

事務局説明資料

産業組織課

2023年1月26日

1. 公正な買収の在り方を考える上での買収防衛策の位置づけ

議論の目的と視点

- 上場会社である以上、個々の株主が望めば買収者は株主から株式を取得でき、会社はそれを止めることはできないことが原則。
- 他方、買収者が自己の利益のみを目的として会社運営を行うことなどで、企業価値を損ない、株主共同の利益を害する可能性はある。
- そうした場合、対象会社の経営陣が買収提案に反対を表明し、株主に対して働きかけることが可能。対象会社が株主の意思の下で企業価値を損ねる買収への対抗措置（買収防衛策）を導入することは、適法かつ合理的な場合があると考えられている。他方、買収防衛策を用いる可能性があることが、買収を通した規律付けの低下や、買収提案に対する経営陣の真摯な検討の阻害を生む結果にはならない。
- 買収防衛策を巡っては、導入企業と機関投資家の間で評価が（特に平時において）乖離する場合があります、株主や機関投資家の理解と納得を得ながら、企業価値向上に資する合理的な買収防衛策の在り方を示す必要がある。

検討の視点

視点①：現在導入されている買収防衛策を、その本来の目的に照らしてどう評価するか。

視点②：株主や投資家が多くの場合で買収防衛策に反対している現状をどう捉えるか。

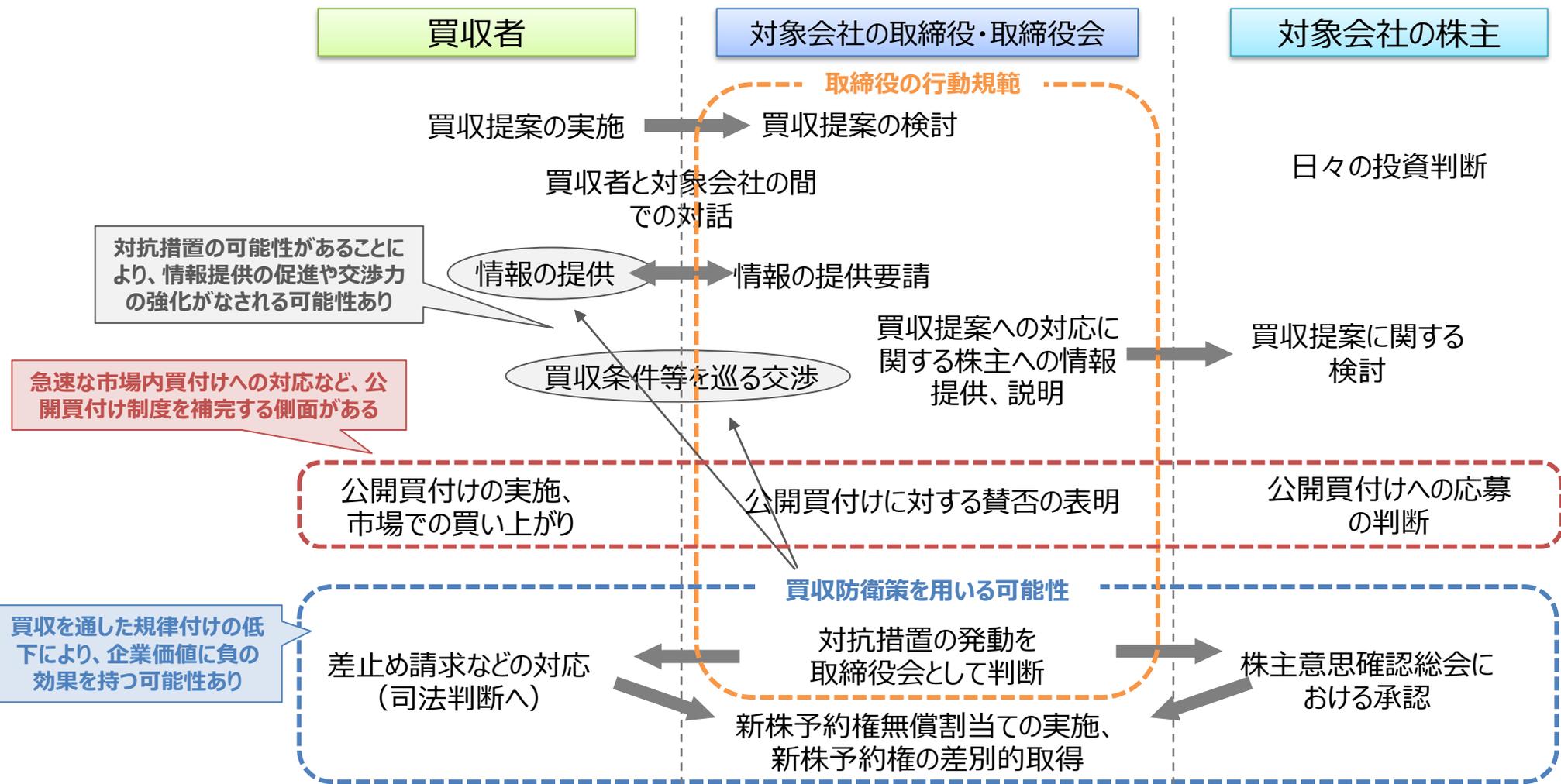
視点③：特定の買収者が想定される買収防衛策（有事導入型買収防衛策）の在り方について、これまでの裁判例を踏まえてどう考えるか。



企業価値を高める買収がより生じやすく（そうでないものは生じにくく）なるようにする観点から、公正な買収の在り方全体の中で買収防衛策をどう位置づけ、その在り方についてどう見直すべきか

公正な買収の在り方を考える上での買収防衛策の位置づけ

- 企業価値を高める買収を促進する観点からは、買収を巡る当事者が適切に行動することにより、必要な情報が提供され、真摯に検討・交渉されるのが本来の姿。
- 他方、不透明な買い上がりや、企業価値をき損する買収が行われるおそれはあり、買収防衛策が用いられる可能性があることは、こうした買収に対して抑制を働かせることに繋がる。買収を通した規律付けの低下などマイナス面とのバランスを考慮する必要がある。



(参考) 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

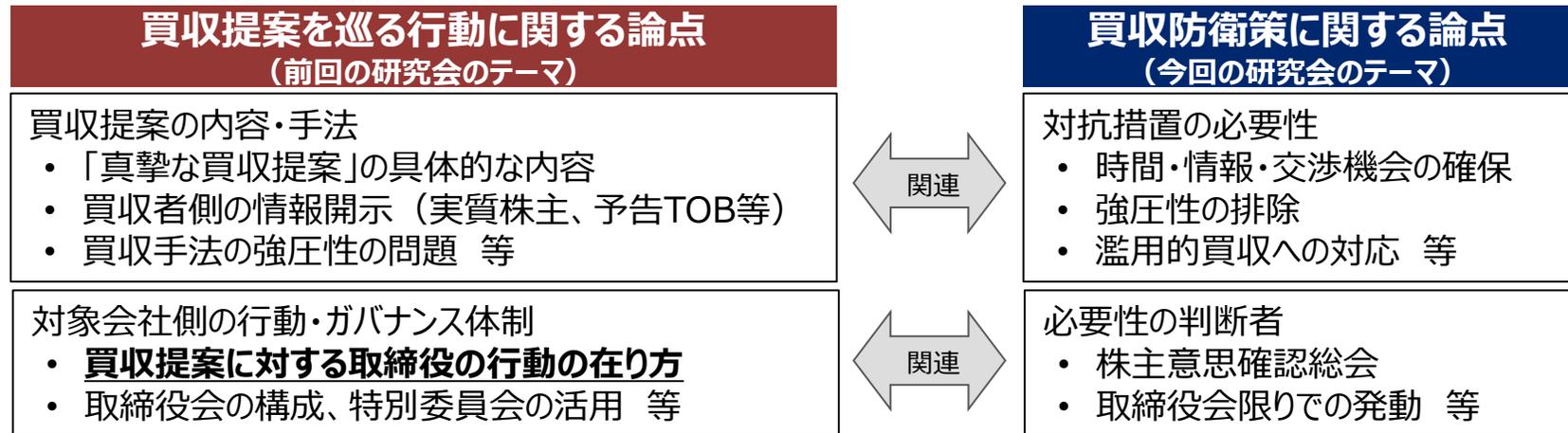
..... 敵対的な関係に発展するような事案における課題としては

- 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

検討の方向性

- 前回までのご意見を踏まえ、まずはこれまでの裁判例で問題となった**有事の買収防衛策の在り方について検討**した上で、**そこでの議論の結果に基づいて、純然たる平時に導入される買収防衛策の在り方を検討する方向性**でどうか。
- また、この検討に際しては、「**買収提案を巡る当事者の行動**」に関する論点や取締役の**行為規範との関連性についても意識**する必要がある。



買収提案に対する取締役の行為規範の例

- 検討・交渉を行う際には、買収条件の改善により当該買収提案が企業価値の向上及び株主共同の利益の確保に資するものとなるよう、真摯に交渉しなければならない。
- 買収提案への対応について株主への説明責任を果たす必要性を意識し、買収提案の内容、買収者の属性・資力等について真摯に検討・評価しなければならない。
- 真摯な買収提案が複数寄せられた場合、それらの買収提案に対し、公正性を確保しつつ対応しなければならない。

関連する委員発言（有事／平時）

藤田委員：まずは有事導入型買収防衛策の発動可能性を十分に検討した上で、平時導入型買収防衛策を考えていく方がロジックを検討する手順としては分かりやすい。このため、まずは、有事導入型買収防衛策発動が適法となるための要件が株主意思に沿っているかという問題設定をした上で検討することがよいのではないかと思う。（第2回）

三橋委員：有事導入型買収防衛策の在り方を最初に議論したほうが良く、これを議論すればどうして事前警告型が必要なのかという議論にもつながっていくと思う。（第2回）

玉井委員：発動要件については、ルールを設定してそれに違反した場合に発動する場合と、ルールが遵守されていても例外的に実質的な企業価値毀損の観点で発動する場合という二通りのパターンで整理されているものが多いと思うが、経営陣の恣意的な運用を懸念してネガティブな評価がされているのであれば、裁量の余地を極力削いでいき、ルール違反のみに適用される平時導入型買収防衛策という設計の方向性もあり得るのではないか。そういう観点から、機関投資家の考え方について、どこをどうすれば平時導入型買収防衛策に賛成する余地があるのか、確認することは有益と考えている。（第3回）

関連する委員発言（取締役の行動規範）

石綿委員：実務で経営陣の方と話して感じるのは、抽象的には善管注意義務を負っていることは分かっているが、具体的な局面でどのように振る舞うべきか、どう判断すべきかあまり明確ではない結果として、不適切な行動をとってしまうことがあるように思う。つまり、有事の際における取締役の具体的な行動規範が明確ではないことが最大の問題点ではないかと考えている。経営陣も、あからさまに自らの保身を図る人は多いわけではなく、むしろ、辞任を覚悟しているくらいの気概のある人のほうが多いと思われる。そうすると、仮に行為規範の不明確性が大きな問題の一つだとすると、特別委員会を設置しただけでは解決策とはならない。今回の研究会では、そういう局面でどう行動すべきか、具体的な行動規範を示すことが重要。（第3回）

角田委員：日本で、買収提案を受けた場合に、検討すべき項目がこれまでしっかりと整理されていないこともあって行動規範として腹落ちしていないところを、今回の研究会を通じて、分析・整理できればと思う。（第3回）

藤田委員：取締役が完全に私利私欲に走る問題というよりも、やっていいこと・やってはならないことについての買収局面における整理ができていないことが問題だという指摘には共感するところが多い。ただし、これを克服するために、マニュアル的な判断基準・手順を与えることが重要なのではなく、実質として何をすべきかについての発想が納得できる形で示されておらず、共有されていないことが問題である点に注意を払う必要がある。これまでの経験からも、ガイドラインを示した結果、形式的に手順を遵守することが自己目的化する傾向にあることにも注意すべきである。（第3回）

田中委員：買収提案に対する対応のマニュアルを作る以前に対象会社取締役はどういう基準に従って動くべきかという行為規範を明確にすべきという点は非常に重要。どう内容にするか難しいが、基準が明確でないままだとマニュアルが一人歩きしてしまう懸念がある。個人的には、これまでの指針で言われてきたように、企業価値向上と株主共同の利益の確保が一番重要で、その応用で具体的な行為規範が導かれると思う。両者は一致する場面が多いと思われるが、理論的には一致しない場合もあり得る。その場合に、取締役に対する行為規範としてどういうものを要求するのかについてよく議論する必要がある。（第3回）

買収防衛策に関する機関投資家の見方（ヒアリング結果）

- 機関投資家からは、企業価値を高める買収を阻害する懸念や、適切に運用されない懸念などを背景に、（特に平時においては）買収防衛策に反対する声が強い。
- 他方、有事の場合には具体的な状況に応じた判断をするという投資家も多い。

1. 買収防衛策そのものに否定的な見方

- 企業価値を高める買収まで阻害するおそれがある
- 上場しているにも関わらず買収防衛策を導入するのは問題がある
- 買収に応じるかどうかは株主が判断することであり、株主としては買収防衛策が無くても判断できる
- かつては個別判断をしていたが、どうしても買収防衛策が必要だと思える場合はほとんど無かったため、現在は議決権行使基準で一律反対としている

2. 買収防衛策を導入しようとする企業の状況を踏まえた上で否定的な見方

- 買収防衛策導入企業は企業価値を低迷していることが多いのが実態であり、今の経営陣や経営方針が優れているという主張には賛同できない
- 社外取締役が十分機能していない、安定株主が多いなどの理由で、特別委員会や株主意思確認総会などを措置したとしても、適切に運用されない懸念がある
- 対話していて、経営陣の保身や長期経営に対する思い込みを感じる

3. 賛成する場合もあるという見方

- 情報提供の機会や時間の確保のツールだと理解しており、前向きに使うのであれば賛成する
- 取締役会の過半数が社外取締役であるなど、一定の要件を満たせば賛成する
- 有事の場合は具体的な状況に応じた判断している

2. 買収防衛策を巡る当事者の行動の在り方

買収防衛策の目的と発動要件の現状

- **買収防衛策の目的は概ね共通している。他方、目的を具現化する発動要件については幅があり、発動されるかどうかの予見可能性が必ずしも高くないケースもある。**

買収防衛策の目的

買収防衛策の導入目的として、以下の事項が掲げられていることが多い。

- ① 買収者の経営方針等についての**情報提供と、評価期間の確保**（これにより、株主に対し取締役会の意見や代替案の提供を可能とすることも目的とする）
- ② 買収者との**協議・交渉の機会の確保**
- ③ **企業価値の明白な侵害の防止**

発動要件（平時導入型）

ほとんどの導入企業で定められているもの

- (1) **情報提供・時間の確保などの手続ルールを買収者が遵守しないことが通常、発動要件とされている。**
- (2) また、**手続ルールを遵守する場合であっても発動される要件として、以下のものを定めることが多い。**

- ① **企業価値を明白に侵害する4類型** (a.グリーンメール、b.焦土化経営、c.会社資産の流用、d.資産処分による一時的高配当目的)
- ② **強圧的二段階買収**
- ③ 更に、**企業によっては、以下のような場合にも発動できていることがある。**
 - ・買付条件が企業の本源的な価値に比べ不十分な場合
 - ・従業員や取引先などステークホルダーとの関係を損ねるおそれが高い場合
 - ・反社会的勢力など公序良俗の観点から不適當な場合
 - ・回復しがたい損害をもたらす不合理な経営
 - ・株主共同利益の著しい毀損 等

導入企業によっては定められているもの

発動要件（有事導入型）

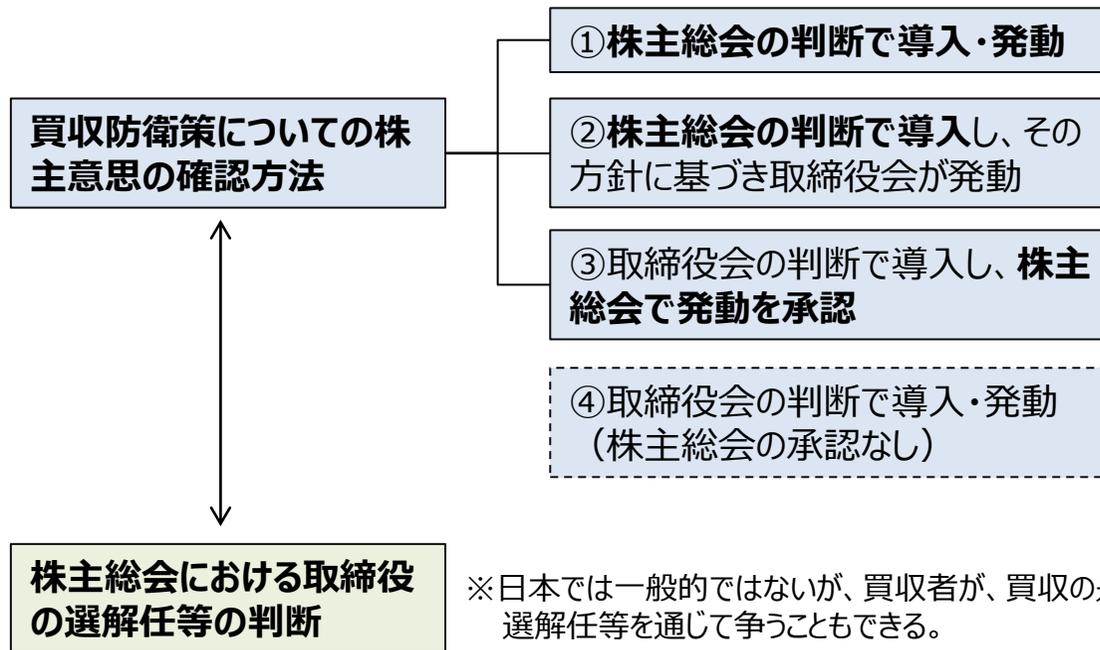
- (1) **情報提供・時間の確保などの手続ルールを買収者が遵守しないことが通常、発動要件とされている。**
- (2) **他方、手続ルールを遵守する場合については、株主総会にかけることが前提となっていることもあり、平時導入型のような個別の発動要件が列挙されていないことが多い。**このため、情報提供や時間確保がなされた場合であっても、仕組み上は、取締役会が買収に反対であれば、**株主意思確認総会の承認を得た上で、発動する余地が残されているように見受けられる。**

遵守する場合は
違い無し

遵守しない場合に
違い有り

有事における買収防衛策の検討の方向性—株主意思の確認の位置づけ

- 裁判所の判断構造の差異（次々ページ参照）を比較すると、対抗措置の導入・発動のいずれかの過程において、株主意思の確認が組み込まれている場合には、対抗措置の適法性について相対的に緩やかな審査を行っている傾向があると言えないか。
- 買収防衛指針では、株主の合理的な意思に依拠すべきであるという「株主意思の原則」を提示。また、ニッポン放送事件以降、日本の裁判所は、誰が会社を支配すべきかは株主が決めるべき事項であるという「権限分配秩序論」を基礎としてきた。
- 株主意思の確認を組み込むことは、株主の合理的な意思に依拠していることをより直接的に示す措置であると評価できるのではないか。



※有事導入の場合、時間的制約から、発動についての株主総会の承認は事後になることも多い。

※日本では一般的ではないが、買収者が、買収の是非を巡って取締役の選解任等を通じて争うこともできる。

関連する委員発言

藤田委員：従来の指針等は、企業価値を向上させる買収か否かについては誰も分からないから株主の判断に委ねるしかないという前提で議論を組み立ててきた。そのための手続としてどのような決議が必要か、あるいは決議でなくても良いかは措くとしても、指針は、株主意思に基づくか否かで考えてきたわけである。株主総会決議に基づかない取締役会による買収防衛策の導入・発動についても一定の範囲で容認してきたが、それは総会決議の機会があったのに防衛策が存続していれば株主の消極的承認があるという形で、株主意思に引きつけて説明してきた。・・・その上で、**株主の意思と結びつける考え方に基づくルール設計も色々なバリエーションが考えられるが、株主の意思表示が全くない状態における買収防衛策の発動について、日本の裁判所が容易に認めるとは思えないので、何らかの形で株主の意思表示に結びつける形にしないとルールとしては受け入れられないのではないかと**思われる。現在の実務の到達点として、**事前の総会決議が常に必須ではない**ということのはっきりしてきており、**取締役会による有事導入型買収防衛策の導入・発動も、事後の株主の意思確認総会の開催とセットであれば直ちには違法ではなく、そのようなケースには主要目的ルールが適用されないという整理もほぼ異論ない**と思う。（第2回）

武井委員：アメリカ型の現行インフラを、日本において否定すべきではない。経営陣が日常的に会社を経営している中で企業価値について相对比较が一番分かっているはずなのに、**買収防衛策の話になると、経営権の帰趨に関するもので利益相反があるとして、全て株主が判断する必要がある**という話になることには違和感がある。株主が何を判断するのかといったときに、現行のアメリカ型のように、**株主はいつでも株主総会で取締役の選解任が可能である**という点をもって「**株主意思に沿っている**」という法的評価は日本でも可能**なはず**であり、その芽を現段階で摘むべきではないのではないかと。特に日本では、臨時総会が少数株主主導で簡単に開催できるとか期差制がないなどの点で、アメリカよりも株主意思を容易に聞ける制度になっているわけである。（第2回）

松倉委員：我が国では、社外取締役に求められている役割は様々であり、**必ずしも対象企業の事業実態に精通されているわけではない社外取締役も含まれる特別委員会**が買収防衛策の発動を判断する責任を負うことが合理的か慎重に判断する必要がある。したがって、現時点では、利益相反の濃淡にもよるが、**企業価値を最も理解して経営責任を負っている経営者が判断して、特別委員会等は、その意思決定のプロセスをレビュー・モニタリングする役割を担うことが望ましいのではないかと**。そして、当該プロセスが合理的であれば、**取締役会限りでの発動も許容すべきではないか**。（第2回）

市川委員：買収防衛策の導入を取締役会で決議したうえで、**企業がその買収防衛策の内容を公表し、実際に発動する際には株主総会へ諮る仕組みとすれば、通常の平時導入型と同様に、真摯ではない買収者への抑止力になると**思われるし、**予見可能性も確保される**。・・・強圧性について色々な見方があることもあり、**原則として株主総会に諮るべきだと**考えている。他方、スキームに問題がない前提で、**買収者があらかじめ定められた手続に抵触した際に、取締役会限りで発動することは問題ない**と考えている。（第2回）

児玉委員：取締役会の構成次第では、**買収防衛策の発動権限を取締役会に委ねてもいいのではないかと**。（第2回）

太田委員：大手機関投資家のなかには、事案の個別性が強い**ため本来個別判断がなされるべき有事導入型買収防衛策議案であっても、議決権行使基準にある「買収防衛策」の定義では平時・有事を区別していないというそれだけの理由で議決権行使基準に基づき形式的に判断する**という投資家がいる。これでは本末転倒である。・・・**本来的には有事には個別判断が必要**。そういう規範を入れてもらわないと、株主意思に全面的に委ねることにも危険が伴う。そういう観点で、**機関投資家の判断のガイドラインを指針に盛り込んで**いただきたい。（第2回）

(参考) 裁判所の判断構造の差異

- 対抗措置の導入・発動について誰が判断するか、またその必要性について株主の承認を得たかにより、裁判所における主要目的ルールの適用の有無や、認定の枠組みには違いがあり、大要以下のとおり分類できる。

	取締役会の判断により発動		株主総会の判断により発動
取締役会の判断 により導入	<p>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し、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している</p> <p>※株主平等原則の趣旨に違反するかについても、対抗措置の必要性と相当性について検討のうえ判断しているが、実質的には、不公正発行該当性に関する検討内容との重複が多い</p>		<p>—</p> <p>有事導入の場合、時間的制約から、取締役会の判断で発動した上で事後に株主総会の承認を得ることが多い。</p>
	<p>株主の承認がない場合 【ニッポン放送、日本アジア】</p> <p>経営支配権の維持・確保を主要な目的とすると認める場合には、対抗措置を正当化する特段の事情がある場合であって、必要性・相当性が認められる場合を除き、かかる発動の差止めを認めている</p>	<p>株主の承認がある場合 【富士興産、東京機械製作所、三ツ星】</p> <p>発動について株主の承認を経る場合において、対抗措置に相当性が認められるときには、主要目的が経営支配権の維持・確保であることを否定し、対抗措置の発動を認めている</p>	
株主総会の判断 により導入	—	<p>【日邦産業事件】</p> <p>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（買収防衛策自体の適法性）を判断するとともに、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）を判断し、対抗措置の発動を認めている</p> <p>※主要目的ルールには言及していない。</p>	<p>【ブルドックソース】</p> <p>株主において、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と判断した場合には、かかる判断の正当性を失わせる重大な瑕疵が存しない限り、株主の判断を尊重し、相当性のある範囲で対抗措置を講じることを認めている</p>

(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

- 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) 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。14

必要性の要件と判断者との関係①—発動について株主総会の決議を経ることの意義（1/2）

- 取締役会の判断により対抗措置の発動がなされ、事後的に**株主総会の承認を得る場合、原則として必要性（経営支配権の維持・確保以外の目的）が推認される**と考えられる（富士興産、東京機械製作所、三ツ星）が、**以下のような考慮によるもの**と整理できないか。

- ① 株主総会の承認を得ることは、以下の目的（必要性）を示す事情となる。
 - **株主総会において買収に関する株主の意思を確認するために、時間・情報を確保するという目的**を示す事情となる。
 - 株主が買収への賛否を判断する機会を、株式の売却の意思決定とは別に設けることで、**強圧性のない状況で株主が判断できる機会を確保するという目的**を示す事情となる。
- ② **株主が例えば以下のような要素を勘案の上で、買収により企業価値ひいては株主共同の利益が害され则认为承認することは、対抗措置の発動が**（会社の利益の帰属主体である）**株主の合理的意思に依拠する**という意味で、必要性を示す事情となる。
 - 対抗措置により上記①の時間・情報を確保する要請及び強圧性を排除する要請があるか
 - 企業価値を明白に侵害するおそれがあるか（濫用的な買収の一種）
 - 買付条件が企業の本源的な価値に比べ不十分か
 - 従業員や取引先などステークホルダーとの関係を損ねるおそれが高いか
 - 反社会的勢力など公序良俗の観点から不適當か 等

- 買収の「内容」自体を問題として買収防衛策が用いられる場合は、買収者が買収手法を改善すれば防衛策の発動が回避できるわけではないため、結果的に買収に賛成する株主が株式を売却する機会が奪われる可能性が、買収の「手法のみ」を問題とする場合と比べ相対的に高い。
- したがって、株主総会において、様々な要素を考慮の上で、「内容」を理由に企業価値・株主共同の利益が害されるとの判断をしようとする場合（※）においては特に、上記のような弊害がありうることも踏まえ、取締役会は、形式的に株主総会の判断に委ねるのではなく、対抗措置の必要性や発動の公正性、株主総会による判断の正当性について慎重に検討し、十分な説明責任を果たすべきではないか。

※株主が会社の企業価値・株主の共同の利益が害されると判断し、株主総会において対抗措置を導入・発動する場合には、原則として株主の判断を尊重し、相当性のある範囲で対抗措置を講じることが認められた事例もある（ブルドックソース事件）。
- また、さらに進んで、買収者から見た予見可能性を高め、企業価値を高める買収を阻害しないという観点からは、例えば手続ルールが遵守され、「オール・オア・ナッシング」のオファー等、買収者が強圧性の排除の一定の工夫をした公開買付け（31ページ参照）である場合に、対抗措置を実際に発動するという方法をとることは、制限的に考えることがプラクティスとしては望ましいのではないか。

※対抗措置の必要性について取締役会が検討するためには、買収者が経営の支配権を得る意図、用いられる買収手法、企業価値に関わるステークホルダーの取扱いなどについて、買収者から情報提供されることが重要となる。

(参考) 株主の判断の方法 (株主総会決議／公開買付けへの応募等)

- 買収防衛策の発動について株主総会における株主意思の確認がなされる場合でも、買収が止められれば、買収に賛成する株主が株式を売却する機会が奪われる可能性がある。
- 買収防衛策の発動は、株主総会決議による株主の判断と、公開買付けへの応募等を通じた株主の判断の二つの方法のうち前者を用いることを会社が選ぶという意味があるが、これら二つの方法について、どのように考えるべきか。

買収防衛策を巡る株主総会決議による株主の判断

二つの方法には以下のような点で差異がある。

- 株主総会決議による場合、会社側が主体的に判断の場を設定することになる。
- 株主総会決議による場合、株主は株主総会における質疑を聞いた上で判断することができる。
- パッシブ投資家の中には、買収に賛成であっても原則として公開買付けに応募しない行動をとる投資家もいるため、株主総会の方が真の意思表示を行いやすい場合がありうる。
- 議決権行使の基準日時点と株主総会開催時点の株主の議決権構成が変わるため、株主総会における株主意思の確認は、最新の株主意思を反映していない可能性がある。
- 株主総会決議による場合、各株主がどう判断したかを、対象会社が把握することができる。
- 公開買付けで、買付けの下限を低く設定している場合には、多数の株主が応募しない場合であっても、他の株主は株式を売却することができる。

公開買付けへの応募等を通じた株主の判断

(参考) 株主意思確認総会による判断の正当性 (三ツ星事件)

- 三ツ星事件では、裁判所は対抗措置の相当性を否定。他方で同事案では、株主において、賛成しないことにより、さらなる不利益の対象とされるおそれがあったとして、株主総会の承認が歪められていたという面も指摘される。

三ツ星事件判例批評での指摘

- 星明男「判批」資料版商事法務462号(2022)における指摘
「・・・本件の買収防衛策は、非適格者から適格者(一般株主)への利益移転を生じさせるものであるため、すでに非適格者と認定されていたB1らとしては、買収防衛策の発動には反対せざるを得ない。もっとも、本件株主意思確認総会は、たまたまYの定時株主総会であったため、Yの現任取締役3名の再任議案も同時に諮られていた。Yが7月29日付で提出した訂正臨時報告書によれば、買収防衛策発動の承認議案に対する賛成は54.61%であるのに対し、現任取締役3名の再任議案に対する賛成は、69.37%～80.27%であった。この賛成比率の差にかんがみると、**B1らは、買収防衛策発動により持株希釈化を避けるために、防衛策発動の承認議案には反対し、他方で、Yからさらなる不利益取扱いを受けることを避けるために、現任の再任議案には賛成したのではないかと推測できる**(少なくとも、そのような議決権行使行動をとっても不思議ではない状況に置かれていたといえる)。以上のように、**本件株主意思確認総会では、買収防衛策の発動承認議案についても、現任取締役会の再任議案についても、Xによる経営支配権取得の是非をめぐる株主の判断が議決権行使結果に反映されない条件が整っていたといえる**。したがって、本件では、裁判所は、株主の「判断の正当性を失わせるような事情」があったと判断すべきであった。」

関連する委員発言

藤田委員：三ツ星事件については相当性の文脈でよく語られるが、対抗措置の対象となる株主が拡大するおそれがあるという問題は、賛成しないということにより、自分もサンクションの対象とされるおそれがあるという状況があることから、株主総会の承認が歪められていたという面もあり、これは株主の意思確認の在り方にもつながる話で、この観点からも検討すべきではないか。(第2回)

(参考) 企業価値研究会の報告書 (2008年) の記載

「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」の記載

(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)

(中略)

…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 (注20)。そして、仮に発動するとしても、後述のとおり、発動について必要性和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、買収防衛策の発動について多数の株主から賛成の意思表示を得たからといって、直ちに当該買収防衛策が正当化されるということにはならない点に留意すべきである。すなわち、適法性との関係では、株主の意思を確認するに当たって取締役会が株主に対する説明責任を果たしたかどうかのほか、買収者の属性、買収提案の内容や被買収者の株主構成などの点が買収防衛策の発動の公正性…を判断する上で勘案されるべきものと考えられる。

(注20) 買収開始前に、買収防衛策の内容が開示されている場合においても、買収者が合理的な手続を遵守し、株主が適切な判断をするための時間・情報や買収者・被買収者間の交渉機会が確保されたときは、原則として、買収の是非に関する株主の意思は、株主が買収提案に応じるか否かの意思決定、あるいは、株主総会における取締役の選解任についての株主による選択を通じて表明されることが想定されている。

必要性の要件と判断者との関係②—導入について株主総会の決議を経ることの意義

- 対抗措置の導入について株主総会の決議を経ている場合、裁判所は、「主要目的ルール」には言及せず、買収防衛策自体の内容及び対抗措置の発動の適法性について審査している（日邦産業事件）。
- 導入時に株主総会の決議を経る場合、適法性に関し以下のような考慮がなされ得ると整理できないか。
 - 会社の利益の帰属主体である株主の合理的意思に依拠することを示す事情となること
 - 導入時に株主総会で決めた方針に基づき、恣意性・裁量性が制約された中で取締役会が対抗措置を発動するのであれば、株主の合理的意思の範囲内であると考えやすいこと

必要性の要件と判断者との関係③—取締役会限りでの発動について

- 従来、企業価値・株主共同の利益をき損することが明白であると認められるような「濫用的な買収」に対しては、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と考えられてきた（ニッポン放送事件）。他方で、特に有事導入型においては、買収の是非を巡って現に争いになっており株主の関心も高く、また、株主総会を（事後であれ）開催することとしていなければ、司法で争われた際に防衛策を差し止める司法判断となる可能性があることからすれば、「真の株主意思」とは逆に買収が進むという結果になりうる。
- したがって、取締役会として「濫用的な買収」だと考える場合にも、基本的には、積極的に株主意思を確認することが適当であり、この点も含めた判断を株主に問うことが合理的ではないか。
- 他方で、かかる株主の判断によらず、「濫用的な買収」であることを取締役会が外形的事実から疎明する場合、いわゆる「高裁四類型」の他にどのようなものが考えられるか。また、取締役会限りの判断により発動することが認められるとすれば、それは株主意思との関係で、どのような理由によるか。

【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不公正発行に該当し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

(参考) 現行の買収防衛指針における株主の消極的な承認に関する考え方

- 現行の買収防衛指針は平時に買収防衛策を導入することを想定したものだが、株主の合理的な意思に依拠したものであることを裏付ける事情として、「株主の総体的意思によって廃止できる手段（消極的な承認を得る手段）を設けていること」を掲げている。

「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年）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。

関連する委員発言

藤田委員：従来の指針にあった、取締役会決議で平時に買収防衛策を導入した場合でも、一定期間経過すれば株主の消極的な承認があるから発動も許容されるという考え方は見直して、発動について事後的にでも株主の意思を確認することとした上で、その代わりにその意思確認の中身については柔軟に考えていく方が整理としては素直だと思う。明示的な株主意思の確認がない場合でも、株主が買収防衛策を廃止するという選択肢を有している以上は、それが無い限り株主の承認があるとみなして買収防衛策を承認することは、アメリカの判例法の発想に近いものであるが、日本の判例の発想とはあまり整合的ではないので、混線させないほうが、ロジックとしては一貫すると思う。（第2回）

時間・情報・交渉機会の確保

- 近年の有事導入型の事例では、買収者が対応方針における手続ルールに違反したことを契機として対抗措置が発動されており、従来から買収防衛策の意義とされてきた時間・情報・交渉機会の確保の目的との親和性があったものと考えられる。
- 他方で、時間・情報・交渉機会の確保を奇貨として、買収者に対して延々と情報提供を求めることを可能とするような設計や運用を行うことや、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。
 - 対象会社が、株主意思確認総会の開催や取締役会の意見の形成のために必要な時間を確保すべく、市場内買付け・公開買付けのいずれの場合についても、例えば公開買付け期間の上限と同じ60営業日まで買収の実行の停止を買収者に対して求めることは合理的であると考えられないか。
 - また、情報の開示についても、市場内買付けの場合には、買付の目的や買付数、買収者の概要、買収後の経営の基本的な方針等について、公開買付け届出書における記載内容と少なくとも同程度の情報提供を買収者に対して求めることは合理的であると考えられないか（公開買付けの場合は制度で一定の手当てがなされている点をどう考えるか（次ページ参照））。
 - 企業価値を毀損するかどうかという観点から、買収後のステークホルダー（従業員、主要取引先等）の取扱いが株主にとって重要な判断材料となる場合には、これに関する情報の提供を求めることは合理的と考えられないか。

関連する委員発言

松倉委員：買収者が開示する情報がステークホルダーにとって十分な水準に達していない場合があるため、平時・有事問わず、買収する側・買収される側双方の予見可能性を高めるために、買収者が合理的・具体的な提案を出すことを指針で明確に記載すべきである。（第2回）

(参考) 2006年改正による公開買付制度の見直し

- 2006年、証券取引法（現・金商法）の改正が成立し、公開買付規制の対象の拡大や情報提供の充実、公開買付期間の伸長等を含む公開買付制度の見直しがなされた。当該改正により、時間・情報・交渉機会の確保の要請は、2005年の買収防衛指針の頃よりも低下しているとの指摘もある。
- 公開買付規制に基づく制度的な規律について、買収防衛策による補完が必要だとすれば、それはどのような事柄か（例えば、市場内買付けが対象となっていないことが挙げられるが、公開買付けによる場合でも、制度的な規律に加えて、十分な時間・情報等を確保するために必要な事柄があるとなればなにか）。

2006年改正による公開買付制度の見直しの概要

① 脱法的な態様の取引への対応

- 市場内外等の取引を組み合わせた急速な買付けの後、所有割合が3分の1を超えるような場合に公開買付規制の対象となることを明確化

② 投資者への情報提供の充実

- 公開買付届出書における開示の充実
- 買付対象者による意見表明の義務化
- 買付対象者が買付者に対して質問を行う機会の付与

③ 公開買付期間の伸長

- 実日数ベースを営業日ベースに変更（20営業日～60営業日）
- 対抗提案を提示し、株主に十分な熟慮期間を与えるために必要な場合には、30営業日まで買付対象者による公開買付期間の伸長を容認

④ 公開買付けの撤回等の柔軟化

- いわゆる買収防衛策が発動された場合等に、公開買付けの撤回や買付条件の変更を容認

⑤ 全部買付けの義務化の一部導入

- 公開買付け後、上場廃止等に至るようなケースにおいて株主を保護する観点から、買付け後の所有割合が3分の2以上となる場合に応募株式の全部を買い付けることを公開買付者に義務付け

⑥ 買付者間の公平性の確保

- ある者が公開買付けを実施している期間中、3分の1超所有している別の者がさらに買付けを進める場合、公開買付けを義務付け

(参考) 過去の指針・報告書における記載内容

「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」の記載

(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

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。

このような恣意的な運用がなされないのであれば、株主が買収の是非を適切に判断するための時間や情報を確保する場合や、被買収者の取締役会が、株主のために、買収者との交渉を通じてより良い買収条件を引き出すための交渉機会を確保する場合においては、当該取締役会が買収防衛策を導入し、さらに、合理的と認められる範囲の手續に反して一時停止しない買収者に対し、これを発動することが認められうる。

(中略)

③ 株主に対する情報開示の水準

この(3)の範疇では、買収防衛策により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ことが目的であるため、株主に対する情報開示の在り方が重要となる。

(a) 被買収者側の情報開示の在り方

既述のとおり、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。

ただし、経営ビジョンや経営方針(上記(i))については、これを平素から開示しておくことが株主に対する責務である。そして、それが十分行われていれば、実際の買収局面においては、同様のものを必要に応じて時点修正等を行った上で、株主に対して提示することも考えられる。

(b) 買収者側の情報開示の在り方

買収者はデューデリジェンスを行っていないことと、買収者が買収後の利益等の具体的な数値まですべてを開示することは自らの手の内をさらすことになり買収戦略上も困難が生じることからすれば、買収者による情報開示にはおのずから限界がある。すなわち、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。

「強圧性」に関する再整理—構造的な強圧性への議論対象の限定

- 買収の「内容」の問題と混在した議論を避ける観点からは、**対抗措置の必要性を基礎づける強圧性は、純然たる買収の「手法」（ないし構造）が問題となる場合に議論の対象を限定すべき**ではないか。
- また、買収手法により生じる構造的強圧性の性質や程度を、**市場内買付け、公開買付け（全部／部分）に区別して検討する必要がある。**

※企業価値を損なう買収提案であるにもかかわらず株主が十分な情報がないままに誤信して買収に応じてしまうおそれ（いわゆる株主誤信型ないし「**実質的強圧性**」）は、時間・情報・交渉機会の確保の中で議論すべき問題と整理してはどうか。

※また、買収者の「属性による強圧性」は、買収の内容に関わる、もしくは**会社の企業価値または株主の共同利益が害されることが明白な買収（濫用的な買収）かどうかの問題**であると整理してはどうか。

● 強圧性＝「**構造的強圧性**」

取引の**構造上**、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

市場内買付けにおける構造的強圧性

公開買付け（全部買付け・部分買付け）における構造的強圧性

- 株主誤信型・「**実質的強圧性**」
- 買収者の「**属性による強圧性**」

時間・情報・交渉機会の確保や濫用的買収の防止等として議論すべき問題

(参考) 構造的な強圧性の具体例

構造的な強圧性の問題は、以下の設例によって示される。いずれの場合も、強圧性により望ましくない買収が実現するおそれは否定できないが、そのようなおそれは、市場内買付けや部分公開買付けの方が、全部公開買付けよりも多く存在すると指摘される。

設例

以下のような前提のもとで、ある買収者が対象会社を買収しようとしていると想定。

- ・ 対象会社の発行済株式：100万株
- ・ 買収が実現しないときの企業価値：9,000万円（90円／1株）
- ・ 買収が実現したときの企業価値：5,000万円（50円／1株）
- ・ 買収が買収者にもたらす私的利益：3,000万円

※買収者が対象会社の発行済株式の50%（50万株）を取得すると、買収（支配権取得）は実現するものとする

※買収が実現した場合の企業価値と私的利益の合計は8,000万円であり、実現しない場合の企業価値（9,000万円）を下回るため、非効率な買収。

市場内買付けの場合（買収者が50%を取得するまで市場において1株100円の買い注文を出し続ける場合）

100円の買取価格は、①の場合、②の場合のいずれの価値をも上回るから、買収に応じることが合理的。

⇒先に市場に売り注文を出した株主から早い者勝ちで株式は買われていき、非効率な買収は実現。

	①買収が実現する	②買収が実現しない
買収に応じる	100円	100円
買収に応じない	50円	90円

部分公開買付けの場合（買収者が1株100円で50%を上限とする部分公開買付けをする場合）

①及び②の場合、応募しない場合の価値よりも応募した場合の買取価格の方が高いため、買収に応じた方が有利。また、③の場合も、個々の株主の保有株式数が十分に小さいときは、ほとんどの株式を100円で買い取ってもらえるため、買収に応じた方が有利。

⇒買収に応じることが合理的な行動となり、望ましくない買収が実現。

	①その株主の応募にかかわらず買収が実現する	②その株主の応募にかかわらず買収が実現しない	③その株主が応募して初めて買収が実現する
買収に応じる	100円	100円	一部100円／残り50円
買収に応じない	50円	90円	90円

全部公開買付けの場合（買収者が1株80円（※買収者にとって採算が取れる限界の価格）で上限なしの全部公開買付けをする場合）

①の場合は自分も応募することが合理的、②の場合は自分も応募しないことが合理的な行動。他方で、①が実現する場合は80円、②が実現する場合は90円を享受できるため、他の株主はおそらく「買収に応じない」だろうと想定し、自分も「買収に応じない」を選択する。

⇒望ましくない買収は実現しない可能性の方が高い。

	①他の株主が全員応募する	②他の株主が全員応募しない
買収に応じる	80円	80円
買収に応じない	50円	90円

(参考) 過去の指針・報告書における記載内容

1 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則について

買収防衛指針の記載

(注1) 株主共同の利益を確保し、向上させる防衛策の代表的なものとしては、次のようなものが考えられる。

(中略)

③ **強圧的二段階買収**（最初の買付で全株式の買付を勧誘することなく、二段階目の買付条件を不利に設定し、あるいは明確にしないで、公開買付け等の株式買付を行うことをいう）**など株主に株式の売却を事実上強要するおそれがある買収を防止するための買収防衛策**

2. 敵対的買収による弊害の類型

企業価値報告書の記載

(中略)

(1) 構造上強圧的な買収

敵対的買収の中にも、買収目的や手法が構造的に株主の利益や会社の利益を損なうものがあり、その典型は、グリーンメール、二段階買収である。

(グリーンメール)

株式を買い占め、その株式を会社側に対して高値での買い取りを要求する行為のことをいう。このため、グリーンメールは、買収者のみが他の株主の損害の上で利得を得る買収であり、企業価値を損なうのは明らかである。…

(二段階買収)

最初の買付条件を有利に、二段階目の買付条件を不利に（あるいは明確にしないで）設定するような行為のことをいう。すなわち、最初の買収に応じなければ不利益を被るような状況を作り出し、株主に売り急がせる買収手法である。…

(2) 代替案喪失と株主誤信

…株価が低迷するなどの中で価格が不適切な買収提案が行われ、代替案を提示する余裕を与えないような類型（代替案喪失類型）、株主が情報不足で現経営陣の経営よりも相対的に劣る敵対的買収提案が成立するおそれがある場合（「株主誤信類型」）の2つであり、ともに企業価値に対する脅威をもたらすとされる。

(代替案喪失類型（機会損失類型）)

経営陣に代替案を提示する時間的余裕を与えないような買収類型。例えば、株価が低迷する中で買収提案がなされ、買収価格は不適切だが、事前に買収者が現経営陣と十分な協議を行うことなく、いきなりT O Bを仕掛けるようなケースの場合、現経営陣がより優れた代替案を提示する機会が失われ、結果的に株主の利益も損なわれることになる。…

(株主誤信類型)

企業価値を損なう買収提案であるにもかかわらず、株主が十分な情報がないままに、誤信して買収に応じてしまう類型である。例えば、企業の将来の成長性や過去の投資の効果、さらには買収者の提案内容が不明確な場合には、株主が十分な情報がないまま買収価格の高低のみで判断を行い、企業価値を相対的に損なう提案が成立する可能性がある。ステークホルダーから株主への所得分配を目的とする買収提案は、短期的には株主価値を上げるが、企業価値にはマイナスの影響を及ぼす。…

関連する委員発言

太田委員：ニッポン放送事件においても、ライブドアがその後粉飾で上場廃止になっており、今から振り返って考えると買収者の属性に問題があったと評価されておかしくない事案であり、東京機械製作所事件でいえば、アジア開発キャピタルも、当初から特設注意銘柄で、今年に入ってから、SESCから課徴金が課され、当時の社長の公私混同を指摘する監査役会の報告書が出されるなどの事情も生じている。このようなことを踏まえると、「強圧性」といった場合に、必ずしも買収手法に関する強圧性に限らず、買収者の属性に基づく強圧性もあるのではないか。（第2回）

井上委員：強圧性に関する先行研究では基本的には二段階買収における強圧性の問題がハイライトされている。その意味で、公開買付けによる全部買付けで二段階目の買収について公開買付価格と同じ価格でスクイズ・アウトを行うことを表明している場合には、強圧性がかなり解消されており、これに対して買収防衛策を導入することには慎重に考えるべきではないか。

二段階目で公開買付価格と同一価格でスクイズ・アウトすることを表明することで、一段階目で売り急ぐという意味での「強圧性」は制限できるので、買手の「属性」による強圧性は、（買収防衛策導入の理由として）正当化することは難しく、また「属性」の事前の判断も難しいのではないかと感じる。公開買付価格と同一価格でスクイズ・アウトすることを表明した公開買付けや全部買付けについては強圧性が制限されていることとのバランスを考えると、買手の「属性」による制限は必要ないのではないかと感じている。（第3回）

三橋委員：我々が、買収を仕掛けられた企業と買収者側の双方の意見を聞く場合、悩ましいと感じる場面がよく問題となるのは「強圧性」という言葉である。強圧性という言葉が広範に使われ、「強圧性があるから買収防衛策を導入すべき」という形式的な議論になっている点を懸念しており、強圧性についての分類は重要と考えている。（第3回）

田中委員：「強圧性」について紹介する論文を書いた際に、アメリカでは「構造的強圧性」と「実質的強圧性」があり、「実質的強圧性」という実質的な話まで「強圧性」に含まれるようになってきて、用語が混乱しているというアメリカの学者の議論をうけて、自分の立場として「強圧性」は「構造的強圧性」の意味でしか用いていないこととしている。「実質的強圧性」を言い出すと、防衛策の合理性が認められる場面が拡大して、元々の言葉の意味が不明確になってくる。他の会社法学者も「強圧性」といったときに「構造的強圧性」の意味で用いていると思うし、日本の裁判所も基本的に「構造的強圧性」に着目して「強圧性」を用いていると思われる。アメリカデラウェア州最高裁判例でも「実質的強圧性」を用いているので使ってはいけないということではないが、言葉遣いを不明確にしていると思われる。対象会社株主の誤信のおそれや十分な情報が得られないこと自体も買収提案に対する取締役会による何らかの行為を正当化することはあるかもしれないが、「強圧性」という言葉を使わずに、「誤信のおそれ」という言葉を用いた方がよく、「強圧性」の中身を拡大しない方がよい。同様に、また、「属性による強圧性」についても、買収者が対象会社を買収した後でアンフェアな取引をすることによって対象会社の企業価値を毀損するおそれがある点に着目しているのであれば、そのような中身を用語として説明すればよい。「強圧性」という言葉自体は、取引の形態から、売却しないでいると売却した場合よりも不利に扱われるという懸念から対象会社株主に売却のプレッシャーを与える結果、賛成しない買収に対しても株式を売却するというものであり、その意味に限って使ったほうが良い。（第3回）

武井委員：「強圧性」について、最終的には企業価値を損なう買収なのかどうかという議論の中での話なのだろう。関連するが、100%現金買収の場合においても、企業価値を損なうかどうかについては、田中委員が挙げられたような具体的な事例でどう考えるかも含めて、頭の整理が必要。なお、100%現金買収の場合等であっても買収防衛策が不要ということにはならない。そうでないと情報開示としてのインフラとして必要なことについても全否定することになる。「買収防衛策」の用語・機能が誤解されている面だと思う。（第3回）

「強圧性」に関する再整理—市場内買付け

- 市場内買付けの強圧性については、公開買付けと異なり、定型的・類型的に判断することは容易ではないが、企業価値を下げる可能性がある買収の場合には、そうであるがゆえに、買収を成立させやすくなる側面が指摘される。また、案分比例方式により買付けが行われる部分買付けと異なり、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、公開買付けよりも深刻な強圧性を株主に与えやすいことを指摘する意見もある。
- 市場内買付けの強圧性には裁判所も言及している（東京機械製作所事件）が、同事案は、買収者が3分の1を超える株式を短期間に取得していたもの。株式の取得の規模や期間等によっても、強圧性の程度には違いがありうるか。

※なお、東京機械製作所事件においては時間・情報の不足と「強圧性」が関連付けられているが、両者は別個に考慮されるべき事由と考え、時間・情報が十分に与えられる場合であっても生じうる問題のみを強圧性の対象と整理することでどうか。

「強圧性」に関する裁判所の評価

東京機械製作所事件

- 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・・・

「強圧性」に関する再整理—公開買付け（全部買付け・部分買付け）

- 強圧的二段階買収（下記③）については、強度の強圧性があり、対抗措置の必要性が高いと考えられる。他方、そこまでではないものの強圧性が指摘される少数株主として残存する可能性のある公開買付け（下記②）の評価をどのように考えるか。

※下記のほか、二段階買収において、一段階目の買収完了後、二段階目のスクイズ・アウトまでに時間差がある場合、株価が変動する等の理由から、一定の強圧性が存在するとの指摘もある。このような時間差を理由とする強圧性に関しては、可及的速やかにスクイズ・アウトを行うことで相当程度解消されるものと考えられる。

① 強圧性の排除の工夫をした公開買付け

例えば以下のような場合には、強圧性が相当程度解消されていると考えられる。

- 「オール・オア・ナッシング」のオファー：上限を設定せず（全部買付け）、買付後の株券等所有割合が3分の2となるように下限を設定し、公開買付け成立後に公開買付価格と同額でキャッシュ・アウトを行うことを予告する二段階買収
- 公開買付期間の延長等と組み合わせる方法
 - ・ 上限を設定せず（全部買付け）、買付後の株券等所有割合が過半数となるように下限を設定し、下限を満たす応募が集まった場合には買付期間を延長することが、公開買付けの開始時に公表されている買収
 - ・ 買付後の株券等所有割合が過半数以上となるように上限を設定（部分買付け）、買付後の株券等所有割合が過半数となるように下限を設定し、下限を満たす応募が集まった場合には買付期間を延長することが、公開買付けの開始時に公表されている買収

② 少数株主として残存する可能性のある公開買付け

- 上限が設定されている場合（部分買付け）、少数株主が残存するため、企業価値を下げる可能性のある買収に応じる強圧性が生じると指摘されている。
- 上限を設定しない場合（全部買付け）、搾取的な買収等のおそれは相対的に小さくなりうるが、下限の設定がない、もしくは、下限が非常に低く設定されている場合には、公開買付けが成立しても、**キャッシュ・アウトがされず少数株主を残存させる可能性が高いため、部分買付けと同様の強圧性の問題が生じうる**（関連して、次ページ参照）。

③ 強圧的二段階買収

最初の買付条件を有利に、二段階目の買付条件を不利に設定する、あるいは明確にしないで行う買収（強圧的二段階買収）については、**強度の強圧性が指摘されている。通常、買収防衛策の発動要件とされている。**

低い

強圧性の程度

高い

(参考) 日本アジアグループ事件・富士興産事件における強圧性の評価

- 一定の場合にキャッシュ・アウトが予定された全部買付けの強圧性が問題となった日本アジアグループ事件及び富士興産事件では、類似のスキームが採用されていたにもかかわらず、裁判所の評価は大きく異なる。

※学説上、これらの事案における強圧性の評価は分かれるところ。他方、裁判所の評価が異なった理由は、富士興産事件では、株主総会において株主意思を確認することを正当化するための理由として強圧性を掲げているのに対し、日本アジアグループ事件は、取締役会限りで導入・発動された買収防衛策を正当化するほどの強圧性はなかったとしたものであり、両事件で強圧性の位置づけが異なっていたことにあるとする指摘もある。

	日本アジアグループ事件	富士興産事件
買収スキーム	<ul style="list-style-type: none"> ● <u>全部買付け</u> ● <u>上限なし、下限なし</u> ● TOB終了後に総議決権数の<u>40%以上を保有する場合、TOB価格と同額のキャッシュ・アウトの予定あり</u> ● TOB開始時の所有割合は<u>31.12%</u> 	<ul style="list-style-type: none"> ● <u>全部買付け</u> ● <u>上限なし、下限40%</u> ● TOBが成立した場合、<u>TOB価格と同額のキャッシュ・アウトの予定あり</u> ● TOB開始時の所有割合は<u>16.75%</u>
「強圧性」に関する裁判所の評価	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 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け価格と同額によるスクイーズアウトが予定されている。 ➢ <u>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。</u> 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 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け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、<u>強圧性の問題が全く生じないとはいえない。</u>

MoM決議の許容範囲に関する考え方

- 市場内買付けには、情報開示や強圧性に関する問題点が指摘されるのに対して、公開買付け（部分買付け）には金商法に基づく公開買付規制が適用されることにより、問題の程度についても一定の違いが存在すると考えられる。
- MoM決議の許容範囲については、両者を区別した上で議論することが適切ではないか。

市場内買付けに係る問題点の指摘	公開買付け（部分買付け）の場合の違い
<p>① 公開買付けの場合（金商法27条の3第2項各号）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。</p> <p>② 公開買付けの場合のような、情報開示（金商法27条の2等）や買付方法に関する規制（金商法27条の13第4項・5項等）が存在しない。</p> <p>③ 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。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 部分買付けであっても公開買付けである以上は、公開買付規制に従って、対象会社の株主は、市場内買付けの場合には得られない情報や検討期間が保障される。 ● 市場で保有株式の売り注文を出した株主が「早い者勝ち」で株式を買い取られることになる市場内買付けと異なり、部分買付けにおいては、応募株主は、応募の先後を問わず平等な条件（按分比例方式）で株式を買い取られることから（金商法27条の13第5項）、株主が買収実現前にいち早く株式を売るように動機づけられるという強圧性の問題は、市場内買付けほどには深刻でないとも考えられる。 ● 部分買付けを含む公開買付けでは別途買付禁止（金商法27条の5）が課されるため、部分買付けを開始した買付者が、対抗措置の発動を諮る株主総会の基準日までに株式を買い増し、対抗措置発動を困難ならしめることもできなくなっている。

（出所） 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」旬刊商事法務2287号（2022）

MoM決議の許容範囲に関する考え方—市場内買付けの場合

- 市場内買付けには、前述のとおり情報開示や強圧性の問題が指摘される一方、株主総会基準日までに急速な市場内買付けを行った場合、対抗措置発動の議案の成立を妨げることが可能となりうる。このような問題の解消のために、MoM決議を用いることも合理的な場合がありうるのではないかと。
- 東京機械製作所事件は、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。他方で、3分の1を下回る場合でも、会社の経営に相当程度の影響力を行使できる場合があること、対抗措置の発動を阻止できる場合があることからすれば、一般的に防衛策の閾値とされる20%程度の株式の取得に対して、MoM決議に基づく対抗措置の発動を行うことも合理的な場合があるのではないかと。
- ただし、経営陣の保身動機や株主の売却機会を奪う等の弊害もありうることからすれば、市場内買付けであっても、MoM決議の濫用的な利用がなされてはならず、対象会社において以下の点に留意が必要ではないかと。
 - 防衛策導入までの事前の株式取得 (toehold) の割合・経緯、買収者の行動、買収の規模・手法等の事情を考慮したうえで、当該事案においてMoM決議が必要であることの十分な説明がなされるべきではないかと
 - 取締役会による十分な検討・交渉、独立した特別委員会による十分な検証等、発動の決定過程の公正さを十分に担保するべきではないかと

MoM決議の許容範囲に関する考え方—公開買付けの場合

- 前述のとおり、公開買付け（部分買付け）については、公開買付規制が適用されることにより、情報開示や強圧性の問題の程度や、急速な買い増しによる対抗措置発動の阻止のおそれ等が、市場内買付けよりも相対的に小さいと考えられる。
- 株主が公開買付けへの応募という形で意思表示をする機会を確保する要請等とのバランスからすれば、公開買付け（部分買付け）については、MoM決議の利用は制限的であるべきであり、普通決議に基づくことが望ましいのではないか。
- ただし、上記に関わらず、市場内買付けによって20%程度を超える株式を取得した直後に、公開買付けを開始するような場合には、実質的には市場内買付けと同一の問題が生じるため、公開買付けに対するものであるとしても、MoM決議を利用することが合理的な場合がありうるのではないか。

※MoM決議を許容するための根拠として、（市場で急速に買い進められてしまうと、株主意識確認総会を行う意義を没却するという点以外に）例えば以下のような点も指摘されるところ。MoM決議の濫用的な利用を回避する観点からは、これらの根拠を理由に公開買付けについてMoM決議を利用することについても制限的に考えるべきではないか。

- 買収者とその関係者は、買収の成立によって対象会社の株主の共通利益が上昇するかどうかと無関係に買収に賛成するため、（強圧的な）買収の是非に関する投票結果を歪める。
- 裁判所が、当該買収そのものが企業価値を損なう買収であるとの疑いを一定の事実に基づき認定できる際に、その評価を強固なものとするために、便宜的に一般株主の意思を参考にする。（買収の実質面に踏み込んで判断する場合 cf. ニッポン放送事件高裁決定）
- 買収手法等が濫用的であると評価できる場合（例えば、買収に先立つ株式取得に関して意図的に大量保有報告書提出義務を怠ったと評価できる場合等）に、議決権排除のサンクションを認める。

関連する委員発言

藤田委員：難しいのは、事後の承認でよいとする場合に、承認の要件は何なのか、たとえばMoM決議でもよいのかどうかといった点である。この点はおそらくは一律に定まるものではなく、買収者の対応等を踏まえると色々なバリエーションが考えられる。どの要素でどのように要件が変わってくるのかについては、判例法上も全く明らかではないし、ここが今回の研究会でも一番検討すべき課題だろう。そのこととの関係で、「強圧性」なるものの言葉の意味や、それがどのような形で株主の意思決定に影響を及ぼすかについても検討することになると思う。（第2回）

武井委員：MoM決議について。手続違反をした者に対する規律も必要で、また日本の現状の法制度、特に市場買付けに関する制度からすると、「3分の1以下だからといってMoM決議は利用できない」といった話ではおよそないだろう。（第2回）

田中委員：東京機械製作所事件が、急速な市場買付けが規律されていない現状で起きた事案であり、その中でMoM決議による対抗措置を認めたのは適切と考えているが、他方で、MoM決議がどのような場面で認められるのか不確実性が高まっており、強い懸念が市場で生じているのではないかと。アメリカと違って、日本の裁判所は、取締役会決議に基づく対抗措置の発動に対して厳しい姿勢を取っているなかでの解決策として、MoM決議という手法が出てきたのだと思うが、例えば、TOBに対してMoM決議で対応することはかなり慎重になる必要があるだろう。他方で、市場買付けに対してMoM決議による対抗措置発動については、3分の1に達していなくても、相当、会社の経営に影響力を行使できるようになるし、その後TOBを行った段階での対抗措置の発動を阻止できる程度の議決権を取得できるので、先行する裁判例よりも低い保有割合でも、MoM決議を利用できると解しているのではないかと。（第2回）

太田委員：MoM決議については、3分の1に拘泥する必要はないと考えている一方で、MoM決議を余り安易に認めるべきではないとも考えている。東京機械製作所事件は、代理人であった自分としては、本来ならば取締役会限りで買収防衛策を発動できると考えていた事案であるが、裁判所は株主意思に基づくことが必要というであろうから、そのことも考慮して万全を期してMoM決議をとって対応したという事情がある。この件の裁判所の各決定では、たまたま対象会社株式の3分の1を超えた割合を市場内で買い占められていたことが対抗措置発動の適法性を認める理由の1つとされているが、色々な事情を考慮して、低い割合でも株主意思の確認がとれたと評価すべき場合もあるだろうから、必ずしも「3分の1」にこだわるべきではないと思う。（第2回）

市川委員：MoM決議については、個別事案として東京機械製作所事件の決定は理解できるが、まずは、真摯ではない買収者を律する制度を優先して検討すべきだと思う。そのような整備が進んだ中で、MoM決議が利用できる場面は限定的にすべきであろう。（第2回）

石綿委員：Toehold（事前取得）について、日本の場合、有事の際、株主意思を株主総会で確認し、承認されれば、防衛策の必要性が肯定されることになっている。そうすると、株式を事前買い増しておけば、株主意思確認総会で有利に働くことが一つの大きな背景としてある。MoM決議が使われれば一応の牽制にはなると思うが、本質的には、公開買付規制のあり方を見直すべきだろう。（第3回）

(参考) MoM決議・市場内買付け・部分買付けに関する大手機関投資家の意見

- いずれの点についても賛否両論の意見がみられる。
- MoM決議については、少数株主保護の観点から評価する意見もあるが、否定的な意見も多く見られた。他方、買収方法としての市場内買付けや部分買付けについては、それ自体を禁止する規制はないものの、当該買収の透明性を求める意見も示されている。

	意見の内容
MoM決議	<ul style="list-style-type: none">● 東京機械製作所事件でMoM決議が使われて、裁判所がそれを有効としたのは進歩だと思う。普通の株主総会で決議をすると買い上がった株主が存在するので不利になるが、MoMを採用することで、買い上がった株主の議決権はカウントされないのが、少数株主の保護に繋がる。ただし、株主の構成として与党株主が多い場合、与党株主が賛成することで経営陣の保身に繋がるということはあるので、善し悪しがあると思う。(機関投資家①)● 今後MoM決議が一般的に広がるというのではなく、急激に市場内で買い進められたときのような非常に特殊なケースの対応に限られなければ困ったことになると思う。(機関投資家②)● MoM決議は裁判例が出ているが、株主平等原則からは違和感を覚える(機関投資家③)。● MoM決議については、その適用範囲について疑問に思っている。平時の取締役選任議案等もMoM決議が使えるようになるべき。(機関投資家④)
市場内買付け	<ul style="list-style-type: none">● タイムラグはあるものの大量保有報告書も提出されるので、市場買付けもルールに則った上で行うのであれば問題視するほどのものではないのではないか。(機関投資家①)● 買収者側の行動として市場で一定程度買い付けた上でTOBをかける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②)● 大量取得をするのであれば、市場内買付けではなく、TOBでやるのが筋だと思う。(機関投資家③)
部分買付け	<ul style="list-style-type: none">● 現状としては合法で、それに制約をかけるとなれば株主の自由な売買に制約をかけることになり相当のロジックが必要(機関投資家①)● アクティビストだから排除するということではないが、例えば部分買付けで少数株主が残るということであれば、買収者にはきちんと説明を求めたいと考えている。(機関投資家②)● 買収して非上場化するのであれば、要請があった場合は全部買い取るようにしてもよいと考えている。少数株主を残して非上場になるというのは避けるべき事態だと思う。(機関投資家③)

(参考) 英国における部分TOBの多数決要件

- 英国では、30%以上の株式取得を目的とする部分公開買付けの際には、対象会社株主に対して、公開買付けに応募するか意思表示とは別に、当該公開買付けそれ自体を承認するかどうかの意思表示をさせるとともに、成立の条件として、**対象会社の「買付者又はその関係者から独立した株主」が有している議決権の過半数が、公開買付けを承認**することを要求。

※この規制の背景には、英国法上、新たに会社の支配権を取得する場合には、既存株主の過半数の承認を取得することを求めることで、その保護を図るという考え方がある点にあるとされる（新株発行の場合も、30%を超える株式を一人の株主に発行する場合には、既存株主の過半数の承認が必要）。

※なお、日本では上限付のTOBの場合でも株主の過半数の同意は原則不要としつつ、例外的にMoM決議による買収防衛策の発動で既存株主の保護が図られる可能性があるにとどまるのに対して、英国では30%以上の議決権を取得する場合（英国のパネルは30%以上の議決権の取得をもって支配権を取得したものとみなしている）には株主の過半数の同意を必要とすることで既存株主の厚い保護が図られているという点や、当該同意は株主総会による必要はない点、買収者自身が同意の主体となることは想定されていない点などで、発想や状況が異なるという指摘もある。

英国の規制

RULE 36. PARTIAL OFFERS

36.5 OFFER FOR 30% OR MORE REQUIRES 50% APPROVAL :

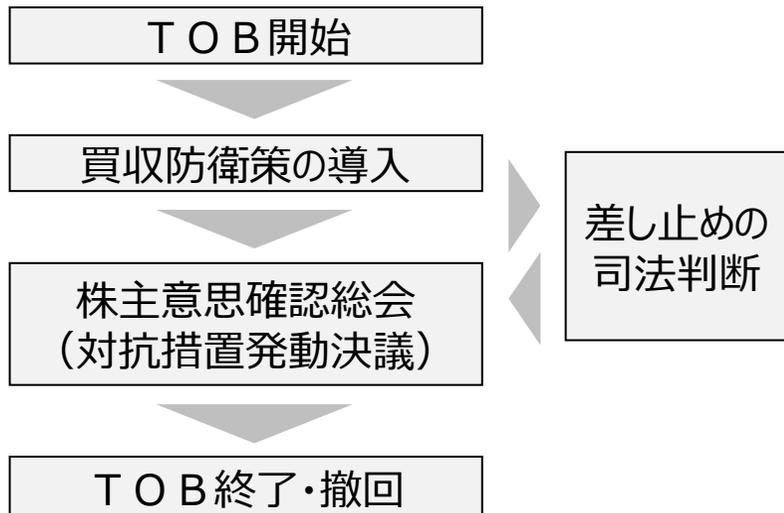
Any offer which could result in the offeror and persons acting in concert with it being interested in shares carrying 30% or more of the voting rights of a company must be conditional, not only on the specified number of acceptances being received, but also on approval of the offer, normally signified by means of a separate box on the form of acceptance, **being given in respect of over 50% of the voting rights held by shareholders who are independent of the offeror and persons acting in concert with it.** This requirement may on occasion be waived if over 50% of the voting rights of the offeree company are held by one shareholder.

取締役の選解任を通じて買収の是非を争うケース

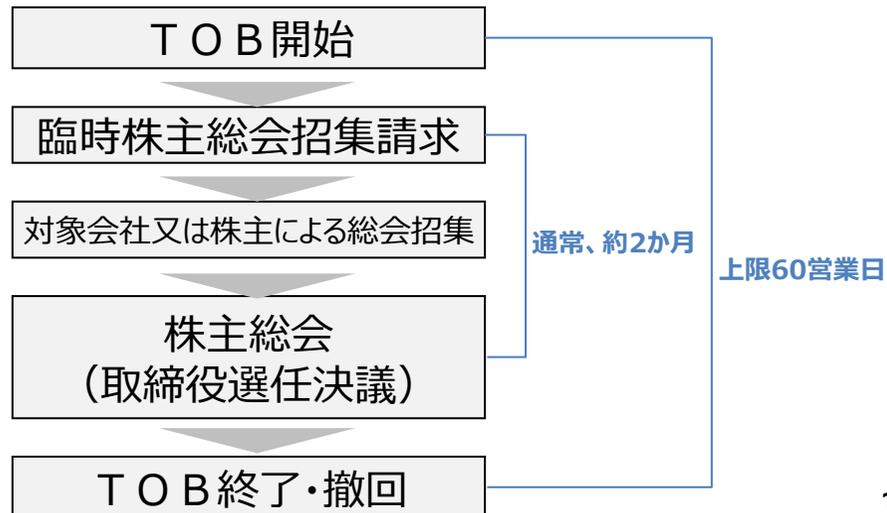
- 日本ではこれまで一般的ではないが、特に以下のような場合には、買収者にとっては取締役の選解任を通じて株主総会で買収の是非を争うという選択肢がある。
 - ① 買収者が経営支配権を得て自ら経営しようとしている場合
 - ② 買収提案や買収防衛策への対応を巡り、買収者が社外取締役の対応を問題視する場合
 - ③ MoMが適用されない取締役の選解任議案を株主総会で決議することを買収者が望む場合
- ただし、この場合、買収者が(i)株主総会招集請求権を行使する、(ii)最適と考える取締役候補者を検討・準備するなど、買収者側が積極的なアクションをとる必要がある。

手続の流れのイメージ (TOBの場合)

買収防衛策を巡って争うケース



取締役の選解任を巡って争うケース



対抗措置の相当性—損害軽減措置

- **損害軽減措置としての金員の交付**については、2008年の「在り方報告書」において否定的な見解が示されており、**近時の裁判例でも、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が示されたところ**（日邦産業事件）。
- 有事導入型では、**いわゆる「第二新株予約権」を交付**することにより、**一定の限度で損害を軽減する仕組みが採用されることが多くなっており、近時の裁判例でも相当性を基礎づけるものとされている**（富士興産事件、東京機械製作所事件）。他方で、かかる仕組みでは、**防衛策導入時に買収者が保有している割合は維持**することが想定されるところ、**これをさらに下回るまで希釈化させる対抗措置であっても、相当性が認められる余地はあると考えるべきか**（次ページとも関連）。

※なお、「第二新株予約権」では、一定期間（10年など）の経過後に、未行使の新株予約権を金銭を対価に取得できるとされるが、かかる金銭の交付は裁判所によっても問題視されていないと考えられる。

新株予約権 無償割当て	取得の対価	適格者	普通株式の交付
		非適格者 (買収者)	(a) 金員の交付（ブルドックソース事件）
			(b) 「第二新株予約権」の交付（富士興産事件、東京機械製作所事件等）
		(c) 取得されない（当初の新株予約権を維持）（日邦産業事件）	

※ 「第二新株予約権」とは、①株券等保有割合が一定割合を下回った場合には当該割合を下回る範囲で行使することができるとの行使条件、及び、②一定期間経過後に、未行使の新株予約権を取得時点における時価相当の金銭を対価として取得することができるとの取得条項が付された新株予約権を指す。

※ (b)(c)については、第三者に譲渡することにより対価を得ることができることも、損害を軽減する措置であると考えられている。

(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。**

対抗措置の相当性—損害回避可能性・予見可能性と損害軽減措置との関係

- 近時の事例では、相当性について、下記のような認定がなされている。これらを踏まえると、**損害回避可能性・予見可能性は、損害軽減措置との相関によって判断される（損害回避可能性や予見可能性が認められる場合、損害軽減措置の要請は相対的に弱まる）**と考えられないか。

※なお、**過去の報告書においても、損害回避可能性や予見可能性（危険の引き受け）がある場合には、金員等の交付を行う必要がないとの指摘がなされており、同様の発想によるものと言えないか。**

- ◆ 買収者が買収を撤回・中止等すれば、対抗措置の発動による損害を回避できる場合で、「第二新株予約権」の仕組みを用いた場合について、相当性が認められている（富士興産事件、東京機械製作所事件）。他方で、**同じく「第二新株予約権」を用いたものでも、買収を撤回する方法が実質的に閉ざされていた場合に、相当性が否定されている（三ツ星事件）。**
- ◆ また、手続ルールを遵守すれば、対抗措置の発動による損害を回避でき、また、買収の開始前において防衛策の内容が開示されていたことから、**対抗措置の発動による希釈化が予見できた場合に、買収者から新株予約権の取得がなされない（金員等の交付もなされない）**仕組みになっても、第三者への譲渡により損害が軽減できるとして、**相当性が認められている（日邦産業事件）**

	富士興産事件	東京機械製作所事件	三ツ星事件	日邦産業事件
損害回避可能性	あり	あり	なし	あり
予見可能性 (危険の引受け)	—	—	—	あり
損害軽減措置	「第二新株予約権」	「第二新株予約権」	「第二新株予約権」	取得されない (当初の新株予約権を維持) ※第三者への譲渡は可能
相当性の認定	相当性あり	相当性あり	相当性なし	相当性あり

(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)

- 買収者は、…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。

関連する委員発言

武井委員：相当性について。第二新株予約権型でないとおよそだめかというそうではないはずで、手続違反に対する規律という観点から色々な選択肢が考えられるということについても整理しておきたいところ。（第2回）

買収者側からおよそ情報を出してもらえなかった等の手続違反がある場合に一定のサンクションがないと、手続としてそもそも機能しない。手続違反のときに相当性の規律としてどこまで求められるのか。（買収者による既取得分について）現状維持をしなければいけないとなると、買収者側が守る規律が乏しくなる。アメリカではおよそ発動されずに適切にルールが遵守されているのに、日本では買収防衛策が現に発動されそうになっていること自体がおかしく、ルールを守らなくても大丈夫という程度のサンクションしか認められないということがないように、規律を整理すべき。（第3回）

石綿委員：相当性の考慮要素については掘り下げて検討することができるのではないか。例えば、買収が開始されていなくて完全に撤回が可能な状況で買収防衛策が発動される場合には、もしかしたら損害回避可能性や予見可能性があるから損害軽減措置は問題にならないという整理はできるかもしれない。他方、撤回もできない状況では損害軽減措置の必要性は増すと思う。（第3回）

買収防衛策導入に関する適時開示の運用について

- 東証の開示ルールは、現行の買収防衛指針を踏まえ、買収開始前に導入されるものを対象にしていることから、平時導入型と有事導入型では、適時開示に関するルール・運用が異なる。

	平時導入型買収防衛策	有事導入型買収防衛策
買収防衛策の定義の該当性	<ul style="list-style-type: none"> ■ <u>買収防衛策の定義に該当する</u> 	<ul style="list-style-type: none"> ■ <u>「買収が開始される前に導入されるもの」に該当しない</u>
適時開示のルールと運用	<ul style="list-style-type: none"> ■ <u>上場規程における遵守事項として必要かつ十分な適時開示を行うこととされている。</u> ■ 開示の際は、「<u>買収防衛策</u>」という用語を用いる必要あり ■ 平時の対応であるため、<u>事前相談を公表の3週間前頃に行うことが通例</u> 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 上場規程の「買収防衛策」に係る<u>遵守事項の趣旨を踏まえ、株主による賛否の判断及び投資者による投資判断のために必要かつ十分な適時開示を行うことが求められている。</u> ■ 現状では「<u>買収防衛策</u>」の定義に当たらないため、直近の運用では、適時開示の際に「<u>買収防衛策</u>」という用語を用いないことが求められている ■ 有事の対応であるため、<u>事前相談から公表までは比較的短時間で処理されている</u>

関連する東証ルール

「買収防衛策」の定義（上場規程2条（80））：

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に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。

（注記）事前警告型買収防衛策に係る運用について、東京証券取引所『会社情報適時開示ガイドブック』（2022年4月版）参照。

(参考) 「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"> ■ 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 の適用	<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

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

■ 買収防衛策を議論する目的と視点

- 企業価値を高める買収がより生じやすく（そうでないものは生じにくく）なるようにする観点から、公正な買収の在り方全体の中で買収防衛策をどう位置づけ、その在り方についてどう見直すべきか（P.2-3）

■ 有事における買収防衛策に係る必要性の要件と判断者との関係

- 有事の買収防衛策を導入する際又は発動する際に、株主総会の承認を得ることの意義について、どのように考えるか（P.10、15-16、20）
- 株主が株式を売却する機会を不当に奪わないという観点や、買収者から見た予見可能性を高め、企業価値を高める買収を阻害しないという観点から、どのような工夫が望ましいか（P.16）
- 有事の買収防衛策を、取締役会限りで発動し、株主総会の事後的な承認も得ない場合について、どのように評価するか（P.21）

■ 必要性の要件

- 時間・情報・交渉機会の確保や構造的な強圧性の緩和のために、制度を補完するものとして有事に買収防衛策を導入・発動する際に、どのような留意点があるか（P.23、26、30-31）
- MoM決議の許容範囲についてどのように考えるか（P.33-35）

■ 相当性の要件

- 損害回避可能性・予見可能性・損害軽減措置の相互の関係や、防衛策導入時に保有している割合を下回るまで希釈化させる対抗措置等について、どのように考えるか（P.40-41）

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	・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	・各論の深掘り①—買収提案を巡る当事者の行動の在り方について
第4回(本日) 1月26日	・各論の深掘り②—買収防衛策を巡る当事者の行動の在り方について ※研究会当日やその後の委員との議論を経て、これまでの議論から見えてきた主な論点を整理し、追ってパブリックコンサルテーションを行うことを想定
第5回 3月1日	・これまでの議論を踏まえた検討の深掘り
第6回 3月28日	・これまでの議論や論点整理に対する意見を踏まえた検討

※以降の日程は現時点では未定