

## M&A の意義：動機付け交渉の観点から

メタデータ	<p>言語: Japanese</p> <p>出版者: 一橋大学大学院法学研究科</p> <p>公開日: 2025-12-16</p> <p>キーワード (Ja):</p> <p>キーワード (En):</p> <p>作成者: 穴戸, 善一</p> <p>メールアドレス:</p> <p>所属: 武蔵野大学, 一橋大学</p>
URL	<a href="https://doi.org/10.15057/0002061581">https://doi.org/10.15057/0002061581</a>

# M&A の意義——動機付け交渉の観点から

宍 戸 善 一<sup>※</sup>

- I はじめに：外部的組織再編としての M&A
- II 組織再編における動機付け交渉
- III 経営機能集団の分離・統合
- IV 複数の法人格の利用
- V キャッシュアウトに伴う物的資本の拠出者の改組
- VI 敵対的 M&A と買収防衛策
- VII 友好的 M&A と利益相反問題
- VIII おわりに

## I はじめに：外部的組織再編としての M&A

企業活動には物的資本と人的資本の両方が必須であり、資本の拠出の仕方の相違によって、物的資本の拠出者は株主と債権者に、人的資本の拠出者は経営者と従業員に分けられる。これら 4 当事者間には類型的な利害対立があり、各当事者はその有する資源の拠出に当たり、利害対立状況を前提とした不安を抱く。その不安を放置すれば、各当事者の資源拠出のインセンティブが阻害されてしまう。4 当事者は、各自の利得（ペイオフ）を最大化すべく、相互に、支配の分配交渉を通じた不安の軽減、および果実の分配交渉を通じた積極的なインセンティブ付与を行っているが、企業における動機付け交渉は経営者を唯一の交渉窓口として行われるのが原則である（図 1 参照）<sup>1)</sup>。そして、法制度は、市場および社会規

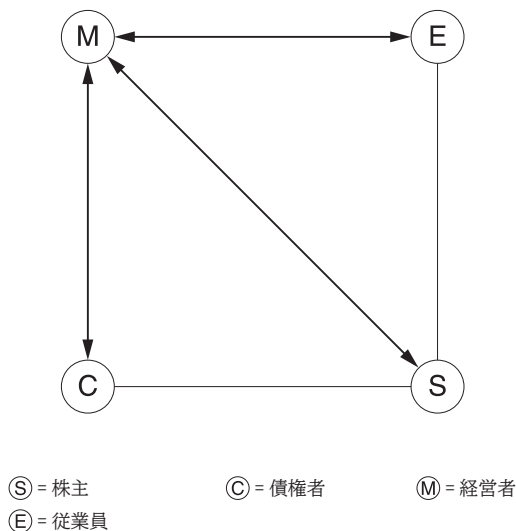
---

『一橋法学』（一橋大学大学院法学研究科）第 24 巻第 3 号 2025 年 12 月 ISSN 1347-0388

※ 武蔵野大学法学部教授、一橋大学名誉教授

- 1) 宍戸善一「企業における動機付け交渉と法制度の役割」宍戸善一編著『「企業法」改革の論理：インセンティブ・システムの制度設計』（日本経済新聞出版社、2011）1 頁、4-5 頁参照。

図 1



範と補完的に 4 当事者間の動機付け交渉に影響を与えている<sup>2)</sup>。

このように、企業を、企業活動に必須の資源の拠出者である 4 当事者間の動機付け交渉の場と捉えた場合、企業規模が拡大する、あるいは、事業が複雑化するに伴い、人的資本の拠出者内においても、物的資本の拠出者内においても、役割の変化および利害対立が進み、動機付け交渉を効率的に行うのが困難になってくる。そこで、人的資本の拠出者ないし物的資本の拠出者の再編成が行われることになる。これを組織再編と呼ぶ<sup>3)</sup>。本章における組織再編は、会社法上組織再編に分類されるもの<sup>4)</sup>、および、組織再編税制の対象となる組織再編<sup>5)</sup>と重複する部分が多いが、同一ではない。

組織再編は、人的資本の拠出者のみの再編である内部的組織再編と、物的資本

2) 4 当事者間の動機付け交渉のインフラを構成する法制度を総体として捉えて「企業法」と呼ぶ。宍戸善一＝後藤元「インセンティブ・バーゲニング、企業法、立法政策」宍戸善一＝後藤元編著『コーポレート・ガバナンス改革の提言——企業価値向上・経済活性化への道筋』（商事法務、2016）1 頁、5-7 頁参照。

3) 宍戸善一『動機付けの仕組みとしての企業：インセンティブ・システムの法制度論』（有斐閣、2006）338 頁参照。

の拠出者の再編を伴う外部的組織再編に分けることができるが、本論文が取り扱うM&Aは外部的組織再編に当たる。

本論文は、外部的組織再編としての各種M&A手法とそれを規制する現行法制度が、動機付け交渉という観点から分析するとどのように評価できるかを整理することを目的としている。なお、本論文では、原則として上場会社を前提とした分析を行う。

第2章において、組織再編における動機付け交渉の総論的考察を行ったうえで、第3章以下において、外部的組織再編をいくつかの形態に分けて、法制度が動機付け交渉にどのような影響を与えているかを考察する。第3章において、人的資本の拠出者が自ら事業の構成を変更することによって、経営機能集団<sup>6)</sup>の分離・統合が行われる形態として、事業譲渡、吸収分割、合併、第4章において、複数の法人格の利用が行われる形態として、株式譲渡による企業買収、第三者割当増資による企業買収、株式交換による企業買収、株式交付による企業買収、および、株式移転による共同持株会社の設立、第5章において、独立した企業間の交渉を伴わないので、一般的にはM&Aとは呼ばれないが、キャッシュアウトによって物的資本の拠出者の改組が行われる外部的組織再編の形態として、上場子会社の完全子会社化、および、マネジメントバイアウト（MBO）を取り上げる<sup>7)</sup>。

4) 会社法には組織再編という概念は規定されていないが、一般に、会社法第5編第2章から第5章に規定されている、合併、会社分割、株式交換、株式交付、および株式移転を総称して組織変更と呼び、事業譲渡等を含まない。江頭憲治郎『株式会社法〔第9版〕』（有斐閣、2024）871頁、田中亘『会社法〔第5版〕』（東京大学出版会、2025）672-673頁参照。

5) 組織再編税制の対象となり得る組織再編は、合併、分割、現物出資、現物分配、株式交換等（完全子会社化を行うことになる、全部取得条項付種類株式の端数処理、株式併合の端数処理、株式売渡請求を含む）、および株式移転である。令和3年（2021年）度改正によって株式交付税制が創設され、一定の要件のもとで課税繰り延べが認められたが、租税特別措置法に規定があることからわかるように法人税法における組織再編税制の一部を構成するものではない。渡辺徹也『スタンダード法人税法〔第3版〕』265、273、327、329頁（2023）参照。

6) 本論文では、経営機能集団を、フローの面でも、ストックの面でも、独立の成績を有する人的資本の拠出者のチームと定義する。典型的には、事業部がそれに当たる。宍戸・前掲注3）339頁参照。

以上の、外部的組織再編の手法の各論的な検討に加え、第 6 章において、敵対的 M&A の問題点、第 7 章において、友好的 M&A の問題点をそれぞれ検討する。第 8 章は結論である。

## II 組織再編における動機付け交渉

組織再編における動機付け交渉は、利害関係人にとって当初の資本拠出の前提が変更される再交渉であるが、平時における企業の動機付け交渉と同様、一般に、経営者を介した交渉となる。組織再編における動機付け交渉は、概念的には、組織再編を行うか否かを定める交渉と、組織再編を行うことを前提にした交渉の二つに分けることができるが、実際には両者は並行して行われることが多く、明確に区別することは困難である<sup>8)</sup>。

内部的組織再編は、企業グループのコーポレート・ガバナンスに関連するものであり、本論文では、人的資本の拠出者に対する動機付け、さらには、物的資本の拠出者に対する動機付けの観点から行われる、人的資本の拠出者の再編と定義される。事業部制の導入、事業部の子会社化、子会社上場、持株会社化、および、人的会社分割（スピン・オフ）等の形態がある。

内部的組織再編における動機付け交渉は大きく二つに分けられる。第一に、人的資本の拠出者内部で行われる報酬基準の変更や、出向・転籍等に関する交渉（果実の分配交渉）、および、組織再編後の経営機能集団間の関係に関する交渉（支配の分配交渉）、第二に、人的資本の拠出者と物的資本の拠出者の間で行われる、いわゆるブラック・ボックス化<sup>9)</sup>に対する対処や、成績の明確化に関する交渉（支配の分配交渉）である<sup>10)</sup>。

外部的組織再編（M&A）は、本論文では、人的資本の拠出者と物的資本の拠出者の組み合わせが変更される組織再編形態と定義される。多くの場合、独立し

---

7) 宍戸・前掲注 3) 340-341 頁参照。

8) 宍戸・前掲注 3) 342 頁参照。

9) ここでは、法人格が分離される以前に比べて、株主が子会社化された事業部の情報を取得することが困難になることを指す。

10) 宍戸・前掲注 3) 342 頁参照。

た企業間の結合を伴う。

企業間の結合を伴う外部的組織再編の動機付け交渉は複数企業間の交渉になるが、交渉の対象は大きく二つに分けられる。第一に、人的資本の拠出者の代表としての経営者間で行われる企業結合後の経営機能集団間の関係に関する交渉（支配の分配交渉）、第二に、物的資本の拠出者の代理人としての経営者間で行われる株式の交換比率や買収対価に関する交渉（果実の分配交渉）である<sup>11)</sup>。

内部的組織再編と外部的組織再編を比較すると、外部的組織再編では必ず行われる、物的資本の拠出者間の果実の分配交渉が、内部的組織再編では行われないことが分かる<sup>12)</sup>。

外部的組織再編における動機付け交渉は、売り手企業・買い手企業、それぞれの4当事者のインセンティブに着目して考察する必要があるが、次のような、各当事者に典型的なインセンティブがある。経営者と従業員は、地位の保全、オートノミーの確保という人的資本の拠出者としてのインセンティブを共有するが、経営者は、とくにエンパイアビルディング<sup>13)</sup>のインセンティブを有し、従業員は、とくに従来の仕事・環境が変わらないこと、経営者との暗黙の了解の維持を求めるインセンティブを有する。株主と債権者は、人的資本の拠出者に対するモニタリングの強化という物的資本の拠出者としてのインセンティブを共有するが、

11) 宍戸・前掲注3) 342-343頁参照。果実の分配交渉に対しては組織再編税制が重要な影響を与え得る。たとえば、会社レベルで評価益課税が行われるか否かが対価の交渉に影響を与え得るし、株主レベルで譲渡益課税が繰り延べられないとすれば、より高い対価でなければ、株主は買収に応じないということも起こり得る。また、被買収企業の欠損金の税務上の価値も対価の交渉に影響を与え得る。渡辺徹也「法人税法132条の2にいう不当性要件とヤフー事件最高裁判決〔下〕」商事法務2113号23頁、26頁（2016）参照。

12) スピンオフ（人的会社分割）では、分割時の両社の株主は同一であるが、両社が上場している場合、分割後、各社の株主は変動するので、実質的には、人的資本の拠出者と物的資本の拠出者の組み合わせが変わることになるが、分割時に物的資本の拠出者間の果実の分配交渉は必要ないので、スピンオフは内部的組織再編に分類される。また、子会社上場は物的資本の拠出者間の果実の分配交渉を行う必要がないので内部的組織再編であるが、上場子会社の完全子会社化は物的資本の拠出者間の果実の分配交渉が必要になるので、外部的組織再編に分類される。なお、スピンオフに関しては、宍戸善一＝大崎貞和＝木下信行＝中原裕彦＝水町勇一郎＝渡辺徹也『インセンティブ・バーゲニングと企業法——企業の一生プロジェクト』（商事法務、2025）622-630頁参照。

13) ここでは、経営者が自らが経営する会社の規模を拡大しようとすることを指す。

株主は、とくに利益最大化を求めてハイリスク・ハイリターンを追求するインセンティブを有し、債権者は、とくに債権の確実な回収を求めてローリスク・ローリターンを追求するインセンティブを有している。

### Ⅲ 経営機能集団の分離・統合

内部的組織再編として経営機能集団を分離するのが事業部制の導入であるが、本章では、企業結合を伴う外部的組織再編として経営機能集団の分離・統合が行われる、事業譲渡、吸収分割、合併、を検討する。

#### 1. 事業譲渡

事業譲渡は、譲り渡し会社から譲り受け会社へ「事業」の移転が行われるが、株式の移転は行われないので、形式的には、物的資本の拠出者の再編はない。しかし、譲り渡し会社の人的資本の拠出者が分離され、譲り受け会社の人的資本の拠出者との統合が行われることによって、人的資本の拠出者と物的資本の拠出者の組み合わせが変更されることになり、また、物的資本の拠出者間の果実の分配交渉が行われるので、実質的には、外部的組織再編である<sup>14)</sup>。

会社法上、譲り渡し会社（事業全部の場合は譲り受け会社も含む）の株主総会における特別決議を要する事業譲渡（会社法 467 条 1 項）における「事業」とは何を指すかについて諸説あるが<sup>15)</sup>、譲り渡し会社の株主にとって投資した対象の本質が変わってしまうような、有機的一体性のある組織的財産と解すべきである。フローの面でも、ストックの面でも、独自の成績を持つ事業部の譲渡は典型

---

14) 穴戸・前掲注 3) 347 頁参照。

15) 判例は、商法総則・会社法総則に規定されている営業譲渡・事業譲渡と同様に解し、得意先なども含めた譲渡であり、譲り渡し会社が競業避止義務（商法 16 条、会社法 21 条）を負うものに限ると解している（富士林産工業事件（最判昭和 40 年 9 月 22 日民集 19 卷 6 号 1600 頁））。これに対して学説は、株主総会の特別決議を要する事業譲渡は、会社の基礎的変更に際して株主保護が必要となるか否かの観点から判断されるべきであり、必ずしも競業避止義務を生じさせるものに限定する必要はないが、個別資産の譲渡まで含めるのは行き過ぎであり、有機的一体としての組織的財産であることが必要であると解している（江頭・前掲注 4）1018-1019 頁参照）。



的な事業譲渡である。なお、内部的組織再編として、事業部の子会社化があるが、子会社の支配権を他に譲り渡す行為は、実質的に事業譲渡に等しいので、2014年会社法改正において、譲渡対象である株式の帳簿価格が親会社の総資産額の20%を超え、かつ、親会社の子会社の議決権の過半数を有しない結果となるときは、事業譲渡と同様、株主総会の特別決議を要し（会社法467条1項2号の2、309条2項11号）、反対株主には株式買取請求権が認められることになった（会社法469条）。

事業譲渡によって、譲り渡し会社では経営機能集団の数が減るので、動機付け交渉が単純化されるのに対して、譲り受け会社では経営機能集団の数が増え<sup>16)</sup>、動機付け交渉はより複雑化される<sup>17)</sup>。

譲り渡し会社の譲り渡される事業に従事する人的資本の拠出者にとっては、動機付けゲームのルールが変わることになる。物的資本の拠出者にとっても、投資対象の本質が変わってしまう可能性があるため、株主の承認が必要とされている（会社法467条1項1号、2号、309条2項11号）<sup>18)</sup>。

譲り受け会社の物的資本の拠出者にとっては、経営者のエンパイアビルディングの側面があるので、対価の適正性に不安が生じるが、合併と比べると、債務まで承継するものではないので、不安は比較的小さく、吸収合併の存続会社に近い立場に立つ事業全部の譲受の場合を除き、株主の承認は必要とされていない（会社法467条1項3号、309条2項11号）<sup>19)</sup>。

## 2. 吸収分割

吸収分割とは、分割会社が、ある事業に関して有する権利義務を分割して既存の他の会社（承継会社）に承継させる会社法上の組織再編行為である（会社法2条29号）。事業の他社への売却によって、人的資本の拠出者と物的資本の拠出者

---

16) 事業部制の導入ないし新たな事業部の追加と同様の効果が生じる。

17) 動機付け交渉の複雑化は、コングロマリット・ディスカウント（多くの事業を有する複合企業の企業価値が各事業の価値の総和よりも低く評価されること）の一つの要因となり得る。

18) 宍戸・前掲注3）350頁参照。

19) 宍戸・前掲注3）349-350頁参照。



の組み合わせが変更されることは事業譲渡と同じである。

会社分割は債権者の承諾を要せずに権利義務の承継の範囲が決定される点は事業譲渡とは異なり<sup>20)</sup>、合併と同様であるが<sup>21)</sup>、合併に比して、分割条件次第で実質的に債権者を害する危険が高いため<sup>22)</sup>、合併よりも厳格な債権者保護制度が設けられている（会社法 789 条 3 項括弧書、810 条 3 項括弧書、759 条 2 項・3 項、764 条 2 項・3 項、759 条 4 項～7 項、761 条 4 項～7 項、764 条 4 項～7 項）。

分割会社の人的資本の拠出者にとって動機付け交渉のルールの変更になることも、事業譲渡と吸収分割とで変わりはないが、承継会社への移転を望まない労働者が強制的に移転させられてしまう承継強制の不利益と、移転を望む労働者が移転の対象から排除されてしまう承継排除の不利益が生じる事態に対処するため、一定の場合に労働者に異議申出の機会を与え、一定の保護を図る労働契約承継法が吸収分割に対してのみ適用される<sup>23)</sup>。

税法上、承継会社は、吸収分割の場合、適格組織再編に該当すれば、譲渡益の課税繰延が認められるが、事業譲渡の場合は課税繰延が認められる余地はない。

ただし、承継会社の観点からすると、税法上、適格吸収分割の対価は承継会社の株式でなくてはならず、規模が 5 倍以上あるいは 1/5 以下の範囲で違うような会社同士の組織再編は非適格にするというルールがあり、また、適格組織再編にすると、承継会社にとっては、相手方の低い簿価を引き継ぐことになるので、将来、株式や資産を売却する際の課税額が高くなる可能性が高く、適格組織再編が

---

20) このメリットを生かして、事業の買収や再編、合併会社の設立等に活用されている。田中・前掲注 4) 678 頁参照。

21) ただし、吸収合併と異なり、吸収分割では、分割会社は存続しており、その権利義務のうちどれを承継会社に引き継ぐかは吸収分割契約によって定められる。田中・前掲注 4) 679 頁参照。

22) 合併では、被承継人の権利義務の全部を承継人が当然に引き継ぐのに対し、会社分割では、被承継人である分割会社は会社分割後も存続し、分割会社の権利義務のうちどれを承継会社が引き継ぐかは、吸収分割契約の定めによって決まる。それゆえ、経営不振の分割会社が不採算事業に関する権利義務だけ（あるいは逆に、優良事業に関する権利義務だけ）を分割して承継会社に移転するなど、会社分割が債権者の不利益に利用される危険が大きい。田中・前掲注 4) 678、713-718 頁参照。

23) 労働契約承継法の詳細については、水町勇一郎『詳解労働法〔第 4 版〕』（東京大学出版会、2025）594 頁以下参照。

有利とは限らない。労働法上も、会社分割の場合には、法律に基づく包括承継なので、承継会社は、基本的には承継事業に主として従事していた従業員をそのまま承継することになるのに対し、事業譲渡の場合には、契約に基づく特定承継なので、組合員差別など法令違反でない限り、だれを承継対象とするのかを契約で選べ、承継後の契約内容も脱法行為などに当たらない限り契約によって決めることができる等、事業譲渡の方が選択の幅が大きい。以上の理由で、吸収分割よりも事業譲渡を使って企業組織の再編を行う例が多いと言われている<sup>24)</sup>。

### 3. 合併

合併<sup>25)</sup>は、消滅会社の資産が存続会社に移転する代わりに、消滅会社の株主には存続会社から合併対価が支払われる組織再編行為である。消滅会社は解散し、その権利義務の全部が清算手続きを経ることなく存続会社に包括承継される（会社法2条27号）。原則として、消滅会社、存続会社双方の株主総会における特別決議によって合併契約等を承認することを要する（会社法783条1項、795条1項）。合併が両社の物的資本の拠出者および人的資本の拠出者に与える影響は、両社の相対的規模の違い（簡易合併<sup>26)</sup>）や、両社間の従前の資本関係（略式合併<sup>27)</sup>）によって異なるため、その影響が軽微（再交渉とまではいえない）と認められる一定の要件が満たされている場合には、合併承認決議を省略することができる。

2005年会社法制定までは、合併対価は原則として存続会社の株式に限られていたが、2005年会社法によって、合併対価の柔軟化が行われ、合併対価として現金を交付し、消滅会社の株主をキャッシュアウトする交付金合併や、親会社の株式を交付する三角合併等が可能となった。本章では、まず、合併対価として存

24) 宍戸他、前掲注12) 652-654頁参照。

25) ここでは、吸収合併のみを取扱い、新設合併については触れない。

26) 吸収合併の存続会社において合併対価（簿価）が存続会社の純資産の20%以下の場合には、存続会社の合併承認決議を原則として省略できる（会社法796条3項）。

27) 吸収合併の存続会社が消滅会社の議決権の90%以上を所有している「特別支配会社」（会社法468条1項）の場合、消滅会社の合併承認決議を省略でき（会社法784条1項）、消滅会社が特別支配会社である場合には、存続会社の合併承認決議を省略できる（会社法796条1項）。

続会社株式が交付され、消滅会社の株主が、存続会社の株主として承継される合併を念頭に置いた検討を行い、最後に、交付金合併と三角合併について検討する。

合併によって、二つの会社の資産の統合および物的資本の拠出者の統合が行われることになる。消滅会社および存続会社の経営者は、それぞれの会社の株主の代理人として、合併比率等の果実の分配に関する交渉を行う。両者の債権者も統合され、責任財産を共有することになるが、それによって、利益を侵害される債権者も生じ得るので、両会社の債権者に異議申立権が与えられている（会社法789条、799条、810条）。包括承継によれば、存続会社は消滅会社から取得する資産を特定するコストは省けるが、消滅会社の全ての債務を承継することに伴うリスクがあるため、日米ともに、M&Aの手法として、直接の合併はあまり用いられていない<sup>28)</sup>。

合併によって、二つの会社の人的資本の拠出者も統合される。消滅会社および存続会社の経営者は、それぞれの会社の人的資本の拠出者の代表者として、両者の経営機能集団の統合の仕方（垂直的關係・水平的關係）に関する支配の分配交渉を行う<sup>29)</sup>。

合併に際しての動機付け交渉の様相は、他の外部的組織再編に比して、各国企業の動機付けパターン（図2参照）<sup>30)</sup>によって大きな違いが生じる。アメリカに代表されるモニタリング・イメージやドイツに代表される調整イメージの動機付けパターンにおいては、合併は、人的資本の拠出者の拡大および経営者の交代に

---

28) 宍戸善一＝ベンチャー・ロー・フォーラム（VLF）編『スタートアップ投資契約——モデル契約と解説』（商事法務、2020）294-299頁参照。日本で合併が用いられるのは、いわゆる「対等合併」（後掲注33）参照）のケースに限られるように思われる。宍戸他・前掲注12）666頁参照。

29) 宍戸・前掲注3）351頁参照。

30) 企業を、企業活動に必須の資源の拠出者である、経営者および従業員（人的資本の拠出者）と株主および債権者（物的資本の拠出者）の4当事者間の動機付け交渉の場と捉えると、各国企業の動機付けパターンは、4当事者間でどのような連携がなされるかによって、3つのパターンに分類できる。どの当事者間においても連携が行われず、経営者が唯一の交渉の調整者となる調整イメージ、株主と経営者間で連携が行われるモニタリング・イメージ、および、人的資本の拠出者間、物的資本の拠出者間でそれぞれ連携が行われる（二チーム間）交渉イメージがある。宍戸・前掲注3）169-177頁、342頁、宍戸他・前掲注12）671頁参照。

図2 動機付けパターンの分類

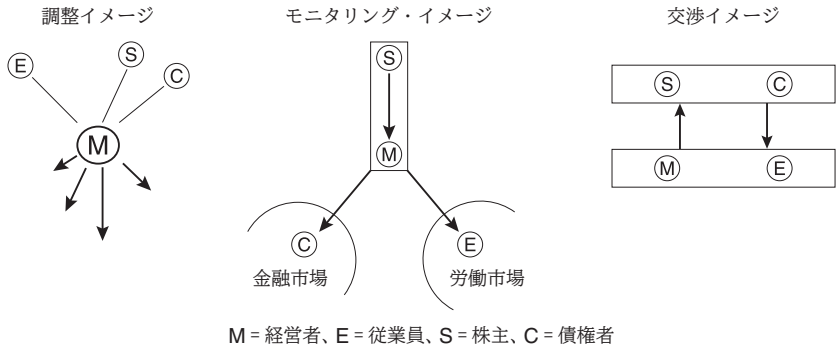
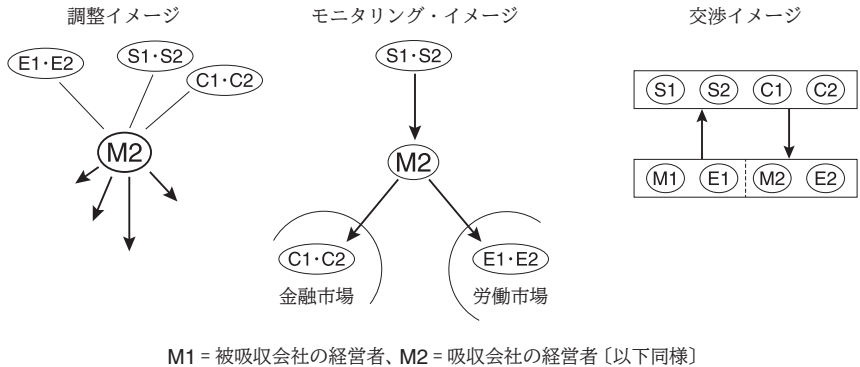


図3 合併における動機付けパターン



過ぎないが、日本に代表される交渉イメージの動機付けパターンにおいては、人的資本の拠出者のチーム間の統合および物的資本の拠出者のチーム間の統合を意味し、合併後に、それぞれ、新たなチームを形成する交渉が必要になる（図3参照）<sup>31)</sup>。とくに、日本企業同士の合併後、人的資本の拠出者の新たなチームの形成が難航することが多いのは、合併前の両社の人的資本の拠出者が、それぞれ、強固な「会社共同体<sup>32)</sup>」を形成しているためであると思われる<sup>33)</sup>。

いずれの動機付けパターンにおいても、両者の経営者が、それぞれの会社の株

31) 宍戸・前掲注3) 351頁、宍戸他・前掲注12) 672頁参照。

主の代理人として、合併比率等の果実の分配交渉を行うことは共通であり、また、その際に、経営者の利益相反が問題となることも共通である。第一に、経営者が自らの処遇を他の交渉条件よりも優先する危険があり、第二に、どちらかの経営者が合併後退任する場合には、退任予定の経営者には合併後の会社ないし利害関係人の利益を真剣に考えるインセンティブはないので、他の利害関係人によるコントロールが効かない危険がある<sup>34)</sup>。

現金対価合併の場合においても、二つの会社の人的資本の拠出者が統合されることは変わらないが、消滅会社の株主はキャッシュアウトされるため、物的資本の拠出者の統合は債権者の統合にとどまり、株主の統合は行われない。

株対価と現金対価の違いは、消滅会社および存続会社の経営者が、それぞれの会社の株主の代理人として行う、合併対価に関する果実の分配に関する交渉に影響を及ぼす。すなわち、株対価の場合には、消滅会社の株主も、合併後の会社の株主として、将来の企業価値の増減に対して持分的利益を持続けるが、現金対価の場合には、消滅会社の株主は、仮に将来企業価値が増加したとしても、それに参加することはできず、とくに、将来のM&Aに際して支配権プレミアム<sup>35)</sup>

---

32) 機能的組織である株式会社の中に存在する、経営者と正規雇用従業員によって構成される共同体。日本において「会社」という言葉が用いられるときには、会社共同体を指している場合が多い。内部ガバナンス（穴戸＝後藤・前掲注2）4頁参照）が広い範囲で行われるが、会社共同体の構成員は、会社共同体の外部ガバナンスからの独立性を守る強いインセンティブを共有している。終身雇用、年功序列、経営者の内部昇進、企業別労働組合、株式相互持合等の慣行と補完的な関係にある。会社共同体は、戦後の占領軍による財閥経営者のパージを起源として、1970年代、1980年代に絶頂期を迎え、その後、バブル経済の崩壊、金融危機、機関投資家現象、コーポレート・ガバナンス改革等を経て、変質しつつあるが、今日においても、社会規範として頑健に存続しており、企業における動機付け交渉の様々な局面に重要な影響を与えている。See Zenichi Shishido, *Japanese Corporate Governance: The Hidden Problems of Corporate Law and Their Solutions*, 25 DEL. J. CORP. L. 189, 201-205 (2000).

33) 穴戸・前掲注3）352頁参照。日本で合併が行われる場合、両社の企業価値に差があっても「対等合併」であることが強調され、経営者をはじめとする人的資本の拠出者の配置が対等であることが要求される傾向が強いのも、法人格ごとに会社共同体が形成されているからであると思われる。たとえば、1970年に八幡製鐵が富士製鐵を合併して成立した新日本製鐵（現日本製鐵）において合併後も長期間にわたり2つの人事部が併存していたことは象徴的な事象である。

34) See Lucian A. Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARV. L. REV. 833 (2005).

の分配にあずかる機会がなくなるので、合併対価の交渉に対してより真剣にならざるを得ない。アメリカでは、現金対価合併の場合には Revlon rule<sup>36)</sup>が適用され、株式買取請求権が認められるが<sup>37)</sup>、株対価合併の場合にはその適用はない<sup>38)</sup>。日本では、合併対価の柔軟化が行われた 2005 年会社法制定の際に、株式買取請求権の「公正な価格」に支配権プレミアムの一部といえるシナジーを加えるべきことを前提とした文言の改訂があった<sup>39)</sup>。

親会社の株式を合併対価とする、いわゆる三角合併は、実質的には完全子会社化であり、そこで行われる動機付け交渉は、後述する株式交換におけるそれと変わりが無い。三角合併では、被買収会社は買収会社の一部になるのではなく、その完全子会社になるため、被買収会社の債務は買収会社とは別の法人格に留め置かれることになり、法人格による責任財産の分離を行うことができる。ただし、三角合併のために設立された買収会社の完全子会社（合併子会社）が存続会社となり、被買収会社が消滅会社となる正三角合併では、被買収会社が有していた許

35) 支配権プレミアムは、本来は、支配株式の取引価格が市場価格を上回る部分を指すが（飯田秀聡『公開買付規制の基礎理論』（商事法務、2015）21 頁参照）、ここでは、将来の M&A において一般株主が分配に与る機会を失う、TOB 価格が市場価格を上回る部分を指し、正確には「買収プレミアム」であるが、Revlon rule の根拠等として「支配権プレミアム（control premium）」が一般的に用いられている。John C. Coffee, Jr., Opinion to Tokyo District Court, Civil Department No.8 (March 7, 2005) 別冊商事法務編集部編『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見』別冊商事法務 289 号 401 頁（2005）、鈴木一功・田中亘編著『バリュエーションの理論と実務』（日経新聞出版社、2021）127 頁、337 頁参照。

36) 後掲注 46)、118)、153) ～156) およびその本文参照。

37) デラウェア州を含むアメリカの多くの州では、上場会社に対して上場株式を対価とする合併が行われる場合には、反対株主の株式買取請求は認められない。See WILLIAM A. KLEIN & JOHN C. COFFEE, JR., BUSINESS ORGANIZATION AND FINANCE 215, note 163 (10<sup>th</sup> ed. 2007). 飯田秀聡『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』（商事法務、2013）104-105 頁参照。

38) See Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1989). ただし、合併存続会社に支配株主が存在する場合には、合併対価が株式であっても、Revlon rule が適用される。See Paramount Communications v. QVC Network, 637 A.2d 34 (Del. 1994). 飯田秀聡「企業買収における対象会社の取締役の義務——買収対価の適切性について」ファイナンシャル・レビュー 121 号 135 頁、139 頁（2015）参照。

39) 田中・前掲注 4) 676 頁参照。なお、米デラウェア州においては、株式買取請求権の買取価格に関して、シナジーを含めない。Del. Code Ann. tit. 8, § 262 (h) (2011). Tri-Continental Corp. v. Battye, 74 A.2d 71 (Del. 1950). 飯田・前掲注 37) 151-153 頁参照。



認可等を承継できない。そこで、アメリカでは、被買収会社が存続会社となり、合併子会社を消滅会社とする逆三角合併が多く用いられるが、日本では、逆三角合併は行うことができないと解されている<sup>40)</sup>。

## IV 複数の法人格の利用

本節では、企業結合を伴う外部的組織再編の中で、合併 (merger) ではない、企業買収 (acquisition) を取り扱う。企業買収においては、合併同様、支配権の移動があるが、合併と異なり、被買収会社の法人格に変更はなく、経営機能集団の統合が当然に行われるわけではないが、物的資本の拠出者の移動によって、人的資本の拠出者と物的資本の拠出者の組み合わせが変更される。

### 1. 株式譲渡を伴う企業買収

日本で最も一般的な企業買収の手法である<sup>41)</sup>。買収会社が被買収会社の株主から対価と引き替えに被買収会社株式を取得することによって、会社支配の移転が行われる。法人格の移動はなく、物的資本の拠出者と人的資本の拠出者の組み合わせが変更されることによって、人的資本の拠出者の垂直的統合が行われるところは株式交換と同じであるが、株式交換のような会社法上の組織変更行為ではなく、譲渡益の課税繰延が認められる余地はない。単なる株式の売買であり、定款で株式譲渡制限がある会社を除き、被買収会社の経営者の同意を要しないので、友好的買収に限らず、敵対的買収にも用いられる。買収会社にとって、支配権獲得に必要な株式を買収できる保証はなく、支配権が移転した場合には、買収に応じなかった被買収会社の株主は従属会社少数株主となる。

---

40) 会社法上、合併消滅会社が合併存続会社の株主に対して対価を交付することは想定されていない (会社法 749 条 1 項 2 号等)。なお、三角株式交換を行った後に逆さ合併を行うことによって、実質的な逆三角合併を行うことはできるが、税務上の適格組織再編にあたらないとされる可能性が高い。森・濱田松本法律事務所編『M&A 法大系』(有斐閣、2015) 866-868 頁 [篠原倫太郎]、穴戸 = VLF・前掲注 28) 297-298 頁参照。

41) アメリカでは逆三角合併が M&A の最も一般的なスキームであるが、日本では逆三角合併を行うことが困難であるため、被買収会社の株主が課税繰延を受けやすいにもかかわらず、合併はあまり用いられていない。前掲注 28) およびその本文参照。



株式譲渡を伴う企業買収は、大株主から支配株式の譲渡を受ける場合、市場からの大量買付けによる場合、および、株式公開買付け（TOB）による場合の3つの経路がある。2024年の金商法改正以降、上場企業の場合は、30%ルール（金商法27条の2第1項）によって、公開買付け以外の方法で支配株式を取得することはできない<sup>42)</sup>。2024年改正前は、日本では市場からの買付けには公開買付義務は発生しなかったが<sup>43)</sup>、大量保有報告制度（5%ルール）（金商法27条の23～30）等によって、市場からの買付けによってのみ支配権を取得することは事実上困難であるため、公開買付けが用いられることが一般であった<sup>44)</sup>。

株式譲渡を伴う企業買収における動機付け交渉は、株式売買契約という性格から、本来は、買主である買収会社の経営者と、売主である被買収会社の株主との直接交渉になり、被買収会社の経営者を介する必要はないはずであるが、敵対的企業買収の場合であっても、ポイズンピル等の買収防衛策が設定されている場合には、買収会社の経営者は、まず、被買収会社の経営者と買収対価等に関して交渉することを余儀なくされる。友好的企業買収の場合は、当然に、買収会社の経営者と被買収会社の経営者はそれぞれの会社の株主の代理人として、買収対価等に関する交渉を行う<sup>45)</sup>。

両社の経営者は、それぞれの株主に対して、少なくとも不利ではない対価を合意する義務を負うが<sup>46)</sup>、どちらの経営者も利益相反的立場に立っている。買収会社の経営者は、エンパイアビルディングのインセンティブがあるため、買収会社の株主は、不当に高い買収対価を支払うことになるのではないかという不安を抱く。被買収会社の経営者は、保身のインセンティブがあるため、被買収会社の

42) 2024年改正金商法は2026年5月施行予定。

43) また、30%ルールではなく、3分の1ルールであった。改正前金商法27条の2第1項参照。

44) ただし、東京機械製作所事件（東京高決令和3年11月9日金判1641号10頁、最終令和3年11月18日金判1641号48頁）のように、取引所金融商品市場における株式の急速な大量取得により、取締役会が買収防衛策を導入しようとした時点ですでに買収者が30%以上の株式を保有していたというケースもある。宍戸善一＝大崎貞和『上場会社法』（弘文堂、2023）167頁、180頁参照。

45) 支配株主による非上場会社の株式譲渡のような場合には、支配株主との直接交渉がメインとなり、対象会社の経営者との交渉は殆ど行われないことが多いが、ここでは上場会社の株式譲渡を念頭に置いている。

株主は、絶好のエグジットの機会を拒否されてしまうのではないかという不安を抱く<sup>47)</sup>。また、友好的な買収の場合には、被買収会社の株主は、本来株主に支払われるべき支配権プレミアムの一部が、経営者に対する「賄賂」として支払われるのではないかという不安を抱く<sup>48)</sup>。このような買収会社および被買収会社の株主の不安を緩和するため、独立取締役を何らかの形で対価の決定ないし交渉に関与させる実務が一般的になりつつある<sup>49)</sup>。

物的資本の拠出者と人的資本の拠出者の組み合わせが変更されることによって、人的資本の拠出者の垂直的統合が行われることに伴う支配の分配交渉、すなわち、買収会社（親会社）の経営者が被買収会社（子会社）の経営者ないし人的資本の拠出者にどれだけの権限を与えるかの交渉も、両社の経営者間で、対価の交渉と同時に並行で行われることになる<sup>50)</sup>。日本では、とくに被買収会社の従業員の雇

---

46) どの程度強い義務が課せられるかは、法域によって異なる。米デラウェア州の判例法であるレブロン・ルールでは、被買収会社の取締役は合理的に入手可能な最善の価格での取引を行うことが求められるが、日本のレックス・ホールディングス損害賠償請求事件東京高裁判決（東京高判平成25年4月17日判時2190号96頁）は、取締役は株主共同の利益を図る義務があり、株主は企業買収取引において企業価値と適切な買収プレミアムを受け取ることに共同の利益を有しているため、取締役は公正価値（株式価値）移転義務を負うと判示しているが、それは、合理的に入手可能な最善の価格と必ずしも一致するものではない。飯田・前掲注38）150頁参照。「M&A 指針」（経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針——企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」（M&A 指針）（2019年6月28日公表））もレブロン義務に近い発想をとっているが、レブロン義務を採用するものではない（後掲注155）参照。

47) 被買収会社の経営者の保身のインセンティブに対処するため、アメリカではゴールデンパラシュートと呼ばれる、企業買収によって退任する経営者に対して高額の報酬が支払われる契約が用いられている。See Lucian Bebchuk, Alma Cohen, & Charles C. Y. Wang, *Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders*, 25 J. CORP. FIN. 140 (2014).

48) See Enterprise Law Conference of 2014 Edited Transcript, Panel 4 at 108 (J. Mark Ramseyer) (SSRN, 2014).

49) 「M&A 指針」（前掲注46）は、独立取締役等で構成される特別委員会の役割を重視しており、その直接の対象はMBOおよび支配株主による従属会社の買収であるが、何らかの利益相反的要素を含むM&A一般の実務に対しても今後影響が及ぶ可能性がある。2019年会社法改正で、社外取締役が特別委員会を構成して、M&A提案に賛同するか否かの決定、さらには相手方との価格交渉等を行うといった業務執行を行うことによって社外取締役の資格を失わないとするセーフハーバー規定が設けられた（会社法348条の2）。

50) 敵対的企業買収の場合は、経営者間で支配の分配交渉が行われる余地はないはずであるが、買収防衛策が設定されている場合には、果実の分配に関する交渉とともに、支配に関する交渉も行われることが多い。

用維持が重要な交渉事項となることが多いが、M&Aの交渉において、株主以外の利害関係人の利益をどの程度考慮に入れるべきかは、各国において大きな論点となっている<sup>51)</sup>。

被買収会社の株主すべての株式譲渡による企業買収でない場合には、必然的に従属会社少数株主が発生し、支配株主としての親会社とは異なった利害を有する新たな利害関係人となるが、動機付け交渉の主体としては脆弱な存在である<sup>52)</sup>。

企業買収の結果発生する従属会社少数株主の保護に関しては各国において異なった対応が見られる。30%以上保有する株主に全部買付義務を課すイギリス、ドイツ、フランスの例<sup>53)</sup>や、支配株主の忠実義務で対応するアメリカの例<sup>54)</sup>がある。日本は、3分の2を超えて取得する場合（金商法27条の13第4項、施行令14条の2の2）を除き全部買付義務はなく<sup>55)</sup>、支配株主の忠実義務もない<sup>56)</sup>。

買収会社の観点からは、被買収会社に少数株主が残っていると、訴訟リスク等により自由な経営を妨げられる懸念があるので、少数株主を、その意思にかかわらず、キャッシュアウトするニーズがあり、キャッシュアウトのための制度を設

51) たとえば、デラウェア州以外のアメリカの多くの州では、企業買収の際に、被買収企業の取締役に対して、株主以外のステークホルダーの利益を考慮することを認める、ステークホルダー法と呼ばれる立法がなされている。北川徹「解雇権濫用法理と取締役の忠実義務」宍戸善一編著『企業法』改革の論理：インセンティブ・システムの制度設計』（日本経済新聞出版社、2011）87頁、90-91頁参照。

52) 宍戸・前掲注3）364-365頁参照。

53) 日本証券経済研究所「ヨーロッパM&A制度研究会報告書」（2010）参照。

54) Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717 (Del. 1971). 宍戸善一「少数株主が支配株主を訴える方法——動機付け交渉の観点から」砂田太士＝久保寛展＝高橋公忠＝片木晴彦＝徳本穰編『企業法の改正課題』（法律文化社、2021）144頁、149頁参照。

55) ただし、東京機械製作所事件原審決定（東京地決令和3・10・29金判1641号30頁）が、買収者が二段階買収は考えていないことを表明していたことを「相応の強圧性がある」ことの一つの理由として挙げており、同抗告審決定（東京高決令和3・11・9金判1641号10頁）が、「TOBによらない市場を通じての短期間の大量の株式買付は、一般株主（投資家）に売却の圧力（インセンティブ・動機付け）を加えるもの」と認定して、有事の買収防衛策の導入および行使を、取締役会決議と買収者および経営陣等の保有株式を除く株主意思確認総会の決議で認め、最高裁（最決令和3・11・18金判1641号48頁）もその判断を認容したことは、日本においても、制定法によるのではなく、判例によって、ヨーロッパ型の全部買付義務を課す方向が示されたと考えることもできる。

56) 日本にも、一定の場合に支配株主の忠実義務を導入する立法提案として、宍戸・前掲注54）156頁参照。

けている国が多い。日本では、株主総会の特別決議を行える3分の2以上の議決権を取得した場合には、全部取得条項付種類株式（会社法108条1項7号）、株式併合における端数処理（会社法235条）、現金対価組織再編（会社法749条1項2号・3号）が利用可能であり、さらに、議決権の90%以上を有する「特別支配株主」は、取締役会決議のみで、他の株主全員に対し、その有する全ての株式を自らに売り渡すことを請求することができる（会社法179条1項）<sup>57)</sup>。

## 2. 第三者割当増資による企業買収

株主の意思が問われることなく、原則として取締役会決議のみで行える（会社法201条1項）外部的組織再編である<sup>58)</sup>。結果的に、人的資本の拋出者の再編（垂直的統合）と従属会社少数株主が発生することは株式譲渡を伴う企業買収と共通である<sup>59)</sup>。

第三者割当増資による企業買収は、被買収会社が買収会社に対して新株を発行するのと引き換えに、買収会社が被買収会社に対して代金を支払うものであり、買収会社の資産は被買収会社に移転し、その移転した資産は買収後の子会社の運転資金として使える点で、買収会社の資産が被買収会社の株主に移転する株式譲渡を伴う企業買収と異なる。しかし、被買収会社の株主の立場からすると、株式公開買付けが行われる場合のように買収プレミアム<sup>60)</sup>付で株式を売却する機会はなく、むしろ、市場価格より安い価格で第三者割当増資が行われて（市場価格より10%以内のディスカウントであれば有利発行に当たらないという慣行的解釈がある）<sup>61)62)</sup>、株式価値が希釈化される危険がある<sup>63)</sup>。

---

57) 全部取得条項付き種類株式の取得等の従来型のキャッシュアウトの仕組みでは対象会社の株主総会の特別決議が必要となり、その時間的・手続的成本が問題となっていたところ、対象会社の株主総会の決議を必要とせず、機動的にキャッシュアウトを行う手段として、対象会社が当事者とならない仕組みが導入された。岩原伸作編『会社法コンメンタール補巻——平成26年改正』（商事法務、2019）191頁〔中東正文〕参照。

58) 非公開会社の場合、株主総会の特別決議が必要である（会社法199条2項、309条2項5号）。公開会社においても、10%以上の株主の反対があれば、株主総会の普通決議が必要となる（会社法206条の2第4項、5項）。

59) 穴戸・前掲注3）363-364頁参照。

60) 買収プレミアムは市場価格と買収価格の差であり、支配権プレミアムの一部にあたる。前掲注35）参照。

第三者割当増資による企業買収は、被買収会社の取締役会決議を要するため、友好的買収の場合に限られ、買主である買収会社の経営者と、売主である被買収会社の株主との直接交渉の余地はない点は、株式譲渡を伴う企業買収と異なり<sup>64)</sup>、買収対価の交渉はもっぱら経営者間でおこなわれることは、合併や株式交換による企業買収と同様である。経営者間で支配の分配交渉が行われることは、人的資本の拠出者間の垂直的統合が行われる外部的組織再編一般と変わらない。

### 3. 株式交換による企業買収

他の会社を完全子会社化する会社法上の組織再編行為として、株式交換がある。被買収会社の株主総会における特別決議を要するため（会社法 782 条 1 項、783 条 1 項）、基本的には友好的な買収に用いられる。反対株主の持株も含め、被買収会社の全ての株式が買収会社株式に強制的に転換される。法人格に変化はなく、資産の移動も、人的資本の拠出者の移動もなく、株式の移動のみによって、株主の統合が行われる。両会社の経営者が、それぞれの株主の代理人として、株式交換比率に関する交渉（果実の分配交渉）を行うことは、合併の場合と同様である。債権者の統合は行われず、買収会社（親会社）と被買収会社（子会社）の責任財産は別個独立のままである<sup>65)</sup>。

61) 日本証券業協会「第三者割当増資の取扱いに関する指針」参照。

62) 企業買収のために第三者割当増資が用いられたが、高騰した時価よりも大幅に低い払込金額を設定したため有利発行ではないかが争われたケースとして、ソニー・アイワ事件（東京地判昭和 47・4・27 判時 679 号 70 頁、東京高判昭和 48・7・27 判時 715 号 100 頁）がある。神田秀樹編『会社法コンメンタール 5——株式（3）』（商事法務、2013）17 頁〔吉本健一〕参照。

63) 新株の有利発行によって一般株主が被る損害は、間接損害として株主代表訴訟によらなければ賠償請求できないとする判例（たとえば、東京地判平成 12 年 7 月 27 日判タ 1056 号 246 頁）と、直接損害として会社法 429 条によって賠償請求できるとする判例（たとえば、最判平成 9 年 9 月 9 日判時 1618 号 138 頁、大阪高判平成 11 年 6 月 17 日判時 1717 号 144 頁、東京地判平成 4 年 9 月 1 日判時 1463 号 154 頁）がある。

64) 公開会社では、第三者割当増資も有利発行でない限り、取締役会決議で行うことができるので（会社法 201 条 1 項）、株主は賛否を表明する機会がない。ただし、2014 年会社法改正において、支配株主の異動を伴う第三者割当増資ないし公募増資については取締役の裁量権限に一定の制約が加えられた（会社法 206 条の 2）。上場会社については、企業行動規範により、希薄化率 25% 以上の場合又は支配株主が異動する場合には、独立した者からの意見の入手又は株主の意思確認が求められる。

独立の法人格の利用は、債権者との交渉において、次の2つの点において意義がある。第1に、一つの事業に一つの法人格を与えることによって、その事業にのみ通じている取引債権者から信用を得ることが容易になること、第2に、有限責任の作用により、事業のリスクを負うことが容易な契約相手とリスクを分担することが可能になることである<sup>66)</sup>。また、法人格の分離は経営者の資金再配分に関する裁量権を制約することになり、その限りにおいて人的資本の拠出者と物的資本の拠出者間のオートノミーとモニタリングのバランスに影響する<sup>67)</sup>。

株式交換が行われると、株主の統合によって、物的資本の拠出者と人的資本の拠出者の組み合わせが変更され、人的資本の拠出者の垂直的統合が行われる。換言すれば、買収会社（親会社）の人的資本の拠出者が、被買収会社（子会社）の物的資本の拠出者の立場に立つことになる。事業譲渡が、買収会社にとって、事業部制の導入と同様の効果をもたらしたのに対し、株式交換は、買収会社にとって、事業部の完全子会社化と同様の効果をもたらすものである<sup>68)</sup>。事業部の完全子会社化の際に、人的資本の拠出者内での重要な交渉の対象であった、親会社の経営者が子会社の経営者にどれだけの権限を与えるかという点（支配の分配交渉）は、株式交換の際には、買収会社と被買収会社の経営者間において交渉されることになる。

株式交換は、友好的企業買収の選択肢として、物的資本の拠出者と人的資本の拠出者の組み合わせが変更され、人的資本の拠出者の垂直的統合が行われるところは、株式譲渡による企業買収、第三者割当増資による企業買収と同様であるが、組織再編の当初から、従属会社少数株主が発生しない点、および、譲渡益の課税繰延が認められる可能性がある点に特色がある<sup>69)</sup>。

---

65) 宍戸・前掲注3) 361-362頁参照。

66) See John Armour, Henry Hansmann, Reinier Kraakman, & Marianne Pargendler, *What Is Corporate Law*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 1, 9 (Reinier Kraakman, et al., eds., 3d ed., 2017). 宍戸・前掲注3) 355頁参照。

67) See George G. Triantis, *Organization as Internal Capital Markets: The Legal Boundaries of Firms, Collateral, and Trusts in Commercial and Charitable Enterprises*, 117 HARV. L. REV. 1103, 1152 (2004). 宍戸・前掲注3) 356頁参照。

68) 宍戸・前掲注3) 362頁参照。



#### 4. 株式交付による企業買収

株式交換は被買収会社の完全子会社化の場合にのみ利用可能であるが、株式交付は、被買収会社の株式の過半数を取得する場合に、自社の株式を被買収会社の株主に交付することができる会社法上の組織再編行為として2019年会社法改正において導入された（会社法2条、774条の2～11、816条の2～10）。

買収会社（株式交付親会社）の株主総会特別決議を要するが、被買収会社（株式交付子会社）の組織再編手続を要しない。株式交付子会社の個々の株主が合意により株式交付親会社に株式を譲り渡すことになる。申込者の誰から何株譲り受けるかは、募集株式の発行等の場合と同様、株式交付親会社が自由に決定できるが、株式交付子会社が有価証券報告書提出会社である場合には、公開買付規制が適用され、買付予定株式数の上限を上回る応募があったときには申込株式数に応じた按分比例で譲り受ける必要がある<sup>70)</sup>。

株式対価の企業買収は、現物出資による募集株式の発行として、検査役調査等が必要とされる可能性があるが、株式交付によれば、買収会社側の組織再編手続を経ることで現物出資規制が不要になることに利点がある<sup>71)</sup>。また、令和3年（2021年）度税制改正により、株式交付によって株式を譲渡した株主の譲渡益計上が繰り延べられることになった（法人株主につき、租税特別措置法66条の2の2、個人株主につき、租税特別措置法37条の13の3）<sup>72)</sup>。今後、株式対価M&Aが促進される可能性がある<sup>73)</sup>。

69) ただし、たとえば対価の一部を現金にしたことで適格要件を満たさなかった場合、株式交換完全子法人の保有する資産の含み損益が実現したとみなされて課税対象になり、現金で株式買収をした場合は子会社となる会社の資産の取得価額は簿価のままだが、株式交換の制度を使って非適格になってしまうと、時価評価課税を受けてしまうリスクがある。宍戸他・前掲注12) 663頁参照。

70) 田中・前掲注4) 721-722頁参照。

71) 田中・前掲注4) 685-686頁参照。

72) 株式交付に関する課税のあり方に関して、渡辺徹也「株式対価M&Aと課税——株式交付に対応する課税制度のあり方」早稲田法学95巻3号825頁（2020）参照。

73) 株式交付制度の導入から約半年の間に、株式交付を利用した子会社化の事例が4件公表されている。志村直子他「株式交付を利用した子会社化——GMOインターネットがOMAKASEを子会社化した事例」商事法務2278号23頁、24頁（2021）参照。



## 5. 株式移転による共同持株会社の設立

株式移転では、企業間における資産の移動は行われず、株式の移動のみによって株主の統合が行われる。各企業の法人格は存続するため、債権者は統合されない<sup>74)</sup>。

株式移転制度は、1997年に、独占禁止法上、純粋持株会社が解禁されたことを受け、純粋持株会社（親会社）を作る会社法上の制度（会社法2条32号、803条以下）として1999年商法改正により導入されたものであり、内部的組織再編を行う手段として利用されることを意図したものであったが、実際には、外部的組織再編（M&A）のための利用例も多数に上っている。すなわち、複数の相互に独立した会社が、共通の持株会社（親会社）を新たに設立することによって企業結合を行うために株式移転制度が用いられている<sup>75)</sup>。

株式移転制度が、その立法目的とは別のM&A目的にも用いられている現象は、日本においては、複数の法人格の利用が利害関係者間の動機付け交渉において重要な意義を有することを示している<sup>76)</sup>。

合併における動機付け交渉に関して触れたように、アメリカでも、ドイツでも、合併は人的資本の拠出者の拡大および経営者の交代に過ぎないが、日本では、人的資本の拠出者のチーム間の統合および物的資本の拠出者のチーム間の統合を意味し、合併後、とくに、人的資本の拠出者の新たなチームの形成が難航することが多い。その理由として、合併前の両社の人的資本の拠出者が、それぞれ、強固な「会社共同体」を形成していることが考えられる<sup>77)</sup>。

日本企業の会社共同体は、法人格ごとに形成される傾向が強いので<sup>78)</sup>、共同持株会社の設立によって、その傘下に入る各社は、独立の法人格を維持すること

---

74) 宍戸・前掲注3) 376頁参照。

75) 宍戸・前掲注3) 376頁参照。たとえば、2002年に、日本鋼管株式会社と川崎製鉄株式会社の共同持株会社として、JFEホールディングス株式会社が設立された例や、2005年に、三共株式会社と第一製薬株式会社の共同持株会社として、第一三共株式会社が設立された例がある。千葉銀行と千葉興業銀行が2027年に共同持株会社を設立して経営統合することで基本合意した（日本経済新聞2025年9月30日9頁）。

76) 宍戸・前掲注3) 357-359頁参照。

77) 前掲注31)～33) およびその本文参照。

78) 宍戸・前掲注3) 376頁参照。

によって、従来の会社共同体を維持しながら、企業グループ全体のシナジーを追求することが可能となる。株式移転による共同持株会社の設立が、日本において、合併に代わる、あるいは、合併に至る前の、企業結合の手法として用いられているのは、結合される各企業の人的資本の拠出者間の間接的統合が実現するからであると思われる<sup>79)</sup>。結合される各企業の経営者が両社の経営機能集団の統合の仕方（垂直的関係・水平的関係）に関する支配の分配交渉を行うことは、合併と同様であるが、法人格ごとに会社共同体が存続するとともに、支配・被支配の関係を曖昧にすることができるので、事前の支配の分配交渉を進めやすい（支配の分配交渉がディール・ストッパーになるリスクが小さい）ということができるが、共同持株会社の人的資本の拠出者の構成に関する交渉は難航することが予想され、企業結合による効率化が十分に実現できない可能性が高い<sup>80)</sup>。

## V キャッシュアウトに伴う物的資本の拠出者の改組

キャッシュアウトは、株式譲渡を伴う企業買収において、公開買付け後に残った少数株主に対して行われることもあるが、それは、買収会社が被買収会社少数株主の存在を望まないからであり、当事者間の動機付け交渉に大きな影響を及ぼす物的資本の拠出者の改組と言えるものではない。本節では、企業結合を伴わないキャッシュアウトが行われて、物的資本の拠出者の改組が生じる例として、上場子会社の完全子会社化とMBOを取り上げる。

### 1. 上場子会社の完全子会社化

子会社上場は、企業グループ設計の選択肢の一つとして、内部的組織再編に位置づけられる。子会社上場を行うことによって、従前より状況が悪くなる当事者は基本的に存在しないので、子会社上場を行うか否かについて当事者間の交渉は必要でないが<sup>81)</sup>、将来、従属会社少数株主となる投資家の不安を緩和するための動機付け交渉が必要となる<sup>82)</sup>。

79) 宍戸・前掲注3) 376頁参照。

80) 宍戸他・前掲注12) 678-679頁参照。

逆に、子会社の上場を廃止し、完全子会社化する場合には、子会社の少数株主の利益が害される危険が大きく、また、子会社の人的資本の拠出者にとっては、物的資本の拠出者の改組によって、動機付け交渉の在り方が変更されることになるので、実質的な交渉が必要となる<sup>83)</sup>。

買主である買収会社の株主の代理人としての親会社経営者と、売主である被買収会社の株主の代理人としての子会社経営者が果実の分配交渉として、キャッシュアウトの対価について交渉するという構図は、合併や企業買収の場合と同様であるが、両者の支配従属関係から、子会社経営者が親会社経営者と対等の立場で、子会社少数株主の利益を最大化すべく実質的な交渉が行われることは望み得ない。すなわち、買主が売主をコントロールできる典型的な利益相反取引である。それゆえ、子会社少数株主にキャッシュアウトの公正な対価が支払われるよう、各国で法制度上の手当が工夫されてきたが、事前に中立的な意思決定が行われるような「公正な手続」の要求と、事後的な訴訟や株式買取請求権の行使における「公正な価格」の評価基準の二つに分けられ、両者は補完的な関係に立つ<sup>84)</sup>。

## 2. MBO

MBOは、旧株主をキャッシュアウトして、経営者とバイアウト・ファンドが新たな株主となる組織再編行為であり、新たな銀行融資（レバレッジド・ファイナンス）が行われるのが通常である。MBOにおいては、人的資本の拠出者の再編も、資産の移動もなく、物的資本の拠出者の改組のみが行われることによって、インセンティブ構造の改変が行われる<sup>85)</sup>。

---

81) 子会社上場は、物的資本の拠出者間の果実の分配交渉を必要としないので、本稿では内部的組織再編に分類される。前掲注12) 参照。

82) 宍戸・前掲注54) 144頁、154-160頁参照。

83) 宍戸・前掲注3) 371頁参照。

84) ジュピターテレコム事件最高裁決定（最決平成28年7月1日民集70巻6号1445頁）は、利害関係を有する者によるキャッシュアウトの事案であっても、一般に公正と認められる手続を経て公開買付けが行われた場合には、当事者が決定した公開買付価格を尊重することを明らかにした。また、経済産業省が公表した「M&A指針」（前掲注46）は、MBOだけでなく、上場会社の完全子会社化のような支配株主による従属会社の買収もその対象としているが、同様の立場をとっている。同指針1.4.2.12参照。

85) 宍戸・前掲注3) 383頁参照。

MBOが行われると、経営者（場合によっては従業員も）は株主としての利害をも有することになるが、基本的には人的資本の拠出者の代表として、物的資本の拠出者（レバレッジド・ファイナンスを行った銀行を含む）の代表としてのバイアウト・ファンドと動機付け交渉を行うことになる。MBOは、それが行われる前の動機付けパターンがアメリカのようなモニタリング・イメージであっても、ドイツのような調整イメージであっても<sup>86)</sup>、あらゆる動機付け交渉のパターンをベンチャー企業で行われているような（二チーム間）交渉イメージの動機付け交渉へ回帰させるものである<sup>87)</sup>。

MBOでは、人的資本の拠出者の再編は起こらないが、物的資本の拠出者の性質が大きく変わり、かつ、動機付け交渉の在り方も変更されるので、人的資本の拠出者にとってもゲームのルールの変更となる。

MBOは独立した企業間の結合を伴わないので、人的資本の拠出者の代表としての経営者間で行われる企業結合後の経営機能集団間の関係に関する交渉（支配の分配交渉）は行われませんが、経営者と新しい物的資本の拠出者との間で支配の分配交渉、すなわち、人的資本の拠出者のオートノミーと物的資本の拠出者のモニタリング権限に関する交渉が行われる。また、物的資本の拠出者の代理人としての経営者間で行われる株式の交換比率や買収対価に関する交渉（果実の分配交渉）に代わって、経営者は、新しい物的資本の拠出者を代表して、現在の物的資本の拠出者と果実の分配交渉、すなわち、買収対価に関する交渉を行うことになる。そこで経営者は、買収者と、売主（現在の株主）の代理人を兼ねることになり、深刻な利益相反問題が発生する。また、買収者と売主である株主との間に情報の非対称性が存在する<sup>88)</sup>。

86) 前掲注 30) 参照。

87) 穴戸・前掲注 3) 384 頁参照。

88) 同じ利益相反型 M&A であっても、支配株主による従属会社の買収と比較すると、MBO の場合、経営者が買主になるという意味でまさに利益相反であるが、支配株主による従属会社の買収の場合は従属会社の取締役は売主というわけではなく、具体的な個人が直接の利益相反の立場に立つものではない。情報の非対称性についても、MBO の買主になる経営者はそもそもインサイダー中のインサイダーなので対象会社の情報をいちばん持っていると思われるが、親子上場の上場子会社の完全子会社化で、親会社は本当に子会社の情報を確実に持っているとは限らない。穴戸他・前掲注 12) 747-748 頁参照。

このような利益相反問題および情報の非対称性の問題に対処すべく、政府は、2007年に、公正な手続を経ることを要請するガイドライン（「MBO 指針」）を公表し<sup>89)</sup>、裁判所も、株式買取請求権の行使に伴う事後的な救済における「公正な価格」の算定に関する判例を積み重ねてきた<sup>90)</sup>。ただし、被買収会社の取締役を規律するための一般的な制度である、取締役の行為の差止め、買収の無効、または、取締役に対する損害賠償責任の追及といった手段は、日本ではいずれも十分に機能していないという批判もなされている<sup>91)</sup>。2019年には、経済産業省より、「MBO 指針」を改訂した「公正な M&A のあり方に関する指針」（「M&A 指針」）が公表された<sup>92)</sup>。

「M&A 指針」は、MBO の構造的利益相反と情報の非対称性の問題に対処すべく、特別委員会をはじめとする具体的な「公正性担保措置」を提示した<sup>93)</sup>。また、株式の評価に関しては、「公正な価値」の概念を、MBO を行わなくても実現可能な価値と MBO を行わなければ実現できない価値に分けて整理し、後者について、「一般株主もその価値の然るべき部分を享受するのが公正である」としている<sup>94)</sup>。

---

89) 経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための企業買収（MBO）に関する指針」（2007年9月4日公表）。

90) レックス・ホールディングス事件（東京高判平成20年9月12日金判1301号28頁）、サンスター事件（最決平成22年2月23日資料版商事法務312号123頁）、サイバード事件（東京高決平成22年10月27日資料版商事法務322号174頁）、オープンループ事件（札幌高決平成22年9月16日金判1353号64頁）、ホリプロ事件（東京高決平成25年10月8日金判1429号56頁）等参照。

91) 白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』（商事法務、2013）152頁参照。

92) 経済産業省・前掲注46)。

93) M&A 指針、第3章参照。公正性担保措置が実効的に講じられている場合には、裁判において、合意された取引条件が尊重され、取締役の忠実義務違反が認められることはない、と期待されるという意味で（M&A 指針、注1）、セーフハーバーの提供という意義がある。

94) M&A 指針2.2、注14）参照。なお、デラウェア州の判例法では、MBO による会社の売却を取締役会が決定した場合はレプロン義務が発生するが、シナジーの分配を盛り込んだ買取価格を裁判所が算定することはない。飯田・前掲注37）164-165頁参照。

## VI 敵対的 M&A と買収防衛策

ここまで、各種の外部的組織再編について各論的議論を行ってきたが、最後に、本節と次節において、敵対的 M&A と友好的 M&A に分けて、総論的な検討を行う。敵対的 M&A と友好的 M&A の限界は流動的であるが、それぞれの類型に固有の重要な法的論点があるので、あえて、「敵対的」および「友好的」の問題点を独立に取り上げる。

### 1. 敵対的 M&A の意義

敵対的 M&A とは、現経営者の同意なく会社支配権を取得する行為である<sup>95)</sup>。買収者は、被買収会社の取締役会決議なしに株主総会における過半数の議決権をコントロールする必要がある、そのためには、既存株主から株式譲渡を受けるか、現経営者との委任状合戦を行うかの選択肢がある。前者による場合は、株式公開買付けが用いられることが多い。

敵対的 M&A は、過半数の議決権をコントロールできる者が全ての取締役を選任することができるという資本多数決原則の顕現であり、実際に起きることは稀であるが、それが起きる可能性が存在することが、総体としての株主の経営者に対するモニタリング権限の源泉となっている<sup>96)</sup>。

敵対的 M&A が起きるメカニズムは以下の通りである。現経営者の経営が効率的でなく、その企業が有する人的資本および物的資本を有効に活用できていないと、株式市場がそれをマイナスに評価し、その企業の市場価格が割安の状態になるので、その企業が有する資源を割安な価格で取得し、より有効に活用しようとする者（買収者）が出現する。買収者は、多くの場合、全ての既存株主に対して、一定の条件で株式を買い取る旨の申込みを公的に行い（株式公開買付け）、それに応じる株主が多数に上り、過半数の株式を取得できれば、会社支配権を取

95) 経済産業省「企業買収における行動指針」（2023年8月31日）は、企業価値を高める敵対的 M&A があり得るという前提に立って、より中立的な表現として、「敵対的」の語を用いず、「同意なき」買収という表現を用いている。

96) See Shishido, *supra* note 32, at 194.

得し、経営者を取り替えた上、会社資源を自由に運用することができる。会社資源が有効に活用されるようになると企業価値が増加し、株式市場がそれをプラスに評価するので、市場価格は上昇し、買取者はキャピタルゲインを得ることが可能となる。

以上のような敵対的 M&A は、企業が有する資源がそれに対して最も価値を見いだす人の手元に移動するという意味で効率的資源配分の仕組みである<sup>97)</sup>とともに、投資先のない余剰資金を株主還元しないと、市場価格が割安になり、敵対的 M&A が起こりやすくなるという意味で、フリーキャッシュフローのエージェンシー・コスト<sup>98)</sup>を抑制する役割を果たしている<sup>99)</sup>。

ただし、敵対的 M&A と友好的 M&A の限界は流動的であり、最近の株主アクティビズムと敵対的企業買収の違いも連続的である<sup>100)</sup>。コーポレート・ガバナンスの観点からは、アクティビスト・ヘッジファンドが経営に介入してくる可能性が常にあり、敵対的か友好的かを問わず企業買収の可能性が高まることが重要であると言えよう<sup>101)</sup>。

## 2. 買収防衛策

現経営者は、敵対的 M&A には、定義上反対であり、その実現を阻止するための様々な措置を講じる。それらを総称して買収防衛策と呼ぶが、買収防衛策は平時の対応と有事の対応に分けられる。

---

97) See Michael C. Jensen, *Takeovers: Their Causes and Consequences*, 2 J. ECON. PERSP. 21 (1988).

98) 経営者は、将来の予期せぬ市場変動等に備えるべく、投資先のない余剰資金を社内に留保するインセンティブを有するが、過大な内部留保は、数期赤字が続いても倒産しないという緊張感を欠く経営や、株主の利益にならない投資が行われるリスクにつながる。

99) See Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, 76 AM. ECON. REV. 323 (1986).

100) アメリカでは、1990年代から、経営者に対する株主による直接的なモニタリング手段として、株主アクティビズムが敵対的買収にとって代わったが、日本では、2020年代から、敵対的買収と株主アクティビズムが同時に増加している。See Curtis J. Milhaupt & Zenichi Shishido, *The Enduring Relevance of the Poison Pill: A U.S.-Japan Comparative Analysis*, 28 STAN. J. L. BUS. & FIN. 336, 349-345.

101) 六戸他・前掲注12) 728-731頁参照。



敵対的 M&A の可能性が高まることは、株主のモニタリング権限が強化されることであり、それとトレードオフの関係にある経営者のオートノミーは弱くなることを意味するので、経営者は、平時より敵対的 M&A が起こる可能性を低下させるインセンティブを有している。そのために用いられる方法には、買収者が容易に過半数の株式を取得できないよう、株式相互持合等によって、買収者が現れても保有株式を売却することのない安定株主を維持する努力を行うこと（安定株主工作）<sup>102)</sup>と、定款等で、仮に買収者が過半数の株式を取得しても、すぐには合併等を行うことができない<sup>103)</sup>、あるいは、取締役全員を取り替えることができない仕組み<sup>104)</sup>を作っておくこと（鯨よけ）とがある。アメリカにおいて、フェイスブックやグーグルが上場時に導入したことで議論を呼んだ複数議決権株式<sup>105)</sup>は最も強力な平時からの買収防衛策と言える。

実際に買収者が出現した有事の買収防衛策には、友好的な第三者に対して第三者割当増資を行うこと（ホワイトナイト）<sup>106)</sup>と、買収者以外の株主に対して低廉な行使価額の新株予約権を割り当てることによって、買収者が閾値を超えて買い進められないようにすること（ポイズンピル）とがある<sup>107)</sup>。また、焦土作戦と呼ばれる、利益率が高い事業部門を売却する等、自らを買収者にとって魅力がないものにする方法も有事の防衛策の一つである<sup>108)</sup>。

102) 株式相互持合解消の受け皿として自己株式取得が安定株主工作の手段として用いられることもある。流通株式を余り高くしないこと、従業員持株会の利用、も安定株主工作の一環として行われている。宍戸他・前掲注 12) 702-705 頁参照。

103) ミネソタ州会社法では、合併等に必要とされる特別決議が全株式の過半数なので、定款で決議要件をたとえば3分の2以上とすれば、鯨よけの効果がある。

104) ミネソタ州会社法上、取締役の任期を3年として、毎年取締役の3分の1ずつ改選するスタaggerド・ボードにより、買収者が過半数の議決権を取得しても、全取締役の改選に3年かかるようにしておくことが可能である。

105) See Hyunseob Kim & Roni Michaely, *Sticking around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting* (ECGI Finance Working Paper, 2019); Dhruv Aggarwal, Ofer Eldar, Yael Hochberg & Lubomir P. Litov, *The Rise of Dual-Class Stock IPOs*, 144 J. Fin. Econ. 122 (2022). 日本経済新聞 2019 年 6 月 8 日「複数議決権株広がる反発 ミ企業で導入拡大 創業者・株主に溝」(<https://www.nikkei.com/article/DGKKZO45840370X00C19A6DTA000/>)、宍戸他・前掲注 12) 317-326 頁参照。

### 3. 支配権取引に対する法規制

会社支配権を巡る攻防に対しては、各国とも何らかの法規制がおかれている。

106) ホワイトナイトに対する第三者割当増資が日本における伝統的な有事の買収防衛策であった。それに対して買収者が不公正発行であるとして差し止め（会社法 201 条）を求めた裁判例が多く存在するが、裁判所は、仮に支配権維持の目的があったとしても、資金調達目的が優越していれば、不公正発行には当たらないとする「主要目的ルール」と呼ばれる立場をとり、結果的に、経営者による第三者割当増資を利用した買収防衛を容認してきた（日本の判例理論が、敵対的企業買収に対する対抗措置として認定されるべき第三者割当増資を資金調達目的であるか否かという観点から審査してきたことの問題点を指摘するものとして、徳本穰『敵対的企業買収の法理論』（九州大学出版会、2000）45-47 頁参照）。ところが、2005 年のニッポン放送事件東京高裁決定（東京高決平成 17 年 3 月 23 日判時 1899 号 56 頁）が、従来型の第三者割当増資に近い新株予約権発行決議を差し止めたことで、判例の流れが変わったと考えられている。

その後、支配権の異動を伴う第三者割当増資に対して東証規則と会社法の規制が導入された。2009 年に、東京証券取引所は、希釈化率が 25% 以上または支配権が異動する場合は、経営陣から一定程度独立した者から第三者割当の必要性・相当性に関する意見を入手するか、株主総会決議によって株主意思を確認することを求めた（上場規程 432 条、上場規程施行規則 435 条の 2）。また、2014 年会社法改正において、総株主の 10% 以上の議決権の反対があり、かつ、緊急の必要がない場合には、引受人とその子会社等が総株主の議決権の 2 分の 1 を超える議決権を有することになる募集株式・募集新株予約権の割当について、株主総会の普通決議による承認を要することとした（会社法 206 条の 2 第 4 項）。  
六戸 = 大崎・前掲注 44) 37-38 頁参照。

107) ポイズンピルは、平時の防衛策と有事の防衛策の両面を持っている。アメリカでは、取締役会決議でいつでも導入できるので、有事の防衛策の色彩が強いが、日本では、株主総会決議で予め導入しておくことが多く、平時からの防衛策の色彩が強い。ただし、2021 年に、東芝機械の有事導入型買収防衛策が臨時株主総会の賛成多数で可決され、2021 年には、3 件の有事導入型買収防衛策についてその有効性が裁判で争われ、そのうち 2 件の有効性が認められたが（富士興産事件（東京高決令和 3 年 8 月 10 日金判 1630 号 16 頁）、東京機械製作所事件（前掲注 55））、取締役会決議のみで導入した防衛策に対しては仮差止めが認められた（日本アジアグループ事件（東京高決令和 3 年 4 月 23 日資料版商事法務 446 号 154 頁））。なお、日本では、新株予約権に株式との随伴性がないため、新株予約権の無償割当ての時期を、アメリカのようにポイズンピルの導入時ではなく、発動時としている。田中・前掲注 4) 751 頁参照。随伴性がないため、新株予約権発行時の株主と行使時の株主が異なることになり、行使時に買収者以外の一般株主の利益をも侵害するとして、アメリカ型のポイズンピルの発行が差し止められた裁判例として、東京高決平成 17 年 6 月 15 日判時 1900 号 156 頁（ニレコ事件）参照。

108) たとえば、ライブドアによる敵対的買収の動きに対抗して、ニッポン放送が、利益を上げている子会社のポニーキャニオンを売却しようとした例がある。上野英治郎、松田潔社「ニッポン放防衛策：「クラウン・ジュエル売却」も——ポニーキャニ株」Bloomberg 2005 年 3 月 14 日（<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2005-03-14/IDBW40076GHT>）参照。

買収者に対する法規制が必要なのは、企業価値が毀損されるリスクがあるとともに、少数株主が保有株式を不当に安く買いたたかれるリスク（強圧性のリスク）があるからである。被買収会社に対する法規制が必要なのは、現経営者がエントレンチメント（保身）のインセンティブから企業価値を高めるM&Aを阻害するリスクがあるからである。

#### A. 買収者に対する法規制

買収者に対する法規制は、大量保有報告義務や委任状勧誘規則による実質的規制<sup>109)</sup>の他に、企業買収を行うに際し、どの範囲で株式公開買付けを行わなければならないかによって、その強度が変わってくる。

まず、第一に、支配権ブロックを取得するためには株式公開買付けによらなければならないか否かである。株式公開買付けを用いなくても良いとすれば、支配株主から相対で取得することが可能である。支配権ブロックは、少数株主の有する株式に比して、支配権プレミアムを上乗せして取引されることが普通であるので、相対取引では、支配株主は支配権プレミアムを独占することができるが、株式公開買付けでは、支配権プレミアムを買収プレミアムという形で少数株主にも分配しなくてはならなくなる。株主平等原則に則した規制であるが、支配株主がM&Aに応じるインセンティブが阻害されてしまうので、企業価値を高めるM&Aが起る可能性を低下させることになる<sup>110)</sup>。

109) 大量保有報告義務は情報開示規制であるが、不実開示に対しては刑事罰が科されることもあり、5%を超えて株式を買い進むために大量保有報告を提出することは実質的なコストとなる。アメリカにおいて、かつてはSECによる厳格な規制が企業買収を妨げているとの批判がなされていた（See Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 MICH. L. REV. 520, 543 (1999)）。しかし、1992年・1999年の委任状勧誘規制の改正、1998年の5%ルール改正により大幅な規制緩和行われ、株主アクティビズムが促進されたとされている（See Thomas W. Briggs, *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis*, Summer 2007 J. CORP. L. 681, 686-694.）。See Zenichi Shishido, *The Incentive Bargaining of the Firm and Enterprise Law: A Nexus of Contracts, Markets, and Laws*, in ENTERPRISE LAW: CONTRACTS, MARKETS, AND LAWS IN THE US AND JAPAN (Zenichi Shishido ed. 2014) 1, 26, note 89.

110) See FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 109 (1991).

第二に、買収者は、会社支配権を取得するに足る持株割合までの株式公開買付け（部分買付け）をかけることができるか、あるいは、全株式に対して株式公開買付けをかける義務を負うかである。買収者に部分買付けを認めると、少数株主に対する強圧性の問題<sup>111)</sup>を払拭することができないが、全部買付義務を課すと買収コストが大きくなるので、その分、買収者がM&Aを行うインセンティブが阻害されてしまう<sup>112)</sup>。

## B. 被買収会社に対する法規制

被買収会社に対する法規制は、事前の買収防衛策に対する規制と有事の買収防衛策に対する規制に分かれる。

アメリカにおけるスタッガード・ボード（期差制取締役会）や日本の株式相互持合に代表される事前の買収防衛策に対しては、従来、法規制がなされることはほとんどなかった。しかし、近年の株式保有構造の機関化現象や、コーポレートガバナンス・コードの世界的広がり等によって、エントレンチメントにつながる事前の買収防衛策に対する批判が高まり、それらの廃止や縮小を余儀なくされる企業が増えている<sup>113)</sup>。

ホワイต์ナイトに対する第三者割当増資やポイズンピルに代表される有事の買収防衛策の行使に対しては、各国において何らかの法規制がなされており、それ

---

111) 株主が、公開買付価格に不満があっても、少数株主として取り残される不安から、不本意ながらも公開買付に応じってしまう事態を指す。飯田・前掲注37) 194頁参照。

112) 前掲注53) およびその本文、55) およびその本文参照。

113) アメリカでは、2009年以降、機関投資家による株主提案を受けて、スタッガード・ボードを廃止して、毎年全ての取締役の選任決議を行う上場企業が急速に増えている（See Carol Bowie, *ISS 2016 Board Practices Study*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, June 1, 2016 (<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/06/01/iss-2016-board-practices-study/>)). ただし、複数議決権株式（dual-class stock）を用いた新規株式公開（IPO）は、機関投資家の反対にもかかわらず、増え続けている（See Aggarwal, et al., *supra* note 97.）。日本では、2014年のサイバーダインの上場以来、複数議決権株式を用いた上場の例はない（日本経済新聞 2023年2月17日 (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB1754E0X10C23A2000000/>) 参照）。また、日本では、1997年の金融危機以降、株式持合（政策保有株式）比率は急速に減少し、さらに2015年・2018年のコーポレートガバナンス・コードの影響により着実に減少傾向が続いている（西山賢吾「我が国上場企業の株式持ち合い状況（2018年度）」野村資本市場クオーターリー 2019 Autumn）。

ぞれに判例法が形成されている。具体的な敵対的 M&A の試みに対して、現経営者にどこまでの買収防衛策の行使を認めるかは、標的企業の経営を、現経営者と買収者のどちらに委ねた方が企業価値を高めることになるかの判断を誰に委ねるかという問題である。独立取締役の判断を重視する方向性（joint decision making model）と、株主の判断を重視する方向性（no frustration model）があり得るが<sup>114)</sup>、何らかの形で両者を組み合わせた法規制を行っている国が多い。

アメリカ、とくにデラウェア州会社法は、典型的な joint decision making model の法規制を行っている。アメリカでは、敵対的企業買収の局面に限らず、株主の利益に重要な影響のある判断は、株主自身ではなく、取締役会に決めさせることを原則にしており（board supremacy model）、かつ、利益相反のない独立取締役の経営判断を尊重し、裁判所が後付けの評価をしないこととしている（business judgment rule）。しかし、敵対的企業買収が成立すれば、ほとんどの場合、独立取締役も交代させられるので、いかに社外のポジションといえども、自らの地位を失うか否かの判断に利益相反的要素がないとは言えないので、買収防衛策を行使するか否かに関する独立取締役の判断に対しては、entire fairness standard<sup>115)</sup>と business judgment rule の中間の基準である intermediate standard of review がとられている<sup>116)</sup>。

デラウェア州の intermediate standard of review は、主として、以下の二つのルールから成り立っている。第一に、取締役会は、買収防衛策を行使するに当たっては、敵対的買収の試みが、企業価値および企業政策にとって脅威であることが合理的に認識できること、および、取締役会が選択した防衛策がその脅威に比して不相当に強力なものでないことを立証しなければならないとする Unocal rule である<sup>117)</sup>。第二に、取締役会が会社支配の移転に荷担する場合には、取締

114) See Paul Davies, Klaus Hopt, & Wolf-Georg Ringe, *Control Transactions, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* (Reinier Kraakman, et al., eds., 3d ed., 2017) 211-221.

115) 取締役等に利益相反がある取引に関しては、その取引が会社および株主に対して完全に公正であることの立証責任を被告取締役に負わせる法理。

116) See KLEIN & COFFEE, *supra* note 37, at 203.

117) *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum*, 493 A.2d 946 (Del. Supr. 1985). See KLEIN & COFFEE, *supra* note 37, at 203-204.

役会は、合理的に選択できる買収者のうち、株主に対して最も高い価格を提供する買収者に会社を売却する忠実義務を負うとする Revlon rule である<sup>118)</sup>。

日本では、2005年のニッポン放送事件における東京高裁決定<sup>119)</sup>が、同一企業グループに属する会社に対する新株予約権の発行（有事におけるホワイトナイトに対する第三者割当増資と実質的に同じもの）に対し、従来の判例の主要目的ルールを踏襲しながら、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、株主が資本多数決で決すべき問題であるという考え方を前面に押し出し、当該新株予約権の発行は支配権の維持・確保目的によるものであると認定して、その差止めを命じたことによって買収防衛策に関するルール形成が動き出した。

その同年、経済産業省・法務省が「買収防衛指針」<sup>120)</sup>を公表し、一定の買収防衛策は企業価値の維持・向上の観点から合理性を認めうるとして、いわゆる差別的行使条件付新株予約権を用いた買収防衛策が適法とされうるとの見解を示した。また、日本技術開発事件における東京地裁決定<sup>121)</sup>が、情報提供の要請に応じずに買収者が開始した株式公開買付けの実現を遅らせるために取締役会が決議した株式分割を適法と認めた。これらを契機として、いわゆる事前警告型防衛策の導入が広まった<sup>122)</sup>。

2007年のブルドックスソース事件における最高裁決定<sup>123)</sup>は、全株式を対象にした現金対価での公開買付けが開始された後で行われた、差別的な内容の新株予約権の無償割当て（会社法277条）を適法としたが、この有事の買収防衛策の導入

---

118) Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. Supr. 1986)

See KLEIN & COFFEE, *supra* note 37, at 204-205.

119) 東京高決平成17年3月23日判時1899号56頁。

120) 経済産業省・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」（平成17年5月27日）。

121) 東京地決平成17年7月29日判時1909号87頁。

122) 事前警告型防衛策とは、大規模買付行為等（たとえば、20%以上の取得）を行おうとする者に対して、買収後の事業計画を含む一定の情報提供を行うこと、および取締役会が当該提案を検討し、必要に応じて代替案を提示するための期間、大規模買付行為等を行わないことを求め、買収者がそのルールに従わない場合には、差別的取得条項付新株予約権無償割当てを行うと警告するものである。田中・前掲注4) 750-751頁参照。

123) 最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁。



および行使は、株主総会の特別決議による承認を得たものであり、かつ、買収者に割り当てられた新株予約権は金銭を対価として対象会社が取得するというものであった。本件最高裁決定によって、支配権争いの帰趨は株主自身に決めさせるべきであるという、日本における買収防衛策に関するルールが定着したが、経営者の株式持合・安定株主工作を行うインセンティブを強化したという批判もなされている<sup>124)</sup>。その後の裁判例によって、新株予約権の発行を伴う防衛策が裁判所により不公正発行（会社法 210 条）と判断されないためには、事後的であっても株主意思確認総会の承認を得ることが必要であるとの認識が実務家の間で共有されるに至った<sup>125)</sup>。

金融庁が 2014 年にスチュワードシップ・コード（2017 年、2025 年に改訂）、2015 年にコーポレートガバナンス・コード（2018 年、2021 年に改訂）を策定し、東京証券取引所がコーポレートガバナンス・コードを適用して以来、平時導入の事前警告型買収防衛策を廃止する企業が増えているが<sup>126)</sup>、2020 年頃からの株主アクティビズムの急増に伴い、対アクティビスト・ビルとして事前警告型買収防衛策が見直されている<sup>127)</sup>。同時期に敵対的企業買収も動き出していたが<sup>128)</sup>、2023 年に経済産業省が新しいテークオーバー・ガイドライン<sup>129)</sup>において、敵対的企業買収を企業価値向上に資する可能性のある手法として、対象会社の取締役会にその申し出を真摯に検討することを求めたことを契機に、事業会社による敵対的企業買収が相次いで行われ<sup>130)</sup>、日本の支配権市場の本格的幕開けを感じさせた。それに伴い、今後は、有事導入の事前警告型買収防衛策がより重要になると思われる。

### C. 買収者に対する法規制と被買収会社に対する法規制のバランス

以上のように、会社支配権を巡る攻防に対する法規制は、買収者に対する規制と被買収会社に対する規制に分けられるが、各国の法規制を評価する場合には、

---

124) See Curtis Milhaupt, *Takeover Law and Managerial Incentives in the United States and Japan*, in ENTERPRISE LAW: CONTRACTS, MARKETS, AND LAWS IN THE US AND JAPAN 177, 189 (Zenichi Shishido ed. 2014). 田中・前掲注 4) 757 頁参照。ただし、そのようなインセンティブ効果にも関わらず、全体として株式相互持合は減少している。



- 125) 日邦産業事件抗告審決定(名古屋高決令和3年4月22日資料版商事法務446号130頁)は、株主総会の普通決議によりその導入および継続が承認された事前警告型買収防衛策に基づき、当該防衛策が定めるルールに違反して大規模買収行為を行おうとする買収者に対して、独立委員会の勧告を受けて取締役会限りで差別的取得条項付新株予約権無償割当を行うことが許されることを明らかにした(太田洋「日邦産業事件および日本アジアグループ事件と買収防衛策の今後〔上〕」商事法務2264号22頁、28頁(2021)参照)。これに対して、日本アジアグループ事件抗告審決定(前掲注107))は、経営支配権争奪状況において、支配権維持を主要な目的として、取締役会限りで導入された買収防衛策に基づいて、取締役会限りで決定実施される差別的取得条項付新株予約権無償割当てについて、敵対的買収者が会社に回復し難い損害をもたらす事情がある等の「特段の事情」の疎明もないとして、不公正発行に当たるとした(太田洋「日邦産業事件および日本アジアグループ事件と買収防衛策の今後〔下〕」商事法務2265号17頁、20-21頁(2021)参照)。その後、富士興産事件抗告審決定(前掲注107)は、日本アジアグループとはほぼ同様の仕組みながら、取締役会決議による差別的取得条項付新株予約権無償割当ての後に、株主意思確認総会の承認を得られなければ無償割当てを中止することを約した有事導入型防衛策を有効と認めた。これら一連の裁判例により、買収防衛策の導入および発動が取締役会決議のみでなされた場合には、事後的に株主意思確認総会の承認を得られなければ対抗措置を撤回することを予定していることがその有効性の要件であることが判例上定着したと理解された(太田洋「富士興産事件原審決定と抗告審決定の検討と分析」商事法務2275号36頁、48頁(2021)参照)。さらにその後、東京機械製作所事件では、最高裁が、事後的な株主意思確認総会決議をいわゆるMoM(majority of minority)類似の手法で行った有事導入型防衛策の有効性を認めた(前掲注55))。カーティス・ミルハウプト=穴戸善一「東京機械製作所事件が提起した問題と新J-Pillの提案」商事法務2298号4頁、11頁、14-15頁(2022)参照。ただし、2022年に最高裁は、事前に過半数の株主の承認を得た有事導入の事前警告型防衛策が株主権の行使を過度に制限している等の理由で差止を命じた三ツ星事件抗告審決定(大阪高決令和4年7月21日金判1667号30頁)の判断を認めたことで、必ずしも株主の承認を得た防衛策を無条件に認めるわけではないことを示した。穴戸=大崎・前掲注44)179-180頁参照。
- 126) 2020年12月末時点で買収防衛策を導入している企業数はピーク時の2008年末の569社から51%減少して281社となった。日本経済新聞2021年2月22日夕刊1頁。機関投資家の反対が強いことが大きな影響を与えているものと思われる。2025年3月31日現在、買収防衛策を導入している企業は245社となった。MARR Online (<https://www.marr.jp/genre/topics/kaisetsu/entry/59265>)参照。
- 127) 株主アクティビズムの進行に伴い、新規導入する企業も毎年数社存在していることが報告されていた。茂木美樹=谷野耕司「敵対的買収防衛策の導入状況ともの言う株主の動向——2020年6月総会を踏まえて」商事法務2246号27頁(2020)参照。日本における反アクティビスト・ピルの嚆矢として、三ツ星事件(前掲注125)参照。
- 128) 伊藤忠商事によるデサント買収(2019年)、コロナイドによる大戸屋ホールディングス買収(2020年)、ニトリによる島忠買収(2020年)、SBIホールディングスによる新生銀行買収(2021年)等。エイチ・アイ・エス(HIS)から2019年に買収提案を受けたユニゾHDはLBOによる非公開化を行ったが、3年後に破綻した。オーケーから買収提案を受けた関西スーパーマーケットは、2021年にエイチ・ツー・オーリテイリングに友好的に買収された。

それぞれを個別に論じるだけでなく、両者を一体として見たときに、株主のモニタリング権限と経営者のオートノミーのバランスがとれている法規制になっているか否かという視点が重要である。

日米英3国の会社支配権をめぐる攻防に対する法規制を比較すると、イギリスは、買収者に対しては、30%超の株式を取得した場合には全部買付義務を課し<sup>131)</sup>、被買収会社に対しては、有事における買収防衛策の行使を禁じ<sup>132)</sup>、両者に対してともに厳格な法規制を行っている<sup>133)</sup>。アメリカは、買収者に対しては、手続規制のみで、公開買付義務を課さず<sup>134)</sup>、被買収会社に対しては、比較的緩やかに買収防衛策の行使を認めており、両者に対して厳格でない法規制を行っている<sup>135)</sup>。日本は、買収者に対しては、30%を超えて株式を取得する場合には公開買付義務を課し（金商法27条の2第1項）<sup>136)</sup>、3分の2を超えて取得する場合には全部買付義務を課す（金商法27条の13第4項、施行令14条の2の2）という比較的厳格な規制を行っているのに対して<sup>137)</sup>、被買収会社に対しては、アメリカ類似の比較的緩やかな防衛策規制を行っている<sup>138)</sup>。

以上のように、イギリスは、買収者にも、被買収会社にも、ともに厳格な規制を行うことで、経営者のオートノミーと株主のモニタリング権限のバランスを取

129) 前掲注95) 参照。

130) ニデックによるTAKISAWA買収（2023年）と第一生命HDによるベネフィット・ワン買収（2024年）は相手方経営陣の同意なしにTOBを開始したが、相手方経営陣がTOBに賛同に転じた。ニデックから2024年末に同意なき買収提案を受けた牧野フライス製作所は2025年に投資ファンドによる友好的買収に同意した。

131) City Code on Takeovers and Mergers Rule 9.1.

132) City Code 21.1, 21.2.

133) ただし、取締役会が買収提案に反対の意見表明を行うこと、防戦買いを行うこと、ホワイトナイト（友好的買収者）を探すことは禁じられていない。株主総会の承認を得れば防衛策の行使も認められる余地はあり、株主総会特別決議で株主の株式引受権（pre-emption rights）を適用除外することが承認されれば、ホワイトナイトに対する第三者割当増資を行うことも可能である（Company Act §§569～571）。宍戸＝大崎・前掲注44）146頁参照。

134) ただし、デラウェア州一般事業会社法203条は、定款（bylaws）でその適用を回避することは可能であるが、15%以上85%未満の株式を取得する株主に対して、一定の条件を満たさない限り、3年間、合併を含む企業結合取引を行うことを禁じている。

135) 宍戸＝大崎・前掲注44）147-149頁参照。

136) 2024年金商法改正（2026年6月施行予定）前は、公開買付義務の課される閾値は3分の1であり、また、市場からの買い付けには公開買い付け義務が発生しなかった。

っており、アメリカは、両者に対して、ともに緩やかな規制を行うことで、オートノミーとモニタリングのバランスを取っているが、日本は、買収者に対しては、イギリスにならい、厳格な規制を課し、被買収会社に対しては、アメリカにならい、緩やかな規制を課しており、結果的に、経営者のオートノミーを維持し、株主のモニタリングを困難にする方向にバランスが傾いていると評価できる<sup>139)</sup>。

また、会社法や金融商品取引法だけでなく、労働法や税法も株主のモニタリング権限と経営者のオートノミーのバランスに影響を与えている可能性が高い。

買収者は、非効率な経営を行っている企業の支配権を取得し、余剰人員の整理等を行って、コスト構造を改善し、企業価値を高めることを目的に企業買収を行うことが多いので、雇用保護法制が強く、企業の支配権を取得したとしても、余剰人員の整理が行えないとすれば、企業買収を行うインセンティブを失ってしまうであろう。換言すれば、強力な雇用保護法制に守られた長期雇用従業員の存在

---

137) 日英の公開買付規制を比較すると、日本では30%を超える際の取得に公開買付義務が課され、イギリスでは30%以上をすでに取得した場合に公開買付義務が発生する。日本型の規制では、どの買付が30%を超える買付になるかを把握しておかないと、公開買付義務違反となる危険があり、その違反には刑事罰が科される可能性もあるので、イギリス型の規制よりもむしろ抑止効果が高いとも言える。穴戸 = 大崎・前掲注44) 149頁注19参照。

138) 穴戸・前掲注3) 279-281頁、仮屋広郷「企業買収法制のあり方と今後の展望——制度設計への視座」一橋法学11巻1号61頁(2012)参照。ただし、防衛策の発動に株主の承認を要する点において、日本企業の取締役会は、従前考えられていたほど買収提案を阻止する権限を与えられておらず、日本の被買収会社に対する法規制は、むしろイギリス型に近いという考察もある。See Akio Hoshi, *The Peculiar Development of Anti-takeover Measures in Japan*, J. CORP. L. STUD., at 31 (2024), <https://doi.org/10.1080/14735970.2924.2444406>. 従来、経営陣が株式相互持合等を通じて防衛策に対する過半数の株主の承認を得ることは必ずしも難しいことではなかったこと(胥鵬 = 田中亘「買収防衛策イン・ザ・シャドー・オブ株式持合——事例研究」商事法務1885号4頁(2009)参照)を前提として、日本の被買収会社に対する法規制は、過半数の株主の承認を得さえすれば、内部者が過半数を占める取締役会がほぼ自由に買収策を行使することを認めるものであるとして、緩やかな規制であると考えられてきたが(See Enterprise Law Conference of 2014 Edited Transcript, Panel 2 at 8 (Curtis J. Milhaupt) (SSRN, 2014)), 持合比率の急速な減少と機関投資家現象に代表される株式所有構造の急激な変化の下で、日本の現行ルールは被買収会社の経営陣にとって厳しさを増していると言えよう。

139) See Zenichi Shishido, *A Response to John Armour, Jack B. Jacobs and Curtis J. Milhaupt*, HARV. INT'L L. J. (Feb. 10, 2011), [http://opiniojuris.org/2011/02/10/hilj\\_shishido-response-to-armour-jacobs-milhaupt/](http://opiniojuris.org/2011/02/10/hilj_shishido-response-to-armour-jacobs-milhaupt/)

自体が「鯨よけ」の効果を持つことになる<sup>140)</sup>。日本の雇用保護法制は世界的に見ても最も強力なものの一つであり、株主に対する経営者のオートノミーを強化する方向に働いていると思われる<sup>141)</sup>。

組織再編税制も株主のモニタリング権限と経営者のオートノミーに影響を与える。日本の組織再編税制は、適格組織再編の要件として、アメリカにはない、従業員引継要件と役員引継要件を定めており<sup>142)</sup>、買収者の企業買収を行うインセンティブを阻害し、経営者のオートノミーを強める方向に寄与している可能性が高い<sup>143)</sup>。

日本でこれまで敵対的企業買収がほとんど行われてこなかった理由として、そのほかにも、敵対的企業買収を良しとしない社会規範の存在や、経営者市場が未成熟なため、買収者が経営者を取り換えることによって企業価値を向上させるストーリーを示すことが困難であること等があげられる<sup>144)</sup>。

しかし、2019年以降、伊藤忠商事によるデサント買収、前田建設工業による前田道路買収、コロナイドによる大戸屋ホールディングス買収、ニトリによる島忠買収、さらに、金融業においても、SBIホールディングスによる新生銀行買収など、知名度の高い企業が敵対的TOBを成功させたことで、敵対的企業買収をめぐる状況は大きく変化した<sup>145)</sup>。さらに、2023年8月31日に経済産業省が敵

140) 強力な雇用保護法制を有する国では、敵対的企業買収が起こる頻度が下がるという実証研究がある。See Marco Pagano & Paolo F. Volpin, *The Political Economy of Corporate Governance*, 95 AM. ECON. REV. 1005 (2005).

141) See Toru Kitagawa, *Complementarity among the Abusive Dismissal Rule, Company Community Norms, and an Illiquid External Labor Market: Transformation of Directors' Fiduciary Duty under Japanese Corporate Law*, in ENTERPRISE LAW: CONTRACTS, MARKETS, AND LAWS IN THE US AND JAPAN 70 (Zenichi Shishido ed. 2014).

142) 渡辺徹也「法人税法のあり方とインセンティブ」宍戸善一編著『「企業法」改革の論理』（日本経済新聞出版社、2011）330頁、346頁参照。

143) 役員の交代と余剰人員の削減を行うと適格組織再編の要件を満たさず、株主レベルで譲渡益課税の繰延が認められないので、株主はより高い対価でなければ買収に応じない可能性もあり、買収コストが高くなる。ただし、適格組織再編では、買収者が対象会社の資産の簿価を引き継ぐので、将来売却する場合には含み益に課税される。前掲注11)、宍戸他、前掲注12) 653頁参照。

144) 宍戸他、前掲注12) 725頁参照。

145) 宍戸他、前掲注12) 723頁注59) 参照。

対的企業買収を肯定的に評価するガイドライン<sup>146)</sup>を公表した直後に、ニデックがTAKISAWAを相手方経営陣の同意なくTOBを仕掛けて成功したのに続き、伝統的金融機関である第一生命ホールディングスが進行中のM&Aに後から参入してベネフィット・ワンを買収したことで、日本の支配権市場が本格的に動き出したと認識されている<sup>147)</sup>。

ただし、その後、ニデックから同意なき買収提案を受けた牧野フライス製作所はホワイトナイトとしての投資ファンドによる買収提案を受け入れて非公開化する途を選び<sup>148)</sup>、カナダのアリマンタション・クシュナール (ACT) から買収提案を受けていたセブン&アイは創業家によるLBOで非公開化を目指すなど買収提案に抵抗し続けた結果、2024年8月から11カ月に及ぶ交渉の後ACTが撤退するなど<sup>149)</sup>、敵対的企業買収に対する抵抗感は根強いものがある。

## Ⅶ 友好的 M&A と利益相反問題

M&Aが友好的なものであれば、敵対的なものに比べ利害関係人間の表面的な軋轢は少ないが、被買収会社の経営者と株主の間には、敵対的 M&A よりも深

---

146) 前掲注95) 参照。

147) 敵対的企業買収に対する日本社会の受け止め方も変わりつつある。日本経済新聞は、『「同意なき買収」を競争力向上に生かせ』と題する社説を掲載し (日本経済新聞 2024年3月25日2頁)、これまで敵対的企業買収のアドバイザーになることはないと考えられていた大手証券会社の一つであるみずほ証券が、物流大手のAZ-COM丸和ホールディングスによる同業のC&F ロジホールディングスへの「同意なき買収提案」の助言役を務めることが注目された (日本経済新聞 2024年4月2日7頁参照)。

148) 日本経済新聞 6月3日 (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUC03CT80T00C25A6000000/>)。なお、牧野フライス製作所が、ニデックのTOB開始を受けて、同社の「買収への対応方針」に基づく差別的行使条件・差別的取得条項付新株予約権無償割当てを決議したのに対して、ニデックが申し立てた差し止め仮処分が東京地裁で却下された (東京地決令和7年5月7日資料版商事法務495号46頁)。太田洋「ニデック対牧野フライス事件東京地裁決定の分析と検討」商事法務2396号4頁 (2025)、松中学「時間を確保するための買収防衛策——牧野フライス製作所事件決定を踏まえて」商事法務2398号33頁 (2025)、松尾健一「ニデック対牧野フライス製作所事件決定の検討」商事法務2401号4頁 (2025) 参照。

149) 小平龍四郎「セブン買収撤回が示すガバナンス改革の限界 『信任』がガラスの壁に」日本経済新聞 2025年7月23日 (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCD210QV0R20C25A7000000/>) 参照。



刻な利益相反関係が内在している。なぜならば、MBO のような典型的な利益相反取引でなくとも、被買収会社の経営者は、買収者との合意によって、本来は株主に支払われる対価の幾分かを「賄賂」として収受することが可能だからである<sup>150)</sup>。たとえば、被買収会社の経営者が、買収後の役職の提供等と引き換えに、株主にとってより有利な買収提案が他に存在する可能性が高いにもかかわらず、当該買収者との間で強力な取引保護条項を締結してしまうことが考えられる<sup>151)</sup>。

米デラウェア州の判例法では、利益相反取引ではない株対価の合併の場合には、経営判断原則が適用され、独立当事者間取引価格（合併条件）が尊重されるが<sup>152)</sup>、被買収会社の取締役会が会社支配権の移転に荷担し、被買収会社の株主が将来にわたって支配権プレミアムを取得する機会を失う場合には、取締役会に、より高い価格を付ける買収者が存在しないか確認する、マーケット・チェックをする義務（レブロン義務）を負わせている<sup>153)</sup>。

日本の判例も、被買収会社の取締役が買収者と買収対価に関する交渉を行う場合には、株主共同の利益を図る善管注意義務があり、取締役が悪意または重過失によりこの義務に違反し、そのために、公正価値（株式価値）に比して低廉な価額で買収が成立した場合には、会社法 429 条 1 項により、取締役は株主に対して直接損害賠償責任を負い、その善管注意義務には株主に対する一定の適正情報開示義務が含まれるとしている<sup>154)</sup>。ただし、この株主共同の利益を図る義務にレブロン義務は含まれていないと一般に解されており<sup>155)</sup>、日本においてレブロン義務を採用することの是非についても議論が分かれている<sup>156)</sup>。

150) See Enterprise Law Conference of 2014 Edited Transcript, Panel 4 at 108 (J. Mark Ramseyer) (SSRN, 2014).

151) 白井・前掲注 91) 153 頁参照。

152) 買収者が支配株主である場合には、伝統的には完全な公正の基準が適用されていたが、2014 年のデラウェア最高裁判決において、独立取締役で構成される特別委員会が価格交渉を行い、かつ、十分な情報を与えられた独立した少数株主の過半数が賛成した場合には、経営判断原則を適用するという判例法理（MFW フレームワーク）が確立した。See Kahn v. M&F Worldwide, 88 A.3d 635 (Del. 2014). 宍戸＝大崎・前掲注 44) 202-203 頁参照。

153) 飯田・前掲注 37) 139 頁参照。

154) 東京高判平成 25 年 4 月 17 日判時 2190 号 96 頁（レックス・ホールディングス株主損害賠償請求事件）。



## VIII おわりに

本論文では、企業活動に必須の資源の拠出者間の動機付け交渉という観点から、様々な形態のM&Aを比較考察した。とくに、人的資本の拠出者と物的資本の拠出者の組み合わせが変更されることに伴い、どのような動機付け交渉が必要になり、それに法制度がどのような影響を与えているかを検討した。とりわけ、M&Aを行うか否か、どの形態のM&Aを選択するかに関して、金商法、税法、労働法等の会社法以外の法制度<sup>157)</sup>が大きな影響を与えている可能性が高い。M&Aを行うことを前提とした条件交渉では、経営者が物的資本の拠出者の代理人として果実の分配交渉を行うことに伴う利益相反が、M&Aの形態ごとに、また、それが敵対的か友好的かによって、異なった様相を呈し、それらに対応するため、会社法の成文法の規定および判例法が日米英において異なった発展をしている<sup>158)</sup>。

【付記】 本稿の執筆に当たっては、草稿の段階で、飯田秀総、大崎貞和、後藤元、得津晶、松本真輔、吉村一男、渡辺徹也の各氏より有益な示唆を得た。

---

155) M&A 指針の「対象会社の企業価値の向上により資する買収提案と、一般株主が享受する利益（買収対価）がより大きな買収提案とは、通常は一致するものと考えられる」との記述（同指針3.4.4）は、レックス・ホールディングス東京高裁判決よりもレブロン義務に近い発想のように思われるが、同指針の注68で例外もあるというスタンスを取っているので、同指針もレブロン義務を採用するものではないと解される。前掲注46）参照。

156) 日本にレブロン義務が導入されない最大の理由は、取締役に対して、従業員その他のステークホルダーの利益を考慮せずに、株主の利益を最大化する義務を課すことに対する疑問が根強いことにあると思われる。田中・前掲注4）671-672頁参照。ただし、競合買付けが行われた場合に、最高価額を付けた買付が優先されるべきであるとの規範が実務では既に確立されているとの見解もある。岩倉正和「競合的買付状況にある対象上場会社の取締役の行動準則・規範等」一橋法学20号11頁、23頁（2021）。宍戸＝大崎・前掲注44）182-183頁参照。

157) 独占禁止法の企業結合規制が、競争企業同士のM&Aを行う上でまずクリアしないことはならない障壁となっていることは言うまでもないが、本章では取り上げていない。

158) なお、M&Aの比較法的研究として、ZENICHI SHISHIDO & WEI SHEN, INCENTIVE BARGAINING AND CORPORATE GOVERNANCE: COMPARATIVE ENTERPRISE LAW AMONG THE US, JAPAN, AND CHINA ch. 7（2025）参照。