

敵対的買収における強圧性について

梅本 剛正

はじめに

近年は毎年のように敵対的買収が行われている。買収対象となった会社は差別的な内容の新株予約権の無償割当てによる買収防衛策で対抗しようとするが、これも見慣れた光景となった。

ところで、近年の敵対的買収においては、買収のターゲットとなった上場会社が買収防衛策を導入する理由として、当該買収者の公開買付け等の「強圧性」を理由とするものが散見される。従来は買収者の属性などを理由に、当該買収者により企業価値が損なわれる等を理由とするものが多かったが、「強圧性」という買収手法を理由に防衛策の正当化が主張されているのである⁽¹⁾。

敵対的買収のターゲットになった上場会社が買収者に対して軒並み「強圧的」「強圧性」と批判するのを見ると、それほどまでにわが国の市場には悪しき買収が横行しているのかと意外な気もするが、そもそも買収の「強圧性」とは一体どういうものなのか。また、理論的にはともかく、わが国で実際に行われている敵対的買収において、かかる「強圧性」は現実的な問題となっているのだろうか。

本稿では実際に行われた敵対的買収の事例を参考にしつつ、それらの「強圧性」について検討を加えるとともに、これら事例をヒントに現実起こりうる強圧的な買収と関連論点についても考えてみることにしたい。⁽²⁾

1 強圧性とはなにか

(1) 従来の強圧性論

わが国において敵対的買収の強圧性・強圧的という言葉が一般的に使われるようになったのは、二〇〇五年の「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」において、買収防衛策が正当化されるものの一つとして強圧的二段階買収が挙げられた頃からのようである。⁽³⁾

強圧的二段階買収ないし強圧的二段階公開買付 (two-tier tender offer) とは、アメリカにおいて一九八〇年前半にしばしば用いられた買収手法である。⁽⁴⁾ この手法では、まず、買収者が過半数の株式を取得する部分買付けを行うと同時に、初回よりも不利な条件の買付けを再度行うことを予告する。この場合、株主らは最初の公開買付けの条件に不満があっても、事後に、より不利な条件で売付けを強いられたり、公開買付けが成立して対象会社の独立性が害されることを恐れて、最初の公開買付けに応じざるを得なくなるというものである。かかる買収がなされた場合には買収防衛策が正当化されるとされた (ユノカル事件判決)⁽⁵⁾。アメリカではすでにそのような強圧的な敵対的買収は行われていないが、⁽⁶⁾ わが国における初期の強圧性論はこれに由来するものと思われる。

(2) 近時における強圧性論

近年の敵対的買収において会社側が防衛策の正当化理由として強圧性を主張するようになったのは、二〇一〇年頃より公開買付け等の強圧性について精緻な分析を加えた研究⁽⁷⁾が相次いで公表されたことが影響していると推察される。これらの見解によると公開買付けにおける強圧性とは、「公開買付けが成功したときに、買付に応じなかつ

た株主は応じたときよりも不利に扱われることが予想される場合には、大多数が買付け価格を低いと考えているときでも買付に応じるよう強いられる⁽⁸⁾こと、あるいは、「公開買付けの強圧性とは、公開買付けの提案を受け入れた株主が公開買付け価格に不満があっても、自分以外の他の株主がその公開買付けに応じってしまうことにより当該公開買付けが成立してしまい、自分だけ少数株主として取り残される不安から、本意ながらも公開買付けに応じてしまう事態のこと⁽⁹⁾」を指すといわれる。

公開買付けが上限を設定しない全部買付けの公開買付け（以下、「全部買付TOB」）であれ、上限を設定する公開買付け（以下、「部分買付TOB」）であれ、買収者の公開買付け価格がさほど高くなく、対象会社において将来的に公開買付け価格を大きく上回る株価の上昇が見込める場合であっても、株主は公開買付けに応ずるのが合理的な行動になってしまう場合があるということである。従来の強圧的二段階買収の場合に限らず、より広く、敵対的な公開買付け等⁽¹⁰⁾において強圧性が認められることが明らかにされたため、買収防衛策を正当化する理論的な根拠とされるようになったと思われる。

2 わが国の敵対的買収の実際と強圧性

(1) 強圧性論が問題とする弊害と対応策

敵対的買収に強圧性があるとして、具体的になにが問題となるのか。公開買付けに強圧性が存在することにより生ずる弊害としては、①株主の利益が害されること、②企業価値を減少させる好ましくない企業買収が成立してしまうことの二つがあるとされる⁽¹¹⁾。

①については、強圧的な公開買付けにより、対象会社の株主が、より不利な状況に陥るのを避けるために、売

却せざるを得なくなる形で投資判断が歪められることを意味する。

②は企業価値を減少させる好ましくない企業買収が、強圧性を利用することにより成立してしまうことが問題とされる。

かかる強圧的買収による弊害への対応⁽¹²⁾が買収防衛策とされる。強圧的な公開買付けの下では株主の合理的判断が担保されないので、売却圧力のない株主総会において買収の是非を判断させるべきであるということである。

買収防衛策の発動要件としての、株主の意思確認総会については、基準日株主の意思を問うことの合理性や、過半数とする要件でよいのか、そもそも何を判断させるのかなど⁽¹³⁾の問題が指摘されている。⁽¹⁴⁾非常に重要な論点ではあるが、今回はこの点には立ち入らない。

(2) 理論モデルの前提と現実の敵対的買収

理論モデルが精緻であるとしても、実際に行われている敵対的公開買付けに当該モデルが妥当するとは限らない。強圧性ゆえに好ましくない企業買収が成立するというモデルには、いくつかの前提がある。

すなわち、買収者の買付価格が対象会社の本来の（潜在的？）企業価値よりも低いこと、買収が退けられて現経営陣が経営する方が企業価値は向上すること、買収者の傘下に入り少数株主として残った株主は不利益を被ること（少なくとも株主はどのように理解していること）、などである。

現実には敵対的買収のターゲットになるのは長年にわたりPBR一倍割れの（効率的とはいえない）経営を続けてきた会社がほとんどであり、モデルが前提としているものとは異なるようである。⁽¹⁵⁾現経営陣よりも買収者の経営能力の方が優れているかはともかく、現経営陣と買収者のいずれが企業価値を向上させ、株主共同の利益を

促進するのは自明ではない、というのがわが国の敵対的買収の見方として穏当な評価といえそうである。

また、理論モデルが前提とするような、低い買付価格では、実際に買収が成立することは考えにくく、買収者の買付価格は対象会社の株価に対して相当程度のプレミアムが付されているものが一般的である。買収者は解散価値を大きく割り込む株価の企業を選別してターゲットにしており、相当程度のプレミアムを支払っても事後に投資回収が可能であることや、低プレミアムの買付価格では競合的な買い付けを招くおそれがあることなどが理由として考えられる。

部分買付TOBでも、公開買付け成立後に少数株主が害された、あるいは対象会社の企業価値が損なわれたといえるケースは多いとはいえないようである。以下では全部買付TOBと部分買付TOBに分けて、具体的な事例をみながら、さらに検討を加えることとしたい。

3 全部買付TOBの強圧性—わが国の裁判例に見る強圧性

敵対的買収の公開買付けが全部買付TOBである場合に、強圧性があるとすると、どのような形で問題になるのだろうか。全部買付TOBであっても公開買付けの買付価格が低ければ、株主らは買収者が株式併合などのスクイズアウト手続きをとらないことで少数株主として残されるリスクを嫌い、買付け価格に不満があっても応募する可能性は、たしかに理論上は残る。しかし、わが国においては、現実にそのような低プレミアムの敵対的買収が行われていないのは上述したとおりである。

ところで、二〇二一年は敵対的買収に関して強圧性が論点の一つとなった裁判例が相次いで出たため、強圧性の議論が活発になされた⁽¹⁶⁾。ここではこれら裁判例のうち、日本アジアグループ事件と、富士興産事件について、

裁判所が強圧性についてのどのような判断を示したのか見てみることにしよう。いずれも、買収者は対象会社に対して全部買付TOBを行ったものであり、強圧性が問題となったのは、公開買付後に買収者が株主総会特別決議を要する株式併合（を用いたスクイーズアウト）を行うか否かという文脈についてである。

（1）日本アジアグループ事件

日本アジアグループ事件は、対象会社である日本アジアグループがMBOを行う際に買収者が競合的公開買付けを実施したものである。⁽¹⁷⁾日本アジアグループが多額の特別配当実施という対抗策を行ったため、買収者が一度は公開買付けを撤回したものの、その後市場取得を進めたうえで、再度公開買付けを行ったものである。これに対して日本アジアグループが買収防衛策を取締役会で決議し実施しようとしたため、買収者が裁判所に差し止めを求めたものである。

この買収防衛策が不正発行に当たるかを判断するにあたり、東京高裁⁽¹⁸⁾は買収者の手法が強圧的か否かについて次のように判示するなどして買収者の差止仮処分申請を認めた。

「本件において、相手方は、再公開買付けを実施する予定である旨を公表した際、再公開買付け前の株式の市場内外買付けは抗告人株式の議決権割合の三分の一までしか行わず、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ものである。また、前記認定事実によれば、公表された上記再公開買付けは、買付予定数に下限が設定されていないが、他方、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三分の二以上となった場合には、全株買付けとその後の公開買付価格と同額によるスクイーズアウト（締出し）が予定されており、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といえるものである。」

このように、裁判所は買収者が公開買付け後にスクイーズアウトを予定していることなどから強圧性を否定している。⁽¹⁹⁾

(2) 富士興産事件

富士興産事件は、買収者のアスリード・キャピタル（以下、「アスリード」）が富士興産に対してMBOを提案して拒絶されたことから、同社に対して公開買付けを実施したものである。これに対して、富士興産の取締役会は株主総会の承認を発動条件とする防衛策の導入を決議した。

買収者の公開買付けに対する反対意見表明⁽²⁰⁾において、富士興産はアスリードが濫用的株主であること、判断材料がさらに必要であることのほか、強圧性という言葉こそ使わないものの、「本公開買付けにより、当社株主様が株式を売却することを事実上強要され、又は真実の企業価値を反映しないで廉価で株式を売却せざるをえない状況に置かれ、当社株主様に財産上の損失を生じさせるおそれがある」との理由を挙げている。

これに対してアスリードは差止の仮処分を申し立てたが、六月二三日に東京地裁申は立てを却下、同月二四日に株主総会が防衛策を承認し、東京高裁が申立てを却下した後、八月二四日にアスリードは公開買付けを撤回した。

東京高裁はアスリード⁽²¹⁾の同申立てを却下した理由の一つとして、アスリードの公開買付けが強圧的であることを挙げていた。

すなわち、アスリードは、「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。うえに、「本件公開買付けは、公開買付け後の株券等取得割合が、特別決議に必要な三分の二ではなく、四〇％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、本件公開買付けに応募したくない株主も、上記決議が成立しないまま相手方の企業価値が低下する事態を恐れて本件公開買付けに応募せざるを得ない場合も想定されるのであって、本件公開買付けに強圧性の問題が全く生じないとはいえない」という理由からである。

決定要旨のポイントは、買付株数の下限が四〇％と設定されており、それではキャッシュ・アウトで必要な三分の二に届かず、キャッシュ・アウトが実施されないリスクがあるため、残存株主となることを嫌った株主が公開買付けに応じざるを得ない点で強圧性が認められるという判断のようである。⁽²²⁾

(3) 小括

公開買付けにおける買付株数に下限が設定されていない、あるいは特別決議を通すことができない下限が設定されている場合に、公開買付け後に株式併合等のスクイーズアウトの決議が不成立となる可能性はたしかにある。その場合には公開買付けに応じない株主は少数派として残されることになる。

しかし、全部買付TOBを行う買収者は、公開買付け後に少数株主の残留を意図しているとは考えにくい。また、買収者の保有比率だけで決議の成否が決まるわけではなく、株主の分散状況や参加比率なども総合して考える必要がある。富士興産事件の決定要旨を一般化すると、買収者は公開買付け後に議決権割合が三分の二となるよう取得株数の下限を設定しない限り、強圧的な買収であり買収防衛策が発動されても差し止めを求めることが

できなくなってしまう妥当とはいえない。

しかし、富士興産事件の高裁決定がそのような趣旨であると理解すべきではない。富士興産事件における買収防衛策は株主の意思確認總會を得ており、裁判所が重視したのはまさにその点で、強圧性の有無が主たる理由ではなかったと見るべきであろう。強圧的か否かよりも株主總會の有無こそが日本アジアグループ事件と富士興産事件の判断を分けたと考えられる。⁽²³⁾

買収防衛策の発動に株主總會決議を得たか否かと異なり、公開買付けに強圧性が認められるか否かは、裁判所が容易に判断できるものではないことを考えると、裁判所が強圧性の議論に深入りしないのは合理的なことといえるかもしれない。

4 部分買付TOBと強圧性

わが国の現状からすると、全部買付TOBと同じく部分買付TOBであっても、直ちに強圧性が問題になるとはいえない。実際にこれまで行われた部分買付TOBにおいて、その後の企業価値が買収前に比べて損なわれて、残存した少数株主が害されたと見られる事例が多いようには見えない。⁽²⁴⁾ 対象会社に少数株主が残る公開買付けであっても、必ずしも当該会社の企業価値を損なうわけではないといつてよい。⁽²⁵⁾

しかし、部分買付TOBにおいては、過半数の株式を取得することで、全部買付TOBよりも少ない対価で支配権を確保し、支配権獲得後に買収者が何らかの私的利益の確保を狙っていると見られるケースがないとはいえない。⁽²⁶⁾ 全部買付TOBと異なりあまり楽観的に考えるわけにはいかないのもたしかである。

ところで、あまり指摘されない論点であるが、部分買付TOBが全部買付TOBと競合した場合には、過半数

取得を目的とした部分買付TOBは全部買付TOBよりも買付価格を高値にすることが可能となる。かりに全部買付TOBの買収者の方が部分買付TOBの買収者より好ましい買収者であったとしても、全部買付TOBが不成立となり、強圧性論が懸念するのと同じ結果が生ずることになる。二〇一七年に行われたソレキア事件を参考に考えてみたい。

また、強圧性そのものが問題となったものではないが、同じ部分買付TOBの事案として東芝機械事件についても見ておくことにしたい。本稿では株主総会決議を得た買収防衛策が、敵対的買収に対する適切な対応策か否かには立ち入らないものの、株主の属性が株主総会決議の成否を分けたと思われる興味深い事案であり、有益な示唆を得られると思われる。

(1) 部分買付TOBと全部買付TOBの競合買付け ―ソレキア事件

強圧性論で議論されるのは、基本的に対象会社に対する買収者が一つのケースである。それでは、近年よく見られ買収者が複数現れる競合買付けの場合はどうなるのだろうか。それらが全部買付TOBであれば、買付価格次第でありオークションの結果に委ねれば足りる。これに対して一方が全部買付TOBで、他方が部分買付TOBではどうなるのか。ソレキア争奪戦を参考に考えてみよう。

二〇一七年二月に住宅関連事業等を行うフリージア・マクロス社および同社会長佐々木ベジ氏が情報機器販売会社のソレキアに対して開始した公開買付けは、三五・九%を上限とした一部買付であった。これに対してソレキアは反対意見を表明し、三月にホワイトナイトとして同社の取引先である富士通がソレキアに対して公開買付けを実施した。

公開買付価格は当初、佐々木氏側が二八〇〇円で富士通が三五〇〇円であったが、双方が買付け価格を引き上げて、最終的には佐々木氏が五三五〇円、富士通が五〇〇〇円の買付価格となった。なお、富士通の公開買付けは買付上限のない全部買付TOBであり、成立後に完全子会社化することを予定したものであった（それゆえ、取得後の議決権割合が三分の二となるよう下限が設定されていた）。結果的に、佐々木氏が三一・九%の応募を得た一方で、富士通の公開買付けは下限に達せず不成立となり、佐々木氏はフリージア社の保有分と併せて約四割の議決権を支配することとなった。⁽²⁷⁾

誤解なきよう付言すると、ソレキア事件が好ましくない部分買付TOBが成立したケースと主張したいわけではない。⁽²⁸⁾ここで指摘したいことは、ソレキア事件は好ましい全部買付TOBと好ましくない（あるいは全部買付TOBより劣った）部分買付TOBが競合した場合に、後者が成立する可能性が高いことを示唆するものとして重要ではないか、ということである。

(2) 株主の属性の違いと株主の判断 — 東芝機械事件

株主総会で株主の意思が問われた敵対的買収として、二〇二〇年に旧村上系ファンドのオフィスサポートが東芝機械（現・芝浦機械）を対象に行った買収事件⁽²⁹⁾がある。

オフィスサポートが公開買付けを予告した後、二〇二〇年一月一七日に東芝機械は買収防衛策を導入した。その後、同年一月二二日にオフィスサポートは公開買付けを実施。買付け価格は三四五六円であり、買付け上限を四三・八二%に設定する部分買付TOB⁽³⁰⁾であった。これに対して東芝機械はオフィスサポートの求めに応じて買収の是非を株主総会で決議することとした。

東芝機械の対応として特徴的だったのは、代表取締役を交代するなどしたうえで、従来よりも企業価値を高めることを内容とした新たな経営計画を策定して株主との意見交換を行った点である。⁽³¹⁾これに対して、議決権行使助言会社のISSやブラックロックなどの機関投資家は東芝機械側の防衛策に支持を表明し、⁽³²⁾最終的に株主総会では買取防衛策発動に賛成する意見が過半数を占めたためオフィスサポートは保有株を処分することとした。

買取者の公開買付けは、従来の株価に相当程度のプレミアムを上乗せした買付価格だったにも拘わらず、株主総会で会社側を支持する票が多数を占めたのは、買取者が経営権獲得後の経営方針を明確にしなかったことや、新経営陣の新たな経営方針が企業価値を向上させるとの信頼を得たのが原因と思われる。

しかし、何よりも大きな要因は、機関投資家が東芝機械の株式の多くを保有していた点にあると考えられる。部分買付TOBであれば機関投資家は全部買付TOBと異なり保有株をすべて処分することはできず、公開買付け後に手残り株を抱えることになる。それゆえ公開買付け後に、買取者と現経営陣のいずれが東芝機械の企業価値を向上させるかについて、機関投資家らは大きな関心を有していた点が株主総会の成否を分けたと思われる。

(3) 小括

ソレキアのケースは、部分買付TOBと全部買付TOBが競合した場合に、全部買付TOBを退けて部分買付TOBが成立し易いことを示したものと見える。このことは、望ましい全部買付TOBと望ましくない部分買付TOBが競合した場合、望ましくない買取が成立する可能性があるということを意味する。

この競合買付けのケースは、対象会社の株価が部分買付TOBの買付価格に引き寄せられることにより、（かりに全部買付TOBの方が望ましいとしても）全部買付TOBが不成立に終わり、結果的に望ましくない買取が

成立する形を取る。個々の株主が合理的選択をすることにより、望ましくない買収が成立するという従来の強圧性論とはやや異なる経路を辿るが、企業価値を減じさせる望ましくない買収が成立することが問題となりうる点では異なるものではない。本来的には立法論的な解決が求められるが、当面は会社による買収防衛策が解決手段の一つとなるかもしれない。⁽³³⁾

東芝機械のケースは、会社側が企業価値を高める事業計画等を株主らに対して説得的に示した場合に、敵対的買収を退け得ることを示したものと見えそうである。東芝機械の新たな経営陣や事業計画等が買収者のそれよりも企業価値を高めると株主らが信頼できる形で情報を伝達できたことに加えて、東芝機械の株主の属性、すなわち機関投資家の保有比率が高かったことがカギを握っていたとみることができる。

株主総会において、株主の意思を問う場合であっても、個人投資家の保有比率が高い中小規模の上場会社と機関投資家の保有比率が高い上場会社⁽³⁴⁾とは必ずしも同じ議論が妥当するわけではない点には注意する必要がある。

このことはさらに、企業買収における株主の利益⁽³⁵⁾や株主の意思というものは、対象会社の株主の属性により異なることも示唆する。

おわりに

わが国における敵対的買収をみる限り、多くの場合に強圧性論モデルの前提は妥当していないようである。しかし、部分買付TOBにおいては敵対的買収により少数株主が害されたり望ましくない買収が成立してしまったりすることが、まったく杞憂かというところというわけでもなさそうである。

強圧性の問題を是正するには、本来的には金商法の公開買付け規制の改正など立法で手当てすべきであろう。

当面の対応として買収防衛策を講ずるという方法がありうるのかもしれないが、強圧性の問題は敵対的買収のみならず、MBOなど友好的な買収においても生ずる問題であり、是正が必要であるとするなら双方に目配りする必要があるのではなからうか。

また企業買収における株主利益や株主の意思という場合、対象会社の株主の属性によりそれらが異なりうることも留意が必要かと思われる。

本稿では敵対的買収の事案を参考にしてわが国の市場における強圧性の問題を考えてきたが、論点の指摘だけに終わった感がある。より本格的な検討は他日を期したい。

注

(1) 後述する日本アジアグループによる二〇二二年三月二日付適時開示「買収防衛策に基づく新株予約権の無償割当て及び新株予約権の無償割当てに係る基準日設定に関するお知らせ」では、買収防衛策を導入するに至った経緯について、「本公開買付けは強圧性の懸念が存在する、不当な条件設定がなされており、当社の少数株主の皆様が自らの真の意思に反して本公開買付けに応募することを強制される状況であった」ことから、「強圧性の問題が解消された状態で、株主の皆様が適切な判断をするための必要かつ十分な情報及び時間を与えられた上でご判断いただくべき機会を提供する」ために、買収防衛策を導入した旨が説明されている。

(2) それゆえ、裁判例の分析は主たる目的とはしない。また、検討対象は専ら敵対的な公開買付けに絞ることにする。なお、二〇二二年一月に経産省が設置した「公正な買収の在り方に関する研究会」では、敵対的買収の代わりに「同意なき買収」という用語が使われている。筆者も名称としては「同意なき買収」が適切だと考えるが、本稿では便宜

上従来通り敵対的買収という用語で統一することにする。

- (3) 経産省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(二〇〇五)四頁。日経テレコンで日経新聞朝刊・夕刊を対象に「強圧的 買収防衛」で記事検索を掛けたところ、一五件の記事がヒットしたが、すべて二〇〇五年以後のものであった。

- (4) アメリカにおける強圧性論は、強圧的二段階買付けのような「構造的強圧性」と対象会社の株主と経営者との間の情報の非対称性に起因する「実質的強圧性」の二つを区別して議論される。カーティス・ミルハウプト、宍戸善一「東京機械製作所事件が提起した問題と新TPIの提案」『新しい買収防衛策の考え方』(商事法務 二〇二二)一五六頁、一六三頁参照。わが国で議論になっている強圧性は実質的強圧性の方であろう。

- (5) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

- (6) SEC委員 Joseph A. Grundfestが一九八七年六月の講演「二段階買付け」で語ったように、すでに一九八〇代後半には敵対的買収で強圧的二段階買付けが行われることはなく、そのような手法を用いて株主に対する強圧的な買収を行っていたのは、会社側、すなわちMBOなどにおいてであった。Two-Tier Tender Offers: A Mythectomy, Address by SEC Commissioner Joe Grundfest to the United Shareholders Association (June 15, 1987). わが国におけるTOBの強圧性を考えるに当たっても、MBOや完全子会社化なども含めて検討する必要があるだろう。

- (7) 代表的なものとして、田中亘『企業買収と防衛策』(商事法務 二〇二二)や飯田秀総『公開買付規制の基礎理論』(商事法務 二〇一五)などがある。

- (8) 田中、前掲注(7)四五頁。とはいえ、論者は敵対的買収を否定しているわけではなく「強圧的な公開買付けで不利益を被るのは不本意な価格で買付に応じさせられる株主であるが、他方で効率的な買収も阻害されるべきではない」

との立場をとる（九〇頁参照）。

(9) 飯田、前掲注（7）一五頁。

(10) 公開買付けに限らず、市場買い付けについても「市場買い付けを通じた買収は、その早い者勝ちの性質から、公開買付け以上に対象会社株主に保有株式を売却する強圧性を与えやすい」といわれる。田中、前掲注（7）四二一頁参照。

(11) これについては、飯田秀総「買収手法の強圧性」とりうる法の対処策」田中亘編著『数字で分かる会社法（第二版）』（有斐閣 二〇二二）二四六頁、二六一頁以下参照。

(12) 飯田、前掲注（7）は、立法論として強圧性への対応策を提示する。

(13) 近年の強圧性を理由とする敵対的買収においては、かりに買収が強圧的であるとして株主総会で株主が何を承認しているのか、つまり、買収手法が強圧的であるためそれを排除すべきだという提案に賛成するのか、あるいは、企業価値を低下させる買収であるために排除すべきなのか、いずれであるのかは必ずしも明らかでないと説かれることがある。松中学「敵対的買収防衛策に関する懸念と提案」『新しい買収防衛策の考え方』（商事法務 二〇二二）一三四頁、一三六頁。

(14) 詳しくは、後掲注（16）の各文献参照。

(15) 実際の買収において株主が強圧性ゆえに投資判断を歪められていたのかを検証する研究は、これまでのところ、十分なされてきたとは言い難い。やや古い実証研究であるが、わが国におけるTOB後の株価下落を理由に強圧性を説明するものもある（井上光太郎「TOB（公開買付け）と少数株主利益」商事法務一八七四号（二〇〇九）三四頁）。しかし、TOB後の株価下落が買収者による搾取の予想に基づき、それゆえに強圧性もたらされているという想定は疑問である。公開買付けそのものが対象会社の株価の上げ材料であり、終了と同時に株価が下落するのは、強圧性

以外の理由で十分に説明可能と思われる。

- (16) わが国の最近の敵対的買収の裁判例を分析するものとして、金融商品取引法研究会『事前警告型買収防衛策の許容性』藤田友敬報告（二〇二二）、白井正和「近時の裁判例を踏まえた買収防衛策の有効性に関する判例法理の展開」『民商法雑誌一五八巻二号』（二〇二二）二八二頁、別冊商事法務編集部編『新しい買収防衛策の考え方』（別冊商事法務四七〇号）所収の諸論文参照。

- (17) 日本アジアグループの当初のMBO価格は六〇〇円であったが、買収者が現れたために一二〇〇円まで引き上げている。買付価格をみる限り、敵対的買収よりもMBOの方が株主の利益を損なう公開買付けが行われ易いことを示唆するものといえよう。

- (18) 東京高決令和三年四月二三日資料版商事法務四四六号一五四頁。

- (19) 決定要旨は正確性を少しばかり欠いている。シテイが「再公開買付け終了後の議決権割合が三分の二以上となった場合には」スクイーズアウトを予定していたことを理由に強圧性の程度が高くないと評価しているが、シテイ側の公開買付決定時の公表内容によると議決権割合が三分の二以上となった場合はもちろん、三分の二未満であっても株式併合などのスクイーズアウト議案が可決できる見通しとなった場合にはスクイーズアウトを実施すると明言しており、シテイが二〇二一年四月二七日に提出した公開買付届出書においては、議案可決のための議決権保有割合として四〇%が目安とされていた。これは、公開買付け以前に既に三〇数パーセントの議決権を保有していたシテイにとって容易にクリアーできる水準といえた。いずれにしても、この件で強圧性を認めることは難しかったと思われる。なお、日本アジアグループの株価は、公開買付け開始時から公開買付期限前日まで、一貫して公開買付け価格を上回って推移したが、競合買付けが出ないことが明らかになった最終日に公開買付け価格を下回ることとなった。

- (20) 「意見表明報告書の訂正報告書」(二〇二一年五月二八日)。
- (21) 東京高決令和三年八月一〇日金判一六三〇号一六頁。
- (22) 田中亘「防衛策と買収法制の将来」『新しい買収防衛策の考え方』(商事法務 二〇二二) 七七頁、九七頁(注37)はこの公開買付けには強圧性は認められないとの立場をとるが、白井、前掲注(16) 三一九頁は強圧性を認めた裁判所の判断を支持する。
- (23) 金融商品取引法研究会・前掲注(16) 二四頁は、取締役会の判断による防衛を正当化できるかという文脈で強圧性を扱う日本アジアグループ事件と、公開買付けと株主総会とでいずれで株主の意思を問うかという文脈で強圧性に触れる富士興産事件とでは、強圧性を問題にする文脈が異なると理解すべきであるとする。
- (24) たとえば、二〇一九年一月に伊藤忠がデサントに実施した部分買付TOBのケースでは、デサントはTOBが強圧的であるなどと主張してTOBに反対意見を表明したが、その後のデサントの経営内容はむしろ改善している。二〇二二年二月二七日付日経新聞電子版「「デサント地獄」からの生還 セール年四〇回超・内紛…」参照。
- (25) 敵対的公開買付けではないが、大株主間の株式の大量譲渡において用いられるデイスカウントTOBでは、低い価格の部分買付TOBの後に過半数保有の大株主が出現することがあるが、対象会社の株主らは売却圧力を受けるわけではなく、また、TOB後に必ずしも企業価値が下がるわけではない。
- (26) 極端な場合は、TOB成立後の会社がいわゆる「ハコ企業」化してしまうケースであり、それらしき事案も見受けられる。
- (27) 二〇一七年五月二四日付日経新聞朝刊「富士通、対抗TOB不成立、ソレキア株巡り」参照。
- (28) むしろ、その後のソレキア社の株価が、買付価格を上回って推移していることから推察して、一定の合理的な経営が

なされてきたのではないかと考える。

(29) 法的側面について詳しくは、太田洋ほか「東芝機械の「特定標的型・株主判断型買収防衛策について」」『新しい買収防衛策の考え方』（商事法務 二〇二二）一頁参照。

(30) 公表前の東芝機械の株価は、買付価格を上回って大きく上昇して四〇〇五円まで上昇したものの、TOBの内容が伝わった後は、買付価格に対応して下落（終値三三五〇円）した。

(31) 東芝機械二月二一日適時開示「投資家情報に代表取締役の異動および社長人事に関するお知らせ」「臨時株主総会の開催及び付議議案の決定に関するお知らせ」参照。

(32) この間の経緯について、二〇二〇年三月二四日付東洋経済オンライン「東芝機械vs村上ファンド、大詰め攻防のゆくえ 坂元社長「総会で三分の二以上をとり圧勝する」」参照。

(33) ソレキアのケースでは、公開買付け前に佐々木氏側が相当程度の株式を取得していたため、買収防衛策により買収を回避することは難しかったと思われる。

(34) ちなみに、時価総額の小さなソレキアの株式は機関投資家の保有比率は低く、個人投資家の保有比率が高かった。ソレキア社の平成二九（二〇一七）年度有価証券報告書によると、同社の「個人その他」に属する一〇九〇名の株主の保有比率は七〇・六八%である。

(35) 株主の利益という見地からは、個人投資家には敵対的買収への対応として、TOBに応ずるか保有を継続するかかかかか以外の選

択肢以外にも、市場売却という退出手段があることは、機関投資家との大きな違いであろう。

（うめもと よしまさ・甲南大学教授）