

## はしがき

会社には、歴史と文化と風土がある。それを支えてきた従業員がいる。長年培われてきた取引先との信頼関係もある。これらは財務諸表からは見えないが、事業と一体となって利益を生み出すものであり、会社そのもの、あるいは企業価値の源泉である。株式を取得して間もないアクティビストには、これらの「目に見えないが非常に重要な価値」が理解できないことがある。場合によっては、ファイナンス理論に従って経営の改善提案を行うが、こうした目に見えない価値を理解しようとしなないアクティビストもいるかもしれない。最近、「測定が困難である定性的な価値を強調することで、『企業価値』の概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図る（経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ることも含む。）ための道具とすべきではない」などといわれる（経済産業省の2023年8月31日付「企業買収における行動指針」2.2.2）。この指摘自体は正しい。

しかし、企業には定性的な価値が存在することは厳然たる事実である。ファイナンス理論だけで経営ができるわけではない。実際、収益性の低い事業ということで切出し（カーブアウト）をアクティビストに要求されたものの、当該事業は会社にとって欠かすことができないとしてこれを拒否したケースにおいて、その後、当該事業が最も収益性の高い事業に成長したというケースも少なくない。アクティビストの要求に従っていたら今の稼ぎ頭である高収益事業を失うところであったのである。経営陣は、ファイナンス理論だけでは計れない「目に見えないが非常に重要な価値」をよく理解している。経営陣は、自らに厳しく、私心を捨てて会社のこうした価値を踏まえてアクティビストの要求を吟味し、拒否すべき場合には敢然と拒否しなければならない。

本文中でも触れたが、現在、日本企業は世界のアクティビストから標的にされている。それだけ日本企業が非効率な経営を行っており、株価もアンダーバリュートとなっている証左である。アクティビストにつけ入れられる隙がある。

経営者は、有事に至ってから慌てるようなことがあってはならず、平時から備えておかなければならない。そのためには眠ってはいけない。アクティビストから外圧をかけられずとも、自ら“wake up”して自社の経営課題に真

剣に向き合い、取り組まなければならない。

筆者は、弁護士としてのキャリアを通じて、経営支配権を巡る様々な争いや取引に関与してきた。

古くは支配権の争いが生じた段階での第三者割当増資の是非が問題となったベルシステム 24 対 CSK 事件（CSK 代理人）（2004 年）、敵対的買収に対する防衛策のリーディングケースともいべきライブドア対ニッポン放送事件（ニッポン放送代理人）（2005 年）、委任状争奪戦の末に株主総会決議取消訴訟が提起されたモリテックス事件（提案株主代理人）（2007 年）をはじめとし、その後も様々な支配権を巡る紛争に関与してきた。

一般株主からの支配権の異動を伴うゴーイング・プライベート取引に関しては、まだ我が国でスクイズアウトという用語が一般化する前の米国留学時代に旬刊商事法務において「フリーズアウトに関するデラウェア州法上の問題点（1）（2）（3・完）」を執筆し（1793号、1794号、1796号、2007年）、帰国後には、オークネットのMBO（2008年）やオープンループの非公開化（2009年）などを経て『ゴーイング・プライベート（非公開化）のすべて』（共著）（商事法務、2010年）を上梓した。その後もホリプロ（2011年）のMBO、日本瓦斯の上場子会社2社を含む4社の完全子会社化（2013年）や、ミサワホーム、トヨタホーム、パナホームなどのプライム ライフ テクノロジーズによる完全子会社化（2019年）、スカラのソフトプレーン株式譲渡（非公開化、2020年）、ドリームインキュベータのアイペットホールディングス株式譲渡（非公開化、2022年）などの案件でリーガルカウンセルを務めた。

さらに、非公開化取引における特別委員会に関しても、KKRによる日立国際電気の非公開化（2017年）、東芝デバイス&ストレージによるニューフレアテクノロジーの非公開化（2019年）、同意なき買収提案を受けた東洋建設における特別委員会（2023年）など多数の案件に関与してきた。

このほか、NCホールディングスのケースなど、平時・準有事のアクティビスト対策や委任状争奪戦についても日常的にリーガルカウンセルとして対応している。

本書は、これらの経験と知見を活かしつつ、経済産業省の2023年8月31日公表の「企業買収における行動指針」を踏まえ、平時の段階から何をすべきなのか、準有事、有事の各局面においていかなる方策を取り得るのかについて、戦略と実務的な方策の一案を示すものである。本書が、上場企業あるいはこれ

から上場する会社の経営者や会社担当者の道標に少しでもなれば望外の喜びである。

なお、本書の脱稿後、公開買付制度及び大量保有報告制度の改正に係る金融商品取引法の改正法案（2024年3月15日国会提出）に接した。そのため、本書においては当該法案への言及は行っていない。

本書の執筆に際しては、株式会社アイ・アール ジャパン代表取締役社長である北村雄一郎氏に大変有益な視座の提供を幾つも頂いた。この場を借りて謝意を表したい。

最後に、本書の刊行に際して、多くの励ましとご支援を頂いた株式会社商事法務の澁谷禎之氏に御礼申し上げます。

2024年3月

西本 強

## 目 次

<b>第1章 企業防衛の心得とアクティビストの活動</b>	<b>1</b>
1 我が国におけるアクティビストの活動の歴史	1
(1) アクティビストの定義と特徴	1
(2) 我が国における敵対的買収とアクティビズムの歴史	2
ア アクティビズムの第一波・2	イ アクティビズムの第二波——日本企業がターゲットに・4
2 我が国で活動している主なアクティビスト	6
3 アクティビストに狙われやすい会社	8
(1) 株価が過小評価（アンダーバリュー）に陥っていること（PBR が低いと）	9
(2) キャッシュ・リッチであること（フリーキャッシュフローによるエージェンシー問題）	10
(3) 中小規模の株式会社であること	11
(4) 利益率が低いこと	11
(5) 安定株主の持株比率が低いこと（浮動株が多いこと / 外国人持株比率が高いこと）	11
(6) 自己資本比率が高いこと（負債比率が低いこと）	12
(7) 小括——頑固に変わろうとしない会社は狙われる	12
4 アクティビストが得るリターンの源泉	13
5 アクティビズムの効能（“wakeup call”）	14
6 アクティビズムと経営者の心構え	15
<b>第2章 平時・準有事における対応</b>	<b>17</b>
1 企業価値向上に向けた政府・東証の施策	17
2 平時の対応	19
(1) 資本政策（株主構成）の検証——政策保有株式のあり方も含めて	20

(2) 平時からの企業価値向上策——ヘルスチェックと課題の改善……………	21
ア 課題の洗い出し——ヘルスチェック・21	
イ 事業計画（中期経営計画）の策定・検証・22	
ウ ネットキャッシュや不動産、政策保有株式を含む資産状況（バランスシート）の検証・22	
エ 株価や資本コストを意識した経営に向けた対応・23	
a 資本コストを上回る資本収益性を実現する・24	b 十分な市場評価を得られるようにする・25
c 小括・25	
オ 株主還元のある方／投資リターンの検証・26	
a 配当について・26	b 投資リターンについて・27
c 事業ポートフォリオの見直し・27	
カ ガバナンス体制の検証・28	
キ 人的資本への投資／従業員の処遇・30	
(3) 平時からの株主との対話の強化……………	30
(4) 情報開示の強化……………	32
(5) 株主構成のチェック（第2四半期末の株主名簿に要注意）……………	32
(6) 買収防衛策の平時導入……………	33
(7) 平時の備えと社外取締役の役割……………	37
<b>3 準有事における対応……………</b>	<b>37</b>
(1) 株付けとウルフ・パック戦術……………	37
(2) 株主名簿の取得、臨時報告書の提出、買収防衛策の導入へ——有事への移行……………	40
(3) 面談要請……………	42
ア 面談要請に応じるべきか・43	イ 面談のアジェンダ・43
ウ 面談に誰が応じるか（面談の出席者の決定）・44	エ 面談の方法（リアル面談かオンライン面談か）・45
オ 面談の日程調整・46	カ 面談の内容（どこまで何を説明するか）・46
キ 面談の定例化・46	ク 合理的な範囲を超える面談要請・47
ケ 面談とインサイダー情報／フェア・ディスクロージャー・ルール・47	コ 面談時の通訳・47
サ 工場などの施設見学の要請・48	
(4) 和解契約（Settlement Agreement）の締結について……………	48
ア 和解契約（Settlement Agreement）の意義・48	

イ	和解契約 (Settlement Agreement) を締結すべきか	49
ウ	和解契約 (Settlement Agreement) を締結するタイミング	49
エ	和解契約 (Settlement Agreement) の主な条項について	50
a	取締役候補者の指名権について	50
b	議決権拘束合意について	50
c	スタンドスティル条項について	52
d	相互非難禁止条項について	52
e	守秘義務・情報共有について	52
f	戦略検討委員会 (Strategic Review Committee) について	52
オ	和解契約 (Settlement Agreement) に伴う問題	53
カ	和解契約 (Settlement Agreement) に関する法的な規律 (開示義務)	54
(5)	企業活動に関する改善提案書 (ホワイトペーパー) の交付と公表	56
ア	会社経営やガバナンスを巡る問題点の指摘と改善提案	57
a	株価の低迷	57
b	資本効率や利益率の悪さと原因分析	57
c	経営上の問題点	57
d	事業戦略の見直し (Strategic Review) の要請	57
e	事業ポートフォリオの見直しと不採算事業からの撤退	58
f	株主還元の問題点	58
g	無駄な現金金 / 不動産の処分と還元	58
h	ガバナンス上の問題点	59
i	経営陣の不祥事の指摘	61
j	MBO などの非公開化 (ゴーイング・プライベート) の提案	61
k	非公開化取引の問題点の指摘	61
l	ESG 関連の問題点の指摘	61
m	買収防衛策の廃止	62
イ	ホワイトペーパーと株主提案の関係	62
ウ	ホワイトペーパーに対する対応	63
(6)	キャンペーンとその対応策	63
(7)	株主提案その他の株主権の行使	64
(8)	委任状争奪戦	64
(9)	同意なき買収提案 / 大量取得	64

### 第3章 株主権行使への対応 66

1	はじめに	66
2	株主提案への対応	66
(1)	株主提案の最近の傾向	66
ア	株主提案の数	66
イ	提案株主の属性	67
ウ	株主提案の内	

容・67	工 対象会社のPBR/ROE・68	
(2)	株主提案権の権利内容……………	69
(3)	株主提案の適法性の審査……………	70
	ア 株式保有要件等（会303条、305条1項～3項）の審査・70	
	a 株式の保有要件・70    b 個別株主通知・71    c 株主提案の方式・本人 確認・71    d 株主提案権の行使期限・72	
	イ 議案の個数制限に関する審査・72	
	a 個数制限の規制内容・72    b 議案の数の数え方・73    c 議案が10を越 える場合の取扱い・75	
	ウ 拒絶理由の有無の審査・76	
	a 拒絶事由「法令・定款違反」について・76    b 株主提案を行える目的事項 の範囲・76    c 定款変更による株主総会への権限の留保——定款変更の株主提 案の増加・77    d 自己株式の取得・78    e 勧告的決議を目的事項とする株 主提案・78    f 買収防衛策の廃止を目的事項とする株主提案・78    g 組織 再編・80    h 取締役の解任（任期満了直前の解任）・81    i 議案の特定 性・明確性／議案提出の利益・81    j 権限の濫用・82    k 拒絶事由「同一 議案の連続議案」・82	
(4)	適法な株主提案である場合の対応……………	83
	ア 招集通知への記載と電子提供措置・83    イ 参考書類への記載・83	
	ウ 株主提案と適時開示・84	
(5)	不当拒絶の効果……………	84
(6)	株主提案が不適法又は株主提案に拒絶事由がある場合の対応……………	85
(7)	株主提案の撤回の可否……………	85
3	少数株主による株主総会招集請求への対応……………	87
(1)	基本的な考え方……………	87
(2)	株主総会招集請求の要件等……………	87
	ア 議決権数要件・88    イ 保有期間要件・88    ウ 個別株主通知・88	
	エ 株主総会の目的である事項の提示・88    オ 招集の理由の提示・89	
(3)	権利濫用について——違法なウルフ・パック戦術への対抗手段とな り得るか……………	90
(4)	会社側の対応……………	92
	ア 適時開示・92    イ 適法性等の審査・92    ウ 株主総会を招集する	

かの判断・92

4	株主名簿の閲覧謄写請求への対応	93
(1)	基本的な考え方	93
(2)	株主名簿の作成・備置	93
(3)	閲覧謄写請求に関する株主の権利	94
(4)	個別株主通知	95
(5)	閲覧謄写請求の拒絶事由	95
	ア 当該請求を行う株主がその権利の確保又は行使に関する調査以外の目的で請求を行ったとき(1号)	96
	イ 請求者が当該会社の業務の遂行を妨げ、又は株主の共同の利益を害する目的で請求を行ったとき(2号)	96
	ウ 請求者が株主名簿の閲覧又は謄写によって知り得た事実を利益を得て第三者に通報するため請求を行ったとき(3号)	96
	エ 請求者が、過去2年以内において、株主名簿の閲覧又は謄写によって知り得た事実を利益を得て第三者に通報したことがあるものであるとき(4号)	97
(6)	会社側の対応	97
5	取締役会議事録の閲覧請求への対応	97
(1)	基本的な考え方	97
(2)	取締役会議事録の作成・備置	98
(3)	閲覧謄写請求に関する株主の権利	98
(4)	個別株主通知	99
(5)	裁判所での審理——取締役会議事録閲覧謄写許可申立事件	99
	ア 閲覧等の対象となる議事録等の特定	99
	イ 閲覧等の必要性	99
	ウ 会社に著しい損害が生じるおそれがないこと	100
(6)	会社側の対応	100
6	会計帳簿の閲覧謄写請求への対応	100
(1)	基本的な考え方	100
(2)	会計帳簿等の作成・備置	101
(3)	閲覧謄写請求に関する株主の権利	101
(4)	個別株主通知	102
(5)	閲覧謄写請求の拒絶事由	103
	ア 当該請求を行う株主がその権利の確保又は行使に関する調査以外の目的で請求を行ったとき(1号)	103
	イ 請求者が当該会社の業務の遂行を	



妨げ、又は株主の共同の利益を害する目的で請求を行ったとき(2号)・103	ウ 請求者が当該株式会社の業務と実質的に競争関係にある事業を営み、又はこれに従事するものであるとき(3号)・103	エ 請求者が会計帳簿・資料の閲覧又は謄写によって知り得た事実を利益を得て第三者に通報するため請求を行ったとき(4号)・104	オ 請求者が、過去2年以内において、株主名簿の閲覧又は謄写によって知り得た事実を利益を得て第三者に通報したことがあるものであるとき(5号)・104
(6) 会社側の対応	104		
<b>第4章 委任状争奪戦(プロキシファイト)への対応</b>			
1 はじめに	107		
2 基本的なルール——書面投票・電子投票、委任状勧誘規制	107		
(1) 書面投票・電子投票	107		
ア 書面投票制度	107		
a 書面投票制度の概要	107	b 書面投票の行使期限	108
c 書面投票/電子投票の有効性が問題となる場面	108		
イ 電子投票制度	111		
a 電子投票制度の概要	111	b 電子投票の行使期限	112
c 行使期限に遅れた投票	112		
ウ 重複行使	113		
(2) 議決権の代理行使に関する会社法上の規制	114		
ア 代理権の証明方法について	115		
イ 代理人の資格制限について	117		
a 弁護士	118	b 実質株主	119
c 法人株主の従業員	120	d 外国人株主の常任代理人	121
(3) 委任状勧誘規制	121		
ア 委任状勧誘規制の趣旨	121		
イ 委任状勧誘規制の適用範囲	121		
a 「勧誘」の範囲	121	b 適用除外	123
ウ 委任状用紙及び参考書類の交付	124		
a 委任状用紙の様式	125	b 参考書類の記載事項	127

工	委任状用紙及び参考書類の金融庁長官への届出	127
才	虚偽記載等の禁止	128
力	参考書類の交付請求	128
キ	罰則等	128
(4)	提案株主が委任状勧誘規制に違反して勧誘した場合の対抗措置	129
ア	株主総会前の対抗措置	129
イ	株主総会後の対抗措置——決議取消事由への該当性	130
(5)	利益供与に関する規制（会社側 / 株主側）	131
ア	会社に対する利益供与規制	131
イ	株主に対する利益供与規制	134
a	裁判例	134
b	株主による利益供与への対抗策	136
3	委任状争奪戦の想定スケジュール	137
4	委任状争奪戦の初動	138
(1)	提案株主との対話 / 交渉	138
(2)	対策チームの組成	139
(3)	株主構成の分析	140
(4)	株主提案権の行使期限と株主提案書の受領	141
(5)	提案株主との対話 / 交渉	141
(6)	和解契約（Settlement Agreement）について	142
(7)	提案株主との交渉経過と情報開示	142
(8)	行使期限に遅れた株主提案の取扱い	143
(9)	株主提案の要件確認	144
(10)	適法な株主提案への対応	144
(11)	不適法な株主提案への対応	144
(12)	適法な株主提案を無視した場合の効果	145
(13)	株主名簿の閲覧謄写請求	145
(14)	対策チームの立ち上げと定例対策会議の開始	146
(15)	株主提案を受領したことの開示について	146
5	総会前日までの準備	147
(1)	株主総会の招集決議と適時開示	147
ア	総会招集の取締役会での決定事項	148
a	法令上の決定事項	148
b	委任状争奪戦を行う際に重要となる決定事項	

149	
イ	招集通知（アクセス通知）について・151
ウ	株主総会参考書類について・151
	a 株主総会参考書類への記載事項・151    b 提案理由等の文字数の制限・152
	c 株主提案への取締役会の意見・153    d 株主提案と会社提案の関係（代替提案か追加提案か）・153
エ	アクセス通知のみか、フルセット・デリバリーか・155
オ	議決権行使書面の記載・156
カ	委任状勧誘を行うか、議決権行使書面のみでいくか、併用するか・157
	a 議決権行使書面及び委任状の共通点・相違点・157    b 会社の対応・160
(2)	総会検査役の選任申立て……………162
(3)	提案株主との対話 / 交渉……………162
(4)	役員候補者との面談等……………162
	ア 株主提案に係る役員候補者との面談・162    イ 会社提案に係る役員候補者との面談要請への対応・164
(5)	3点セットの準備……………165
	ア シナリオ——数種類のシナリオ準備・165
	a 会社提案の議案が承認可決され、かつ、議場の議決権の過半数を確保できる（議事進行動議が出されても否決できる）パターン・165    b 会社提案の議案が承認可決されるが、議場では過半数を確保できず、議事進行動議が可決され得るパターン・166
	c 会社提案の全部又は一部が否決されるが、議場では議決権の過半数を確保できる（議事進行動議が出されても否決できる）パターン・168
	d 会社提案の全部又は一部が否決され、かつ、議場でも過半数を確保できず、議事進行動議が可決され得るパターン・168    e 会社提案が可決されるか、株主提案が可決されるか、議場での採決結果により決められるパターン・169
	イ 想定問答集の準備・169
(6)	総会当日の運営等に関する検査役を交えた交渉……………170
(7)	投票システムの確認 / システム会社との協議……………170
(8)	総会リハーサル……………171
	ア 概説・171    イ 回数とスケジュール・171    ウ 質疑応答の訓練・171
	エ 動議対応の訓練・172    オ 警備の確認と退場訓練・173
(9)	会場設営……………173

(10) 委任状の事前集計と有効性の判断	174
<b>6 総会検査役</b>	174
(1) 総会検査役の制度趣旨	174
(2) 総会検査役の役割	175
(3) 選任申立ての時期	176
(4) 選任から総会前の役割	176
(5) 委任状の事前集計	177
(6) 総会検査役の総会当日の役割	178
(7) 総会終了後の総会検査役の役割と報酬	179
<b>7 勝つための戦術</b>	179
(1) 獲得目標の設定	179
(2) 提案株主との協議・交渉	180
(3) 攻めどころを探す——どこをどうやって攻めるか	180
(4) プロキシシー・アドバイザーとの連携	181
(5) マスコミへの情報提供	181
(6) 勝敗を分ける議決権行使率	181
(7) 議決権行使促進策	182
ア 電子投票の採用・182	
イ 招集通知の早期発送・182	
ウ 招集通知の封筒——色と注意喚起の文章・183	
エ アンケート・183	
(8) 賛成の議決権行使の勧誘	184
ア 招集通知へ同封する書面でのアピール・184	
イ 特設ウェブサイトの開設とプレスリリース・184	
ウ 動画の公表／オンライン説明会・184	
エ 法人株主／機関投資家への訪問・185	
オ プロキシシーコール・185	
カ 個人株主への個別訪問・185	
キ リーフレットの送付・186	
ク 従業員や労働組合からの意見表明・186	
(9) 委任状の撤回の勧誘	186
(10) 法令違反への対抗措置	187
ア 法的措置・187	
イ 法的措置以外の措置・188	
<b>8 株主総会当日の運営</b>	188
(1) 受付	188
ア 受付の場所・人員体制・188	
イ 株主への出席票や投票用紙等の交付・189	

ウ 入場審査	189
a 株主本人の入場審査	189
b 代理人の入場審査（非株主の弁護士）	190
c 実質株主の入場	191
d 法人株主の従業員	191
e 外国人株主の常任代理人	192
f 通訳や弁護士の同伴	192
(2) 開会宣言から採決までの議事進行	192
ア シナリオの決定と留意点	192
a 録音 / 送信の禁止	193
b 会社提案と株主提案の上程の順序	193
c 提案株主による補足説明	193
d 議事進行上の動議への対応	193
e 修正動議への対応	196
イ 共同議長という工夫	197
(3) 決議の種類	199
ア 会社法上の決議	199
イ 勧告的決議	199
ウ マジョリティ・オブ・マイノリティ決議（MOM 決議）（利害関係者以外の過半数を要件とする決議）	200
(4) 採決	201
ア 投票の手順	201
a 議場の閉鎖	201
b 投票方法や投票ルール等の説明	202
c 投票用紙への記入	203
d 投票用紙の回収	203
e 開票	204
イ 投票の集計方法	204
a 投票内容の判定：関西スーパー事件	204
b 事前行使と「出席」：アドバネクス事件	206
c 重複行使：委任状と議決権行使書面、委任状の重複、議決権行使書面と電子投票	206
ウ 決議の成立時期	207
(5) 役員選任議案を巡る問題	208
9 総会後の実務	209
(1) 取締役会 / 監査役会	209
(2) プレスリリースと決議通知	209
(3) 臨時報告書の提出	209
(4) 各書面の備置	210
(5) 総会議事録	210

<b>第5章 同意なき買収提案（unsolicited offer）への対応</b>	211
<b>1 企業買収行動指針とこれまでの指針</b>	211
(1) 企業買収行動指針の策定経緯と位置づけ	211
(2) 企業買収行動指針の対象	215
(3) 企業買収行動指針における用語について	215
ア 用語の定義について	216
イ 重要な用語について	216
a 「企業価値」について	216
b 「同意なき買収」、「対応方針」、「対抗措置」について	217
c 「平時」「有事」について	218
d 「望ましい買収」について	219
<b>2 同意なき買収提案 / 同意なき買収の状況</b>	219
<b>3 企業買収行動指針の「肝」</b>	227
(1) 企業買収行動指針の「肝」	227
ア 「真摯な買収提案」には「真摯な検討」という考え方	227
イ 「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」の行動指針	228
ウ 「透明性の原則」を明記	229
<b>4 企業買収行動指針の3原則</b>	229
(1) 企業価値・株主共同の利益の原則（第1原則）	231
ア 第1原則の系譜	231
イ 「企業価値」とステークホルダー論	231
ウ 「株主共同の利益」とは何か	233
エ 第1原則と取締役の善管注意義務との関係	234
オ 第1原則の帰結	235
(2) 株主意思の原則（第2原則）	236
(3) 透明性の確保の原則（第3原則）	237
<b>5 買収提案から買収成立までの流れ</b>	239
(1) 友好的な買収シナリオ	240
ア 買収提案の受領	240
イ 経営陣による検討	240
ウ 取締役会に付議・報告	240
エ 取締役会における検討	240
オ 合意に向けた交渉	241
カ 合意・公表	241
(2) 同意なき買収シナリオ	241
ア 買収提案（unsolicited offer/bid）の受領	241
イ 経営陣による検討	241
ウ 取締役会に付議・報告	241
エ 取締役会における検	

討・241	オ 合意に向けた交渉 or 敵対的公開買付け・241	カ 合意・公表 or 敵対的公開買付けの成否・242
(3)	対抗提案が行われるシナリオ……………	242
ア	積極的なマーケットチェック（入札手続きなど）における対抗提案・242	
イ	案件公表後の対抗提案・242	ウ ホワイトナイトによる対抗提案・243
6	買収提案を受けた際の取締役・取締役会の行動規範……………	243
(1)	買収提案を受領した場合（企業買収行動指針 3.1）……………	244
ア	取締役会への付議又は報告（企業買収行動指針 3.1.1）・244	
a	「買収提案」の意義とフィージビリティ・スタディ・244	b 取締役会へ「付議」すべき「買収提案」の範囲・245
c	取締役会へ「報告」すべき「買収提案」の範囲・247	
イ	取締役会における検討（企業買収行動指針 3.1.2）・247	
a	「真摯な買収提案」に該当するかの検討・248	b 「真摯な検討」では何をすべきなのか・252
(2)	取締役会が買収に応じる方針を決定する場合の対応（企業買収行動指針 3.2）……………	259
ア	「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」の法的な位置づけ・259	
イ	「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」の意義・260	
ウ	「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」に取締役は善管注意義務よりも厳格な義務を負うのか・261	
エ	「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」と公正価値移転義務・262	
a	公正価値移転義務について・262	b 「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」と公正価値移転義務の関係・265
オ	「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」の取締役・取締役会の行為規範・266	
a	株主の利益を確保するための合理的な努力（企業買収行動指針 3.2.1）・266	
b	株主の利益についてより丁寧な検討を行い、会社としてより強い説明責任が求められる（企業買収行動指針 3.2.1）・266	
カ	レブロン義務との比較・272	
a	レブロン義務の概要・272	b 企業買収行動指針における行為規範との比較・272
c	我が国の裁判例とレブロン義務・273	

キ 「マーケット・チェック」は必須なのか	274
ク 買収比率や買収対価の差異	276
a 現金対価による全部買収の場合：対価以外の経営方針や買収資金の資金源の重要性	276
b 部分買収の提案の場合	277
c 買収対価が株式の場合	278
ケ 追加提案はいつまで受け付けるべきか	278
a 時間的な限界	278
b 追加提案を受け入れるかの判断基準	279
c 追加提案の取扱方法	279
d 既存の手続とは別枠の手続とする場合	280
(3) 公正性の担保——特別委員会による機能の補完・留意点（企業買収行動指針 3.3）	280
ア 特別委員会設置の要否	280
イ 特別委員会の機能と役割	283
a 特別委員会の機能	283
b 特別委員会の役割	283
c ファミリーマート事件地裁決定による厳しい指摘	284
ウ 設置時期	286
エ 検討期間 / 開催回数	286
オ 構成：独立社外取締役を中心とすることが基本	287
a 独立性の考え方	287
b 特別委員会の構成と人数	287
c 特別委員の独立性に疑義がある事例	287
d 社外取締役 / 社外監査役への業務執行の委託	289
カ 特別委員会の設置・委員選定のプロセス	290
キ 特別委員の報酬	290
ク 諮問事項	291
ケ 取締役会における答申内容の取扱い（最大限の尊重）	292
コ 特別委員会へ付与する権限	292
a 交渉に関する権限	293
b 調査・情報収集に関する権限	294
c アドバイザーの選任権等	294
d 特別委員会の運営に関する事項——決議要件 / 陪席者 / 開催場所 / 補助者	294
サ アドバイザー等の選任	295
a FA/LA の役割と必要性	295
b FA の候補となるファーム	296
c 選任時期と選任方法	297
d 依頼事項	297
シ 株式価値評価（バリュエーション）と事業計画の検証	297



a	株式価値評価（バリュエーション）と買収価格の妥当性・297	b	事業計画・前提条件等の検証・298
ス	フェアネス・オピニオンの要否・298		
セ	アジェンダと検討・300		
ソ	同意なき買収提案の場合の判断枠組み・301		
タ	対抗提案が行われた場合の対応・302		
チ	議事録・302		
ツ	特別委員の個人責任と D&O 保険・302		
テ	その他の公正性担保措置——外部アドバイザーの起用・303		
<b>7</b>	<b>情報開示——買収に関する透明性の向上</b> ……………		<b>303</b>
(1)	買収者による株式の取得と情報開示（企業買収行動指針 4.1.1）……………		<b>303</b>
ア	買収時における情報の開示・提供（企業買収行動指針 4.1.1.1）……………		<b>304</b>
a	企業買収行動指針の内容・304	b	市場内買付けの問題点・305
c	法改正の動き・306	d	買収者が指針違反をした場合の対処・307
イ	事前取得（toehold）の問題・307		
ウ	予告 TOB の問題・309		
a	我が国の規制と予告 TOB の問題・309	b	予告 TOB における情報開示のあり方と取締役会としての対応・311
c	東洋建設対 YFO の事例・311		
d	法改正の動き・313		
エ	実質株主に関する情報提供・情報開示・313		
(2)	買収に関する検討時間の確保（企業買収行動指針 4.1.2）……………		<b>315</b>
ア	突然の公開買付け開始に対する対処・315	イ	急速な市場内買付けに対する対処・316
ウ	スタンドスティル条項等による時間の確保・316		
(3)	対象会社による情報開示（企業買収行動指針 4.2）……………		<b>317</b>
ア	買収が実施される段階での開示・317		
a	特別委員会の検討経緯等・317	b	対抗提案が公知となった場合・319
イ	買収提案の検討中で報道がされた場合の開示・319		
<b>8</b>	<b>株主の意思決定を歪める行為の防止</b> ……………		<b>320</b>
(1)	買収者に対する規制……………		<b>320</b>
ア	強度の強圧性を有する買収手法・320		
a	公開買付けにおける強圧性・321	b	市場内買付けにおける強圧性・322
イ	不正確な情報開示の問題・323		

ウ	買収の意図を隠した買付け	・ 323
エ	買収資金が伴わない TOB 予告など	・ 324
オ	優越的な地位に乗じた働きかけ	・ 324
カ	委任状の勧誘等を行う際の金品等の交付	・ 325
(2)	対象会社に対する規制	…………… 326
9	同意なき買収提案／買収と社外取締役の役割	…………… 326

## 第 6 章 同意なき買収と買収防衛策 328

1	はじめに	…………… 328
2	買収への対応方針・対応措置の内容	…………… 330
(1)	平時導入の事前警告型買収防衛策	…………… 330
ア	情報収集フェーズ	・ 330
イ	評価・検討フェーズ	・ 331
ウ	対抗措置の発動 / 不発動の決定プロセス (株主意思確認総会)	・ 331
エ	対抗措置の内容：差別的行使条件・差別的取得条項付き新株予約権の無償割当て	・ 331
オ	対抗措置の発動	・ 332
カ	有効期間	・ 332
キ	買付行為等の定義	・ 332
ク	損害軽減措置	・ 332
(2)	有事導入の第二新株予約権方式の買収防衛策	…………… 332
3	買収への対応方針・対抗措置に関する考え方 (企業買収行動指針 5. 1)	…………… 334
(1)	原則から見た本来在るべき姿	…………… 334
(2)	買収者が適切に行動しない場合への対応	…………… 335
(3)	経営陣への注意喚起	…………… 336
4	株主意思の尊重 (企業買収行動指針 5. 2)	…………… 336
(1)	株主意思確認総会	…………… 337
ア	株主意思確認総会の意義	・ 337
イ	招集手続	・ 338
ウ	決議事項	・ 338
エ	決議要件	・ 338
オ	議事進行等	・ 339
(2)	対抗措置の発動について株主総会の決議を経ることの意義	…………… 339
(3)	対応方針の導入について株主総会の決議を経ることの意義	…………… 341
(4)	株主意思確認の例外的措置	…………… 342
ア	利害関係者以外の過半数を要件とする決議 (MOM 決議)	・ 342
a	企業買収行動指針の内容	・ 342
b	MOM 決議が行われた実例	・ 345

イ	取締役会限りの判断による導入及び発動	・ 345
ウ	企業価値の毀損と取締役会限りの対応方針の導入	・ 348
<b>5</b>	<b>必要性・相当性の確保（企業買収行動指針 5.3）</b>	349
(1)	必要性の確保	349
ア	時間・情報・交渉機会を確保するための必要性	・ 350
イ	強圧性のある買収手法へ対応するための必要性	・ 351
ウ	買収の「内容」の問題に起因する必要性	・ 353
(2)	相当性の確保	354
ア	損害回避可能性	・ 354
イ	損害軽減措置	・ 355
ウ	損害の予見可能性（危険の引受け）	・ 356
エ	各要素間の関係	・ 357
<b>6</b>	<b>事前の開示（企業買収行動指針 5.4）</b>	357
<b>7</b>	<b>資本市場との対話（企業買収行動指針 5.5）</b>	358
(1)	機関投資家や議決権行使助言会社のスタンス	358
(2)	企業買収行動指針のスタンス	360
<b>8</b>	<b>買収防衛策の有事導入に関する裁判例</b>	362
(1)	はじめに	362
(2)	企業買収行動指針からうかがわれる裁判例の考え方	362
ア	判断枠組みに関する事項	・ 362
イ	必要性に関する事項	・ 363
ウ	相当性に関する事項	・ 366
(3)	ニッポン放送事件以来の各裁判例について	368
ア	ニッポン放送事件（東京高決平成 17 年 3 月 23 日判時 1899 号 56 頁）	・ 369
a	事案の概要	・ 369
b	判旨	・ 370
c	コメント	・ 371
イ	ブルドックソース事件（最決平成 19 年 8 月 7 日民集 61 卷 5 号 2215 頁）	・ 372
a	事案の概要	・ 372
b	判旨	・ 373
c	コメント	・ 374
ウ	日邦産業事件（名古屋高決令和 3 年 4 月 22 日資料版商事 446 号 138 頁）	・ 375
a	事案の概要	・ 375
b	判旨	・ 375
c	コメント	・ 377
エ	日本アジアグループ事件（東京高決令和 3 年 4 月 23 日資料版商事 446 号 154 頁）	・ 378
a	事案の概要	・ 378
b	判旨	・ 379
c	コメント	・ 380
オ	富士興産事件（東京高決令和 3 年 8 月 10 日資料版商事 450 号 143 頁）	・ 381
a	事案の概要	・ 381
b	判旨	・ 382
c	コメント	・ 384
カ	東京機械製作所事件（最決令和 3 年 11 月 18 日資料版商事 453 号 94 頁）	・ 385

a 事案の概要・385    b 判旨・386    c コメント・389

キ 三ツ星事件（最決令和4年7月28日資料版商事461号143頁）・390

a 事案の概要・390    b 判旨・391    c コメント・394

**第7章 エグジット戦略** 397

1 市場での売却…………… 397

2 自社株 TOB/TostNet3 による買取り…………… 399

    (1) 立会内取引（オークション市場における買付け）…………… 400

    (2) 立会外取引（ToSTNeT-2/ToSTNeT-3）…………… 400

    (3) 自己株式の公開買付け…………… 401

3 ホワイトナイト / 資本業務提携…………… 401

4 非公開化 / MBO…………… 403

    (1) エグジットの手法としての MBO——現実逃避型 MBO は避けるべき  
        …………… 403

    (2) 企業買収行動指針と MBO 提案…………… 406

    (3) バンプトラージ（Bumpitrage）について…………… 408

事項索引…………… 413