

# 事務局説明資料

産業組織課

2022年12月1日

# **1. 前回の議論の整理（全体像／買収提案を巡る当事者の行動の在り方について）**

# 全般的な論点—検討の方向性（1 / 2）

- 同意なき買収や競合的な買収等のケースを念頭に、買収提案への対応の在り方や買収防衛策の在り方を検討・整理することの重要性やニーズについては概ね認識が一致しており、こうしたケースを対象とした議論の結果として、プレーンな買収の場面で望ましい行為が浮き彫りになるという指摘があった。
- また、検討の視点として、買収提案者と対象会社のバランスや、株主・従業員等のステークホルダーの観点、不意打ちの買収や法令の盲点をつく行為の見直しについて指摘する意見があった。

## 検討の方向性に関するご指摘①

**角田委員**：ストラテジックバイヤーによるベアハグが少ない点は、王子製紙による北越製紙の買収の案件が尾を引いている。当該案件の頃は、社外取締役がおらず、第三者割当増資も取締役会限りで可能であるなど、「盾」が強かった。その後、いわゆる買収防衛策に対する厳しい目、持合株式減少等の中で、「矛」の方が強くなってきている。「盾」と「矛」のバランスをとる観点からも、今回の研究会は重要。

**石綿委員**：買収防衛指針は平時導入型買収防衛策を適法に「導入」するための要件を整理したもの。他方で、平時導入型買収防衛策の「発動」に関する事項や、有事に買収防衛策を「導入」するための要件、有事導入型買収防衛策の「発動」に関する事項はスコープ外となっている。裁判例が積み重なっていく中で、これらを検討することは必要である。また、競合的な買収提案も増えているので、これらを検討することについても賛成である。他方、2005年に買収防衛指針を策定した当時、政府をあげて買収防衛策に賛成しているのかとマーケットから見られたこともあるので、指針の新たなバージョンという打出しではなく、「公正な買収の在り方」という広い概念を用いて整理する方向性が良い。

**井上委員**：今後日本でもパッシブ投資家の割合が増加していくことが考えられ、パッシブ投資家がいるために様々なTOBを難しくしているのではないかと指摘される。株主としてのベストプラクティスも議論したほうがよい。また、日本では、非常に多くの中規模の企業が上場している。米国では、急激に上場企業が減少している。日本では、銀行借入れのスコアリングが良くなるから等の理由でとりあえず上場している企業が多い。このような状況をいかに改善し、上場企業の成長をどのように考えるかも重要。

**小館委員**：今回の研究会では、同意なき買収や競合的な買収という、MBOや買収防衛策の発動に比べると必ずしもそれと同様の利益相反状況が認められるものではない取引を取り扱うと理解。他方で、実は一番取り組まなければならないのは、複雑なコンテキストがないようなプレーンな買収をいかに実現させるか。例えば、業界再編が進んでもよい業界で企業価値をお互いに高めるように思われる買収提案も、現状維持を志向して、真摯な提案ではない理由が対象会社から探索されるということもあり、今回の研究会で議論ができればと思う。

# 全般的な論点—検討の方向性（2 / 2）

## 検討の方向性に関するご指摘②

**松倉委員**：株主のほか、顧客・従業員・サプライヤー・地域社会等の重要な全てのステークホルダーを視野に入れながら、社会的責任と経済的責任を調和させ、会社と社会が相互に発展することが重要。そのため、**支配的株主となる可能性のある買収提案者に対しても、社会に対する一定の責任や規律が必要**。今回の議論が買収提案者の立場にかたよらないよう、慎重な姿勢で望んでほしい。

次に、支配権争いについて、基本的には株主が判断するべきであるが、**企業が果たしてきた社会的及び経済的責任を買収提案者が負えるのかどうか確認する機会や制度が必要**。買収防衛策の適法性や合理性にばかり焦点を当てるのではなく、**買収提案者の行為規範を見直すとともに、買収提案者に対する情報提供請求権を会社に付与することなども検討すべき**。

また、買収防衛策の適法性について予見可能性を高める必要性はあるものの、**ソフトローである「指針」が、買収防衛策の幅を狭めることにならないよう留意してもらいたい**。

**三瓶委員**：買収は企業価値向上の経営に緊張感を与える点で非常に重要。現状の経営に重大な影響を及ぼすので、**被買収会社に適切な情報が提供されることも重要**であるし、また、投資家にとっても買収は極めて重要な情報であるので、**ある時点から一般株主に公平に伝わることも重要**である。従って、**不意打ちのような買収や、法令の盲点をつく行為について見直すことが、今回の見直しの根拠ではないか**。

**玉井委員**：買収防衛指針策定時から世の中も大きく変わり、**M&A市場や企業価値の考え方も変化**、また**ステークホルダーキャピタリズムへのシフト**といった議論が米国でも生じている。そのような背景事情や議論の推移も**整理・アップデートした上で、今企業が公正な買収の在り方についてどのように考え、どのように振る舞うべきかがわかるようなガイドラインになれば良い**。日本で事前警告型買収防衛策がうまくいかなくなってしまったこと背景として、**ステークホルダーの利益を隠れ蓑として経営者の保身に利用しているのではないかと不信感があった**。**日本企業は従前から変わるつもりがないのではといった捉え方で誤解されることのないように、うまく説明することが重要**。

また、**中小規模の上場企業が短期間に市場で買い上げられるような状況に陥った場合に、自前で専門家チームを立ち上げて対応することは非常に大きな負担が生じるので、買収者・対象会社の行動として在るべき姿をガイドラインの形で示すことは社会経済上も望ましい**。他方で、2005年当時に高い関心を寄せていた**主要な日本の上場企業にとっても自分ごととして役に立つと考えられるガイドラインになることも重要**である。その意味で、**買収提案を受けた場合や競合買収が生じた場合の行動一般について整理することも重要**だろう。

# 全般的な論点—同意なき買収を巡る状況

- 「同意なき買収」にも企業価値を向上させるもの・毀損させるものがあることや、それゆえ価値中立的な用語を使用する方向性については、概ね認識が一致していたと考えられる。
- ただし、「同意なき買収」は、プロセスの中で敵対的・友好的なものに変化していくものであることを指摘する意見があった。

## 同意なき買収を巡る状況に関するご指摘

**石綿委員**：日本では、TOB規制の対象とならない32%の株式の相対取引が実質的には敵対的に行われているケースがある。実質的には対象会社の同意を得ない株式譲受であっても、最終的に対象会社の取締役会が仕方なく同意することがあり、そのような株式譲受については表面上は友好的と公表されていることがある。そのため、実際には、事務局が指摘したよりも、同意なき買収は若干多いのではないかと。

**別所委員**：unsolicitedな提案について、敵対的か友好的か二者択一ではなく、プロセスの中で変化していくことも丁寧に解説したほうがよい。

**田中委員**：用語として、今回「同意なき買収」という価値中立的なものにすることは非常に良いこと。買収の中には濫用的な買収もあるが、企業価値向上につながる真摯な買収もあるし、日本において事業リストラチャリングが求められている中で買収が有力な手段になることもある。海外でいうunsolicited offerを訳したものである旨の注釈を入れて、「不同意型買収」や「同意なき買収」とすることは良いと思う。

**太田弁護士プレゼン**：同意なき買収は、企業価値向上に資する良いものから、企業価値き損につながる悪いものに分類できる。第一に、ストラテジックバイヤーやハンズ・オン型PEファンドによる買収は、真摯に対象企業の経営を目指すので、企業価値向上につながるものが多い。第二に、欧米系のアクティビストの手法に典型的な、事業ポートフォリオの組替えを志向することで企業の価値を顕在化させるものについては、良いものに分類しやすい。他方で、第三に、特に我が国ではプレミアム付自社株TOBを志向するアクティビストが見られ、自社株買いは株価が割安の場合になされるべきものであるため、企業価値向上につながるとは言いにくい。第四に、「仕手筋ウルフバック」、すなわち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経営支配権の奪取を企図し、買収後に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。主導者に内部統制上の問題がある場合や、大量保有報告書等の虚偽記載等がなされることが多く、企業価値向上につながらない。

# 全般的な論点—買収防衛策を巡る状況

- 買収防衛策を巡る状況への総論として、平時導入型買収防衛策は保身に繋がる可能性があると捉える一方で有事導入型買収防衛策を志向する旨の意見と、平時導入型買収防衛策のプラスの側面にも焦点が当たるべきとの意見が見られた。
- その他、買収防衛策に関する司法判断について、ニッポン放送事件の強い影響や近時の傾向等に関する指摘があった（第2回研究会の議論対象）

## 買収防衛策を巡る状況に関するご指摘

**反田様（市川委員代理）**：当社は中長期的な視点で企業と対話しており、企業の自主性を尊重している。企業によっては、平時導入型買収防衛策が本当は必要だと考えているが、議案が否決されてしまうという消極的な理由で廃止しているところもある。買収防衛策が保身目的だと主張する投資家の意見も理解できるが、マイナス面ばかりに注目されて杓子定規に判断をされているようにも思われる。企業側にも工夫が必要であるが、買収防衛策のプラスの側面にも焦点が当たるべきではないか。企業側として日頃から成長戦略等の開示やエンゲージメントに積極的に取り組む必要はあるが、平時導入型買収防衛策を入れることが買収提案対応の予見可能性を高めて買収提案が真摯に検討されることにも資するのではないかと考えている。

**三橋委員**：平時導入型買収防衛策については、経営陣の保身に繋がる可能性があるとして否定的に捉えており、当社では独立社外取締役が取締役会の過半数を占めていなければ買収防衛策議案には原則反対する運用を行っている。直近は有事導入型買収防衛策が増えているため、企業とエンゲージメントする場合に、平時導入型は保身として受け取られ企業価値がディスカウントされる可能性があるため、有事導入型買収防衛策を検討していただけないかと説明している。他方で、有事導入型買収防衛策は予測可能性に乏しいという点で足踏みされる企業も多い。そういう意味で、有事導入型買収防衛策の事例が増えていくと、予測可能性が確保されてきて事前警告型買収防衛策は減少していくのではないかと。

**太田弁護士プレゼン**：買収防衛策については、ニッポン放送事件東京高裁決定が現在まで強い影響を及ぼしている。経営支配権者を交代させて確定させるという極めて強力な防衛策の当否が問題となった事例であり、容易に一般化するべきではなかった。現在の裁判所は、濫用的買収者かどうかをあまり判断しておらず、いかに買収者側が反市場勢力に近い者であったとしても、ニッポン放送事件高裁決定の規範を前提にすると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がある。また、ブルドックソース事件や富士興産事件、さらに東京機械製作所事件等をベースとすると、有事のときに株主総会普通決議を取得できると対抗措置発動の適法性が認められる可能性が高く、例外的な局面として市場内で急速に買い上げられる場合には、いわゆるMoM決議を取得していれば対抗措置の発動が認められるという状況。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」の認定基準や認定手続を整備しておかない場合、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がある。

# 全般的な論点—「買収」の定義

- 「買収」の定義を「経営支配権に影響を与える程度の株式を取得する行為」とする案については、概ね異論はなかった。
- ただし、競合的買収等における特別委員会の在り方を議論する際には一定の絞りかける必要があるとの意見や、エクスチェンジオファーにおける株対価の考え方の議論も必要であるとの意見、20%という数字が一人歩きしないように留意が必要である等の意見があった。

## 「買収」の定義に関するご指摘

**石綿委員**：「買収」の定義を「会社の経営支配権に影響を与える」とする点について、買収防衛策との関係では定義を変えてもらっても構わない。他方で、競合的な買収提案を議論する局面において、その定義の買収提案がなされた場合に直ちに対象会社で特別な対応が必要であるとすると、実務上相当の負担が生じる可能性があるため、この点はきめ細かく考えた方がよい。

**井上委員**：「買収」の定義に関連して、前回の指針から15年以上経過している中で、今後ストラテジックバイヤーによる株対価TOB（エクスチェンジオファー）も徐々に増えてくると思う。その際に相手企業の株価をどう考えていくかも議論が必要。

**藤田委員**：買収防衛策の「買収」の定義の見直しには賛成である。

**三瓶委員**：「買収」の定義について、事務局が提示した内容に違和感はなく、また、20%程度の株式取得も対象となることにも違和感はない。

**三橋委員**：「買収」の定義を「経営支配権に影響を与える程度の株式を取得する行為」とすることで以前の定義から限定される点は、買収防衛策が濫用されることを回避する観点からは、好ましいのではないかと思う。

**武井委員**：「買収」の定義について、米国のライツプランでは10%の段階で買収者に情報を求める機能があるので、20%という言葉が一人歩きしないように留意が必要。

# 全般的な論点—「買収防衛策」の定義（1 / 2）

- 「買収防衛策」として差別的条件付新株予約権の無償割当てを主な対象とすることは概ね認識が一致していたと考えられる。
- また、株主のための時間・情報・交渉機会の確保を目的としたものを「買収防衛策」と呼称することは実務イメージとも異なるため、機能の整理が必要であるとの意見や、価値中立的な表現を用いるべき等の意見があった。

## 「買収防衛策」の定義に関するご指摘①

**別所委員**：買収防衛策は究極的には会社を守り切ることが目的ではなく、正しい判断をすることやよりよい買収提案・条件を引き出すためのツールであることの認識が重要。

**藤田委員**：今回の研究会の目的が、買収防衛策が発動され差止めが図られた場合を見据えて指針となるようなものを策定したいという意図で、かつ、金商法上の公開買付規制改正について提案するものではないならば、差別的行使条件付新株予約権の無償割当てを原則として想定することでよい。上記の目的からすると、例えば、安定株主工作は対象からは外れてくるし、TOB後に極端な額の配当をすることも、現在のTOB規制を柔軟化することにより対処すべき話ならば、対象外としてもよい。

他方、株主のための時間や情報、交渉機会の確保を目的としたものは「買収防衛策」と呼ぶべきではないとの指摘が事務局資料に記載されている。呼称を変えることについてはこだわりがなく、「防衛」という表現が抵抗があるなら適切な言葉に変えてもらってもよい。ただ、買収防衛策とは考えないということが、検討対象から外すということの意味するなら、現在典型的に問題となる有事の局面での新株予約権無償割当てで事後的に株主総会の承認を得ることがパッケージとなっているものが対象外となってしまうので、こういう目的によってスコープを狭めるべきではない。

**三瓶委員**：何を「防衛」または「阻止」するのかということを考えたときに、①企業価値の防衛、②経営支配権の著しい変化の阻止、③経営者の地位等の防衛があり得る。①以外を目的とする手法は買収防衛の対象とすべきではない。

# 全般的な論点—「買収防衛策」の定義（2 / 2）

## 「買収防衛策」の定義に関するご指摘②

**武井委員**：「買収防衛策」の用語について、前段の「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」というライツプランの法的構成要素の部分はよいのだが、後段の点、特にそうしたライツ・プランが、「経営者にとって好ましくない者による買収の実現を困難にするためのもの」であるという部分は、機能が異なって誤解を与えるので、これを「買収防衛策」という用語で呼ぶことはやめるべき。ライツ・プランは買収者が真摯な買収提案をしているのかという点について買収者に情報開示を求める機能が非常に大きい。そのような情報開示のプロセスとしてのライツプランと、ここに列挙されているようなクラウンジュエルなどのような「買収防衛策」とで混ぜて議論されてしまっているがために色々な意味で混乱を招いている。買収者に情報を出してもらうためのインフラは「買収防衛策」と呼ぶべきではない。日本でも、欧州やアメリカに劣後することなく、資本市場の透明性について欧米と同等のレベルになるインフラが存在すべき。日本で、そういった情報開示プロセスという手続・インフラを導入するだけの話に対してまでも、株主総会の承認が必要であるという状況は、欧米のインフラとも異なっており、問題である。ライツ・プランが本来果たしている機能をブレイクダウンして、買収防衛策という用語自体も修正すべき。

**田中委員**：「買収防衛策」の用語は、現在の実務と合致していない点がある。特に日本の裁判所の考え方として、買収そのものを阻止するような対抗措置が認められるのは限定的であって、許されているのは経営支配権争いについて株主が適切に判断するための措置である。これは必ずしも「防衛」ということではないので、「不同意型買収に対する適切な対応」といった価値中立的な表現にしたほうがよい。その中には濫用的買収については阻止するケースも含まれることがはっきりしていれば、言葉自体は価値中立的なものにした方がよいと思う。

# 買収提案を巡る当事者の行動の在り方—「真摯な提案」の内容

- 「真摯な提案」とは何かについては、真正面から定義するのは難しいので、真摯性が否定される場合を明らかにするのが良いが、最初から実現可能性に重きを置くとM&Aが起きにくくなるとの意見や、真摯性の内容が曖昧だと会社側で保守的に「真摯な提案」として取り扱わざるを得ないため、定義にもキャッチオールのようなものを入れない方がよい旨の意見があった。
- その他、プロセス面に関するものとして、買収提案を受けた初期対応において専門家に迅速に相談することが重要であるとの意見や、資金調達の進展状況を開示させている等のオーストラリアの実務が参考になるとの指摘があった。

## 「真摯な提案」の内容に関するご指摘

**角田委員**：同意なき買収の本場はオーストラリア。多くがunsolicited offerで始まっており、成功率は高く、かつPEファンドによるunsolicited offerも多いため、ファイナンスを外部に頼る買収提案も多い。厳格な資金証明がないと提案ができないものではないが、ファイナンスのない状況での提案は詐欺であるという通念があり、また資金調達の進展状況を開示させている。そのため、提案時点でファイナンスが付いていなくとも、真摯性の度合いをはかることができるようになってきている点で、参考になる。

**児玉委員**：真摯な買収提案について、実務側で何が「真摯」か、判断する際に実質的なファクターがあまりにも多い。大企業としては保守的に考えざるをえないので、「真摯」かどうか曖昧であれば真摯な提案として扱う方向に傾く。「真摯」性を定義する場合には、キャッチオールのようなものをいれないようにしないと実務は混乱する。

**別所委員**：初期対応で色々な企業にアドバイスをすることがあるが、unsolicitedな提案を受け取った企業の事務局が提案内容を抱え込む傾向がある。その判断が主観的になることもあるので、専門家に迅速に相談することが重要。

**三瓶委員**：真摯性を真正面から定義することは難しいので、「真摯」性が否定される場合を明らかにするのがよい。

また、日本でTOBが公表されると直ぐに、TOBの提案価格と株価が同じになっていくことは極めて異様。欧米の市場では、投資家は提案価格に対して対抗提案があるのではないかと踏みとどまって様子を見る。また、価格の高い対抗提案が出てきた後も、その成立可能性も考えて提案価格と株価は同じにはならない。関連して、実現可能性が必ずしも100%ではないと考えられる提案も出される中で、どの株価水準で売るべきか、どの提案を支持すべきかを考えるので、最初から実現可能性に過度に重きを置くとM&Aが起きにくくなるのではないか。

## 買収提案を巡る当事者の行動の在り方—買収提案への対応（取締役の行為準則）

- 取締役の行為準則については、日本でも消極的レブロン義務は採用し得るが、積極的レブロン義務については議論の余地があり、取締役会はステークホルダーの利益や買収計画を精査して買収価格が高くない提案を賛成することも一つのバランス感覚としてあり得る旨の意見や、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・対抗買収提案の受入れ是非について真摯に検討する必要がある等の指摘があった。

### 買収提案への対応に関するご指摘—取締役の行為準則

**田中委員**：「真摯に対応する」の内容について議論が必要。米国では100%現金買収の提案が競合する場合には、どちらも実現可能性に問題がなければ、価格が高いほうを選ぶことがレブロン義務の帰結になるが、日本の場合にそれでよいのか真剣に議論する必要がある。レブロン義務は、防衛策を禁止するという「消極的なレブロン義務」と、価格が高い提案を選択するという「積極的レブロン義務」がある。消極的レブロン義務は、株主以外のステークホルダーの利益保護を目的として株主が賛成している買収提案を止めてはいけないというもの。他方で、積極的レブロン義務は、取締役の行為規範で、取締役自身が、買収価格の高い提案が来たら当該提案を採用しなければいけないもの。消極的レブロン義務は日本でも採用しうると考えており、裁判所も同じ考え方と思われるが、積極的レブロン義務については議論の余地がある。対象会社の取締役会は、ステークホルダーの利益や買収計画を精査して買収価格が高くない提案を賛成することも一つのバランス感覚としてあり得るので、この点についても議論することも考えられる。

**太田弁護士プレゼン**：M&Aで一番難しいのは、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の取締役会・独立委員会は、「上場維持ありき」や「100%子会社化反対ありき」であることが多い。ベストプラクティスという観点からすると、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・対抗買収提案の受入れ是非について真摯に検討する必要がある。

## 買収提案を巡る当事者の行動の在り方—買収提案への対応（従業員利益の考慮）

- 取締役の行為準則とも関連し、日本の会社が従業員利益を重視する実態とステークホルダーキャピタリズムの流れを指摘する意見や、ストラテジックバイヤーによる「良い」同意なき買収を進めるためには、従業員の不安を解消する説明機会を会社側が買収者側に対して提供することが期待される等の意見があった。
- 他方で、労働者保護の要請が強いと、買手として価値創造の大きな部分が阻害される可能性や従業員によるエンタレンチメントの可能性もあるとの意見もあった。

### 買収提案への対応に関するご指摘—従業員利益の考慮

**児玉委員**：買収提案に際して会社が何をファクターとして考えているかについて、**会社は本当に従業員のことを考えている。ステークホルダーキャピタリズムの考えや、アメリカ・欧州と比較して日本は雇用の流動性が低いことが現実としてあることから、従業員について考えざるをえない。**

**井上委員**：実証研究していると、労働者保護が強い国ほど買収が実施されておらず、ROA等で見た事後的なパフォーマンスが低く、TOBの支配プレミアムも小さい。**労働者保護の要請が強いと、買手として価値創造の大きな部分が阻害される可能性がある。大きな価値を創出している従業員であるならば、買手もリテンションしようとするはずなので、ある買収に従業員が強く反対するのはエンタレンチメントではないか。**

**太田弁護士プレゼン**：実務感覚では、日本の場合、経営者は経営者個人の保身より、従業員共同体全体の利益を守っているという意識が強い。PMIがうまくいかないのではないかと懸念から、ストラテジックバイヤーによる「良い」同意なき買収が進まない。対象会社側においては、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提供することが期待されるほか、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するように努めていくことが強く期待される。**

## 買収提案を巡る当事者の行動の在り方—競合的買収等における特別委員会等の活用（1 / 2）

- 競合的な買収の場面においては、特別委員会等の活用の可能性がある点は概ね異論がないものと考えられるが、一定の要件や根拠が必要であるという意見や、利益相反状況の濃淡によっては、経営陣が主体的に意見を述べ、それを特別委員会が検証していくようなプロセスが望ましいとの意見、競合的な買収提案がある場合に、企業価値について理解している経営者を除外して独立社外取締役が判断できるのかは慎重に考えるべきといった意見があった。
- 他方で、買収防衛策の発動が問題となる局面では、社外取締役含めて取締役全員が自分たちの立場を失わないようにする誘因があるので、特別委員会の意味・事後的な評価の在り方も相当変わってくるとの意見や、公正M&A指針とは文脈が全く異なるため、誰が判断することが納得感のあることなのかという観点で考えたときに、特別委員会でのよいのかは検討の余地がある旨の意見があった。

### 競合的買収等における特別委員会等の活用に関するご指摘①

**石綿委員**：アメリカでは経営陣が会社をon saleにするという決定があつてはじめてレブロン義務が発動するわけであるが、日本において、レブロン義務が発生するような要件を飛ばして、競合的な提案がある場合や競合的ではない状況でも買収提案がきた場合には特別委員会を直ちに組成するべきであるという整理をしてしまうと、実務上負担になるので、この点はきめ細かく考えた方がよい。

また、公正M&A指針では、利益相反構造や情報の非対称がルールへの根拠と位置づけられてきたが、競合的な買収提案ができた場合に一定のルールを課すのであれば、どういうロジックで説明するのかよく考える必要がある。その上で、一定の要件が充足された上で競合的な買収提案ができた場合には、特別委員会を設置することが望ましいケースがあると考えているし、そのような場合に取締役会がどのように在るべきかについても議論する必要がある。

**小館委員**：利益相反状況が深まれば、特別委員会を組成することが望ましい。ただし、対抗提案ができた場合、経営陣がまさに高度な経営判断をすべきところであるが、特別委員会に判断を投げてしまい、かつ、その独立性を害することをおそれて経営陣からのインプットを控える一方で、特別委員会も自分たちだけで判断してよいのか懸念を有する状況がまま見られる。利益相反状況の濃淡によっては、特別委員会の判断を最大限尊重というフレームワークではなく、経営陣が主体的に検討のうえ意見を述べ、それを特別委員会が検証していくようなプロセスが望ましい場合があるのではないか。

**武井委員**：競合的な買収提案がある場合に、企業価値について理解している経営者を除外して独立社外取締役が判断できるのか。競合的な買収提案があつた場合に、何でもかんでも経営陣を外すことまでいいのか、そこまでの利益相反があるのかは慎重に考える必要がある。

**太田弁護士プレゼン**：買収争奪戦の場合についても、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。

## 買収提案を巡る当事者の行動の在り方—競合的買収等における特別委員会等の活用（2 / 2）

### 競合的買収等における特別委員会等の活用に関するご指摘②

**藤田委員**：公正M&A指針の議論と今回の議論とは、利益相反が生じるコンテキストが異なる。単に利益相反が強い・弱いという対比で語らない方がよい。公正M&A指針が適用される典型であるキャッシュアウトでは、特別委員会メンバーの社外取締役等は、自分達が職を失うことはすでに覚悟した上で、少数株主のために少しでもよい条件を確保するように行動することになるが、そういう行動は一定の範囲で期待できる。これに対して、**買収防衛が検討される場合、社外取締役含めて取締役全員が自分たちの立場を失わないようにする誘因があるので、そもそも公正M&A指針の適用がある場合のように特別委員会に重要な意味を持たせてよいか疑問がある。**太田様のプレゼンテーションで深刻な問題として挙げられたものについてどう対処するかという方向性として、**特別委員会に期待するという方向にいくのか、あるいは、事後的な株主総会の承認を予定していれば取締役会で発動することも認めてよいことになるが、富士興産事件や東京機械製作所事件を前提に株主総会決議もある程度緩やかな形でよいなどの方向にするか**という大きな選択につながっていく問題である。公正M&A指針の対象とされている買収と今回の対象との関係については、**慎重な整理が必要で、特に特別委員会の位置づけや方向性についてそれを踏まえて再検討する必要があるのではないか。**

**玉井委員**：同意なき買収や競合買収があった場合に、特別委員会を設置することがいいことかどうかについてであるが、公正M&A指針におけるそれとは文脈が全く異なる。結局、**株主から見て、そのような買収の是非について誰が判断・評価することがフェアなのか、納得感のあることなのかという観点で考えたときに、本当に特別委員会を組成するのがよいのかは、議論の余地があると思う。**アメリカではそのようなケースでは特別委員会を組成するわけではないと理解しているが、そうっていないのは、独立社外取締役が過半数を占めているため。結局、**ケースバイケースで柔軟に考えてもよいように思っており、そのようなことも考慮しながら議論できればと考えている。**

**太田弁護士プレゼン**：買収者側が企業価値向上策を示した場合には、**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。**また、**独立したFA（及びかかるFAが発行するFairness Opinion）も用いつつ、自らの本源的価値を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。**

## 買収提案を巡る当事者の行動の在り方に関する論点—買収者の行為準則（1 / 2）

- 買収者の行為準則については、強圧性に関する概念整理により、防衛策や差止めの議論の際に参照できる指針ができれば有意義であるとの意見や、実質株主の制度について深い議論が必要であるとの意見があった。また、予告TOBの留意点について議論する余地があるとの意見や、事前のベアハグを経た「踏み上げ型」ではないTOBを活用すべき等の意見があった一方で、事前保有比率が高いことは買手にとってインセンティブになっている側面もあるとの指摘もあった。
- その他、買収者側としても従業員理解を得る努力が必要との意見があった。

### 買収者の行為準則に関するご指摘①

**角田委員**：オーストラリアでは、実質株主のトレーシング・ノーティスの制度があり、要求すれば実質株主の開示を求めることが可能。他方、英国同様のプットアップ・オア・シャットアップルールがあるものの実効性が弱いようであり、「盾」が弱いことがunsolicited offerが多い背景にあるのではないか。

**石綿委員**：どういった強圧性が非常に問題のある強圧性で、どういった強圧性はそこまで問題にならない強圧性なのかという点の概念整理を公の場で取り組むことに一定の意味がある。今後裁判所などで強圧性が問題となるような場合に、今回の議論を踏まえた指針が参照される可能性もあるだろう。また、**実質株主の開示制度については基本的に欧州型がいいと思うが、必要だ**と思う。加えて、先ほどプットアップ・オア・シャットアップルールの話があったが、**予告TOBが増えているなかで、予告TOBを行う場合にどのような点に留意するのか議論してもよい**。

**井上委員**：「仕手筋ウルフバック」が日本特有の問題であり、これが非常に小さい上場企業が残っていることに起因しているならば、その問題に対応するために全体の設計の検討をすることは**注意が必要**と感じた。  
また、**M&Aの理論では、事前保有比率が、買手にとって価値を創造する非常に重要な部分**。つまり、事前に安い価格で一定の株式を買っているがために、その後の買収価格に構造的に高い価格を提示しやすくなるため、本質的に長期的には最大の価値を創造しない買収者でも、事前保有比率が高ければ、高い価格を提示できるという問題が出てくる。太田様のプレゼンテーションにおける踏み上げ型TOBの話にもつながってくるが、**大量保有報告規制が機能していれば対応できる話**なのではないか。**事前保有が買手にとっても買収のインセンティブになっている側面があるので、そこを規制し過ぎると買収そのものが阻害されるリスクがある**。

# 買収提案を巡る当事者の行動の在り方に関する論点—買収者の行為準則（2 / 2）

## 買収者の行為準則に関するご指摘②

**児玉委員**：実質株主の判明については、いい機会なので、バランスの良い実質株主の探索について深い議論ができればと考えている。

**太田弁護士プレゼン**：買収者側は十分な情報開示が必要。また、「踏み上げ型」TOBではなく、事前のベアハグで買収提案の内容や企業価値向上の道筋を示して広く株主が賛否を問えるような買収手法が望まれる。対象会社側が買収提案に反対する場合には、最後は、委任状争奪戦を通じて、対象会社の株主に判断を委ねることが強く期待される。

また、買収者側は、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等を活用しつつ、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。

## **2. 買収防衛策を巡る当事者の行動の在り方 (前回資料の再掲)**

# 「買収防衛策」の用語の再考

- 「防衛」的效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している。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	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>	<div style="border: 1px solid black; border-radius: 10px; padding: 5px; display: inline-block;">ニッポン放送 (2005年)</div>  <div style="border: 1px solid black; border-radius: 10px; padding: 5px; display: inline-block;">日本アジアグループ (2021年) (※3)</div>	— (※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>  <div style="border: 1px solid black; border-radius: 10px; padding: 5px; display: inline-block;">三ツ星 (2022年)</div>	<div style="border: 1px solid black; border-radius: 10px; padding: 5px; display: inline-block;">ブルドックス (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

第1回研究会資料4の再掲

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。20

# 「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きたことも踏まえ、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"> <li>■ トリガー基準（20%等）以上の取得行為等が対象</li> <li>■ 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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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</li> <li>■ 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</li> </ul>
事前の開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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</li> <li>■ 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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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</li> <li>■ 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</li> </ul>
東証のルール の適用	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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</li> <li>■ 事前相談の必要がある</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 「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</li> <li>■ 事前相談についても明確なルールなし</li> </ul>
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"> <li>■ 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）</li> <li>■ 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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 主要目的ルールが適用される</li> <li>■ 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</li> </ul>
市場内買付けへの 対応	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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</li> <li>■ 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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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</li> <li>■ 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</li> </ul>
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。

		ブル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"> <li>● 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、<b>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）</b>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、<b>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）</b>、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。</li> </ul>
	必要性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 特定の株主による経営支配権の取得に伴い、<b>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</b>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、<b>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。</b></li> <li>● 本件総会において、<b>議決権総数の約83.4%の賛成を得て可決された</b>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。</li> </ul>
	相当性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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</li> <li>● 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、<b>対価として金員の支払いを受けられることになる</b>ところ、<b>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</b></li> <li>● 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る。この判断も尊重されるべき。</li> </ul>
不公正発行	結論	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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</li> </ul>
	理由	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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、<b>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。</b>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、<b>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えない。</b></li> <li>● 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。</li> </ul>
結論		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 以上によれば、<b>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。</b></li> </ul>

# 対抗措置発動の必要性の要件

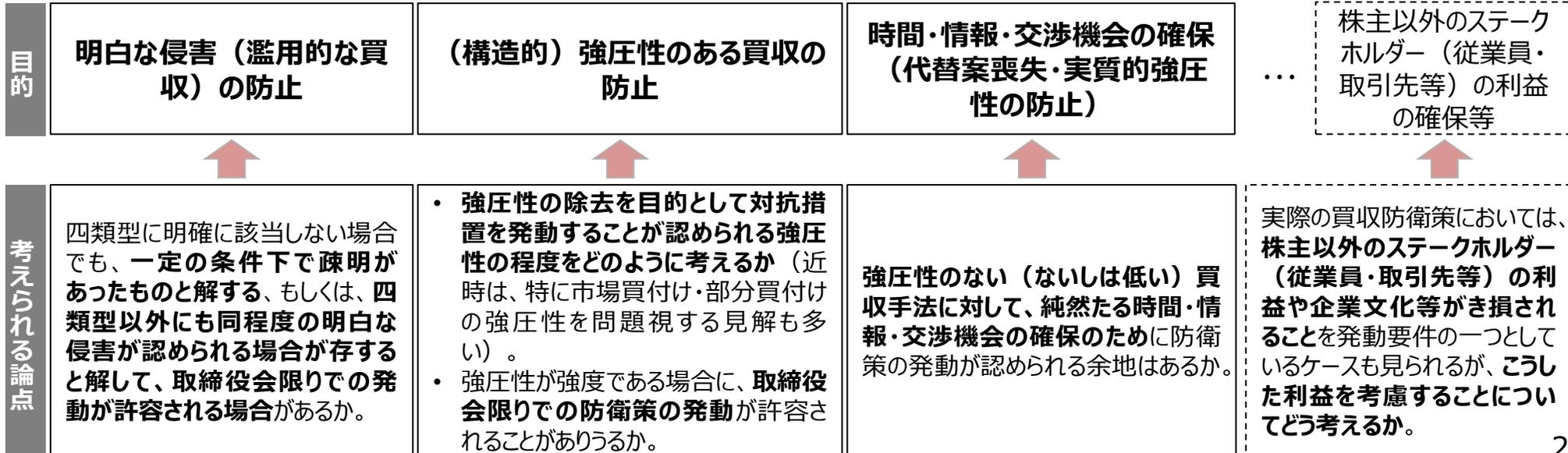
- これまでの裁判例や過去の指針等を踏まえれば、対抗措置の必要性の最終的なメルクマールは、「**経営支配権取得により会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることを防止するためか否か**」であり、**強圧性や時間・情報等の確保等は、その考慮要素**として整理できる。
- これらの要素ごとに、**許容されうる範囲、株主総会決議の要否、想定される買収者属性等は異なりうるとも考えられるため、区別して議論する必要**があるのではないか。その際の主要論点としては、例えば下記のようなものが考えられる。また、**株主以外のステークホルダー（従業員・取引先等）の利益等を考慮すること**については、ど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

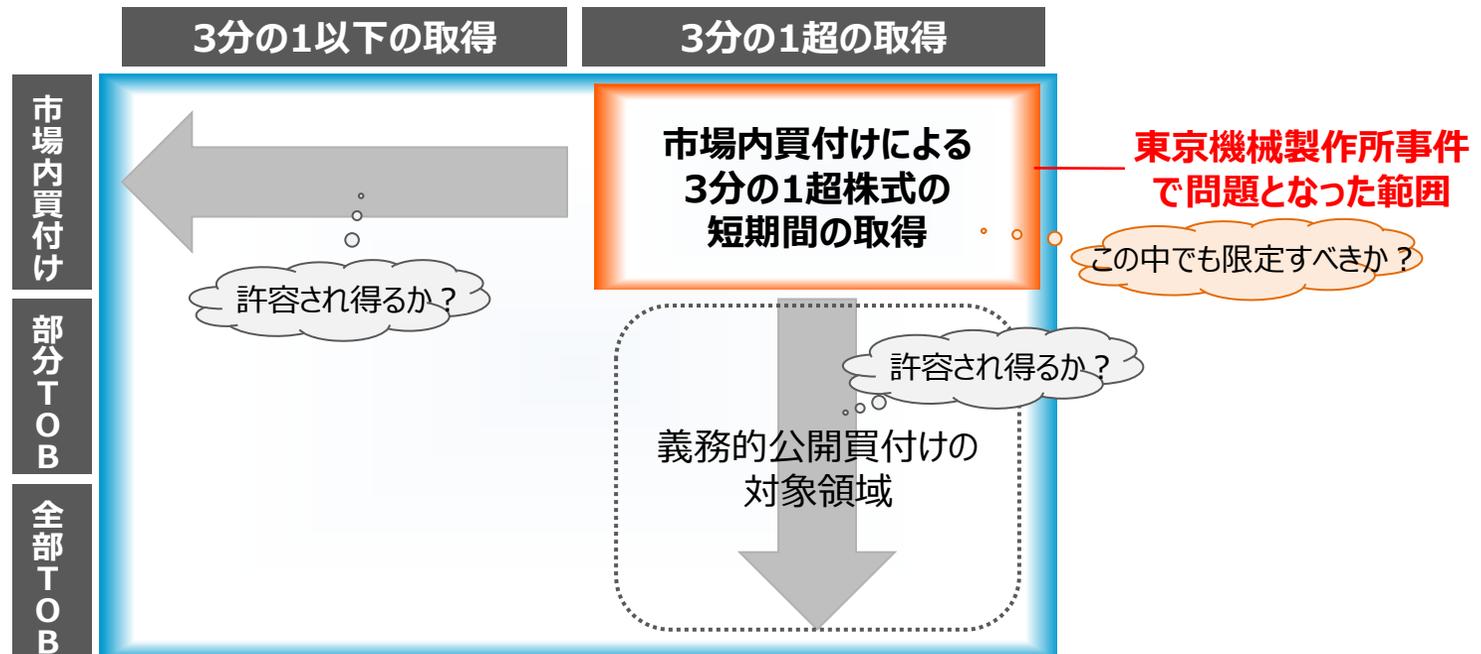
「買収防衛策の導入又は発動についていわゆる勧告的決議により株主総会で議決権の過半数の賛成を得たという場合についても、当該買収防衛策が株主の合理的意思に依拠していることを示す事情としては考慮され得る。」

## 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、株主総会決議を経なくても買収防衛策が株主の意思に基づく」と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

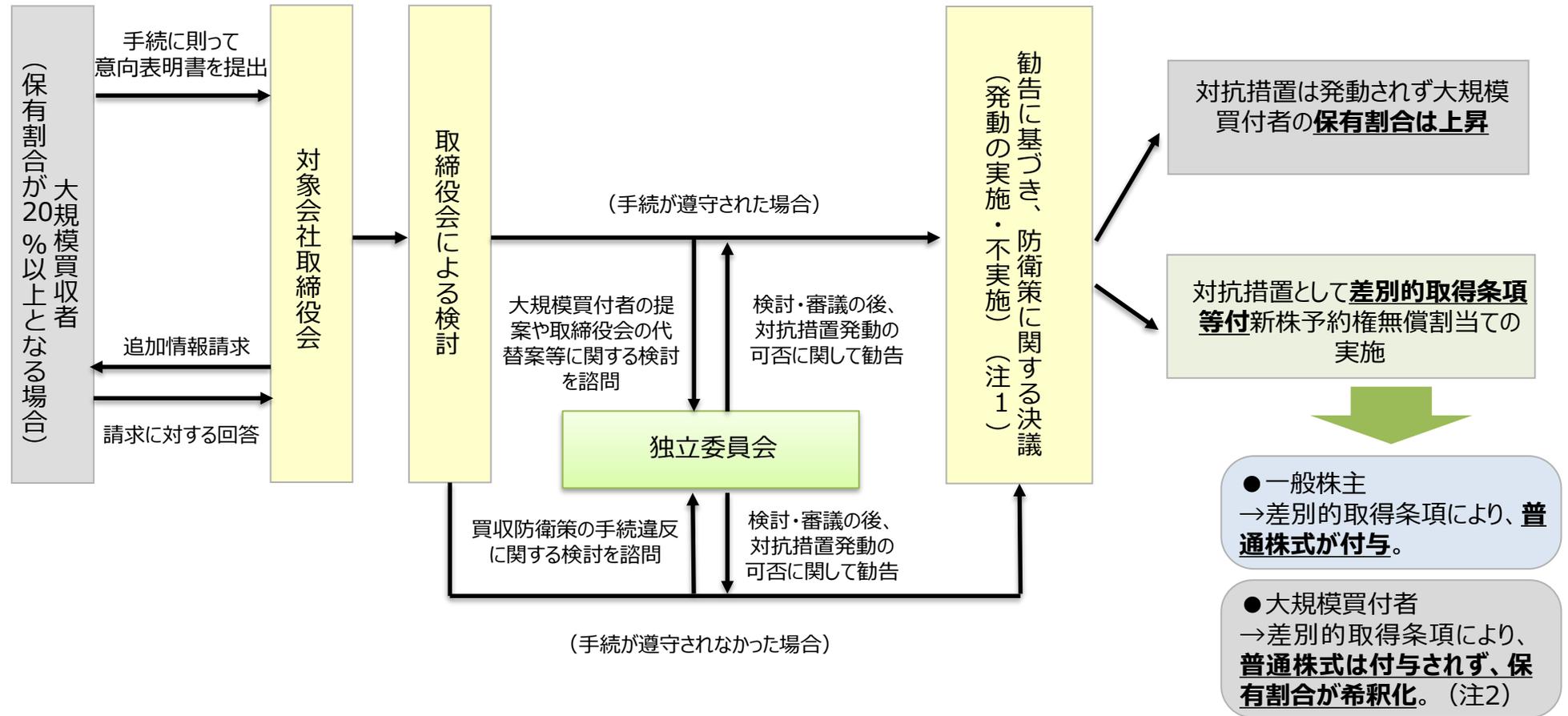
## ③予見可能性（危険の引受け）

- 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。**

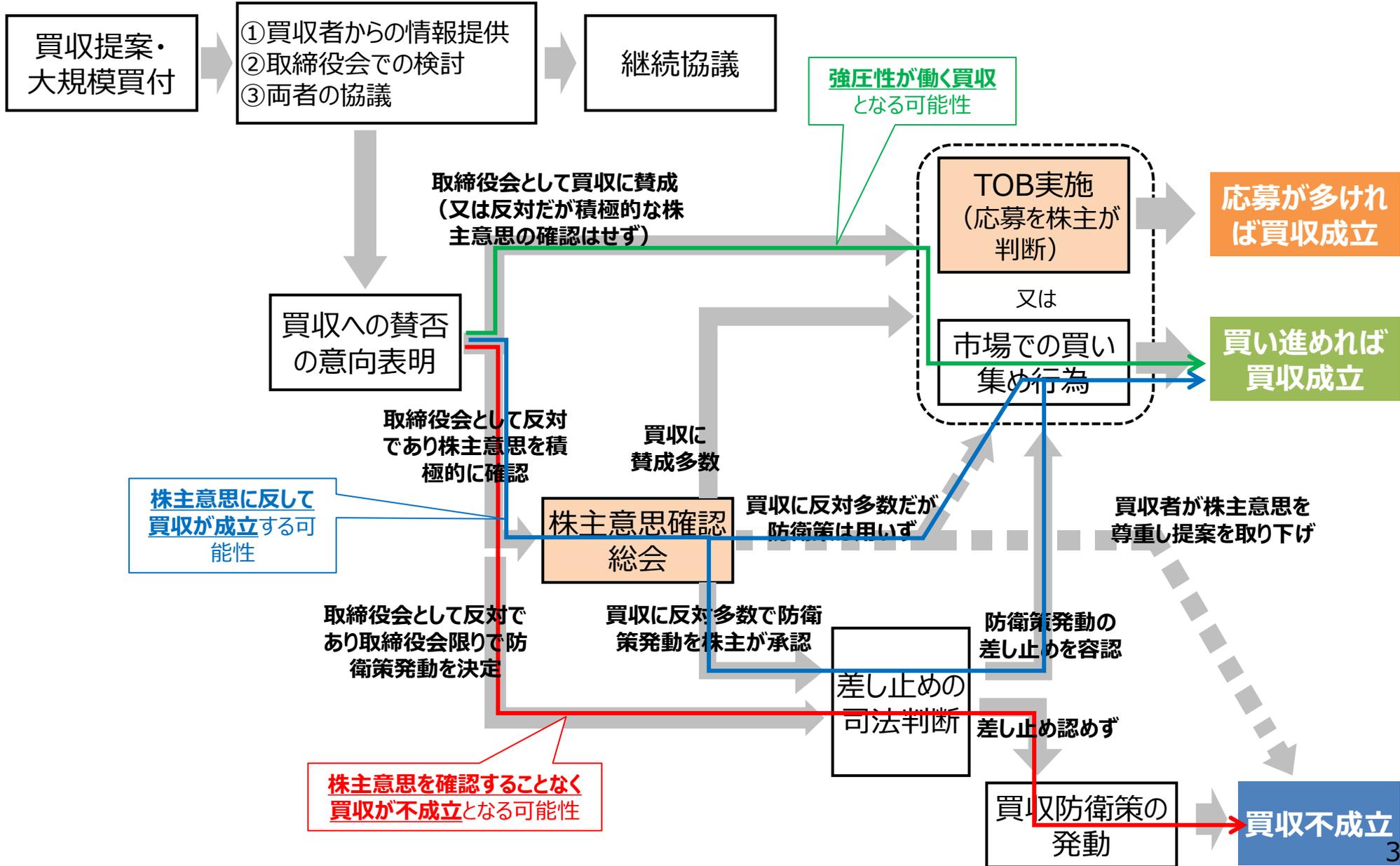
# (参考) 一般的な平時導入型の買収防衛策の流れ



(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)



### **3. 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（1/2）

## ■ 「買収防衛策」に関する類型の整理（資料P.19-22関連）

- 買収防衛策に関するこれまでの裁判例は、資料P.19のように分類することが考えられる。他方で、「在り方報告書」（2008年）では以下のとおり整理している。近時の裁判例も踏まえて再整理を行う場合、どのような観点による整理が適切と考えられるか。

### 【参考】「在り方報告書」（2008年）における分類

- 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
  - (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
  - (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

## ■ 「平時導入型買収防衛策」の在り方（資料P.21-22関連）

- 平時導入型買収防衛策については、買収防衛指針において適法に導入するための要件整理を行っている。他方、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、どのように考えるべきか。

# 本日特にご議論いただきたい論点（2/2）

## ■ 対抗措置の「必要性」の要件（資料P.24関連）

- 裁判例や過去の指針等を踏まえると、対抗措置の発動の目的（必要性）を基礎づける要素や個別論点について、どのように考えるか（強圧性への対応、株主以外のステークホルダーの利益考慮等）。

## ■ 「必要性」の判断者（株主意思確認総会／取締役会限りでの発動）（資料P.25-28関連）

- 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して考えるべきか。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。
- 近時の裁判例で、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改めて確認されたことなどを踏まえ、取締役会限りでの発動に関する買収防衛指針の記載の当否をどう考えるか。また、「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。

## ■ 対抗措置の「相当性」の要件について（資料P.29関連）

- 裁判所は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るが、掘り下げて検討すべき論点があるか。

# 今後の進め方（予定）

第1回 11月18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(本日)	・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。