

経済産業省「公正な買収の在り方に関する研究会」レジュメ  
**わが国における買収防衛事案の  
現況と課題**

2022年11月18日（金）

**西村あさひ法律事務所**  
弁護士・ニューヨーク州弁護士  
**太田 洋**

# 近時における同意なき買収/株主アクティビズムの動向

- 従来型アクティビストの活動は引き続き活発(米系アクティビストは不活発)
- アクティビスト/投資ファンドによる非友好的買収の動きも
- 大幅な円安を背景に海外事業会社による非友好的買収提案の動きも  
✓水面下では複数の案件あり
- 中小上場会社を標的にした「仕手筋ウルフパック」の隆盛
- 環境アクティビストの勃興

# 「良い」同意なき買収/アクティビストと「悪い」同意なき買収/アクティビスト

## □ Strategic Buyer/(ハンズ・オン型)PEファンド

- ✓「真摯に対象会社の経営を目指す者」に該当する場合が多い
- ✓他方で**経済安定的な問題**がある場合も

## □ 事業ポートフォリオ組替え志向型アクティビスト

- ✓リーマン・ショック後は、欧米系のアクティビストではこちらが主流
- ✓SOTP(Sum of the Parts)による企業価値算定が「適正か」やフィナンシャルな投資家視線による経営戦略が果たして「正しい」のかについては疑問もあるが、企業価値向上につながる場合も

## □ 自社株買い志向型アクティビスト

- ✓リーマン・ショック後は、欧米系のアクティビストではこのタイプは減少
- ✓**自社株買いは本来株価が割安なときになされるべきものであり、プレミアム付き自社株TOB**によるExitは、対象会社の中長期的な企業価値にはマイナス
- ✓資本準備金を取り崩して自社株TOBの原資に充てることまで要求される場合もあり、問題

## □ 「仕手筋」ウルフパック

- ✓市場内買い上がりで議決権の30~40%を掌握して臨時株主総会招集請求等を駆使して対象会社の経営支配権の奪取を企図する者の中には、買収後に対象会社を**自らの私的利益収奪のための「ハコ」**にすることを目的とする者も存在
- ✓「仕手筋」ウルフパックの場合には、その主導者がコンプライアンス意識が低いことが多く、その**主導者自身に内部統制上の問題があるケースも多い**ほか、市場内買い上がりの過程で大量保有報告書の提出懈怠・虚偽記載等がなされることが多い

# わが国の同意なき買収/株主アクティビズムを巡る環境の特徴

## □ 市場内買い上げりにTOB規制がア・プリアリに適用されない

- ✓ EU及び英国は義務的TOB規制が適用 ⇒ もっとも、対象会社の上場を維持したままの買収が困難との副作用あり
- ✓ 米国は8 factor testで判断 ⇒ TOB規制の適用範囲が不明確になるとの副作用あり

## □ 上場会社数が非常に多く、中小型株から国際優良株まで幅が非常に広い

- ✓ 東証上場会社の数だけでも3,845社(2022年10月28日現在)

## □ 大量保有報告規制のエンフォースメントが弱い

- ✓ 刑事罰が科されたのは**2件**、課徴金納付命令が発せられたのは**8件**に過ぎず、しかも、**大量保有報告規制違反単独での処分事例は不見当**
- ✓ 米国では法人は最高72.5万ドルの民事制裁金(SECが数十万ドル規模の民事制裁金を課している例も多数存在)
- ✓ **英独仏**では大量保有報告規制違反の株式所有者につき(閾値超過分の)**議決権が停止**(米も差止め有)

## □ 臨時株主総会招集請求のバーが比較的低く、定款による制限も不可

- ✓ デラウェア州会社法では、取締役会のほか、基本定款又は附属定款に記載された者のみが有するものとされているため、**基本定款及び附属定款によって株主には招集請求権はないとしている会社も多く**(*e.g.*, マイクロソフト、ツイッター)、株主に認めている場合でも、議決権の20%以上など非常に厳しい要件を課している場合も多い(*e.g.*, GMは議決権の25%以上、JPモルガン・チェースやアルファベットは議決権の20%以上)
- ✓ **英国**では資本又は議決権の**10%以上**が要件(独では5%又は50万€以上)

## □ 義務的な実質支配者(UBO)開示規制が存在せず、UBOの特定が事実上不可能

- ✓ EU(及び英国)では**AMLD5**(第5次マネーロンダリング防止指令)、米国では2021年に制定された**Corporate Transparency Act**(企業透明化法)により、会社等の事業体につき、その実質的支配者の登録簿が作成

## □ 上場会社における種類株(複数議決権株)の利用規制が非常に厳格

- ✓ 米国ではIT系を中心に**Dual Class Structure**は広汎に利用(*e.g.*, メタ、アルファベット、フォード、パークシャー・ハザウェイ等)
- ✓ **欧州でも、仏や蘭、伊などでは2倍議決権制度**(Tenure Voting)が広く利用(*e.g.*, ルノー、ダノン、アクサ)

# 「帰結」としてのわが国の株主アクティビズム/同意なき買収の特徴

- **市場内買い上がりによる経営支配権/消極的支配権取得や「踏み上げ型」TOBが多い**
  - ✓ アクティビストも、米国では短期売買差益返還規制等の関係で10%未満の株式取得にとどめ、事業ポートフォリオの組替えを提案して市場売却でexitする例が多いが、わが国では20~40%弱を取得してプレミアム付き自社株TOBでexitする事例が多い
  - ✓ 20%~1/3未満を市場内買い上がりで取得してから敵対的TOBを試みる「踏み上げ型」TOBの例が多い ⇒ 市場内買い上がりの段階で十分な情報開示がなされないため、早まって市場で持株を(TOB価格より安値で)売却する一般株主の保護に欠ける(一種の「強圧性」の問題)
- **逆にStrategic Buyerによるベア・ハグを経たTOBによる非友好的買収は少ない**
  - ✓ 従来少なかったのは株式持ち合い構造等が影響していた可能性があるが、スチュワードシップ・コード等で持ち合い構造が崩れ、機関投資家も経済的合理性を基本に行動する環境が整備されたため、今後は増加する可能性大(但し、従業員共同体的なわが国の会社の在り方が影響する可能性あり)
  - ✓ 2015年以降における事前警告型買収防衛策導入企業の大幅な減少や2020年の東芝機械型の有事導入型買収防衛策の登場後も状況は大きく変わっておらず、買収防衛策の存在は特に無関係ではないか
- **中小型株では「日本版ウルフパック」による臨時株主総会招集請求を梃子とした支配権取得が大きく増加**
  - ✓ 大量保有報告規制のエンフォースメントの弱さと臨時株主総会招集請求のハードルの低さが影響している可能性 ⇒ (TOB規制の下での開示のような)十分な情報開示がないまま、持株を市場内で狼狽売りする一般株主の保護や対象会社の中長期的企業価値・株主共同の利益に反する可能性
- **仕手筋が関与する「日本版ウルフパック」が増加**
  - ⇒ わが国におけるUBO開示規制の不十分さと相俟って、将来深刻な問題が生じかねない

# 買収防衛策(除、第三者割当増資)に関するわが国裁判例の概観

防衛策の種類 発動決定機関	平時導入型 (事前警告型)	(広義の)有事導入型		
		対TOB	対市場買増し	対その他
取締役会のみ	(日本技術開発) 日邦産業	(富士興産・ 原審決定)	(ニッポン放送) 日本アジア グループ	ピコイ
株主総会決議あり	N/A	ブルドックソース 富士興産・ 抗告審決定	東京機械製作所 三ツ星	N/A

- ※1 日本技術開発事件は対抗措置として株式分割が用いられた事例
- ※2 ピコイ事件は資本業務提携先が敵対的株主提案を提出した株主と連携するに至った事例(株主総会決議を取得できないことが明白であった事例)
- ※3 ニッポン放送事件は対抗措置として新株予約権の「第三者割当て」が用いられた事例
- ※4 東京機械製作所事件は株主総会決議を経ているが、MoMの決議要件による決議のみを得ていた事例

# 買収防衛策を巡るわが国裁判例の特徴と課題

## □ ニッポン放送事件東京高裁決定の長い「影」

- ◆ ニッポン放送事件の防衛策は単に敵対的買収を阻止するだけではなく経営支配権者を「交替」「確定」させる極めて強力な防衛策(田中亘教授)
  - ⇒ それ故、本来は余り一般化すべきではなく、防衛策の効果が単に敵対的買収を阻止するだけのものであれば、取締役会限りで防衛策を発動できる要件を例外4要件に限るのは疑問で、企業価値毀損のおそれの疎明責任は同決定が要求するほど高度に要求すべきではなかった
- ◆ 同決定の影響からか、その後の裁判所は(少なくとも表面上は) **実質判断**(=企業価値毀損のおそれの有無の判断)に踏み込むことを極力回避する傾向が顕著
  - ⇒ このことの反射的效果として、従来からの漠然とした理解とは異なり、「濫用的買収者」に該当するとは考えにくいようなストラテジック・バイヤーに対しても、有事に際して株主総会の普通決議さえ取得できれば、防衛策を発動できる余地(e.g., SBI対新生銀行の事例は正にその例)
  - ⇒ 逆に、如何に「反市場勢力」に近く、私的利益収奪のために経営支配権を取得しようとしている蓋然性が高くても、**取締役会限りで対抗措置を発動することについては依然として高いハードル(「特段の事情」の疎明が必要)**。もっとも、ニッポン放送事件東京高裁決定の例外4要件への該当性を疎明することまで必要かは不透明)

## □ ブルドックソース事件最高裁決定と東京機械製作所事件・三ツ星事件

- ◆ 有事の際に**普通決議さえ**(事後的な追認でもよいので)取得できれば**対抗措置の発動が認められる**可能性が高いことはほぼ確定(**特別決議までは不要**)
  - ⇒ 上限なしのTOBに対しても、株主総会で普通決議を取得できなければ**対抗措置を撤回するとさえしておけば、対抗措置発動が適法とされる可能性は高い**(e.g., 富士興産事件東京高裁決定)
- ◆ 少なくとも**市場内での短期間における急速な大量買い上がり**に対しては、事後的に**MoM決議さえ取得できれば対抗措置の発動が認められる余地**
  - ⇒ もっとも、「濫用的買収者」に該当するような要素が全くないようなストラテジック・バイヤー等が市場内買い上がりで経営支配権の取得を目指した場合に**MoM決議による有事防衛がどこまで可能かは不透明**
- ◆ 特にウルフパックによる市場買い上がり型の買収については、**対抗措置発動中止要件**を適切に設定・開示せず、「**共同協調行動者**」の認定基準やその**適正な認定手続**を整備しておかない場合には、対抗措置発動の**「必要性」が認められても「相当性」が認められない**可能性あり(e.g., 三ツ星事件大阪地裁・大阪高裁各決定)

# これからのわが国におけるベスト・プラクティスに向けて(1)

## □ 買収者側における十分な情報開示 ⇒ ベア・ハグ+「踏み上げ型」でないTOBの活用

- ✓ 買収者側においては、対象会社の一般株主が広く支配権プレミアムを均等に享受できるよう、また、十分な情報に基づいて熟慮に基づく投資判断ができるよう、買収手法として市場内買い上がりや「踏み上げ型」TOBではなく、事前のベア・ハグ(パブリック・ベア・ハグを含む)を経た、「踏み上げ型」でないTOBを積極的に活用することが強く期待される
- ✓ 買収者側においては、対象会社の株主の理解を得た上で、買収後に企業価値や株主共同の利益が損なわれないことを担保するためにも、経営支配権取得後における対象会社の企業価値向上の具体策や自らの属性・内部統制システムの実効性等につき積極的な情報開示を行うことが強く期待される
- ✓ 対象会社側が抵抗する場合には、最後は、相互の適正で十分な情報開示に基づく委任状争奪戦を通じて、対象会社の株主に買収受け入れの是非に係る判断を委ねることが強く期待される

## □ 対象会社側における独立委員会・独立取締役を活用した真摯な検討

- ✓ 対象会社側においては、(少なくとも検討の最終段階においては)独立委員会や独立取締役を十分活用しつつ、同意なき買収を受け入れないのであれば、買収者側の企業価値向上策と十分な比較可能性を有する具体的な企業価値向上策を提示することが強く期待される
- ✓ 対象会社側においては、自らの本源的価値を、独立したFA(及びかかるFAが発行するFairness Opinion)も用いつつ、可能な限り定量的に株主・投資家に対して提示することが強く期待される
- ✓ 対象会社側が、同意なき買収を受け入れないのであれば、最後は、相互の適正で十分な情報開示に基づく委任状争奪戦を通じて、対象会社の株主に買収受け入れの是非に係る判断を委ねることが強く期待される



# これからのわが国におけるベスト・プラクティスに向けて(2)

## □ 買収者側における対象会社の従業員の処遇に関する適切な情報開示と取り組み

- ✓ わが国では独や北欧諸国のような共同決定制度(従業員代表監査役制度)が存在せず、仏のような企業委員会・従業員代表制度も存在しない中で、**対象会社の従業員側に敵対的買収に対する強い不安がある**ため、PMIの成功への懸念が存することが、Strategic Buyerによる「良い」敵対的買収すら進まない背景になっているのではないかと考えられる
- ✓ 買収者側においては、非友好的買収提案を行うに際しても、**労働分配率の維持・向上に向けた適切なコミットメント**や**人的資本への投資状況**、**過去の被買収会社での(買収前後における)従業員エンゲージメントの結果**等を適切に開示した上で、丁寧に対象会社の従業員の理解を得ていくことが望まれる

## □ 対象会社側における買収者側への説明機会の提供

- ✓ 対象会社側においては、同意なき買収の場合でも、買収者側に対して、従業員の不安を解消するために説明を行う機会を適切に提供することが期待される
- ✓ 対象会社側においても、**従業員に対する株式報酬を積極的に活用**することで、株主の利益と従業員の利益とが適切にalignするに努めていくことが強く期待される
- ✓ 対象会社側においては、相互の適正で十分な情報開示に基づく委任状争奪戦を通じて、対象会社の株主が買収を受け入れるべしとの判断を下した場合には、従業員の説得のために買収者側に協力することをコミットすることが期待される

# これからのわが国におけるベスト・プラクティスに向けて(3)

## □ 支配株主が上場従属会社を第三者に売却する場合

- ✓ 対象の上場従属会社(対象会社)の取締役会・独立委員会は、「対象会社の上場維持ありき」や「対象会社の100%子会社化反対ありき」ではなく、対象会社自体の企業価値の中長期的な最大化を中心に、支配株主や一般株主のexitの利益にも適切に配慮した形で、売却先の選定についての意見を形成する必要があることを認識する必要がある
- ✓ 支配株主は、売却先の選定に際して、支配株主のみの利益ではなく、一般株主の利益にも適切に配慮することが望ましい(オークションの実施や複数の売却先候補を招致したクローズド・ビッドを実施することは必ずしも義務ではないが、少なくとも複数の売却先候補を内部的に比較・検討しておくことは、支配株主自身の企業価値の最大化の観点からも望ましい)
- ✓ 対抗買収提案がなされた場合には、対象会社の取締役会・独立委員会は、「対象会社の上場維持ありき」や「対象会社の100%子会社化反対ありき」ではなく、対象会社自体の企業価値の中長期的な最大化を中心に、支配株主や一般株主のexitの利益にも適切に配慮した形で、対抗買収提案の受け入れ是非について真摯に検討する必要があることを認識する必要がある

## □ 買収争奪戦状況の場合

- ✓ 対象会社の取締役会・独立委員会は、「身売り」を前提としている場合には、対象会社自体の企業価値の中長期的な最大化のためには当初買収提案と対抗買収提案のいずれが優れているかという点を中心に、既存株主のexitの利益に適切に配慮した形で、当初買収提案と対抗買収提案とを真摯に検討することが強く望まれる

# (参考) 制度改正について(特に大量保有報告規制)

## □ 大量保有報告書におけるUBO開示(実質支配者開示)の強化

- ✓ わが国では義務的な実質支配者(UBO)開示制度が整備されておらず、AML/CFTの観点から非常に問題
  - ✓ 英国の開示・透明性規則(DTR)の下では、発行会社に対する通知義務者は「株主」として議決権を有する者ばかりでなく、金融商品の直接的又は間接的な保有を介して議決権を保有し又は保有するとみなされる者も含まれるものとされ、また、「株主」には、所定の「株式の間接的な保有者」も含まれるものとされている
  - ✓ シンガポールでは、証券・先物法上、上場会社株式の5%以上の保有者が直接・間接に議決権の20%以上を他者に保有されている場合には、かかる20%の保有者についても、大量保有報告の報告義務者とされている
- ⇒ わが国の経済安全保障の観点からも、少なくとも大量保有報告規制において、(i)上場会社株式の5%以上の保有者が直接・間接に議決権の[3分の1]以上を他社に保有されている場合(この場合の他社を以下「支配会社」という)には、その究極の支配会社以下の全ての「被支配会社」(支配会社に直接・間接に議決権の[3分の1]以上を保有されている会社)を大量保有報告の報告義務者とするか、又は(ii)直接の大量保有報告書提出義務者に対して、当該義務者が知り得る限りにおいて、究極の実質支配者の開示を強制すべきではないか

## □ 共同保有者概念の拡張

- ✓ 2022年2月公表の米国SEC規則改正案では、大量保有報告書の提出に際して保有株券等の数を通算しなければならない「共同保有者(group)」とされる者の範囲に、ある者が今後上場会社等の株式等に係る大量保有報告書を提出するという未公表情報を得た上で当該上場会社等の株式等を取得する者が含まれることが明確化(規則案13d-5(b))
  - ✓ ドイツでも、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は、agreementがなくとも「共同保有者」として取り扱われている
  - ✓ わが国でも、日中の仕手筋等による市場内における一斉買い上がり行為が頻発しており、5%以上株式を取得することの決定を知って、それが未公表である間に対象会社の株式を市場内で買い上げる行為=金商法167条インサイダーの実質的な潜脱行為が横行しているものと懸念される
- ⇒ a)「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」を「共同保有者」の定義に含めるか、又は、b)米国SEC規則改正案と同様に、大量保有報告書の提出に際して保有株券等の数を通算しなければならない「共同保有者」とされる者の範囲に、ある者が今後上場会社等の株式等に係る大量保有報告書を提出するという未公表情報を得た上で当該上場会社等の株式等を取得する者が含まれるものとすべき



太田 洋

Yo OTA

西村あさひ法律事務所  
パートナー弁護士

Tel: 03-6250-6285(直通)

Fax: 03-6250-7200

y.ota@plus.nishimura.com

1991年 東京大学法学部卒、  
93年 第一東京弁護士会弁護士登録、  
2000年 ハーバード・ロー・スクール修了(LL.M.)  
01年 米国NY州弁護士登録  
01年～02年 法務省民事局参事官室(商法改正担当)  
03年1月 西村あさひ法律事務所パートナー  
13年4月～16年3月 東京大学大学院法学政治学  
学研究科教授

オンライン名刺



現在、西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士  
(株)リコー社外監査役、日本化薬(株)社外取締役、(公財)  
ロッテ評議員、日本取締役協会幹事、同協会コーポレート・ガ  
バナンス委員会副委員長、デジタル庁「トラストを確保したDX  
推進サブワーキンググループ」構成員、経済産業省「最低税率  
課税制度及び外国子会社合算税制のあり方に関する研究会」  
構成員、同「対日M&A課題と活用事例に関する研究会」委員

## 主な著書等

『企業取引と税務否認の実務[第2版]』(共編著、大蔵財務協会、2022)、  
『別冊商事法務No.470 新しい買収防衛策の考え方』(共著、商事法務、  
2022)、『論点体系 金融商品取引法[第2版]第1～3巻』(共編著、第一  
法規、2022)、『新しい持株会設立・運営の実務[第2版]』(監修、商事法  
務、2022)、『新株予約権ハンドブック[第5版]』(共編著、商事法務、  
2022)、『租税法概説[第4版]』(共著、有斐閣、2021)、『バーチャル株主  
総会の法的論点と実務』(共編著、商事法務、2021)、『令和元年会社法  
改正と実務対応』(共編著、商事法務、2021)、『デジタルエコノミーと課  
税のフロンティア』(共編著、有斐閣、2020)、『社外取締役の教科書』(共  
著、中央経済社、2020)、『個人情報保護法制大全』(共編著、商事法務、  
2020)、『M&A・企業組織再編のスキームと税務[第4版]』(編著、大蔵  
財務協会、2019)、『M&A法大全(上)(下)[全訂版]』(共編著、商事法  
務、2019)、『社債ハンドブック』(共編著、商事法務、2018)、『種類株式  
ハンドブック』(共編著、商事法務、2017)、『経済刑法』(共著、商事法務、  
2017)、『会社法実務相談』(共編著、商事法務、2016)、『クロスボーダー  
取引課税のフロンティア』(共編著、有斐閣、2014)、『タックス・ヘイブン  
対策税制のフロンティア』(共編著、有斐閣、2013)、『移転価格税制のフ  
ロンティア』(共編著、有斐閣、2011)ほか多数