

「企業買収における行動指針」 についての検討（1）

伊 藤 吉 洋

目 次

- 一 序 論
- 二 意見内容とその理由・当該意見に対する経済産業省の考え方などとその検討
 - (一) 企業価値の範囲
 - (二) 特別委員会の活用場面
 - (三) 相当性の確保
 - (四) 対抗措置の必要性
 - (1) 該 当 箇 所
 - (2) 意 見 内 容
 - (3) 理 由 (以上、本号)

一 序 論

令和5（2023）年8月31日に「企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」（以下、「本指針」という）が公表された。本指針は、「公正な買収の在り方に関する研究会」の検討を経て作成された「企業買収における行動指針（案）」（以下、「本指針案」という）に対する意見の募集の結果も踏まえているとのことである¹⁾。募集に応じて寄せられた意見は、同日に併せて公表された「『企業買収における行動指針（案）』のパブリックコメント募集に対する主な御意見の概要及び御意見に対する経済産業省の考え方」（以下、「意見概要と経済産業省の考え方」という）に記載されているところ、「『主な御意見の概要』は、いただいた御意見の主要なポイントを要約として記載して」とあるとされている。

本稿筆者も、意見の募集に際して指示されていたとおり、意見とその理由を区分けして当該募集に応じたところ、(そもそも要約されているとはいえような箇所もあるし、それに加えて、)当該理由が「意見概要と経済産業省の考え方」には記載されていないことも多い。また、本稿筆者が提出した意見の大半は、本指針策定にあたって反映されなかったがため、本指針案のみならず本指針に対しても依然としてあてはまるものである。したがって、本稿は、提出した意見とその理由を記載するものであるものの²⁾³⁾、実質的には本指針についての検討を行うものであるということになる。関連して、各意見に対しては「御意見に対する経済産業省の考え方」(以下、「経済産業省の考え方」という)が付されているところ、本稿においては、本稿筆者が提出した意見に対し付された当該考え方についても検討する。⁴⁾⁵⁾⁶⁾

二 意見内容とその理由・当該意見に対する 経済産業省の考え方などとその検討

(一) 企業価値の範囲 (意見概要と経済産業省の考え方No.46)

(1) 該当箇所

- 2.1 (7頁)「第1原則：企業価値・株主共同の利益の原則 望ましい買収か否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に判断されるべきである。」
- 2.2.2 (9頁)「一般に、買収が実行される場合には、対象会社の企業価値を向上させ、かつ、その企業価値の増加分が当事者間で公正に分配されるような取引条件で行われるべきである。」

(2) 意見内容

2.2.2 (9頁)中の「対象会社の企業価値」という語句とも関連して、第1原則中の「企業価値」が対象会社の企業価値を意味しているのであれば、それを明示すべきである。ただし、明示するに際しては、公正 M&A 指針⁷⁾注19を参照して、同注と同様の脚注をつけるべきであるかを検討し、その検討結果も併せて明示すべきである。

「企業買収における行動指針」についての検討（1）

（3）理 由

「企業価値」というのは買収対象会社の企業価値を意味しているのであると思われる（2.2.2〔9頁～10頁〕参照）。もっとも、買収が実現することによって買収者と買収対象会社との総計の企業価値が向上するのであれば、買収対象会社の企業価値が低下する（または向上しない）としても「望ましい買収」であると判断すべきである、という考え方もありうるのではないか⁸⁾。もしその考え方を否定するのであれば、（公正 M&A 指針38頁の記載も参照しながら⁹⁾）明確な理由と共に、その考え方は否定されるべきものであると明示すべきである。ひいては、単に「企業価値」と記載するのではなくて、「対象会社の企業価値」と記載すべきである。

なお、1.4（5頁〔注3〕）において定義がなされている「企業価値」という語句には「公正 M&A 指針5頁」という脚注が付されている。ところが、2.2.2（9頁）に付されている脚注（注7）においては公正 M&A 指針14頁に記載されている内容が引用されているものの、公正 M&A 指針14頁注19における「グループとしての企業価値を向上させるか否かという観点から判断することも想定される」という記載は引用されていない（そのような「グループとしての企業価値」という語句には「買収者と買収対象会社との総計の企業価値」も含まれることになろう）。したがって、単に「企業価値」と記載するのではなく「対象会社の企業価値」と記載するかどうかを検討するに際しては、公正 M&A 指針の記載とのずれが生じる可能性も踏まえるべきである（「公正 M&A 指針5頁」という脚注の位置づけについてもあらためて検討すべきであろう）。

（4）経済産業省の考え方

「支配株主による従属会社の買収においては、企業価値の向上についてグループ単位での判断がされることも少なくないことから、公正 M&A 指針の注19は、『支配株主による従属会社の買収の場合には、第1原則は、グループとしての企業価値を向上させるか否かという観点から判断することも想定される』ものとしていますが、本指針は、主に独立第三者間取引を念頭に置いた指

針であることから（本指針注2参照）、一般的な考え方として同様の注釈を付することとはしていません。」

(5) 経済産業省の考え方についての整理・検討

(ア) 整理

(4)において引用した箇所からすると、経済産業省の考え方においては、「一般的な考え方として」公正 M&A 指針の注19と「同様の注釈を付することとはしてない」という結論を導出するに際して、「主に独立第三者間取引」においては「企業価値の向上についてグループ単位での判断がされること」は少ない、ということが前提（理由）とされている（挙げられている）と整理しよう。また、「一般的な考え方として同様の注釈を付することとはしていません」という記載からすると、（本指針案の記載は修正されなかったが、）第1原則中の「企業価値」というのは対象会社の企業価値を意味している、ということになるのかもしれない¹⁰⁾。

(イ) 検討

しかし、(ア)において前述した前提（理由）については疑問がある。すなわち、少なくとも買収者（買収会社）が事業会社¹¹⁾である場合には、「主に独立第三者間取引」において「企業価値の向上についてグループ単位での判断」をすることは少ない、ということにはならないように思われる。以下においてはその理由について述べる。

そもそも「企業価値の向上について」「判断」するのが誰であるのかは明らかにされていないが、買収者（買収会社）、買収対象会社、買収対象会社の株主などが挙げられよう¹²⁾。そして、そのうち事業会社である買収者（買収会社）に着目して述べれば以下のとおりになろう。すなわち、本指針（案）においては、「買収が成立した場合には」「自らの経営戦略の実行により向上した企業価値が買収対価を上回る部分を享受でき」とされ、それが「買収取引の実施について」の「動機」であるとされている（2.2.1〔8頁〕）。その記載からすればそれを下回るように買収対価を決定することになるということになるであろう（「自らの経営戦略の実行により向上」と予測する）「企業価値」の

「企業買収における行動指針」についての検討（1）

範囲（「単位」）が、「対象会社の」企業価値（対象会社という範囲の企業価値）に限定される、ということはないように思われる。なぜならば、「買収が成立した」時点において経営支配権を有するグループ内の各会社のいずれの「企業価値」であれ（買収が成立した結果として可能となった、そして対象会社の企業価値に影響を与えることとなる、グループ内での事業再編など¹³⁾を経て）「自らの経営戦略の実行により向上」した結果として、各会社の総計の企業価値が実際に向上しさえすれば（向上させさえすれば）、買収者（買収会社）は買収に際して当該総計の企業価値を下回る買収対価を決定していた場合には「買収対価を上回る部分を享受でき」る、ということになるはずである。そして、それが「買収取引の実施について」の十分な「動機」となるであろうからである（なお、本指針（案）8頁においては、そのような買収者の動機と関連して、対象会社および株主にも同様の動機があると考えられている）。つまりは、買収者が「企業価値の向上について」買収者と買収対象会社との総計での判断を含む「グループ単位での判断」（グループという範囲での判断）をすることは十分に考えられるように思われるのである。

以上からすると、「一般的な考え方として」公正 M&A 指針の注19と「同様の注釈を付することとはしてはい」ない、という結論を導出する前提（理由）として、「主に独立第三者間取引」においては「企業価値の向上についてグループ単位での判断がされること」は少ない、ということを挙げることは難しいように思われる。

（二）特別委員会の活用場面（意見概要と経済産業省の考え方No.162）

（1）該当箇所

- 3.3（21頁）「上記『2.2.2 企業価値の向上と株主利益の確保』のとおり、個別の事案における利益相反の程度や情報の非対称性の問題の程度、対象会社の状況や取引構造の状況等に応じて、特別委員会の活用¹⁴⁾や外部のアドバイザーの助言等の公正な手続（公正性担保措置）を講じることが考えられる。このような公正な手続を取ることで、通常は株主の利益がよ

り確保されやすくなるものと考えられる。」

- 3.3 (21頁)「そこで、個々の事案ごとに、利益相反の程度、取締役会の独立性を補完する必要性、市場における説明の必要性の高さ等に応じて、設置の要否を検討すべきである。例えば、以下のような場合には、特別委員会の設置が有用であると考えられる。

- キャッシュ・アウトの提案であることから、取引条件の適正さが株主利益にとってとりわけ重要であると考えられる場合

- 買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合」

- 3.3 (21頁〔注31¹⁵⁾])「加えて、キャッシュ・アウトの提案の場合、株式買取請求手続における株式買取価格（公正な価格）についての裁判所の審査において争いが生じる可能性があることから、取引条件等の公正性を担保する措置をとっておくことの意義が大きいと考えられる。なお、金融商品取引所の規則（企業行動規範における「支配株主との重要な取引等に係る遵守事項」）において、公開買付け後のスクイーズ・アウト手続について、支配株主との間に利害関係を有しない者（特別委員会など）による、少数株主にとって不利益なものでないことに関する意見の入手が求められているため、当初の公開買付けの段階から、特別委員会の設置がされるケースが実務上多いと考えられる。」

(2) 意見内容

- ① 東京高決平成31年2月27日（三井生命保険事件）との整合性についても検討した上で、「キャッシュ・アウトの提案（3.2「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」に限る）」という記載にすべきである。
- ② また、「強圧性の高い買収手法により買収が行われようとしている場合であって、強圧性の低い状況で株主が判断できる機会を確保する目的で株主意思確認総会を開催するために」（別紙3〔43頁〕参照）「買収への対応方針・対抗措置を用いようとする」とき、という記載にすべきである。
- ③ ①のとおり記載するのであれば「➢3.2「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」において部分買収の提案が行われている場合」を追記す

「企業買収における行動指針」についての検討（1）

べきである。

（3）理 由

本指針案の記載のままだと、強圧性の低い買収手法によるキャッシュ・アウトの提案（具体的には、3.2.2「現金対価による全部買収（最終的に100%の株式を取得することに買収者がコミットしている買収）」または「オール・オア・ナッシング」の公開買付け〔別紙2（41頁）・別紙3（49頁・51頁）など〕)に対して、対象会社の取締役会が（買収に応じる方針を決定していないものの実際には）「応じない方向での対応」（13頁）をする（つもりな）のであれば¹⁶⁾、取引条件の適正さが株主利益にとってとりわけ重要であると考えられるということを理由にして特別委員会を設置して株主にとって不利益なものであることに関する意見の入手をしようとしかねない。

しかし、取締役会がそのように「応じない方向での対応」をするのであれば、強圧性の低い買収手法による¹⁷⁾キャッシュ・アウトの提案について不利益かどうかの意見の入手は株主にとって必要ない。なぜならば、強圧性の低い買収手法が用いられている場合には、株主は、買収者が提示した取引条件に不満であれば、当該買収に応じないであろう¹⁸⁾。他方で、不満でなければ応じることになろうが、もし買収者の提示した取引条件が実際には対象会社の「本源的価値」（7頁〔注4〕）よりも低いにもかかわらずそのように不満なく応じてしまうということを株主などの保護の観点¹⁹⁾から問題視するとしても、買収者の提示した取引条件が対象会社の「本源的価値」（7頁〔注4〕）よりも実際に低いことを（特別委員会の意見を通じてではなく）取締役会が自ら株主に対して説明し²⁰⁾、不満を抱かせるという状況に至らしめることもできるであろうからである。

そうであるにもかかわらず、対象会社の取締役会が取引条件の適正さが株主利益にとってとりわけ重要であると考えられるということを理由にして特別委員会を設置して株主にとって不利益なものであることに関する意見の入手をしようとし、実際に入手された意見の内容が「取引条件が適正ではない」というものであった場合に、株式買取請求手続における株式買取価格（公正な価格）

についての裁判所の審査において当該意見の内容が重視されてしまうかもしれないとしたら問題がある。というのも、実際に重視される²¹⁾という状況に至れば、買収者は、(対象会社の取締役会によってその構成員が選任されるという特性からして当該取締役会からの独立性を完全に確保することはできないであろう²²⁾) 特別委員会が「取引条件が適正である」と判断するまで買収価格(1.4〔5頁〕)を増額しなければならなくなる。その結果、望ましい買収(2.1〔7頁(第1原則)])が実現されなくなるおそれがあるからである²³⁾。したがって、(当該意見の内容が重視されるべき場面を限定するために)①のとおり記載すべきである²⁴⁾(ただし、そもそも①のとおりキャッシュ・アウトの提案を挙げること自体について、東京高決平成31年2月27日〔三井生命保険事件〕との整合性も勘案しながら検討した上で²⁵⁾、挙げるべきであると考えるのであれば、そうすべきである)。

また、以上とも関連して²⁶⁾、(強圧性の高い買収手法により買収が行われようとしている場合であって、強圧性の低い状況で株主が判断できる機会を確保する目的で株主意思確認総会を開催するために(別紙3〔43頁〕参照)取締役会の決議のみによって「買収への対応方針・対抗措置を用いようとする」とき²⁷⁾以外であるかどうかはともかく、)少なくとも強圧性の低い買収手法により買収が行われようとしている場合には「買収への対応方針・対抗措置を用いることは望ましくない、という考え方に基づいていると整理しうる記載が本指針案には散見される(35頁〔注61²⁸⁾〕・別紙2〔41頁〕・別紙3〔49頁〕など)。その考え方など²⁹⁾によれば、「買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合」に②のような限定を付し、そもそも特別委員会の設置が有用であると考えられる場面を限定すべきであるということになろう³⁰⁾。

加えて、MBO や支配株主による従属会社の買収以外の買収であっても、3.2「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」には、キャッシュ・アウトの提案であるか、部分買収の提案であるかかわらず、対象会社の取締役と株主との間でそれらの利益が相反する状況に至る³¹⁾。したがって、3.3(21頁)において記載されているとおり、特別委員会の活用などの公正な手続(公正性

「企業買収における行動指針」についての検討（1）

担保措置）を講じることにより、株主の利益が確保されやすくなる可能性はある³²⁾。以上を踏まえると、3.3（21頁）において（①のとおり）キャッシュ・アウトの提案を挙げるのであれば、③のとおり追記すべきである、ということになるはずである。

（4） 経済産業省の考え方

「本指針では、特別委員会の設置が有用であると考えられる場合を例示として挙げていますが、これら以外の場合は特別委員会の設置が有用でないという趣旨ではありません。MBO や支配株主による従属会社の買収（構造的な利益相反の問題が存在する取引）以外の一般的な買収においては、どの程度の公正性担保措置が求められるかは個別の判断を要するものと考えられますが（本指針注12）、当該記載は、その中であって、特別委員会の設置が典型的にとりわけ有用であると考えられる場面を可能な範囲で例示列挙しているものとなります。したがって、御指摘のように、特別委員会の設置が有益な場面を限定した記載とすることは本指針の趣旨に沿うものではないと考えており、原案のとおりとさせていただきます。」

（5） 経済産業省の考え方の整理・検討

（ア） 整 理

（4）において引用した箇所からすれば、本指針（案）において例示列挙されている場合というのは、「特別委員会の設置が典型的にとりわけ有用であると考えられる場面」のうち、例示列挙することが「可能な範囲」に含まれるものである、ということなのであろう。そうだとすれば、当該場面には、例示列挙することが不「可能な範囲」に含まれるものがあるということになるだろうか。以上と関連づけて、経済産業省が（2）において述べた意見についてどのように考えているのかについて整理すれば以下のとおりとなろう。

第一に、（2）①および②において列挙したとおりに本指針（案）を「特別委員会の設置が有益な場面を限定した記載」へと修正することなく、（1）において引用したとおり例示列挙し続けているということは、（2）①および②において例示列挙すべきではないと（実質的には）述べた場面（すなわち

(2) ①および②において列挙していない場面)も「特別委員会の設置が類型的にとりわけ有用であると考えられる場面」であり、しかも、例示列挙することが「可能な範囲」に含まれるものであるということなのであろう。

第二に、(2) ③において述べた「➤3.2「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」において部分買収の提案が行われている場合」というのは、((2) ③において述べたとおりに本指針(案)が修正されなかった以上は、(単に「有用であると考えられる場面」であることは否定されていないのかもしれないが)「特別委員会の設置が類型的にとりわけ有用であると考えられる場面」以外の場面であると考えられているか、そのように「有用であると考えられる場面」のうち、例示列挙することが不「可能な範囲」に含まれるものであるかのいずれかである、ということになろう。

(イ) 検 討

しかし、(3)を理由とした(2)のと通りの意見を受けても本指針(案)を修正しないのであれば、少なくとも以下のと通りの理由を明確に示すべきであったはずである。

第一に、(2) ①において例示列挙すべきではないと(実質的には)述べた場面(すなわち①において列挙していない場面)、具体的には、強圧性の低い買収手法によるキャッシュ・アウトの提案に対して、対象会社の取締役会が(買収に応じる方針を決定していないもの実際には)「応じない方向での対応」(13頁)をする場面が、「特別委員会の設置が類型的にとりわけ有用であると考えられる」という結論のみを述べるのではなく、その理由、具体的には、特別委員会を設置して株主にとって不利益なものであることに関する意見の入手をすることが(必要ではないということではなく)必要であるということの理由、さらには、望ましい買収が実現されなくなるおそれは(ほとんど)ないということの理由である。

第二に、本指針(案)に散見される考え方との整合性を確保しつつ、(2) ②において例示列挙すべきではないと(実質的には)述べた場面(すなわち②において列挙していない場面)、具体的には、(「強圧性の高い買収手法により

「企業買収における行動指針」についての検討（1）

買収が行われようとしている場合であって、強圧性が低い状況で株主が判断できる機会を確保する目的で株主意思確認総会を開催するために」（別紙3〔43頁〕参照）「買収への対応方針・対抗措置を用いようとする」場面以外の場面、または、強圧性の低い買収手法により買収が行われようとしている場面が「特別委員会の設置が典型的にとりわけ有用であると考えられる場面」である（という結論のみを述べるのではなく、その）理由である³³⁾。

第三に、「特別委員会の設置が典型的にとりわけ有用であると考えられる場面」であると考えられていると思われるキャッシュ・アウトの提案である場合とは異なり、部分買収の提案である場合というのが「特別委員会の設置が典型的にとりわけ有用であると考えられる場面」以外の場面である（に該当する）と考える（という結論のみを述べるのではなく、その）理由である。具体的には、そもそも単にですら「有用であると考えられ」ないから当然に「とりわけ有用であると考えられる場面」以外の場面であるというのであれば、対象会社の取締役と株主との間でそれらの利益が相反する状況には至らないとか、至るとしても、特別委員会の活用などの公正な手続（公正性担保措置）を講じることにより、株主の利益が確保されやすくなる可能性はない、と考える理由か、単には「有用であると考えられる」場面ではあるが「とりわけ有用であると考えられる場面」ではないというのであれば、ある場面が二つの場面のいずれにあてはまるのかに関する基準を明示した上で部分買収の提案である場合が前者の場面であるとする理由のいずれかの理由である。または、その場面が、「とりわけ有用であると考えられる場面」のうち、例示列挙することが不「可能な範囲」に含まれるというのであれば、（含まれるという結論のみを述べるのではなく、）ある場面が「可能な範囲」、不「可能な範囲」のいずれにあてはまるのかに関する基準を明示したうえで部分買収の提案である場合が後者の範囲に含まれると考える理由である³⁴⁾。

ところが、経済産業省は以上の理由を明確に示してはならず、（4）において引用したとおりの考え方を示したにすぎない。

(三) 相当性の確保（意見概要と経済産業省の考え方No.235）

(1) 該当箇所

・5.3（32頁～33頁）「必要性・相当性の確保

対応方針に基づく対抗措置の発動は、株主平等の原則、財産権の保護、経営陣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。対抗措置の発動の差止め事由は、著しく不公正な方法による発行（不公正発行）又は法令違反（株主平等原則違反）（会社法247条1号2号類推適用）であるが、従前より日本の裁判所は、不公正発行又は株主平等原則違反に該当するかについて、必要性和相当性の観点から審査を行っているものと考えられる。」

・5.3（32頁〔注54〕）「2005年指針でも『買収防衛策は、株主共同の利益を確保し、向上させるためのものであるが、買収防衛策における株主間の異なる取扱いは、株主平等の原則や財産権に対する重大な脅威になりかねず、また、買収防衛策が株主共同の利益のためではなく経営者の保身のために濫用されるおそれもある。こうした買収防衛策による弊害を防止することは、その適法性及び合理性を確保する上で不可欠である。このため、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。』とされている。」

・別紙3（51頁～52頁）「(2) 相当性の確保

a) 損害回避可能性

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、対抗措置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）があることは、対抗措置の相当性を基礎づける要素と考えられる。

これまでの司法判断の中には、このような損害回避可能性を対抗措置の相当性を基礎づける一つの事情として考慮するものが存在する。

b) 損害軽減措置

対抗措置の発動に当たって、買収者に対して金員等の交付を行うことに

「企業買収における行動指針」についての検討（1）

については、かえって対抗措置の発動を誘発し、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ことは望ましくない。

基本的には、買収者が買収を撤回・中止する時間が残っていること等により、対抗措置の発動による損害を回避できる場合には、買収者に対して金員等の交付などの損害軽減措置を行う必要はないと考えられる。

他方で、市場内買付けによる買い上がりの場面では、対応方針における閾値を超えて買付けを行うことで対抗措置の発動の適法性を争う買収者に対して、一定の損害軽減措置をとることがあり得る。実務上は、特に有事に導入される対応方針において、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いる。」

「d）各要素間の関係

近時の裁判例における相当性の判断を踏まえると、損害回避可能性・損害の予見可能性は、損害軽減措置との相関によって判断される、すなわち、損害回避可能性や損害の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関係にあると考えられる。」

（2）意見内容³⁵⁾

買収を実際に撤回・中止させた後に再度の買収（提案）をしないことなどを誓約させることをも併せて内容としている対抗措置の発動が、具体的にどのような誓約をさせるものであれば許容されるのかに関する基準について検討し、その検討結果を本指針案に記載すべきである。

関連して、5.3（32頁～33頁）「対応方針に基づく対抗措置の発動は、株主平等の原則、財産権の保護、経営陣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」という記載に、2005年指針脚注6（7頁）と同様の脚注を付すべきである（32頁〔注54³⁶⁾〕も同様。併せて、当該記載のう

ち「必要」「な方法によるべきである」と読みうる箇所は修正すべきである)。

その上で、当該脚注の記載（「脅威に対して過剰でない相当な内容」）であるかどうかという観点から、そして、対抗措置の発動について株主総会の承認を得た場合にどのようなものが脅威であるということになるのかについても勘案しながら、前述した基準について検討すべきである。

(3) 理 由

本指針案には、「基本的には、買取者が買取を撤回・中止する時間が残っていること等により、対抗措置の発動による損害を回避できる場合には、買取者に対して金員等の交付などの損害軽減措置を行う必要はないと考えられる。」とか「損害回避可能性や損害の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関係にあると考えられる。」という記載がある。これらの記載からすると、相当性が確保されているかどうかを判断するにあたっては、損害回避可能性が認められるかどうかと比較的重視されることになるのであろう³⁷⁾。

そのような損害回避可能性について、本指針案別紙3（51頁）は、「買取者を買取を撤回・中止する時間が残っていること等によって、対抗措置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」と定義している。その定義における「買取者を買取を撤回・中止する時間が残っていること」という語句は、対抗措置の発動についての具体的な行為である新株予約権無償割当て（1.4〔5頁〕）の効力発生日までに、買取者が買取を撤回・中止すれば、当該無償割当ての効力が発生しない、という状況が確保されている、ということを主として³⁸⁾意味しているのだと思われる。そもそも効力が発生しなければ持株比率の希釈化は起こらないがゆえに、買取者は希釈化という損害を回避できるからである。新株予約権無償割当ての効力発生日までに、買取者が買取を撤回・中止すれば、当該無償割当ての効力が発生しない、という状況を実際に確保するには、そもそも買取者を買取を撤回・中止させること自体を問題視しない（許容する）必要がある。なぜならば、買取者を買取を撤回・中止させること自体が問題視されて、撤回・中止させられない、ということになれば、(対

「企業買収における行動指針」についての検討（1）

抗措置を発動することが決定されるに際して新株予約権無償割当ての効力発生日が決定された以上、) 効力発生日が到来すれば当然に当該無償割当ての効力が発生することになる。その結果、新株予約権無償割当ての効力発生日までに、買収者が買収を撤回・中止すれば、当該無償割当ての効力が発生しない、という状況は実際には確保されなくなるからである。以上に鑑みれば、本指針案においては、(対抗措置の発動について株主総会の決議を得た場合には³⁹⁾、買収を(いったんは)撤回・中止させること自体は特に問題視されていない(許容されている)のであろう。

もっとも、そのように買収を実際に撤回・中止させた後に再度の買収(提案)をしないことなどを誓約させることをも併せて内容としている対抗措置の発動が許容されるかどうか⁴⁰⁾、対抗措置の発動に関する実務においては問題になる。実際、東京機械製作所事件および三ツ星事件においてはそのような誓約をさせることをも内容とする対抗措置⁴¹⁾の発動について相当性が認められるかどうかの主たる争点の一つになっている(別紙3 [53頁(注94⁴²⁾]))。ところが、東京機械製作所事件では相当性が認められたのに対して、(事案が特殊であったにせよ)三ツ星事件では相当性が認められない、とされた⁴³⁾。このように買収を実際に撤回・中止させた後に再度の買収(提案)をしないことなどを誓約させることをも併せて内容としている対抗措置の発動が、具体的にどのような誓約をさせるものであれば許容されるのかに関する基準は、対抗措置の発動に関する実務では重要であるにもかかわらず、明確ではない、というのが現状である。したがって、その基準について検討し、その検討結果を本指針案に記載すべきである。

なお、以上を検討し、その検討結果を記載するに際しては、まずは5.3(32頁～33頁)「対応方針に基づく対抗措置の発動は、株主平等の原則、財産権の保護、経営陣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」という記載に、2005年指針脚注6(7頁)と同様の脚注を付すべきである(32頁[注54]も同様)。(この記載の骨子は、その文言からすれば、①「対応方針に基づく対抗措置の発動は」、「必要」「な方法によるべきである」

というものと、②「対応方針に基づく対抗措置の発動は」、「相当な方法によるべきである」というものになろう。ただし、別紙3全体を合わせ読むと、対抗措置の発動は〔何らかの〕必要性が認められる場合に許容される、というのが、必要性に関する記述の意味するところであるように思われる。ところが、①の記載ではその意味が伝わらない⁴⁴⁾。したがって、①の記載を修正すべきである。また、②「相当な方法」というのは、本指針が5.3 (32頁〔注54〕)において2005年指針を引用していることからすると、同指針において「経営者の保身のための濫用防止」という語句に脚注注6 (7頁)として付されていた「取締役会は、買収防衛策を発動するに際しては、株主共同の利益に対する脅威が存在すると合理的に認識した上で(防衛策発動の必要性)、当該脅威に対して過剰でない相当な内容の防衛策を発動しなければならない」という趣旨をも踏まえた方法であるはずだからである(そのように「脅威に対して」という基準がある場合と比べて、そのような基準がない場合には、「相当」かどうかという判断が著しく困難となるはずである)。

確かに、本指針案が定義するところの損害回避可能性という要素も、そのような「脅威に対して過剰ではない相当な内容」であるかどうかという点と関連しないわけではないであろう。なぜならば、対抗措置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という状況が確保されるような内容(具体的には、買収者が買収を撤回・中止すれば、新株予約権無償割当ての効力が発生しないという内容)を対抗措置が含んでいるというのであれば、そのような対抗措置は、いったん何らかの脅威をもたらした買収者は損害を一切回避しえないという状況に至らしめる内容(具体的には、買収者が買収を撤回・中止しても、新株予約権無償割当ての効力が発生するという内容⁴⁵⁾)を含んでいる対抗措置と比較する限りにおいて、(具体的にどのような脅威に対するものであろうとも)過剰ではない相当な内容である、と一応はいえそうであるからである。しかし、そのような対抗措置であるからといって(対抗措置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という状況が確保されるからといって)、買収を実際に撤回・中止させた後に再度の買収(提案)をしないことなどを誓

「企業買収における行動指針」についての検討（1）

約させることをも併せて内容としている対抗措置の発動が当然に許容される、ということにはならないであろう。なぜならば、当然に許容されるとすれば、再度の買収（提案）がなされず、その結果として、「経営陣の保身」が長期間続くことになりかねない。ひいては、買収を実際に撤回・中止させた後に再度の買収（提案）をしないことなどを誓約させることが、「経営陣の保身のため」に濫用されるおそれがあり、実際に濫用されるのであれば、その状況は前記2005年指針に抵触するであろうからである。したがって、本指針が定義するところの損害回避可能性という要素とは別に、買収を実際に撤回・中止させた後に再度の買収（提案）をしないことなどを誓約させることをも併せて内容としている対抗措置の発動が、具体的にどのような誓約をさせるものであれば許容されるのかについて検討する必要がある。そして、その検討は、5.3（32頁～33頁）「対応方針に基づく対抗措置の発動は、株主平等の原則、財産権の保護、経営陣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」という記載に、2005年指針脚注6（7頁）と同様の脚注を付した上で（32頁〔注54〕も同様）、「脅威に対して過剰ではない相当な内容」であるかどうかという観点から行うべきである。

ただし、対抗措置の発動について相当性が認められるかどうかを以上の観点を踏まえて判断するに際しては、「脅威」が具体的にどのようなものであるかをまずは特定しなければならないであろう。そのように「脅威」を特定するにあたっては、(5.2〔32頁〕)のとおり「対応方針に基づく対抗措置の発動は、会社を支配する者の変動に関わるものであることから、株主の合理的な意思に依拠すべきである」とされていることから対抗措置の発動について株主総会の承認を得る場合には、発動に関する承認議案に賛成した株主が、具体的にどのようなものが脅威であると考えていたか（どのような脅威に対するものであるとして対抗措置の発動が必要であると考えたのか）に着目するほかないように思われる⁴⁶⁾⁴⁷⁾。この点について、本指針案別紙3においては、「買収に関する様々な要素について株主が総合的に勘案の上で、買収により企業価値ひいては株主共同の利益が害されると考えて承認する」という記載（43頁）や、「複数

の要素を組み合わせて必要性が論じられることが多く、対抗措置の必要性については、買収手法のみならず、その内容を含めて、総合的に評価せざるを得ない面がある」(50頁)という記載がある。その記載に従うと、対抗措置の発動について株主総会の承認を得た場合(のうち少なくとも大半の場合)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る」ことが脅威である、ということになるのかもしれない。(もっとも、どのような過程を経てそのように「害される」状況に至るのかを明らかにしない限りは、買収を実際に撤回・中止させた後に再度の買収(提案)をしないことなどを誓約させることをも併せて内容としている対抗措置の発動が、具体的にどのような誓約をさせるものであれば許容されるのかについて検討することは難しいはずである⁴⁸⁾。もしそのような状況を明らかにすることなく、) そのように「総合的に評価せざるを得ない」ことをそのまま受け入れて「買収により企業価値ひいては株主共同の利益が害される」ことを脅威として考えるとして(も)、前述したとおり「経営陣の保身のために」濫用されないように、具体的にどのような誓約をさせるものであれば許容されるのかに関する基準について検討し、その検討結果を本指針案に記載すべきである。また、具体的にどのような誓約をさせるものであれば許容されるかどうかが明らかにならないと、対抗措置の発動について相当性が認められないと判断されてしまうことをおそれて、「買収により企業価値ひいては株主共同の利益が害される」という脅威に対して(過剰ではなく)過少な誓約をさせるにとどめざるをえなくなることも懸念される。そのことに鑑みても、具体的にどのような誓約をさせるものであれば許容されるのかに関する基準について検討し、その検討結果を本指針案に記載すべきである。

(4) 経済産業省の考え方

貴重な御意見として承ります。

(四) 対抗措置の必要性(意見概要と経済産業省の考え方No.273・274)

(1) 該当箇所

- ・別紙3(43頁)「対抗措置の発動について株主総会の承認を得る場合(取

「企業買収における行動指針」についての検討（1）

締役会で新株予約権無償割当てを決議した後で事後的に株主総会の承認を得る場合を含む）、原則として対抗措置の必要性が推認されるものと考えられる。

具体的には、以下のような事情が考慮されることによって、必要性が推認されるものと考えられる。

- 株主総会の承認を得ることは、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の時間・情報を確保するという必要性を示す事情となる。加えて、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、強圧性のある買収手法が用いられる際に、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必要性を示す事情となる。
- 買収に関する様々な要素について株主が総合的に勘案の上で、買収により企業価値ひいては株主共同の利益が害されると考えて承認することは、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。」

(2) 意見内容

(ア) 一つ目の➤の一行目に記載されている、株主総会を開催して当該「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の時間」「を確保するという」対抗措置の「必要性」は、別紙3（43頁〔1（1）〕）に記載するものではなく、別紙3（46頁〔b〕）に記載するべきである（他方で、「情報を確保するという」対抗措置の「必要性」は認められない、と記載すべきである）。

(イ) 二つ目の➤を前提とするのであれば、「推認」という単語を修正すべきである。

(3) 理由

(ア) 一つ目の➤の一行目においては、「株主総会の承認を得ること」が「事情」であり、しかも、「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の時間・情報を確保するという必要性を示す事情」である、と考えられていると読みうる。そのことを前提として、当該事情を、「以下のような事情が

考慮されることによって」、「新株予約権無償割当て等」を「具体的な行為」(1.4〔5頁])とする「対抗措置の」「必要性が推認されるものと考えられる」という文章中の「事情」に実際にあてはめると、以下ようになる。すなわち、「株主総会の承認を得ること」という、「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の時間・情報を確保するという」対抗措置の「必要性を示す」「事情が考慮されることによって」、「新株予約権無償割当て等」を「具体的な行為」とする「対抗措置の」「必要性」が推認されるものと考えられる。

しかし、以下のとおり疑問がある。まず、「株主総会の承認を得ること」は「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の時間・情報を確保するという」対抗措置の「必要性を示す」「事情」とならないのではないか。なぜならば、「対抗措置の発動について株主総会の承認を得る」ために実際に株主総会を開催するという状況に至れば、「株主総会において買収に関する株主の意思を確認する」という状況に至っていることにもなる。そうだとすれば、「株主総会の承認を得る」ために実際に株主総会を開催する場合には、当該⁴⁹⁾「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の時間・情報を確保するという」対抗措置の「必要性」はもはやないはずであるからである⁵⁰⁾。

もっとも、時間・情報が確保されていないことをも理由にして問題視される(別紙3〔48頁～49頁〕参照)市場内買付けや部分買付けのように強圧性の高い買収手法が用いられている買収⁵¹⁾に対する「対抗措置の発動について株主総会の承認を得る」ために株主総会を開催する以前に当該市場内買付けや公開買付けの期間が終了してしまうような場合(富士興産事件地裁決定参照⁵²⁾)であって、当該市場内買付けをいったん中止する、または、当該公開買付けの期間を延長することを要求したにもかかわらず拒否されたときには、株主総会を開催して当該「株主総会において」当該(買収手法による)「買収に関する株主の意思を確認する」⁵³⁾ことができなくなる。また、「取締役会で新株予約権無償割当てを決議した後で」市場内買付けが終了した後、または、公開買付けの期間が延長されず、公開買付けが終了した後「事後的に株主総会の承認を得」ようとしたところで、大部分の株主が市場内買付けまたは公開買付けに応

「企業買収における行動指針」についての検討（1）

じてしまっているならば、買収者の持株比率が高まり⁵⁴⁾、株主総会の承認を得られなくなる。したがって、市場内買付けが終了する、または、公開買付けの期間が終了する以前に株主総会を開催して当該「株主総会において」当該（買収手法による）「買収に関する株主の意思を確認する」ことができるようにする必要があるところ、実際に確認することができるようにするためには、市場内買付けをいったん中止させる、または、公開買付けの期間を延長させなければならない。実際に中止させるまたは延長させるためには、市場内買付けをいったん中止させる、または、公開買付けの期間を延長させることを目的として（中止しないことまたは延長しないことを発動要件として）、株主総会を開催する以前に取締役会決議のみによって「新株予約権無償割当て等」を「具体的な行為」とする対抗措置を発動することが許容されなければならないであろう⁵⁵⁾⁵⁶⁾ 57)。「近時の司法判断に鑑みれば、株主総会を事後的に開催することも認められうる」「状況にあ」といっても、「その場合には株主総会を開催する時間的余裕が生じること」は〔以上の意味において〕ないこと「を踏まえると、実際に取締役会決議限りの判断による対抗措置の発動が認められるのは、個別事情としてその必要性が高い場合に限定される」〔別紙3（46頁～47頁）参照〕べきではない。） そうだとすれば、株主総会を開催して当該「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の時間」「を確保するという」対抗措置の「必要性」は、別紙3（43頁〔1（1）〕）に記載するものではなく、別紙3（46頁〔b）〕に記載するべきであるものである。（なお、株主総会を開催して当該「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の」「情報を確保するという」対抗措置の「必要性」はない。なぜならば、株主総会を開催して当該「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の時間」「を確保するという」対抗措置の「必要性」が認められて〔相当性が確保されていることにより〕その発動が許容されさえすれば、実際に市場内買付けまたは公開買付けの期間が終了する以前に株主総会が開催されることになる。当該株主総会において、株主総会を開催して当該「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の」「情報」が確保されていない、と考える株

主は対抗措置の発動に関する承認議案に賛成すればよいだけである⁵⁸⁾⁵⁹⁾。つまり、取締役会がそのような「情報」の確保を理由として対抗措置の発動をする必要はないのである。そうであるにもかかわらず、株主総会を開催して当該「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の」「情報を確保するという」対抗措置の「必要性」を認めて取締役会決議のみによる対抗措置の発動を許容してしまうと、かえって「情報」「の確保を理由として、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⁶⁰⁾の恣意的な運用」(別紙3〔48頁〕)を行う機会を与えることになってしまうからである⁶¹⁾⁶²⁾

(イ)「買収に関する様々な要素について株主が総合的に勘案の上で、買収により企業価値ひいては株主共同の利益が害されると考えて承認することは、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」という記載の骨組みは、「買収に関する様々な要素について株主が総合的に勘案の上で、買収により企業価値ひいては株主共同の利益が害されると考えて承認することは」「必要性を示す事情となる」というものであろう。そして、「株主が」(おそらく株主総会において対抗措置の発動に関する承認議案を)「買収に関する様々な要素について」「総合的に勘案の上で、買収により企業価値ひいては株主共同の利益が害されると考えて」「承認すること」は「事情」であり、しかも、「対抗措置の」「必要性を示す事情」である、と考えられていると読みうる。そのことを前提として、(ア)と同様に、当該事情を、「以下のような事情が考慮されることによって」、「新株予約権無償割当て等」を「具体的な行為」とする「対抗措置の」「必要性が推認されるものと考えられる」という文章中の「事情」に実際に当てはめると、以下ようになる。すなわち、「株主が」(おそらく株主総会において対抗措置の発動に関する承認議案を)「買収に関する様々な要素について」「総合的に勘案の上で、買収により企業価値ひいては株主共同の利益が害されると考えて」「承認すること」という「対抗措置の」「必要性を示す事情」が考慮されることによって、「新株予約権無償割当て等」を「具体的な行為」とする「対抗措

「企業買収における行動指針」についての検討（1）

置の」「必要性が推認されるものと考えられる」。

しかし、考慮される事情が必要性を示すものなのであれば、その事情が考慮されることによって必要性が推認されるのではなく、直截に必要性が示されるのではないか。そうだとすれば、「推認」という単語を修正すべきであるということになろう。

※本稿は、JSPS科研費23K01177の助成を受けたものである。

- 1) 2023年8月31日付経済産業省経済産業政策局産業組織課「『企業買収における行動指針』の公表について」を参照。
- 2) 二（一）ないし（七）における各（1）では意見を述べた箇所（該当箇所）、各（2）では意見内容、各（3）ではその理由、各（4）では経済産業省の考え方を記載している。各（5）または（6）では、修正後の記載を引用したり、経済産業省の考え方の整理・検討を行っている場合もある。
- 3) 記載していないものとしては、No.18などがある。
- 4) 意見とその理由に頁数・脚注番号を付している場合もあるが、それらは本指針案におけるものである（本指針における頁数などとずれが生じる場合には脚注を付している）。関連して、本指針と本指針案とにおける記載が同じものである場合においてその記載を引用するに際しては、「本指針（案）」と記載することがある。
- 5) 本稿筆者が提出した意見とその理由は、本稿筆者の考え方に依拠したものであるとは限らず、ありうる複数の考え方を明示し、いずれを採用するのかわかる限り明らかにすべきである、ということ述べていることも多い（関連して、本指針案のうちの各箇所間で不整合が生じていると思われる箇所についての指摘も行った）。いずれを採用するのが「経済産業省の考え方」において明らかにされたのであれば、本稿筆者の考え方を示した上で、当該考え方に基づいて当該「経済産業省の考え方」を検討することができたのだが、結果的には明らかにされなかった箇所も多い（（三）（4）、（五）（4）参照）。そのため、本稿においては本稿筆者の考え方をすべて示すことはしていない。
- 6) 本稿筆者が提出した意見とその理由に存在した誤字脱字については修正または追記した上で記載している。また、そもそも意見提出時には脚注を付してはなかったが、本稿においては、同旨である先行研究などを引用するために、または、より詳しく説明をするための脚注も付した。
- 7) 2019年6月28日付経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針」。
- 8) このような考え方がありうることを提示していると整理しうるものとしては、飯田秀経「企業価値基準における買収防衛策に関する裁判所の役割」久保大作＝久保田彦彦＝上田真二＝松中学編『企業金融・資本市場の法規制』（商事法務、2020年）

255頁～256頁参照。また、このような考え方に関連して、田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務、2012年）384頁～386頁（特に注131）も参照。

- 9) 同頁の記載については（六）（三）も参照。
- 10) そうだとすれば明示すべきであるように思われるが、明示しない（本指針案を修正しなかった）理由については明らかではない。
- 11) 「事業会社」が買収者となるという場面は、本指針3.1.1（14頁〔注17。本指針案注16〕）においても想定されている。
- 12) なお、（六）（四）において引用するとおり、経済産業省は、「第1原則における『望ましい買収』とは、特定の者にとつての望ましさではなく、政策的観点から、経済社会にとって望ましいものとして捉えています」と述べている。もっとも、（一）（四）において引用したとおり、経済産業省は「支配株主による従属会社の買収においては、企業価値の向上についてグループ単位での判断がされることも少なくない」と述べているところ、その表現からすれば、当該「判断」を行う者として、買収が行われることによって直接的な影響を受ける「特定の者」を想定している、と思われる。そのことに鑑みて、本文においても、そのような「特定の者」を挙げている。
- 13) PwC アドバイザリー合同会社編『ビジネスデューデリジェンスの実務（第4版）』（中央経済社、2018年）176頁～218頁など参照。
- 14) なお、本指針案における「特別委員会の活用」という語句は修正され、本指針においては「特別委員会の設置」という語句が用いられている。
- 15) 本指針注32。
- 16) （1）において引用した箇所は、3.2「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」のうちに記載されているものではなく、3.2とは区分されて3.3として記載されているものである。したがって、3.3においては、本文において述べたような場合がありうるということが前提にされているといえよう。
- 17) 他方で、強圧性の高い買収手法を用いたキャッシュ・アウトの提案がなされている場合（例えば、別紙2〔40頁〕参照）については、後掲（注26）および（注51）に対応する本文参照。
- 18) 関連して、田中亘「なぜ私は心配のし通しで防衛策を好きになれないのか」金融・商事判例1290号（2008年）18頁、同・前掲（注8）249頁～250頁、292頁、446頁～447頁参照。
- 19) 関連して、（六）参照。
- 20) なお、そもそも「市場の株価が株式の内在的な価値を大きく下回ると考えられる状況が続く場合には、会社によって、「中長期的な価値が株価に反映されるような努力が行われるべきである」（本指針17頁〔注25。本指針案注24〕）ということを中心視すれば、そもそも足元の株価を上回る買収対価による買収が提案された時点において（本指針（案）8頁参照）本文にて述べたような説明をさせる必要もないといえよう（ひいては、（四）（三）および（五）において後述することと関連して、「買収に関する株主の意思を確認するための」「情報を確保する」ことの一環として

「企業買収における行動指針」についての検討（1）

当該説明をするために必要な〔買収提案などについての検討〕「時間を確保する」ために有事に「買収への対応方針・対抗措置を用い」ることを許容する必要はないし、許容するべきでもない〔ただし、その努力を行ってもしばらくの間は中長期的な価値が株価に反映されようがないのであれば、平時に株主総会決議を経て有効期限のある対応方針を導入し、取締役会決議を経ただけで対抗措置を発動することが許容されるべきであるという考え方もありえよう。本指針5.5〔35頁（注65。本指針案注62）〕、別紙3〔44頁〕参照。また、この点については、拙稿「ヨロズ事件高裁決定（東京高決令和元年5月27日資料版商事法務424号118頁）判批」金融・商事判例1605号（2020年）5頁～6頁も参照〕。

- 21) 本指針21頁（注32）（本指針案注31）において言及されている意義が誰にとっての意義であるのかについては明らかではないが、「株主利益にとりわけ重要である」という語句に鑑みて株主にとっての意義だとすれば、実際にその意義が大きいとしたら、それは本文において述べたとおり裁判所によって重視されるという状況に実際にあるからであろう。もっとも、後掲（注25）において言及することとも関連して、「MBO や支配株主による従属会社の買収（構造的な利益相反の問題が存在する取引）以外の一般的な買収」（3.3〔21頁〕）の場面において、さらには、そのうちでも、取締役会が「応じない方法での対応」をするときであっても、そのように意義が大きいといえるかどうかについては、本文の前段落において述べたことに鑑みて疑問がある。なお、そもそも裁判所は本文において述べたとおりには重視するべきではない、ということ的前提にしていると整理しうる見解として、田中・前掲（注18）20頁（注8）参照。
- 22) 確かに、本指針（案）10頁（注11）においては、「買収の文脈では、当該買収に関する独立性を欠く者を除くべきである」などという記載がなされている。また、本指針（案）22頁も参照。しかし、本指針（案）には、公正 M&A 指針3.2.4.3のように、「特別委員会の設置の判断」など「については」「対象会社の独立社外取締役や独立社外監査役がこれらのプロセスに主体性を持って実質的に関与することが望ましい」というような記載はなされていない。そうだとすると、本文において述べたとおりいえる可能性はないわけではないであろう。実際の事例として、例えば、2021年8月6日付株式会社東京機械製作所「独立委員会の設置及び独立委員会委員の選任について」参照（ただし、社外取締役および社外監査役が当該委員として選任された事例である）。
- 23) （実際に入手された意見の内容が「取引条件が適正ではない」というものであった場合であるにもかかわらず、もし大半の株主が公開買付けに応じ、その後に応じなかった株主もキャッシュ・アウトされたとして、そのうちの）一部の株主が公正な価格の支払いを求めて株式買取請求権などを行使したときに、意見の内容が「取引条件が適正ではない」ということのみを鑑みて裁判所が買取価格よりも高い金額が公正な価格であると決定することが予測されるのであれば、そのような公正な価格の支払いを受けられるように、そもそも対象会社の株主の大半が（キャッシュ・アウトに前置された）公開買付けには応じない、ということにもなりかねないよう

に思われる。その結果として対象会社の経営支配権を取得することができなくなないように買収者は特別委員会が「取引条件が適正である」と判断するまで買収価格を増額しなければならなくなるであろう。

もっとも、買収者が提示しうる買収価格（留保価格）には当然に上限があるであろう（（一）（五）（イ）においても引用した2.2.1〔8頁〕を参照）。そうであるにもかかわらず、その上限を超える買収価格でなければ特別委員会が「取引条件が適正である」と判断しない、という状況に至ることがあるとして、実際に至ってしまえば、買収者は買収の提案を撤回するであろう。その結果として、本文において述べたとおり、企業価値を向上させ、ひいては（実際には買収価格が対象会社の「本源的価値」を上回るものであるがゆえに、公開買付けに応じれば）株主共同の利益が確保されるような望ましい買収が実現されなくなるおそれがある。

- 24) つまりは、①のとおり記載することによって、「応じない方向での対応」をする場合については挙げないこととし、他方で、3.2「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」については挙げることとする、ということである。後者の場合を挙げることについての理由は、後者の場合に本文の二段落後で述べるとおりの問題が生じるからである、というものとなる。
- 25) 「本指針は、買収者が上場会社の株式を取得することでその経営支配権を取得する行為を主な対象とするものである」とされているのに対して（1.3〔4頁〕）、三井生命保険事件は、非上場会社の株式が取得される事案に係るものである。もっとも、当該事案は、本指針の対象と同様に「MBO や支配株主による従属会社の買収（構造的な利益相反の問題が存在する取引）」（3.3〔21頁〕）以外の一般的な買収（おそらくは「買収提案について主に対象会社の取締役会と買収者がそれぞれ異なる立場で異なる利益を有している通常の買収取引（独立第三者間取引）」（1.3〔4頁（注2）〕）において（対象会社と買収者との間には何らの資本関係もなかった）、3.2のように当該会社の「取締役会が」当該「買収に応じる方針を決定」し、しかも、本指針21頁（注32）（本指針案注31）が言及している公開買付けが前置されたキャッシュ・アウト（スクイーズアウト）によって当該株式が取得される、というものであった。しかも、同注において言及されている「公正な価格」についての争いでもあった。そのことに着目する限りにおいて、「キャッシュ・アウトの提案」の場面について指針を定めるに際しては同事件を参照するべきである、ともいえるように思われる。

そのような三井生命保険事件は、「手続きの公正性を担保するための各措置、すなわち、独立した第三者委員会の設定……といった措置がとられていないこと……等があるとしても、……手続きの公正さが失われるものとまではいえない」とし、スクイーズアウトに前置された公開買付けが買収者と対象会社との間で「実質的な交渉が行われて実施されるに至ったものである」ことなどに鑑みて、「本件公開買付け及び本件スクイーズアウト手続きは、一般に公正と認められる手続により行われたということが出来る」と述べている（なお、同事件については、拙稿「三井生命保険事件判批」ジュリスト〔令和元年度重要判例解説〕1544号（2020年）98頁

「企業買収における行動指針」についての検討（1）

～99頁参照）。

実際に同事件を参照するのであれば、「キャッシュ・アウトの提案（3.2「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」に限る）」「の場合」であったとしても、本指針案21頁（注32）（本指針案注31）が言及するような「株式買取請求手続における株式買取価格（公正な価格）についての裁判所の審査において争いが生じる可能性があることから、取引条件等の公正性を担保する措置をとっておくことの意義」（意義の意味については前掲（注21）参照）は必ずしも大きくない、といえよう。そうだとすれば、特別委員会を設置しても「通常は株主の利益がより確保されやすくなるものと考えられる」ということにはならないであろう。なぜならば、買収者は特別委員会が「取引条件が適正である」と判断するまで買取価格（1.4d）を増額しなければならなくなる、ということは想定されないからである（前掲（注23）参照）。そのことに鑑みれば、「特別委員会の設置が有用であると考えられる」ということにもならないであろう。

以上に鑑みる限りにおいて、「キャッシュ・アウトの提案（3.2「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」に限る）」という記載にもせよ、「キャッシュ・アウトの提案であることから、取引条件の適正さが株主利益にとってとりわけ重要であると考えられる場合」という記載自体を削除すべきである、という考え方もありえよう。

- 26) 本指針（案）は、（1）において引用したとおり、本文の前段落において言及した「キャッシュ・アウトの提案である」場合と本文の本段落において言及する「買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合」とを並列に挙げている。しかし、前者の場合においても、3.2「取締役会が買収に応じ」ない方針の場合には、対抗措置を用いようとする可能性もあろう。つまり、前者の場合と後者の場合とは（（2）のとおりそれぞれの場面を限定しない限りは）一部重複が生じるのである。そのことに鑑みて、本文においては「以上に関連して」という表現を用いた。
- 27) 詳細については、（四）（3）参照。
- 28) 本指針注64。
- 29) 前掲（注27）に対応する本文参照。
- 30) 本文の前々段落においては、強圧性の低い買取手法を用いたキャッシュ・アウトの提案がなされている場合には、株主は買収者が提示した取引条件に不満であれば当該買収に応じないであろう（不満であるのに応じるということはないであろう）、と述べた。本文の本段落においてもそのことを同様に前提にすれば、そもそも「買収への対応方針・対抗措置を用い」ることは株主にとっては不要である（ただし（六）および拙稿「MoM 要件による株主意思確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての若干の検討」法学（東北大学）86巻4号（2023年）1頁参照）。そうであるからこそ、本文の以下において述べるとおり、本指針（案）においては、強圧性の低い買取手法により買収が行われようとしている場合には「買収への対応方針・対抗措置を用い」ることは望ましくない、という考え方に基いていると整理しうる記載がなされているのであろう。そして当該考え方によれば、対

抗措置の発動について株主の意思を判断するための株主意思確認総会を開催する必要もないということになろう。したがって、実際に株主意思確認総会を開催することとなった場合において特別委員会の設置が有用であるという状況も想定しえない、ということになる。他方で、②のとおり変更した場合も、特別委員会が果たすことになる役割は限定的である。後掲（注115）参照。

- 31) 本指針（案）2.2.2（10頁～11頁）は、「特に取締役会が買収に応じる方針を決定する場合（積極的に買収提案を模索している場合も含まれる。以下同じ。）においては、対象会社の取締役が会社及びその株主の利益のために行動する、すなわち、会社の企業価値を向上させるか否かの観点から買収の是非を判断することに加えて、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力が行われるべきであり、「対象会社がこうした行動を行うに当たっては、経営陣の利益相反の問題への対応や、取引条件の改善の観点から、社外取締役が重要な役割を果たす」とされている。

この記載（特に「経営陣の利益相反の問題」という語句）からすると、本指針（案）も、3.2「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」には、対象会社の取締役と株主との間でそれらの利益が相反する状況に至る、ということ为前提としているといえよう。また、「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」という語句を文字通り読めば、それには、キャッシュ・アウトによる買収の場合のみならず、部分買収による買収の場合も含まれるはずである（3.2.2〔18頁～19頁〕）。以上からすれば、本文において述べたようにいえよう。

- 32) 前掲（注31）および対応する本文において述べたとおり、対象会社の取締役と株主との間でそれらの利益が相反する状況においては、取締役会が応じる方針を決定している買収が部分買収である場合についても想定している3.2.3（19頁～20頁）「株主にとってできる限り有利な取引条件を目指した交渉」において列挙されている交渉などを、当該取締役（会）が積極的に行うことを期待しえない、ということになろう。したがって、前掲（注31）において引用したとおり、（特別委員会の構成員である）「社外取締役が重要な役割を果たす」ことを期待せざるをえず、実際にそのような役割が果たされるのであれば、本文において述べたとおり、株主の利益が確保されることはあるかもしれない。
- 33) ありうる理由としては、（六）（3）参照。
- 34) この点については、第一および第二として述べた箇所にもあてはまる。
- 35) （三）は、強圧性の低い買収手法を用いたキャッシュ・アウトの提案がなされている場合に「買収への対応方針・対抗措置を用いる」ことが望ましくない（前掲（注28）に対応する本文参照）かどうかにかかわらず、実際に用いられた場面を想定して意見を述べたものである。
- 36) 本指針注57。以下（三）において同様。
- 37) もっとも、東京機械製作所事件高裁決定（東京高決令和3年11月9日金融・商事判例1641号10頁）は、損害回避可能性が認められるかどうかよりも損害軽減措置が講じられていたことを重視していると整理しうる。拙稿「株主意思確認総会を経た

「企業買収における行動指針」についての検討（1）

敵対的買収防衛策の内容の相当性についての整理」関西大学法学論集72巻6号（2023年）90頁～92頁参照。

- 38) ただし、効力発生日に差別的な行使条件または取得条項付き新株予約権の無償割当てがまずは行われた（新株予約権無償割当ての効力を発生させた）としても、買収者に対して「第二新株予約権」が実際に交付されることとなるのは当該発生日よりも後になるであろう。そのことに鑑みれば、「買収者が買収を撤回・中止する時間が残っていること」という語句は、効力発生日以降であっても、「第二新株予約権」が交付されるまでに、買収者が買収を撤回・中止すれば、割り当てた新株予約権が無償取得される、という状況が確保されている、ということの意味しているとも考えられるかもしれない。実際の事案については、例えば、2021年10月6日付株式会社東京機械製作所「臨時株主総会招集ご通知」30頁参照、東京機械製作所事件地裁決定（東京地決令和3年10月29日金融・商事判例1641号30頁）別紙2の4（2）参照。
- 39) 2.1（7頁〔第2原則〕）、5.2（32頁）など参照。
- 40) 再度の買収（提案）をしないことなどを誓約して実際に買収（提案）をしないのであれば対抗措置が発動されない（新株予約権無償割当ての効力が発生しないから持株比率の希釈化が起こらない）ということになるから、そのように誓約させることも損害回避可能性に関連する事柄であるといえる。
- 41) 事例については、株式会社東京機械製作所・前掲（注38）40頁、43頁、東京機械製作所事件地裁決定第3の2（1）イ（イ）などを参照。
- 42) 本指針注97。
- 43) （先行研究も含む）詳細については、拙稿・前掲（注37）参照。
- 44) 対抗措置の発動は（何らかの）必要性が認められる場合に許容される、ということの意味してはいないのだとすれば、そもそも「対応方針に基づく対抗措置の発動は」「必要な」「方法によるべきである」という文章の意味を別途考えなければならなくなる。しかし、そもそも「必要な」「方法」という表現を日本語において用いることはあまりないように思われるし、用いることがあるとしても補足的な語句を付記することなく具体的にどのような方法であるのかを推測するのは難しいようにも思われる。
- 45) ただし、前掲（注38）参照。
- 46) なお、買収を実際に撤回・中止させた後に再度の買収（提案）をしないことなどを誓約すれば対抗措置を発動しない、ということは、対抗措置の発動に関する承認議案の内容として記載される。例えば、株式会社東京機械製作所・前掲（注38）30頁参照。しかし、そのような承認議案が可決された場合には、株主が承認した、ということに鑑みて、対抗措置の発動が当然に許容されるべきである、という考え方はありえないと思われる。
- 47) ただし、（四）および（六）において後述するとおり、取締役会決議のみを経た場合であっても対抗措置の発動が（相当性の要件を満たすのであれば）許容されるべきであるという場合がありうる。その場合に、対抗措置の内容の相当性が確保さ

れているかどうかを判断するにあたって基準となる脅威が具体的にどのようなものであるかについては、後掲（注56）および（注118）参照。

- 48)（前掲（注46）において前述したことおよび後掲（注53）において後述することを含む）この点については、拙稿「株主意思確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての検討（1）（2・完）」関西大学法学論集73巻3号（2023年）・同74巻（2024年・発刊予定）参照。関連して、後掲（注53）参照。
- 49) ただし、後掲（注76）参照。
- 50) この点は、（5）において引用するとおり修正された記載にもあてはまる。
- 51) 本文における記載は、強圧性の高い買収手法により買収が行われようとしている場合であっても、株主総会の決議を経たときに限り「買収への対応方針・対抗措置を用い」ることが（相当性が確保されていれば）許容されるべきである（関連して、別紙3〔49頁～50頁〕参照）、ということを前提にしている。他方で、そもそも強圧性の低い買収手法により買収が行われようとしている場合には「買収への対応方針・対抗措置を用い」ることは望ましくない、という考え方に基づいていると整理しうる記載が本指針案に散見されることについては、（二）（3）参照。関連して、前掲（注30）も参照。
- 52) 実例として、富士興産事件においては、買収対象会社の取締役会は、買収者に対して（同事件地裁決定において強圧性の問題が全く生じないとはいえない、と評価された）公開買付けの終了日を株主総会開催日以後まで延長するよう要請したが拒否されたことを理由として、対抗措置の発動を決定した。ただし、当該決定後に買収者は公開買付けの買付期間を株主総会以後まで延長した。富士高裁事件地裁決定（東京地決令和3年6月23日金融・商事判例1906号54頁）理由第3の2（1）イ（イ）、オ）参照。
- 53) ただし、前掲（注47）に対応する本文において前述したことと関連して、確認された株主の意思がどのようなものを脅威であると考ええるものであったかを特定するのは難しいという問題がある。
- 54) 田中亘「防衛策と買収法制の将来〔上〕」商事法務2286号（2022年）9頁は、「対象会社が株主総会を開催するためには、基準日の設定や招集手続のために相当な期間を要することから、買付者は、当該株主総会の基準日まで、市場買集めによって対象会社の株式（議決権）を買い集めることにより、対抗措置発動議案の成立を困難ならしめることが可能になる」と述べる。
- ただし、公開買付けは一定期間実施されるものであるから、公開買付け終了後に買収者の持株比率が高まったとしても、（終了後のある日ではなく、）当該公開買付け期間中のある日を基準日として設定しうるのであれば、本文において述べたように承認を得られなくなる、とは限らないかもしれない。関連して、太田洋「富士興産事件原審決定と抗告審決定の検討と分析」商事法務2275号（2021年）45頁において言及されている買収者の主張とその対応策を参照。
- 55) 松下憲＝福田剛＝増野駿太＝西村智宏「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〔上〕」商事法務2290号（2022年）23頁～24頁も同旨。なお、

「企業買収における行動指針」についての検討（1）

同・24頁には、「対象会社の取締役会において買収提案の内容を検討し、取締役会としての意見を株主に提示することは許容されるべきであるから、それに合理的に必要な時間の確保は認められるべきである」という記載もある。しかし、このような時間の確保を認めるべきではないことについては、前掲（注20）参照。

- 56) なお、(三)(3)において前述した、対抗措置の発動について相当性が認められるかどうかを判断するに際しての「脅威に対して過剰ではない相当な内容」であるかどうかという点における「脅威」としては、その買収が企業価値を下げる可能性のある買収であったとしてもそれを成立させやすくする側面がある（本指針（案）別紙2〔40頁～42頁〕参照）市場内買付けや部分買付けのように強圧性の高い買収手法が用いられている買収が株主総会の承認を得ないままに実際に（経営支配権が移転するという意味で）終了または成立することによって至ることになる状況に実際に至ってしまうこと、ということになるか。なお、そうだとすれば、市場内買付けがいったん中止される、または、公開買付けの期間が延長された状況において株主総会が開催された後になって、（当該株主総会において対抗措置の発動に関する承認議案が可決されなかったにもかかわらず）取締役会決議を経ただけで対抗措置の発動を行うことは、すでに脅威が消滅しているのであるから対抗措置の必要性は認められないということになる。また、市場内買付けが中止されない、または、公開買付けの期間が延長されないがために、対抗措置の発動について取締役会決議を行ったところ、その後、いったん中止された、または、延長された場合には（前掲（注52）参照）、（前述した意味での脅威が取締役会決議時点においては存在していたがために）対抗措置の必要性が認められるとしても、少なくとも相当性は認められない、ということになるように思われる。
- 57) もし許容されないのであれば、前掲（注54）において引用した田中・前掲（注54）が指摘するのとりの状況になる。そこで、当該論者がさらに指摘するとおり（同・11頁）、市場買集め（市場内買付け）（および強圧性の高い公開買付け）「に対する対抗措置が、対象会社の株主総会において、利害関係のない出席株主の議決権の過半数の賛成による承認決議（MoM 決議）を得た場合には、許容されるべきである」として（本指針（案）別紙3〔45頁〕も参照）、実際に MoM 決議を用いれば、株主総会を開催する以前に市場内買付けまたは公開買付けの期間が終了したとしても対抗措置の発動に関する承認議案が可決される可能性は高くなるであろう。つまりは、本文中の以上において述べたように株主総会の承認を得られなくなるという可能性は低くはなり、実際に承認を得られて対抗措置を発動すれば（または(三)において前述した誓約〔具体的には前掲（注41）において引用した箇所を参照）をさせれば）、（対抗措置の発動に際しての根拠となる対応方針において定められた）閾値までは（市場内買付けまたは公開買付けの結果として高まった）買収者の持株比率を下げさせることはできる。その結果として、その後開催される株主総会において取締役選解任議案が付議されたとしても、（対応方針の導入の時期〔ひいては閾値の高低〕次第では）買収者の持株比率がそれほど高くない状況において当該議案についての審議がなされることになる。したがって、買収者以外の対

象会社株主の意思が当該議案に相当程度反映されることになる。

もっとも、(五)(1)(ア)において引用するとおり、本指針(案)は、MoM決議に基づく対抗措置の発動は「非常に例外的かつ限定的な場合に限られることに留意しなければならない」としている。しかし、そのような場合に限られるべきではないことについては、(五)を参照。また、株主総会を開催する以前に取締役会決議のみによって「新株予約権無償割当て等」を「具体的な行為」とする対抗措置を発動することが許容されないのであれば、ますます限られるべきではないといえよう。(ただし、株主総会を開催する以前に市場内買付けまたは公開買付けの期間が終了した場合に MoM 決議に基づいて対抗措置の発動をしたとしても、市場内買付けまたは公開買付けに応じてすでに株式を売却してしまった株主の意思は当該 MoM 決議さらにはその後に開催される取締役選解任決議において反映されようがない。そのことを問題視するのであれば、本文において述べたとおり、株主総会を開催する以前に取締役会決議のみによって「新株予約権無償割当て等」を「具体的な行為」とする対抗措置を発動することが許容されなければならないであろう。)

- 58) この点については、(6)(イ)(e)も参照。
- 59) (1)において引用した一つ目の矢羽根の二行目に記載された必要性に関連して、「株主が買収への賛否を判断する機会を」株主総会を開催し、対抗措置の発動に関する承認議案を付議することによって「株式の売却の意思決定とは別に設けることで、強圧性のある買収手法が用いられる際に、強圧性のない状況で株主が判断できる機会」が確保されることとなる。その結果として、株主は本文において述べたとおり判断することも可能となろう。関連して、前掲(注18)においても引用した田中・各論稿、田中・前掲(注54)8頁～9頁を参照。
- 60) 具体的には、しばらくの間株主総会を開催しようとしないうち、という行動が考えられようか。もちろん、会社法297条により買収者は株主総会を招集し、取締役選解任議案を付議することはできる。しかし、その間、経営陣の保身が図られ、株主は株式を売却するとか議決権を行使するとかによって自身の意思を表明することを阻害される。
- 61) 確かに、本指針(案)別紙3(48頁～49頁)においては、「時間・情報」「の確保の観点から一定の合理性があると考えられる」運用の例が示されており、対象会社取締役会がその例に実際に従うのであれば(従うことを経済産業省は期待していることについては(七)(4)も参照)、本文において引用したような「恣意的な運用」は実際には行われまいということになるのかもしれない。しかし、その例示「を超えて時間・情報を要すると考える場合には、個々の事案に応じて十分に検討・説明がされるべきである」というにとどまっておき、そのように「要すると考え」て例示よりも長期間にわたる「買収の実行の停止」や「情報提供」を要求することはそもそも望ましくないということが明言されているわけではない。
- 62) 本文の以上に鑑みると、(1)以外の箇所についても、意見概要と経済産業省の考え方No.308のとりの意見が導出されることになる。なおNo.308中の②は、本指針(案)別紙3(49頁～50頁)の記載を踏まえてのものである。