

「企業買収における行動指針」 についての検討（2・完）

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その検討
 - 四 対抗措置の必要性
 - (3) 理 由 (以上、73巻5号)
 - (4) 経済産業省の考え方
 - (5) 修正後の記載
 - (6) 経済産業省の考え方および修正後の記載についての整理・検討
 - 五 MoM 決議
 - 六 第1原則と第2原則の関係性
 - 七 交渉機会を確保する必要性
- 三 結 語 (以上、本号)

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その検討

四 対抗措置の必要性

(4) 経済産業省の考え方

(ア) 「取締役会が対抗措置を発動し、事後的に株主総会の承認を得ることも認められうる状況にあり、このような場合には、株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保することの必要性が現に存在したことを株主が追認することとなるとの考えから、別紙3の2.(1)の一つ目の矢羽根として記載するものです。

なお、別紙3の1.(3)(b)は、対応方針の導入及び対抗措置の発動の両方を

取締役会限りの判断で行う場合について記載するものですので、御指摘のように別紙3の1.(3)(b)に矢羽根の一つ目を記載することは適切ではないものと考えています。」

(イ)「御指摘の趣旨を踏まえ、各矢羽根について『必要性を示す一つの事情』という形に修正しています。なお、裁判所はこれらの事情を含めて様々な事情を考慮の上、必要性を判断すると考えられることから、御指摘のように『直截に必要性が示される』とは考えておらず、本文の『推認』は原案のとおりとさせていただきます。」

(5) 修正後の記載

- 「➤ 株主総会の承認を得ることは、株主総会において買取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観点から、必要性を示す一つの事情となる。加えて、株主が買取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、強圧性のある買取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観点から、必要性を示す一つの事情となる。
- 買取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、買取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、必要性を示す一つの事情となる。」

(6) 経済産業省の考え方および修正後の記載についての整理・検討

(ア) 経済産業省の考え方についての整理

(4)(ア)において引用した経済産業省の考え方においては、「取締役会が対抗措置を発動し、事後的に株主総会の承認を得」ようとして株主総会を開催する場合、当該株主総会において株主が追認するのは、「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保することの必要性が現に存在したこと」であると理解されている。そのような追認という単語が「一般に、過去に遡って認めることを意味する」⁶⁴⁾ものにすぎないのだとすれば(ただし(イ)(b)参照)、「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保

「企業買収における行動指針」についての検討（２・完）

することの必要性が現に存在」していると取締役会が判断し、当該取締役会が対抗措置の発動について決議した後に株主総会がその判断を「遡って認める」という状況が想定されることになろう。対応方針の導入と関連づけて述べるのであれば、対応方針において「株主総会において⁶⁵⁾株主の意思を確認するために時間・情報を確保することの必要性」（に類似する必要性）が明示されていて、そのような対応方針に従って、（取締役会が十分であると考ええる水準の）情報を提供することや、取締役会が買収者から実際に提供を受けた情報に基づいて買収提案について検討を終えて株主総会を開催するまで市場内買付けを中止するまたは公開買付けの期間を延長することなどを要求したにもかかわらず、買収者とその要求に従わなかったがために、「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保することの必要性が現に存在」していると取締役会が判断し、当該取締役会が対抗措置の発動について決議した⁶⁶⁾後に株主総会がその判断を「遡って認める」という状況が想定されることになろう。

(イ) 経済産業省の考え方についての検討

(a) しかし、経済産業省の考え方を（ア）において前述したとおり整理しうるとして、取締役会が対抗措置の発動について決議する時点では「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保する」ことができおらず、（「現に」）「確保することの必要性が」「存在したこと」を事後的に実際に開催される株主総会にて株主が追認する、ということはあるとしても、少なくとも当該「存在したこと」についての記載であるとされる（（４）（ア）参照）本指針43頁の脚注（注70⁶⁷⁾）において引用されている東京機械製作所事件のような場合においてはそのように株主が追認したという「事情が考慮されることによって」「対抗措置の必要性が推認される」ということはいづらいうように思われる⁶⁸⁾。以下においてはその理由について述べる。

(b) まず確認すべきであるのは、事後的に開催される株主総会において株主が承認する対象は、対抗措置の発動に関する承認議案である、ということである⁶⁹⁾。例えば、東京機械製作所事件における当該承認議案においては⁷⁰⁾、「情

報と時間を確保することが」必要であると判断したことを理由として、取締役会が対抗措置を発動することを決議したことが記載されてはいる⁷¹⁾。その記載に着目する限りにおいて、当該承認議案が可決されたことをもって、取締役会が決議する時点では「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保する」ことができおらず（「現に」）「確保することの必要性が」「存在したこと」が追認されたといえるかもしれない。

(c) もっとも、(b) のとおりいえるとしても、対抗措置の発動について取締役会が決議した時点においてそのような「必要性が現に存在したこと」のみに着目して株主が対抗措置の発動に関する承認議案に賛成すること（ひいては当該議案が可決されること）はないように思われる。いいかえれば、株主は、取締役会が決議した時点においてそのような「必要性が現に存在した」かどうかにかかわらず、株主総会決議がなされる時点において何らかの理由で対抗措置の発動が必要であると考えようかどうかによって、当該承認議案に賛成するかどうかを決定する（ひいては当該議案が可決されるかどうかが決まる）はずである。なぜならば、株主がそのように必要であるとは考えないという場合には、当該株主は、買収提案に応じたいと考えている可能性が高いと思われる。ところが、株主総会決議がなされる時点においてはそのように必要であると考えないにもかかわらず、取締役会が決議した時点においてそのような「必要性が現に存在したこと」のみに着目して当該承認議案に賛成してしまえば、対抗措置が実際に発動され、応じたいと考えている当該提案が阻害されることになりかねないからである⁷²⁾。

そのことに鑑みると、（その他の理由で賛成することもありえようが⁷³⁾）「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保する」ことに関連した理由で（着目して）株主の多くが対抗措置の発動に関する承認議案に賛成するとしたら（ひいては当該議案が可決されるとしたら）、（対抗措置の発動について取締役会が決議した時点と変わらず、）株主総会決議がなされる時点において（も）「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保する」ことができおらず⁷⁴⁾、しかも⁷⁵⁾依然として（「現に」）「確保

「企業買収における行動指針」についての検討（２・完）

することの必要性が「存在し」としていると判断した、すなわち、その後の⁷⁶⁾「株主総会⁷⁷⁾において株主の意思を確認するために時間・情報を確保する」ことが必要であると考えたからである、ということになるように思われる⁷⁸⁾⁷⁹⁾。

(d) ただ、少なくとも当該「存在したこと」についての記載であるとされる（(4) (ア) 参照）本指針43頁の脚注（注70）において引用されている東京機械製作所事件のような場合には、対抗措置の発動に関する承認議案に賛成した株主の多くが、その後の「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保することが必要である」と考えたことを実際に理由として賛成した（ひいては当該議案が可決された）、ともいえないように思われる。なぜならば、対抗措置の発動に関する承認議案が可決された当該事件においては、当該議案に含まれる留保条件⁸⁰⁾が遵守されないのであれば「対抗措置の発動」が実際に行われる（「新株予約権の無償割当ての実行」をする⁸¹⁾）ことになったであろうところ、当該留保条件は、その後の「株主総会において株主の意思を確認するために」「情報を確保すること」に直接的に資するものであったとはいえないように思われるからである⁸²⁾。つまりは、当該事件における承認議案は、「情報と時間を確保することが」必要であると判断したことを理由として取締役会が対抗措置を発動することを決議したにもかかわらず、(b) において前述したとおり、そのような経緯も記載された）その承認議案が事後的に開催される株主総会において可決された場合に、少なくともそれ以降に情報が確保されるかどうかには関係しない留保条件が遵守されないのであれば「対抗措置の発動」を実際に行う、ということの内容とするものであったのである。そうだとすれば、そのような議案が可決されたとしても、当該議案に賛成した株主の多くが、その後の「株主総会において株主の意思を確認するために」「情報を確保する」ことが必要であると考えたことを実際に理由として賛成した（ひいては当該議案が可決された）、とはいいづらいうように思われる⁸³⁾⁸⁴⁾⁸⁵⁾。

以上に鑑みれば、経済産業省の考え方を（ア）において前述したとおり整理しようとして、（ア）において前述した場合において対抗措置の発動について取締役会が決議する時点では「株主総会において株主の意思を確認するために

時間・情報を確保する」ことができおらず、「(現に)」「確保することの必要性が」「存在したこと」を事後的に実際に開催される株主総会にて株主が追認する、ということはあるとしても、少なくとも当該「存在したこと」についての記載であるとされる（(4) (ア) 参照）本指針43頁の脚注（注70）において引用されている東京機械製作所事件のような場合においては⁸⁶⁾そのように株主が追認したという「事情が考慮されることによって」「対抗措置の必要性が推認される」ということはいづらいうように思われる。

(e) もちろん、事後的に開催される株主総会において株主が承認する対象が、「情報を確保すること」に直接的に資するものであったとはいえない留保条件が遵守されないのであれば「対抗措置の発動」を実際に行うということを内容とする議案であったとしても、留保条件が遵守されるか、遵守されずに「対抗措置の発動」が実際に行われれば、少なくとも東京機械製作所事件のような場合には⁸⁷⁾買収は（一時的には）進行しないことになる。したがって、（対抗措置の発動について取締役会が決議した時点と変わらず、）株主総会決議がなされる時点において（も）「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保する」ことができおらず、しかも依然として（「現に）」「確保することの必要性が」「存在し」としていると判断した、すなわち、その後の「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保する」ことが必要であると考えた株主が、現実には株主総会決議がなされる時点において（も）「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保する」ことができいないことに鑑みれば、株主総会において議案が否決されることで「対抗措置の発動」が行われず（市場内買付けまたは公開買付けによる）買収が進行した場合に（その後の「株主総会において」ではなく）買収に応じかどうかを通じて「株主の意思を確認する」ことに資するほどの「情報が確保される」状況に（買収者が自発的に情報を提供することによって）至ることとなるとは考えられないと評価したがゆえに、留保条件が遵守されるか、遵守されずに「対抗措置の発動」が実際に行われても（(d) において述べたとおり）その後の「株主総会において株主の意思を確認するために」「情報が確保され

「企業買収における行動指針」についての検討（２・完）

る」とは限らないことについては承知の上で、とりあえず買収を（一時的に）進行させないために当該議案に賛成するということもないわけではないかもしれない⁸⁸⁾。実際にそうであったとして、しかも、そのような株主が多く存在していた結果として当該議案が可決されたといえることが明らかであるという場合には、取締役会が決議する時点では「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保する」ことができおらず（「現に」）「確保することの必要性が」「存在したこと」が（(b)において述べたとおり、対抗措置の発動に関する承認議案において「情報と時間を確保することが」必要であると判断したことを理由として取締役会が対抗措置を発動することを決議したことが記載されている、ということに着目すれば、というだけではなく、）実質的にも、事後的に開催される株主総会において株主により追認された、といえるかもしれない。そうだとすれば、そのように株主により追認された（株主が追認した）という「事情が考慮されることによって」「対抗措置の必要性が推認される」ともいえないであらう。

しかし、別紙３（４３頁）の矢羽根の二つ目においては、株主が「買収に関する様々な要素」のうちのいずれに着目して議決権を行使したかどうかは（同頁〔注70〕において引用されている東京機械製作所事件のような場合も含めて）現実には明らかにはならず、株主はそれぞれを「総合的に勘案」したという程度のことしかいえない、ということが（おそらく）前提とされている。現実にも同様の前提に立たざるをえないであろうことからすれば、前述したような株主が実際に存在していたかどうかは明らかではない。したがって、前述したような株主が多く存在していた結果として対抗措置の発動に関する承認議案が可決された、といえるかどうかは明らかではない、ということになる。そうだとすれば、当該議案が可決されたとしても、取締役会が決議する時点では「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保する」ことができおらず（「現に」）「確保することの必要性が」「存在したこと」が（(b)において述べたとおり、対抗措置の発動に関する承認議案において「情報と時間を確保することが」必要であると判断したことを理由として取締役会が対抗措置

を発動することを決議したことが記載されている、ということに着目すれば、というだけではなく、) 実質的にも、事後的に開催される株主総会において株主により追認された、ということはそもそも難しいように思われる。ひいては、そのように株主により追認された(株主が追認した)という「事情が考慮されることによって」「対抗措置の必要性が推認される」とはいいづらいのではないか。

(f) なお、(5)において引用したとおり、本指針は修正されている。しかし、修正後の記載についても、(d)において前述したと同様の疑問がある。つまり、対抗措置の発動について取締役会が決議する時点では「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保する」ことができておらず、「(現に)」「確保することの必要性が」「存在したこと」を事後的に実際に開催される株主総会にて株主が追認する、ということはあるうるとしても、少なくとも当該「存在したこと」についての記載であるとされる((4)(ア)参照)本指針43頁の脚注(注70)において引用されている東京機械製作所事件のような場合においてはそのように株主が追認したという「事情が考慮されることによって」「対抗措置の必要性が推認される」ということは、それが「一つの事情」であるとしてもいいづらであろう。

他方で、(e)において前述したことを踏まえた場合には、対抗措置の「必要性を示す一つの事情となる」という程度の記載であれば、妥当ではないとまではいえないかもしれない。なぜならば、(e)において前述したような株主が(実際に多く存在していたかどうかは明らかではないとしても)まったく存在していなかったともいえない以上は、「株主総会の承認を得ることは」、今後(その後)の「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観点から」(の)対抗措置の「必要性を示す一つの事情」にはなりうるであろう。そして、そのような一つの「事情」と併せて、別紙3(43頁[注72⁸⁹])において挙げられている要素に対応する他の「事情」が考慮されることによって、「対抗措置の必要性が推認される」といえるようにも思われるからである。もっとも、そうだとすれば、一つ目の矢羽根におい

「企業買収における行動指針」についての検討（２・完）

て「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観点」だけを挙げるのではなく、別紙３（４３頁〔注72〕）において挙げられている要素に対応する他の観点も挙げられるべきであるように思われるところ、実際には挙げられていない理由は明らかではない。

(五) MoM 決議（意見概要と経済産業省の考え方 No. 294）

(1) その１

㍿ 該当箇所

- ・別紙３（４５頁）「買収者、対象会社取締役及びこれらの関係者の議決権を除外した議決権の過半数による」「決議に基づく対抗措置の発動が安易に許容されれば、望ましい買収をも阻害する事態を招きかねない。また、決議要件を設定するのは対象会社であることからすれば、対象会社として承認が得やすいと考える決議要件が恣意的に設定されるおそれが存在する。

したがって、このような決議に基づく対抗措置の発動が⁹⁰濫用されてはならず、これが許容されるのは、買収の態様等（買収手法の強圧性、適法性、株主意思確認の時間的余裕など）についての事案の特殊事情も踏まえて、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。」

(イ) 意見内容

「このような決議に基づく対抗措置の発動が安易に許容されれば、望ましい買収をも阻害する事態を招きかねない。また、決議要件を設定するのは対象会社であることからすれば、対象会社として承認が得やすいと考える決議要件が恣意的に設定されるおそれが存在する。買収者及びその関係者の議決権のみを除外した議決権の過半数による決議に基づいて対抗措置の発動をすることは恣意的に設定がなされる典型例であり、望ましい買収をも阻害する事態を招く可能性があるものとして、その発動は許容されえないことに留意しなければならない。

他方で、買収者及びその関係者に加えて、対象会社取締役及びこれらの関係者（対象会社の取引先株主等を含む）の議決権を除外した議決権の過半数によ

る決議に基づいて対抗措置の発動をするのであれば、買収の態様等（買収手法の強圧性、適法性、株主意思確認の時間的余裕など）についての特殊事情次第⁹¹⁾でその発動は、望ましい買収を実現させる可能性があるものとして合理的であり、許容されうる。」と修正すべきである⁹²⁾。

(ウ) 理 由

2.2.3 (11頁)においては「第2原則及び第3原則は、第1原則を実現する前提として求められるものである」とされている。そのような第1原則においては、「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」が望ましい買収か否かを判断するに際しての基準であるべきであるとされている(2.1〔7頁〕第1原則)。したがって、「会社の経営支配権に関わる事項」について自身の意思を表明する（議決権を行使する）株主（2.1〔7頁〕第2原則参照）が「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」を基準にしてその意思を表明する、という状況を確保することが、第1原則を実現するにあたって必要となる。他方で、「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」かどうかにかかわらず「会社の経営支配権に関わる事項」について自身の意思を表明する（議決権を行使する）株主がいれば、総体としての「株主の意思決定を歪める」(4.3〔29頁〕)こととなり、第1原則の実現を阻害しかねない。

以上からすれば、（その決議は勧告的決議にすぎないものでもあるし⁹³⁾、）そのような株主の議決権を除外した議決権の過半数による決議に基づいて対抗措置を発動することは禁止すべきものではない。そして、非常に例外的かつ限定的な場合に限り許容される、という後ろ向きな表現を用いるべきものでもない。むしろ、第1原則の実現を阻害しないために、一定の場合には許容することが合理的であるものであると明示すべきである。

そのような株主としては「買収者及びその関係者」がまず挙げられる。「買収者及びその関係者は買収の是非について利害関係を有する者であって株主としての見地から判断を行うことは期待し難い」（別紙3〔45頁（注76⁹⁴⁾））からである⁹⁵⁾。また、2.2.2 (11頁)においてそのような買収者らと併せて「他

「企業買収における行動指針」についての検討（2・完）

の株主と異なる利益を得る」株主として列挙されている「対象会社取締役」およびその関係者も同様である。加えて、対象会社の取引先株主なども同様である（そもそも4.3（29頁）において「働きかけを行うこと」は望ましくないとされているのは、「対象会社の取引先株主等」が、2.2.2において言及されている「株主以外の立場で享受する利益」を期待する者であることを前提にしているからであろう⁹⁶⁾。そうであるにもかかわらず、もし「買収者及びその関係者」の議決権のみを除外した議決権の過半数による決議に基づいて対抗措置を発動することを許容するのであれば、その買収者による買収が望ましい買収である場合に、それが阻害されるということになりかねない。したがって、買収者およびその関係者に加えて、対象会社取締役およびこれらの関係者（対象会社の取引先株主などを含む）の議決権を除外した議決権の過半数による決議に基づいて対抗措置の発動をする場合にのみ、その発動を許容する余地を認めるべきである⁹⁷⁾。

なお、本指針案には、「東京機械製作所事件（最終令和3年11月18日）において、裁判所は」、「一般株主に対する強圧性が認められるとして」、「このような一般株主が適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保することができないことが、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害することとなるか否か、それを防止するために対抗措置を発動することが必要か否かについて、株主総会において一般株主のみによる意思確認を行うことは、直ちに不合理であるとはいえないとして、これを許容して⁹⁸⁾いる」という記載がある（別紙3〔46頁〕）。同事件においては「一般株主」の定義がなされていないが⁹⁹⁾、買収者およびその関係者以外の株主が一般株主に該当すると考えられているとすれば、「一般株主に対する強圧性が認められる」場合には、買収者およびその関係者の議決権のみを除外した議決権の過半数による決議を行うことも、直ちに不合理であるとはいえないとして、これを許容したことになる。

しかし、「一般株主に対する強圧性が認められる」場合であっても、買収者およびその関係者に加えて、対象会社取締役およびこれらの関係者（対象会社の取引先株主等を含む）の議決権を除外した議決権の過半数による決議に基づ

いて対抗措置の発動をするのでなければ、不合理であり、許容してはならないはずである。なぜならば、前述したとおり、対象会社取締役およびこれらの関係者（対象会社の取引先株主等を含む）は、「他の株主と異なる利益を得る」者または「株主以外の立場で享受する利益」を期待する者である。つまりは、強圧性が認められるがゆえに「適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保できないことが、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害することとなるか否か、それを防止するために対抗措置を発動することが必要か否か」を基準として、その意思を表明することは期待できない者である。そうであるにもかかわらず、対象会社取締役およびこれらの関係者（対象会社の取引先株主等を含む）の議決権を除外しなければ、「適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保できないことが、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害すること」にはならず、「それを防止するために対抗措置を発動することが必要」ではないはずの望ましい買収が阻害されるということになりかねないからである¹⁰⁰⁾。したがって、本指針は、「一般株主に対する強圧性が認められる」場合であっても、買収者およびその関係者に加えて、対象会社取締役およびこれらの関係者（対象会社の取引先株主等を含む）の議決権を除外した議決権の過半数による決議に基づいて対抗措置の発動をする場合にのみ、その発動を許容する余地を認めるべきである。

(エ) 回 答

「買収者、対象会社取締役及びこれらの関係者の議決権を除外した議決権の過半数による決議については、引き続き活発な議論がされているところであり、本指針は、このような決議は「非常に例外的かつ限定的な場合に限られる」旨の基本的な考え方を記載しています（本指針別紙3の1.(3)a)）が、御指摘のような「関係者」の範囲やその認定方法、買付けの急速性などを含め、「一般に、利害関係者以外の過半数を要件とする決議がどのような根拠や範囲で許容されうるかは、必ずしも明らかではない」としているところです（本指針注79）。今後の実務や裁判例の展開を見ながら、必要に応じ、改めて本指針の内容を見直すことも考えられます。」

「企業買収における行動指針」についての検討（２・完）

(2) その２

(ア) 該当箇所

・4.3（29頁）「株主の意思決定を歪める行為の防止」

「株主が買収に対する判断を行う際には、必要な情報の提供を受けた上で、合理的な意思決定が阻害されない状況が確保されることが重要である。

この観点から、「対象会社が以下のような行為を行うことは望ましくない。」

「➤ 対象会社の取引先株主等への優越的な地位に乗じた働きかけを行うこと」

(イ) 意見内容

「➤ 特に、買収者、対象会社取締役及びこれらの関係者の議決権を除外した議決権の過半数による決議に基づいて対抗措置の発動をしようとする場合に、併せて対象会社の取引先株主等の議決権を除外しないこと」を追記すべきである。

(ウ) 理由

4.3（29頁）の表題中の「株主の意思」は、2.1（7頁）の第2原則において言及されている「株主の」「意思」を意味していると思われる。そして、当該「株主の」「意思」の対象は「会社の経営支配権に関わる事項」（または2.2.3と5.2において記載されている「会社を支配する者の変動に関わる事項」¹⁰¹⁾）であるとされている。また、2.2.3（11頁）においては「第2原則及び第3原則は、第1原則を実現する前提として求められるものである」とされている。そのような第1原則においては、「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」が望ましい買収か否かを判断するに際しての基準であるべきであるとされている。したがって、「会社の経営支配権に関わる事項」について自身の意思を表明する（議決権を行使する）株主が「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」を基準にしてその意思を表明する、という状況を確保することが、第1原則を実現するにあたって必要となる。他方で、「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」かどう

かにかかわらず「会社の経営支配権に関わる事項」について自身の意思を表明する（議決権を行使する）株主がいれば、総体としての「株主の意思決定を歪める」こととなり、第1原則の実現を阻害しかねない。そこで、対象会社による「優越的な地位に乗じた働きかけ」によって「対象会社の取引先株主等」がそのような株主となってしまう可能性があることが懸念されて、4.3（29頁）においては、「働きかけを行うこと」は望ましくないと指摘されているのであろう。

しかし、対象会社があからさまに「働きかけを行」わないとしても、「対象会社の取引先株主等」は、対象会社の取締役に付度する可能性がある¹⁰²⁾。また、実際に「働きかけを行」ったかどうかを確認することは難しいであろう。したがって、「働きかけを行うこと」は望ましくないと指摘するだけでは「株主の意思決定を歪め」ないという状況を確保することはできない。そのような状況を現実に確保するためには、少なくとも、「買収者、対象会社取締役及びこれらの関係者の議決権を除外した議決権の過半数による決議に基づいて対抗措置の発動をしようとする場合」（別紙3〔45頁〕）「に、併せて対象会社の取引先株主等の議決権を除外しないこと」を望ましくないと明記すべきである。なお、そもそも「働きかけを行うこと」は望ましくないとされているのは、「対象会社の取引先株主等」が、2.2.2（11頁）において言及されている「株主以外の立場で享受する利益」を期待する者であることを前提にしているからであろう¹⁰³⁾。そうだとすれば、2.2.2において併せて「他の株主と異なる利益を得る」株主として列挙されている「買収者、対象会社取締役、及びこれらの者と重要な利害関係を共通にする」者と変わりはない。そのことに鑑みても、意見内容のとおり追記すべきである。

(エ) 回 答

(1) (エ) 参照。

(3) その3

(ア) 該当箇所

- ・別紙3（50頁～51頁）「株主総会において、様々な要素を考慮して、買収

「企業買収における行動指針」についての検討（２・完）

提案の『内容』を理由に企業価値ひいては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、買収者が買収の『手法』を改善すれば対抗措置の発動を回避できるわけではない場合もある。このため、対象会社が『内容』を理由とする対抗措置の必要性を広く解釈することなどにより、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。

したがって、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、公正性の確保（例えば、独立性の高い取締役会や特別委員会の関与）等について慎重に検討し、十分な説明責任を果たすことが求められる。」

(イ) 意見内容

別紙３中の45頁～46頁にかけて、「買収者及びその関係者に加えて、対象会社取締役及びこれらの関係者（対象会社の取引先株主等を含む）の議決権を除外した議決権の過半数による決議に基づいて対抗措置の発動をするのであれば、買収の態様等（買収手法の強圧性、適法性、株主意思確認の時間的余裕など）についての特殊事情次第で、その発動は、望ましい買収を実現させる可能性があるものとして合理的であり、許容されうる。」という記載を追記すべきである¹⁰⁴⁾。

その上で、別紙３（50頁～51頁）「したがって、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、公正性の確保（例えば、独立性の高い取締役会や特別委員会の関与）等について慎重に検討し、十分な説明責任を果たすことが求められる。」という記載の後に、「また、株主総会の判断に委ねるとしても、買収者及びその関係者に加えて、対象会社取締役及びこれらの関係者（対象会社の取引先株主等を含む）の議決権を除外した議決権の過半数による決議に基づくべきである（別紙３〔45頁～46頁〕参照。）」と追記すべきである。

(ウ) 理由

「株主総会において、様々な要素を考慮して、買収提案の『内容』を理由に

企業価値ひいては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、「対象会社が『内容』を理由とする対抗措置の必要性を広く解釈することなどにより、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」として¹⁰⁵⁾、「対抗措置の必要性や、公正性の確保（例えば、独立性の高い取締役会や特別委員会の関与）等について慎重に検討し」た結果、対抗措置の発動をしない（ひいては発動に関する承認議案をそもそも株主総会に付議しない¹⁰⁶⁾¹⁰⁷⁾）ということもありうる、ということ踏まえれば、確かに、説明責任を果たすよう取締役会に求めることは、「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」ことについての対策として機能する可能性はある¹⁰⁸⁾。しかし、それだけでは、対策として十分ではない。なぜならば、説明責任を果たすよう求めたところで、（当該責任を果たすよう求められた結果として関与することとなった）特別委員会も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ことを踏まえれば¹⁰⁹⁾、特別委員会が対抗措置の必要性等について（表向きは）慎重に検討したとしても、結局は、発動に関する承認議案を株主総会に付議することが決定されてしまうことはありうるように思われるからである。

（なお、別紙3〔51頁〕では「対応方針に定められた手続ルールが買収者によって遵守されることで時間や情報が確保され、買収手法として強圧性の問題が排除された『オール・オア・ナッシング』の公開買付けを用いる場合には、〔上記「1. (3)b) 取締役会限りの判断による導入及び発動」記載の例外的な場合を除いて〕対抗措置の発動の必要性は一般的には乏しいと考えられ、対抗措置の発動は抑制的に考える〔もしくは発動の余地を排した設計とする〕ことが、望ましい買収を阻害しないためには有益である。」との記載がある。確かに、このような記載が参照された結果として、買収者の「買収の『手法』」については問題視して対抗措置の発動をするが¹¹⁰⁾、「対象会社が『内容』」については問題視せずに対抗措置の発動をしない¹¹¹⁾、という状況に至るのであれば、この記載は、「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

「企業買収における行動指針」についての検討（2・完）

ある」ことについての対策として機能したことになる。しかし、そもそも「・該当箇所」において挙げられている状況は、以上の記載があるにもかかわらず、「対象会社が『内容』を」問題視して対抗措置の発動をしようとする状況である。したがって、別途当該対策について検討する必要がある。）

そもそも買収に賛成する株主が株式を売却する機会を奪われることが問題視されるべきであるとしたらそれは、その買収が「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」可能性が高い（2.1〔7頁〕第1原則における「望ましい買収」である可能性が高い）ものであるからであろう。そうだとすれば、そのような買収に対する対抗措置の発動に関する承認議案が（できる限り）否決されるような状況に至らしめることを可能にする措置こそが買収に賛成する株主が株式を売却する機会を奪われることの対策として機能させるべきものとして求められることになるはずである。そのような措置としては、その買収が「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」かどうか（「望ましい買収」かどうか）にかかわらず「会社の経営支配権に関わる事項」について自身の意思を表明する（議決権を行使する）株主の議決権を除外した議決権の過半数による決議を許容するというものが考えられる。なぜならば、そのような株主の議決権を除外すれば、結果的に、「望ましい買収」であることのみを理由として賛成するかどうかを判断する可能性が高い株主だけが、対抗措置の発動に関する承認議案について議決権を行使することとなる。したがって、「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」可能性が高い買収（「望ましい買収」である可能性が高い買収）に対する対抗措置の発動に関する承認議案が（できる限り）否決されるような状況に至らしめられるからである。そして、その買収が「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」かどうか（「望ましい買収」かどうか）にかかわらず「会社の経営支配権に関わる事項」について自身の意思を表明する（議決権を行使する）株主としては、（買収者およびその関係者に加えて¹¹²⁾、）対象会社取締役およびこれらの関係者（対象会社の取引先株主等を含む）が挙げられよう。これらの株主は、2.2.2（11頁）において言及されている「株主以外

の立場で享受する利益」を期待する者であるからである。(なお、別紙3〔45頁〕は、株主の議決権を除外した議決権の過半数による決議は非常に例外的かつ限定的な場合に限り許容される、という後ろ向きな表現を用いている。しかし、第1原則の実現を阻害しないために、以上のとおり「株主以外の立場で享受する利益」を期待する株主を除きさえすれば当該決議を許容することがむしろ合理的であるものであると明示すべきである¹¹³⁾。)

以上からすれば、別紙3中の45頁～46頁にかけて、「買収者及びその関係者に加えて、対象会社取締役及びこれらの関係者(対象会社の取引先株主等を含む)の議決権を除外した議決権の過半数による決議に基づいて対抗措置の発動をするのであれば、買収の態様等(買収手法の強圧性、適法性、株主意思確認の時間的余裕など)についての特殊事情次第で、その発動は、望ましい買収を実現させる可能性があるものとして合理的であり、許容されうる。」という記載を追記すべきである¹¹⁴⁾¹¹⁵⁾。

その上で、別紙3(50頁～51頁)「したがって、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、公正性の確保(例えば、独立性の高い取締役会や特別委員会の関与)等について慎重に検討し、十分な説明責任を果たすことが求められる。」という記載の後に、「また、株主総会の判断に委ねるとしても、買収者及びその関係者に加えて、対象会社取締役及びこれらの関係者(対象会社の取引先株主等を含む)の議決権を除外した議決権の過半数による決議に基づくべきである(別紙3〔45頁～46頁〕参照。)」と追記すべきである。

(エ) 回 答

(1) (エ) 参照。

(六) 第1原則と第2原則の関係性(意見概要と経済産業省の考え方 No. 302)

(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

「企業買収における行動指針」についての検討（2・完）

を基準に判断されるべきである。

第2原則：株主意思の原則 会社の経営支配権に関わる事項については、株主の合理的な意思に依拠すべきである。」

- 2.2.3（11頁）「このように、第2原則及び第3原則は、第1原則を実現する前提として求められるものである。」
- 別紙3（46頁）「取締役会限りの判断による導入及び発動が、本指針で掲げる株主意思の尊重（第2原則）との関係でどのように正当化され得るかが問題となるが、反社会的勢力等による買収、対象会社や一般株主の犠牲のもとに買収者が不当な利益を得る蓋然性が高い買収等の非常に例外的な場合においては、明示的な株主の承認がなくとも合理的な株主は当然に賛成するはずであるとみなすことができ、一種の緊急避難的行為として許容される場合があり得るとして、正当化の余地があると考えられる。」

（2）意見内容

別紙3（46頁）で挙げられている場合以外の場合、特に、企業価値は確保されないとしても株主共同の利益は確保される買収の場合（どのような買収が「第1原則における望ましい買収」であるかについての判断基準に該当しない場合）においても、「正当化の余地があると考えられる」かどうかを、第2原則との関係性をも踏まえて検討すべきである。その上で、その検討結果を反映させるために該当箇所を修正すべきである。

（3）理由

強圧性の低い買収手法による買収提案、特に「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）」（18頁）（「買収手法として強圧性の問題が排除された『オール・オア・ナッシング』の公開買付け」〔別紙3（51頁）〕）の提案がなされた場合に、その買収の成否は、対象会社の株主が公開買付けへの応募等をするかどうかという形で対象会社の株主の判断に委ねられるべきである、という考え方は、第2原則からすれば当然である、ということになるのであろう（2.2.3〔11頁〕参照）。

しかし、「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)」の提案がなされた場合には、そのような第2原則はむしろ第1原則の実現を一部阻害することもありうる。すなわち、「対象会社の企業価値の向上に」「資する買収提案と」（『買収を行わなくても実現可能な価値』が最低限保障された上で」[2.2.2（9頁）]、その価値を上回る買収対価が提案されているという意味で）「株主が享受する利益（買収対価）が」「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」しない（公正 M&A 指針38頁参照）場合である。具体的には、「例えば」「株主が享受する利益が」「大きな買収提案が、ステークホルダー（例えば従業員）の取り分を減らして株主の取り分を増やすものである場合」（公正 M&A 指針38頁〔注68〕参照）である¹¹⁶⁾。当該買収提案がステークホルダー（例えば従業員）の取り分を減らすものであり、対象会社の企業価値が実際に向上しないというものであるとすれば、そのような買収提案がなされ、実際に買収が成立しても、対象会社の「企業価値」「を確保し、又は向上させる」ことはない。つまりは、第1原則中の「ひいては」という状況ではないのである。この場合は、以下の理由で、第2原則が第1原則の実現を一部阻害することになる。まず、第2原則に従い、買収の成否が対象会社の株主の判断に委ねられれば、対象会社の株主が、自身が享受する利益が大きな買収提案に応じる、すなわち、公開買付けへの応募等をする可能性は高いであろう。そして、実際にそのような買収提案がなされて多くの株主が応募等をする、当該買収は成功することになる。そのように成功した場合に、株主が大きな利益を享受したという意味で「株主共同の利益」が実現したといえんとすれば、第1原則は一部実現された、ということになろう。ところが、部分買収において株主の重要な判断軸となるとされている、「買収後も一部の株主は少数株主として残ることになるため」「買収後の企業価値が中長期的に向上するかどうか」は、「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）」がなされた場合には重要な判断軸とはならない（3.2.2〔19頁〕）。したがって、第2原則に従い、買収の成否が対象会社の株主の判断に委ねられれば、買収が成立した場合に対象会社の「企業価値」

「企業買収における行動指針」についての検討（2・完）

「を確保し、又は向上させる」ことはない買収提案がなされた場合であっても、対象会社の株主は当該買収提案に基づく公開買付けへの応募等をする可能性は高いであろう¹¹⁷⁾。その結果として、対象会社の企業価値が向上しないという意味で第1原則の実現は一部阻害される、といえるのである。

以上のとおり、強圧性の低い買収手法による買収提案、特に「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）」の提案がなされた場合には、第2原則はむしろ第1原則の実現を一部阻害することもありうる。そして、そのような場合には提案された買収が、第1原則における「望ましい買収か否か」の判断基準によれば、望ましい買収ではないと判断されることになるのかもしれない。そうだとすれば、第1原則を実現する前提として第2原則を求めるのではなくて、第2原則よりも第1原則を優先すべきである、という考え方もありうるのではないだろうか。その考え方に従うのであれば、第2原則には抵触するものの、別紙3（46頁）「取締役会限りの判断による導入及び発動」は「正当化の余地があると考えられる」ということになろう¹¹⁸⁾。そして、2.2.3（11頁）は「原則として、第2原則及び第3原則は、第1原則を実現する前提として求められるものであるが、例外的に、そのような関係性が成り立たず、第2原則よりも第1原則を優先すべき場合がある。」と修正すべきであろう。ただし、2.2.2（9頁）のとおり企業価値が向上しないことを口実にして対象会社の取締役会が保身を図るおそれがあるから、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（公正性担保措置）を講じる必要はあろう¹¹⁹⁾。

他方で、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特別委員会も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ことを踏まえれば¹²⁰⁾、「取締役会限りの判断による導入及び発動」は「正当化の余地」がない、という考え方もありうる。その考え方に従うのであれば、第1原則よりも第2原則を優先して、それに合わせて第1原則中の「企業価値ひいては」という語句を削除せざるをえないということになろう¹²¹⁾。

最終的にいずれの考え方によるにしろ、いずれの考え方に従うのかという点

は、企業価値および株主共同の利益の確保に影響を及ぼす重要な事柄であるから、検討すべき事柄であり、その検討結果を反映させるよう該当箇所を修正すべきである。

(4) 経済産業省の考え方

「第1原則における『望ましい買収』とは、特定の者にとっ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が、買収の是非については、最終的には第2原則や第3原則に照らし、透明性が確保された上で株主が判断することとなるものと本指針では考えています。その上で、取締役会限りの発動が第2原則との関係でどのように正当化されるかについては、反社会的勢力等による買収、対象会社や一般株主の犠牲のもとに買収者が不当な利益を得る蓋然性が高い買収等の非常に例外的な場合においては、明示的な株主の承認がなくとも合理的な株主は当然に賛成するはずであるとみなすことができ、一種の緊急避難的行為として許容される場合があり得るもの（別紙3の1(3)(b)）と整理しています。」

(5) 経済産業省の考え方の検討

(4)において引用した経済産業省の考え方は、(1)ないし(3)に対する回答としては十分ではない。なぜならば、(1)ないし(3)というのは、「対象会社や一般株主の犠牲のもとに買収者が不当な利益を得る蓋然性が高い買収」が提案されている状況（「企業価値ひいては株主共同の利益」が確保されないことが懸念される状況）を念頭に置いて述べたものではなく、「対象会社」「の犠牲のもとに」「一般株主」（および「買収者¹²²⁾」が（不当かどうかはさておき、何らかの）「利益を得る蓋然性が高い買収」が提案されている状況（「企業価値」は確保されないが、「株主共同の利益」〔及び買収者の利益〕は確保されることが懸念される状況¹²³⁾）を念頭に置いて述べたものである。ところが、経済産業省の考え方は、前者の状況を想定した記述である別紙3の1(3)(b)を引用するにすぎないものであるからである。

(七) 交渉機会を確保する必要性（意見概要と経済産業省の考え方 No. 309）

(1) 該当箇所

- 5.1（30頁）「こうした買収への対応方針が適切に用いられる場合には、株主に検討のための十分な情報や時間を提供するとともに、取締役会に買収者に対する交渉力を付与し、買収者や第三者からより良い買収条件を引き出すことを通じて、株主共同の利益や透明性の確保に寄与する可能性もある。」
- 別紙3（48頁～49頁）「買収の態様によっては、対象会社やその株主に対して必要な時間や情報が提供されずに買収がされることなどで、企業価値や株主利益を損なう可能性もある。そのような限定的な局面において、情報開示等に関する法制度による対応では不十分だと会社が考える場合に、買収者の提案と現経営陣の経営方針のどちらが企業価値を高めうるのかについて株主が比較検討するため、あるいは会社として株主に対して取締役会の意見や代替案を提供するため、これらに必要な時間や情報を確保することを目的として、対応方針が用いられることがある。また、買収者の提示した条件よりも有利な条件を得るための交渉機会の確保を目的とすることも考えられる。

こうしたケースにおいて、買収者が対応方針で定められた手続ルールに違反したことを契機として対抗措置を発動する場合には、時間・情報¹²⁴・交渉機会を確保する必要性と結びつきやすい。

他方で、時間・情報・交渉機会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の恣意的な運用は許容されるべきではない。

例えば、市場内買付け又は公開買付けをしようとする買収者に対し、公開買付け期間の上限と同じ期間（原則60営業日）までの買収の実行の停止を求めるものや、市場内買付けをしようとする買収者に対し、買付けの目的や買付数、買収者の概要、買収後の経営の基本的な方針等について、少なくとも公開買付け届出書における記載内容と同程度の適切な情報提供を求め

るものは、時間・情報・交渉機会の確保の観点から一定の合理性があると考えられる。これらを超えて時間・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。」

(2) 意見内容

「買収者の提示した条件よりも有利な条件を得るための交渉機会の確保を目的として」「対応方針が用いられ」た場合に、「買収者が対応方針で定められた手続ルールに違反したことを契機として対抗措置を発動する」ということを当該「交渉機会を確保する必要性と結びつ」けて（「交渉機会の確保の観点から」）「一定の合理性があると考えられる」という記載は削除すべきである。

(3) 理由

「買収者の提示した条件よりも有利な条件を得るための交渉機会の確保を目的として」「対応方針が用いられ」た場合に、「買収者が対応方針で定められた手続ルールに違反したことを契機として対抗措置を発動する」ということを当該「交渉機会を確保する必要性と結びつ」けて（「交渉機会の確保の観点から」）「一定の合理性があると考えられる」という記載は削除すべきである。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、買収者が提示した条件に不満であれば、当該買収に応じないであろう。他方で、不満でなければ応じることになろうが、対応方針・対抗措置が用いられることとなる「同意なき買収」を対象とする場面であれば（1.4〔5頁〕、2.2.3〔12頁〕、5.1〔31頁〕参照）、対象会社の取締役会は「買収者の提示した条件」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自ら株主に対して説明し、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¹²⁵⁾。また、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場合であっても、市場内買付けや公開買付けの期間が終了する以前に株主総会を開催することができた場合には、株主は、買収者が提示した条件に不満であれば、対抗措置の発動に関する承認議案に賛成するであろう¹²⁶⁾。以上からすれば、「買収者の提示した条件よりも有利な条件を得るための交渉機会の確保」は株主にとって（5.1〔30頁〕に記載されているとおり、有益なもの

「企業買収における行動指針」についての検討（2・完）

なる可能性がないわけではないが）必要はない。むしろ「一定の合理性があると考え」てしまうと、本指針案自体が「許容されるべきではない」と述べているように、「交渉機会の確保を理由として」、「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」（別紙3〔48頁〕）が行われる機会をまさに提供してしまうからである¹²⁷⁾¹²⁸⁾。

（4）経済産業省の考え方

「貴重な御意見として承ります。

なお、対応方針や対抗措置を用いた対応を検討するとしても、まずは強圧性の低い買収手法を用いるよう交渉することを基本とすべきである（本指針別紙3の2.(1)(b)）としており、また、時間・情報・交渉機会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の恣意的な運用は許容されるべきではない（本指針別紙3の2.(1)(a)）ものと考えており、実務においては、記載の趣旨を尊重し、適切に運用されることを期待しています。」

三 結 語

以上のとおり本指針（案）の一部について検討した。

それ以外の箇所についての検討は他日を期したい。

※本稿は、JSPS科研費23K01177の助成を受けたものである。

64) 『有斐閣法律用語辞典（第5版）』〔有斐閣、2020年〕815頁参照。

65) ただし、対応方針のうちに、または、それに基づく対抗措置の発動に際して、「大規模買付け行為等を受け入れるか否かに関し判断する」ために、というような記載がなされることはあるとしても、判断する場を株主総会に限定した記載がなされること、例えば本文において述べたような「株主総会において株主の意思を確認するために時間と情報を確保することの必要性」（と類似する必要性）が追加して明示されることは多くないかもしれない。例えば、2021年8月6日付株式会社東京機械製作所「アジアインベストメントファンド株式会社社による当社株式を対象と

- する買集め行為を踏まえた当社株式の大規模買付行為等への対応方針について」3頁～4頁参照。また、後掲（注74）も参照。
- 66) なお、取締役会決議を経ただけで対抗措置を実際に発動することが裁判所によって許容されないのであれば、買収者は株主総会が開催されるまでに市場内買付けをさらに進行させる、または公開買付けの期間を延長せずに早期に終了させることによって、対象会社の経営支配権を取得したといえる水準にまでその持株比率を高めかねないところ、実際にそのような水準にまで持株比率が高まるのであれば、(3)において前述した意味での「時間」も、本文において述べた買収提案についての検討「時間」も確保されないこととなる。もっとも、取締役会決議を経ただけで対抗措置を実際に発動することが裁判所によって許容されないことが予測されるとしても、東京機械製作所事件のように、(許容されないことは予測にすぎず、許容される可能性もないわけではないということを懸念したからなのか、)取締役会決議後かつ株主総会開催前に、市場内買付けがいったん中止(停止)される(または公開買付けの期間が延長される)のであれば、その時点からは、それらの「時間」が(ある程度)確保されることになる。
- 67) 本指針案注67。以下、(イ)において同じ。
- 68) そもそも(1)において引用したとおり本指針(案)別紙3(43頁)において、その「必要性が推認されるものと考えられる」とされているのは、「対抗措置の必要性」であって、(4)(ア)において挙げられている「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保することの必要性」ではない。もっとも、後者の必要性「が現に存在した」という判断を前提にして、実際に確保することに資する(または確保されていないがゆえに買収を〔一時的に〕進行させないようにするために)対抗措置の発動を実際に行う必要があるというのであれば、(本文中の以下において述べる問題があることはさておき、)後者の必要性「が現に存在したことを株主が追認」したという「事情が考慮されることによって」、「対抗措置の必要性」が推認される」ことにはなるかもしれない。その限りにおいて、(4)(ア)において引用したとおり「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保することの必要性」という表現を用いつつ、一つ目の矢羽根と関連付けることも不可能ではないであろう。
- 69) 東京機械製作所事件における株主意思確認総会(臨時株主総会)の招集通知においては、議案が「新株予約権の無償割当ての件」とされているところ、株主総会参考書類においては、「本議案は、かかる本対抗措置の発動に関する承認議案であり、下記2.に記載された内容による本対抗措置の発動について、株主の皆様による承認をお願いするものです」と記載されている。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」1頁、7頁～8頁参照。
- 70) 前掲(注69)において引用した箇所のうち「本対抗措置」については「新株予約権の無償割当てに関して2021年8月30日付けで取締役会において決定された事項も含め、以下『本対抗措置』(…)といえます」とされている。なお、当該取締役会において決定された事項については、株主総会参考書類別紙4に記載されており、

「企業買収における行動指針」についての検討（2・完）

当該別紙4においては、一定の場合には「本新株予約権の無償割当ての実行を留保（…）することを予定して」いることおよび留保条件の例も記載されている。株式会社東京機械製作所・前掲（注69）7頁、39頁～47頁参照。

- 71) 対応方針導入決定以降も対応方針上の手続を遵守せずに市場内買付けを継続していたことなどから、市場内買付けが「当社の企業価値やその価値の源泉に対してどのような影響を及ぼし得るかについて、株主の皆様が適切なご判断を下すための情報と時間を確保することが」必要であると判断したとされている。株式会社東京機械製作所・前掲（注69）7頁、41頁～42頁参照。
- 72) ただし、実際にどの程度阻害されることになるかどうかは、前掲（注70）において言及した留保条件の内容など次第である。
- 73) 関連して、本指針別紙3（43頁および注72）において言及されている「買収に関する様々な要素について」実際に「株主が総合的に勘案」するかどうかは、前掲（注70）において言及した留保条件の内容次第であろう。
- 74) もっとも、前掲（注71）において引用した記載においては、「株主総会において株主の意思を確認するために時間と情報を確保する」ことが必要であると判断したとは明示されていない。しかも、本対抗措置の発動について株主意識確認総会を開催する時点においては、買収者による「大規模買付け行為等を受け入れるか否かに関し判断するための十分な情報と時間」が確保されることになる、と理解しているような記載もある。株式会社東京機械製作所・前掲（注69）42頁参照。買収対象会社（株式会社東京機械製作所）の代理人であった太田洋の論稿である「東京機械製作所事件をめぐる一連の司法判断の概要と射程〔下〕」商事法務2284号（2022年）20頁も、「本総会においてなされたTKS」（買収対象会社である株式会社東京機械製作所）「の非利害関係出席株主による判断は、あくまでTKS取締役会が本件対応方針を導入したことやこれに基づく本件対抗措置の発動の是非にはかならないし（…）、かかる判断をそれら株主が行うための情報と時間を確保することが可能になったのは正にTKSが本件対応方針を導入・公表したことの『結果』であるものの、そうであるからといって、それら株主が判断した対象が、本件大量買集め『について適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保することができないこと』が『会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害することになり、それを防止するために本件対抗措置を発動することが必要』であるか否かとなるわけではない」と述べる。
- 以上に鑑みると、取締役会が決議する時点では「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保する」ことができず、さらには、（対抗措置の発動について取締役会が決議した時点と変わらず、）株主総会決議がなされる時点において（も）「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保する」ことができていない、と株主が判断することはありえない、ということになるかもしれない。ただし、(d) および (e) も参照。
- 75) 「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「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・情報を確保することの必要性」は「現に存在している」といえるはずである。(3) (ア) 参照。したがって、本文において述べたように(対抗措置の発動について取締役会が決議した時点と変わらず、)株主総会決議がなされる時点において(も)「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保する」ことができていないと株主の多くが考えていたとしても、株主総会決議がなされる時点で「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・情報を確保することの必要性」が「現に存在している」ことのみを理由にして、当該承認議案に賛成することはありえないであろう。

- 76) 前掲(注74)および(注75)において前述したことに鑑みれば、「株主総会において株主の意思を確認するために時間・情報を確保する」という語句のうちの「株主総会」というのは、当該株主総会ではなく、その後の株主総会というほかないように思われる。ただし、その後の「株主総会において買収に関する意思を確認することだけでなく、強圧性の低い買収手法が用いられた買収に応じるかどうかを通じて「買収に関する株主の意思を確認する」ことも考えられる。この点については、前掲(注65)および(注74)も参照。
- 77) 例えば、「株主総会招集請求を行って多数の取締役を自らの影響力の及ぶ者に入れ替える株主提案を成立させる」ために「取締役の選解任」が買収者によって「提案」された株主総会(本指針4.1.1.1 [24頁(注38)]参照)が挙げられようか。
- 78) 後掲(注84)において述べる場合とは対照的に、本指針別紙3(43頁[注72])に記載されている「時間・情報の確保」「の要請がある」と株主の多くが考えた場合であるといえよう。
- 79) もっとも、何らかの状況にあるという判断に基づいて何らかの行為がなされた過去の一時点と変わらず、現時点においても依然として当該状況にある、ということをも認める、ということを含むしている、本文において述べた判断について、前掲(注64)に対応する本文において引用した意味で「追認」という単語を用いることは難しいかもしれない。
- 80) 前掲(注69)および(注70)において引用した記載に鑑みれば、「本対抗措置の発動に関する承認議案」には留保条件も含まれるということになる。
- 81) 前掲(注70)参照。
- 82) 対抗措置の発動に関する取締役会の決議日から6か月間(対抗措置の発動に関する承認議案が可決された日から約4か月間)の「時間」を確保することには資するものであったことも含む詳細については、拙稿(1)・前掲(注48)59頁～60頁参照。なお、その間に買収者が(取締役会が十分であると考ええる水準の)情報を(自発的に)提供し、取締役会が買収者から実際に提供を受けた情報に基づいて買収提案について検討を終えて、6カ月経過後に株主総会を開催するまでの検討「時間」を確保しうる可能性はあろう。「時間」の区別については、前掲(注66)および対応する本文参照。

「企業買収における行動指針」についての検討（２・完）

- 83) その後の「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」があると株主が考える（ひいては当該対抗措置の発動に関する承認議案に賛成する）としたら、当該対抗措置は、実際に当該株主総会が開催される前に情報を確保することに資するもの、具体的には、当該株主総会が開催される前に買収者に情報を提供させることを可能にするものでなければならないはずである。
- 84) つまりは、本指針別紙３（43頁〔注72〕）に記載されている「時間・情報の確保」「の要請があるか」という要素以外の要素に着目して賛成した可能性のほうが高いのではないだろうか。
- 85) 前掲（注74）において引用した太田・同注も参照。
- 86) 三ツ星事件においては、留保条件は株主総会招集通知には記載されていなかったが同社のHPにて明らかにされたことを踏まえると（拙稿（1）・前掲（注48）61頁（注5）参照）、本文中の以上において述べた点については、同事件においてもあてはまる。同事件において取締役会が情報と時間を確保することの必要性について言及しながら対応方針の導入および対抗措置の発動について決議したことについては2022年6月3日付株式会社三ツ星「第77期定時株主総会招集ご通知」およびその別冊41頁～42頁を参照。
- 87) 前掲（注82）および前掲（注81）に対応する本文参照。
- 88) この点については、前掲（注58）に対応する本文参照。
- 89) 本指針案注69。以下、（イ）において同じ。
- 90) 本指針においては「が」が「は」へと修正された。
- 91) ただし（3）において後述することからすれば、このような特殊事情の有無に関わらず、合理的であり、許容されうるものであるともいえる。
- 92) 関連して、前掲（注57）も参照。なお、同注は、「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」を主として念頭に置くものである。もっとも、株主総会が開催されるまで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株主総会終了後まで延長されるとしても、買収者が当該中止前または公開買付け開始以前に対象会社の株式を取得していることはありうるところ、そのような場合をも含めて本文のとおり意見を述べるものである。
- 93) 別紙３（43頁）において挙げられている裁判例に係る事案は、具体的な行為としては新株予約権の無償割当てという対抗措置の発動に係るものであるところ、新株予約権の無償割当ての決定は取締役会設置会社の場合には株主総会決議によらなければならないとはされていない（会社法278条3項参照）。したがって、本文中の次の行において述べる決議は、いわゆる勧告的決議にあたるといえよう。実際、東京機械製作所事件において買収対象会社（相手方）は「本件株主意思確認総会における本件対抗措置の発動の是非を問う決議は、会社法に定めはなく、相手方の定款にも定めがない、いわゆる勧告的決議である。勧告的決議は、会社法309条でいう株主総会の決議ではなく、株主意思を確認するために行われるものであるから、その決議要件は、株主意思の確認が求められる趣旨に照らして合目的的に定められれば

- 足り、会社法309条1項（普通決議）の要件に縛られるものではない」と述べている。東京機械製作所事件高裁決定「理由」第2の2（3）（ア）参照。
- 94) 本指針注79に対応する。なお、同注においては、本文にて引用した本指針案における記載が修正されている。また、田中・前掲（注54）11頁は、当該記載と同様に述べている。
- 95) なお、本指針（案）別紙3（43頁）のとおり、「株主が」「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」ということを前提にするのであれば、買収者およびその関係者の議決権は（その一部にとどまらず）すべて除外されるべきである、ということになるはずであることについては、拙稿「東京機械製作所事件高裁決定判批」金融・商事判例1652号（2022年）10頁～11頁参照。
- 96) その理由の詳細については、（2）参照。
- 97) 田中・前掲（注8）255頁は、「安定保有株主の存在によって敵対的買収が困難になることは、それだけで一般株主の利益を害する」と述べる。また、田中亘「防衛策と買収法制の将来〔下〕」商事法務2287号（2022年）34頁は、「対象会社が、安定株主の支持を得て MoM 決議を成立させるなどして、企業価値を増加させる買収をも阻害する場合もあり得る」と述べる。同・39頁、40頁、45頁（注71）および同頁（注74）も参照。
- 98) 本指針においては、「これを許容して」という記載は削除された。
- 99) 「東京機械製作所事件（最決令和3年11月18日）」のみならず、その原々審である東京機械製作所事件地裁決定、原審である東京機械製作所事件高裁決定も同様である。なお、東京機械製作所事件高裁決定「理由」第3の2（2）イ（コ）では「一般株主（投資家）」という記載がなされているが、株主である以上は投資家であるともいえるとするれば、この記載でもって「一般株主」の定義がなされているということは難しいであろう。
- 100) この点については、拙稿・前掲（注95）13頁参照。
- 101) 本指針においては、「会社の経営支配権に関わる事項」という記載に統一されている。前掲（注3）において引用した No. 18 参照。
- 102) 2021年10月29日に開催された関西スーパー臨時株主総会に関する日本経済新聞などを参照。
- 103) 田中・前掲（注8）253頁～255頁参照。
- 104) この点については、（1）参照。
- 105) もっとも、「株主総会において、様々な要素を考慮して、買収提案の『内容』を理由に企業価値ひいては株主共同の利益が害されるとの判断」がなされた場合において（この点については後掲（注107）参照）、「対象会社が『内容』を理由とする対抗措置の必要性を広く解釈する」ことによって、「買収に賛成する株主が株式を売却する機会」を奪うこととなるような内容（買収者が買収を撤回・中止すれば新株予約権の無償割当ての効力が発生しないとし、実際に撤回・中止させると共に、その後再度の買収（提案）をしないことなどを誓約させる、という内容を含む）

「企業買収における行動指針」についての検討（２・完）

の対抗措置が発動されたとしても、当該対抗措置に対して相当性の観点からの審査を（十分に）行いさえすれば、そのように「広く解釈することなどにより、買収に賛成する株主が株式を売却する機会を奪われる」という状況には実際には至らないであろう。そのような審査の具体的方法については、(三) (3) 参照。

- 106) 後掲（注107）において後述する場面のうち前者（前半）の場面とは異なり、特に対象会社の取締役会が対抗措置の発動について決議をしない（ひいては対抗措置の発動に関する承認議案をそもそも株主総会に付議しない）という意味で対抗措置の発動をしないという場面（同注において後述する場面のうち後者〔後半〕の場面）であることを前提としている。本文中の以下についても同様。
- 107) 「株主総会において、様々な要素を考慮して、買収提案の『内容』を理由に企業価値ひいては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」という記載において、対象会社の取締役会が対抗措置の発動について決議を行い、対抗措置の発動に関する承認議案を株主総会に付議する場面が前提とされているのか、付議する以前の場面（特に対象会社の取締役会が対抗措置の発動について決議をし〔てい〕ない場面〔前掲（注106）参照〕が前提とされているのかは必ずしも明らかではない。前者の場面であっても、付議されて実際に株主総会においてそのような判断がなされたときに（前掲（注105）参照）、あらためて対象会社の取締役会が「対抗措置の必要性や、公正性の確保（例えば、独立性の高い取締役会や特別委員会の関与）等について慎重に検討し」たところ、新株予約権無償割当ての効力を発生させるという意味での対抗措置の発動を中止する（発動をしない）、ということはあるであろう。したがって、本文中の括弧書きは後者の場面を前提としているが（前掲（注106）参照）、前者の場面を前提とするのであれば、「または、付議して、実際に可決されたとしても、新株予約権無償割当ての効力を発生させるという意味での対抗措置の発動を中止する」という記載が当該括弧書きに追加されることになる。
- 108) なぜならば、本指針（案）43頁において引用されている各裁判例に係る事案は、対象会社の取締役会において対抗措置の発動について決議し、株主総会に当該発動に関する承認議案を付議するにあたって、「公正性の確保」のために実際に設置し関与させることとした独立委員会の勧告を尊重する、というものであったところ、当該独立委員会が対抗措置の必要性等について「慎重に検討し」た結果として、発動すべきでないとの勧告がなされ、それが尊重されたことにより対象会社の取締役会が発動に関する承認議案を株主総会に付議しないという決定がなされること（ひいては対抗措置の発動をしないこと）はないわけではないからである。
- 109) 前掲（注22）参照。
- 110) 「強圧性の問題が排除された『オール・オア・ナッシング』の公開買付け」以外の買収手法が用いられている場合である。
- 111) 「強圧性の問題が排除された『オール・オア・ナッシング』の公開買付け」が買収手法として用いられている場合である。
- 112) これらの者の議決権を除外するべきであること（「望ましい買収」のみが行われるように、本文中の以上において述べたこととは反対に、「企業価値ひいては株主

共同の利益が害される可能性が高い〔「望ましい買収」ではない買収である可能性が高い〕買収に対する対抗措置の発動に関する承認議案が〔できる限り〕可決されるような状況に至らしめることを可能にする措置といえる)の理由については、前掲(注95)に対応する本文参照。

- 113) この点については、(1) 参照。
- 114) この点についても、(1) 参照。
- 115) なお、開催予定の株主意思確認総会において MoM 要件により対抗措置の発動に関する承認議案について議決するという事になった場合において、どのような株主を Minority に含まないものとするかなどに係る対象会社の取締役会による決定が恣意的なものにならないように、その決定に際して意見を得るために特別委員会の設置が有用であるといえるかもしれない(実際、東京機械製作所事件においては、対象会社の取締役会が MoM 要件によって対抗措置の発動に関する議案を議決することを決定する際には、独立〔特別〕委員会の勧告(意見)を得ている。株式会社東京機械製作所・前掲(注69) 8頁、46頁参照。ただし、特別委員会の設置は、そのような役割を果たさせるという場面において有用であるにすぎないであろう(その理由を含む詳細については(二)、(三)および(四)(3)参照)。なお、その他に果たさせるのに有用であるといえるかもしれない役割としては、前掲(注119)に対応する本文参照)。もっとも、東京機械製作所事件においては、取引先株主の議決権を除外するべきであるという勧告はなされなかった。この点に係る疑問については、拙稿・前掲(注93)13頁参照。
- 116) 同注においては、その他に、「自らの経営能力を過信する買収者によって買収が行われ、結果的に企業価値を損ねるものである場合、市場で一時的に過大評価されている買収会社の株式を買収対価とするものである場合」が挙げられている。また、田中・前掲(注8) 254頁、294頁、飯田・前掲(注8) 256頁～257頁なども参照。
- 117) 以上、田中・前掲(注8) 80頁、247頁、294頁、飯田・前掲(注8) 245頁、256頁など参照。
- 118) この場合における脅威((三)(3)参照)は、対象会社の企業価値が向上しないこと、ということになろうか。
- 119) 加えて、裁判所がどのような基準によって対抗措置の発動について審査するべきであるかについて別途検討する必要があるだろう。
- 120) 前掲(注22)参照。
- 121) ただし、飯田・前掲(注8) 259頁～261頁は、「企業価値基準を採用したとしても、完璧に判断できる機関は存在しない。そのため、相対的に誰がよしましなのかという視点で考えるしかない。すると、裁判所や取締役会の判断によるよりは、株主が判断したほうがより好ましいといえるかという相対的な視点から評価すべきこととなる」などと述べる。この記載からすれば、「企業価値ひいては」という語句を削除せずに維持する、ということになろうか。
- 122) ただし、前掲(注116)において引用した場合のうち前者(前半)の場合であれば、買収者は結果的に利益を得られないことになろう。

「企業買収における行動指針」についての検討（2・完）

- 123) (3)においても述べたとおり、「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）」の提案がなされた場合に本文において述べた状況に至る可能性がある。

他方で、「対象会社や一般株主の犠牲のもとに買収者が不当な利益を得る蓋然性が高い買収」の提案がなされている場合においては、それが「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）の提案である場合」であるということがありうるとしても、第2原則に従い、買収の成否が対象会社の株主の判断に委ねられれば、株主は当該買収に反対する（対抗措置の発動に関する承認議案に賛成するか、当該買収に係る手法である公開買付けに応じない）であろう。そうであるにもかかわらず、「明示的な株主の承認がなくとも合理的な株主は当然に賛成するはずであるとみなすことができ、一種の緊急避難的行為として許容される場合があり得る」と考えてしまうと、実際には「合理的な株主は当然に賛成」しないような買収についても、(3)において述べたとおり、対象会社の取締役会が「一種の緊急避難的行為」であるという名目のもとで自身の保身をを図る目的で対抗措置の発動を決定してしまうおそれがある。以上に鑑みると、本文において述べた点にかかわらず、「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）の提案である場合」であるかどうかは一切言及せずに（ただし本指針47頁参照）、経済産業省のとおり考えることにはそもそも疑問がある。

- 124) この点に係る意見（疑問）については、前掲（注61）およびそれに対応する本文ならびに（注62）参照。

125) (二) (3) 参照。

126) (四) (3) 参照。

127) 前掲（注60）参照。

- 128) 強圧性の低い買収手法が用いられている場合に関連して、田中・前掲（注8）293頁参照。また、同・292頁～293頁においては、「交渉の結果、買収条件（特に価格）が向上したとしても、それは買収者から被買収会社株主への単なる所得の移転であり、資源の効率的な配分には何ら寄与しない」とされている。当該箇所が付されている引用において参照されている、柳川範之『法と企業行動の経済分析』（日本経済新聞出版社、2006年）65頁～66頁においては、「買収防衛策によって経営権を取得するためにより高い価格提示が必要になるならば、それはリターンを低くすることとなり、結果的には経営改善のための方策が、経済全体としては低調になってしまう可能性がある」ところ、「経営改善のための提案が買収者側から出てくることは、経済全体にとって効率性を高め、より企業価値を高めるために必要なメカニズムである。だとすれば、それを過小にしてしまう買収防衛策は、この観点からは望ましいものではない」と述べる。この指摘に鑑みると、本文において述べたとおり「買収者の提示した条件よりも有利な条件を得るための交渉機会の確保」は株主にとって必要はない、ということとどまらず、そのような確保を目的として対抗措置を発動することは、「株主の共同利益を確保し、又は向上させる」ことになる可

関法 第73巻 第6号

能性はあるにせよ、「企業価値」「を確保し、又は向上させる」こととなる「望ましい買収」(2.1〔7頁〕第1原則)を実現する、という観点からしても認めるべきではない、ということになろう。