参考資料

参考１　「買収防衛指針」及び「在り方報告書」の概要

参考２　関係者等へのヒアリング結果

参考３　近年の買収防衛事案に関する裁判所の判断

参考４　近時の買収防衛策に関する指摘

産業組織課

2022年11月18日

参考１　「買収防衛指針」及び「在り方報告書」の概要

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)①

【原則】

1．企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則

買収防衛策の導入、発動及び廃止は、**企業価値、ひいては株主共同の利益を確保し、または向上させる目的を持って行うべき**である。

2．事前開示・株主意思の原則

買収防衛策は、その導入に際して、**目的、内容等が具体的に開示され**、かつ、**株主の合理的な意思に依拠すべき**である。

3．必要性・相当性確保の原則

買収防衛策は、買収を防止するために、**必要かつ相当なものとすべき**である。

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)②

【趣旨】

１．企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則について

○ 株式会社が、特定の株主による支配権の取得について制限を加えることにより、株主共同の利益を確保し、向上させることを内容とする買収防衛策を導入することは、株式会社の存立目的に照らし適法かつ合理的である。

２．事前開示・株主意思の原則について

(1) 事前開示の原則について

○ 買収防衛策は、導入に際してその**目的、買収防衛策の具体的な内容、効果（議決権の制限・変更、財産的権利への影響等を含む利益及び不利益）などを具体的に開示するべき**である。

(2) 株主意思の原則について

① 株主総会の決議に基づき導入する場合

○ 法律上**特別決議が必要な事項よりも株主に与える影響が小さい事項**であれば、**株主総会の普通決議等により買収防衛策を採ることも株主による自治の一環として許容される。**

② 取締役会の決議で導入する場合

○ 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。**

(3) 必要性・相当性確保の原則について

○ 買収防衛策は、**株主平等の原則、財産権の保護、経営者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。

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)③

【具体例】

１．株主総会の決議により新株予約権等を発行する場合

(1) 新株予約権等の発行差し止めを回避するための方策

○ 株主総会決議に基づいて、買収防衛策として新株予約権等を発行するときは、通常、指針の示す三原則に合致し、公正な発行とされる可能性が高い。

(2) 買収防衛策の合理性を確保し、株主や投資家など関係者の理解と納得を得る方策

○ **株主が1回の株主総会における取締役の選解任を通じて消却できる条項を設ける**ことが合理性を高める上で必要（企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則との関係）

○ **定期的に株主総会の承認を確保する条項等、株主の総体的意思を定期的に確認する機会を確保するための措置を講じる**ことで、さらに合理性は増す（事前開示・株主意思の原則との関係）

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)④

【具体例】（続き）

２．取締役会の決議により新株予約権等を発行する場合

(1) 新株予約権等の発行差し止めを回避するための方策

① 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則

○ もっぱら自己の経営権維持のためにするものであれば、それ自体で著しく不公正な方法によるものとされる可能性が高いが、逆に、**株主共同の利益を確保し、又は、向上させる目的で行われたものであれば、資金調達等の事業目的がなくても、不公正な方法によるものと認められるおそれは少ない。**

② 事前開示・株主意思の原則

○ **買収防衛策として用いることを主要な目的とすることや、株主が被る可能性のある不利益等を株主に開示する**ことにより、公正性が高まる。

○ **株主の総体的意思により消却する手段を講じる必要**がある。

③ 必要性・相当性確保の原則

○ **買収者以外の株主を合理的な理由なく不平等に取り扱うことのないよう設計する**ことで、公正性が高まる。

○ **発行時に過度に株主に財産的損害を生じさせないように設計する**ことで、公正性が高まる。

○ **取締役会の裁量権の濫用を防止する措置を講じる**ことで、公正性が高まる。

(2) 買収防衛策の合理性を確保し、株主や投資家など関係者の理解と納得を得る方策

○ **一年毎の株主総会で株主に直接買収防衛策の是非を問う機会を確保した上で、取締役会による消却条項の内容として、客観的な廃止要件の設定や独立社外者の判断を重視するよう措置**し、取締役会の裁量権の濫用を防止する必要がある。

○ **買収提案の評価機関、交渉期間や買収提案の内容などが客観的な要件を満たした場合には、新株予約権等が消却されるような設計**をすれば、株主や投資家などの関係者の理解と納得を得やすい。

○ 消却条件の客観性の度合いに応じて、**社外者あるいは独立社外者の関与の度合いを高める工夫**が必要。

「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）①

１．買収防衛策の目的・在り方

○ 買収防衛策は、**究極的には、株主の利益を守るためのもの**であることが前提である。
○ **敵対的買収には、積極的効果**（その脅威の存在が経営陣に規律を与えることや、買収により株主共同の利益が向上する場合があるなど）**がある**ことに留意しなければならない。
○ 買収防衛策を実際に発動して買収を止めることは、買収に賛成する株主がこれに応じて**株式を買収者に売却する機会を奪うことになる**ことを念頭に置くべきである。
○ **経営陣の保身を図ることを目的として買収防衛策が利用されることは、決して許されるべきものではなく**、当企業価値研究会は、そのような買収防衛策は支持できない。

２．現状認識を踏まえた買収防衛策の在り方

(1) 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することになり、**買収者に対して金員等の交付を行うべきではない。**
(2) 実際の買収局面において、善管注意義務を負っている被買収者の取締役が、買収提案が株主共同の利益に適うか否かに関する第一次的判断を自らは回避し、**形式的に株主総会に買収の是非に関する判断を丸ごと委ねて、自己を正当化することは、責任逃れ**とさえ言うことができる。

「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）②

３．検討

（１）基本的視点と被買収者の取締役の行動の在り方

○ **買収の是非に関する判断は、最終的には株主が行うべき**である。
○ 他方で、取締役は株主共同の利益を最大化する責務を負っているのであるから、自ら責任をもって買収防衛策の導入・発動の要否について判断し、その上で株主に対する説明責任を果たすことが求められる。

（買収防衛策を運用する際の基本的な考え方）

① 取締役会は、株主共同の利益の確保・向上に適わないにもかかわらず、**株主以外の利害関係者の利益に言及することで、買収防衛策によって保護しようとする利益を不明確としたり、自らの保身を目的として発動要件を幅広く解釈してはならない。**
② 取締役会は、被買収者の資産を買収者の債務の担保とすることや、被買収者の遊休資産を処分し、その処分利益をもって高配当をさせることが予定されているなど、**それのみでは株主共同の利益を侵害するとまでは言い難い理由のみをもって、買収防衛策の発動が必要であるとの判断を行ってはならない。**
③ 取締役会は、合理的な範囲を超えて**買収提案の検討期間をいたずらに引き延ばしたり、意図的に繰り返し延長することによって、株主が買収の是非を判断する機会を奪ってはならない。**
④ 取締役会は、買収提案の内容等について、**真摯な検討を行わなければならない。**
⑤ 取締役会は、買収条件の改善に向けて、**買収者との交渉を真摯に行わなければならない。**
⑥ 取締役会は、**株主共同の利益を向上させる買収提案と判断した場合**には、株主総会で株主の意思を問うまでもなく、**直ちに買収防衛策の不発動を決議**しなければならない。
⑦ 取締役会は、**買収提案に対する取締役会の評価等**について、できるだけ事実に基づいて、**株主に対する説明責任を果たさなければならない。**
⑧ 取締役会は、**特別委員会を設置する場合**は、現経営陣からの**独立性を実質的に担保**するとともに、その**勧告内容に従うという判断に関する最終的な責任を負わなければならない。**

「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）③

（２）買収防衛策についての考え方の整理（過去の裁判例との関係）

①株主が買収の是非を適切に判断するための時間・情報や、買収者・被買収者間の交渉機会を確保する場合	②買収提案の内容に踏み込んで実質的に判断を下して発動し、買収を止める場合
■　日本技術開発事件東京地裁決定（2005年7月29日）	(a) 株主共同の利益を毀損することが明白である濫用的買収に対して発動する場合 ■　ニッポン放送事件東京高裁決定（2005年3月23日） (b) 買収提案が株主共同の利益を毀損するかどうかという実質判断に基づいて発動する場合 ■　ブルドックソース事件最高裁決定（2007年8月7日）

「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）④

（３）株主が買収の是非を適切に判断するための時間・情報や、買収者・被買収者間の交渉機会を確保する場合（日本技術開発事件）

①株主意思の原則との関係

○ 時間・情報や交渉機会の確保を口実に、買収を断念させることを目的として、**買収者に対して延々と情報提供を求めることや買収提案の検討期間をいた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。**

②買収者に対する金員等の交付について

○ 買収の是非は、最終的には株主により判断されるべきものである。したがって、**買収者が合理的な手続に反し、買収の是非に関する判断を株主が適切に行うための時間・情報や交渉機会の確保を認めないような場合**には、買収防衛策の発動にあたり、**金員等の交付を行う必要はない。**

③株主に対する情報開示の水準

(a) 被買収者側の情報開示の在り方

○ 取締役会は、株主が買収の是非を判断できるよう、株主に対する説明責任を果たすことが求められるが、こうした観点から、被買収者側は、例えば、**(i)現経営陣の経営ビジョン・経営方針や、代替案、(ii)買収価格に対する現経営陣の評価、(iii)現経営陣が買収により株主共同の利益が毀損されるという判断をする場合にはその旨を、財務的数値を示すなど具体的に開示することが望ましい。**

(b) 買収者側の情報開示の在り方

○ 買収者による、買収後の詳細な経営計画・見通しや業績予想の開示については限界があると考えられる。しかしながら、株主が買収の是非を適切に判断するために必要な時間・情報や交渉機会を確保するという買収防衛策の目的からすれば、**買収者には、その属性や買収後の経営の基本的な方針については開示することが求められる。**

「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）⑤

（４）買収提案の内容に踏み込んで実質的に判断を下して発動し、買収を止める場合

①株主意思の原則との関係

(a) 株主共同の利益を毀損することが明白である濫用的買収に対して発動する場合（ニッポン放送事件）

○ **株主共同の利益を毀損することが明白であると認められるような濫用的買収**に対しては、株主共同の利益を保護する観点から、取締役会は、**取締役会限りの判断により買収防衛策を発動することが認められる。**

(b) 買収提案が株主共同の利益を毀損するかどうかという実質判断に基づいて発動する場合（ブルドックソース事件）

○ 買収提案が株主共同の利益を毀損するかどうかという**実質判断に基づいて買収防衛策を発動することは、制限的であるべき**である。仮に発動するとしても、**必要性と相当性の要件を満たすことが要求される**ものと考えられる。

○ **株主総会における株主による賛成の意思表示は、買収防衛策の発動が株主の合理的意思に依拠していることを示す事情**と考え得る。しかし、直ちに買収防衛策が正当化されるということにはならないことに留意が必要である。

※**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。**

※**取締役会限りで発動の決定を行うため**には、少なくとも、買収防衛策を導入するに当たって、**発動の条件を個別の場合に応じて具体的に設定し、株主がこれを承認**した上で、**取締役会に実際の買収局面での判断を委ねることを予め承認しており、その承認の範囲内で、その具体的条件に従って取締役会が発動**することが必要。

「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）⑥

（４）買収提案の内容に踏み込んで実質的に判断を下して発動し、買収を止める場合（続き）

②買収者に対する金員等の交付について
(a) 株主共同の利益を毀損することが明白である濫用的買収に対して発動する場合（ニッポン放送事件）
○ 買収者に対して金員等の交付を行う必要はない。

(b) 買収提案が株主共同の利益を毀損するかどうかという実質判断に基づいて発動する場合（ブルドックソース事件）
○ **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（損害回避可能性）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わないとしても、買収防衛策としての**相当性を欠くものとはいえない**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、損害が発生する危険を買収者が引き受けている（**危険の引受け**）から、金員等の交付を行う必要がないという指摘もある。

（５）特別委員会を設置する場合におけるその構成等について

○ 買収防衛策が恣意的に運用されないとの理解を株主から得るための工夫の１つとして、特別委員会を設置して、その勧告内容を最大限尊重することが行われることがある。
○ 特別委員会を設置する場合には、現経営陣からの**独立性が実質的に担保**されている必要があり、また、取締役会は、**特別委員会の勧告内容に従うという判断に関する最終的な責任を負い**、それが合理的であることを**株主に対して説明する責任を負う**ことに留意すべきである。

参考２　関係者等へのヒアリング結果

関係者ヒアリングにおける主な意見①

■ 事務局が関係者にヒアリングした際の主な意見（総論）

取締役の行為規範（企業側の買収対応の在り方）	● 取締役の行為規範については、米国でもレブロン義務の内容が明確ではない。例えば、**ある買収提案における買収価格の高低は企業価値を向上させる買収に連動するのだと割り切り、その他の選択肢を対象会社が選択する場合には相応の理由で反証することを促すという形で対応することも明確化の観点からは考えられるのではないか**。（学者） ● 海外では、買収提案があった場合、**経営陣は買収後に残るか否かにかかわらず、利益相反があるとして意思決定の場から除外され、当該買収の実行の前段階から、独立社外取締役が検討を行うが、日本の場合、案件の実行を決定した段階で特別委員会が組成する点が異なる**。また、提案の真摯性について、例えば、**初期的な提案段階におけるファイナンスのアレンジについての不確実性を理由に「真摯」でないとするのは不相当ではないか**。（弁護士） ● 買収提案があった際に、現経営陣による経営と買収提案者による経営のどちらが企業価値向上に資するかという議論において、独立社外取締役が機能していると評価できるケースは多くない。独立委員会の構成も現経営陣の意向が反映されている部分があり、**真に株主の価値を考えた検討がなされているか確信が持てないのが実情**。（機関投資家） ● fiduciary dutyを全うできるような取締役会になっていることが担保されていることが重要である。資本市場や社会から、取締役会は**株主の利益を代表してくれているということを、実質的な中身にまで踏み込んでくれて認識してもらうことが重要**。（上場企業）

コーポレートガバナンス・コードにおける独立社外取締役に関する原則
【原則４－７．独立社外取締役の役割・責務】
上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。
（ｉ）経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと
（ii）経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと
（iii）会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること
（iv）経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること 。

関係者ヒアリングにおける主な意見②

■ 事務局が関係者にヒアリングした際の主な意見（総論）

買収者の行為規範	● 大量保有報告書の提出時期が遅れていることは問題。情報開示の点でいえば、買収後の経営計画について、全部開示する必要があるとしてしまうとそのアイデアだけ盗まれるため望ましくない。そのため、**全部買付けの事例では義務づける必要はないかと思うが、部分買付けの場合、残存株主がいるので開示しなければならないのではないか**。何がベストプラクティスなのかは整理した方がよい。（学者） ● 例えば、未上場会社が4割程度の上場株式を獲得する**部分買付けの場合には、少数株主保護やガバナンス等の説明が必要**。もっとも、**買収提案者が予定している保有割合や対象会社の株主総会における議決権行使比率等、個別の事案で、説明義務の度合いについても軽重がある**と思われる。（コンサル） ● たとえば4割獲得しておいて経営指針を出さないというのは無責任だと思う。**インデックスファンドや長期で株式を保有している株主が何の抵抗もできない**。一定程度買い上げる買収についてはルールがあっても良いと思う。（機関投資家） ● 企業に対しては情報開示を求められる一方、**買収者側の情報開示はそれに比して大量保有報告書等では不十分であり、買収者側も十分な情報開示をすることが重要**。（上場企業） ● 部分買付けで少数株主が残るということであれば、買収者には買収後の経営方針について、適切な説明を求めたい。また、**買収者側の行動として相当程度市場で株式を買い集めた上でTOBを行うという手法も見受けられるが、最終的に支配権を獲得しようとするのであれば、最初からTOBで株式を取得するのが望ましい**と考えている。（機関投資家）

関係者ヒアリングにおける主な意見③

■ 事務局が関係者にヒアリングした際の主な意見（買収防衛策）

買収防衛策に対する機関投資家の評価	● 有事導入型買収防衛策の場合はその都度買収者について株主が判断すれば良いが、事前警告型買収防衛策は、指針や報告書が出た当時は一定の役割があったものの、**コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コード等の近年の時代の流れと合わなくなってきている**。TOB規制の充実化が一定程度図られた点も要因かと思う。見直しの余地はあるとの指摘はあるが、**当時の改正で情報提供や検討時間の確保が一定程度行われたことも影響しているのではないか**。（機関投資家） ● **実際は経営の保身にしか見えないケースが多い**。企業から見れば正当な理由があって導入したつもりでも、買収防衛策があることへの安心感が醸成されているように見受けられ、好ましくないと考えるようになった。もっとも、ガバナンスを改善して企業価値を上げてほしいという一連の流れの中での話だとも思う。（機関投資家） ● 買収防衛策がよく導入された時期があったが、保身的な色が強かった。**持合株式縮小の流れが出てきて、グローバル化という中で、日本企業も経営の規律を効かせなければならないという状態があった**。そこで、買収防衛策も保身に繋がる部分なので正していくべきという流れがあった。（機関投資家）

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。

関係者ヒアリングにおける主な意見④

■ 事務局が関係者にヒアリングした際の主な意見（買収防衛策）

買収防衛策に対する機関投資家の評価	● 事前警告型買収防衛策について反対している理由としては、**望ましい経営ができていれば、濫用的な買収者に狙われることはないという発想があるからだ**。他方で、有事導入型買収防衛策の場合には様々な事例があるため、事例ごとに細かく検討をしている。（機関投資家） ● 大原則は企業価値向上に資するかであり、**企業価値向上をすることが最大の防衛策だと考えている。コストをかけて高い株価がついていれば、敵対的買収というのはあまりないはず**、というスタンスでいる。したがって、「コーポレートガバナンス改革が進められてきたために買収防衛の手段が無くなりつつある」という発想自体がおかしい。**実質株主の把握やTOB期間等のテクニカルな問題は確かにあると思うが、それは買収防衛策を正当化する理由にはならない**。上場している以上は買収のリスクを背負って経営するべきと考えている。（機関投資家） ● 上場している以上は、買収防衛策を導入すべきではないと考えている。**本来は自由であるべき市場へ上場しておきながら、防衛策を導入している企業は何らかの欠点を抱えているように思われても仕方がない**。（機関投資家） ● 市場買上がりという局面について、**そもそも強圧的という言葉が安売りされすぎている**。市場で株式を大量に買われるというのは、経営陣が、株価が割安になっているのを放置しているということを意味する。そういう現状になっている時点で経営に問題があると考えている。（機関投資家） ● 買収者か現経営陣どちらに経営を任せれば企業価値が上がるのかという観点で判断をしている。**有事導入型買収防衛策に賛成した場合は、当該株主総会後の動向も注視している**。経営陣が企業価値向上にコミットしているかはモニタリングを継続し、うまくいっていなければ改めて取締役選任議案に反対するべきという意識は持っている。（機関投資家）

関係者ヒアリングにおける主な意見⑤

■ 事務局が関係者にヒアリングした際の主な意見（買収防衛策）

機関投資家による議決権行使	● 平時導入型買収防衛策の議案についての説明もよくされるが、**我々が基準を立てるにあたり事前に想定したケースから外れるものはない**ので、基準通り反対している。（機関投資家） ● 買収防衛策について**実際に対話をしても、議論が平行線だった**。そういう現状があって、１つの意思表明というかたちで全体として買収防衛策には反対の議決権行使をしていると思う。（機関投資家） ● **買収防衛の局面で機関投資家は適切に判断しているのかという点では疑問が強く残る**。良い買収を妨げることもあったと思われるので平時導入型買収防衛策が減ってきてよかったとも思われるが、その場合でも、投資家が考えて反対しているかというと、思考停止になっているのではないか。（コンサル） ● 長年投資家とコミュニケーションをしていると、相当意見をもらう。企業もそれを取り込み、その変化を投資家の方も見てくれているということでいい循環構造がある。もっとも、**機関投資家のあるべき能力という観点からは、海外機関投資家と比較して国内機関投資家とでは差があるのが実情だと思うので、その差を埋めていくことが重要**。（上場企業） ● 買収防衛策に反対する国内機関投資家が増えているが、**杓子定規的な議決権行使をされているという印象があり、議論が平行線に終わる**。他方、海外機関投資家の対応は、柔軟な印象を受ける。（上場企業）

スチュワードシップ・コードにおける投資先企業との対話に関する原則
原則３ 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、**当該企業の状況を的確に把握すべきである**。
原則４ 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、**投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである**。
原則７ 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、**当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである**。

参考３　近年の買収防衛事案に関する裁判所の判断

ー日邦産業事件

ー富士興産事件

ー日本アジアグループ事件

ー東京機械製作所事件

ー三ツ星事件

（参考）近年の裁判所の判断―日邦産業事件

		決定内容の概要
買収防衛プラン自体の適法性	株主の合理的意思への依拠	● 本件買収防衛プランの目的は、株主において、適切な判断をするために**必要かつ十分な情報及び時間、交渉の機会を確保すること**にあり、その**目的自体は、基本的には株主共同の利益を確保し、向上させるものである**といえる。 ● **独立委員会**の勧告を経た上で、取締役会が同勧告を最大限尊重しながら対抗措置の発動の是非を判断することとされており、取締役会の恣意的な判断を排除し、**経営陣の保身のための濫用を防止する措置**が講じられている。 ● **手続ルールを遵守すれば、原則として対抗措置を発動しない**こととされている。 ● 取締役会がさらに**株主総会に問うことも可能**であるとされている上、**有効期間が1年間**であり、約１年ごと（定期的）に株主総会において買収防衛プランの是非を直接問う機会が確保され、株主の理解と納得を得るための措置が講じられている。 ● **買収者以外の大多数の株主によって支持**されている。 ● 以上を総合すると、**本件買収防衛プランは、その目的及び内容に合理性があり、株主の合理的意思に依拠するものである**と一応認められる。
	その他の主な論点	①一度廃止した防衛策を再導入することは禁反言の法理に反するか ②有事に導入・継続しているため経営陣の保身目的といえるか ③買収者の議決権行使書面が恣意的に排除されており株主総会決議に瑕疵があるか ④有利発行と同様に株主総会の特別決議が必要か ⑤対抗措置の発動が株主の意思に委ねられていないことが問題か ⑥独立委員会は独立性に欠けるか ⇒①～⑥をいずれも否定
対抗措置の発動の適法性	経済的補償	● 買収者に対する経済的補償は、会社に経済的損害を与えるものであって、企業価値ひいては株主共同の利益を損なう面も否定できないことや、買収者へ経済的補償を交付することは、かえって過度かつ不必要な防衛策の発動を誘発し、株主が買収の是非を判断する機会を奪うおそれがあることなどからすると、**買収者に対する経済的補償が常に必要であるとまではいい難い**。 ● 買収防衛プラン導入後における買収者による相手方株式の追加取得は、**対抗措置発動のおそれがあることの事前警告がされた上で敢えて行われたものである**から、当該対抗措置が現実に発動されることになったからといって、経済的補償をしなければならないものではない。 ● 買収者が株式の大規模買付け等を中止すれば、取締役会は対抗措置発動の停止の決議を行うものとされ、また、本件新株無償割当て後であっても、取締役会が適切であると認める場合には全ての新株予約権を無償で取得できるものとされており、そうなれば**持株比率の希釈化は中止される**。買収者に生じる**経済的不利益を回避又は軽減させる措置**が講じられているといえる。 ● 以上によれば、買収者が経済的不利益を受けるとしても、**株主平等の原則又は趣旨に違反するとまでは認められない**。
	その他の主な論点	①TOBの上限が27.57%であり、経営支配権の取得が生じる場合に当たらないといえるか ②濫用的買収者やグリーンメイラーではなく、機密情報流出・取引先等との関係悪化のおそれはなく、シナジー効果を上げることができるため、専ら経営陣の保身目的といえるか ⇒①、②をいずれも否定
	結論	● 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**。

（参考）近年の裁判所の判断―富士興産事件

		決定内容の概要
不公正発行該当性	判断枠組み	● 株主に割り当てられる新株予約権の内容に差別のある新株予約権無償割当てが、会社の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するためではなく、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は、株主の共同の利益の保護という観点から正当化する特段の事情がない限り、著しく不公正な方法によるものと解すべき。 ● 会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において、**株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、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ことを主要な目的**として新株予約権の無償割当てがされた場合は、上記の場合に該当するというべきであり、会社は、**特段の事情**として、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**があることを疎明すべき。
	主要な目的	● 現に争いが生じていた点は、実質的には、対象会社の**経営支配権自体というよりも、株式の非公開化の是非**であった。 ● 本件の経緯からすれば、取締役会は、**買収者らに対して所定の情報を提供するように求め、当該情報に基づき株主が本件公開買付け等をされることの是非を熟慮するために要する時間を確保することを主要な目的**として本件対抗方針を導入し、当該目的を貫徹するため、対抗措置の発動として本件新株予約権無償割当てを行う旨の決定をしたものということができる。 ● 本件新株予約権無償割当ては、買収者らがこれによる不利益を免れる余地があるから、少なくとも、対象会社取締役会において、**直ちに買収者らの持株比率を低下させることを狙って行ったものであるとはいえない**。 ● 株主総会で承認されない場合には本件新株予約権無償割当てを撤回することを予定しており、本件公開買付けについて適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保することができないことにより、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について、**会社の利益の帰属主体である株主自身に判断させようとするものである**。 ● 買収者は、 公開買付け成立後の株主総会でキャッシュ・アウトのための株式併合議案が可決されないときにまで、残存株主から本件公開買付価格での株式を買い取ることを明言しているものとは解されないことに加え、本件公開買付けは、下限が40%になるように設定されており、キャッシュ・アウトが事実上可能なレベルに設定されていないことからすると、**強圧性の問題が全く生じないとはいえない**。 ● 買収防衛策として新株予約権無償割当てを行う場合に、**常に株主総会の特別決議を要すると解すべき合理的な理由があるとはいえない**。
	結論	● 特段の事情の有無を検討するまでもなく、本件新株予約権無償割当ては、著しく不公正な方法によるものとはいえない。
株主平等原則違反	必要性・相当性	● 買収者らによる本件公開買付けに強圧性の問題が全く生じないとはいえず、買収者らに対して所定の情報を提供するように求め、当該情報に基づき株主が本件公開買付け等をされることの是非を熟慮するために要する時間を確保することを主要な目的としてされたものであり、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について、会社の利益の帰属主体である株主自身に判断させようとするものである。そして、買収者らは、本件新株予約権無償割当てによる不利益を免れる余地もあった。 ● 買収者らが受ける影響を考慮しても、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。
	結論	● 本件新株予約権無償割当ては、株主平等の原則に反するものではなく、法令に違反しない。

（参考）近年の裁判所の判断―日本アジアグループ事件

		決定内容の概要
不公正発行該当性	判断枠組み	● 会社の経営支配権に現に争いがある場合において、**現経営陣が、株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営陣又はこれを支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的**として新株予約権の無償割当てがされたときは、**特段の事情のない限り**、会社法247条2号の**「新株予約権の発行が著しく不公正な方法により行われる場合」に該当する**というべき。（ニッポン放送事件の枠組みを前提）
	主要な目的	● 買収者は対象会社の経営陣から見れば敵対的買収を行う者であり、**経営陣と買収者との対立は深刻かつ解消困難な程度に至っている**ことに加え、取締役会限りの決議により対抗措置の発動を決めたこと、対抗措置発動の是非について**株主総会の決議を経ることを予定していない**こと、買収者の株券等保有割合は20.5%まで低下させられること等からすると、本件買収防衛策及びこれに基づく対抗措置により、**買収者の株券等保有割合を低下させ、経営を担当している取締役等又はこれを支持して事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保する目的があった**。 ● **以下の目的はいずれも認められない**。 ➢ 株主総会において株主意思を確認する目的：株主総会において対抗措置の発動につき株主意思を確認することは予定されていないこと等から、株主総会において株主意思を確認する目的があったということはできない。 ➢ 株主総会における株主意思の確認の有名無実化を回避する目的：「株主総会での株主意思の確認の有名無実化」の回避の目的は、結局のところ、正に現経営陣又はこれを支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保する目的と共通する。 ➢ 強圧性を排除する形で株主意思を確認する目的：買収者は、再公開買付け前の株式の市場内外買付けは議決権割合の3分の1までしか行わず、その後の買付けは再公開買付けにおいて行うことを明言しており、市場内外買付けによる強圧性については相応の配慮がされている。また、再公開買付けの買付予定数には上限も設定されず、再公開買付け終了後の議決権割合が3分の2以上となった場合には、全株買付けとその後の公開買付価格と同額によるスクイーズアウトが予定されており、**強圧性の程度は必ずしも高くないか、又は強圧性の減少のために相応の措置がとられている**。
	特段の事情	● 買収者が、買収後の経営方針等につき具体的な回答をしなかったことをもって、真摯に合理的な経営を目指すものではないと断ずることはできない。
	結論	● 以上によれば、本件新株予約権無償割当ては、対象会社の経営支配権に現に争いがある場合において、対象会社株式の敵対的買収によって経営支配権を争う買収者の株券等保有割合を低下させ、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・確保することを主要な目的とするものであり、「新株予約権の発行が著しく不公正な方法により行われる場合」に該当する**というべきであるところ、それにより買収者が不利益を受ける恐れがあると一応認められるのであるから、買収者はその差止請求権を有する。

（参考）近年の裁判所の判断―東京機械製作所事件①

		決定内容の概要
不公正発行該当性	判断枠組み	● 特定の株主の持株比率が希釈化される新株予約権無償割当て等は、**原則として、その主要な目的は、取締役等の会社の経営支配権の維持等にある**ので、不公正発行に該当するものと判断すべき。 ● しかし、特定の株主による会社の経営支配権取得の現実的可能性が生じ、利益侵害を受けるおそれのある株主が、**株主総会において、会社の企業価値がき損され、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に新株予約権無償割当て等の措置をとる必要があると判断**し、かつ、**措置が相当である場合**（具体的には、**①株主平等の原則に反せず、②緊急の事態に対処するためのものであり、③特定の株主の損害を回避するための措置がとられている**ことが必要）には、会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることを防止することを主要な目的としてされたものであって、**不公正発行に該当しない。** ● ただし、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在せず、又は虚偽であったなど、**判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵**があることにつき、疎明した場合には、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ことを主要な目的としてされたものであったとしても、不公正発行に該当する。
	相当性	● 本件新株予約権無償割当ては、緊急の措置として行われたものであり、非適格者が、今後、一定割合以上となる買付けを実施せず、かつ、6か月以内に**一定割合以下まで減少させることを誓約する旨の書面**を差し入れ、遵守する場合には、新株予約権無償割当ての実行を留保するものとされているほか、買収者は**第二新株予約権の行使により株式を取得**し、また、対象会社は**第二新株予約権を金銭を対価として取得し得る**ものとされている。これらによって、**投資を回収し、経済的損失を回避することが可能な仕組み**とされている。 ● 本件新株予約権無償割当ては、株主平等の原則に反するものではない。また、緊急の事態に対処するためのものであり、特定の株主の損害を回避するための措置もとられている。
	―MoM要件「重大な瑕疵」	● 重大な瑕疵の有無は、株主の一部につき議決権の行使が制限されている場合、**株主総会の性質、目的、制限を受けた株主の持株比率、そのような制限がされた趣旨、株主総会においてとられた手続や議論の具体的状況、議案の賛成率等を踏まえて、会社法308条1項（一株一議決権原則）、同法309条1項（普通決議の決議要件）の各規定の趣旨に反するか否か**を検討して判断される。 ● 買収者は、TOBの適用対象外である**市場内取引における株式取得を通じて、株券等所有割合が3分の1を超える株式を短期間のうちに買収しており**、このような買収行為は、**一般株主からすると、投資判断に必要な情報と時間が十分に与えられず、買収者による経営支配権の取得によって会社の企業価値がき損される可能性があると考えれば、そのリスクを回避する行動をとりがちであり、それだけ一般株主に対する売却への動機付けないし売却へ向けた圧力（強圧性）**を持つものと認められる。 ● 買収者による買付行為は、対象会社の株主にとって**強圧性（売却への動機付けないし売却への圧力。より具体的には、株主が十分な投資考慮をすることができない状況で、会社の企業価値のき損のリスクを回避し、また、市場内買付によって上昇した株価が下落する前に早く株式を処分してしまいたいとする売却に向けたインセンティブ）がある**ことは否定できず、株主が適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保することができないことが、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害することとなるか否か、それを防止するために対抗措置を発動することが必要か否かについて**株主総会において当該株主のみの意思確認（＝MoM要件による決議）を行うことは直ちに不合理であるとはいえない。** ● 本件では、強圧性を受ける**買収者以外の株主の大多数において、当該株主が適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保することができないことが、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害することになり、それを防止するために対抗措置を発動することが必要と判断した**ものといえる。そして、本件株主意思確認総会の上記手続に適正を欠く点があったとはいえず、上記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。**
	結論	● 本件新株予約権無償割当ては、**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ことを主要な目的としてされたものと認められる**（専ら経営を担当している取締役等の経営支配権の維持等を目的として（又はそれを主要な目的として）行われたものではない。）

（参考）近年の裁判所の判断―東京機械製作所事件②

		決定内容の概要
株主平等原則違反	判断枠組み	● 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、**会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることになるような場合**は、それを防止するために当該特定の株主を差別的に取り扱ったとしても、**その差別的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**、**株主平等の原則に反するものとはいえない**。 ● 特定の株主による経営支配権の取得に伴い、**会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることになるか否かについては、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**ものであるところ、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在せず、又は虚偽であったなど、**判断の相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**である。
	必要性・相当性	● 買収者は対象会社からの質問に対しても、具体的な経営方針を明らかにせず、株主の取得を市場内で急速に進めていったことに照らすと、経営支配権の取得によって、会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されるおそれがあり、それを防止する措置をとる必要（目的）があったものと認められる。 ● 本件新株予約権無償割当ては、買収者が**一定の条件を満たした誓約書を提出**し、これを遵守すれば、その実行を留保するものとされ、**自らの判断で本件対抗措置の不利益を回避し得る**ものとされている。そして、本件対応方針は、**投資を回収しその経済的損失を回避することが可能な仕組み**とされている。したがって、差別的取扱いが、衡平の理念に反し、また、相当性を欠くものであるとは認められない。
	結論	● **買収者以外の株主の大多数において、当該株主が適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保することができないことが、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害することになり、それを防止するために対抗措置を発動することが必要と判断した**ものといえる。そして、本件株主意思確認総会の上記手続に適正を欠く点があったとはいえず、上記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**。

（参考）近年の裁判所の判断―三ツ星事件①

		決定内容の概要
不公正発行該当性	判断枠組み	● 買収防衛策は、企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するという必要性がある場合にはじめて許容される余地が生じるというべきものであるから、株主に割り当てられる新株予約権の行使条件及び取得条項が差別的である新株予約権の無償割当てが、**株式会社の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するためではなく、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は、対象企業の経営権の取得の目的が買収者の濫用的な目的によるものであり、その結果対象会社の企業価値に重大な悪影響が及ぶなど上記の買収防衛策を正当化するに足りる特段の事情のない限り、不公正な方法によるもの**と解すべき。 ● 上記の場合に当たるか否かについては、諸事情に基づく総合判断によるものであるが、**買収者と硯経営陣との間に委任状争奪など経営支配権を巡って現に争いがある**場合は、**株主の共同の利益を維持するという観点から上記の結果を招来してでも対応策を導入する必要があり、かつ、そのための手段として行使条件等が差別的である新株予約権の無償割当てを行うことが、買収者の受ける不利益の内容及び程度、不利益を受ける買収者が撤退措置を採ることの可否及びその内容等に照らして相当といえるときには、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はなく、株主の共同の利益のためにされたということができ、不公正なものに当たらないというべき。** ● 上記の株主の共同利益を維持するための必要性があるといえるか否かについては、対応方針で掲げられた目的の合理性のほか、株主の意思を確認する総会が開催されている場合には、上記の**必要性の判断においては、その帰属主体といえる株主の総体的意思を尊重すべきであるから、当該判断の正当性を失わせるような事情が認められない限りは、その結果も踏まえて検討すべき。**
	支配権争いの有無	● 債権者及び債務者間においては本件対応方針の導入や双方の臨時株主総会に向けた委任状勧誘の態様などを巡って激しい対立や応酬があることが見て取れること、同月12日に開催された臨時株主総会においては、現経営陣の取締役の解任及び新取締役の選任を主な内容とする各議案はいずれも否決されたが、賛否の得票差は僅差なものであったといえること、本件対抗措置は、臨時株主総会の後である同月18日に発動されたものであり、当初は買収者及びその他関係者を大規模買付者としていたところ、これらの者はいずれも臨時株主総会において本件各議案への債権者の委任状勧誘に応じたものであることなどの各事情が認められ、これらの各事情に鑑みると、本件対抗措置の発動時点においては、債権者と現経営陣との債務者の経営支配権の巡る争いが顕在化していたものといえる。 ● その争いの程度にも激しいものがあり、臨時株主総会における各議案の得票差も僅差なものがあったといえることからすれば、臨時株主総会時点においては現経営陣が債務者の経営支配権を失う現実的な危険性が差し迫ったものとして存在し、現経営陣においてもその危険性を認識したものといえることに加えて、本件対抗措置の発動がそのような危険性の認識を現経営陣が得た後にされていることに照らせば、経営支配権の争いが存在することによって、現経営陣は本件対抗措置の発動時点において経営支配権を維持する意図を有していたと推測することでき、しかも、その推測の程度は、相当に強度なものがあると評価することができる。
	必要性	● 経営支配権を確立するまでは対象となる会社の情報の取得やその分析が容易でないことを考慮しても、買収者が目指す対象会社の経営方針として明確なものが示されていたとは認めがたく、買収者以外の株主からすれば、上記の買収者の株式保有の態様と相まって、買収者による対象会社の経営支配権の取得が対象会社の経営に対しどのような影響を与え得るかについては不確定な要素が多かったといえる。 ● 本件対応方針及び本件対抗措置の目的及び内容は、対象会社株式が買収者関係者らによって買い進められた状態であることを前提として、差別的行使条件及び取得条項による新株予約権の付与がもたらす持株比率の低下を含む不利益を回避するために、一定の手続を買収者関係者らに採らせることで、大規模買付行為等を一旦停止させ、その間に、株主に大規模買付行為等の適否を検討する時間的余裕と考慮すべき要素についての情報を提供しようとするものであり、その目的は合理的なものといえる。 ● 本件対抗措置の発動する条件の一つである本件株主意思確認総会においては、本件新株予約権の無償割当てについての議案は、賛成多数において可決されているところ、同議案で示された株主の判断についてその正当性を疑わせるような事情は認められない。 ● 以上の各事情によれば、**本件新株予約権の無償割当ては、株主の共同の利益を維持するという観点から実施する必要性がある。**

（参考）近年の裁判所の判断―三ツ星事件②

		決定内容の概要
不公正発行該当性	相当性	● 本件の事実関係に照らすと、次の各事情を指摘することができる。 ➢ 買収者は、対象会社株式につき令和3年10月4日頃までに合計8万0300株を取得して以降、対象会社株式を追加して取得しておらず、また、その意向がないことを対象会社に表明しているもので、**買収者のみで捉えれば、上記の措置は買収者にとっては事前の告知を欠くもので予期せぬ不利益を生じさせる恐れのあるものであるにもかかわらず、その撤回の方法も本件の審理を通じて対象会社から明らかにされるまでは買収者に対する通知などもされておらず、債権者としてはいかなる行為をすれば大規模買付行為等の撤回に該当するのか明確な認識を持つことが困難。** ➢ 対象会社は、買収者及びその他関係者に加えて、買収者グループを非適格者と認定し、その旨公表しているが、買収者グループのうち、D以外の買収者グループについては、共同協調行為を認定した理由として、**臨時株主総会の基準日までに対象会社株式を取得したこと及び臨時株主総会における買収者の委任状勧誘に応じたことなどが主な理由とされており、**これらの認定判断は、本件対応方針で対象会社自らが定めた共同協調行為の認定の判定基準に沿ったものと認めることが困難なものであり、このような者についてまで非適格者とされるのであれば、**次にみる共同協調行為の内容が極めて包括的な行為であることと相まって、委任状勧誘が行われた株主総会の基準日までに株式を取得し、かつ、現経営陣の経営支配権保持に反対した株主が、そのような投票行動を採った結果として、株主権が大幅に制限される結果を招来しかねないものであり、現経営陣による恣意的な判断がされる可能性が高いものといえるとともに、上記の非適格者の認定は、現経営陣による経営支配権の保持の目的を指し示すものとみることができる。** ➢ 加えて、本件臨時株主総会において、買収者は、その他関係者に加えて、買収者グループを含めて少なくとも合計24名から委任状を取得しているが、現経営陣から非適格者として認定された者は、その中でも保有株式が多い個人及び法人であったこと、買収者自身の議決権やその他関係者の議決権も含めると、現経営陣の解任等を目的とした本件各議案に賛成した**株主（議決権）の84%程度が非適格者に該当するという結果**となる。 ➢ これらの事情に照らすと、**対象会社による非適格者の認定は現経営陣による経営支配権の保持を目的とした恣意的なものである可能性が排除できない上、その効果としても、本件各議案に賛成した現経営陣に異を唱える株主のうち保有株式が多い株主のほとんどが排除される結果となるもので、相当性を欠く事情とみることができることに加えて、本件対抗措置が、現経営陣に異を唱える株主を排除しようとするものではないかという疑念を生じさせるもの**といえる。 ➢ 本件対抗措置の発動及び買収者グループの非適格者の認定においては、独立委員会からの勧告を受けた旨対象会社は公表しているものの、いずれもこれらの内容は公表されておらず、上記でみた現経営陣による本件対抗措置の発動等において認定判断が恣意的にされるおそれがあると認められるのに対し、独立委員会がこれらにいかに配慮した上で上記各勧告を行ったものかも明らかではなく、恣意的判断の排除のためにいかなる措置を執ったのかも明らかではないもので、独立委員会の存在及びその勧告があったことをもって、現経営陣による判断の恣意性が排除されたと評価できるものではない。 ● 以上で検討したところによれば、本件対応方針及び本件対抗措置においては、それにより買収者らに生じる不利益の回避を意図した設計がされているとしても、**上記でみた本件における具体的な事情や対象会社による運用などを踏まえれば、株主の共同の利益を維持するための手段としての相当性を欠くといわざるを得ない。** ● 本件株主意思確認総会に臨む株主らに対し、対象会社の提案する議案に賛成しなければ非適格者と認定され、本件新株予約権無償割当てにおいて不利益な扱いを受けるのではないかとの懸念を生じさせるものといえる。**株主らが真に対象会社の現経営陣を支持する意思で賛成票を投じたといい得るかはなお疑問の残るところであり、同総会における決議結果があることをもってただちに本件対抗措置に相当性があるとはいうことはできない**。
	結論	● 本件新株予約権の無償割当ては、専ら現経営陣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目的によるものといえ、かかる措置を導入することを正当化する特段の事情も認められない。したがって、本件新株予約権の無償割当ては、著しく不公正な方法によるものといえる（株主平等の原則に反するか否か検討するまでもない）。

参考４　近時の買収防衛策に関する指摘

論文等における指摘―総論

裁判例の位置づけ・判断枠組み①

（株主意思の重視）

- 一連の裁判例を通じて、**買収防衛策は「株主の意思」に基づかなければならないという原則が確認されたことを、積極的に評価したい。**機関投資家の株式保有の増大、および株式持合い、政策保有の解消が一層進展し、アウトサイダー優位は強まっている。**株主意思の原則が、本来期待される利点を発揮する環境が、日本において整いつつある。**（田中（2022））
- 富士興産抗告審決定と日本アジアグループ事件抗告審決定とが相俟って、買収防衛策の導入及び発動が取締役会決議のみでなされた場合については、**判例上、原則として、事後的に株主の意思によって対抗措置が撤回・解除されることが予定されているか否かによって対抗措置発動の是非が決せられることがおおむね固まったもの**と解される。（太田②（2021））
- 近時の裁判例が、株主総会決議という方法によることに合理性がないとはいえないとするのは、市場買集めがされる場合はもとより、公開買付けによって支配株式が取得される場合でも、その態様如何によっては、強圧性の問題が生じるからであった。**ブルドックソース事件最高裁決定はこの点に触れていないが、近時の裁判例は、正面からこうした考え方を取り上げているため、その点にも大きな意義が認められる。**（久保田①（2022））
- 伝統的には、経営陣による株式持合いその他の安定株主工作により株主総会における判断がゆがめられてしまう可能性があることが指摘されており、**株主の多数決による判断にどこまでの信頼が置けるかについては疑問の余地があるとする見解**もある。**株主総会での判断を機械的に尊重するということは避けるべき**であるかもしれない（白井（2022））

（裁判所の判断枠組み）

- 不公正発行該当性の判断の中に、株主平等の原則に反しないかの判断が「入れ子」のように組み込まれており、不必要に複雑な構造になっているように思われるが、端的に、①対抗措置発動の**必要性と**②対抗措置の内容の**相当性を要件として掲げ、必要性と相当性がともに認められる場合には、不公正発行に該当しないし、また株主平等の原則の趣旨にも反しないと判断すれば足りる**のではないか。（田中（2022））

論文等における指摘―総論

裁判例の位置づけ・判断枠組み②

（三ツ星事件の射程・判断枠組み）

- 保全抗告審の決定の意義として注目される点は、同決定が、大規模買付者を含む複数の者が、大量保有報告規制上の共同保有者やTOB規制上の特別関係者に該当しなくとも、それらの者の間に共同協調行為が認定されれば、大規模買付者と共に共同協調行為を行う者をすべて一体としてとらえた上で、その所有割合（または株券等保有割合）の合計が対抗措置発動のトリガー割合を超えているかどうかを判定できるということを当然の前提として判断を下しており、その点を含めて、三ツ星事件で用いられた買収防衛策の設計自体が（対抗措置発動中止要件を遅くとも対抗措置発動までに明示すべきであった点を除けば）合理的であると認めた点である。（太田④（2022））

- アダージと同時期に対象会社株式の買上がりを行っており、「非適格者」の元取締役が元代表社員であった会社についても、同じく（共同協調行動者として）「非適格者」と認定できることを当然の前提とした判断を行っている点は、非常に注目される。対象会社株式を同時期に買い上がっていることを前提とした上で、「数珠つなぎ（daisy-chain）」の考え方に基づき、大規模買付者の「共同協調行動者」と認定した者の「共同協調行動者」と認定できれば、そのような者も大規模買付者の「共同協調行動者」と認定し得ることを明らかにしたものといえる。（太田④（2022））

- （ニッポン放送事件高裁決定で示された）「特段の事情」は、きわめて狭い範囲に限られると理解されていたが、東京機械製作所事件東京地裁決定は、「特段の事情」が認められる範囲を「特定の株主による経営権の取得に伴い、会社の企業価値が毀損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害される」との株主の意思が株主総会の決議によって示された場合に拡張した。もっとも、同決定では、経営支配権維持目的自体が否定されたため、「特段の事情」の有無は検討されていないし、同事件の高裁決定では、これとは異なる判断枠組みが採用されている。本決定の判断枠組みは、「特段の事情」の範囲をさらに拡張させ、買収防衛の必要性があり、かつ、防衛手段に相当性がある場合（これらは、東京機械製作所事件においては、株主平等原則違反の有無を審査する中で検討されていた）がこれに該当するという構成になっている。その上で、買収防衛の必要性の判断において、株主総会の判断結果を尊重するというものである。**端的にいってしまえば、株主総会の判断結果を尊重した上で、買収防衛の必要性と防衛手段の相当性が認められれば、経営支配権維持目的があっても、買収防衛策の発動は差し止められないという、比較的シンプルな判断基準なのではあるが、その表現はとてもわかりづらい。このわかりづらさは、判例法の発展の経緯に由来するものであり、やむを得ないところではあるが、もう少し整理したほうがよい。**（星（2022））

- 三ツ星事件に係る抗告審決定については、**次の2つの点で特異な事案であり、その射程を慎重に考える必要がある。**第一に、本件では、対抗措置の対象となった者（X）から具体的な買収提案や買収行為があったわけではない。対象会社の取締役会は、Xによる委任状勧誘を通じた経営陣の交代の試みに対して買収防衛策を導入・発動しようとした。しかも、本件で用いられた買収防衛策は、もともと特定の事案を想定して考案されたものであり、本件のような、**現経営陣と敵対する大株主の影響力を減じる目的で使用されることが想定されたものではない。**第二に、本件の買収防衛策は、その構造及び運用上、株主による賛否の判断を歪める性質を持っていた。（星（2022））

論文等における指摘―対抗措置の必要性

強圧性①

（市場内買付け）

- ①市場買集めにおいては、公開買付けの場合と異なり、**買付者が、いつ、どれだけの株式を取得しようとしているか等の情報開示がなされない**、②市場買集めには、**公開買付けの場合のような、情報開示や買付方法に関する規制が存在しない**、③市場買集めには、対象会社の株主に対し、**望まぬ株式売却を強いる効果（いわゆる強圧性）がある**。（田中（2022））
- **急速な市場買集めにより**、対象会社の株主が、判断に必要な情報の提供も、検討のための期間も与えられることなく、強圧性を受ける状況で株式の売却をさせられ、対象会社の**株主の多くが企業価値を毀損すると考えるような買収がかえって実現しやすくなるような事態は、ニッポン放送事件決定が明確にした株式会社の基本原則にむしろ反する**。(田中（2022））
- **それだけで実質的な支配権を得るような場合、株主総会で防衛策を導入・発動できる程度の強圧性がある**とはいえる。この際に注意が必要なのは、TOBを行う場合にtoeholdとなる株式を保有していることは珍しくなく、このこと自体で否定的に評価すべきではない点である。**防衛策のトリガーとしてよく用いられる20%まで買収者が株式を取得していても、それだけで強圧性が高いと評価すべきではなく、他の事情も考慮して評価すべき**。（松中（2022））
- 市場での買集めでは、買収を仕掛ける側の買集めの速度・期間等は買付者が自由に決定でき、対象会社の株主は、ある日突然、買付けに応じるか否かを判断するに必要な情報と検討機会を与えられない状態で、市場で売るか否かを判断することになるから、**TOBと異なり、強圧性を定型的・類型的に判断・認定することは容易ではない**。（遠藤（2022））
- （強圧性の源が、一般株主からすると、情報と時間が十分に与えられず、企業価値・株主共同の利益が毀損される可能性があると考えればそのリスクを回避する行動をとりがちであることであるとすれば）**買付者が秘密裏に市場内取引で買付けをしていれば、強圧性の問題は生じず、その間に株式を売却した株主は、単に自分の意思-株価が高くなっているので売却する-で売却したにすぎない**。（山下（2022））

論文等における指摘―対抗措置の必要性

強圧性②

（市場内買付け）（続き）

- 買収者が市場買付けを行うとき、買付期間や買付予定株数を明らかにして行う場合と明らかにしないで行う場合とがある。これらを明らかにせずに買付けを行うときは、買付行為によって、対象株式の市場価格が上昇することはあるものの、対象株式の株主に対し市場で売却するような圧力が生じるわけではない。この点について、特定の買収者によって大量の市場買付けが行われていることが明らかになると、買付けが予告なく終了すると、市場価格が下落するため、株主が市場価格が下落する前に早く株式を売却してしまおうというインセンティブを持つから、株主に売却圧力が生じるとする見解や、市場取引を通じた買収は、その「早い者勝ち」の性質から強圧性を考えやすいとする見解がある。東京機械製作所事件高裁決定の強圧性の捉え方（売却に向けたインセンティブ）はこれらの見解に立脚しているようである。**しかし、買付期間が明示されていない場合、買付けが予告なく終了するから売り急ぐ者もいるだろうが、買付けがまだ続くからできるだけ遅く（市場価格が十分上昇するものを待って）売ろうとする者もいるだろう。買付者が買収を意図している場合、買収者は支配権を取得する最後の一株にはいくらでも高額の対価を払うだろうから、「遅い者勝ち」となる可能性もある。**以上に加えて、市場買付けによって一時的に上昇することを利用して利益を得ようとする株主は、**企業買収の成功によって企業価値が毀損されることを恐れて株式を売却するのではないから、市場買付けの際の売り急ぎを公開買付けの強圧性と同列に論じることはできない。**ここでは、株主の売り急ぎによって非効率な買収が助長されるという状況にはないので、強圧性の解消によって非効率な買収を阻止する必要もない。したがって、市場買付けによって強圧性が生じることは、原則としてないといえる。市場買付けによって強圧性が生じる可能性が唯一あるのは、買収者が買付時に、買付期間及び買付予定数を公表するとともに、買収後に悪い状況で株主を締め出す旨を公表する場合である。この場合には、公開買付けを前置する二段階買収と同じ構造的な強圧性が生じる。（黒沼（2022））

論文等における指摘―対抗措置の必要性

強圧性③

（部分買付け）

- 公開買付けの強圧性の問題とは、企業価値を減少させる公開買付けは、むしろ成立しやすくなるという問題である。**全部買付けよりも部分買付けの場合のほうが、強圧性の問題がより深刻**であると指摘されている。（飯田（2020）など）
- 市場内取得より強圧性は低い一方、実際の強圧性が様々であり、評価も定まらない以上、多少なりとも強圧性があれば株主総会において受け入れられるレベルの強圧性かどうかを決めて構わないというのも一つの考え。ただし、立法論として、**敵対的買収の場合のみ部分TOBであること自体で総会決議による株主意思確認を行わせることを正当化するのは一貫しない**。また、部分TOBであることだけでは足らず、**買付後の議決権割合や買収後の行動として想定されているものといった事情も踏まえて、強圧性が一定程度高いといえる場合のみ株主総会決議を経た防衛策を認める**ことも考えられる。（松中（2022））

論文等における指摘―対抗措置の必要性

強圧性④

（強圧性への対処方法としての買収防衛策）

- 学説では、**公開買付けによる支配権の移転の是非についての賛否の意思表示と、公開買付けに応募するか否かの意思表示とを切り離す方法**として、①応募用紙に、公開買付けの実施に賛成するかどうかの意思表示をする欄を設け、賛成が反対を上回る場合にのみ公開買付けの実施を認めるという方法、②公開買付期間の満了の前に、対象会社で株主総会を開催し、過半数の賛成がある場合に限って公開買付けによる支配権の獲得を認めるという方法が提案されている。日本の現行法の下でも、**買収防衛策を活用することで同様の機能を達成することは、可能であるし、また、適法であると考えるべき**である。（飯田（2020））
- 対象会社にもともと支配株主がいて**強圧性の問題が生じない場合や、強圧性の排除のための工夫をした公開買付けについてまで防衛策を発動することを正当化することはできない**。（飯田（2020））
- 構造的強圧性のない公開買付けであっても、**対象会社の本源的価値（intrinsic value）を反映しない不十分な価格であると合理的に考える場合においては、株主総会の承認を得ることを条件に買収防衛策を導入・発動することを許容すべき場合もあるのではないか**。（松下ほか（2022））
- 学界では、このような防衛策とそれに基づく対抗措置は、敵対的買収者によるTOB（とくに部分買付けの場合）および株式の市場買集めのいずれの場合にも、買収者が支配権（または相当割合の株式）を取りに行くプロセスにおいて株主が持株を売却する判断に与える強圧性が存在するため、それに対応するものであり、その意味で防衛策は一定の条件のもとで認められるべきとの議論が通常であるが、**強圧性の排除はそれ自体が目的視されるべきではなく、強圧性が存在すると企業価値を損なう買収が成立する可能性がある点が問題であることに留意する必要**がある。（神田（2022））
- 公開買付者が公開買付後に第二段階の買収を行うか否かを明らかにしなかったり、支配権取得後の経営方針や事業計画を明示しなかったりする場合に、公開買付けに強圧性があり対抗策が正当化されるとの見方もある。しかし、株主の情報不足から生じる不確実性は上の例［事務局注：原文ママ］における残存価値の予想を多少下方修正させるものの、特に憂慮すべき事情ではない。買収者による経営に不安を感じる株主は、独立価値を実現するために、公開買付けに応じなければよいのである。**このような株主の情報不足から生じる問題の解決が必要であれば、金融商品取引法で対処すべきであり、経営者の保身を可能にする買収防衛策に安易に頼るべきではない**。（黒沼（2022））

論文等における指摘―対抗措置の必要性

強圧性⑤

（裁判所による強圧性の評価について）

- **日本アジアグループ事件と富士興産事件では、公開買付けの内容はほとんど違わないのに、裁判所による評価が大きく違う。**強圧性が問題とされるコンテクスト（取締役会限りでの防衛策が許容できるかの文脈と、株主総会において株主意思を確認することが正当化できるかの文脈）が違うからであると理解すべき。（藤田（2021））
- 対象会社の株主構成によっては、買収後に3分の2となる下限はもちろん、**より低い下限であっても、強い買収阻害効果が生じる場合があり、特に友好的買収に対する対抗買付けが行われる場面では深刻な影響がある。日本アジアグループ事件異議審決定では、日本アジア経営陣に関する株主構成を考慮して下限がないことの評価を行っている。**（松中（2022））

論文等における指摘―対抗措置の必要性

株主意思確認総会（総論）

（勧告的決議）

- 有事導入の買収防衛策を株主総会に諮るとして、定款規定なしにいわゆる勧告的決議で足りるのかという論点がある。私見は勧告的決議でよいと考える。勧告的決議でよいとすると、実は、会議体としての株主総会を物理的に開催する必要はなく、**株主に書面投票・電子投票による書面決議（アンケート調査）をすることでも理論的には同価値であり、それも認められてしかるべき**であるといえる。（飯田（2020））
- 勧告的決議で承認された買収防衛策を廃止するということは、株主総会の法定決議事項ではない以上、**株主提案しても会社側は取り上げる義務はない**。また、**買収防衛策を承認する株主総会決議に何らかの瑕疵がありそうな場合でも、株主総会決議取消し訴訟を提起することもできない**。一つの解決方法は、**買収者側が防衛策廃止のための株主提案や臨時総会の招集を求め、会社側がこれを拒んだ場合**には、後に新株予約権が発行された段階では、**もはや株主の意思を踏まえた防衛策だとは当然には認めない、むしろ承認がなかったものと推定する扱いをすることが考えられる**。（藤田（2021））
- 近年の裁判例によれば、株主意思確認総会の決議（同総会における出席株主の議決権の過半数の賛成）があると、対抗措置の対象となる敵対的買収は対象会社の**企業価値を毀損すると事実上推定され、対抗措置の必要性に関する疎明責任が対象会社側から買収者側に転換するという法的な意味**を有する。事案にもよるが、**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てよい**（名古屋地判令和3年7月13日資料版商事法務457号134頁・名古屋高判令和4年2月18日資料版商事法務457号130頁など）。（神田（2022））

（基準日）

- 富士興産・ブルドックソース事件で裁判所は、基準日株主が総会の時点での株主とずれるのは、基準日制度をとる以上、当然だとして一蹴しているが、**公開買付開始後に、公開買付け以前の日を基準日とする株主総会決議による防衛策を正当化しようとする場合には、決議の実態について多少慎重に検討する必要がある**ように思われる。（藤田（2021））
- 具体的な事実関係次第では基準日設定の適否についても問題になり得ないわけではないものの、**一般的には、株主総会において株主意思の確認を行う以上は、現行法上、基準日株主と株主総会時点の株主が異なることはやむを得ない**というべきである。（松下ほか（2022））

論文等における指摘―対抗措置の必要性

株主意思確認総会（決議要件・MoM決議）①

（決議要件）

- 日邦産業事件・富士興産事件では、株主による承認のための決議は**普通決議で十分**だとされており、**今後の裁判例でも踏襲されると思われる**。（藤田（2021））
- 総会の可決要件についても、**普通決議要件で足りる**としたことについても、重要な意義を有する。（太田①（2021））
- 買収防衛策の発動の是非をめぐる判断は、**会社又は株主の利益に関する重要な意思決定に該当すると考える余地もないわけではない。仮に以上のように考えるのであれば、普通決議では足りないと解することも可能**。なお、学説上は、会社法206条の2第5項との平仄から決議要件は普通決議とすることが論理的かつ自然であるとする見解がある。ただし、**会社法206条の2第5項は資金調達の場面**であり、迅速な資金調達を阻害しないように普通決議で足りるとしたと整理することも可能である一方で、**買収防衛策の必要性の場面では、資金調達の側面はない**のであり、上記政策的な観点からの要請は存在しないとも考えられる。（白井（2022））

（MoM決議による対抗措置について）

- **部分買付けの場合には、買収者とその関係者以外の株主の議決権の過半数の賛成を要件とするべき**。他方、全部買付けの場合には、買付者とその関係者の株主も含めて議決権の過半数の賛成を要件とすべき。（飯田（2020））
- 株主意思の確認のための勧告的決議は、必ずしも法定決議要件にこだわることはないとはいえ、**あまり変則的なやり方をとると、当該事案において承認がとれそうな決議方法を恣意的に選択しているのではないかと裁判所に判断される危険もある**。（藤田（2021））
- MoMを支配権争いの局面で用いることは、**現経営陣の保身のために濫用される危険が大きく、資本多数決というコーポレートガバナンスの基本原則に反する不適切なもの**。（ミルハウプト＝宍戸（2022））
- 問題となる事案を精査し、利害関係者が保有する株式の議決権行使を認めない形で集計した結果について、**買収防衛策の必要性に関する株主総会決議を通じた多数株主の意思の適正な発現であると評価できるか**が判断の分かれ目。（白井（2022））

論文等における指摘―対抗措置の必要性

株主意思確認総会（決議要件・MoM決議）②

（MoM決議による対抗措置について）（続き）

- 日邦産業事件・富士興産事件では、株主による承認のための決議は**普通決議で十分**だとされており、**今後の裁判例でも踏襲されると**少なくとも東京機械製作所事件のように、買収者が市場買集めの方法によって支配株式を取得しようとするような場合は、MoM要件による決議が許されてよいと解される。また、さらに進んで、MoM要件による決議が許されることについての前記の理由付け［事務局注：強圧性の存在］に鑑みると、それ以外の場合であっても、強圧性の問題のゆえに株主意思の確認のための株主総会の開催が必要である限り、MoM要件を決議要件とすることが広く許されてよいという解釈もあり得る。こうした解釈には、それによって、完全に取締役会限りの決議による防衛策発動（これは濫用の危険が大きい）を許容する必要を薄めることができるという利点も認められる。しかし、悩ましいのは、必ずしもそこでは終わらないことである。なぜなら、**安定株主比率が高い会社では、MoM要件を決議要件とすることを許すと、それによって株主総会における安定株主の議決権割合が一層大きくなる結果、防衛策発動議案の可決が容易になるため、企業価値の増加に資する望ましい買収まで妨げられる可能性が増すという別の問題が生じ得るところ、この問題の取扱いをめぐる議論は流動的な状況にあるからである**。今後の裁判例の動向に注目する必要は、いまなお薄れていないというべきであろう。（久保田①（2022））

論文等における指摘―対抗措置の必要性

株主意思確認総会（決議要件・MoM決議）③

（東京機械製作所事件の評価・射程）

- 市場買集めの問題点に対し公開買付規制が十分な対処をしていないとみられる状況では、東京機械製作所事件の決定は支持できる。ただ、**MoM決議による対抗措置の発動を安易に許容することにより、敵対的買収を全般的に委縮させるような事態を招くことは避けなければならず、東京機械製作所事件の射程については慎重に検討する必要がある。**同事件の射程は、買付者が、**①対象会社の三分の一を超える株式を、②市場買集めによって取得した場合に限定され、それ以外の場合に同様の対抗措置をとることを当然に許容するものではない**と解することが合理的。（田中（2022））
- 3分の1超の株式を取得することを要件とする理論的必然性はないし、買収の方法が市場買付けか公開買付けかで形式的に区別することは合理的ではない。**実務上は、買収の態様等を踏まえて個別の事案ごとに判断していく必要**。（松下ほか（2022））
- 市場内での短期間における大量買上がりに対しては、株主意思確認総会でMoM条件下での決議が取得できれば、防衛策導導入時において判明した持株割合にまで押し下げることが認められ得ることが明らかとなった。もっとも**、①本件と同様の事案で大規模買付者等の持株割合を、防衛策導入時において判明していた持株割合を下回る割合にまで押し下げることは許容されるものか、②一般的には強圧性を有するとされる部分買付けTOBに対しても、MoM条件下での決議が許容されるのか、③強制的TOB規制の対象とならない株券等所有割合が3分の1に達するまでの買付けについては市場内買付けで、それを超える買付けについてはTOBで行うことを宣明していた場合には、株主意思確認総会におけるMoM条件下での決議を条件とした防衛策の発動が認められるのか**、等については今後の課題（太田③（2022））
- **ニッポン放送事件高裁決定が示す「特段の事情」が存する場合とはどのような場合であるか、例外四類型に該当することの高度の疎明がない場合には防衛策を発動することはおよそ許されないのか**についても今後の司法判断に委ねられている（太田③（2022））
- 東京機械製作所事件高裁決定・最高裁決定は、MoMによる承認を条件とした買収防衛策を一般的に有効とした判例ではなく、**当該事件のような特殊な事情において緊急避難的な措置としてMoMを認めた例外的司法判断**と解すべき（実質的強圧性が問題になっているケースには及ばない旨射程を限定する必要がある。）。（ミルハウプト＝宍戸（2022））
- ブルドックソース事件最高裁決定は、株主総会が、(b)企業価値について判断していることを明確にしていた一方、近時の有事導入が問題となった事例では、(a)強圧性の排除と親和的な表現も混ざっており、必ずしも明確ではない（とりわけ、東京機械製作所事件では、MoMを肯定する場面では(a)が混ざり、他の部分ではより(b)と親和的な判示になっている）。**単に(b)の決議というだけでは、買収者の議決権行使を排除することは正当化できず、強圧性に触れる必要がある点は理解**されている一方で、**強圧性がどのような理由及び範囲で排除の正当化につながるのかは十分に解明しないまま判断を下しているのではないか**。（松中（2022））

論文等における指摘―対抗措置の必要性

株主意思確認総会（決議要件・MoM決議）④

（東京機械製作所事件の評価・射程）（続き）

- 最高裁決定後、買収者側はあらためてTOB等による買収を行う可能性を残した開示を行った。これに対して、東京機械製作所はTOBを含む今後の大規模買付行為等を実施しない旨の誓約を求め、最終的には誓約が成立したとして新株予約権無償割当ては中止された。**強圧性が高かったことを踏まえて買収をやり直すことは担保されないことが明確になった**。（松中（2022））

- **ADCらによる支配権取得の試みが明らかになる前は、株主は買収者の存在も知らず、企業価値が毀損されるかどうかを考えるきっかけすらないのだから、高裁決定のいうロジックで強圧性が生じることはないと思われる**。可能性として、①買収者と残存株主との利害状況の相違、②問題のある買付手法により取得した株式の議決権行使は認めるべきではない、③支配権取得の方法選択に係る政策的観点からの正当化、④本件の個別具体的事情に基づく権利濫用的な観点からの正当化が考えられる。②は本件で正当化事由とは評価できず、上記①と③（あるいは④）の合わせ技でMoM要件を認めたとするならば、**高裁決定・最高裁決定の射程は限定的なものとならざるをえない**。（山下（2022））

- ADCによる株式の買い集めについて強圧性の程度は相当に強いと言わざるを得ない。そうであるとすれば、ADCが市場内で買い集めた東京機械製作所株式について、**当該株式の元株主（売主）がADCによる敵対的買収を支持しているから当該株式を売却したと推認することは困難であるため、当該株式について株主総会でADCが買収防衛策に反対する方向で議決権行使をすることを認めるべきではないという議論が成り立ちうる**。ただし、**MoM決議を一般的に許容する先例ではない**。（白井（2022））

- **実際に、ADCらによる買集めで、株式を市場株価で売り急いだ株主・投資者がどの程度いたのかは別個に検証される必要**がある。（遠藤（2022））

- 実際の事案において強圧性の存否や程度が測定された例はなさそうであることに留意する必要がある。強圧性といってもいろいろな強圧性があり、たとえば、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、強圧性となりうる。したがって、**実際の事案においてどのような強圧性がどの程度、どの株主に存在したかが明らかにされる必要**がある。（神田（2022））

- **裁判所の述べる理屈における強圧性の議論と実態との間に距離がある**ように思える。一般論としては、強圧性があるからMoM株主意思確認総会が意味を有するという理屈だけではなく、対象会社の株主で買収者以外の株主は買収者による買収は対象会社の**企業価値を損なうものであって適切でないと判断したというところが重視されてしかるべき**ように思われる。そして、その場合でも、なお、なぜMoMなのか、すなわち、**なぜ買収者はその判断にあたって議決権を行使できないのか（買収者を除く株主の判断が優越すべきなのか）が問われなければならず、それは問題となる事案における特殊事情**ということになると考えられる。（神田（2022））

論文等における指摘―対抗措置の必要性

株主意思確認総会（決議要件・MoM決議）⑤

（東京機械製作所事件の評価・射程）（続き）

- 本件で問題となった取引（市場買付け）は、親子会社間の組織再編行為でも子会社取締役の選任でもなく、従来MoM要件が想定される場面とは大きく異なる。また、買収者らは、本件株主意思確認総会の時点で、議決権割合にして40%程度の対象会社株式を保有するに過ぎず、同社の支配株主ではない。本決定は「売り急ぎ」のインセンティブが株主に生じていることを指摘するが、**そのことからなぜ当該株主にのみ企業価値の毀損の有無や買収防衛策の適否を判断させることが正当化されるのか、説得的な理由が示されているとはいえない**。MBOにおいて、支配権を有しない者が公開買付けを行い、第二段階として組織再編行為を行う場合、MoM要件を満たしているかどうかは、組織再編行為に賛成した少数株主の数と公開買付けに応募した株主の数を合算して判断するのが一般的である。なぜなら、そうしないと、MBOの買付者が公開買付けにおいて賛同を得て多数の株式（例えば80%）を取得すればするほど、残部の過半数に当たる極めて少数の株主（上記例では10%）の反対によりMBOが阻止できてしまうからである。**買収者が公開買付けの代わりに市場買付けを行った本件にも同じ理が当てはまる。なぜなら、買収者の市場買付けに応じて対象会社株式を売却した者は買収者らの支配権取得に賛同したか、少なくとも反対しない趣旨で株式を売却したと考えることができるからである。もし、買収者らの有する株式全部について議決権を排除すると、利害関係のない株主の意向を把握するというMoM要件の趣旨が損なわれてしまう**。（黒沼（2022））

- 本件の原審決定は・控訴審決定は、市場買集めの方法が用いられる場合も強圧性の問題があるとして、株主総会決議によって株主意思を確認することには合理性がある旨を判示した。こうした判示は妥当。なぜなら、**公開買付けの方法と市場買集めの方法では、むしろ市場買集めの方法のほうが強圧性の問題が深刻であると考えられるからである**。すなわち、市場買集めの場合は、公開買付けのような情報開示規制や買付方法に関する規制がないため、本件もそうであるように、買収者に経営支配権取得後の経営方針や事業計画が具体的に明らかにされず、対象会社の株主は、買付けに応じるか否かを判断するための情報屋時間が十分に与えられない状況に置かれる。そのような状況では、たとえ株主が本当は買収に反対している場合であっても、**買収者による経営支配権の取得によって対象会社の企業価値が減少される可能性があると判断するときは、市場買集めが行われている（通常は株価が高騰している）間に株式市場で保有株式を売却する行動をとりがちであると考えられる。しかも、本件では、買収者による経営支配権取得後における相当価格でのキャッシュアウトも予定されていなかったという事情も認められるため、その点でも、強圧性の問題が深刻であった**。（久保田①（2022））

論文等における指摘―対抗措置の必要性

株主意思確認総会（決議要件・MoM決議）⑥

（東京機械製作所事件の評価・射程）（続き）

- MoM要件に関する原審決定・控訴審決定の判断として、本件臨時株主総会の目的は、強圧性の影響を受けない状況で、株主に本件防衛策の発動の筆余生について判断させることにあるところ、ADCやその関係者は、買収者としての利害関係を有しており、東京機械製作所の株主としての見地から判断を行うことが期待できないため、議決権を行使させることは適切でないという趣旨と理解すべき。そして、東京機械製作所の取締役とその関係者についても、現経営者としての利害関係を有しており、東京機械製作所の株主としての見地から判断を行うことが期待できないため、やはり議決権を行使させることは適切ではない。このような趣旨であると理解する限りにおいて、本件臨時株主総会の決議要件をMoM要件としたことが不合理とはいえないとした原審決定・控訴審決定の判断は支持されてよい。（久保田①（2022））

論文等における指摘―対抗措置の必要性

取締役会限りでの発動①

（一般論）

- **市場買集めに対しては、取締役会限りの決定によって買収防衛策を導入し**、かつ、防衛策導入の公表後も買付者が市場買集めを進める場合には、**対抗措置として差別的新株予約権無償割当てを行うことを許容する、という法解釈もあり得る**ように思われる。（田中（2022））
- 買収に係る**入札を実施し、当該入札に必要な時間（デューデリジェンスを含む）を要求する場合に、必要な時間を確保しない敵対的買収者に対して取締役会限りで買収防衛策を発動することも認められるべきではないだろうか**。（松下ほか（2022））
- **「構造的強圧性」の脅威に対しては、取締役会決議による買収防衛策の導入・発動を認める**。その際には、独立取締役で構成される委員会が、独立の法律専門家および金融専門家の助言を受け、善管注意義務を果たした調査を行った結果、買付者の株式所有が、株式購入のタイミングや数量又はTOBの構造によって、**他の株主に対して構造的強圧性に基づく損害を与える明白な危険があるとの結論に達した場合に、取締役会は買収防衛策を発動することが可能と考えるべき**。（ミルハウプト＝宍戸（2022））

（日本アジアグループ事件の評価）

- **具体的な総会の招集も予定されておらず、日程も決まっていなかった点が決定的**であった。対象会社代表者が**MBOを実行しようとしたことを契機として、買収者との価格競争に至った**という事件の性格（アメリカでは**レブロン義務が働いてもおかしくない状況**）を考えると、**この事件の解決としてはよかった**かもしれない。（藤田（2021））
- 日本アジアグループ事件決定によって、対象会社が、**「株主の意思」を確認することなく、取締役会限りの決定によって差別的新株予約権無償割当てを行うことは、かなり困難になった**といわざるを得ない。（田中（2022））
- 有事導入・有事発動の双方が取締役会によってほとんど間をおかずに決定された場合、株主が臨時総会を自ら招集して防衛策を排除する機会は事実上ないため、株主意思に基づくと言い切ってしまうことは非常に難しい。したがって、**有事導入・有事発動のケースに関する限りは、取締役会決議の判断だけで、株主意思に基づく買収防衛であると押し切ることはかなり難しくなった**。（藤田（2021））

論文等における指摘―対抗措置の必要性

取締役会限りでの発動②

（日本アジアグループ事件の評価）（続き）

- 市場内での**急速な**買集めがなされると、**株主総会に議案を上程するにしても、時間の経過とともに株主構成が大きく変わることになり**、常に株主総会決議を要求することには無理がある。（太田①（2021））
- 本件買収者による市場での**急速な**株式の買上がりに対して機動的に対応策を講じることが認められなければ、**実質的に「支配権プレミアムの株主に対する公正な分配」という強制TOBの趣旨が害されることになるのではないか**。（太田①（2021））
- 抗告審決定は、ニッポン放送事件高裁決定が要求する疎明の程度につき高いハードルを課しているようにみえるが、そのような判断枠組みを前提とした上で、本件のような場合の防衛策発動を取締役会限りで認めないとすれば、**買収者としては、議決権割合の3分の1に達する直前まで市場で株式を買い上がり、然る後にTOBを公表・開始すれば、ほとんどの場合に経営支配権の奪取に成功してしまうのではないか。**（太田①（2021））
- 強圧性については相応の配慮がなされており、**強力な買収防衛策の導入・発動を正当化するほど「強い」強圧性があるとは言いがたい**ように思われる。MBOの一環として日本アジアグループの代表取締役によるTOBが既に実施されているところ、TOBの開始後に市場内でシティに株式を売却した株主は低額な対価によるMBOの実施に不満を覚えて市場内でシティに売却することを選択した可能性が高い。シティによるTOB実施の公表前に行われた**市場内での株式の買い集めのうち、一定の強圧性が認められ得るのは、MBOに基づくTOBが不成立に終わった後で、かつシティによるTOB実施の公表前に行われた分に基本的には限られる。その期間内に市場内で買い集められた株式の割合は数%程度**で、多くはない。抗告審決定の判断は妥当。（白井（2022））
- 日本アジアグループ事件では、主要な目的が経営支配権の維持・確保にあったと強く推認される事情があった。裁判所の判断を**過度に一般化して、時間・情報の確保や強圧性の除去を目的とした取締役会限りでの買収防衛策が許容されないことになると解するべきではない**。買収者が、対象会社の要請に応じず、**十分な時間・情報を提供しないまま、公開買付期間を延長せず、または市場買付けを継続するような場合**や、**部分買付けや市場買付けなどであって、強圧性の程度が強い買収手法がとられた場合**には、**取締役会限りで買収防衛策の発動が認められる場合があると解するべき**である。（松下ほか（2022））

論文等における指摘―対抗措置の相当性

対抗措置の範囲・内容①

（相当性の要件）

- 防衛策は、問題になっている脅威に対応した効果にとどまるのでなければ正当化できないと考えられる。 (a)この買収は強圧性が高いため、実現するべきではないという内容の決議の場合、対象となる手法を排除することは正当化できる一方で、より強圧性の低い手法による買収まで排除することは正当化できない。(b)この買収は企業価値を低下させるため、実施すべきではないという内容の決議の場合、買収手法が異なる場合でも、少なくとも同様の計画・対価に基づく買収であれば排除可能。（松中（2022））
- 有事導入型買収防衛策については、損害回避可能性に加えて、適切な損害軽減措置を講じることによって相当性を高めることを検討する必要がある。この点、**富士興産・東京機械製作所事件で採用された第二新株予約権方式は、相当性を高める一つの合理的な方法である**と考えられる。（松下ほか（2022））

論文等における指摘―対抗措置の相当性

対抗措置の範囲・内容②

（三ツ星事件の評価）

- 特に市場買上がり型の経営支配権奪取行為については、少なくとも対抗措置発動の時点までに、対抗措置発動中止要件を明示しておくことが、対抗措置の相当性（ひいては、その発動の適法性）を確保するために重要であることが明確になったものと解される。（太田④（2022））
- 本決定は防衛策の相当性を厳格に審査したが、相当性は防衛策の目的に照らして判断されるべきものであるため、本件株主意思確認総会で示されたのが現経営陣に対象会社の経営を委ねるという株主意思であり、防衛策の目的もXらによる経営支配権の取得の阻止にあるとみる場合は、本決定のように防衛策の目的が株主への時間的余裕・情報の提供にあるとみる場合とは、相当性の審査のあり方は、変わり得る（ただし、本決定に関してはそれでも結論は動かないだろう）。これに対し、本決定は、本件株主意思確認総会で反対すると「非適格者」に認定される危険があるとの株主らの懸念が十分に払しょくされていないことを理由に対象会社の主張を斥けた。しかし、仮にそうであれば、そのことは株主の判断の正当性を疑わせる事情にも当たるため、相当性以前の問題として、防衛策の必要性を肯定した本決定の判断も揺らぐことになる。（久保田②（2022）。星（2022）も同旨）

論文等における指摘―平時導入型買収防衛策

近時の裁判例

（日邦産業事件の評価）

- 平時導入か有事導入かが微妙なのがこの事件の特徴。抗告審決定では、株主総会における承認は、特定の買収者に対する防衛への承認とみなされている。その意味では、**有事導入型に当たるものと見た方がよい**。（藤田（2021））
- **同事件を離れて、一般的に買収防衛策が定めたルールに違反する態様でTOB等を開始したものに対しては、対抗措置として取締役会限りの判断で買収防衛策の発動を広く是認できるとした先例として捉えることは、過度な一般化であって避けるべき**（白井（2022））
- **いわゆる事前警告型買収防衛策に基づき**、当該防衛策が定める情報提供等に重要な点で違反して大規模買付行為を行おうとする買収者に対して、独立委員会の勧告を受けて**取締役会限りで対抗措置を発動することが許されることは日本技術開発事件及びそれも踏まえて作成された企業価値研究会第二次報告書以来、概ね多数説となっていたと考えられるが、抗告審決定ではそこをはじめて正面から認めた司法判断として重要な意義を有している**。（太田①（2021））
- **残る論点のうち最も重要なものとしては**、（株主総会の普通決議によりその導入及び継続が承認された）事前警告型買収防衛策が定める情報提供等の**ルールを遵守して大規模買付行為を行おうとする買収者に対して、対抗措置を発動することが許される場合はどのような場合であるか**、具体的には、どのような場合で、取締役会限りでの防衛策発動が認められるのか。（太田①（2021））
- 株主の承認対象は買収防衛プランであり、**新株予約権の割当て自体は取締役会で判断**するという場合であっても、**主要目的ルールが外れるとしている点で重要な意義**がある。少なくとも防衛策の内容と発動のための手続要件がかなり具体的に限定され、一定の合理性があるものであれば、買収防衛策に沿ってなされる新株予約権の発行が、株主の意思に基づくと評価される可能性は少なくない。**これらの事件はあくまで有事導入・有事発動のケースだが、平時導入のケースについてもある程度の影響はあるように思う**。ただし、**平時導入・有事発動型の事前警告型買収防衛策をどう考えるかは、厳密にはこれらの裁判例の射程外**。（藤田（2021））
- 日邦産業事件は特定の買収者を想定した有事導入型買収防衛策とは区別して判断を行っており、**判断枠組み自体は、平時に株主総会の承認を得た買収防衛策を有事に取締役会決議により発動した場合に当てはまると考えてよいと思われる**。（松下ほか（2022））

論文等における指摘―平時導入型買収防衛策

平時導入型買収防衛策の意義

（平時導入型買収防衛策の意義）

- ①裁判所による審査に際し、有事導入型の場合は主要目的ルールが適用されるが、**平時導入型の場合は、導入・継続を承認した株主の合理的意思の範囲内にあるかという相対的に緩やかな基準**が適用され得る。②**有事の株主総会において株主の承認を得られるかは、不確実性が高い**。③平時に事前警告型買収防衛策を導入している場合には、買収者は株式取得をトリガー基準未満に抑える可能性が高いため、**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**と考えられる。④平時導入型の場合、**予見可能性があるため対抗措置の相当性が認められやすくなる**。以上の観点から、上場企業の経営陣としては、事前警告型買収防衛策を導入しておくことは、買収防衛の観点からは望ましいことになる。（松下ほか（2022））

論文等における指摘―その他の論点

その他

（特別委員会の活用）

- M&A取引の交渉等においては、もともと取引条件というのは業務執行者や取締役が決定する経営判断事項で、利害関係によって条件がゆがめられることを防止するために特別委員会に諮問する。他方で、**買収防衛の場合は、取締役会の判断で株主構成を決定・変更することは機関権限の分配秩序に反するから原則として許されず、取締役会の権限にないことを特別委員会が正当化したからといって、許容されるものではない。**（藤田（2021））

（公開買付規制との関係）

- **将来的には公開買付規制によって立法的に解決され、本稿で示した解釈論が過渡期的なものとしての役割のみを果たすことが好ましい。**他方で、立法を待つまでもなく、買収者が、強圧性を排除した公開買付けを実施すれば、本稿で検討した買収防衛策の発動は違法になるので、**買収者側の工夫にも期待したい。**（飯田（2020））

- 市場買集めまたは部分買付けなどの強圧性を有する公開買付けに対しては厳格な法的規制を設けるという、**英国やEU型の規制を採用したうえで、差別的新株予約権無償割当てのような対抗措置は禁止するというアプローチも、考えられる**ところである。ただし、このようなアプローチが、**わが国の買収法制の方向性として適切であるかは、なお十分な検討を要する。**（田中（2022））

（「日本版ウルフ・パック」の問題と課題）

- 「日本版ウルフ・パック」では、欧米で広く見られる「ウルフ・パック」と異なり、**複数の投資家が目指している特定の経営目標は必ずしも明確ではなく、そもそも対象会社の経営支配権を実質的に掌握すること自体が目的となっているのではないかと考えられ、しかも、大量保有報告規制への違反が疑われるケースが非常に多いという特徴**がある。「日本版ウルフ・パック」の実質的な問題は、**①金商法167条1項のインサイダー取引規制に抵触する行為が行われているのではないかという点と、②一般の株主の利益（ひいては、株主共同の利益）が害されかねない**という点である。（太田④（2022））

- 「日本版ウルフ・パック」が増加している背景としては、わが国特有の事情があるのではないか（**①特に米国と比較して臨時株主総会少々請求権の行使が容易、②大量保有報告規制のエンフォースメントが非常に弱い、③大量保有報告規制において発行会社の戦略的方向性を恒久的かつ実質的に変更させることを企図して、「協調して行動する」者については必ずしも合意が認定できなくとも共同保有者に含まれるものとされていない**）。このような法的環境の中で、共同協調行為があったこと、ひいては共同共同協調行動者である旨の認定に厳格さを要求した場合には、問題のある日本版ウルフ・パックがますます横行しかねないのではないかと懸念される。（太田④（2022））

有識者・市場関係者等の見方（報道より抜粋）

買収防衛策全般

「「コーポレートガバナンス改革と上場会社法制のグランドデザイン[VI]・[VII]」旬刊商事法務No.2300・2301（2022年7月15日・25日）

- 買収防衛策の導入議案について、近時、機関投資家の見方がとても厳しくなっています。そのような中で、**支配権に影響を与え得る株主に対して一定の情報開示を求めることが実務界の課題**となっています。（中略）**株主側からの情報開示を求める法制度について何ら進展も見せないまま、その一方で、企業側だけにより多くの開示を求める制度改正の議論ばかりが進められています**。（日立製作所執行役常務　児玉氏発言）
- 日本企業全体を見たときに、**短期志向のアクティビストが入って来ている状況の中でこれから間違いなく問題になるだろう**と思います。買収防衛策の話が話題になった2000年代前半に、着地点のないまま次の議論に行ってしまった気がしてならないのは実務界の共通の認識だと思います。いろいろな論点を合わせながら、**公開買付規制の話も混ぜて議論いただき、トータルで何か実務的に対応できる着地点を検討していけないものか**と考えています。（日立製作所執行役常務　児玉氏発言）
- 敵対的買収を想定して議論がされるわけですが、たとえばPBRが5倍の会社を買う買収者はまずいません。バリュエーションがそんなに高い会社にさらにプレミアムを払って買うことはないわけです。事業会社が敵対的買収をする場合、買収者にも株主がいるので、その株主がそのような買収は許さない市場原理があります。そうすると、狙われる会社はどのような会社かというと、割安に放置された経営を続けている会社です。**投資家からみれば、買収されるべくして買収されるということで市場原理が働いている**ということだと思います。悪いこと、または困ったことではありません。むしろ健全です。（中略）**現実は企業価値を創造できない経営者が多すぎるため、買収により経営改革が起こることを期待する面がある**ということです。（アストナリング・アドバイザー代表　三瓶氏発言）

「マーケットの話題、買収防衛策、再導入を嫌気（市場点描）」2019/05/30 日本経済新聞

- モノ言う株主、ストラテジックキャピタルの丸木強代表は「防衛策の導入企業は株価が割安であることを経営者が自認しているようなもの」と話す。

「買収防衛策は復権するのか－一目均衡」2021/11/22 日経速報ニュースアーカイブ

- 「過半数の独立社外取締役で構成される取締役会が、善管注意義務を負う委員会に委ねた防衛策でないと同意できない」。企業統治の専門家で、会社役員育成機構の代表理事であるニコラス・ベネシュ氏はこう指摘する。

有識者・市場関係者等の見方（報道より抜粋）

個別の事件に関連した意見

【東京機械製作所事件関連】

「「市場内取引」で買収、是か非か＝Ｍ＆Ａの在り方に影響―東京機械株問題」2021/11/10 時事通信ニュース

- 金商法などを専門とする早大の黒沼悦郎教授は「**市場内買い付けは法制上認められた行為。強圧性はない**」と強調する。これまで金融審議会（首相の諮問機関）でも議論されてきたとし、「**市場取引は透明性が高く、規制を加えるべきではないという意見が多い**」と話す。

「【ガバナンスの今・未来】読売新聞山口社長が語る　東京機械のホワイトナイトになった理由」2022/03/31 日経ビジネス電子版

- 今回のようなケースは**経済安全保障のテーマになり得る**のではないでしょうか。経済安保というと、高度な先端技術を持っている企業の技術流出が一つのテーマになっていますが、**今回のようなニッチな市場で寡占している企業の支配権が移った場合、その企業だけでなく、取引先の業界全体に対して強い影響力を持ち得ます**。技術を持つ企業だけに注目するという捉え方は十分でなくて、取引先の業界全体に影響が及ぶという観点から、広い意味での経済安全保障が検討されるべきではないかなと感じました。（読売新聞グループ本社社長　山口氏）

鈴木一功（早稲田大学大学院経営管理研究科教授）「ＴＯＢと市場買付けの「強圧性」に関する考察～東京機械製作所の買収防衛策を題材に～」2021/12/09 Ｍ＆Ａ専門誌マール

- 今回の市場買付けにおいて、（中略）ターゲット企業（東京機械）の株主が、買手（アジアインベストメント等）による株式保有比率引き上げによる経営権取得後の株価下落の可能性を織り込んで、株価が下落を始めた結果、自己の保有株式を性急に安値で売ることを余儀なくされたというエビデンスは、少なくとも確認されない。筆者としては、**裁判所が認定したような強圧性が、本件で生じていたのかについては疑問を感じている**。
- 筆者は、公開買付規制の例外として、市場での株式買い増しによる経営権の取得が許容されている現状を肯定的に捉えているわけではない。むしろ、**経営権取得にかかる株式の買付けはTOBに一本化させるべきだと考えている**。しかしながら、**今回の裁判所が示した、内容が不明確で漠然とした「強圧性」という概念について、TOB、市場買付の区別なく、また、実際の株価動向にも関係なく認められるということになれば、今後は実質的にMoM条件のみが有事の買収防衛策の発動要件となり、過剰な買収防衛策導入の口実に使われるのではないかという懸念を抱いている**。勿論、本稿の考察には、ターゲットの株主が正しく買手の経営権取得後の株価を予見でき、しかもその予見が全株主共通であるなど、現実的ではない仮定も複数あることは事実である。筆者としては、より精緻な仮定の下で、更なる議論が今後続けられることを期待したい。

「スペシャルリポート－東京機械ｖｓ．アジア開発　買収防衛策めぐり壮絶バトル」2021/11/06 週刊東洋経済

- 早稲田大学の上村達男名誉教授は、「ＡＤＣの議決権に制限を加えたのは無理がある」と指摘する。「市場での買い集めも、防衛策の導入・発動も“スジが悪い話”。どちらがよりスジが悪いかで、裁判所は判断してきた。**『ＡＤＣは事業に関心がない』という東京機械の主張は、『ＡＤＣは濫用的買収者。だから議決権行使を制限できる』という結論ありきだったのではないか**」。

有識者・市場関係者等の見方（報道より抜粋）

【東京機械製作所事件関連（続き）】

「法トーク　買収防衛、バランスある規律を」2022/1/17 日本経済新聞

- 九州大学大学院の徳本穣教授は「**敵対的買収者と防衛側の企業にバランスある規律が必要だ**」と話す。（中略）「**常にMOMが許容されると企業価値を高める買収にまでブレーキをかけかねない**」と指摘。「今後、MOMが許容される場合の要件などについて、議論を深めていくことが期待される」と話している。

「焦点：異例の防衛策に司法判断へ、日本の買収ルール不備の声も」2021/10/25 ロイター通信ニュース

- 議決権行使比率の向上支援などを手掛けるクエストハブの渡辺拓未執行役員は、会社側が議決権を行使できる株主を恣意的に選ぶことが許容されれば、「**絶対に勝てる株主構成をピッキングして、理屈をつけて強引に（防衛策を）導入することが可能になる**」と指摘する。一方で、地裁の決定には「**買い主の属性、いわゆる乱用的買収者かどうかという判断なども絡むので、そこが話を複雑にしている**」と話す。
- 国外に目を転じると、英国は３０％以上の株式を取得する場合はＴＯＢを実施し、応募のあった全株式の買い取りが義務付けられている。米国では市場内で買い集めて買収することが可能だが、取締役会決議だけで対抗措置を発動することができる。早稲田大学大学院経営管理研究科の鈴木一功教授は「**日本の場合は中途半端**」と指摘する。
- 海外投資家の間では、日本の買収防衛策が相次ぐことについて、「**むやみに導入されていた状況がようやく改善されつつあったのに**」（香港のファンドマネジャー）**と警戒感が強い**。

「東京機械の買収防衛、地裁認める　企業防衛に新たな武器」2021/10/29 日本経済新聞電子版

- 企業法務に詳しい三浦亮太弁護士は「こうしたケースで『強圧性』を認めたのはおそらく初めてだろう」と指摘。MOMの手法が認められたことについては「**市場内買い付けによって経営支配権を取得しようとする買収者に対する防衛策として、強力な選択肢が増えたともいえる**」と話す。
- 九州大学大学院の徳本穣教授も「**（防衛策の実務にとって）一つの分岐点になる**」とみている。

【日本アジアグループ事件関連】

「買収防衛の緊急発動、司法が待った　ルール見直し論も」2021/05/24 日本経済新聞電子版

- 買収防衛に詳しい弁護士は「**急速に株を買い進める買収者への対抗措置のために、株主総会決議を要求するのはやや酷だ**」と話す。日本の市場ルールは欧米に比べて防衛側に不利という指摘も一部にある。
- 大和総研の横山淳主任研究員は「**既存ルールが適切か、抜本的に見直す検討が必要だ**」と指摘する。
- アイ・アールジャパンの古田温子取締役は「利益相反の構図になりやすいMBOなどには、アクティビスト（物言う株主）が市場に規律を与えている面もある」とした上で、防衛策については「**株主の理解を得られれば事前に総会で導入しておいた方がいい場合もある**」と話す。

本資料27～47ページで参照している論文等の一覧

- 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）
- 伊藤雄司「買収防衛策発動に関する株主意思確認総会の決議要件」法学教室498号（2022）
- 遠藤元一「東京機械製作所事件の法的検討（上）（中）（下）」週刊経営財務3551号・3552号・3553号（2022）
- 太田洋①「日邦産業事件および日本アジアグループ事件と買収防衛策の今後（上）（下）」旬刊商事法務2264号・2265号（2021）
- 太田洋②「富士興産事件原審決定と抗告審決定の検討と分析」旬刊商事法務2275号（2021）
- 太田洋③「東京機械製作所事件をめぐる一連の司法判断の概要と射程（上）（下）」旬刊商事法務2282号（2021）・2283号（2022）
- 太田洋④「三ツ星事件の各決定に関する分析と検討－日本版ウルフ・パックが突き付ける課題－」旬刊商事法務2307号（2022）
- カーティス・ミルハウプト＝宍戸善一「東京機械製作所事件が提起した問題と新J-Pillの提案」旬刊商事法務2298号（2022）
- 神田秀樹「株主意思確認総会を巡る近年の動向」MARR Online 2022年6月 332号
- 久保田安彦①「敵対的買収防衛策をめぐる近時の裁判例の動向（上）（下）」法学教室500号・501号（2022）
- 久保田安彦②「判批」ジュリスト1575号（2022）
- 黒沼悦郎「市場買付けは買収防衛策を正当化するか－東京機械製作所事件を題材に－」LAW AND PRACTICE第16号（2022）
- 白井正和「近時の裁判例を踏まえた買収防衛策の有効性に関する判例法理の展開」民商法雑誌158巻2号（2022）
- 田中亘「防衛策と買収法制の将来－東京機械製作所事件の法的検討－（上）（下）」旬刊商事法務2286号・2287号（2022）
- 玉井裕子ほか「M&Aその1－買収防衛策に関する実務動向」旬刊商事法務2286号（2022）
- 藤田友敬「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　研究記録第79号（2021）
- 星明男「判批」資料版商事法務462号（2022）
- 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）（中）（下）」旬刊商事法務2290号・2291号・2292号（2022）
- 松中学「敵対的買収防衛策に関する懸念と提案（上）（下）―近時の事例を踏まえて―」旬刊商事法務2295号・2296号（2022）
- 山下徹哉「市場内取引による支配権取得・株主意思確認・MoM要件――東京機械製作所事件」ジュリスト1572号（2022）