4月	買収 (TOB+スキーズアウト)
東京機械製作所	アジア開発キャピタル	2021年7月	資本参加
新生銀行	SBIホールディングス	2021年9月	買収 (TOB)
シダックス	オイシックス・ラ・大地	2022年6月	資本参加 (TOB)

(備考) 事業会社が買収提案を行った事案をオレンジ網掛けで記載。

(出所) レコフデータベースに基づき、経営陣の賛同を得ずに、経営権の支配を目的として株式を買い付ける取引 (ただし、REIT、インフラ投資法人を対象とする案件を除く) を集計。集計対象期間は2017年1月1日～2022年8月31日までであり、最終的に買収等の取引が完結しなかった案件も含む。

(参考) 近年の「競合的な買収」の事例

- 2019年以降、当初提案に対して対抗提案がなされることにより競合的な買収に発展する事例が相次いでいる。結果的に対抗提案者による買収が成立した事例も存在。

対象者	公表時期	当初提案者	対抗提案者	概要
廣濟堂	2019年1月	BCJ-34 (ベインキャピタル)	南青山不動産	<ul style="list-style-type: none"> ■ 廣濟堂の経営陣がベインキャピタルとTOBを開始 (MBO) ■ 南青山不動産が対象者の賛同を得ずにTOBを開始 ■ いずれのTOBも不成立
ユニゾホールディングス	2019年7月	エイチ・アイ・エス	<ul style="list-style-type: none"> ・ フォートレス ・ ブラックストーン ・ ユニゾ従業員 + ローンスター 	<ul style="list-style-type: none"> ■ HISが対象者の賛同を得ずにTOBを開始 ■ フォートレス (サッポロ合同会社) がホワイトナイトとして賛同を得て対抗TOBを開始 (HISのTOBは不成立に) ■ ブラックストーンがフォートレスのTOB価格を上回る価格でのTOBを提案 ■ 対象者はフォートレスへの賛同意見を撤回 (意見留保) し、複数のスポンサー候補と交渉を継続 ■ 対象者の従業員 + ローンスター (チトセア投資) が賛同を得てTOBを開始。のちに成立。
ニューフレアテクノロジー	2019年11月	東芝デバイス&ストレージ	HOYA	<ul style="list-style-type: none"> ■ 対象者株式を52.4%保有する親会社である東芝D&Sが、対象者の完全子会社化を目的にTOBを開始 ■ HOYAが対象者に対して、東芝D&SのTOB価格を上回る価格でのTOB開始予定がある旨の提案 ■ 東芝D&SのTOBが成立。完全子会社化 (HOYAのTOBは実施されず)
島忠	2020年10月	DCMホールディングス	ニトリホールディングス	<ul style="list-style-type: none"> ■ DCMが対象者と経営統合に合意し、対象者の賛同を得て、完全子会社化を目的にTOBを開始 ■ ニトリが対象者に対して、DCMのTOB価格を上回る価格でのTOB開始予定がある旨の提案 ■ 対象者はDCMに対する賛同意見を撤回し、ニトリに対して賛同意見を表明 ■ ニトリのTOBが成立 (DCMのTOBは不成立)
日本アジアグループ	2021年1月	Green Holdings LP (カーライル)	シティインデックスイレブンス	<ul style="list-style-type: none"> ■ 日本アジア経営陣がカーライルとTOBを開始 (MBO) ■ シティインデックスイレブンス (CI11) が対象者の賛同を得ずに第1次TOB開始 ■ MBOは不成立。日本アジアが特別配当を公表し、CI11が第1次TOBを撤回 <p>※その後の市場内買付け、第2次TOB、買収防衛策を巡る動きについては別スライド参照。</p>
関西スーパーマーケット	2021年8月	エイチ・ツー・オー	オーケー	<ul style="list-style-type: none"> ■ オーケーが関西スーパーに対するTOBの提案を公表。関西スーパーを連結子会社化すること等を内容とする資本業務提携を提案 ■ 関西スーパーはH2Oとの経営統合について取締役会で決議し、契約を締結。株式交換契約の承認 (以下、本提案) を目的事項とする臨時株主総会を招集する旨を決定 ■ 関西スーパーは臨時株主総会を開催。本提案は可決 ■ オーケーは裁判所に対して株式交換の差止めを申し立てたが、認められず (最高裁)
東洋建設	2022年3月	インフロニア・ホールディングス	ヤマウチ・ナンバーワン・ファミリー・オフィス (YFO、任天堂創業者)	<ul style="list-style-type: none"> ■ インフロニアが、対象者の賛同を得て、完全子会社化を目的に、TOBを開始。 ■ YFOが出資するファンドが対象者の筆頭株主となり、対象者に対して、インフロニアのTOB価格を上回る価格でのTOBを提案 ■ 対象者は、応募推奨は取り下げたが、賛同意見は継続 ■ インフロニアのTOBは不成立の一方、YFOによるTOBの時期は延長されており、いまだ実施されず <p>※その後の買収防衛策を巡る動きについては別スライド参照</p>

TOBの取引の性質の各国比較

- 日本におけるTOBについては、米・英・独と比較すると同意なきTOBや競合的TOBが少なく、**他国と比して競争性が低い**という指摘もある。
- また、同業種TOBの割合が低く、LBOの割合が高い。日本ではTOBが、ファンドやMBOによる非公開化に使用されることが相対的に多いことが伺われる。

TOBの基本的性質別の国際比較
(2012～2021年の累計)

		日本 	米国 	英国 	ドイツ 	フランス 
TOBの合計件数		476件	584件	211件	326件	331件
各性質を持つ案件の比率	同意なきTOB	3.8%	16.6%	19.0%	9.2%	0.9%
	競合的TOB	3.2%	7.0%	10.9%	4.0%	2.7%
	同業種TOB	20.0%	40.8%	34.6%	23.0%	28.4%
	LBO	17.0%	6.8%	4.7%	4.0%	2.1%
	不成立となったTOB	5.0%	9.9%	9.0%	9.8%	2.7%

(注1) %は各国におけるTOB全体の案件数に対する各類型のTOB案件数の割合を表す。2012年1月から2021年12月（公表日ベース）におけるTOBを各国の証券取引所別で集計。自己株TOB及び未上場企業に対するTOBは除く。

(注2) 各性質を持つ案件は、Refinitivデータベースの下記の情報を用いてそれぞれ集計。

同意なきTOB：「当初の反応」フラグのうち、「Hostile」及び「Unsolicited」とされているTOB

競合的TOB：「競合案件：買収側」フラグに記載のあるTOB

同業種TOB：被買収側及び買収側における「ミッド業種」が一致しているTOB

LBO：「レバレッジド バイアウト」フラグにおいて「TRUE」とされているTOB

不成立となったTOB：「案件ステータス」フラグにおいて「取り下げ」とされているTOB

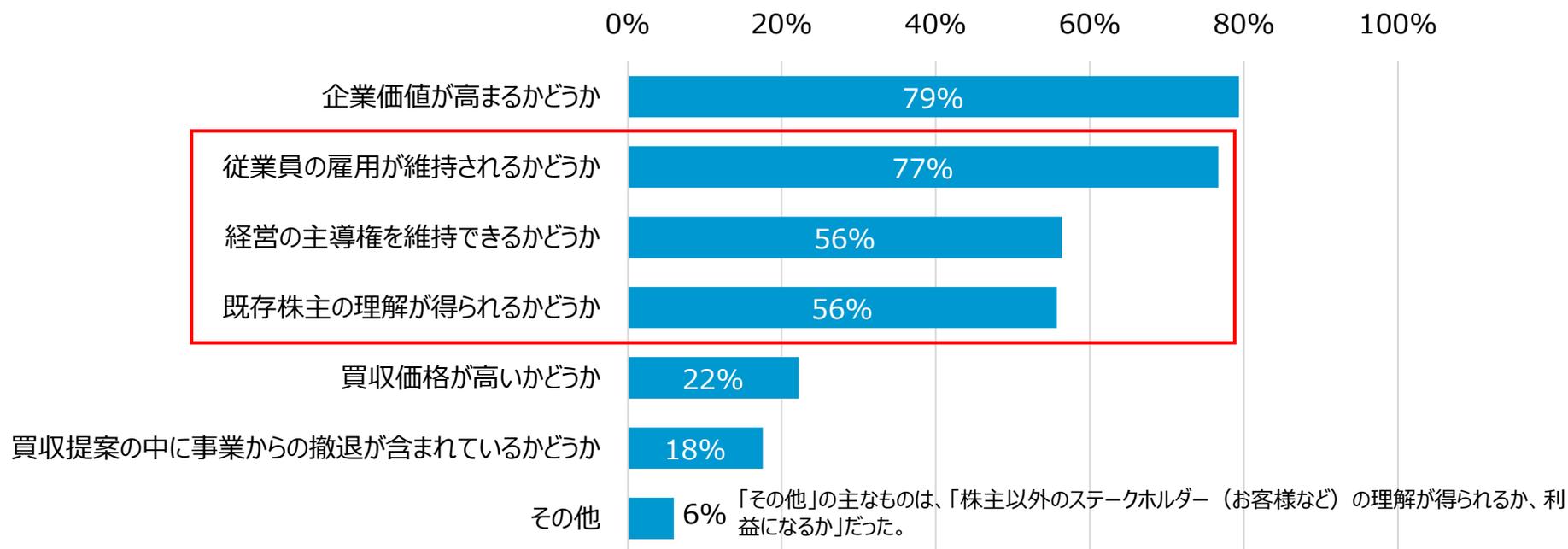
(出所) Refinitivのデータを基に作成。

買収提案があった場合の会社の懸念

- 買収提案に対する対象会社の関心事としては、企業価値が高まるかどうかという観点に加え、**従業員の雇用維持、経営の主導権の維持、既存株主の理解が得られるかどうか**といった点も大きい。

買収提案があった場合に会社として懸念する事項（複数回答）

問. 貴社への買収提案（貴社もしくは子会社を対象とする買収提案）があった場合に、会社として懸念することは何だと思われますか。（複数選択可）



(参考) 買収に関する実証研究①

- 企業買収一般については、経済的にプラスの効果をもたらすと考えられている。
- 他方、敵対的買収や買収防衛策がもたらす効果については、様々な観点から検証が行われているが、グローバルに見ても明確な結論が得られている状況とは言い難い。

(1) 企業買収がもたらす一般的な効果に関する研究

企業買収一般については、経営者への規律付けや企業経営の改善等を通じて経済的にプラスの効果をもたらすというのが一般的な見方。

著者	タイトル	概要
Jensen, M. C. and R. S. Ruback	The market for corporate control : The scientific evidence (Journal of Financial economics 11.1-4 (1983): 5-50.)	企業買収はプラスの効果を生み、対象企業は利益を受け、買収企業の株主は損をしないとしている。
Mikkelsen, Wayne H., and M. Megan Partch.	The Decline of Takeovers and Disciplinary Managerial Turnover (Journal of financial economics 44.2 (1997): 205-228.)	買収が盛んだった1984～1988年と、買収があまり行われていなかった1989～1993年の企業を対象に分析し、買収が盛んに行われていた時期の方が業績の低い企業群において経営陣の交代が活発に行われていたという結果から、買収は経営者の規律付け効果があると結論づけた。
Bengt Holmstrom, Steven N. Kaplan	Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s (Journal of Economic Perspectives 15-2 (2001) 121-144)	米国のコーポレートガバナンスによる経営者への規律付けは、1980年代には敵対的な買収やLBOによるもの、1990年代には経営陣へのインセンティブ報酬や取締役会・株主の関与の高まりによるものへと、過去20年間で大きく変化したことを指摘している。
Matthew R. Denes, Jonathan M. Karpoff, Victoria B. McWilliams	Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research (Journal of Corporate Finance 44 (2017) 405-424)	アクティビストが対象企業へ及ぼす影響を研究した論文をとりまとめた結果、株式の大量保有等企業買収の手法を取り入れたアクティビズムは株式価値や企業経営の改善に関連性があること、また、近年のアクティビストはより大きな価値の増大へ寄与していることが導き出されるとした。

(参考) 買収に関する実証研究②

(2) 敵対的買収や買収防衛策の効果に関する研究 (米国企業を対象とするもの)

著者	タイトル	概要
Ryngaert, Michael.	The Effects of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth (Journal of Financial Economics 20 (1988): 377-417.)	企業が買収対象と見なされ、 <u>買収方法に関係なく買収防衛策 (ポイズンピル) の導入を発表した場合、株価は下落する傾向にあると指摘している。</u>
Shleifer, Andrei, and Lawrence H. Summers.	Breach of trust in hostile takeovers (Corporate takeovers: Causes and consequences. University of Chicago Press, (1988): 33-68.)	敵対的買収が経営陣と従業員 (またはステークホルダー) との間の「 <u>信頼の裏切り</u> 」につながる場合は望ましくないとしている。また、敵対的買収による買収者の利益が、 <u>買収対象企業の効率性改善ではなく、従業員等の利害関係者からの所得移転によってもたらされている可能性を指摘している。</u>
Comment, Robert, and G. William Schwert.	Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures. (Journal of financial economics 39.1 (1995): 3-43.)	買収防衛策は買収プレミアムを引き上げているという分析結果から、 <u>買収防衛策は買収者に対する交渉力強化に貢献していると結論づけている。</u>
Lucian A. Bebchuk, John C. Coates and G. Subramanian	The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory Evidence. And, Policy (Stanford Law Review, Vol 54, pp.887-951 (2002))	<u>取締役の期差任期制度は買収防衛策としての効果を有しており、ポイズンピルを用いた買収防衛策と組み合わせることで、経営者の保身を目的とする買収阻止の効果がより強化されると述べている。</u>
Gompers, Paul, Joy Ishii, and Andrew Metrick	Corporate Governance and Equity Princes (The quarterly journal of economics 118.1 (2003): 107-156.)	1990~1999年の米国企業を対象に分析を行い、株主の権利保護が株価へ及ぼす影響について検証した結果、 <u>買収防衛策を持つ企業は相対的に株価リターンが低い</u> としている。
Bebchuk, Lucian A., and Alma Cohen.	The costs of entrenched boards. (Journal of financial economics 78.2 (2005): 409-433.)	米国の上場企業の大多数が採用している期差取締役会は、敵対的買収や委任状争奪戦による解任から取締役会を実質的に保護するものであり、 <u>当該防衛策が企業価値 (トービンのQ) の低下と関連していると示唆している。</u>
Core, John E., Wayne R. Guay, and Tjomme O. Rusticus.	Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. (the Journal of Finance 61.2 (2006): 655-687.)	2000年~2003年のデータを用いて分析を行った結果、Gompers, Paul, Joy Ishii, and Andrew Metrickが“Corporate Governance and Equity Princes”で示していた、「 <u>買収防衛策を持つ企業は株価リターンが低い</u> 」という結果は確認されなくなったとしている。

- ・ グリーン下線部分：敵対的買収についてプラスの効果を指摘するもの／買収防衛策導入についてマイナスの効果を指摘するもの
- ・ オレンジ下線部分：敵対的買収についてマイナスの効果を指摘するもの／買収防衛策導入についてプラスの効果を指摘する (又はマイナスの効果は見られない) とするもの

(参考) 買収に関する実証研究③

(3) 敵対的買収や買収防衛策の効果に関する研究 (日本企業を対象とするもの)

著者	タイトル	概要
千島昭宏	株式市場における買収防衛策導入の影響 2005年3月決算企業の実証分析 (横浜国際社会科学研究所 11.2 (2006): 229-242.)	買収防衛策の導入は株価にマイナス影響を及ぼしているという結果から、防衛策が経営者の保身ににつながり規律が損なわれるという仮説と一致するとした。
岡田克彦 = 窪井悟	日本企業の敵対的買収防衛策—買収防衛策の導入は企業価値を毀損するか— (第 15 回日本ファイナンス学会報告論文集.” (2007).)	2005~2006年の日本企業を対象に分析を行い、買収防衛策の導入が株価、業績に明確な影響を及ぼしているとは言えないと結論づけている。
滝澤美帆 = 鶴光太郎 = 細野薫	買収防衛策導入の動機—経営者保身仮説の検証 (No. 07-J. RIETI Discussion Paper, 2007.)	2005~2006年度に買収防衛策を導入した企業を分析した結果、持合比率の高い企業ほど防衛策を導入する傾向があるとし、経営保身を示す証拠だとしている。
広瀬純夫、藤田友敬、柳川範之	買収防衛策導入の業績情報効果: 2005 年日本のケース (CIRJE, Center for International Research on the Japanese Economy, 2007.)	2005 年に買収防衛策を導入した企業を分析した結果、導入後に業績悪化が見られたとし、その理由は、市場評価以上の業績悪化を把握した経営者が買収防衛策を導入するためである可能性を指摘している。
蜂谷豊彦、山本修	買収防衛策とコーポレート・ガバナンス—M&A のもうひとつの役割— (管理会計学:日本管理会計学会誌: 経営管理のための総合雑誌 16.2 (2008): 69-84.)	2005~2006年に買収防衛策を導入した企業を対象に、経営者が持つ内部情報が伝達されたことにより発生する情報効果を測定した結果、市場は株主による意思確認がなされた買収防衛策を高く評価し、企業と市場には建設的な対話が成立していると結論づけている。
胥鵬	買収防衛策イン・ザ・シャドー・オブ株式持合い (旬刊商事法務1874号45-55頁 (2009))	株式持合比率が高い企業ほど買収防衛策を導入する傾向にあると示唆する。また、防衛策が導入される前から導入後にかけて、導入グループと対象未導入グループの相対企業評価や業績の変化に有意の差は見出せないことから、買収防衛策の導入が株式市場で予見されていたことを示唆する。
竹村泰、白須洋子、川北英隆	買収防衛策導入の株価への影響について (FSA リサーチ・レビュー 6 (2010): 158-173.)	株式市場は、ライツプランを導入した企業について、全般的にマイナスの評価をするとしている。
Arikawa, Yasuhiro, and Yosuke Mitsusada.	The adoption of poison pills and managerial entrenchment: Evidence from Japan. (Japan and the World Economy 23.1 (2011): 63-77.)	2005~2006年に導入された買収防衛策を分析し、株価へ負の影響があると結論づけている。また、CEOの在位年数が長く、CEOの持株数が少ないほど導入する傾向があるとしている。
大越教雄	買収防衛策導入企業のガバナンスと株式市場の評価 (管理会計学:日本管理会計学会誌: 経営管理のための総合雑誌 20.1 (2012): 23-35.)	海外と異なる日本の買収防衛策の特徴として、経営者の保身が目的となっていないことを挙げ、株式市場も防衛策導入の発表にネガティブな反応はしていないと結論づけている。

- ・ グリーン下線部分: 敵対的買収についてプラスの効果を指摘するもの / 買収防衛策導入についてマイナスの効果を指摘するもの
- ・ オレンジ下線部分: 敵対的買収についてマイナスの効果を指摘するもの / 買収防衛策導入についてプラスの効果を指摘する (又はマイナスの効果は見られない) とするもの

買収防衛策を巡る概況

- 日本の買収防衛策については、元々、デラウェア州判例法上有効性が認められたライツ・プラン（ポイズン・ピル）を参考に取り入れられたもの。
- 2005年の買収防衛指針の策定後、大要、以下のように状況は変遷。

買収防衛策を巡る概況の変遷

買収防衛指針策定の直後（2005年～）

- 2005年以降、差別的な内容の新株予約権無償割当て等の対抗措置を将来発動する可能性がある旨及びその場合の手順について事前に定め、プレスリリース等による開示を行う、**事前警告型買収防衛策が浸透**。
- 株主の合理的意思に依拠する手段として、買収防衛指針では、**株主総会決議導入型と取締役会決議導入型**が示されていた。その後、買収防衛策の導入時に、**株主総会決議に諮ることが一般化**。
- 米国では、公開買付けを開始した上で並行して取締役を交代させるための委任状争奪戦（プロキシファイト）が行われることが通常だが、この組み合わせは日本では必ずしも一般的ではない。



近年（2022年）

- 予防的な措置として事前警告型買収防衛策を導入することについて、機関投資家の多くは**議決権行使基準に沿って**、経営者の保身に繋がるものであること等を理由に反対。**事前警告型買収防衛策を廃止する企業が増加**。
- 他方、事前警告型ではなく、買収に直面した際に買収防衛策を導入・発動する事例が近年増加。このような**有事導入型買収防衛策**に対しては、機関投資家も**個別具体的な判断を行う**傾向がある。
- とりわけ近時、裁判例の蓄積が進みつつあるところ、裁判所による買収防衛策発動の適法性の判断に際しては、**発動に係る株主総会決議の有無が重視**されている。

(参考) 買収防衛策を巡る米国の概況

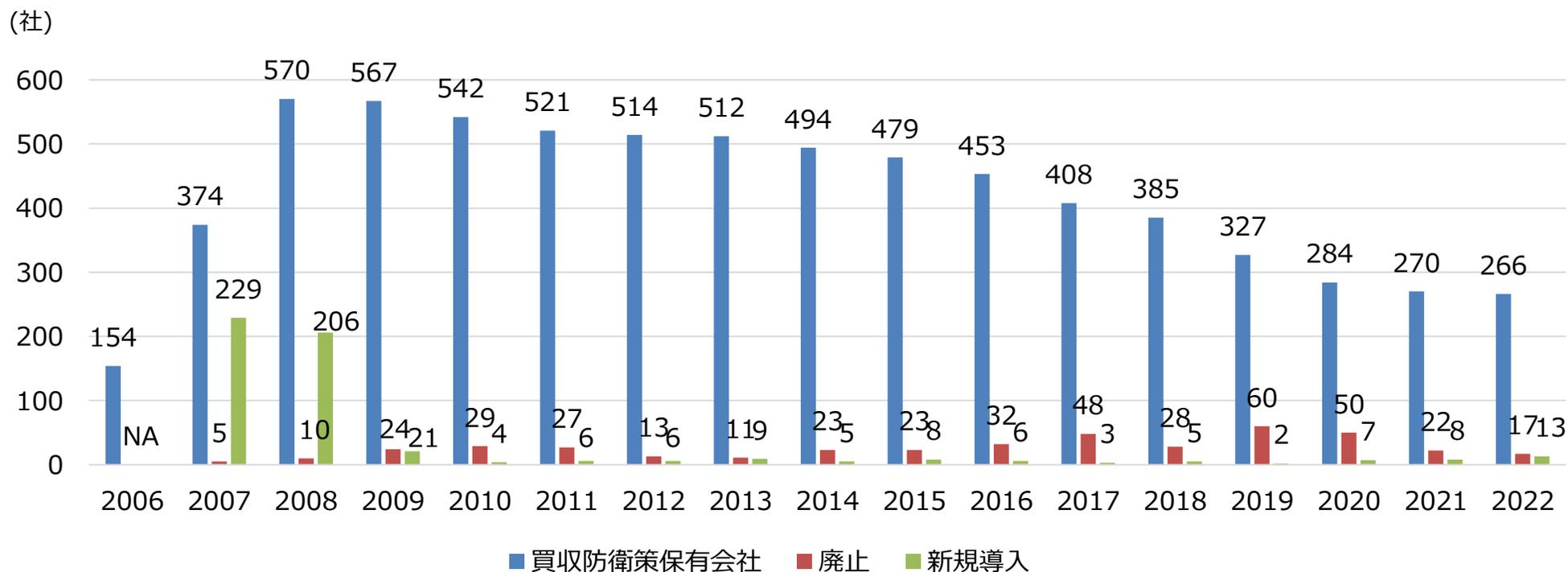
- 米国では、特に戦略的買収者による買収については、会社の支配権を争うものというよりは事業戦略の是非を問うものに変化しているため、かつてのような意味では買収が「脅威」とは受け止められていないという指摘がある。また、米国では買収者が経営陣の交替を巡ってプロキシファイトを仕掛ける中で株主意思を確認することが一般的である。
- 実際に、ライツ・プランを導入している企業は2004年にはS&P500の53%であったが、機関投資家によるプレッシャーを経て、2014年には6%、2019年には1%にまで減少している。
- もっとも、こうした米国の動向については、例えば、①洗練された機関投資家の存在により実質的強圧性が生じにくくなっていることや、②ライツ・プランを「廃止」した企業であっても、実際に買収に直面した際には即時にライツ・プランを導入することが可能であると考えられていること（いわゆるシャドーピル）等の要素を考慮する必要がある。
- なお、ライツ・プランを導入している企業においては、株主の理解をより得られやすいよう内容を工夫する動きや、発動の閾値を伝統的に用いられてきた15%～20%から引き下げる動きがあるという指摘もある。

(出所) 米国のライツ・プランの動向について、A Lexis Practice Advisor Practice Note by Martin C. Glass and Oleksandr Polonyk, Jenner & Block LLP, *Market Trends 2018/19: Hostile Takeovers and Proxy Contests* (2019)、及び、Wachtel, Lipton, Rosen & Katz, *Takeover Law and Practice Guide* (2020)等を参照。
ライツ・プランを廃止する企業が多いとの指摘に対する留意点を示すものとして、例えば、中山龍太郎「買収防衛策の適切な設計・運用に向けて」武井一浩＝中山龍太郎『企業買収防衛戦略Ⅱ』（商事法務、2006年）161頁等参照

買収防衛策を巡る状況

- 買収防衛策を導入する企業は2008年まで急増。その後、世界的な金融危機の影響もあって敵対的買収が減少したこと等から、減少傾向に。
- さらに、2014年頃から買収防衛策を廃止する企業が増加し、導入企業数が減少傾向に。2017年のスチュワードシップコードの改訂で議決権行使の個別開示が導入されると、更に減少。

買収防衛策を導入している上場企業数の推移

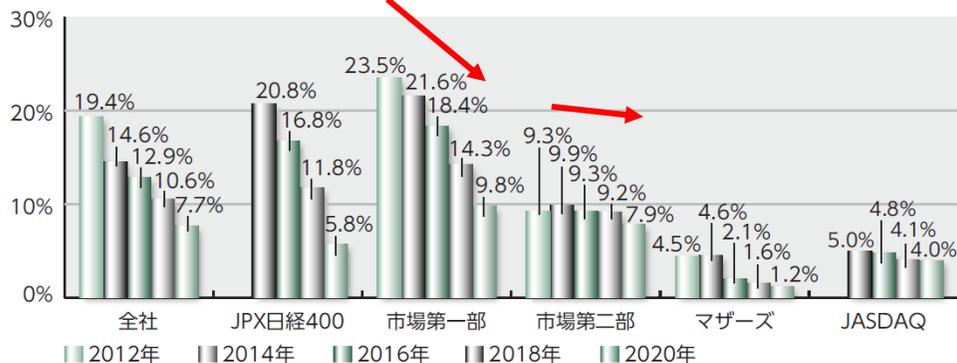


出典：商事法務「敵対的買収防衛策の導入状況（2022、2021、2012、2006 三井住友信託銀行調べ）」から作成。なお、当該資料上、2006年の廃止・新規導入数の集計がないため、NAと表記している。

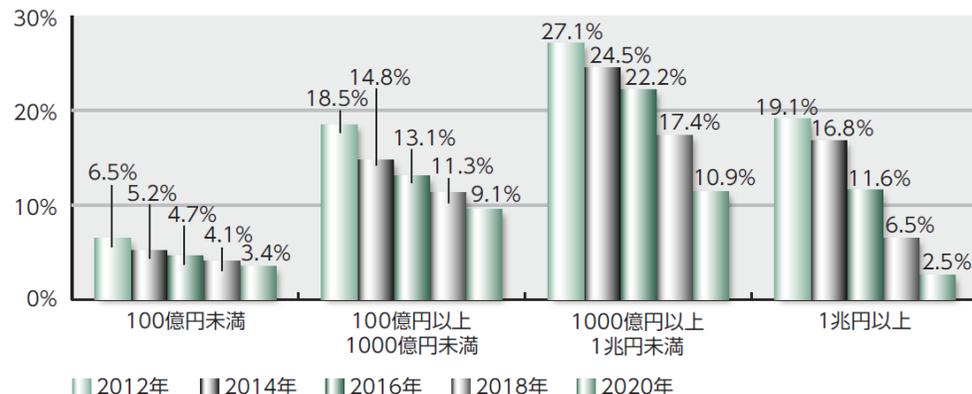
備考：国内上場企業の開示資料を基に三井住友信託銀行において調査し、その結果を毎年商事法務に掲載しているもの。

(参考) 買収防衛策の導入状況

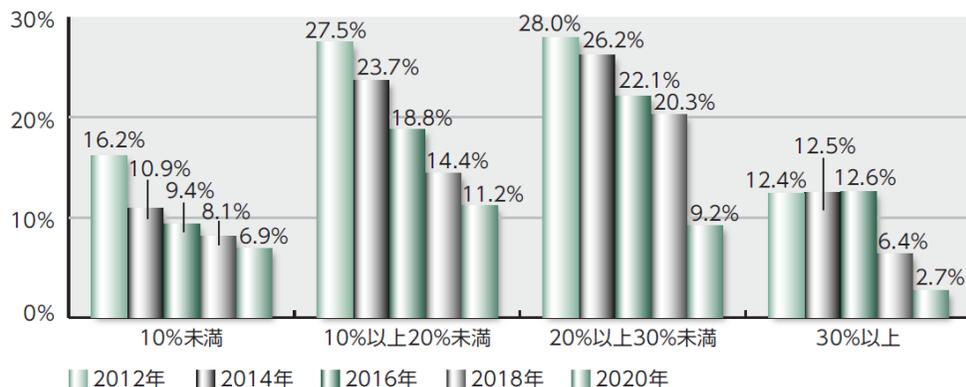
市場区分別



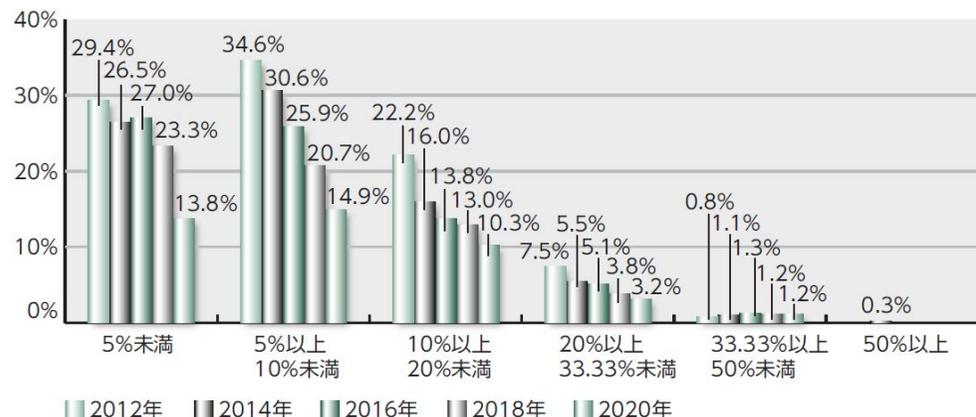
連結売上高別



外国人株式所有比率別



筆頭株主の所有比率別



買収防衛策に関する機関投資家の議決権行使

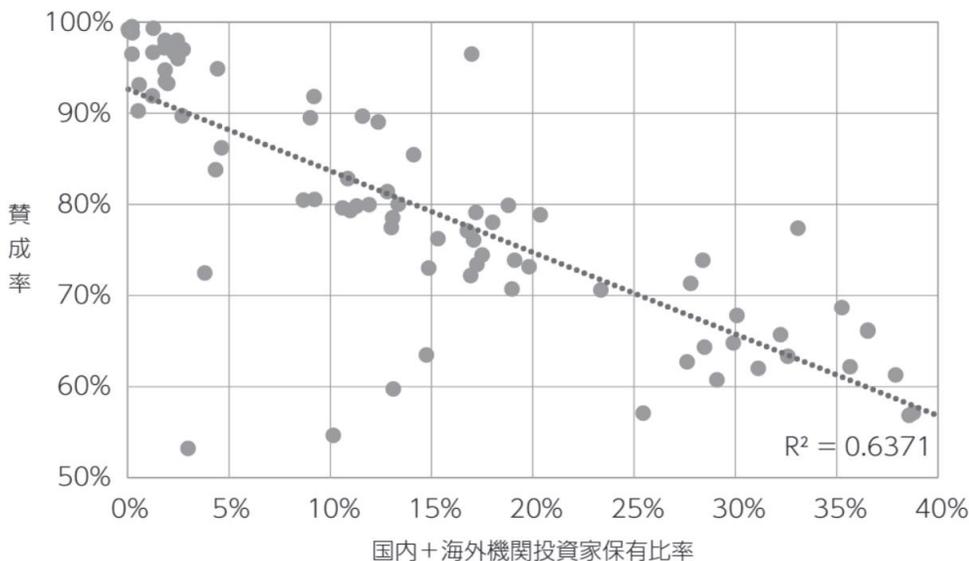
- ガバナンス改革の進展や議決権行使結果の個別開示の開始を契機に、買収防衛策に関する国内機関投資家の反対率は増加している。

買収防衛策に関する反対率の推移



(出所) 金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」令和元年度第1回(2019年10月2日)資料3より抜粋

買収防衛策議案賛成率と機関投資家保有比率



(備考) 国内機関投資家保有比率は、大株主上位10位以内の証券保管銀行名義のみが対象。

(出所) 茂木・谷野・西川「敵対的買収防衛策の導入状況とその動向」商事法務2276号(2021年10月25日)。各社臨時報告書等をもとに三井住友信託銀行作成。

※なお、議決権行使助言会社の反対推奨率は、以下のとおり、非常に高い数値で推移している。

・ISS : 2016年-2019年は100%、2020年は99.1%、2021年は97.5%

・Glass Lewis : 2017年は94.5%、2018年は99.2%、2019年は98.5%、2020年は99%、2021年は100%

(出所) 松下憲ほか「機関投資家の議決権行使方針及び結果の分析<下> 2022年版」資料版商事法務 457(2022.04)号

(参考) 買収防衛策に対する主要な機関投資家の議決権行使基準

- 機関投資家の議決権行使基準では、原則反対する、個別に検討するなどとされているものが多いが、全体的には、以下のような視点や要素を考慮していることが多い。

【多くの機関投資家の議決権行使基準で一般的に見られる視点】

- ① 株主価値を向上させるものか否か
- ② 適切に情報開示がなされ、株主による意思決定が反映されるか否か
 - ・買収防衛策の発動において、株主総会に付議されるか否か
 - ・なお、買収防衛策の導入・継続が株主総会に付議されない場合は、取締役選任議案を通じて意思表示（反対）を行うとする機関投資家も多い
- ③ 経営者の恣意性を排除しているか否か 等

【個別の考慮要素として基準に盛り込まれることの多い事項】

- 1) 買収防衛策の継続期間が3年以内であるか
- 2) (買収防衛策の導入・継続について) 合理的な理由説明があるか
- 3) 買収防衛策発動において、独立性のある特別委員会や社外取締役の関与が確保されているか
- 4) 独立性の高い取締役会の構成下で決定された買収防衛策か
- 5) 一定の業績基準を満たしているか (ROE、PBR、債務超過の有無等)
- 6) 被買収者側の検討期間が無期限に延長され得るか

(備考) 上記の①～③の3つの視点については、松下憲ほか「機関投資家の議決権行使方針及び結果の分析 <下> 2022年版」資料版商事法務 457号(2022)においても指摘されているもの。1)～6)については、各機関投資家の議決権行使を基に、経済産業省で抽出したものの。

(参考) 日本での買収防衛策に関する議決権行使助言会社の基準

ISS (2022)

<買収防衛策（ポイズンピル）>

◆ 経営権の争いがない場合

買収防衛策の導入及び更新は、下記の条件を全て満たす場合を除き、原則として反対を推奨する。

（第1段階：形式審査）

- 総会後の取締役会に占める出席率に問題のない独立社外取締役が2名以上かつ3分の1以上である
- 取締役の任期が1年である
- 特別委員会の委員全員が出席率に問題のないISSの独立性基準を満たす社外取締役もしくは社外監査役である
- 買収防衛策の発動水準が20%以上である
- 有効期限が3年以内である
- 総継続期間が3年以内である
- 他に防衛策として機能しうるものがない
- 株主が買収防衛策の詳細を検討した上で、経営陣に質問する時間を与えるために、招集通知が総会の4週間前までに証券取引所のウェブサイトに掲載されている

（第2段階：個別審査）

- 買収されやすい状況の改善を目的とする具体的な株主価値向上施策に加え、買収防衛策導入により与えられる一時的な保護が、どのようにしてその施策の実行に役立つかを招集通知で説明しており、その内容が妥当であると結論付けられる

◆ 経営権の争いがある場合

経営権の争いがある場合は、取締役選任における「経営権の争いがある場合」の基準を準用する。

（取締役選任における「経営権の争いがある場合」の基準）

経営権の争いがある場合は、下記の観点に基づき、会社提案・株主提案とも個別判断する。

- 同業種他社と比較した、長期で見た会社の経営成績
- 現経営陣の実績
- 経営権に争いが生じた背景
- 候補者の経歴・資格・資質
- 株主が提案する経営戦略及び現経営陣に対する批判の妥当性
- 両サイド（現経営陣及び提案株主）の提案の実現可能性
- 株主構成（現経営陣及び提案株主の株式保有状況）

Glass Lewis (2022)

<取締役の活動状況に基づいた助言>

取締役や執行にたずさわる者が業務遂行を怠っていると判断した場合に反対助言を行う場合がある。基本的に以下の条件で、反対助言を行う：取締役会の決議のみで買収防衛策の導入または更新を行っている場合

<買収防衛策に関する考え方>

弊社は、基本的に、買収防衛策はコーポレートガバナンスの向上にはつながらないものとするため、取締役会への権限集中を避け、かつ株主の意見が尊重されると認められるいくつかの例外的事案を除き、基本的に反対助言とする。

さらに、弊社は、取締役会が、事業計画など企業活動の様々な事柄について、幅広い決断権限を持つべきであると考えているが、買収防衛策のような重要事項に関しては、株主が直接意見を示す事ができる権利を与えられるべきだと考えている。買収防衛策は、経営陣と株主の意見が分かれる可能性の高い案件であり、このような案件は、取締役会に一任すべき他の事業関連の案件とは異なるものである。

（中略）

しかし、買収防衛策の範囲の限定、かつ、十分な株主保護を担保し、株主と取締役会に他の手段による企業繁栄を考える十分な時間が与えられる場合等、以下の条件において、賛成助言を行う場合がある。

- 買収防衛策の導入と更新に株主承認が必要である
- 買収防衛策の有効期限が、3年以内である
- 大規模と判断される買付の基準値は、20%以上である
- 取締役会の独立性が過半数を超えている
- 独立した第三者委員会によって、買収防衛策の運営が監視される
- 提出が必要な情報の量、種類、及び提出期限などの要件が合理的である。
- 株主の承認によって買収防衛策の廃止が可能である
- 不合理な例外条項がない場合
- 買付側に金銭的な支援を許可する条項がない場合

（個別項目ごとの詳細基準については略）

有事導入型の買収防衛策に対する機関投資家の賛否の状況

- 機関投資家は平時における買収防衛策の導入議案には反対することが多いが、**有事導入型の買収防衛策に対しては賛成している場合も少なくない。**

	議決権行使助言会社		機関投資家（海外）			機関投資家（日本）									
	ISS	グラスルイス	ブラックロック・ジャパン	フィデリティ投信	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ	三井住友信託銀行	三井住友トラスト・アセットマネジメント	三菱UFJ信託銀行	三菱UFJ国際投信	ニッセイアセットマネジメント	野村アセットマネジメント	第一生命保険	アセットマネジメントOne	企業年金連合会	大和アセットマネジメント
東芝機械	賛成推奨	反対推奨	賛成	賛成	賛成	-	-	賛成	賛成	賛成	反対	反対	反対	反対	反対
	買付者の経営方針が具体的になく、防衛策に制限性がある	-	買付者の条件と会社の経営方針等を比較して判断	-	-	-	-	買付者のTOBを支持しない	-	企業の方針に賛同。防衛策の内容が限定的	株主の売買権の制約を正当化する理由が示されていない	防衛策に関する基準に該当	エンゲージメントを通じ、株主価値保護につながらないと判断	-	企業価値向上の観点から判断
富士興産	反対推奨	反対推奨	反対	-	反対	賛成	賛成	反対	反対	反対	賛成	-	反対	反対	賛成
	-	-	恣意的な運用の懸念。株主利益に反する	-	-	有事導入型として判断	有事導入型として判断	防衛策により持株比率を下げる必要性はない	不適切な防衛策	防衛策に関する基準（原則反対）に該当	買付者から適正な情報開示が行われなかった	-	防衛策に関する基準に該当	長期的に株主価値の増大に寄与すると判断できない	株主価値向上に資すると判断
東京機械製作所	賛成推奨	賛成推奨	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	-	反対	-	反対	-	賛成
	買収者に懸念。株主利益に資するシナリオが想定できない	買収者が計画、経営体制、プレミアム等を明確にしないことに懸念	-	-	-	有事導入型として判断	有事導入型として判断	買付者の内部管理体制に重大な懸念	-	-	株主の売買権の制約を正当化する理由が示されていない	-	株主価値向上につながらない	-	株主価値向上に資すると判断

(注) 議決権を保有していなかった場合、もしくは議決権行使結果に記載がないものは「-」で表記している。

(出所) 各機関投資家が公表している議決権行使基準及び個別議決権行使結果のデータを基に経済産業省作成。

買収防衛策を巡る司法判断が下された近年の事例

- 近時、買収防衛策の導入・発動及びその差止めを巡る司法判断が相次いでいる。これまでのところ、**裁判所は株主の意思確認を重視する傾向**にあることが指摘される。

対象会社	経緯	株主意思確認総会	司法判断	結果
日邦産業	2019年2月～ 2020年6月24日 2021年1月28日 2021年3月8日 2021年4月22日 2021年7月28日 フリージア・マクロスが市場内買付け 定時株主総会において買収防衛プランの継続の承認決議 フリージア・マクロスが TOB開始 取締役会が新株予約権の無償割当てを決議 新株予約権無償割当ての 差止めを認めない司法判断 （名古屋高裁（抗告審）） フリージア・マクロスがTOBを撤回	あり (導入時)	差止め×	TOB撤回
日本アジアグループ	2020年11月～ 2021年3月 2021年3月9日 2021年3月22日 2021年4月23日 2021年4月～7月 日本アジア代表取締役によるMBO、シティインデックスイレブンス（CI11）が第1次TOB開始 日本アジアが特別配当を公表、CI11が第1次TOBを撤回、 市場内で買集め 取締役会が買収防衛策の導入を決議 取締役会が新株予約権の無償割当てを決議 新株予約権無償割当ての 差止めを認める司法判断 （東京高裁（抗告審）） CI11が第2次TOBを開始・成立	なし	<u>差止め○</u>	<u>TOB成立</u>
富士興産	2020年8月～ 2021年4月28日 2021年5月24日 2021年6月11日 2021年6月24日 2021年8月10日 2021年8月24日 アスリード・キャピタルが市場内で買集め アスリード・キャピタルが TOB開始 取締役会が買収防衛策の導入を決議 取締役会が新株予約権の無償割当てを決議 定時株主総会において買収防衛策の導入・発動の承認決議 新株予約権無償割当ての 差止めを認めない司法判断 （東京高裁（抗告審）） アスリード・キャピタルがTOBを撤回	あり	差止め×	TOB撤回
東京機械製作所	2021年6月～ 2021年8月6日 2021年8月30日 2021年10月22日 2021年11月18日 2021年11月24日 アジア開発キャピタル（ADC）らが 市場内で買集め 取締役会で買収防衛策の導入を決議 取締役会が新株予約権の無償割当てを決議 臨時株主総会において買収防衛策の導入・発動の 承認決議（ADCら・対象会社取締役等の利害関係者の議決権行使を認めず（MoM決議）） 新株予約権無償割当ての 差止めを認めない司法判断 （最高裁） ADCらはTOB検討方針を撤回	あり	差止め×	TOB検討方針を撤回
三ツ星 (※)	2021年7月～ 2022年4月8日 2022年5月18日 2022年6月24日 2022年7月28日 アダージキャピタルが市場内で買集め 取締役会が買収防衛策の導入を決議 取締役会が新株予約権の無償割当てを決議 定時株主総会において買収防衛策発動の承認決議 新株予約権無償割当ての 差止めを認める司法判断 （最高裁）	あり	<u>差止め○</u>	<u>対抗措置中止</u>

(出所) 公表情報を基に経済産業省作成

(※) 三ツ星事件では、裁判所は対抗措置発動の相当性について否定的に判断しており、その必要性については従前同様、株主の意思確認を重視していることが指摘されている。

買収防衛策を巡る近年の事例（裁判例以外のもの）

- 司法判断が下されたもの以外でも、「有事導入型」を中心に、買収防衛策の導入・発動を巡る事例は相次いでいる。

対象会社	公表時期	概要	株主意思確認総会	結果
東芝機械	2020年1月	<ul style="list-style-type: none"> ■ シティインデックスイレブンス（CI11）が賛同を得ずにTOBを開始（のちに反対表明） ■ 取締役会が特定者を対象とする防衛策の導入・発動を決議 ■ 臨時株主総会において防衛策の導入・発動の承認決議 ■ CI11はTOBを撤回 	あり	TOB撤回
乾汽船	2019年6月	<ul style="list-style-type: none"> ■ アルファレオが多数の株主提案、訴訟提起等を行い、市場内で買い集め ■ 既存の事前警告型防衛策を廃止し、新たに定時株主総会において、特定者を対象とした買収防衛策の導入を承認決議 ■ アルファレオは市場において株式を売却 	あり (導入時)	市場売却
東京ソワール	2021年6月	<ul style="list-style-type: none"> ■ フリージア・マクロスが市場内で買い集め ■ 2021年7月の臨時株主総会において、特定者を対象とした買収防衛策の導入を承認決議 ■ 2022年3月の定時株主総会において、同防衛策の継続を承認決議 	あり (導入時)	—
新生銀行	2021年9月	<ul style="list-style-type: none"> ■ SBIが新生銀行に対して、賛同を得ずにTOBを開始（のちに条件付きで反対表明） ■ 取締役会が特定者を対象とする防衛策の導入・発動を決議 ■ 株主意思確認総会の開催を予定していたが、TOB受け入れに転じたことから、開催せず ■ 新生銀行が防衛策を取下げ。SBIのTOBが成立。 	予定していたが 開催されず	TOB成立
東洋建設	2022年3月	<ul style="list-style-type: none"> ■ インフロニア・ホールディングスがTOB開始 ■ ヤマウチ・ナンバーテン・ファミリー・オフィス（YFO、任天堂創業家）が市場内で買い集め、インフロニアのTOBは不成立 ■ 定時株主総会で「買収防衛策」の導入議案を予定していたが、総会前日に取り下げ 	予定していたが 議案取下げ	—
ナガホリ	2022年4月	<ul style="list-style-type: none"> ■ リ・ジェネレーションが市場内で買い集め ■ 定時株主総会において、特定者を対象とした買収防衛策の導入を承認決議 	あり (導入時)	—
オーバル	2022年7月	<ul style="list-style-type: none"> ■ アントンパールがオーバルの取締役会の同意を条件に、経営支配権取得を前提とした事業提携を提案。市場内買い増し。 ■ 取締役会が特定者を対象とする防衛策の導入を決議 ■ アントンパールが取締役会の同意なく20%以上の株式を取得しないと表明。株主意思確認総会及び防衛策の発動は見合わせ。その後、業務提携の可能性等について協議 	未定	—
ジャフコグループ	2022年8月	<ul style="list-style-type: none"> ■ シティインデックスイレブンス（CI11）らが市場内で買い集め ■ 取締役会が特定者を対象とする防衛策の導入を決議 ■ 株主意思確認総会を開催する可能性を表明 	未定	—

(参考) 買収防衛策に関連した各種ルール等

事業報告の内容

会社法施行規則118条3号

三 株式会社が当該株式会社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針（以下この号において「基本方針」という。）を定めているときは、次に掲げる事項

イ 基本方針の内容の概要

ロ 次に掲げる取組みの具体的な内容の概要

(1) 当該株式会社の財産の有効な活用、適切な企業集団の形成その他の基本方針の実現に資する特別な取組み

(2) 基本方針に照らして不適切な者によって当該株式会社の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止するための取組み

ハ ロの取組みの次に掲げる要件への該当性に関する当該株式会社の取締役（取締役会設置会社にあつては、取締役会）の判断及びその理由（当該理由が社外役員^イの存否に関する事項のみである場合における当該事項を除く。）

(1) 当該取組みが基本方針に沿うものであること。

(2) 当該取組みが当該株式会社の株主の共同の利益を損なうものではないこと。

(3) 当該取組みが当該株式会社の会社役員^ロの地位の維持を目的とするものではないこと

コーポレートガバナンスコード

コーポレートガバナンス・コードにおける買収防衛策に関する原則

原則1－5. いわゆる買収防衛策

買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策は、経営陣・取締役会の保身を目的とするものであってはならない。その導入・運用については、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。

東証の開示ルール

上場規程2条（定義）

(80) 買収防衛策 上場会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせず新株又は新株予約権の発行を行うこと等により当該上場会社に対する買収（会社に影響力を行使しうる程度の数の株式を取得する行為をいう。以下同じ。）の実現を困難にする方策のうち、経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前に導入されるものをいう。

上場規程440条（買収防衛策の導入に係る遵守事項）

上場会社は、買収防衛策を導入する場合は、(1) 買収防衛策に関して必要かつ十分な適時開示を行うこと、(2) 買収防衛策の発動及び廃止の条件が経営者の恣意的な判断に依存するものでないこと、(3) 株式の価格形成を著しく不安定にする要因その他投資者に不測の損害を与える要因を含む買収防衛策でないこと、(4) 株主の権利内容及びその行使に配慮した内容の買収防衛策であること、を遵守するものとされている。

買収提案を巡る潜在的な課題



企業価値を高める買収提案であっても、以下の点を勘案すると提案を躊躇する可能性あり。

- ・反対された場合に買収後の経営がスムーズにいかないリスクやレピュテーションリスク
- ・買収防衛策が発動された場合に損失を被るリスク

買収提案が生じにくいことにより

社会全体にとっての課題

- M&Aが有するリソース分配の最適化機能が発揮されにくい
- 上場の意義が乏しい企業が上場し続けることで資本市場が機能を発揮しにくい

買収者にとっての課題

- 買収を活用した国内での規模拡大、業界再編を進めにくい（結果として、日本企業のM&A投資が買収提案が比較的受け入れられやすい海外案件や不振企業の救済案件に偏る）

対象会社（及びその株主）にとっての課題

- 買収提案を契機に経営改革を進める機会を逃す
- 買収による支配権の移動の可能性による経営への規律が働きにくい

..... 敵対的な関係に発展するような事案における課題としては

- 買収防衛策が濫用された場合、希薄化による損失を被るおそれ
- 買収が成功したとしてもその後の経営に支障を来すおそれ

- 濫用的・強圧的な買収者である場合、企業価値を毀損するおそれや、企業価値を毀損する買収がかえって成立しやすくなるおそれ
- 買収方法によっては、買収提案を適切に評価する時間・情報が得られないおそれ

公正な買収対応に関するこれまでの政策対応

- 2005年4月 「論点公開」公表（企業価値研究会）
- 2005年5月 「**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**」策定（経産省・法務省）（“**買収防衛指針**”）
- 「**企業価値報告書**」公表（企業価値研究会）
- 2006年3月 「**企業価値報告書2006**」公表（同）
- 2006年6月 証券取引法（現・金商法）の改正が成立し、**TOB制度が見直し**（金融庁）
- ①市場内外等の取引を組み合わせた急速買付けのTOB対象化、②意見表明義務・質問機会の付与、公開買付届出書における開示の充実等、③TOB期間の伸長（対抗提案を提示する場合は+30営業日伸長可能に）、④防衛策発動の場合等TOB撤回条件等の柔軟化、⑤3分の2以上の取得への全部買付義務、⑥他者のTOB期間中のTOB義務付け 等
- 2007年9月 「**企業価値の向上及び公正な手続き確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針**」（経産省）
- 2008年6月 「**近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方**」（企業価値研究会）（“**在り方報告書**”）
- 2015年6月 「**コーポレートガバナンス・コード**」策定（東証）
- －買収防衛策は「保身を目的とするものであってはならない」「必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続きを確保するとともに、株主に十分な説明を行うべき」とされる（原則1-5）
- 2019年6月 「**公正なM&Aの在り方に関する指針**」策定（経産省）（“**公正M&A指針**”）

2. 買収提案を巡る当事者の行動の在り方

「買収」の定義と検討のスコープ

- 現在の買収防衛指針では、買収を「**会社に影響力を行使し得る程度の数の株式を取得する行為**」と定義しているが、アクティブなエンゲージメントによる影響力行使が一般化した現状を踏まえると、いわゆる買収に対象を限定するためには、議論の主な対象を「**会社の経営支配権に影響を与える程度の数の株式を取得する行為**」としてはどうか。

※結果として、一般的に買収防衛策の対象とされている20%程度の株式取得も含むことを想定

- 買収手法としては現金対価での株式の取得が用いられることが多いため、主にこれを想定するが、株式交付による買収時の対価株式の評価の考え方や、委任状争奪戦を組み合わせた買収に議論が及ぶことも考えられる。

議論の対象とする「買収」の定義

現行の買収防衛指針（2005年）

- 買収：会社に影響力を行使しうる程度の数の株式を取得する行為をいう。



今回の議論で想定する「買収」の対象

- 会社の経営支配権に影響を与える程度の数の株式を取得する行為

経営支配権を取得する際に用いられる様々な手法

株式の取得

公開買付け
市場内買付
相対取引

組織再編

合併
株式交換
株式交付 等

その他の手法

委任状争奪戦による
経営陣の交代

想定する
主な買収手法



※株式交付を用いた組織再編は、買収者が対象会社と契約を交わす必要がないため、同意なき買収の手法として使われ得る。

買収提案への対応に関する基本的な考え方（1/2）

- 対抗提案や事業切り出しの提案の場面については、「真摯な提案には真摯に対応する」（具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案については、取締役の善管注意義務の趣旨も踏まえ、原則として、取締役会において取り上げ、真摯な検討を行うことが望ましい）という考え方が示されているが、買収提案についての一般論として（※）、こうした考え方を適用できるかどうか。

※ここでは、同意なき買収に限らず、買収提案一般を想定している。また、買収防衛策の発動を検討する場面については別個の議論（本資料P.46以下参照）が想定されるため、ここではそれよりも前の初期的な検討段階を念頭に置いている。

※取締役会における真摯な検討の実施を円滑にするために、NDAにおいてスタンドスティル条項をより活用していくべきとの方向性については、どのように考えるか。

3.4.4 対抗提案を受けた場合の対応 （注）対抗提案を受けた場面についての記載

公正M&A指針の記載

- 実際に対抗提案者が出現した場合には、その**対抗提案が具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案である限り、対象会社の取締役会や特別委員会としては、当該対抗提案の内容についても真摯に検討する必要があり、合理的な理由なくこれを拒絶することは適切とはいえない。**
- 対象会社の企業価値の向上により資する買収提案と、一般株主が享受する利益（買収対価）がより大きな買収提案とは、通常は一致するものと考えられるところ、**例外的にこれらが一致せず、一般株主が享受する利益がより大きな買収提案が他に存在する中で、対象会社の企業価値の向上により資すると判断する買収提案に賛同する場合**（注69）には、**対象会社の取締役会および特別委員会は、その判断の合理性について十分な説明責任を果たすことが望ましい**（注70）。

（注69）対象会社において、取引条件の形成過程において、**企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して合理的な努力が行われることが前提**となる。このような合理的な努力が行われることにより、本文記載のとおり、対象会社の企業価値の向上により資する買収提案と、一般株主が享受する利益がより大きな買収提案とは、通常は一致するものと考えられるが、本文は、このような合理的な努力が行われたにもかかわらず、なお、これらが一致しない場合を対象とするものである。このような場合であっても、企業価値の増加分が一般株主に公正に分配されるような取引条件の実現に向けて、**上記のような合理的な努力は貫徹されるべきであり、企業価値が向上することだけを理由に一般株主の利益が不当に害されることのないようにすべきである。**

（注70）いずれの買収提案が対象会社の企業価値の向上により資するかについては慎重な判断が求められ、**企業価値の概念を恣意的に拡大することにより、このような判断を不明確にすることは望ましくない。**

買収提案への対応に関する基本的な考え方（2/2）

事業再編実務指針の記載

4.3 事業ポートフォリオに関する株主提案・株主意見への対応（注）事業切り出しの場面等を念頭に置いた記載

事業ポートフォリオに関する株主提案・株主意見（以下「株主提案等」と総称する。）については、**会社としても、「真摯な提案には真摯に対応する」ことが基本であり、取締役の善管注意義務の趣旨も踏まえ、合理的根拠のある具体的な株主提案等については、原則として、取締役会において取り上げ、真摯な検討を行うことが望ましい。**

投資家側も、株主提案等を提出する場合は、「中長期」的な企業価値の向上の観点から、十分な調査分析を行った上で、合理的根拠のあるものとし、会社側とも丁寧なコミュニケーションを行うことが期待される。

「真摯な買収提案」とは何か

- 通常、実行する意思やそのために必要な行動が伴っている買収提案は「具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案」に当たることが多いと考えられるが、これに当たらないものとして、どのようなものを念頭に置くべきか。

※ここでは、同意なき買収に限らず、買収提案一般を想定している。また、買収防衛策の発動が認められる場面はより限定的と考えられるため、「真摯な買収提案」に当たらないからといって、直ちに買収防衛策の発動が許容されるという趣旨ではない。

※英国のプットアップ・オア・シャットアップ・ルールや米国の証券取引委員会（SEC）による監視等と比して、わが国では買収意向表明への厳格な規制が存在しないとの指摘もあり、かかる差異は「真摯な買収提案」の検討にどのように影響すると考えられるか。

「具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案」には当たらない可能性があるもの（検討材料）

①具体性が疑われる類型	②実現可能性が疑われる類型	③真摯性が疑われる類型
<ul style="list-style-type: none">• 買収対価や取引の主要条件を具体的に明示することなく行われる買収提案	<ul style="list-style-type: none">• 買収資金の裏付けのない買収提案• 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乏しい中における支配的持分の買収提案• 法令等上必要とされる当局の許認可が得られる可能性が低い買収提案• 買収実施の前提条件の充足可能性が低い買収提案	<ul style="list-style-type: none">• 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

（備考）ここでは検討材料として石綿学＝内田修平「公正なM&Aの在り方に関する指針」の意義と実務への影響」経済産業省監修『「公正なM&Aの在り方に関する指針」の解説』（商事法務、2020年）で、一般的に「具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案」以外の買収提案に該当し得ると考えられるものとして列挙されているものを、経済産業省にて分類のうえ挙げている。

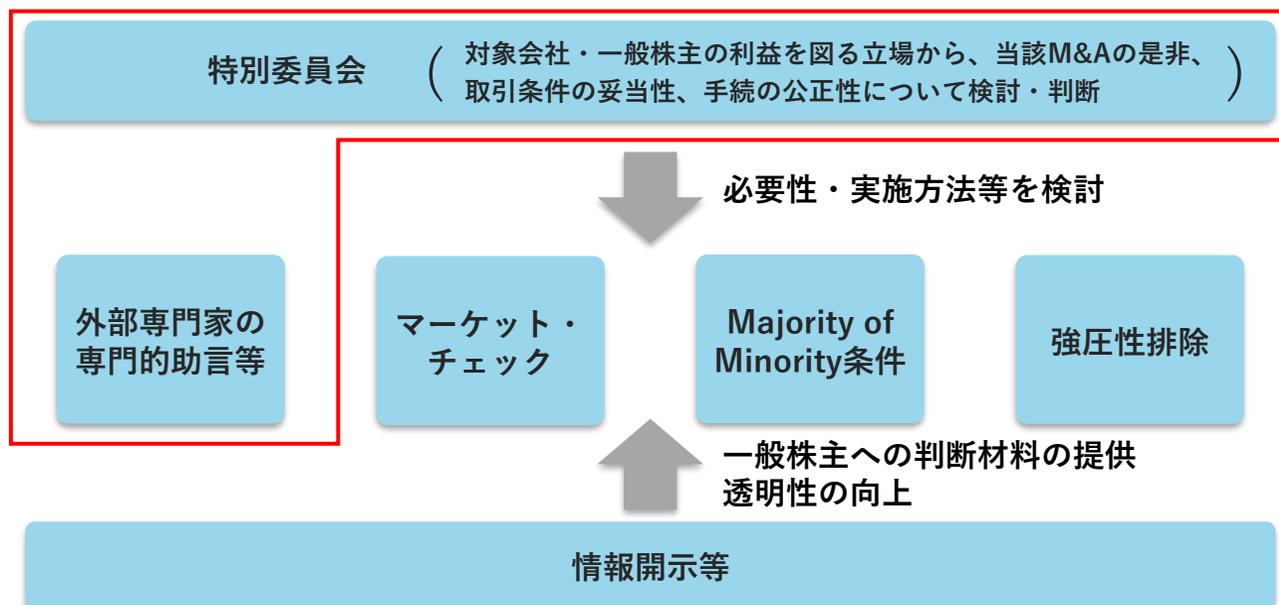
競合的な買収の場合等における特別委員会等の活用

- 競合的な買収において、経営陣と特定の買収者の対立が深刻となっている場合や経営陣が特定の買収者を支持している場合等、**事案によっては、大きな利益相反性があり得る。**そうした場合には、**独立性の確保された主体としての特別委員会や外部専門家も、初期的な段階から実質的に関与**することがベストプラクティスとして考えられるか。

※また、**同意なき買収提案について初期的に検討する段階（防衛策の検討がなされる前の段階）**では特別委員会を設置しているケースは現状では少ないと考えられるが、かかる場合についても、段階に留意しつつ活用を検討する余地はあるか。

※さらに派生する論点として、**金銭対価のスクイズ・アウトによる非公開化取引**において特に利益相反を排除する措置を経る必要があるかについて、検討する余地はあるか。

公正M&A指針の公正性担保措置の整理



競合的な買収についても活用可能性が高いと考えられるか

(参考) 同意なき買収・競合的な買収と公正M&A指針の対象取引との比較

- 公正M&A指針の対象取引と、同意なき買収・競合的な買収とでは、買収提案に関する争点の所在、利益相反性の質等について差異がある。

公正M&A指針の対象取引

今回の議論の対象取引

	MBO・支配株主による従属会社の買収	同意なき買収・競合的な買収
当事者	<ul style="list-style-type: none"> 買収者≒取締役・経営陣 一般株主 	<ul style="list-style-type: none"> 買収者／対抗提案者（もしあれば） 取締役・経営陣 一般株主
買収提案に関する争点	<p><u>買収の是非についての評価は、買収者と取締役・経営陣で基本的に一致。その上で、取引条件（価格等）に関する評価が争点となる</u></p>	<p><u>買収の是非を巡って取締役・経営陣による評価が一致しない（だからこそ争いが生じる）</u> ※競合的な買収においては、一部の買手候補者による評価と取締役・経営陣による評価が一致しない</p>
利益相反性	<p><u>構造的・類型的な利益相反</u>のおそれ： 取締役・経営陣の利益（≒買収者）vs一般株主の利益</p>	<p><u>取締役の保身等を背景とした利益相反</u>のおそれ： 取締役・経営陣の利益vs一般株主の利益 ※経営陣の個人的利益、自負、買収者との確執等によって判断がゆがめられるおそれ等が指摘される</p>
情報の非対称性	<p>取締役・経営陣（≒買収者）と一般株主の間で<u>情報の非対称性</u>あり</p>	<p>取締役・経営陣と一般株主の間で<u>情報の非対称性</u>あり</p>

対抗提案者に対する情報提供・取引保護条項

- 関連して、**対抗提案者に対する情報提供（デューデリジェンスの対応）**や、**取引保護条項の在り方**についても、一定の整理がなされているが、ベストプラクティスについてさらなる深掘りの余地はあるか。

3.4.5 対抗提案者に対する情報提供の在り方

公正M&A指針の記載

- 例えば、買収提案の具体性、実現可能性や真摯性の確認度合い等に応じて、情報提供の要否や提供する情報の範囲を検討する（例えば、当初は限定的な情報提供を行い、上記の確認度合い等に応じて漸次提供する情報の範囲を拡大することにより、段階的に情報提供を行う等）ことには合理性がある。

3.4. マーケット・チェック（取引保護条項について下記の注61・63）

（注61）積極的なマーケット・チェックには、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・公表後一定期間、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パ）が存在する。積極的なマーケット・チェックを行う場合には、適切な内容の取引保護条項を合意することは合理的と考えられる。

（注63 ※間接的マーケット・チェックに関する注記）例えば、買収者が対象会社との間で、対抗提案者との接触等を一切禁止するような取引保護条項を合意することは過度の制限であると考えられる。他方、ブレイクアップフィー（解約金）条項等の形での取引保護条項を定めることは、その金額が過度に高額であり、実質的に、対象会社の株主に対して当該 M&A を承認することを強制する効果を持つものでない等合理的な範囲内であれば妨げられないものと考えられる。

(参考) 米国におけるUnsolicited Bidの検討プロセスの例

① 経営陣及び外部専門家から構成される検討チームの組成

取締役会に必要な情報を収集することを目的として、主要な経営陣や、独立した法務アドバイザー・財務アドバイザー等から成るチームを組成し、取締役会との緊密な連携を図る。それぞれの主な役割は以下のとおり。

- 経営陣：取締役会に対して経営計画案を提示する
- 法務アドバイザー：取締役の負う義務や法的にとりうる選択肢について助言する
- 財務アドバイザー：買収提案の価格等の充分性に関する意見（フェアネスオピニオン等）を提示する
- その他（委任状勧誘業者、PR専門業者等）：買収提案が公表された場合の対外的なコミュニケーション等についてサポートする

② 取締役会におけるFiduciary Dutyに基づいた情報収集や検討

- Duty of Care：検討チームを活用し、合理的に入手可能な全ての情報を取得・分析して決定を行うこと
- Duty of Good Faith：合理的に見て会社及び株主の最善の利益に資する決定を行うこと
- Duty of Loyalty：取締役が重大な利害関係を有していないこと

③ 考えられる対抗措置の洗い出しや適切な情報管理等

- 法務アドバイザーの助言も踏まえ、とりうる対抗措置について洗い出しを行う
- 買収提案の存在を含め、非公表の情報については適切な情報管理を行う

④ Unsolicited Bidに対する対応の決定

取締役会は、検討チームとの緊密な連携により、Fiduciary Dutyの内容や会社の経営計画、考えられる対抗措置等について十分に理解をした上で、買収提案者の実績や経営方針等を含む全ての必要な情報を収集して、Unsolicited Bidへの対応を決定する

(出所) Practical Lawのメモランダム (“Memorandum to Board: Issues When Considering an Unsolicited Bid” by Francis J. Aquila, Sullivan & Cromwell LLP, with Practical Law Corporate & Securities, as of 14 Mar 2020) を基に、経済産業省にて整理して記載

(参考) 取締役の行為規範

一公正M&A指針の整理：M&Aを行う上での尊重されるべき原則と視点

- 公正M&A指針は、M&Aを行う上での尊重されるべき原則と視点を以下のとおり整理。
- 同指針は主にMBOや支配株主による従属会社の買収を念頭に置いたものであるが、これらの原則・視点については、**通常のM&A一般にも妥当するもの**。

公正M&A指針の記載

2.3 M&Aを行う上での尊重されるべき原則

第1原則：企業価値の向上

第2原則：公正な手続を通じた一般株主利益の確保

2.4 公正な手続に関する基本的な視点

視点1：取引条件の形成過程における独立当事者間取引と同視し得る状況の確保

企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確認する。

視点2：一般株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会の確保

一般株主に対して、適切な判断を行うために必要な情報を提供し、適切な判断を行う機会を確認する。

(参考) レックス・ホールディングス事件高裁判決と「公正価値移転義務」

- MBOにおける対象会社の取締役の善管注意義務について言及した主な裁判例としては、レックス・ホールディングス事件高裁判決が存在。善管注意義務の一環として「公正価値移転義務」を負うことや、米国のレブロン義務について言及。
- 公正価値移転義務は、MBO等の構造的な利益相反状況の有無に関わらず、対象会社の取締役が負うべき一般的な義務であるとする考え方も学説では有力。

レックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決（東京高判平成25・4・17判時2190号96頁）

- 「取締役及び監査役は、善管注意義務の一環として、MBOに際し、公正な企業価値の移転を図らなければならない義務（以下、便宜上『公正価値移転義務』という。）を負うと解するのが相当であり、MBOを行うこと自体が合理的な経営判断に基づいている場合……でも、企業価値を適正に反映しない買収価格により株主間の公正な企業価値の移転が損なわれたときは、取締役及び監査役に善管注意義務違反が認められる余地があるものと解される。」
- 「**価格最大化義務に関する控訴人らの主張**は、MBO先進国とされている米国デラウェア州の判例法上、MBOに際して取締役が負うとされているという『レブロン義務』なる義務を根拠とする主張であって、我が国で行われた本件MBOに直ちに妥当するものではない。仮に、上記主張が、**企業価値の公正な移転を超えて売却価格を最大限に高める義務を負うという趣旨であれば**（ただし、控訴人らが依拠するレブロン義務自体は、必ずしもそのような義務であるとは解されない。）、**株主が共同所有により把握している企業価値を超えて利益を得ることまでが、会社法上、取締役及び監査役の善管注意義務によって保護されると解する根拠は見当たらない**。一方、上記主張が、**企業価値の公正な移転を図るべき義務を負うとの趣旨であれば**、それは控訴人らが主張する公正価値移転義務と異なるものとは解されない。」

(参考) M&Aにおける取締役の行為規範に関する基本ルール (日米の比較)

利益相反	小さい	おそれがある	大きい
米国 デラウェア州	<ul style="list-style-type: none"> ● Business Judgment Rule ● 経営判断の決定過程に関する以下の4つの条件が充足された場合 (ただし厳格に審査される)、当該経営判断が相当なものである限り、信任義務違反による責任を負わない ① 取締役が実際に意思決定を行ったこと ② 取締役が十分に情報を有した上で意思決定を行ったこと ③ 意思決定が誠実になされたものであること ④ 決定事項について取締役が経済的な利害関係を有していないこと ● 判断内容の審査には立ち入らない (日本との差異) ※Unsolicited Bidsへの対応 ("Just Say No") 取締役会がFiduciary Dutyに従って買収提案の検討を行った場合、経営判断原則の適用場面である限り、取締役会は買収提案を拒絶することができる (Just Say No)。ただし、取締役会による適切な手続の履践及びその旨の説明をせず、買収提案を単に拒絶することはできないと考えられている。 	<ul style="list-style-type: none"> ● Unocal基準 (防衛策導入・発動の場面等) ① 取締役会が会社の政策及び効率性に対する脅威が存在すると信じたことについて、合理的な根拠を有していたこと ② 防衛措置が企業買収によってもたらされる脅威に照らして合理的なものであること。具体的には(a)一般株主にとって強圧的 (coercive) でないこと、(b)排除的 (preclusive) でないこと ● Revlon基準 (支配権の移転が生じる場面等) 以下の場合、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 (レボン義務) を負う 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 ③ 会社の解体を伴うM&A取引を実行する場合 	<ul style="list-style-type: none"> ● 完全な公正の基準 (Entire Fairness) ● 支配株主による買収、MBOといった構造的利益相反取引の場面等 ● 公正な手続 (fair dealing) と公正な価格 (fair price) を取締役が立証することを要する ● 以下のいずれかの場合、立証責任は原告側に転換される ① 有効に機能する特別委員会により承認されること ② 強圧性のない状況下において、十分に情報を有する少数株主の過半数により承認されること
日本	<ul style="list-style-type: none"> ● 経営判断原則 ● 決定の過程、内容に著しく不合理な点がない限り、取締役としての善管注意義務に違反しない (事例判断としてアパマンショップ事件最高裁判決等) ● 「将来予測にわたる経営上の専門的判断にゆだねられる」事項について適用対象になり得る 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 裁判例やソフトローによるルール (防衛策導入・発動の場面) ● ブルドックソース事件最高裁決定等 ① 防衛策の発動の必要性 (防衛策発動の目的の合理性) ② 防衛策の内容の相当性 (+いわゆる主要目的ルール) ● 買収防衛指針等 ● 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則 ● 事前開示・株主意思の原則 ● 必要性・相当性の確保の原則 ※公正M&A指針において、M&A一般にも当てはまる原則と視点についての言及あり。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 裁判例やソフトローによるルール ● レックスホールディングス事件高裁判決等 ● 公正価値移転義務、適時情報開示義務等 ● 公正M&A指針 ● MBOと支配株主による従属会社の買収の場合における公正性担保措置 ※会社法の利益相反取引規制も存在 (会社法365条・356条)

(出所) メルビン・A・アイゼンバーグ「アメリカ会社法における注意義務[I]～[IV]」旬刊商事法務 (2004)、森・濱田松本法律事務所編『M&A法体系』(有斐閣、2015年)、西村あさひ法律事務所編『M&A法大全[全訂版]』(商事法務、2019年)、Practical Lawデータベース等を参考に経済産業省作成。

買収者の行為規範—濫用的な買収

- 濫用的買収の典型的な場面として、ニッポン放送事件高裁決定が四類型を例示。
- 過去には、いわゆるトンネリング（対象会社の支配株式を取得した後に、不公正な取引によって対象会社の利益を搾取すること）やグリーンメイリング目的であることが明らかにされた裁判例も存在する。ただし、実際の事案において、グリーンメイリング等の濫用的な目的を有する買収提案と、真摯な買収提案を区別することは、必ずしも容易ではないと考えられる。

【ニッポン放送事件高裁決定（東京高決平成17・3・23判時1899号56頁）で示された四類型】

- 経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行が例外的に差止事由である「著しく不公正ナル方法」(当時の商法280条ノ39第4項、280条ノ10)によるものでないと判断される場合として、「株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情」を要求。
- 当該「特段の事情」に関して、「敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを会社が疎明、立証した場合」として挙げられた類型は以下のとおり。
- 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イラー）
- 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）
- 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
- 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

※この四類型については、裁判所が「特段の事情」の該当性について狭く捉えており、会社が疎明、立証することは容易ではない、という指摘もある。

（参考）濫用的買収であるか否かについての司法判断

- トンネリングやグリーンメイリング等が目的であることが認定された裁判例として、春日電機事件（東京地決平成20・11・26）や、コスモポリタン対タクマ事件（大阪地決昭和62・11・18）が挙げられる。
- 他方、ブルドックス事件においては、高裁決定では濫用的買収者に当たるという判断がなされたが、最高裁決定では、その点についての判断をせずに、買収防衛策が法令等に違反しないという結論を示しており、明確な判断をするには至らなかった。

買収者の行為規範—強圧性の問題

- 一定の買収手法については、株主に対して売却への圧力を与える「強圧性」が問題として指摘される。近時、買収防衛策の在り方の議論において、主に市場内買付けや部分買付けの強圧性の問題を指摘する見解が多くみられるとともに、複数の投資家が急速に市場内で買い上がり、株主総会招集請求・株主提案・委任状勧誘等と併せて経営陣に要求を行う行為（いわゆる「ウルフパック戦術」）の問題点を指摘する声もある。
- このような議論において主に念頭に置かれる強圧性は、いわゆる「構造的強圧性」であるが、強圧性という用語も多義的であるという指摘や、米国由来の「実質的強圧性」を観念する指摘もある。これらの違いに対応する解消措置の具体的内容が異なる場合には、明確に区別して検討する必要がないか。

（構造的）強圧性の問題

対象会社の株主が買収に応じないでいる間に買収が実現すると、買収に応じた場合と比較して不利益を被ると予想される場合には、たとえ多くの株主が買付価格は客観的な株式価値より低いと考えている場合であっても、株主が買収に応じるような圧力を受けるという問題が、（構造的）強圧性とされており、典型的には以下のような場合に生じるという指摘がある。

公開買付けの場合： 強圧的二段階買収において典型的に生じる。また、部分買付けの方が、全部買付けよりも深刻な強圧性を有することが指摘される

市場内買付けの場合： 案分比例方式により買付けが行われる公開買付けと異なり、市場内買付けは、先に市場で売り注文を出した株主から「早い者勝ち」で株式の買付けが行われるため、株主に比較的強度の強圧性を与えやすいと指摘される。

※上記のほか、公開買付けについては、買付期間以内に株式を売却しなければ、買付価格よりも株価が下がってしまうというプレッシャーが強圧性の本質であるとする指摘や、対象会社が株主に対し、買収に反対する（持株を）売却しないように働きかけることも強圧性であるとする指摘もある。

※米国では、上記の「構造的強圧性」（structural coercion）とは別に、「実質的強圧性」（substantive coercion）の問題があると整理される。この問題は、経営陣の有する情報を有さない対象会社の株主が、経営陣による会社の本源的価値（intrinsic value）に関する説明を信頼しないために、誤って不十分な価格の買収提案を受け入れてしまうリスクをいう（なお、日本における同様の議論として、企業価値についての株主の情報不足から、株主は、買付価格が真の企業価値を下回っていることに気づかないまま、企業価値を減少させる買収に応じてしまう可能性を指摘する見解もある。）

（備考）田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務、2012年）、白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』（商事法務、2013年）、飯田秀総「買収防衛策の有事導入の理論的検討—公開買付けの強圧性への対処—」旬刊商事法務2244号（2020）、鈴木一功「TOBと市場買付けの「強圧性」に関する考察」MARR（2021年12月）、神田秀樹「株主意思確認総会を巡る近年の動向」MARR（2022年6月）等を基に作成。

買収者の行為規範—情報提供の在り方

- 過去の報告書等において、市場内買付けの際の情報提供や実質株主に関する情報提供については、問題提起がなされてきたところ。関連して、近時、買収者側の共同協調行為による市場内買い上がりが争点となった事例も存在（三ツ星事件最高裁決定等）。
- 市場買付けにおける取得目的・経営計画・取引条件等の情報提供や、買収者側の実質株主に関する情報提供の在り方について、どのように考えるべきか。

企業価値研究会「企業価値基準を実現するための買収ルールのあり方に関する論点公開」（2005年12月15日）

◆ 市場内買付の際の情報提供の充実

現在、市場内における株式の大量取得については、公開買付規制の適用の対象外とされているが、公開買付と比較すると、買付価格、目的、買付数などの情報提供が不十分であるとの指摘があることから、今後、株主及び投資家に対する十分な情報提供のあり方等について検討が必要である。なお、買収者が大量の株式の買付を市場内で行う場合に、公開買付を法律上義務付けることは、買収者の選択肢を狭めることにもなるため、買収者と対象会社とのバランスを確保するという観点から妥当か否かは容易には判断できない。

◆ 実質株主に関する情報提供の充実

会社側からの情報提供を促進する観点から、実質株主に対して直接、情報提供を行うことが有効と考えられるが、現状では、会社側には実質株主を把握するための手段が十分ではないとの指摘がある。

実質株主の把握については、会社側による株主判明調査などの自主的な取組みが行われているが、その実効性を確保する観点から、何らかの措置が必要なのではないかとの意見がある。特に、敵対的買収時において、会社が株主の総意を踏まえた行動を取るためには、議決権の指図権者が誰であるのかを事前に知る必要性が高い。

他方で、実質株主に対する情報提供のあり方については、機関投資家等における情報提供のあり方の問題でもあり、コストがかかる割にそれに見合うだけの効果がない、あまり実質株主に関する情報の提供が求められると投資行動に影響を与える可能性があるなどの指摘もあることから、機関投資家等が自らの受託者責任に留意しつつ、会社側からの実質株主に対する情報提供の求めに自主的に応じる運用とすることが株主と会社のコミュニケーションの改善の観点から望ましい。

経済産業省「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会報告書」（2020年7月22日）

○ 日本においては、米国のような公衆縦覧等の仕組みも、EUのような把握権の制度もまだ導入されていない。しかし、機関投資家との対話が進展する中で、企業と機関投資家の相互の信頼関係の醸成の要請は、欧米と何ら変わるところはない。信頼関係醸成の観点から、対話の中でおおよその持ち株数が言及されることも現に多い。これらの諸状況に鑑みると、議決権基準日時点における実質株主（企業が対話する相手方としての機関投資家）とその持ち株数について、企業が効率的に把握できるよう、実務的な検討がなされるべきと考えられる。

3. 買収防衛策を巡る当事者の行動の在り方 (次回研究会のテーマ)

「買収防衛策」の用語の再考

- 「防衛」的効果を有する手法としては、複数議決権株式や安定株主確保等もあるが、企業価値の向上を図るための交渉ツールとしては、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利用したものが利用されており、当該手法を議論の主な対象として想定してはどうか。
- 他方で、純粹に株主のための時間・情報・交渉機会等を確保するための対抗措置等について、「買収防衛策」という保身的な用語を用いることは正確ではないとの指摘もあり、従来の指針の定義の見直しも含め、用語法について改めてどのように考えるべきか。

【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」（2008年）の定義】

- 「買収防衛策」とは、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利用したものを念頭においている。ただし、基本的な考え方は、他の買収防衛局面にもあてはまるものと考えられる。

（参考）経産省・法務省「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）

買収防衛策：株式会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせず、新株又は新株予約権の発行を行うこと等により自己に対する買収の実現を困難にする方策のうち、経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前に導入されるものをいう。

その他の主な防衛手段の例（日本の法制度の下で考えられるもの）

防衛手段	概要
複数議決権株式	創業者等の特定の株主が複数の議決権を持つ仕組み
安定株主確保（政策保有株式等）	買収者に株式を売却しない安定株主を確保しておくこと
自社株買い・増配	自社株買い・増配による株価の上昇効果が買収者の買収コストを高める
クラウンジュエル	会社の重要財産をホワイトナイトに譲渡すること
ゴールデン・パラシュート	買収の結果、対象会社の取締役や上級役員が退任するに至った場合、多額の退職慰労金を支払うという契約を締結することで、買収者の買収意欲を削ぐ仕組み
ホワイトナイト（白馬の騎士）	他の友好的な第三者による競合買付け

（出典）企業価値研究会「企業価値報告書」（2005）、森・濱田松本法律事務所編『M&A法体系』有斐閣（2015）、西村あさひ法律事務所編『M&A法大全[全訂版]（下）』商事法務（2019）等を参考に経済産業省作成。

(参考) 平時に導入されている防衛策の分類・分析

防衛策の分類

分類	年月（末時点の累計）										
	2013年末 時点	2014年末 時点	2015年末 時点	2016年末 時点	2017年末 時点	2018年末 時点	2019年末 時点	2020年末 時点	2021年末 時点	2022年 8月末時点	2022年 8月導入
事前警告型 [注1]	507	490	473	443	405	381	321	276	266	259	0
信託型ライツプラン	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	0
その他（拒否権付株式など） [注2]	2	3	3	3	2	2	2	2	5	8	1
導入社数	511	495	478	448	409	385	325	280	273	268	1
中止社数	133	157	180	216	259	288	351	403	424	439	

[注1]新株予約権の内容をあらかじめ開示する条件決議型も含まれます。

[注2]事前警告型と一言託型ライツプラン併用型1件(2005年以降) も含まれます。

・中止社数は導入社数の外数です。防衛策を導入したことのある企業数は導入社数 + 中止社数となります。

・「支配に関する基本方針」で、「防止するための取り組み」を定めていないものは除いています。

事前警告型買収防衛策の分析

分析		年月（末時点の累計）									
		2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 8月	2022年 8月導入	
手続き	導入時	取締役会決定型	14	11	9	7	4	4	3	2	0
		株主総会承認型 [注3]	459	432	396	374	317	272	263	257	0
		(うち防衛策を決議対象とするための定款変更を伴うもの)	(212)	(200)	(189)	(177)	(160)	(135)	(130)	(126)	(0)
	発動時	取締役会決定型	174	153	125	108	84	63	58	46	0
		(委員会設置型) [注4]	(170)	(149)	(121)	(105)	(82)	(61)	(57)	(45)	(0)
		株主意思確認型	43	43	39	39	37	36	32	30	0
		(委員会設置型)	(23)	(25)	(26)	(27)	(29)	(30)	(26)	(25)	(0)
折衷型	256	247	241	234	200	177	176	183	0		
(委員会設置型)	(251)	(243)	(237)	(231)	(198)	(176)	(175)	(182)	(0)		
内容	買付者の 基準	15%~	9	9	7	6	2	1	1	1	0
		20%~	457	428	393	370	314	271	263	255	0
		25%~	7	6	5	5	5	4	2	3	0
	評価（熟慮） 期間	原則90日まで	467	437	400	376	319	275	264	257	0
		原則90日超 [注5]	6	6	5	5	4	2	3	0	0
	対抗措置	新株予約権のみ	185	178	166	152	125	112	107	103	0
その他		288	265	239	229	196	164	159	156	0	
有効 (更新) 期限	1年	19	15	13	12	12	10	10	9	0	
	2年	29	26	22	20	15	14	13	14	0	
	3年	415	395	366	347	294	252	243	236	0	
	その他	10	7	4	2	0	0	0	0	0	
導入社数		473	443	405	381	321	276	266	259	0	

[注3] 取締役会でとりあえず導入するが、直後の総会で承認されるものを含みます。

[注4] 委員会の勧告に拘束される類型も含みます。

[注5] 評価期間を定めていないものも含みます。

司法判断が下された買収防衛策の分類

	平時導入型 (純粋な平時導入とは異なるものも含む)		有事導入型	
	対市場買増し	対TOB	対市場買増し	対TOB
取締役会決議 限りでの発動	—	<div style="border: 1px solid black; border-radius: 10px; padding: 5px; display: inline-block;"> 日本技術開発 (2005年) (※1) </div> <div style="border: 1px solid black; border-radius: 10px; padding: 5px; display: inline-block;"> 日邦産業 (2021年) (※2) </div>	ニッポン放送 (2005年) 日本アジアグループ (2021年) (※3)	— (※4)
株主総会決議 あり	—	—	<div style="border: 1px solid black; border-radius: 10px; padding: 5px; display: inline-block;"> 東京機械 (2021年) </div> ミツ星 (2022年)	<div style="border: 1px solid black; border-radius: 10px; padding: 5px; display: inline-block;"> ブルドックソース (2007年) </div> <div style="border: 1px solid black; border-radius: 10px; padding: 5px; display: inline-block;"> 富士興産 (2021年) </div>

※1 日本技術開発事件の防衛策は、株式分割を行うことでTOBの効力発生時期を遅らせることを意図したものであり、一般的な新株予約権の無償割当てを用いた買収防衛策と単純に同一視することはできない。

※2 日邦産業事件は、買収者が大量保有報告書を提出したことを契機に導入されたものであり、純粋な平時導入型とは異なるとの指摘もある。また、そもそも、裁判例を「平時」「有事」の二分論で整理すべきか、すべきであれば、その意義については、議論がありうる。

※3 日本アジアグループ事件は、第1次TOBを撤回した後で市場買い増しを行っている際に防衛策を発動しているため、ここでは「対市場買増し」に分類している。

※4 確定判断ではないものの、富士興産の原審決定はここに分類される。

(備考1) **太字のもの**は「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」報告書(2008年)以降に司法判断が下された事例

(備考2) **枠囲いのもの**は会社側の対抗措置が適法とされた事例

(備考3) 第三者割当増資の事例を除く

近時の裁判例に係る事案の比較表

対象会社	日邦産業	日本アジアグループ	富士興産	東京機械製作所	三ツ星
買収者	フリージア・マクロス	シティインデックスイレブンス	アスリード・キャピタル	アジア開発キャピタルほか	アダージキャピタル
TOB開始時の所有割合	19.73%	31.12%	16.75%	－ (買収防衛策導入時で32.72%)	－ (買収防衛策導入時で6.34%) (※)
買収方法	市場内買付け+TOB (上限27.57%、下限20.00%)	市場内買付け+TOB (上限・下限なし)	市場内買付け+TOB (上限なし、下限40%)	市場内買付け	市場内買付け
二段階買収の予定の有無	なし	あり (公開買付け終了後に総議決権数の40%以上を保有する場合)	あり (公開買付けが成立した場合)	なし	なし
買収防衛策導入時の状況	平時 ※純粋な平時とは異なるとの指摘あり	有事	有事	有事	有事
買収防衛策導入・継続の方法	株主総会	取締役会	取締役会	取締役会	取締役会
買収防衛策発動の方法	取締役会	取締役会	取締役会 (株主総会で事後承認)	取締役会 (株主総会で事後承認 (MoM))	取締役会 (株主総会で事後承認)
買収防衛策発動の理由	手続違反	情報提供が不十分、手続違反、強圧性、企業価値・株主共同の利益を害するおそれ	時間・情報の確保、株主意思を確認する機会の確保	手続違反、時間・情報の確保	企業価値・株主共同の利益を害するおそれ
損害軽減措置	なし	「第二新株予約権」の交付	「第二新株予約権」の交付	「第二新株予約権」の交付	「第二新株予約権」の交付
その他の措置	なし	特別配当	特別配当	なし	なし
裁判所の判断	原審：差止仮処分 異議審：却下(原審決定取消し) 抗告審：抗告棄却	原審：差止仮処分 異議審：上記決定認可 抗告審：抗告棄却	原審：却下 抗告審：抗告棄却	原審：却下 抗告審：抗告棄却 最高裁：抗告棄却	原々々審決定：差止仮処分 保全異議審：上記決定認可 保全抗告審：抗告棄却 最高裁：抗告棄却
帰結	TOB撤回、新株予約権無償取得	新株予約権無償割当て中止、TOB成立、キャッシュ・アウト	TOB撤回、新株予約権無償割当て中止	誓約書差入れ、株式一部売却(予定)、新株予約権無償割当て中止	新株予約権無償割当て中止

(出所) 松下憲ほか「買収防衛策に関する裁判所の判断枠組みと実務からの示唆－近時の裁判例を踏まえて－(上)」旬刊商事法務No.2290(2022年3月25日号)20頁の図表及び公表情報を基に経済産業省作成

(※) アダージキャピタルと実質的に共同して当社株式の買付けを行っている合理的な疑いがあると三ツ星が防衛策導入時に判断した者も含めた「所有割合」は、21.63%とのことである。49

「平時導入型」と「有事導入型」の買収防衛策の比較

- 「平時導入型」については近時、導入企業と機関投資家の間で評価が乖離し、対話を通じた相互理解が難しくなっていることも踏まえ、あるべき姿について、再検討する必要がないか。
- また、現行指針では対象としていない有事導入型についても在り方を示すことで予見可能性を高めるべきではないか。

	「平時導入型」	「有事導入型」
対象の差異	<ul style="list-style-type: none"> ■ トリガー基準（20%等）以上の取得行為等が対象 ■ 特定の買収者のみを差別しているのではなく、企業価値を損なう敵対的買収を排除するとの意図が説明しやすく、経営陣の保身目的とされる可能性が低くなるという効果が期待できるとの考え方がありうる 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 特定の者によるトリガー基準（20%等）以上の取得行為等が対象 ■ 特定者のみを対象とするため、株主による個別事案に応じた検討がしやすく、防衛策プラン自体の発動要件の広狭等の技術論を離れ、企業価値向上についてより実質的な判断が可能との考え方がありうる
事前の開示	<ul style="list-style-type: none"> ■ 事前に開示されることで、株主、投資家、将来の買収者に予見可能性を与え、防衛策の内容を見て投資の意思決定を慎重に行ったり、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の考え方がありうる ■ 他方、事前に開示されていることで、導入企業は（「望ましい買収」も含め）潜在的な買収先候補から除外されている可能性がある 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 有事において初めて開示されることとなるため、対象会社が防衛策の手段をとるかは買収者からは事前の予測が困難 ■ 他方、平時における導入はなされていないため、潜在的な買収による経営への規律効果が期待できる可能性がある
東証のルール適用	<ul style="list-style-type: none"> ■ 上場規程第2条第80号に該当し、東証のルールの適用がある ■ 事前相談の必要がある 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 「買収が開始される前に導入されるもの」に該当せず、東証のルールの適用はない ■ 事前相談についても明確なルールなし
機関投資家の見方	多くの機関投資家が、導入・継続の総会議案に反対	買収防衛策には原則反対としている機関投資家でも、個別の事案においては賛成の議決権行使をしている場合あり
裁判所による審査	<ul style="list-style-type: none"> ■ 相対的に緩やかな基準が適用され得るとの考え方がありうる（※例えば日邦産業事件の判決ではいわゆる主要目的ルールへの言及がない） ■ 損害について予見可能性・危険の引受けがあるとして対抗措置の相当性が裁判所に認められやすくなる可能性がある 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 主要目的ルールが適用される ■ 買収前の導入・開示がないため、損害についての予見可能性・危険の引受けがあると認められにくい可能性がある
市場内買付けへの対応	<ul style="list-style-type: none"> ■ 市場における急速な買付けはトリガー基準（20%等）以下に抑えられることが通常は予想される ■ 対抗措置の発動後に買収者が株主として残ったとしても、経営への影響は相対的に小さくなる可能性 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 取締役会限りでの発動や、MoM決議を採用しない限り、導入から総会の基準日設定までの間の急速な市場内買付けには対応できない ■ 導入時期が遅れると対抗措置発動による希釈化の程度が制限され、買収者が導入時点の保有割合で株式を保有し続けられる可能性が高い
株主総会に向けた株主との対話	株主との対話や事前の「票読み」等を行いやすい	時間が限られた中で、株主との対話等の時間が制約される

買収防衛策発動の差止めに関する裁判所の判断構造

- 買収防衛策発動の差止事由は、「著しく不公正な方法」による発行（不公正発行）と法令違反（株主平等原則違反）であるが（会社法247条1号2号類推適用）、これらの判断における近年の裁判所の判断構造を整理すると、以下のとおり。

「有事導入型」買収防衛策（富士興産事件、日本アジアグループ事件、東京機械製作所事件、三ツ星事件）

- **不公正発行に該当するか否か**を主要目的ルールに基づき判断

対抗措置の発動の目的（必要性）及び対抗措置の内容の相当性を検討

- 経営支配権の維持・確保が主要目的と認められない場合には、差止めは認められない
- 経営支配権の維持・確保が主要目的と認められた場合には、対抗措置を正当化する特段の事情（経営支配権取得が会社に「回復し難い損害」をもたらす事情）の有無を判断し、それが認められなければ差止めが認められる

- **株主平等原則の趣旨に違反するか**を判断

対抗措置の必要性と相当性について検討

- 必要性：経営支配権取得により企業価値・株主共同の利益がき損されるか
- 相当性：差別的な取扱いが相当であるか

※実質的には、上記の不公正発行該当性に関する検討内容との重複が多い

「平時導入型」買収防衛策（日邦産業事件）

- 買収防衛策に係るプラン自体について、その目的及び内容に合理性があり、株主の合理的な意思に依拠するものであるかを判断（**買収防衛策自体の適法性**）

- 当該プランに従って行われた**対抗措置の発動が適法であるか**（株主平等原則に反する又は著しく不公正な方法によるものといえるか）を判断

※主要目的ルールには言及していない。

(参考) 買収防衛策発動の差止めに関する裁判所の判断構造

- ブドックス事件最高裁決定の概要は以下のとおり。もっとも、強圧性の評価や株主総会の決議要件、金銭的補償の要否等に関する司法判断は、将来に委ねられていた。

		ブドックス事件最高裁決定（最決平成19年8月7日民集第61巻5号2215頁）の概要
株主平等原則違反	判断枠組み	<ul style="list-style-type: none"> ● 特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展が阻害されるおそれが生ずるなど、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるような場合（必要性）には、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り（相当性）、これを直ちに同原則の趣旨に反するものということとはできない。
	必要性	<ul style="list-style-type: none"> ● 特定の株主による経営支配権の取得に伴い、企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かは、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであり、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべき。 ● 本件総会において、議決権総数の約83.4%の賛成を得て可決されたのであるから、買収者以外のほとんどの既存株主が、買収者による経営支配権の取得が対象会社の企業価値をき損し、対象会社の利益ひいては株主の共同の利益を害することになると判断したものである。そして、本件総会の手続に適正を欠く点があったとはいえないこと等から、当該判断にその正当性を失わせるような重大な瑕疵は認められない。
	相当性	<ul style="list-style-type: none"> ● 買収者も意見を述べる機会があった本件総会における議論を経て、買収者以外のほとんどの既存株主が、買収者による経営支配権の取得に伴う対象会社の企業価値のき損を防ぐために必要な措置として是認したもの ● 買収者は、本件取得条項に基づき買収者の有する新株予約権の取得が実行されることにより、その対価として金員の交付を受けことができ、また、これが実行されない場合においても、買収者は、その有する新株予約権の譲渡を対象会社に申し入れることにより、対価として金員の支払いを受けられることになるところ、上記対価は、買収者が自ら決定した本件公開買付けの買付価格に基づき算定されたもので、本件新株予約権の価値に見合うもの ● 本件新株予約権無償割当てが、衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められない。なお、上記のとおり、買収者以外のほとんどの既存株主は、買収者による経営支配権の取得に伴う対象会社の企業価値のき損を防ぐためには、金員の交付もやむを得ないと判断したものであり、この判断も尊重されるべき。
不公正発行	結論	<ul style="list-style-type: none"> ● 株主平等の原則から見て著しく不公正な方法によるものといえない。また、対象会社が、経営支配権を取得しようとする行為に対し、対応策を採用することをあらかじめ定めていなかった点や当該対応策を採用した目的の点から見てもこれを著しく不公正な方法によるものということとはできない
	理由	<ul style="list-style-type: none"> ● 本件新株予約権無償割当ては、本件公開買付けに対応するために、対象会社の定款を変更して急きよ行われたもので、経営支配権を取得しようとする行為に対する対応策の内容等が事前に定められ、それが示されていたわけではないが、事前の定めがされていないからといって、そのことだけで、経営支配権の取得を目的とする買収が開始された時点において対応策を講ずることが許容されないものではない。本件新株予約権無償割当ては、突然本件公開買付けが実行され、買収者による対象会社の経営支配権の取得の可能性が現に生じたため、株主総会において対象会社の企業価値のき損を防ぎ、対象会社の利益ひいては株主の共同の利益の侵害を防ぐためには多額の支出をしてもこれを採用する必要があると判断されて行われたものであり、緊急の事態に対処するための措置であること、前記のとおり、抗告人関係者に割り当てられた本件新株予約権に対してはその価値に見合う対価が支払われることも考慮すれば、対応策が事前に定められ、それが示されていなかったからといって、本件新株予約権無償割当てを著しく不公正な方法によるものということとはできない。 ● 専ら経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものである場合に該当しないことも、これまで説示したところにより明らか。
結論		<ul style="list-style-type: none"> ● 以上によれば、本件新株予約権無償割当てが株主平等の原則又は趣旨に反するものとはいえず、また著しく不公正な方法によるものであるともいえない。

対抗措置発動の必要性の要件

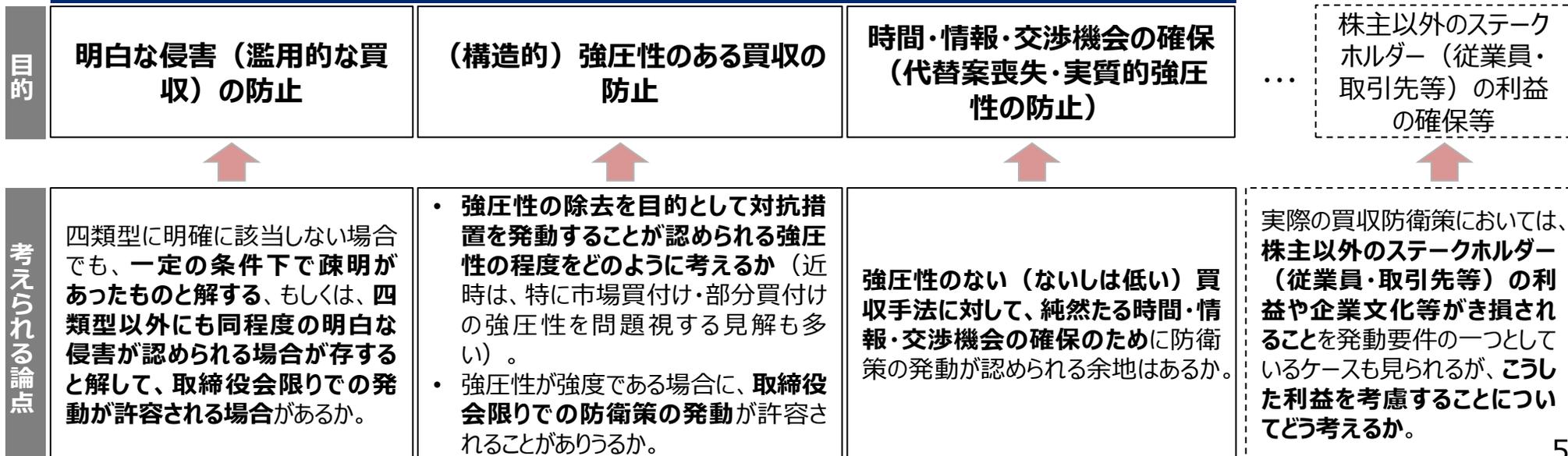
- これまでの裁判例や過去の指針等を踏まえれば、対抗措置の必要性の最終的なメルクマールは、「**経営支配権取得により会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることを防止するためか否か**」であり、**強圧性や時間・情報等の確保等は、その考慮要素**として整理できる。
- これらの要素ごとに、**許容されうる範囲、株主総会決議の要否、想定される買収者属性等は異なりうるとも考えられるため、区別して議論する必要**があるのではないか。その際の主要論点としては、例えば下記のようなものが考えられる。また、**株主以外のステークホルダー（従業員・取引先等）の利益等を考慮すること**については、どのように考えるべきか。

【対抗措置の必要性のメルクマール】

経営支配権取得により会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることを防止するためか否か

これらの要素を全体として考慮

買収防衛指針において企業価値ひいては株主共同の利益を確保・向上する買収防衛策として例示されている類型



考えられる論点

必要性の判断者—株主意思確認総会

- 近時の有事導入型買収防衛策に関する裁判例では、防衛策発動について事後的にでも株主総会を開催して株主意思を確認することが原則として必要とされている。
- 下記のとおり、対抗措置に係る株主意思確認総会は法的には勧告的決議であるものの一定の意義を有すると評価されること、またその決議要件は普通決議で足りることは、近時の裁判例により明らかになったものと考えられる。

勧告的決議

- 対抗措置としての新株予約権無償割当ては、取締役会決議事項（会社法278条3項）であるため、株主総会決議に諮ったとしても、法的にはいわゆる勧告的決議にとどまる。
- 他方、富士興産事件・東京機械製作所事件等で裁判所は、勧告的決議であっても株主意思の確認としての意義を有するものと評価。
- なお、株主意思確認総会の決議についても、議案を可決する決議であれば、決議取消しの訴えの対象となりうると考えられる（名古屋地判令和3年7月13日、名古屋高判令和4年2月18日等）

（参考）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」（2008年）の記載

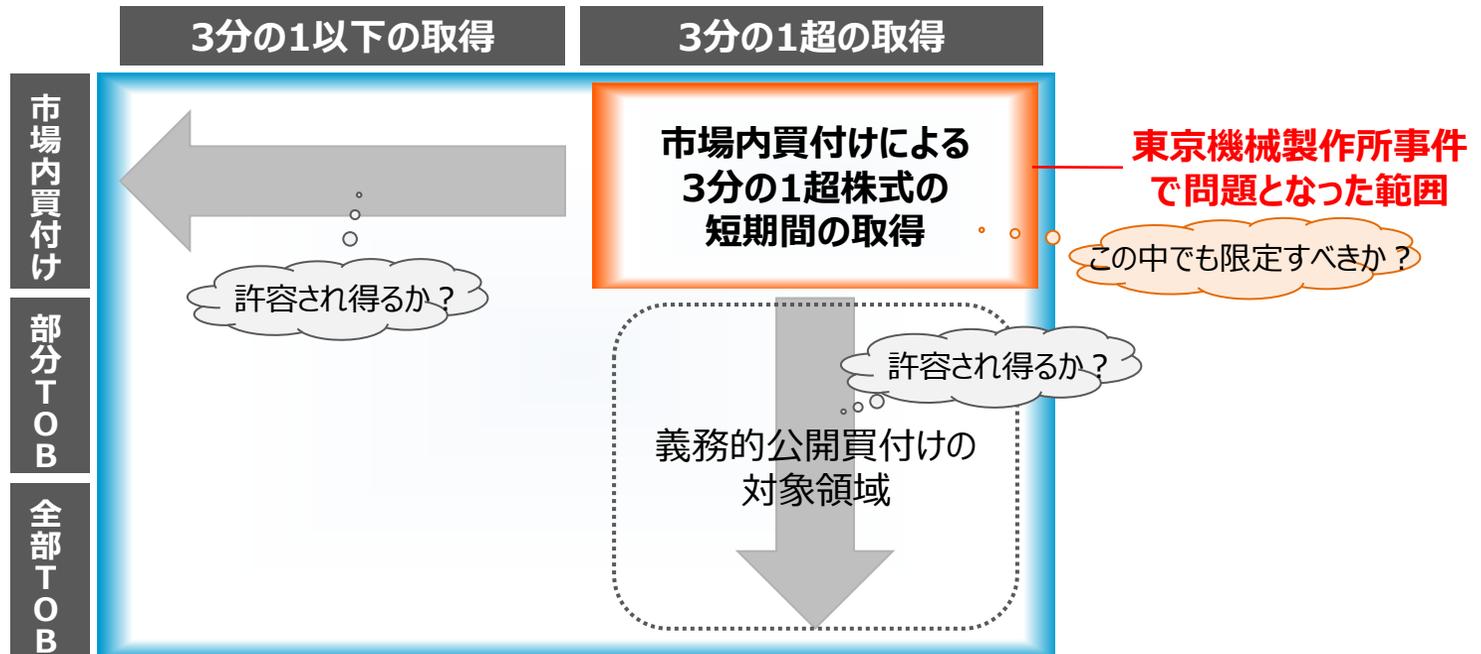
「買収防衛策の導入又は発動についていわゆる勧告的決議により株主総会で議決権の過半数の賛成を得たという場合についても、当該買収防衛策が株主の合理的意思に依拠していることを示す事情としては考慮され得る。」

決議要件

- 支配株主の異動を伴う募集株式の発行等（会社法206条2項第5項）や取締役の選任（会社法341条）における株主総会決議の要件は普通決議であるとされていることや、特別決議を要するとすると少数株主の判断が優先されてしまうこと等からすれば、株主意思確認総会の決議要件も普通決議で足りると解される。富士興産事件・東京機械製作所事件等でも、裁判所は、普通決議で足りることを前提としている。
- 他方で、東京機械製作所で結論として適法とされたいわゆるMoM要件については、濫用的な利用について懸念する見解も存するところであり、実務上も関心が高い（次ページ参照）。

株主意思確認総会におけるMoM（Majority of Minority）要件

- 東京機械製作所事件では、買収者、対象会社取締役、これらの関係者を除外した議決権の過半数（MoM要件）による株主意思確認総会の決議が許容された。**同事件は、買収者が3分の1を超える株式を市場内買付けにより短期間に取得した事案。**
- 市場内買付けにより3分の1を超える株式を取得する場合でも、**MoM決議による発動が認められる場面は限定すべきか。**また、**市場内買付けによる3分の1以下の株式の取得、もしくは公開買付けによる取得について、MoM決議による対抗措置発動の許容性をどう考えるか。**



必要性の判断者—取締役会決議限りでの買収防衛策の発動

- 買収防衛指針では、取締役会決議により防衛策を導入することも事後に株主の消極的な承認を得る手段さえあれば許容する旨の記載がなされていたところ。指針自体は「平時導入型」を対象とするものであるが、株主意思を重視する近時の裁判例の傾向、機関投資家の反対傾向、取締役会決議による導入企業が僅少にとどまること（2022年8月時点で2社）等に鑑み、当該指針の記載の当否を改めてどう考えるか。
- また、近時の裁判例を踏まえても、「有事導入型」について、取締役会決議限りでの導入・発動を肯定的に捉えるべき場面はあるか。仮にありうるとすれば、いわゆる高裁四類型のほか、どのような場合か。上場会社において社外取締役の選任が増加していることや、特別委員会の活用が進んできていることとの関係をどのように考えるか。

【買収防衛指針（2005年）P.5-6の記載】

（2）株主意思の原則について

② 取締役会の決議で導入する場合

株主総会で選任された取締役が、選任者である株主の構成を変動させるために買収防衛策を採ることは、法律が予定している権限分配と整合的ではないものの、意思決定機関としての株主総会は機動的な機関とは言い難いから、取締役会が株主共同の利益に資する買収防衛策を導入することを一律に否定することは妥当ではない。

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。

取締役会限りでの発動の可否を考える際の論理と論点

- 取締役会限りでの発動について、現行の買収防衛指針の採用する論理及び対応する論点や、他に理論上考える論理を整理すると、以下のとおり。**近時の裁判例を踏まえた場合に、本研究会として、どのような整理を採用すべきか。**

取締役会限りでの発動の可否を考える際の論理

現行の買収防衛指針P.5-6が採用する論理

(1)株主の意思に基づかない防衛は許されないが、株主総会決議を経ているなくても買収防衛策が株主の意思に基づくとは評価される場合もあるとする論理

(2)を採る余地について
どう考えるか？

(2)株主の意思に基づかない防衛も許されるとする論理
⇒①株主には合理的な意思決定はできないから取締役会による保護が必要との考え方
⇒②株主以外のステークホルダーの利益を考慮した防衛も認める考え方

考えられる個別論点

- 有事に取締役会決議のみで導入・発動する場合については、近時の裁判例も踏まえれば、株主意思に基づくということは難しいのではないか。
- 平時に取締役会決議で導入し、一定期間経過する間に株主総会で廃止の提案がなされず、その後の有事に取締役会決議で発動する場合については、これまで指針の言及する「株主の消極的承認」があると解されてきたが、どう考えるべきか。

(参考・(2)②に関連)【公正M&A指針(2019年)P.38の記載】※企業価値と一般株主利益が一致しない場合がありうることを示唆

3.4.4 対抗提案を受けた場合の対応

対象会社の企業価値の向上により資する買収提案と、一般株主が享受する利益(買収対価)がより大きな買収提案とは、通常は一致するものと考えられるところ、例外的にこれらが一致せず、一般株主が享受する利益がより大きな買収提案が他に存在する中で、対象会社の企業価値の向上により資すると判断する買収提案に賛同する場合には、対象会社の取締役会および特別委員会は、その判断の合理性について十分な説明責任を果たすことが望ましい。

(備考) 上記は、金融商品取引法研究会「事前警告型買収防衛策の許容性—近時の裁判例の提起する問題—」金融商品取引法研究会研究記録79号(2021)[藤田友敬報告]を元に、経済産業省にて整理して記載。

対抗措置の相当性

- 裁判所はこれまで、**①損害回避可能性、②損害軽減措置、③予見可能性（危険の引受け）**の要素に着目して対抗措置の相当性を判断していると考えられ、**過去の報告書と基本的に同様の考え方**に立つものと考えられる。
- 他方、**三ツ星事件では、共同協調行為が疑われた買収者に対する防衛策の発動が相当性を欠くとして違法とされたが、買収防衛策を巡る相当性の考え方**にどう影響すると考えられるか。

①損害回避可能性

- 日邦産業事件・富士興産事件・東京機械製作所事件：裁判所は、**買収者が自らの意思で買収を中止等すれば、新株予約権無償割当てによる希釈化に伴う損害を回避することができたことを相当性を基礎づける要素として言及**
- なお、三ツ星事件において裁判所は、**買収を撤回する方法が実質的に閉ざされていること、共同協調行為をとっているとは認められない関係者にも発動による不利益が及ぶこと、現経営陣に反対する株主を排除する恣意的な運用が疑われること等を挙げ、相当性を否定**

②損害軽減措置

- 日邦産業事件高裁決定：買収者に対する**金員等の交付は必要ではない**との考え方
- 富士興産事件・東京機械製作所事件：裁判所は、「**第二新株予約権**」（新株予約権の取得の対価として、買収者には別の内容の新株予約権が交付され、一定の条件のもとで行使・取得されることで経済的損害を軽減）の**仕組み**について、相当性を基礎づける要素として言及

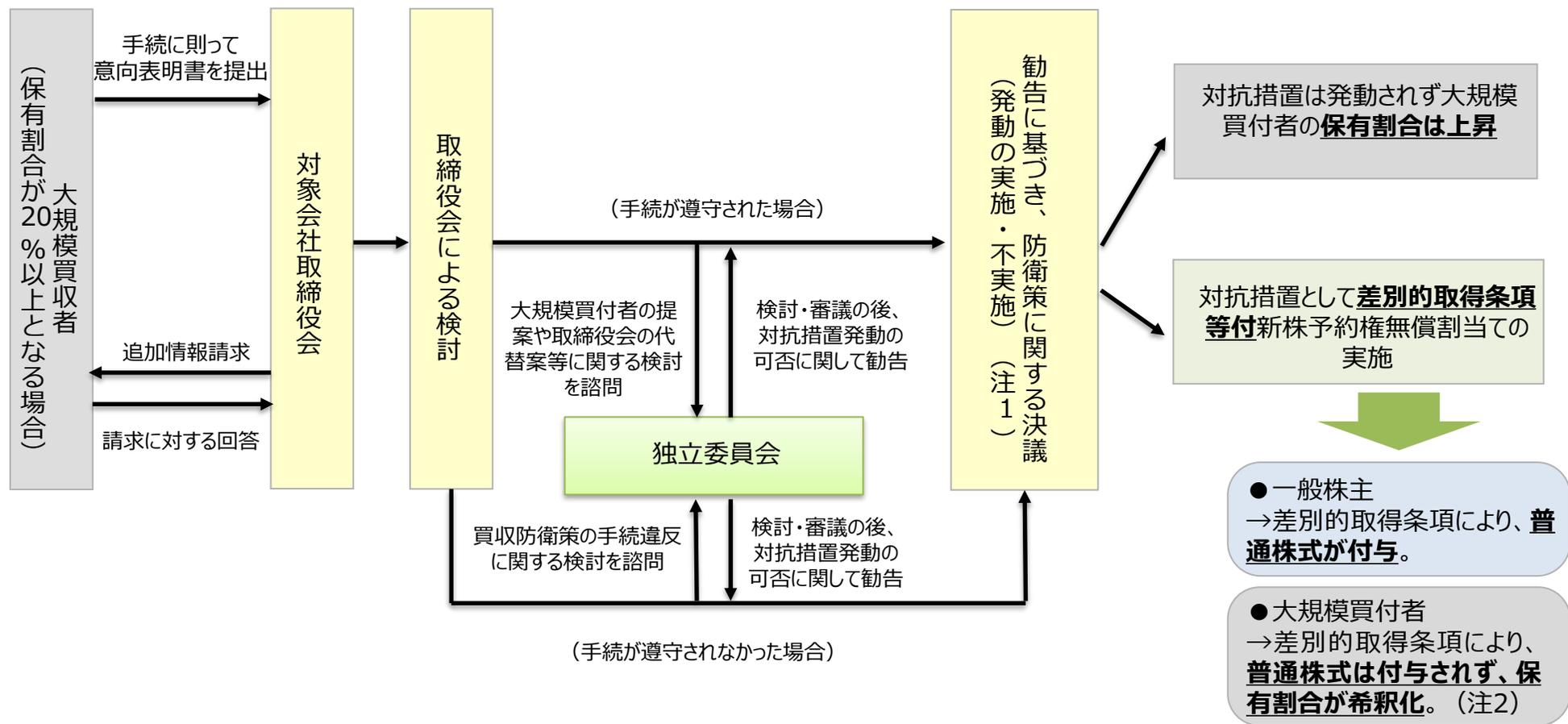
③予見可能性（危険の引受け）

- 日邦産業事件高裁決定：**買収開始前に内容が開示されている場合、対抗措置発動による損害が生じうることを認識しながらあえて買収を開始しているため、買収者による「危険の引受け」があったとする考え方**

（参考）【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」（2008年）の一部引用】

- 買収防衛策の発動に当たって、買収者に対して金員等の交付を行うことについては、かえって買収防衛策の発動を誘発し、結果として、買収の是非を適切に判断するために必要な時間・情報や交渉機会が確保された上で、株式を買収者に売却する機会を株主から喪失させるため、健全な資本市場の育成の妨げとなるという問題がある。したがって、**買収者に対する金員等の交付を行うべきではない。**
- 買収者は、**取締役の選解任等を巡り株主総会等の場で買収防衛策の発動を争い、そこで自らの提案が自分以外の株主の多数の支持を得られないときに、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、買収防衛策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（買収者にとっての「損害回避可能性」）が必要である。**そして、買収者にとって、このようなプロセスが保証されている場合には、買収者に対して金員等の交付を行う必要はないと考えられる。
- **買収開始前に買収防衛策の内容が開示されている場合であれば、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うることを認識しながらあえて買収を開始しているのであるから、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（買収者による「危険の引受け」が成立した）と考えることも可能であり、この理由により金員等の交付を行う必要がないという指摘もある。**

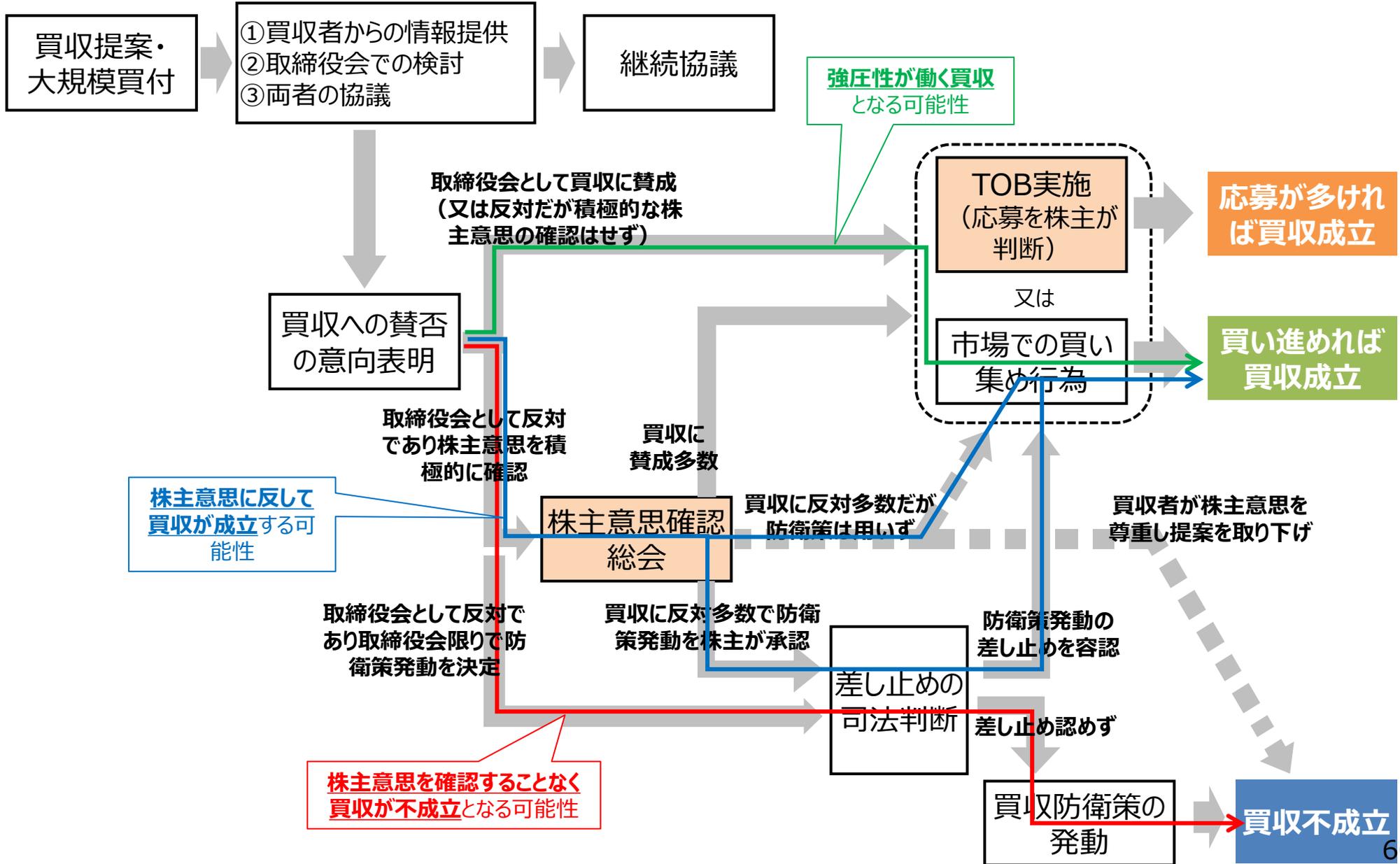
(参考) 一般的な平時導入型の買収防衛策の流れ



(注1) 取締役会決議のみならず、株主総会に対抗措置発動の可否を諮るタイプのものも見られる。

(注2) 単純な例として会社の発行済株式100株のうち、大規模買付者の保有株式が20株・普通株主の保有株式が80株という状況 (すなわち大規模買付者の保有割合は20%) で、1株当たり1個の新株予約権を付与する防衛策が発動された場合、防衛策の発動により普通株主の保有株式が160株まで増加し、大規模買付者の保有割合は、約11%にまで希釈化される (20株のまま)。

(参考) 買収提案への対応のフロー (近時の有事導入型を想定した例)



4. ご議論いただきたい論点案

本日特にご議論いただきたい論点

■ 見直しの方向性について

- 2005年以降のM&Aに関する実務・裁判例・学説の進展や、社会経済環境の変化等を踏まえて、公正な買収ルールを実現し、様々な関係者にとって使いやすい指針を策定・改訂するためには、どのような見直しが求められていると考えるか。
- 「買収防衛策」に特化せず、より広く、買収提案一般や特に経営支配権の争いを伴う取引（同意なき買収や競合的な買収等）を想定した上で、公正な買収の在り方を検討することについてどう考えるか。

■ 「買収」及び「買収防衛策」の定義・スコープについて（資料P.31、P.46関連）

- 「買収」と「買収防衛策」のそれぞれについて、議論の対象となる局面ごとに、定義や用語法をどのように考えるべきか。

■ 会社が買収提案を受けた場合の取締役の行為規範について（資料P.32-37関連）

- 買収提案については、「真摯な提案には真摯に対応する」を基本的な考え方としつつ、真摯な買収提案は、原則として取締役会において取り上げ、真摯に検討を行うことが望ましいと考えられるが、どうか。また、「真摯な買収提案」の内容をどのように具体化できると考えられるか。
- 競合的な買収の場合等における対応に関しては、対立の有無や検討段階により状況も異なり得るが、利益相反に対応するためにどのような取組がベストプラクティスと考えられるか。

■ 買収者が買収提案を行う場合の買収者の行為規範について（資料P.42-44関連）

- 特に問題がありうると考えられる類型における、買収者の行為規範について、どうあるべきか。（濫用的な買収、強圧性の高い買収、情報提供の在り方等）

次回以降、ご議論いただきたい主な論点例

- 「買収防衛策」に関する各論を含め以下の論点については、次回以降にご議論いただく想定。

我が国の裁判例の位置づけの整理
(全体像)

- 近時の裁判例の位置づけ・従来の裁判例（日本技術開発事件・ニッポン放送事件・ブルドックソース事件等）との関係の整理
- 過去の指針・報告書に照らした各事例の見方・考え方 等

買収防衛策の目的（必要性）

- 買収防衛策の目的と考慮されるべき観点の整理
- 株主以外の利益を考慮することについての考え方 等

株主意思確認総会

- 勧告的決議の法的意義・決議要件
- MoM決議／東京機械製作所事件の評価・射程 等

取締役会限りでの防衛策の発動

- 取締役会限りでの発動の可否の考え方
- 日本アジアグループ事件・富士興産事件の評価・射程
- 過去の指針・報告書との関係 等

相当性の要件

- 近時の裁判例を踏まえた相当性の考え方（損害回避可能性、損害軽減措置、危険の引受け等）

平時導入型買収防衛策の在り方

- 近時の裁判例の平時導入型への影響／日邦産業事件の評価・射程
- 過去の指針・報告書における要件整理の見直しの要否・方向性 等

今後の進め方（予定）

第1回 11月18日(本日)	・総論①—全体像 買収提案を巡る当事者の行動の在り方について
第2回 12月1日(予定)	・総論②—買収防衛策を巡る当事者の行動の在り方について
第3回 12月26日(予定)	・総論の議論のまとめ ・各論の深掘り①
第4回 1月26日(予定)	・各論の深掘り② ・論点整理案の提示 ※論点整理案については、研究会での議論を経て意見募集を実施することを想定

第5回以降も引き続き月1回程度開催し、検討を行う。その後、来年春頃を目途に議論を取りまとめ、指針を策定（又は改訂）することを目指す。