

## 企業買収法制の動向と課題

田 中 亘

御紹介にあずかりました東京大学社会科学研究所の田中亘と申します。本日は、「企業買収法制

の動向と課題」というテーマでお話しさせていただきます。

企業買収に関して、近年、いろいろな法制度の動きがございます。現在、金融庁金融審議会の「公開買付け制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」（金融審WG）で、公開買付け制度や大量保有報告制度についての法改正の審議を行っております。直近の第六回の会議で報告書案を取りまとめ、今後、その線に沿って金融商品取引

法の改正が行われる見通しです。

また、経済産業省が二〇二三年八月三十一日に「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―」（企業買収行動指針）を公表したほか、最高裁判所や下級審においても企業買収に関する裁判例の動向が活発です。このように、企業買収については、会社法に関することに限っても盛りだくさんですが、本講演では、同意なき買収とそれに対する買収防衛策に焦点を当ててご説明します。

「同意なき買収」とは、買収の対象会社の取締役

役会の同意ないし賛同を得ないで行われる買収のことで、従来は「敵対的買収」と呼んでいたものです。「敵対的買収」というと、対象会社の利益にとって敵対的であるというイメージを与えかねません。しかし、必ずしもそうではなくて、あくまでも対象会社の取締役会の同意を得ずに買収が行われるものをいうのであって、対象会社にとって利益になる場合も、そうでない場合もあります。なるべく価値中立的な言葉にするという考え方で、先ほど御紹介した経済産業省の企業買収行動指針においては、「敵対的買収」という言葉に代えて「同意なき買収」と表現しています。

「同意なき買収」に関係する言葉として、「不招請買収提案 (unsolicited offer)」という言葉もあります。これは、対象会社から招請したのではない買収提案のことです。不招請買収提案であっても取締役会の賛同を得ることはあり得るので、不

招請買収提案が必ずしも同意なき買収になるとは限らないのですが、同意なき買収に発展する場合があります。こちらも、後ほど触れたいと思います。

また、買収防衛策についてもお話しします。企業買収行動指針では「買収防衛策」という言葉もやめて、「買収への対応方針」と表現しています。「防衛策」は、必ずしも買収そのものを止めることではなくて、むしろ日本の場合には、対象会社の株主に買収の是非を適切に判断してもらうことが目的です。ただ、従来、裁判例も学説や実務も、「防衛策」という言葉を一般的に使っていませんし、また、それは買収そのものを禁じるようなものではないということについては、ある程度理解を得られているように思いますので、本日は「防衛策」という言葉はそのまま使用することにします。

本日は、同意なき買収や防衛策についての現行法制（裁判例）の現状と、それについての私自身の簡単な評価を述べます。その上で、今、金融審WGで審議されている公開買付け規制・大量保有報告制度の改正が成ったとすれば、同意なき買収や防衛策はどうなるのか、今後の展望にもお話しいたします。

## 一、同意なき買収／防衛策に 関する近年の動向

同意なき買収についての昨今の顕著な現象は、同意なき買収が実際に行われ、しかも成立するようになったことです。私が会社法の研究者になつて約二五年経ちます。大学を卒業して助手になるとき、研究テーマについて指導教授の神田秀樹先生から、会社法の研究をするならば、まずアメリ

カの会社法を研究し、その上で、日本で問題になってることを論文のテーマにしなければだめだ、簡単に言うと、敵対的買収と防衛策をテーマにしてはだめだと言われました。実際、私が助手になった一九九〇年代後半、同意なき買収は日本ではほとんど行われておらず、アメリカのライツ・プラン（ポイズン・ピル）のような防衛策も、日本では全く見られず対岸の火事のように捉えられていました。それから四半世紀経過し、状況は大いに変わっているように思います。

上場会社に関する同意なき買収で目についたものを幾つか取り上げました（図表1）。伊藤忠商事がデサントに対して行った公開買付け、前田建設が前田道路に対して行った公開買付け、これらは皆、同意なき買収として行われ、成立しています。そのほか、ニトリホールディングスが島忠に対して行った公開買付けは不招請買収提案で、し

図表 1

## 同意なき買収に関する近年の顕著な現象

- 同意なき買収（／不招請買収提案）が実際に行われ、かつ成立するようになった
- 伊藤忠商事→デサント(2019年)
- 前田建設→前田道路(2020年)
- コロワイド→大戸屋(2020年)
- ニトリHD→島忠(2020年) ※不招請の対抗提案、島忠が賛同
- SBI HD→新生銀行(2021年)
- ニデック→TAKISAWA(2023年) ※不招請提案、TAKISAWA が賛同
- [YFO→東洋建設(2022～23)] ※不招請提案、不成立に終わったが委任状勧誘で取締役が交替
- [第一生命HD→ベネフィット・ワン(2023年)] ※対抗提案、提案段階

2023/12/27

かも既に島忠の同意を得て別の企業が公開買付けをかけていたところに、対抗提案ないし競合提案として提案した事案です。我が国では従来、友好的買収が行われているときに、対抗提案が起きること自体珍しかったわけですが、この事案では対抗提案が起きただけでなく、そちらのほうが対象会社株主にとって有利な買収条件であったため島忠の取締役会がそれに賛同したこともあり、非常に話題になりました。そのほか、SBIホールディングスが新生銀行に対して行った公開買付けも、同意なき買収でしたが成立しています。さらに、ニデックがTAKISAWAに対して行った不招請買収提案についても、TAKISAWAが賛同して成立しています。そのほか、第一生命ホールディングスがベネフィット・ワンに対して行っている対抗提案案がありますが、こちらは、まだ成否が明らかではありません。

このように、我が国において既に名声・評判の確立した事業会社でも、同意なき買収や不招請買収提案をためらわなくなっています。そして、実際に多数の株主の応募を得て成立するケースが出ています。これが二〇二〇年ごろからの非常に顕著な現象と言えるかと思えます。

企業買収行動指針では、不招請の買収提案であつても、対象会社は、真摯な買収提案に対しては真摯に検討することが基本となると明記しています（同指針三・一・二節「一五頁」）。企業買収行動指針策定後の不招請買収提案や同意なき買収のケースでは、買収者と対象会社双方が指針を踏まえた対応をしていることを主張して、相手方に対して、指針を踏まえた対応をするように要請しているケースが見られ、企業買収行動指針の公表が、企業買収の関係者の行動に影響を与えているように見えます。これは、この指針自体が影響

力を持っているということ以上に、指針で示された行動規範が、我が国における企業買収の関係者自身が望ましいと考える行動規範と合っているのではないか、だからこそ企業買収行動指針が多くの関係者によって参照されているのではないかと思えます。

次に、企業買収行動指針で「対応方針」と呼んでいる買収防衛策について取り上げます。日本では多くの上場会社が採用している防衛策は、事前警告型買収防衛策と呼ばれ、導入のフェーズと発動のフェーズに分かれています。防衛策を導入する際には、対象会社は、何か具体的な会社法上の行為をするわけではなく、ただ将来において、実際に買収の試みがされたときには何らかの対抗措置をとることがあると事前に警告するので、「事前警告型」と呼びます。事前警告型買収防衛策は、導入段階で、どういう行為を防衛策の対象にする

かが明記されています。具体的には、「大規模買付行為等」をする者に対し、対象会社の特別委員会に対する情報提供と検討期間の確保のための一定の手続を遵守するように要求するもので、これは「大規模買付ルール」と呼ばれています。ここで、「大規模買付行為等」とは、対象会社に対して公開買付けを仕掛けるか、または防衛策で定める一定の閾値を超えて株式を取得する行為と定義されることが通常です。閾値は防衛策ごとに定められますが、通常は一五％～二〇％です。

このような形で防衛策を導入している会社に対して、大規模買付行為等をしようとする者が現れた場合、対抗措置が発動される可能性があります。買付者が大規模買付ルールを守らないで、すなわち、大規模買付ルールが求めている情報提供や検討期間の設定をしないで、閾値を超えて株式を買い付けたり、あるいは公開買付けをかけた場

合であるか、または、買付者が大規模買付ルールを守った場合であっても、特別委員会及び取締役会が、当該買収は企業価値を毀損すると判断した場合には、対抗措置を発動することを、防衛策において定めていることが一般的です。

その際の「対抗措置」として基本的に想定されているのは、いわゆる差別的な新株予約権無償割当という行為です。これは、対象会社の株主全員に新株予約権を無償で割り当てるものですが、対象会社の株主のうち、大規模買付を行おうとしている者（買付者）とその関係者は新株予約権を行使できず、ほかの株主だけが行使できることになっています。そのため、新株予約権が買付者以外の株主によって行使されると、買付者が持っている対象会社株式が希釈化されるため、同意なき買収が困難になります。

差別的な新株予約権無償割当が最初に行われたの

は、二〇〇七年のステイール・パートナーズ・ジャパン対ブルドックス事件でした。ただ、この事件では、ブルドックスは、株主に割り当てた新株予約権のうち、同意なき買収を行ったステイールに割り当てた新株予約権を、ステイールの同意なく、いわば強制的にすぐに買い戻しました。しかも、その買い戻し金額はステイール自身がつけた公開買付価格を基準にしていたので、この防衛策は、あたかもステイールの言い値でステイールから株を買い取ったような形になってしまったのです。こういった形で防衛策が使われると、対象会社に高値で株式を買ってもらう目的で株式を買い集めるといって、いわゆるグリーンメーを推奨することになってしまおうのではないかというところで批判を浴びました。

そこで現在の買収防衛策は、細かいことは省略しますが、対象会社が対抗措置として差別的な新株

予約権無償割当を一旦決定した後であっても、買付者がこの買収提案を撤回した場合——ここで「撤回」とは、公開買付けの場合は公開買付けを撤回することであり、市場で株式を買い集めて閾値を超えて取得した場合は、その株式を売却して閾値未満に持ち株比率を下げることをいいます——には、対抗措置の発動を中止するという条件をつけています。対象会社が、このような条件つきで差別的な新株予約権無償割当を決定したが、それでも買付者が買収提案を撤回せずに買収を強行したとき、対象会社が買付者に対して補償することなく差別的な新株予約権無償割当を履行したとしても、近年の裁判例は、そのことによって対抗措置発動が違法になることはないという判断をしています（図表3の日邦産業事件、東京機械製作所事件）。従って、現在の防衛策においては、買付者に対して対象会社は経済的補償をすることはな

図表2



いという形で運用されています。

日本の事前警告型買収防衛策は、二〇〇〇年代後半から導入が進み、一時、上場会社のうち五〇〇社以上が導入していました。しかし、二〇一〇年ごろから年々減少して、二〇二三年七月末時点では、二六一社しか事前警告型買収防衛策を持っていません。これは新規の導入会社が無くなっていくわけではありません。三井住友信託銀行が毎年行っている調査によると、二〇一〇年代後半以降も新規導入はコンスタントにあります。ただ、導入会社数を上回って廃止する会社が増えていくために、結局、防衛策を持っている会社自体は減少の一途をたどっています(図表2)。このように、防衛策導入会社が減っているのは、株主、特に機関投資家の多くが防衛策に反対していて、株主総会で提案しても防衛策議案が通らない、あるいはいったん導入しても廃止を要求されることが

図表3

## 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

	買取者による株式の買付方法 (*)	導入(**)	発動	裁判所の判断(***) (違法○、違法×)
ブルドックス事件 (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	×
日都産業事件 (名古屋高決R.3.4.22)	部分公開買付け (上限27.5%、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R.3.4.23)	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R.3.8.10)	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R.3.11.18)	市場買集め	取締役会	株主総会 (MoM 決議)	○
三ツ星事件 (最決R.4.7.28)	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式等所有割合による(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図を持たない場合、「—(事前導入なし)」とする。(\*\*\* 終局審の決定による。

多くなっているからです。このように、防衛策導入会社は減っていますが、それでも上場会社のうち二五〇社以上が導入していますし、導入していない会社においても、いざ同意なき買収が行われようとするときには導入されるケースがありますので、依然として防衛策とそれに基づく対抗措置は重要性を持っています。

## 二、対抗措置発動に関する判例と 株主意思尊重の原則

二〇〇七年のブルドックス事件<sup>(1)</sup>以来、対抗措置としての差別的な新株予約権無償割当ての適法性が争われた裁判例が相応に蓄積されています(図表3)。適法か違法かの判断の分かれ目は、ざっくりと言えば株主の承認を得ているかどうかでしょう。つまり、対抗措置発動の段階で株主総会

の承認を得ているか、少なくとも防衛策を導入したときに株主総会の承認を得ていて、それに基づいて取締役会で対抗措置を発動したケースでは、対抗措置発動は適法とされる傾向があります。

ブルドックソース事件と富士興産事件<sup>(2)</sup>、東京機械製作所事件<sup>(3)</sup>は、いずれも、対抗措置の発動時に株主総会の承認を得ています。日邦産業事件<sup>(4)</sup>は、取締役会の決議で対抗措置を発動していますが、防衛策を導入したときに株主総会の承認を得ているので、裁判所は対抗措置を適法としています。一方、ピコイ事件と日本アジアグループ事件は、いずれも、防衛策導入時にも対抗措置発動時にも株主総会の承認を得ておらず、取締役会限りで発動したというケースで、違法とされています。ただし、三ツ星事件では、株主総会の承認を得て対抗措置を発動していますが、買収防衛策の内容面での問題を理由に違法とされています<sup>(5)</sup>。従って、

株主総会の承認を得ていれば即適法と認められるわけではないのですが、少なくとも全体の傾向としては、株主総会の承認を得ている場合には対抗措置は適法と認められやすく、そうでない場合には違法とされることが多いと言えます。裁判例の立場を一言で言えば、裁判所は「株主意思尊重の原則」をとっている。つまり、誰が会社の経営支配権を取得するかという判断は株主が行うべきだということの基本的立場をとっていると考えられます。

このような原則を明確に示したのは、二〇〇五年のライブドア対ニッポン放送事件の東京高裁決定<sup>(6)</sup>です。ライブドアによる同意なき買収の試みに対して、ニッポン放送がフジテレビに割り当てて新株予約権を発行して対抗しようとした事案です。この事件では、裁判所はニッポン放送の新株予約権発行を差し止めましたが、その際に、「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である」と判示しました。つまり、ニッポン放送を支配する株主がフジテレビなのかライブドアなのかをニッポン放送の取締役会が決めてはいけない、それはニッポン放送の株主の判断に任せるべきである、大筋はそういう判断でした。これは、株主の承認を得ず、取締役会限りの判断で行った対抗措置を裁判所が差し止めた主要な先例といえます。

逆に、ブルドックス事件では、株主の判断を得て行った対抗措置を適法と認めています<sup>(7)</sup>。この事件で最高裁は、「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」と判示しています。同事件では、差別的な新株予約権無償割当がブルドックスの株主総会の特別決議で承認されており、そのように株主の判断を得ていることを主たる理由にして、最高裁は対抗措置発動を適法と認めているわけです。

私は、これまで防衛策について本や論文をいくつか書いていますが、基本的には裁判所がとっている株主意尊重の原則を支持するスタンスです。このような原則を裁判所がとっていることによつて、対象会社の株主の多数が賛成する買収については、基本的に、対象会社の取締役会がこれを止めることはできなくなっています。

近年における上場会社を対象とする同意なき買収のケースでは、対象会社がそもそも防衛策を行わないまま、買収が成立しているケースが見られます。伊藤忠商事の公開買付けを受けたデサン

トは全く防衛策を行使しようとはしませんでしたし、SBIホールディングスの公開買付けを受けた新生銀行は、当初は、株主総会の承認を得て対抗措置を発動しようとして、議案を総会に上程するところまで行ったのですが、後にそれを撤回して、公開買付けを受け入れる形になりました。これらの事例のように、株主の多数派が本当に買収に賛成しているケースでは、対抗措置発動を対象会社の株主総会に諮ったとしても可決される見込みがないので、対象会社は、そもそも対抗措置を発動せず、公開買付けの結果を受け入れるという形になっています。

そのほか、最近のヤマウチ・ファミリー・オフィスの東洋建設に対する買収の試みは、結果的には不成立に終わりましたが、その過程で、買収提案を拒否していた東洋建設の取締役が買収者の仕掛けた委任状勧誘戦によって交代させられたと

いうケースも起きています。この事例のように、委任状勧誘戦による取締役交代の試みについても、対象会社の取締役会は、基本的にこれを止めることができないう形になっていると思います。

私が、株主意尊重の原則が望ましいと思うのには二つの理由があります。一つは、買収に応じるかどうかの最終判断権を対象会社の株主が持つという仕組み以外は、全て問題がある。具体的には、まず、対象会社の経営陣が買収に応じるかどうかを判断するのは、利益相反の問題が深刻にすぎます。買収が成立したら自分の地位が危うくなるだけではなくて、同意なき買収が成立するというのは、現経営陣が今まで行ってきた経営政策の否定という側面がありますので、たとえ自分の地位に恋々としていない経営者であっても、完全に中立的な立場で考えることはできないのではないかと思います。

それでは裁判所に任せたらどうか。日本の裁判所は買収の是非について判断することを自制して、それは望ましいことだと思います。裁判所は経営の専門家ではありませんし、また、買収の成否に対して自分自身の利益がかかっているわけでもないのに、望ましい買収であるか否かを判定する能力や動機に欠ける面があることは否定できません。

それでは、経営陣から独立した取締役会であれば買収の是非を判断させていいのか。我が国の上場会社の取締役会の構成は伝統的に内部者中心ですから、そもそも独立した取締役会が存在しないケースが少なくありません。

さらに言うと、たとえ取締役会の過半数が経営陣から独立していたとしても、買収の是非の最終判断を任せることはできないと思います。これは、私の知り合いの経済学者の先生の至言です

が、「独立であることは、対象会社やその株主に對して忠実であることを意味しない」ということです。<sup>(8)</sup>誰からも独立であれば、誰の利益にも無関心になるのが人間の性ではないか。私としては、独立の取締役会が買収の是非を検討、判断することはもちろんいいのですが、その判断を受けて、実際に買収に応じるかどうかはやはり株主が決定すべきであって、独立した取締役に、株主を差し置いて買収の是非を最終的に決める権限まで与えていいとは思えません。

そのように、さまざまな主体が買収の是非の最終判断権を持つことが必ずしも望ましくないとすれば、消去法的な考え方もありませんが、ブルドックソース事件の最高裁決定がいうように、「会社の利益の帰属主体」である株主が判断することが最も望ましいのではないか。その際、もちろん取締役会は、株主が買収に応じるべきかどうか

かについて積極的に意見を述べていいと思います  
が、その意見を聞きつつ判断するのは株主である  
べきではないかということです。

もう一つ、株主意尊重の原則が望ましいと考  
えるのは、経営に対する規律が非常に重要である  
と思うからです。これももはや言い古されたこと  
かもしれませんが、低収益性や低成長性が日本企  
業の長年の課題であるところ、同意なき買収に  
よって経営支配権が入れかわる可能性があること  
が経営の規律付けには非常に重要です。そういう  
点からも、対象会社の経営陣はもちろん、取締役  
会にも買収の是非を最終的に決める権限を与えな  
いで、株主に権限を与えるのがいいのではないか  
と考えます。

今年八月に公表された企業買収行動指針も、株  
主意尊重の原則を確認していると言っているとい  
思います。この指針は三つの原則を打ち出してい

ます（指針二・一節）。

第一原則…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。

第二原則…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。

第三原則…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  
対象会社の双方から積極的に提供されるべき  
である。

これらの原則が意味するところは、まず、買収  
の是非は企業価値を向上させるかどうかで判断し  
ますが（第一原則）、そのことを誰に判断させる

かといえ、株主に判断させることが——他の判断主体に比べ、相対的に——望ましい（第二原則）、そこで、株主が合理的な判断を行うことができるようにするために、株主に対して有益な情報が提供されるのが望ましい（第三原則）、こういう論理構造になっていると見ることができません。

この指針は買収防衛策についても一章を割いて論じていて、ここでも株主意尊重の原則を確認しています（指針第五章）。買収の是非に関しては、株主が買収者による株式の取得に応じるか否かをインフォームド・ジャッジメントにより判断することが本来あるべき姿で、対応方針（防衛策）に基づく對抗措置の発動は会社の経営支配権に関わるものであるから、株主の合理的な意思に依拠すべきだとしています。具体的には、株主の承認によらない對抗措置発動については非常に厳

しく制限しているのが、この指針の立場です。

### 三、市場買い集めによる買収に係る問題点

對抗措置の発動にあたり、基本的に株主の承認を要求するのは良い考え方であると私は思っているのですが、常に防衛策や對抗措置について株主の承認を要求することが本当にいいのかという疑問があります。特に、同意なき買収が立会内取引市場における株式の大量買付、すなわち市場買い集めの方法によって行われる場合には、議論の余地があると思います。

二〇二一年に、買収防衛策についての重要な裁判が立て続けに出されました。そのうちの一つである日本アジアグループ事件は、買付者は、市場買い集めによって対象会社株式を買い集めていま

す。それに対し、対象会社は、取締役会限りの判断で防衛策を導入し、一定の閾値を超えて株式を買い付けてはいけないという大規模買付ルールを設けたのですが、買付者は、取締役会限りでつづいたルールに従う理由はないとして買い集めを続行し、それに対して対抗措置が発動されたという事件です。

東京高裁は、買付者の行った差止め請求を認容しています<sup>9)</sup>。この事案では、対抗措置発動が株主総会の承認を得ていない、事後的にも総会の承認を得ることが予定されていない、完全に取締役会限りの判断で行っていることを問題視して、対抗措置発動を違法としています。

私はこの事件の前から、買収を市場買い集めによって行うのは問題があるのではないかと思っていました。それには三つの理由があります。

一つ目は、市場買い集めの場合、公開買付けと

違い、買い付けの条件や目的が開示されないまま株式が買い進められますので、極端な話、対象会社の株主は、ある買収者が対象会社を買収しようとしていることをそもそも知らないままに、経営支配権の取得が実現する可能性があります。

二つ目は、公開買付けでは、金商法の規制に従って情報提供がされますし、公開買付期間中に応募した株主は平等な条件で買い取られるため、株主としては、時間をかけて買収に応じるかを検討する機会が与えられます。これに対し、市場買い集めの場合、どういうペースで買い集めを進めるかは買付者の意向次第であり、株主は、十分な情報や検討期間が与えられないという問題があります。

三つ目は、——これは實際上、どの程度深刻な問題なのかというところは議論の余地があるかも知れませんが——、市場買い集めには、株主に望

まぬ株式売却を強いる可能性があります。一般的に市場買い集めをするときは、買付者は、対象会社の経営支配権を取得するに足りるだけの株式を買い集めるまで市場買い集めを続け、経営支配権の取得をすれば買い集めを止める。つまり、市場買い集めを通じて対象会社の部分的な支配が実現することが普通です。ですから、買収が成立しても、対象会社に少数株主は残ります。

そうすると、対象会社の株主が、もしこの買収者が対象会社の経営支配権を取得すると企業価値が低下してしまうと考えた場合には、対象会社の少数株主にとどまるよりは、市場買い集めが行われて株価が上昇しているうちに株式を売却したほうが有利だと考えて、株式を売却するかもしれません。その結果、多くの株主が企業価値を低下させると考えている買収が、かえって成立しがちになるとというのが強圧性の問題です。

強圧性の問題は、対象会社の株主を保護するというよりは、企業価値を低下させるような買収が起こらないようにしたいという問題意識で出てきた議論です。市場買い集めが行われている場合、株式を売却する株主は、全然本意には思っていないで、むしろ買い集めで株価が上昇している間に株式を売ったのでハッピーだと思っている人が多いと思います。強圧性の議論は、対象会社の株主を保護することが目的ではなくて、むしろ対象会社の株主の判断がゆがんでしまつて、企業価値を低下させる買収が成立しやすくなつてしまつたという問題に注目した議論だということを強調しておきたいと思います。

市場買い集めは今申し上げた問題点があるため、諸外国では規制されていることが普通です。<sup>10)</sup> イギリスおよびEU諸国——EUは、買収指令によって、基本的にイギリスのルールに則った買収

ルールを採用しています——では、市場買い集めだけで上場会社の経営支配権を取得することは法制度上できません。例えば、イギリスのルールでは、上場会社の議決権を三〇%以上取得したときには全株式を対象に公開買付けをすることが義務付けられますので、市場買い集めによって経営支配権を取得して、そのまま少数株主を残存させるといったことはそもそもできません。

これに対し、アメリカの場合、イギリスやEU諸国のような義務的な公開買付制度が存在しないため、市場買い集めによって上場会社の経営支配権を取得することも法制度上は自由です。そのかわり、対象会社の取締役会が防衛策によって対抗することもある程度認めています。一九八五年のデラウェア州の最高裁判決によって打ち出されたUnocal基準によれば、「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」とされており、<sup>(11)</sup>日本で言うところの差別的株主予約権無償割当も、株主総会の承認を得ずに取締役会決議だけで行うことができます。もちろんその対抗措置は、会社に対する脅威があり、かつ、脅威に対して相当な限度でのみ認められるわけですが、市場買い集めに対しては、裁判所はUnocal基準の充足を非常に穏やかに認めています。ここでは、最近のデラウェア州の裁判例を挙げておきます。Yucaipa vs Riggioとこう事件<sup>(12)</sup>は、対象会社の名称をとってバインズ・アンド・ノーブル事件と呼ばれる事案です。もう一つのThird Point vs Ruprechtは、サザビーズが対象会社になっている事案です。<sup>(13)</sup>どちらもアクティビスト・ファンドによる市場買い集めの対象になり、それに対抗するために取締役会がライツ・プラン（ポイズン・ピル）を導入したケースです。このポイ

ズン・ピルは、第一の事件では閾値が二〇%、第二の事件に至っては一〇%が閾値になっていて、買付者が株式を一〇%取得すればポイズン・ピルが発動し、買収者の保有株式が希釈化するような内容の防衛策になっていました。裁判所は、いずれも適法と判断しています。

これらの裁判例では、もしもアクティビストが経営支配権を取得した場合、より安い価格でキャッシュアウトされるといった形で、対象会社の残存少数株主が何らかの不利益を被るおそれがあることを理由に、「Unocal基準」でいう「脅威」の存在を認めています。これらの事件では、特にアクティビストが特定の何か悪い行為を目論んでいるといった事実は立証されていませんが、それでも裁判所は、買収後に少数株主が不利益を被るという抽象的可能性があることをもって、脅威の存在を認めています。つまりデラウェア州では、

市場買い集めに対しては脅威の存在を穏やかに認めることによって、取締役会限りでの防衛策を容認していると言えます。

このように、デラウェア州では、取締役会の決議だけで防衛策の導入・発動が可能です。ただし、買収者は、対象会社の株主総会において委任状勧誘戦を仕掛けて、対象会社の取締役を交代させることに成功すれば、新しい取締役会の決議によってライツ・プランを消却（廃止）させ、買収を進めることが可能です。もしも対象会社の取締役会が、委任状勧誘戦による取締役交代をも妨げるような防衛策をとったとすると、それは「Unocal基準のもとでは相当性を否定され、違法になります。要するに、デラウェア州では、基本的に対象会社は、取締役会の決議で防衛策を行使でき、買付者側が委任状勧誘戦によって取締役を交代させることで克服できる形になっていけばい

い、そういう考え方です。

私の理解では、市場買い集めによって上場会社を買収しようとする試みに対しては、そもそも法の規制が課されているか、そうでなければ米国のように、対象会社の取締役会が何らかの対抗措置がとれるというのが国際的には普通です。ですから、これから紹介する東京機械製作所事件で、市場買い集めに対する対抗措置発動が適法と認められたのも、そこまで不思議ではないというか、国内的には割と一般的な対応だったのではないかと思っています。

#### 四、MOM決議による対抗措置

東京機械製作所事件は、今からちょうど二年ほど前に起きた事件です。買付者が、対象会社（東京機械製作所）の株式を取引所市場で買い集めて

三割程度まで取得し、そのタイミングで対象会社は、取締役会決議によって防衛策を導入しました。しかし、買付者は防衛策で定められた大規模買付ルールに従わずにそのまま市場買い集めを続行して、対象会社株式の三分の一超を取得しました。そこで対象会社は、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した差別的新株予約権無償割当を決定しました。この株主総会の承認というのは、普通決議ではなくて、株主総会の出席株主のうち、買付者と対象会社取締役、双方の関係者を除いた、いわば利害関係のない株主の議決権の過半数の賛成があれば承認されたものとするという、いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ (Majority of Minority) MOM 決議によって行われました。

東京高裁は、同事件で買付者が行った市場買い集めには、先ほど私が申し上げたような強圧性そ

の他の様々な問題があることも勘案して、MOM 決議を条件にした対抗措置発動を適法であると判断し、最高裁も、その判断を正当として是認しました。<sup>15)</sup>

先ほども少し触れたとおり、私は以前から、市場買い集めによる買収の試みには対象会社は対抗してもいい、しかも米国デラウェア州と同じように、取締役会決議だけで対抗していいのではない。つまり、取締役会決議で防衛策を導入したにもかかわらず、買付者が防衛策に定めたルールに従わずに、なおも市場買い集めを続行したときには、取締役会決議だけで対抗措置を発動することも許容して良いと考えていました。

このように考えることは、二〇〇五年のニッポン放送事件でとられた対抗措置を適法と認めるのとは異なります。ニッポン放送事件の場合、対象会社（ニッポン放送）は、防衛策を事前に導入し

たわけではなく、予告なしにいきなり第三者（フジテレビ）に割り当てて新株予約権を発行しようとした。そのため、買付者（ライブドア）

は、例えば対象会社の株主総会で委任状勧誘戦をしかけるといった形で防衛策に対処する方策が全然残されていませんでした。そういうタイプの対抗措置まで私は認めようとしているのではなくて、あくまでアメリカのライツ・プラン（ポインズン・ピル）のように、取締役会が、事前に閾値を定めて、この閾値以上に株式を取得してはいけないという形で防衛策を導入して、それでも買付者が閾値を超えて買い集めた場合は対抗措置を発動する、そういうタイプの防衛策なら認めて良いと考えていました。

先ほど申し上げたように、市場買い集めには、公開買付けとは異なり、情報や検討期間の提供がされないこと、買収が企業価値を低下させるよう

な場合は強圧性を生じさせるといった問題があります。また、本当に買付者が経営支配権を取得したいのであれば、何も市場買い集めに訴える必要はないわけで、公開買付けをすればいいし、あるいは委任状勧誘戦を仕掛けて取締役の交代を図るという道もあります。そういうこともせずに、市場買い集めだけで対象会社の経営支配権を取得しようとするのは、経営支配権を取得した後で、例えば対象会社との間で不公正な取引をして対象会社を搾取するとか、あるいは搾取すると見せかけて買い集めた株式を高値で買い取らせる、いわゆるグリーンメールの動機を疑われても仕方ないのではないか、だから取締役会決議だけで対抗してもいいのではないかと思っていました。

しかし、先ほど紹介した日本アジアグループ事件に見られるように、裁判所は、市場買い集めであっても取締役会限りでの防衛策導入、対抗措置

発動には否定的です。それには、もちろんそれなりの理由があるわけで、日本の多くの会社がそうであるように、取締役会の多数派が内部者（従業員出身者）によって占められていて、取締役会の独立性に疑問がある会社では、経営陣の保身動機からの対抗措置濫用の危険があります。そこで、市場買い集めに対しても、対抗措置発動について利害関係のない株主が支持していることを要求することにも、一定の理由があるのではないかと思えます。その観点からは、MOM決議による対抗措置発動を適法と認めた東京機械製作所事件決定は支持できますが、私は、本来この事件は、取締役会決議だけで対抗しても良かったのではと考えています。

ところで、市場買い集めの強圧性については各所から疑問の声を聞いておりますので、少し補足します。東京機械製作所事件に限らず、例えば

図表4



ニッポン放送事件でもそうですが、実際に市場買い集めによる買収が試みられた事案では、株価が買い集めの前よりも高騰していることが多くあります。これは、東京機械製作所の株価動向のグラフです(図表4)。二〇二一年夏ごろに買い集めが始まってから株価は高騰し、二〇二一年末に、対抗措置発動を適法とする裁判所の決定が下ると、株価は買い集め前の水準に戻ってしまいました。このように、株価だけを見ると、買収の試みに対して株主は大喜びしているようにしか見えなわけではありません。

ただ、買収がよいものかどうかを株価だけ見て決めるのは、ちょっと問題もあると思います。特に市場買い集めの場合、対象会社の株式は、買付者によって全部買い取られるわけではなく、経営支配権を取得するところまでしか買い集めは行われません。となると、買収者としては、対象会社

の経営を支配した後で、何らかの不正な取引をすることで対象会社を搾取するなどして、買収後の企業価値を低下させることがあり得ます。

我が国で昔あった同意なき買収のケースでは、本来に搾取目的の買収だったことが裁判を通じて明らかになった事案もあり、このような可能性があることは無視できません。そうした事件が過去にもあったものですから、買付者が、買収後に搾取する可能性を匂わせることにより、対象会社やその関係者（主要株主等）に株式を高値で買い取らせる目的（いわゆるグリーンメール）で株式を買い集めるといふ可能性もあり、実際にも、グリーンメール目的で株式買い集めをしたと裁判で認められた事例も存在します<sup>17)</sup>。市場買い集めの場合、買付者は一般に高騰した市場株価で株式を買い集める必要がありますが、その後に、対象会社の関係者に高値で株式を買い取らせることができ

れば、買付者にとって利益になるので、買付者はこういう買い集めをする動機があるのです。ですから、市場買い集めが行われている期間中に、対象会社の市場株価が高騰しているからといって、その買収が企業価値を向上させるとは必ずしも言えません。むしろ、対象会社の株主は、今は株価が高騰しているが、買い集めが終わったら株価はもとに戻る、さらに言えば買い集めの前よりもっと悪くなるかもしれないと思って、買い集めの期間中に株式を売ってしまったもおかしくはありません。そういう意味でも、市場買い集めに対して何らかの対抗措置を認めたほうがいいのではないかと考えています。

ただし、MOM決議による対抗措置を認めることに問題がないとはいえません。MOM決議というのは、買付者が自分のお金で買い集めた株式について議決権が否定されて、ほかの株主によって

対抗措置発動を承認してしまう、というものです。しかもほかの株主も、例えば持ち合い株主とか安定保有株主のように、本当に利害関係のない株主と言えるのかという疑問がある場合もあります。MOM決議による対抗措置は濫用の危険が大きいことは否定できないと考えます。

企業買収行動指針は、MOM決議に関しては、「非常に例外的かつ限定的な場合」に限って認められるとしています。<sup>18)</sup> 公開買付規制が改正されれば別ですが、改正される前は、東京機械製作所事件のような市場買い集めは法制上自由ですから、同じような事件が今後何度でも起きる可能性があります。それなのになぜ、MOM決議による対抗が認められるのは「非常に例外的かつ限定的」だと言えるのか、ちよつとわからないと思うところはあります。ただ、指針の策定に尽力された経産省の方の思いとしては、MOM決議に対しては

投資家を中心に非常に反対が強かったので、こういう限定文句を入れないと納得感が得られなかったのではないかと認識しております。

MOM決議による対抗措置の発動が、一度裁判で認められたことよつて、この先、様々な買収の試みに対してMOM決議が行われるのではないかとこの警戒心を、買収者だけではなく、投資家・株主も持っているのだろうと思います。実際に、MOM決議による対抗はかなり広く認められるという主張をされている学者もいます。飯田秀聡先生は、東京機械製作所事件が起きる前から、MOM決議による対抗を提唱していました。<sup>19)</sup> その際には、市場買い集めだけでなく、部分公開買付け、つまり株式の取得上限を設けて行う公開買付けも強圧性を持っているので、MOM決議による対抗を認めて良いという見解を出されています。

部分公開買付けも、対象会社を部分的に支配し、その後で対象会社と不公正な取引を行うなどして搾取をすれば、対象会社の企業価値を毀損させつつ買付者が利益を得ることが可能です。対象会社の株主がそういうことを懸念していると、部分公開買付けに応募するという行動に出る可能性がありますが、少なくとも理論上は、強圧性が生じる可能性がある。だからMOM決議による対抗を認めるといことです。

これは、実はイギリスのルールを参考にしています。イギリスは、基本的には公開買付けは全部公開買付けで行う必要があるのですが、対象会社における買付者以外の株主が多数決（議決権の過半数の賛成）で部分公開買付けを承認したときだけ、部分公開買付けができるものとされており、この承認において買付者（買付者の関係者も含む）の議決権は排除されます。<sup>20)</sup>つまり、部分公開

買付けは、対象会社株主のうち、買付者以外の株主が多数決で認めた時だけ行われます。日本ではもちろんイギリスのようなルールはありませんが、部分公開買付けに対してMOM決議による対抗措置を認めれば基本的にイギリスと同じようなルールになるので、それでいいではないかという考え方です。

ただ、私はこれに賛同することにためらいを感じています。公開買付けをする場合には、金商法のルールにより、情報提供や検討期間の設定が要求されていますので、その点一つをとっても市場買い集めとは異なります。また、日本では、そのことの是非はともかくとして、しごく真つ当な買収者による真摯な買収提案であっても部分公開買付けで行われることがしばしばあります。<sup>21)</sup>そして、これについての投資家の意見は賛否両論ですが、経営支配権を取得しつつ対象会社の上場は維

持するという形の買収もあり得るとして、理解を示している投資家も多いと感じます。それから、我が国では、特に中小規模の上場会社については、依然として持ち合い株主や安定保有株主の影響力を無視できません。このような株主は、取引関係維持の動機から、株主としての利益にはならぬにも関わらず対抗措置には賛成することにも起き得ます。公開買付けに対してまでMOM決議による対抗を認めてしまうと、真つ当な買収も阻害されるおそれがあります。

私は二〇一二年に出版した本の中で、部分公開買付けについて、買収者以外の株主の承認を要求するというイギリスのようなルールを設けることは考慮に値すると書きました<sup>22</sup>。ただ、それはあくまで、立法によって実現することを考えています。立法がないときに対象会社自身の判断でMOM決議によって対抗措置を発動するのは、公開買

付けに対しては無理なのではないか。やはり、部分買付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による承認が必要ではないかと思えます。厳密には、ニッポン放送事件の高裁決定のいう、企業価値を毀損する「特段の事情」がある場合は別かもしれませんが（その場合はMOM決議というより、取締役会決議のみでの対抗を認めてよいと思えます）、原則としては株主総会の普通決議による承認が必要になると考えています。

## 五、公開買付け規制・大量保有報告制度改正後の同意なき買収／ 防衛策の展望

二〇二三年二月一九日に金融審WGで取りまとめられた報告書案では、市場買い集めも強制公

開買付け規制の対象に含めるといふ方向性が打ち出されています。その上で、閾値を対象会社の議決権の三分の一から三〇％に引き下げることが想定されています。他方、公開買付け自体については、情報開示を充実させることが図られるようですが、基本的には先に紹介したイギリスのような規制は行わずに、部分公開買付けも、従来どおり特段の制限なく行うことができるようになる見通しです。

このような法改正後、買収防衛策はどうなるのでしょうか。イギリスでは、いわゆる *neutrality* <sup>30)</sup> があり、公開買付け規制を厳格にするの引きかえに、対象会社の取締役会は、公開買付けに対して中立を守らなければならないものとされています。<sup>32)</sup> つまり、取締役会決議による防衛策は禁じられています。ただ、日本の場合、法改正実現後も部分公開買付けが認められるなど、強圧性を

持ち得る買収手法を用いることがなお可能なもので、それに対処するために一定範囲の防衛策はなお許容されるのではないかと思います。

その点では、公開買付けに対する株主総会決議に基づく対抗措置の発動を認めた一連の裁判例（ブルドックソース事件、日邦産業事件、富士興産事件など）は、報告書案に沿った金商法改正が実現した後も、なお先例的価値を持ち得ると思われまふ。この裁判例で認められた防衛策は、改正後も引き続き認められることになるのではないのでしょうか。

それでは、MOM決議による対抗は将来どうなるのでしょうか。これは予想が難しいところですが、一つには、東京機械製作所事件は、まさに市場買い集めで三分の一超の株式を取得したことに對して対抗措置が発動された事例です。そういう事案であることを勘案して、裁判所はMOM決議

による対抗を認めています。法改正後は三分の一でなく、三〇%を超える株式取得を市場買い集めで行うことはできなくなります。となると、MOM決議による対抗を適法と認めた判断の基礎が失われるので、東京機械製作所事件は、法改正後は無条件に先例的価値を認められるとは言えません。他方、防衛策を行っている実務家に言わせると、十分な情報提供をせずに、強圧性を生じさせる可能性もある市場買い集めと言う方法で株式取得を行えるのは依然として問題がある。三〇%に満たない閾値であつても、経営に対して相当重要な影響力を行使することはできるわけで、一定の防衛策を行使することは認められるべきだという意見があります。

ただ、このように低い閾値——例えば、アメリカではライツ・プランの閾値は一五%ぐらいです。なので仮にそれを基準にするとしますと——、一

五%の株式取得を発動条件とする防衛策であれば、MOMではなくて普通の株主総会決議によるものとしたとしても、防衛策の導入ないし対抗措置の発動を承認する株主総会において、買付者はせいぜい一五%しか議決権を行使できないわけで、この議決権をも奪う必要性があるのか。低い閾値による株式取得を発動条件とする防衛策を許容するのであれば、その導入や発動についてMOM決議を認める必要はなく、普通に買付者にも議決権を行使させた上での株主総会の普通決議によるということの良いのではないかとも思えます。

結論としましては、会社の株主構成によつては、三〇%に満たない株式取得であつても、実質的に経営を支配するか、少なくとも重要な影響を与える場合もあるので、私は、公開買付規制の改正後も、金商法で設定される三〇%という閾値よりも低い閾値を設定した買収防衛策はなお認めて

良いと考えます。そこで、法改正後も、公開買付けのほか、一五〜二〇〇程度の株式取得を発動条件とする防衛策を許容する。ただし、そのような防衛策については、対抗措置発動時か、最低でも防衛策導入時に株主総会の承認を要求する。しかも、その決議がMOM決議によつて行えるものとする。これは濫用の危険が大きいため、原則、株主総会の普通決議による承認を要求すべきではないかと思えます。

ただし、市場買い集めの場合、買収者が株主総会前に急速に株式を買い集めていく可能性があります。そこで、買付者が防衛策導入後にさらに閾値を超えて買い集めるとか、あるいは導入前であつても、ひそかに閾値を超えて買い進めることで防衛策導入のタイミングを失わせたようなときは、株主総会時点における買付者の議決権のうち、閾値を超える部分については、議決権の排除

を認める。この限りでMOM決議を認めるのではないかと思えます。

私のご説明は以上です。御清聴ありがとうございます。(拍手)

○高木常務理事 田中先生、ありがとうございます。しました。

それでは、質疑応答に移りたいと思います。始めに、私から御質問させていただきます。先生は今後予定されている法改正をどう評価されるか、また、今後の法改正の方向性、あり方について教えてください。ただければと思います。

○田中 今回の法改正は、初めにWGで論点として出されたものに比べると若干小ぶりになっている印象です。市場買い集めを規制対象にするというのは、検討会で終始一貫支持が得られていて、割とすんなり通つたのですが、ほかの事項は賛否

両論ありました。例えば、部分買付は強圧性の問題もあるので、イギリスを参考にしたルールをつくっていいのではないかと思っていたのですが、その点は今後の検討課題になりました。そのほか、公開買付け規制がそれほど強化されなかったので、引き続き防衛策は行われるだろうし、そうなることもやむを得ないのではないかという感じを私は持っております。

○質問者 同意なき買収が近年実際に行われて成立するようになったこと、あるいは考え方が少し変化する。制度論ではなくて、こういう問題について、企業社会あるいは資本市場の中で考え方が少し変わってきている気がしたのですが、先生はその背景をどのようにお考えでしょうか。また、その変化はじわじわ起こってきたのか、それとも最近になって急速に起こってきたのか、その辺についてのコメントをぜひお伺いできればと思います

す。

○田中 同意なき買収が、かなりエスタブリッシュされた企業によって、いわば堂々と行われるようになったのは最近のことだと思いますが、根底にある考え方の変化は徐々に起きてきたと思います。

私が大学の助手になったのは一九九六年ごろで、そのころは日本型企業（経営）論の全盛期でした。当時は会社法の研究者になるのであれば、日本型企業（経営）論の勉強は必須だったと思います。あの当時有力だった理論では、日本企業の経営者はいろんなステークホルダーの利益を調停する裁定者であって、裁定者である以上、その地位は独立していなければいけない。だから同意なき買収から守られる必要があって、それを守るメカニズムが持ち合いだということで、全体的に日本企業の取引慣行が是認されるような内容になっ

ていました。

今日そういう議論を見ると、やはり違和感がありまして、経営者がそのように強い地位というか権限を与えられた場合、果たしてその権限を適切に行使できるのか、どうやってその適切な行使を保証するのはほとんど考えられていません。現在は、そのように経営者に裁定的な地位を認めるのはよくなって、もっと市場による規律を強めていかなければなりません。根本的にはここ四半世紀、あるいは三〇年ぐらい、日本経済を苦しめてきた低収益性や低成長性を目の当たりにして、昔の考え方はやっていけないという思いが強くなっていったように思います。

同意なき買収とか、対抗提案が公になってきたのは最近ですが、それが出てくるようになったのは、ここ三〇年間の日本の経験を踏まえて、人々の考えが徐々に変わってきたということではない

かと思えます。

○高木常務理事　そろそろ時間も参りましたので、本日の講演会はこれで終了させていただきます。

田中先生、どうもありがとうございました。

(拍手)

\*本稿は、科学研究費補助金(基盤B) 課題番号22H00863の研究成果の一部でもある。

\*本稿は、令和五年十二月二七日に開催した講演会での要旨を整理したものである。

(注)

- (1) 最決平成一九・八・七民集六一卷五号二二二五頁。
- (2) 東京高決令和三・八・一〇金融・商事判例一六三〇号一六頁。
- (3) 最決令和三・一一・一八資料版商事法務四五三九四頁。
- (4) 名古屋高決令和三・四・二三資料版商事法務四四六号一

- 三〇頁。
- (5) 大阪高決令和四・七・二一資料版商事法務四六一号一五三頁（最決令和四・七・二八資料版商事法務四六一号一四三頁では是認）。
- (6) 東京高決平成一七・三・二三判例時報一八九九号五六頁。
- (7) 最決平成一九・八・七民集六一巻五号二二二五頁。
- (8) 胥鵬「ストック・オプション制度の経済分析」旬刊商事法務一四六七号（一九九七）二頁、五―六頁参照。
- (9) 東京高決令和三・四・二三資料版商事法務四四六号一五四頁。
- (10) 以下に述べる英国や米国の規律については、田中亘「防衛策と買収法制の将来」別冊商事法務四七〇号（二〇二二）七七頁、八〇―八一頁参照。
- (11) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946, 954-56 (Del.1985)
- (12) Yucapca Am. All. Fund II, L.P. v. Riggio, 1 A.3d 310 (Del. Ch. 2010), aff'd, 15 A.3d 218 (Del. 2011)
- (13) Third Point LLC v. Ruprecht, 2014 Del. Ch. LEXIS 64 (Del. Ch. May 2, 2014).
- (14) 東京高決令和三・一一・九資料版商事法務四五三号九八頁。
- (15) 最決令和三・一一・一八資料版商事法務四五三号九四頁。
- (16) 東京地決平成二〇・一一・二六資料版商事法務二九九号三三〇頁（春日電機事件）。
- (17) 最決平成一八・四・一〇民集六〇巻四号一二七三頁（蛇の目ミシン事件）、大阪地判平成二・五・二金融・商事判例八四九号九頁（タクマ事件）。
- (18) 企業買収行動指針・別紙三の(3) a)（四五頁）。
- (19) 飯田秀総「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―」別冊商事法務四七〇号（二〇二二）一八頁、二四―二五頁「初出・商事法務二二四四号（二〇二〇）四頁」。
- (20) UK Takeover Code Rule 36.5.
- (21) 例えば、SBIホールディングスの新生銀行に対する買収提案など。
- (22) 田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務、二〇二二）四一四―四一八頁。
- (23) UK Takeover Code Rule 21.1.
- （たなか わたる・東京大学社会科学研究所 教授）

田 中 亘 氏

御 略 歴

東京大学社会科学研究所教授。博士（法学）東京大学。

1996年東京大学法学部卒業後、同大学大学院法学政治学研究科助手、成蹊大学法学部准教授、東京大学社会科学研究所准教授等を経て、2015年4月より現職。2010年シカゴ大学ロースクール客員准教授。

過去に、法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会幹事、金融庁・スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会メンバー、経済産業省・公正な買収の在り方に関する研究会委員等を務める。2023年6月より金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」専門委員。

主な著作

『企業買収と防衛策』（商事法務、2012）

『日本の公開買付け：制度と実証』（共編著、有斐閣、2016）

『会社法（第4版）』（東京大学出版会、2023）

『バリュエーションの理論と実務』（共編著、日本経済新聞出版、2021）