

M&Aに関するルール整備の動向 —同意なき買収と防衛策との関係を中心—

監査懇話会セミナー

2023年11月6日

東京大学社会科学研究所教授

田中 亘

近年のM&Aに関するルール整備の動き

- ①金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ（金融審WG）」（第1回・2023年6月5日～）
 - 金融商品取引法の公開買付制度・大量保有報告制度の改正審議
- ②経済産業省2023年8月31日付「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—」（買収行動指針）

近年のM&Aに関するルール整備の動き

- 本講演では、特に、
- 買収行動指針や、来年にも改正されると予想される金商法の公開買付規制の下で、
- 同意なき買収(旧:敵対的買収)や防衛策の実務がどのようになるか？
を考えたい

本講演のテーマに関する文献

- 田中亘 (2012)『企業買収と防衛策』商事法務.
- 田中亘 (2022)「防衛策と買収法制の将来」別冊商事法務470号77-103頁
[初出・旬刊商事法務2286号・2287号]

日本の買収防衛策(対応方針)

- 日本で標準的な買収防衛策(「事前警告型買収防衛策」)
- 導入:「大規模買付行為等」をしようとする者に対し、対象会社の特別委員会に対する情報提供+検討期間の確保を要求(大規模買付ルール)
※大規模買付行為等=公開買付け or 防衛策の中で定める閾値(多くは15~20%)以上の株式取得 or 「共同協調行為」(後述)
- 発動:買付者が大規模買付ルールを守らない場合 or 特別委員会・取締役会が、買収が企業価値を毀損するため対抗措置発動を適切と認めた場合、対抗措置として、差別的な新株予約権(=買付者とその関係者以外の株主だけが行使できる新株予約権)の無償割当てを行う(以下、「対抗措置」という場合は、全て差別的な新株予約権無償割当てを指すものとする)

日本の買収防衛策

- スティール・パートナーズ・ジャパン対ブルドックスソース事件(2007年)では、対象会社は、買付者に割り当てた新株予約権を公開買付価格相当額で買い取るという形で経済的補償を行った

⇒補償を得る目的の買収(グリーンメール)を誘発するとして批判を浴びた

- 現在の買収防衛策では、対象会社は、いったん対抗措置として差別的な新株予約権無償割当てを決定した後も、買付者が買収提案を「撤回」(公開買付けの場合、公開買付けの撤回。市場買い集めで閾値以上の株式を取得した場合は、売却して閾値未満に株式保有割合を引き下げること)すれば、対抗措置発動を中止するものとしている
- 上記の仕組みの下で、買付者が「撤回」せずに買付けを強行した場合は、買付者に対して補償をすることなく差別的な新株予約権無償割当てを行い、買付者に損害を与えたとしても、そのことだけで防衛策が違法になることはないと解されている(日邦産業事件以後の裁判例)

対抗措置としての差別的な新株予約権無償割当てに関する 裁判例

	買収者による株式の買付方法(*)	導入(**)	発動	裁判所の判断(***) (適法○、違法×)
ブルドックソース事件 (最決H19.8.7)	全部公開買付け (下限なし)	－(事前導入なし)	株主総会 (特別決議)	○
ピコイ事件 (東京高決H20.5.12)	相対取得(注:非上場会社 で公開買付規制不適用)	－(事前導入なし)	取締役会	×
日邦産業事件 (名古屋高決R3.4.22)	部分公開買付け (上限27.57%、下限なし)	株主総会 (普通決議)	取締役会	○
日本アジアグループ事 件 (東京高決R3.4.23)	市場買集め(3分の1取得後、 全部公開買付け+キャッ シュアウトすると予告)	取締役会	取締役会	×
富士興産事件 (東京高決R3.8.10)	全部公開買付け(下限40%、 キャッシュアウト予告)	－(事前導入なし)	株主総会 (普通決議)	○
東京機械製作所事件 (最決R3.11.18)	市場買集め	取締役会	株主総会 (MoM 決議)	○
三ツ星事件 (最決R4.7.28)	市場買集め	取締役会	株主総会 (普通決議)	×

(*) 上限、下限は、買付後の買付者の株券等所有割合による(公開買付前の所有分も含む)。(**) 導入の決定と対抗措置発動の決定が同時期に行われているため、導入が買付者への警告の意味を持たない場合、「－(事前導入なし)」とする。(***) 終局審の決定による。

買収防衛策： 日本の裁判例がとる原則

- 経営支配権争いの帰趨は、株主が決すべきである＝「株主の意思」尊重の原則
- 東京高決平成17・3・23判時1899号56頁(ニッポン放送事件) (「誰を経営者としてどのような事業構成の方針で会社を経営させるかは、株主総会における取締役選任を通じて株主が資本多数決によって決すべき問題というべきである」)
- 東京地決平成17・7・29判時1909号87頁(日本技術開発事件) (「企業の経営支配権の争いがある場合に、現経営陣と敵対的買収者…のいずれに経営を委ねるべきかの判断は、株主によってされるべきである」)
- 最決平成19・8・7民集61巻5号2215頁(ブルドックソース事件) (「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属者である株主自身により判断されるべきものである」)

買収防衛策にどういう意味があるのか？

- 経営支配権争いの帰趨は株主が決すべきであるとするれば、買収防衛策は不要ではないか？（株主は、単に、買収提案に応じて株式を売るか売らないかを決めればいいのかではないか？）
- ⇒必ずしもそうはいえない。買収が試みられているときに、対象会社の株主が保有株式を売却することは、当該買収に株主が賛成していることを必ずしも意味しない

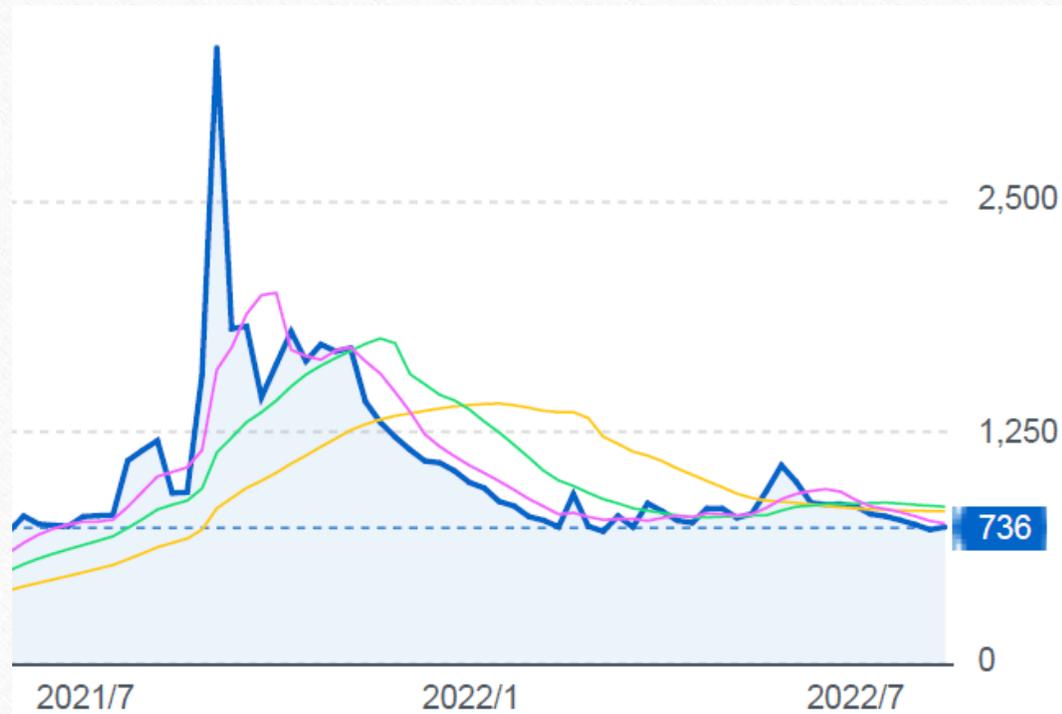
買収防衛策にどういう意味があるのか？

買収者が市場で株式を買い集めている場合

- ①株主は、そもそも買収者が買収をしようとしていることを知らない場合がありうる
- ②公開買付けの場合と違い、株主に情報や検討期間が与えられない⇒十分な情報や検討なく株式を売却することがありうる
- ③市場買集めは、株主に望まぬ株式売却を強いる可能性がある＝**強圧性**
 - 対象会社の株主が、「買収者が対象会社の経営支配権を取得すると対象会社の企業価値が低下する」と考える場合、そのような対象会社の少数派株主になることを回避するため、市場で株式を売却してしまいがちになる

買収防衛策にどういう意味があるのか : 強圧性の議論に対する批判

東京機械製作所事件(2021年)では



- 対象会社の株式が市場買い集めの対象となってから(2021年6月頃～)株価が上昇。⇒防衛策が適法とされ買収失敗が確定(2021年11月)すると、株価は元の水準に戻っている(ニッポン放送事件など、過去の同意なき買収案件でも見られた現象。※井上=加藤2006, 第2章)
- 買収が企業価値を低下させると株主が信じているとすれば、なぜ株価は上がるのか? また、なぜ買収者はその値段で株式を買おうとするのか?

買収防衛策にどういう意味があるのか 上記の批判に対する回答

- 買収者は、対象会社の支配株式(全株式ではない)を取得した後に、不公正な取引によって対象会社の利益を搾取すること(“tunneling.” Johnson et al 2000)や、そうした搾取を脅しにして対象会社の内部株主(取締役・経営陣や取引先株主等)に株式を高値で買い取らせること(グリーンメール)を狙っているかもしれない
- (東京地決平成20・11・26資料版商事299号330頁[春日電機事件]、大阪地決昭和62・11・18判例時報1290号144頁[コスモポリタン対タクマ事件])
- 搾取やグリーンメール目的がある場合、買収者は、買い集め前の市場株価を上回る価格で株式を買付けてもなお利益を得られる見込みがある。対象会社の株主(特に外部株主)は、高値で株式を売ろうとするので、企業価値を毀損する買収でも成立する可能性がある
- その他、買収者は自分の経営能力を過信している場合も考えられる

買収防衛策にどういう意味があるのか 批判に対する回答

- 日本の裁判所は、市場買い集めに対しても、対抗措置の発動には一般に株主総会の承認を要求している(後述の日本アジアグループ事件)
- ⇒対象会社の株主が、市場買い集めによる買収によって企業価値が向上すると考える場合には、株主総会で対抗措置の発動に反対し、買収を成立させればよい
- (⇔株式持合い/安定保有がある場合でもこのようにいえるか? という疑問はありうる)

買収防衛策にどういう意味があるのか？

- 強圧性は、市場買集めだけでなく、公開買付けであっても生じうる
- 対象会社の株主が公開買付けに応募しない場合に、応募した場合と比べて不利に取り扱われる可能性があるときは、企業価値を低下させる公開買付けが成立する可能性が存在する
- 一部分公開買付けの場合（買収成立後も対象会社株主は残存）
- 一全部公開買付けであっても、買収成立後に対象会社株主が少数株主として残存する可能性がある場合
- （Bebchuk 1985; Bebchuk and Hart 2001; Hannes and Yadlin 2008など）

諸外国の対応：英国・EU諸国の場合

- 強圧性の問題は、公開買付規制で対処した上で、防衛策は禁止する、という行き方もありうる。英国の法制は基本的にそうなっていると考えられる
- **英国の制度** (Takeover Code)
 - ①義務的公開買付けルール：上場会社の経営支配権を取得できるほどの株式取得（議決権の30%以上が基準）した場合、全株式を対象にした公開買付けをする必要がある＝市場買集めだけで経営支配権を取得することはできなくなっている
 - ②公開買付けが強圧性を持たないような規制をする
 - 公開買付け成立後、延長期間の設定を強制する（成立が確実になったところで対象会社の株主に売却機会を与える）
 - 部分公開買付けの場合、対象会社の株主は、公開買付けに対する応募の意思表示とは別に、公開買付け自体への賛否の意思表示ができるものとする。対象会社の買付者以外の株主の議決権の過半数が公開買付けに賛成したときのみ、部分公開買付けは成立する (Takeover Code Rule 36.5)
 - このような規制を課した上で、防衛策は（株主総会の承認を得た場合を除き）禁止する

諸外国の対応：米国（デラウェア州）の場合

- 米国では、市場買集めも部分公開買付けも法令上は自由
- 半面、取締役会が相当の範囲で買収防衛策をとることを許容している（株主総会の承認は不要）
- =Unocal 基準 (Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946, 954-56 (Del.1985))
- 取締役会は、会社に対する「脅威」があると合理的に判断した場合、「脅威」との関係で「相当」な程度の防衛策を行使できる)
- 差別的な新株予約権無償割当て（ポイズン・ピル、ライツ・プラン）も、取締役会の決議だけで行える

諸外国の対応：米国（デラウェア州）の場合

- 市場買集めに対しては、Unocal 基準の充足は穏やかに認められている

① Yucaipa Am. All. Fund II, L.P. v. Riggio, 1 A.3d 310 (Del. Ch. 2010), aff'd, 15 A.3d 218 (Del. 2011)

② Third Point LLC v. Ruprecht, 2014 Del. Ch. LEXIS 64 (Del. Ch. May 2, 2014)

どちらも、アクティビストによる市場での株式買い集めに対抗するために取締役会が導入したライツ・プラン（①は20%、②は10%が閾値）を適法としている。アクティビストが経営支配権を取得した後に少数派株主が不利益を被る抽象的な恐れがあることをもって、Unocal 基準でいう「脅威」の存在を認めている

諸外国の対応：米国（デラウェア州）の場合

- デラウェア州法では、防衛策（ライツ・プラン）は、取締役会の決議のみによって導入／発動が可能
- ただし、買収者は、委任状勧誘戦を仕掛け、対象会社の株主総会で取締役を交替させることに成功すれば、新取締役会の決議によってライツを消却させ、買収を進めることが可能である。委任状勧誘戦による取締役交替をも妨げるような防衛策は、Unocal 基準の下で「相当」性を否定され、違法になる（田中 2012 第4章）

日本の現行法制

- 日本の公開買付規制:
- 有価証券報告書提出会社(≒上場会社)の株式を立会内取引市場外で買い付けて3分の1超を取得しようとする場合、公開買付けをかける必要がある(金商法27条の2第1項2号)
- もともと、
 - ①立会内取引市場で株式を買い集める行為は規制されない
 - ②公開買付けをかける場合も、全株式を対象にする必要はない。部分買付けでもよい。

日本の現行法制

- 日本の現行法制は、市場買付けや部分公開買付けを原則自由とした上で、対象会社が防衛策を行使することを認める
- ⇒英国・EU型でなく米国型に近いといえる。
- ただし、日本の裁判例は、デラウェア州の裁判例と比べ、防衛策が株主の意思に基づいていることをより重視している
- 防衛策が、導入時または発動時に株主総会の承認を得ている場合、防衛策に基づく対抗措置としての差別的な新株予約権無償割当ては基本的に許容する(ブルドックソース、富士興産、日邦産業)。
- 逆に、取締役会決議のみによる防衛策は厳しく制限する(ピコイ、日本アジアG)
- 株主総会の決議は、法定のものでなく任意のもの(勧告的決議)でよい。特別決議でなく普通決議でよい(日邦産業、富士興産)
- ブルドックソース事件のような買収者への経済的補償をしなくても、差別的な新株予約権無償割当ては許容される(日邦産業、富士興産)

買収防衛策：裁判例に対する評価

- 株主の意思を重視するという裁判例の基本姿勢は評価できる
- 裁判例の姿勢のために、株主の多数が賛成する買収に対して対象会社が対抗措置をとることはほぼ不可能になっている。結果として、近年の上場会社を対象とする同意なき買収の事例では、対象会社が、防衛策を行使しない(できない)まま、買収が成立しているケースが見られる(伊藤忠商事→デサント、SBI→新生銀行)。また、買収提案を拒否する取締役が、買収者の仕掛けた委任状勧誘戦で交替した事例も登場(YFO→東洋建設)。
- 経営の規律を高めるという観点から、これはよい傾向であると考え(田中 2012, 2019)

買収行動指針の原則

- 経済産業省の買収行動指針(2023)も、株主意思尊重の原則を確認している
- 指針2.1 3つの原則
- **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。
- **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。
- **第3原則:透明性の原則**
- 株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から適切かつ積極的に提供されるべきである。そのために、買収者と対象会社は、買収に関連する法令の遵守等を通じ、買収に関する透明性を確保すべきである。

買収行動指針の原則

- 5.1 買収への対応方針・対抗措置に関する考え方
- 買収を巡る当事者が適切に行動することにより、真摯に検討・交渉がされるとともに、対象会社及び買収者の双方から必要な情報が提供され、透明性・公正性が確保された上で株主が買収者による株式の取得に応じるか否かを判断（インフォームド・ジャッジメント）することが本来在るべき姿である（第2原則【株主意思の原則】及び第3原則【透明性の原則】）。
- 5.2 株主意思の尊重
- 対応方針に基づく対抗措置の発動は、会社の経営支配権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

買収防衛策：裁判例に対する評価

- ただし、常に株主総会の承認を要求することが本当によいのか？ という疑問はある。
- 特に、同意なき買収が市場買集めで行われる場合。

株主総会の承認を常に要求すべきか？（特に、市場買集めに対して）

- 日本アジアグループ事件
(東京高決令和3・4・23資料版商事法務446号154頁)
- 市場買集めに対して取締役会の決議で防衛策を導入したが、買収者は、取締役会の定めた大規模買付ルールに従う義務はないとして買い集めを続行。これに対して、対象会社が取締役会の決議で差別的な新株予約権無償割当てを行う
- ⇒裁判所は差止め請求を認容。事後的にも株主総会の承認を得ることが予定されていないことを問題視した

株主総会の承認を常に要求すべきか？（特に、市場買集めに対して）

- 疑問点: 市場買集めに対する対抗措置発動にも株主総会の承認を要求した場合、株主総会の基準日までに株式を買い集められてしまい、結局、対抗措置を発動できなくなってしまうのではないか？
- 上記疑問に対して考えられる回答: 対象会社は、あらかじめ、株主総会の承認を得て防衛策を事前導入しておけばよい(ex. 日邦産業)。事前導入していない以上、市場買集めで経営支配権を取得されてもやむを得ない
- ⇔しかし、具体的な買収者が現れる前に防衛策への承認を求められても、株主は判断に困る場合があるのではないか。具体的な買収者が現れてから、株主に判断する機会を与えるという方法も許容してよいように思われる

MOM (Majority of Minority) 決議の可能性

東京機械製作所事件 (最決令和3・11・18金融・商事判例1641号48頁)

買付者が市場買い集めによって対象会社の株式を3割程度まで取得

⇒対象会社は取締役会決議で買収防衛策を導入(これ以上株式を買い増すときは大規模買付ルールに従うように求める)

⇒買付者は、大規模買付ルールで求められる情報提供等を行うことなく、市場買い集めを継続(対象会社株式の3分の1超を取得)

⇒対象会社は、対抗措置として、株主総会の承認を得られることを条件に差別的な新株予約権無償割当てを決定

+株主総会では、出席株主のうち、買付者と対象会社取締役+それらの者の関係者を除いた者の議決権の過半数 (MoM 決議) によって行った

⇒裁判所は、対抗措置発動を適法とした

MOM決議の可能性

- 私は、こと市場買い集めに対しては、対象会社は、取締役会決議だけで防衛策を導入し、かつ、買付者がそれでも市場買い集めを続行した(防衛策の閾値を超えて株式を取得した)ときには、対抗措置を発動することも許容してよいと考えている(同意見として、ミルハウプト=宍戸 2022)
- ①市場買い集めは、公開買付けと違って株主への情報や検討期間の提供がされないこと、②強圧性もより強いと考えられること、③本当に買付者が経営支配権を取得したいなら公開買付けをするか、委任状勧誘戦を仕掛けて取締役の交代を図る道があること、④そういうことをせずに市場買い集めをするのは、搾取やグリーンメールの動機を疑われても仕方ないと思えること、が理由
- ただ、経営者の保身動機から防衛策が行使される恐れも確かにあるので、裁判所が、市場買い集めへの対抗措置発動にも株主の承認を要求していることにも一定の合理性はあると思われる。ただ、株主の承認を必要とするのであれば、買収者が基準日までに市場で株式買い集めてしまうという問題に対処するためには、MOM決議による対抗措置発動を許容する必要がある。東京機械製作所事件決定は、以上の観点から支持できる(田中 2022)

残された課題

- (1) MOM 決議による対抗措置発動が認められる場合
- (2) アクティズム／(日本版)ウルフ・パックと防衛策
- (3) 公開買付規制の改正動向と防衛策

残された課題(1) MOM 決議による対抗措置 発動が許容される場合

- MOM 決議による対抗措置発動が許容されるのはどういう場合か？
- 買収行動指針(経済産業省 2023)
- 「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」(45頁)
- ←MOM 利用が「例外的かつ限定的」になるかどうかは、今後、買収がどういう方法で行われるかによる。市場買い集めによる支配権取得に対して一定の規制がされない限り、MOM 決議は今後とも利用されてもおかしくない。他国でも市場買い集めによる経営支配権の取得は制約されている(むしろ、基本的にはできない)のが普通であり、日本だけ特殊なことをやっているというわけではない

残された課題(1) MOM 決議による対抗措置 発動が許容される場合

- 学説の中には、市場買い集めだけでなく部分公開買付けに対しても、強圧性への対処の観点から MOM 決議による対抗措置発動を許容する見解が存在する
- 英国では、部分公開買付けをするには、対象会社における買付者以外の株主の議決権の過半数が(応募とは別に)部分公開買付けを承認する必要がある(Takeover Code Rule 36.5)。MOM 決議による対抗措置は、実質、英国の規制に代わる機能を持つ

残された課題(1) MOM 決議による対抗措置 発動が許容される場合

- ⇨公開買付けの場合、情報提供や検討期間の設定が法律で要求されており、市場買い集めとは大分状況が異なると思われる
- 特に日本では、まっとうな (bona fide) 買収でも部分公開買付けで行われるケースが多く、投資家株主も一概にそれを否定していないように思われる
- 持合株主/安定保有株主は、取引関係維持の動機から対抗措置に賛成しがちであるという問題もある。強圧性が生じる可能性が理論的にあるという理由だけで公開買付けに対しても MOM 決議による対抗が認められるとすると、まっとうな買収も阻害される恐れがある
- 私は、英国のような規律を設けることは望ましいと思うが、それは立法によるべき。防衛策の適否についての現行法の解釈としては、たとえ部分買付けであっても公開買付けに対して対抗措置を発動するには、株主総会の普通決議 (MOMではなく) による承認が必要だと現在は考えている。

残された課題(2) アクティビズム・(日本版) ウルフパックと防衛策

- 三ツ星事件(最決令和4・7・28資料版商事法務461号143頁)
- 株主総会の普通決議による承認を得た対抗措置発動が違法とされた事例
- 防衛策の対象になる「大規模買付行為等」には、株式の買付けだけでなく「共同協調行為」も含まれており、本件で買付者は、防衛策導入後に株式を買い付けていなかったが、「共同協調行為」を行ったことを理由に対抗措置発動が決議された
- ⇒大阪地裁は、対抗措置の「必要性」は認めたが、次の理由から「相当性」を欠くとして差止めの仮処分を命じる。大阪高裁、最高裁も是認。

残された課題(2) アクティビズム・(日本版) ウルフパックと防衛策

- ①大規模買付行為等を「撤回」すれば対抗措置発動は中止するものとしているが、何をすれば「撤回」したことになるのかが明示されていない。裁判で初めて明示されたが、その内容は、株主権の行使を過剰に制限するもの
- ②買付者だけでなくその関係者も「非適格者」として新株予約権を行使できないものとされているが、非適格者の範囲の定め方が恣意的(買付者の委任状勧誘に応じただけで非適格者になっている)
- ③共同協調行動と認定する基準も不明確。

残された課題(2) アクティビズム・(日本版) ウルフパックと防衛策

- 株主が委任状勧誘に応じただけで買付者と同視されてしまうとすれば、委任状勧誘によって取締役を交替させて買収を進める道が塞がれてしまう。そのような防衛策は許容できないので、三ツ星事件決定は妥当であると考え(cf. 星 2023, p.285)
- 半面、氏素性の知れない買付者が一斉に株式買い集めを進めて支配権を取得する行為(「日本版」ウルフパック)に対処するには、共同協調行動にも対抗措置を発動できるようにする必要があるとも主張されている(太田 2022)。現状、大量保有報告規制のエンフォースが必ずしも十分でないという問題もある

残された課題(2) アクティビズム・(日本版) ウルフパックと防衛策

- 米国でも、アクティビズム(特にウルフパック)への対処策として、低い閾値(10%未満の場合も)かつ共同協調行為(acting-in-concert)もカバーするライツ・プラン(anti-activist pill)が出現(Gordon 2022)
- ⇒近年、デラウェア州でこのようなライツを違法とし、消却を命じる裁判例が出ている([In re Williams Cos. Stockholder Litig., 2021 Del. Ch. LEXIS 34](#) (Del. Ch. Feb.26, 2021), aff'd, Williams Cos. v. Wolosky, 264 A.3d 641 (Del. 2021))
- 5%という低い閾値＋共同協調行為の定義が広範で不明確な点が問題にされた。
- もともと、デラウェア州では同事件前に、閾値10%のライツ・プランが適法とされている(Third Point LLC v. Ruprecht, 2014 Del. Ch. LEXIS 64 (Del. Ch. May 2, 2014))

残された課題(3) 公開買付規制の改正動向 と防衛策

- 金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」(第1回・2023年6月5日～)
- 検討課題(事務局説明資料・第1回資料2)として、市場内取引(立会内)の取扱い(8頁)、「公開買付けの強圧性の問題を巡る対応」(13頁)、公開買付けの差止めや事後的救済制度(14～15頁)、大量保有報告制度の実効性確保(23頁)等が挙げられている

残された課題(3) 公開買付規制の改正動向 と防衛策

(1) 市場買付け(立会内取引)も公開買付規制の対象になる可能性(第2回WG事務局説明資料6～7頁)

(2) 部分公開買付けについて、強圧性防止のための規制が課される可能性

← 選択肢の一つとして、「①公開買付けに応募するか否かの意思表示と②公開買付けへの賛否の意思表示を区分し、②について賛成が反対を上回る場合(又は株主総会で過半数の賛成があった場合)にのみ、公開買付けの実施を認める旨の措置」を提案(英国 Takeover Code Rule 36.5 と同様のルール。ただし、②が MoMなのかは明確でない)(第2回 WG事務局説明資料10頁)

残された課題(3) 公開買付規制の改正動向 と防衛策

- 改正が検討されているのは、金商法の公開買付規制・大量保有報告制度。会社法の問題である買収防衛策については、立法はされない可能性が高い。
- 法改正により、公開買付規制・大量保有報告制度が強化された場合、防衛策は許容されるのか？ どこまで許容されるのか？
- が問題になる

Reference

- Bebchuk, L. A. (1985). "Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers." *Harvard Law Review* **98**: 1695-1808.

- Bebchuk, Lucian A. and Hart, Oliver D., Takeover Bids Vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control (2001). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 04/2002, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 336, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=290584> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.290584>
- Gordon, Jeffrey N. (2022). "The Rejected Threat of Corporate Vote Suppression: The Rise and Fall of the Anti-Activist Pill." *Columbia Business Law Review* **2022(1)**: 206-245.
- Hannes, S. and O. Yadlin (2008). "The SEC Regulation of Takeovers: Some Doubts from a Game Theory Perspective and a Proposal for Reform." *Yale Journal on Regulation* **25**: 35-75.
- Johnson, S., et al. (2000). "Tunneling." *American Economic Review* **90(2)**: 22-27.

Reference

- 飯田秀総(2020)「買収防衛策の有事導入の理論的検討—公開買付けの強圧性への対処—」商事法務2244号4頁
- 井上光太郎＝加藤 英明(2006)『M&Aと株価』東洋経済新報社.
- 太田洋(2022).「三ツ星事件の各決定に関する分析と検討：日本版ウルフ・パックが突き付ける課題」旬刊商事法務 = Commercial law review(2307): 23-40.
- 経済産業省2023年8月31日付「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—」(買収行動指針)
- 田中亘 (2012)『企業買収と防衛策』商事法務.
- 田中亘「従業員と会社法についての一試論——伊藤忠のデサントに対する公開買付け成立に寄せて」NBL1146号、2019年5月、4-13頁
- 田中亘 (2022)「防衛策と買収法制の将来」別冊商事法務470号77-103頁[初出・旬刊商事法務2286号・2287号]
- 田中亘 (2023)「公開買付規制の改正の論点：市場買付けの問題を中心に」MARR (341): 37-40.
- 星明男 (2023)「買収防衛策のアクティビスト対抗策への変容とその司法審査」『商法学の再構築: 岩原紳作先生・山下友信先生・神田秀樹先生古稀記念』.松井秀征＝田中亘＝加藤貴仁＝後藤元編, 有斐閣: **257－287頁**.
- ミルハウプト、カーティス、宍戸善一(2022)「東京機械製作所事件が提起した問題と新J-Pill の提案」別冊商事法務470号[初出・旬刊商事法務2298号]