

買取対応策としての時間確保措置が投げかけるもの

——ホワイトナイト探索の法的性質・位置づけ——

柳 明 昌

- 一 問題提起
- 二 従来の判例および学説
- 三 ホワイトナイト探索の法的性質・位置づけ
- 四 「時間」問題——買収のタイムライン
- 五 結びに代えて

一 問題提起

1 ニデック・牧野フリス事件決定とその意義

本稿は、ニデックによる牧野フリス製作所新株予約権無償割当差止仮処分申立てを却下した東京地裁決定⁽¹⁾（以下、本決定）が投げかける問題とその分析・検討を行うことを目的とする⁽²⁾。本決定は、今後の企業買収実務にとって重要な影響を及ぼすことはいまでもなく、従来、裁判実務や判例法理で認められてきた適法な買収

対応とは異質の新たな内容を含んでおり、法理論的にも重要な問題を提起している。

本決定の内容は、「第 3 当裁判所の判断」において、次のように整理されている。すなわち、債務者（牧野フライズ）による無償割当てについて、敵対的買収の阻止に向けられた伝統的な意味での買収防衛策ではなく、本件提案に競合する提案（以下、競合提案）の受領や検討等のために合理的に必要な時間を確保することを目的とした対応にとどまるもの（以下、本稿において、判旨①という）であって、本件 TOB と競合提案との比較検討等を通じて、企業買収に伴う正当な利益を債務者の株主が享受する機会を確保するために必要かつ相当な差別的取扱いというべき（以下、本稿において、判旨②という）であるから、株主平等原則に違反するとは認められず（争点 1）、また、上記目的に照らせば著しく不公正な方法により行われるものとは認められないから（争点 2）、本件申立ては理由がないとする。

ニデックによる牧野フライズへの同意なき買収（以下、本件）は、企業価値を毀損するものであるとか強圧的なものと評し難く、買収防衛策の適法性に関する従来の判例法理をそのまま本件に適用することは難しい事案だったように思われる。本決定は、新たな判例法理を形成する可能性を秘めたものとして注目に値する。

2 本決定の投げかける問題

本決定の内容、とりわけ新株予約権無償割当ての効果について、中間的效果（TOB の開始の延期等を事実上余儀なくされること）と本来的効果（保有株式の希釈化）の二段階に分けて精緻な論理を組み立てて分析を試みるアプローチに説得力を感じる一方で、本決定のもつ精巧さのなかに何か腑に落ちない引っ掛かりがあることも否定できない。

- (1) まず、本決定が今後の企業買収実務に与える影響である。判旨の立場を前提とすると、従来の判例法理に

照らせば買取防衛策として正当化が難しいような買取（とりわけ同意なき買取）に対しても、競合買付けの機会を見出す必要性があることを理由として、対象会社によって広く時間確保措置が用いられる可能性がある。もちろん、それほど買取のスピードにこだわりのない買取者、例えばクシユタールやヤゲオ（国巨）のように敵対的（同意なき）買取を避けようとする買取者にとっては、数箇月程度待つことになっても大きな支障はないかもしれないが（本件の一箇月程度ならなおさら問題とならないかもしれない）、本件のニデックのように時間稼ぎをよしとせず、スピード重視の買取者にとっては、今後TOBを躊躇させることになるのではないか懸念される。このような懸念に対しては、判旨は、時間確保として合理性が認められる場合を「競合提案がなされるであろう一定の蓋然性が生じ、又は高まるといえる場合」に限定し、実際にも競合提案がなされた事案だから、本決定の射程はそれほど広くなく、時間確保措置が濫用的に用いられることを心配するには及ばないとの見方があるかもしれない。しかし、後に見るように、この見方も筆者の懸念を完全に払拭するものではない。

(2) 次に、本決定の判断枠組み・判断基準の意義とその妥当性についてである。第一に、本件無償割当ては、必要な時間確保を目的とした対応であり、TOBの阻止に向けられた伝統的な買取防衛策ではないと性格づけられる（判旨①）。まず、本事案との関係に限定されるが、判旨は、おそらく一般的・平均的な買取者を想定し、対応策の内容それ自体を客観的に観察して「買取自体を阻止するように設計されていない」と認定するが、ニデックは、牧野フライスが競合買付者から意向表明書の提出を受けたとされる二月末には「ホワイトナイトが登場した場合には、潔く買取から撤退する」等と表明しており、時間稼ぎが実効的な防衛策になり得ることを牧野フライスも認識できたように思われる。また、牧野フライス側が当初から主張していた点であるが、買取防衛策ではないことを強調することにはいかなる法的意味があるかが問題となる。買取防衛策ではないとすると、証券会社を通じて競合買付者を探索することはいかなる性質の行為かが曖昧となる。買取防衛策であれば適用されるはず

の「主要目的ルール」や「必要性・相当性」の判断枠組みを排除する（もっとも、判旨は必要性・相当性の判断枠組みを採用する）、あるいは、取締役会限りで決定することが可能な経営判断としての性質を有するものとしてより緩やかな審査基準が適用されることを想定したのだろうか。新株予約権無償割当てそれ自体というよりは、ホワイトナイト探索を通じて時間稼ぎあるいは時間確保措置それ自体がいかなる法的性質を有するのかを明らかにする必要がある。

第二に、判旨の論理の出発点（前提）は、より有利な競合提案の機会の確保が株主共同の利益にかなうという点にあり、本決定の評釈でも、企業価値（の毀損）の概念と切り離して「株主共同の利益」を独自の利益として捉えた点に意義があると評されている⁽³⁾。そして、同意なきTOBのもたらす脅威のうち、主として「機会の損失」の観点から、合理的時間確保のための対応方針の適法性が判断されたと分析されている⁽⁴⁾。しかし、そもそもより有利な競合提案の機会の確保（ホワイトナイト探索）が株主共同の利益にかなうといえるかは自明ではない。短期的にみれば、対抗提案の可能性が高まれば、当初の買収提案の実現可能性は低くなるし、当初の買収提案が実現しなければ、代替案になるはずの提案も生じないか、生じたとしても条件が悪くなる可能性がある⁽⁵⁾。また、長期的にみても競合買付けをどこまで促進することが望ましいかは議論の余地がある。

第三に、判旨は、「競合買付けの機会の確保」が株主共同の利益に資することをもって時間確保措置（TOBの延期・延長）を正当化する（判旨②）。しかし、問われるべきは「競合買付けの機会の確保」を実現するための具体的措置（手続）の法的性質である。本決定は、TOBそれ自体についての情報提供にとどまらず、競合提案と比較した上での情報提供を確保しようとするが、競合買付け（ホワイトナイト）の探索が法的な義務といえるかはその利益相反性に鑑みると検討の余地があり、もし義務でないとするとはホワイトナイト探索はいかなる性質の行為か、いつ、いかなる状況であれば許容されるかが問題となる。この点、牧野フライスは、企業買収行動指

針の「取締役会が買収に応じる方針を決定する場合」(本指針「2. 2. 2 企業価値の向上と株主利益の確保」)「3. 2. 1 想定される場面」を引き合いに出し、これをホワイトナイト探索と位置づけ、その性質についてマーケット・チェックと認識していた⁽⁶⁾。しかし、本件は、対象会社が同意なき買収に応じる方針を決定した事案ではなく、そもそも本来のマーケット・チェックの用いられ方とは異なる(より詳しくは、後掲三(1))。競合買付けの機会の確保が、ホワイトナイト探索によって実行されるとき、それがマーケット・チェックと似て非なるものであること(後掲三(1))を認識すれば、一般的・抽象的に競合買付けの機会が株主の共同の利益にかなうかではなく、時間確保措置それ自体を不正発行該当性(主要目的ルール)の判断枠組みに照らして評価することが求められる。なぜなら、競合買付けの機会の確保がホワイトナイト探索による場合、経営陣にとって有利な条件での買収という性質上、真に競合買付けを実現・確保する手続となっているかの観点から、経営陣の動機を問題とする余地が生じるからである。時間確保の必要性の有無が核心ならば、この点について株主の判断が求められるべきところ、それ自体は差別的取扱いではなく、株主平等原則違反(法令違反)に基づく差止事由(会社法二四七条一号)の問題とはならない。判旨は、株主意思確認総会は「時間確保に応じなかった債権者に対してどのように対応すべきか」に係る勧告的決議となるというが、そもそも時間稼ぎをよしとしない買収者(ひいては応募の機会を失う対象会社の株主)にとっては一定の時間が経過すること自体が問題であり、その決議にいかなる意味があるか疑問となる⁽⁷⁾。しかし、この点こそ従来の判例・実務と学説の対立の核心部分と考えられる(後掲二参照)。

(3) 最後に、本決定は企業買収をめぐる「時間」問題の重要性を提起する⁽⁸⁾。債権者の主張に應じる形であるが、判旨は、①債権者の設定するタイムフレーム(予告を含む買付期間(本件提案時からTOBの開始日までの三箇月程度(六一営業日)の期間と当初買付期間である三二営業日を加えた期間)では、競合提案を受領して株主共同の利益を図るために必要な期間として十分でなく、また買付期間末日までに臨時株主総会を開催することについても、

競合提案の是非につき適切な判断をすることができる状況にないとする。このうち前半の内容は、公開買付規制に関する「時間」問題について、買収防衛策によって買付期間の延長がどこまで認められるか、言い換えると、金融商品取引法の公開買付期間に係る規制を超えてどこまで買収者に期間延長を強いることができるかが重要な問題となる。判旨は、②金融商品取引法二七条の一〇第二項等は、株主共同の利益を確保するために特定の株主の差別的取扱いの必要がある場合に、公開買付者に対し、買付期間の延長等の中間的効果を生じさせることを許さない趣旨ではないと述べる。しかし、買収者にとつての買収のタイミングも考慮すべきように思われる。

比較法的にみると、公開買付けの最短期間の定めは、わが国のみならず、米国および英国に共通に見られるが、最長期間について、米国では定めがないのに対し、わが国・英国では六〇営業日・六〇日（非営業日の場合は繰延べ）という定めが置かれるなど規制上の差異が見られる（後掲四一参照）。本件のようなホワイトナイト型の案件では、実際に競合買付者が出現した事案において買収者の設定したタイムフレームは十分でないとの判旨の結論を支持できるとしても、本稿では、より一般的に、「時間」の観点からアプローチして、公開買付けあるいは買収防衛策の合理性について考えてみたい（後掲四「時間」問題参照）。

3 本稿のアプローチおよび構成

本稿は、本決定が投げかける以上のような問題について、まず、従来の判例および学説がどのように考えてきたかを明らかにする（後掲二）。その上で、時間確保措置はマーケット・チェックあるいはホワイトナイト探索という形で実現されることから、ホワイトナイト探索がいかなる法的性質の行為か、マーケット・チェックとの違いも意識しつつ明らかにする（後掲三）。ここでは特にホワイトナイト探索がもつ利益相反的な性質を踏まえた分析が必要であることを明らかにする。四においては、本決定が投げかける「時間」問題について、時間の観

点から買取防衛策の合理性を考えるアプローチに注目して分析する。ここでは買取防衛策の進展がもたらす公開買付けのタイムフレームとの緊張関係を明らかにした上で、解決の方向性を考えてみたい。

二 従来の判例および学説

買取対応策としての時間確保措置の適法性に関して、従来の判例および学説は、買取の是非に関する株主の適切な判断のための十分な時間および情報の確保、さらには交渉の機会の確保を目的とする買取防衛策の是非をめぐって議論されてきた。これを肯定的に捉える従来の判例・実務とこれを否定的・懐疑的に捉える学説とが対立する状況にある。

1 肯定的な見解（判例・実務）

本決定の時間確保措置の問題を考えるに当たり、先例的な位置づけとなるのが日本技術開発事件東京地裁決定⁽⁹⁾である。同決定は、敵対的買取に対し、株主に必要な情報提供と相当な検討期間を確保することを目的とする場合は、取締役会が相当な手段をとることが許容される旨が示されたものと理解されている⁽¹⁰⁾。

この見解の理論的な基礎は、米国デラウェア州において買取防衛策の適法性を判断する枠組みを提示したものであるとして知られる、ユノカル判決にいう「脅威 (threat)」(買取防衛策の適法性の判断枠組みは、①脅威の存在と②脅威に対する相当な措置(相当性)であり、脅威の存在が認められれば防衛策を講じる必要性が肯定できることになる)の一つである「実質的強圧性 (substantive coercion)」あるいは「機会の損失 (opportunity loss)」に求められている⁽¹¹⁾。

2 否定的・懐疑的な見解（多数説（学説））

同じく日本技術開発事件東京地裁決定を分析した上で、判旨が「機関権限分配論」に言及する以上、株主総会決議を経ずに取締役会が募集株式の発行・新株予約権の発行を行えば、会社を食い物にしているとの基準が満たされない限り、差止めの対象となるとの主張があり、その理由として、買収者の株主に対する情報提供が十分か否かも含め、買収の当否は株主の判断に委ねられるべきことが指摘される⁽¹²⁾。

また、株主への情報提供と検討期間の確保は証券取引法（現金商品取引法）⁽¹³⁾の公開買付規制に任せれば済む（公開買付けへの応募を通じて買収の是非を判断させれば足りる）ことであり、むしろ取締役会が買収者の提供する情報が十分でないとして際限なく情報提供の要求を繰り返すことにより、結局は誰が会社を経営すべきかの判断の機会を株主から奪うことになるおそれがあること、強圧性のない公開買付けを前提に、情報提供の不足を理由に買収防衛策の発動を認めれば、対象会社の取締役会の利益相反の危険性ゆえに、株主の適切な判断を可能にすることを口実にした過剰な情報提供によって買収の実現そのものを困難にする危険が大きいこと⁽¹⁴⁾から、取締役会限りで買収防衛策の発動を認める必要はない（もし検討の期間が必要であるならば、検討が終わるまで公開買付けに応じないよう呼びかけることもできるはず）と説かれる。さらに、日本技術開発事件決定があえて判示事項から外している買収者との交渉手段としての買収防衛策の行使（交渉機会の確保）を取締役に許容する平成二〇年企業価値報告書（本報告書³）⁽¹⁾に対しては、買収条件の向上は買収者から被買収者株主への所得の移転にすぎず、資源の効率的な配分には寄与しないし、利益相反の観点から買収者との交渉への期待には疑問が残るとされる⁽¹⁵⁾。

3 対立点の明確化

いずれの見解でも、最終的に株主意思の確認を重視する点に変わりはないが、現実問題として株主総会の開催が間に合わないため、相当な手段であれば取締役会に防衛策を許すという従来判例・実務の立場と、そもそも株主の判断のための時間・情報の確保が必要であるかを株主に判断させるべきとの学説の立場が対立する。判例・実務は、ユノカル判決のいう脅威、すなわち株主が情報・時間の不足により誤った判断をすること（実質的強圧性）からの保護や競合提案の機会を失うこと（機会の損失）からの保護を根拠に買取防衛策を正当化する。他方、学説は、公開買付規制を超える事実上の規制を課すべきではなく、また買取防衛策の導入・発動の場面の利益相反状況を厳格に捉え、取締役会限りでの防衛策の発動に懐疑的となり、株主のための情報提供・時間が十分か否かを含め株主の判断に委ねられるべきとする。

三 ホワイトナイト探索の法的性質・位置づけ

1 意義と法的性質・位置づけ

(1) マーケット・チェック、レブロン義務との異同

「競合買付けの機会の確保」が時間確保措置として認められるかを考えるに当たり、ホワイトナイト探索と真正なマーケット・チェックを区別することが重要である。牧野フライスの開示資料では、競合提案の検討時間確保について、ホワイトナイト候補からの競合提案の具体化・検討の期間を確保する措置⁽¹⁶⁾あるいは当社及び当社の株主にとって最善の選択肢を検討することを目的とした積極的なマーケット・チェックの実施⁽¹⁷⁾と表現される。このことは牧野フライスが積極的なマーケット・チェックを実施した結果、ホワイトナイト候補が出現したと理解

していることを示す。しかし、マーケット・チェックは特定の買収者との間の交渉で決められた条件（取引価格）の公正性を担保するため、あるいは会社の売却を前提に投資銀行に買収者の探索を依頼する場合に実施されるものであり、先行する敵対的買収に対する競合買付けの機会を確保するためのものではない。もともとマーケット・チェックは買収者間の競争を通じた価格発見機能を期待するものであるところ、牧野フライス自身、ニデックによる買付価格の条件が悪くないことは認識したように思われ、本件の競合買付けの機会の確保はそのような公正な価格競争の様相を呈していない。⁽¹⁸⁾ 本件のような競合買付けの機会を確保する方法は、敵対的買収に対する買収防衛策の一つとして利用される危険性を秘めているように思われる。⁽¹⁹⁾ 真正な競合買付けと見せかけの競合買付けを見極めることが求められる。

では、競合提案の具体化・検討の期間を確保する措置は、対象会社の取締役が最善の価格を得るための役割を果たしたか否かについて詳細な審査が求められる、いわゆるレブロン義務⁽²⁰⁾が適用される場面の一つと考えることができるか。レブロン義務が適用される取引（いわゆるレブロン領域（Revlon-Land））ならば、対象会社の取締役には競売人（auctioneers）としての役割が要請され、その裁量の範囲は著しく制約されることになる。同意なき買収が開始された場合に、取締役会としては会社経営の独立を望んでおり、取締役がホワイトナイトと秘密裏に事前の交渉を行うことができるとしても、そのような事前の交渉は会社の独立性を喪失させることになり、オークションあるいはそれに類似する手続によって会社を売りに出す必要があるか、言い換えるとそもそもいかなる場合にレブロン義務が適用されるかが問題となる。⁽²¹⁾

レブロン義務が適用されるのは、一般に、①会社の売却または会社の明らかな解体をはじめとする事業再編を求めて積極的な買付けの手続を進める、②長期的な戦略を放棄し、会社の解体をはじめとする代替的な取引を求めると理解されている。⁽²²⁾ 本件では、会社の長期的な戦略の放棄や会社の解体がないため、②の要件は満たさ

れない。次に、①の要件を満たすかが問題となるが、会社の売却を求めて積極的な競合買付けの進め方が問われる。しかし、会社の解体を目指すわけではないホワイトナイト探索では①の要件を満たさないと考えられる。そうすると、競売人として積極的に競合買付けを求めるべき場面⁽²³⁾ではないものの、取締役の行為が株主の利益を促進するものであったといえるかについて詳細な審査が求められるべきことになる。⁽²⁴⁾具体的には、ホワイトナイト探索の事案では、敵対的買取者よりホワイトナイトを優遇することは是非が問われるべきである。この点レブロン判決は、「敵対的買取者を全面的に排除してホワイトナイトを優遇することは、敵対的買取が株主の利益に不利な影響を及ぼす場合には正当化されるかもしれないが、ホワイトナイトがほぼ同等の買付けをするか、会社の解散が避けられなくなったときは、ホワイトナイトを優遇することによってユノカルにいう高度の義務を履行したことになる⁽²⁵⁾」と述べる。取引保護条項 (asset option lockup) を通じてホワイトナイトを優遇することは対象会社にとつての競合買付けの機会を制限し、究極的には株主の利益を損なうおそれがある。ホワイトナイト探索の場合には、レブロン義務そのものが適用されなるときでも、競合買付けの機会の実質化のため、Dの機会や情報の提供などにおいて競合買付者を公平に扱うことが重要となる。⁽²⁶⁾競合提案が公平な競争の機会に晒されなければ経営陣の利益相反が疑われてもやむを得ないであろう。

(2) ホワイトナイト探索の正当化をめぐる議論

ホワイトナイト探索(競合買付けの機会の確保)が法的に許容されるとしても、それが現実には株主共同の利益になることを保証するわけではない。この問題をめぐって、夙にEasterbrook & Fischel⁽²⁷⁾やBechtukとの間でなされた重要な論争がある。

EasterbrookとFischelは、敵対的な買取において取締役会にホワイトナイトの積極的な探索を許すことは、

買収合戦を招く結果を伴い、買収に必要なとなる価格を引き上げ、買収の対象となる会社の探索・調査のための投資収益を損ない、敵対的買収市場に対する意図せざる有害な効果を生じさせるとして、取締役会は買収に介入せず、消極的な立場を維持することを主張した。⁽²⁹⁾これに対し、Bebchuk は、ホワイトナイトの登場により敵対的買収者にとっての投資収益が低下することを認めつつも、それを補って余りある期待収益が得られること、具体的には、①買収を公表する前の先行投資から得られる利益があり、②探索・調査コスト（上場会社の場合、公開情報を利用できるため、コストはより少ない）を上回るシナジーあるいは経営上の利益が得られる対象会社を選定することが可能であるとの信念⁽³⁰⁾を明らかにし、買収の過程にホワイトナイトを参加させるべきことを主張する。⁽³¹⁾

この論争は、ほぼ半世紀前の議論であるが、諸外国の制度的な展開を見る限り、中立性原則 (Board Neutrality Rule) を定める英国の Takeover Code (The City Code on Takeovers and Mergers) においてもホワイトナイト探索は（義務ではないが）許容されており、その意味で Bebchuk が勝利を収めたと評されている。⁽³²⁾確かに、ある現象の存続をもって優位性がある（歴史的な検証に耐えた）と推認することはあながち不当ではない。しかし、制度的な要因または経済環境の変化などパラメータが変われば結果は変わり得るから、今後も引き続き検証が必要と考えられる。また、英国ではホワイトナイト探索を許容するが、その場合でも買収過程のタイムフレームが比較的タイトに制度設計されている点を見逃すべきではないと思われる（後掲四一参照）。

(3) ホワイトナイト探索の法的性質・位置づけと裁判所の審査基準

ホワイトナイト探索は許容できるが、必ずしも義務的なものでないとすると、いかなる場合にホワイトナイト探索を正当化できるかが問題となる。この問題について、よいホワイトナイト探索と悪いホワイトナイト探索を区別しようとする見解⁽³³⁾がある。すなわち、ホワイトナイト探索はそれ自体違法ではないが、株主の利益に資する

場合にのみ利用できるとした上で、買取に前向きでなかった買付者を競合買付けに誘引するロックアップとさらなる買付者を実効的に排除するロックアップを区別しようと試みる。しかし、正当にもこの区別はナンセンスであるとの批判が向けられる⁽³⁵⁾。なぜなら、全てのロックアップはその性質上、それを受け入れる（付与される）者の買付けを促進し、他の全ての買付けを抑制させるものとなり得るため、ロックアップは前向きでなかった者による買付けを誘引すると同時にオークションプロセスを妨げることになり、よいロックアップと悪いロックアップの区別という二分法は特定のオークションの有効性を判断するのに役に立たないからである。むしろ、ホワイトナイトに与えられたオプションが競合買付けを抑制させるかではなく、対象会社が公正なオークションを実施したか否か、ホワイトナイトが最善の買付価格を提示したか否か、最終的には動機が問題であるという⁽³⁶⁾。

では、具体的にその判断はどのような基準に基づいて行われるべきか。解明されるべきは、ホワイトナイト探索の法的性質であり、それに応じた司法審査の基準である。この点について、個別のホワイトナイト探索における利益相反状況に応じて裁判所の審査基準（介入の必要性）を明らかにする見解⁽³⁷⁾があり注目に値する。ホワイトナイト探索の状況は、対象会社の独立性・経営支配権の維持を目的とする買取防衛策と比べて、取締役の地位に係る利益相反の程度は弱く、ユノカル基準よりは緩い審査基準が求められる⁽³⁸⁾。競合買付けを避けようとする動機が、長期的な経営方針の維持にある場合には、後に取り上げるTime判決の枠組み（後掲2）が妥当なることになろう。また、ホワイトナイトへの売却により対象会社の取締役の権限が弱められることになるならば、取締役の地位に係る利益相反の程度が最も弱くなり、反対に、対象会社の取締役が支配株主のいない会社の取締役となり、従前の権限をほとんど失わない場合には利益相反が最も強く疑われる状況となる⁽³⁹⁾。ホワイトナイトとの関係で、対象会社の取締役の行為を評価するに当たっては、その者の置かれた状況（利益相反の強弱）⁽⁴⁰⁾を分析する必要があるであろう。

2 脅威 (threat) への対応

同意なき TOB がもたらす脅威 (對抗策の必要性) には、①企業価値に焦点を当て、それを毀損することに加えて、②株主共同の利益の観点から、「構造的強圧性」、「実質的強圧性」および「機会の損失」とがあり、それらに対しては相当の範囲内で対抗措置を講じることが許され、買収の是非は最終的には株主総会において決せられるという考え方があるところ、本決定の位置づけ・意義について、本決定は、②の立場を採用し、事案に即して、主として「機会の損失」の観点から、差別的取得条項付新株予約権無償割当てについて時間確保の必要性と相当性が認められる限りにおいて差止めは認められないとの判断を示すものとの理解が示されている。⁽⁴⁰⁾つまり、企業価値の毀損への対応措置ではなく、競合買付けの機会が失われることが株主共同の利益を損なうことと捉えられている。

従来の判例および学説における議論は、対抗措置の必要性を基礎づける「脅威」のうち、主として情報や時間の不足により株主が判断を誤って不利益を受けることからの保護、つまり実質的強圧性 (substantive coercion) の観点から議論され、十分ではないにせよ一定の議論の蓄積がある。他方で、「脅威」のうち、「機会の損失」についていかなる場合 (裁判例) を想定しているか、実は必ずしも明確ではない。⁽⁴¹⁾このことがレブロン義務やマーケット・チェックとの違いを曖昧にし、競合買付けの機会の確保についての適切な性質理解を難しくするように思われる。そもそもいかなる場合が「機会の損失」に当たるかについて、ユノカル判決にいう「機会の損失」の典型例として *Paramount Communications Inc., v. Time Inc.* 571 A.2d. 1140 (Del. 1987) が挙げられる。⁽⁴²⁾では、この裁判はどのような事案であったのか。まず、Time社 (以下、T社) は Warner社 (以下、W社) と友好的な合併交渉を既に行っていたところ、Paramount社 (以下、P社) がより高い (有利な) 価格でT社の株式を取得する旨 (敵対的買収を行う旨) を公表した。これに対し、T社は当初の長期計画を実現するため、W社に対して公

開買付けを実施する方式に変更し、現金を対価とする買収を実現するため、多額の借り入れを行った。T社の取締役会は、P社の提案を拒否したことから、P社は、T社の対応はT社株主の利益を損なうと主張し、T社によるW社の株式に対する公開買付けを暫定的に差し止めることを求めた。巡回区裁判所のAllen判事は、T社の取締役会は、P社の提案よりもW社との合併の方が、長期的にT社の価値を高め、株主の利益に資すると合理的に判断したとして先行する長期経営計画を経営判断として尊重する立場を示した⁽⁴³⁾。このように、機会の損失とは、対象会社の株主が、経営陣の提供するより優れた代替案を選択する機会を敵対的買収によって奪われることを意味する。T社は自ら売却を決定したわけでも会社を解体しようとしたわけでもなく、レブロン義務は適用されない事案であり、W社との統合はP社による買収以前から計画されていた長期的な企業価値の向上のための誠実な経営判断を保護する趣旨であり、本件のような、同意なき買収が開始された後になって、より積極的に競合提案の機会を確保することまで含意するかは明らかではない。同意なき買収に直面して競合買付けの機会を確保しようとすることは、既に存在していた経営政策を実現することと同視できず、これまで不正発行の問題として考えられてきたように、経営陣の動機を問う余地が残される。ホワイトナイト探索としての競合提案の機会の確保については、会社が売却を決定した後、友好的な買収の場面で価格の公正性を確保するためのマーケット・チェックあるいはレブロン義務が適用される場面とは異なる配慮が求められる。

3 不正発行該当性

本決定は、「競合提案を待つための時間を一か月程度確保できるに過ぎず、……一般株主にとって有利な買収提案が現れない限りは債権者による買収を阻止する効果を持ち得ない」から、無償割当ての主要な目的は合理的時間確保にあり、取締役らの経営支配権維持は主要目的ではないとする。本件の買収プロセスにおいて、約一箇

月という時間をどう評価するか別途問題となるが、買収者が時間確保措置による延期・延長それ自体を避けようとするとき、買収提案が現れなければ廃止・中止されることをもって時間確保が目的であると評価してよいかの問題となる。買収の最適なタイミングを捉え、時間的猶予を好まない買収者に対しても、当然に延期・延長させる不利益を負わせられるだろうか。

ホワイトナイト探索の場面での主要目的（動機）をあまりだす際には、競合買付けの機会を抽象的に評価するのではなく、まず、競合買付けの機会を確保すべき場合かが問題となり得る。判旨は、無償割当ての必要性が認められる場合を、当初買付期間を延長することにより、「競合提案がなされるであろう一定の蓋然性が生じ、又は高まるといえる場合」に限定する。本件のように数社が実際に提案してきた場合はともかく、そうでない場合にいかなる状況にあれば蓋然性が生じ又は高まるといえるかは明らかでない。次に、競合買付けのプロセスが公正に行われているか、特に同意なき買収者とホワイトナイトの間で公平な情報提供や交渉の機会が与えられたかを審査すべきであり、もし公平な取扱いが行われず、ホワイトナイトを優遇する（特別扱いする）事実が存するならば、競合買付けの機会の確保というよりは、現経営陣の支配権維持目的が主要な目的であると認定できる場合があるのではないか。マーケット・チェックやレブロン義務は、公正な買付価格を得るためのプロセスである⁽⁴⁴⁾のに対し、ホワイトナイト探索の場合は、取締役の地位に係る利益相反、つまり保身の要素（経営陣にとって友好的な条件）が入り込みやすい。そのため、新株予約権無償割当て（中間的效果）が価格発見のための真の競争である（主要目的）と認定できる場合に限り、競合買付けの機会の確保を目的とした「不公正（発行）」（規範的要件）の評価障碍事由と解すべきように思われる。

四 「時間」問題——買取のタイムライン

同意なき買取に対する合理的な時間確保が認められるとした場合、対象会社の判断としてどの程度の期間であれば合理的といえるかが問題となる。この問題について、代替策を検討できる可能性は主として時間の関数であるとして、時間の観点から買取防衛策の合理性を考えようとするアプローチ（後掲3および4）が注目に値する。

1 現行法の概観

(1) 最短期間

公開買付けの期間として、わが国では、最低二〇営業日以上の期間を設けなければならない（金融商品取引法二七条の二第二項（以下、金商法）、施行令八条一項）。ただ、対象会社は一〇営業日の期間延長を求めることができるため（金商法二七条の一〇第二項二号・第三項、施行令一三条の二第二項）、実務上、あらかじめ三〇営業日の期間が設定されるのが一般的である。また、米国では、一九六〇年代半ば、現金対価の公開買付けが盛んに利用されるようになったが、ほとんど規制がなく他の支配権取得の方法よりも有利であったため、買取者は、短期間でプレミアム付の勧誘を行い、早い者勝ちの部分買付けなどの強圧的な手法を用いて十分な情報なしに株主に急ぎの投資判断を強制するという状況であった。⁽⁴⁵⁾このような一夜にして支配権が変動する現象はサタデーナイト・スペシャルとよばれ、かつては最短期間の定めは存在しなかったが、一九三四年証券取引所法14(d)およびSEC規則14(d)-1(d)（一九六八年改正）により、最短二〇営業日と定められた。さらに、英国のTakeover Codeは、株主が適切に判断する機会をもち、即断即決（snap decision）を強制されないようにするため、⁽⁴⁶⁾二二日の最短期間が定められている（City Code r. 31.2. (a)）。⁽⁴⁷⁾このように、対象会社の株主が応募できるように、一定の判断の

時間を与えられなければならないとする点は共通にみられる。

(2) 最長期間とタイムテーブル

これに対し、最長期間の定めの有無については法域ごとに違いがみられる。米国では公開買付けの最長期間の定めはないのに対し、わが国や英国では最長期間が定められている。わが国では、英国の規制を参考にして、買付けの最長期間は六〇日（営業日）以内とする規制が平成二年改正で導入された（金商法二七条の二第二項、令八条一項）。最長期間の定めは、公開買付けに応じた者を長期間不安定な地位におくことを防ぐとともに、当該株券の円滑な流通および公正な価格形成の阻害要因を速やかに除去することを目的とする⁽⁴⁸⁾。

わが国が手本にした英国の Takeover Code では、公開買付けの成立のためのすべての条件（規制当局の承認など）を満たすか、または放棄するかは、公開買付けの文書公表日から六〇日以内とされ（DAY 60 とよばれる）、現在の Takeover Code では、最終期限である DAY 60 から逆算する形で関係者がすべきことが定められている。例えば、競合買付けとの関係では、DAY 53（DAY 60 の七日前）が重要であり、最初の買付者が正式に買付けの表明をし、その後別の競合買付者が買付けの可能性を発表した場合には、競合買付者には、四週間（二八日）以内に確定した買付けの意図を明らかにすることを強制されるルール（いわゆる put-up or shut-up rule（PUSU）⁽⁴⁹⁾）とは別の基準が採用され、最初の買付者の公表から五三日目の午後五時（DAY 53）までに自らの最終提案をしなければならぬ（City Code r. 26 (b) (d) (e)）。DAY 53 は、DAY 60 がパネルの承認などで延長されるならば⁽⁵⁰⁾、延長後の DAY 60 までの七日間が残される形で計算し直される（実務）。DAY 53 によって、複数の競合買付けがなされる場合に、いつまでに最終条件を示すべきかが規制されており、競合買付けの長期化を防ぎ、株主が最終的な選択をすることができるよう配慮されている。また、後続の競合買付けの開始日から四六日（買

付者が条件を修正できる最終日（DAY 60の一四日前）が近づいても競合する提案の優劣が決められず、提案価格が最終的な価格であることを買付者が宣言しない場合、パネルはオークション手続を開始することができる⁽⁵¹⁾と説かれる。英国では、包囲網原則（siege principle）に基づき、公開買付けの競合状態をあまりにも長期間にしないための制度が整えられている⁽⁵²⁾。

2 実施予定の公表（予告）がなされた場合

ニデックによる牧野フライスに対する買取は、公開買付けの実施予定を公表（予告）する予告TOBから始まった。金商法上の公開買付期間は、原則として二〇営業日以上、六〇営業日以内であるが、予告型である点は、買取対応のために対象会社に認められる合理的な期間の判断にいかなる意味をもつか。この点について、牧野フライス（債務者）とニデック（債権者）の考え方は異なる。牧野フライスは、合理的な期間か否かを判断する場合に、公開買付けの予告日ではなく「事前打診」のなされた時を起点とし、その時点からTOB開始までの期間の長短が重要であり、一般的な対応方針でも一二〇日間の検討期間の確保が必要であるとの認識を示した⁽⁵³⁾。事前打診がなされ、当初は友好的であったM&Aの事例が多く参照されることになり、交渉決裂後の進展はより短期的となる傾向が見られる。これに対し、ニデックは、TOBの公表（予告）日を起点とし、対抗提案が行われるまでの期間の長短（最長でも四九営業日以内とされる）に着目する立場に立つ⁽⁵⁴⁾。本件でのニデックの設定する買取プロセスについて、牧野フライスの観点からは検討のための時間が短すぎるとの評価が導かれる一方、ニデックの観点からは時間的に十分な情報収集の機会が対象会社に与えられたとの評価が導かれることになる。

両者の考え方の違いは、TOBの予告日を起点とすることの評価から生じる。これを消極に解する見解は、①一般に予告TOBの公表前に事前の打診や協議が行われ、その時点で競合提案の探索の要否が検討され始めるこ

と、また、②金商法の規制が何ら及ばない予告日を起点とすると不当な結果を招きかねないことを主な理由とする。⁽⁵⁵⁾従来多数を占める友好的な買収では①のような流れが想定されることになるが、同意なき買収において、予告TOBは、それが不正取引に該当しない限り、むしろ対象会社やその株主により早期の情報提供や判断の機会を与えるものと評価できるのではないか。また、②についても公開買付規制は及ばないとしても、予告TOBを規制するための他の金商法の規制の適用が否定されるわけではなく、⁽⁵⁶⁾予告日を起点としても必ずしも不当な結果を招くとはいえないように思われる。

3 判例にみる時間

競合買付けや他の選択肢の模索の機会の確保として、どの程度の期間であれば合理的と評価できるか。

まず、レブロン型オークションを実施するには、対象会社はホワイトナイトに十分な時間を与え、対象会社の価値を評価させ、資金調達の見出さなければならぬが、必要な時間が経過してもリストラ計画を立てることができず、ホワイトナイトを見出すことができれば、それ以上の時間は無用である。⁽⁵⁷⁾この点、一九八〇年代後半の状況を前提とするが、リストラ計画は、株主総会の承認やSECへの登録を含めて二箇月から三箇月の期間があれば実行可能であり、数週間あれば数十億ドルの資金調達が可能であると指摘される。⁽⁵⁸⁾また、オークションを実施するのに二〇営業日では時間的に短すぎるが、四〇日以内にはホワイトナイトを見出すことができたはずであるとか、競合買付けは二箇月内に生じ得たとの指摘もある。⁽⁵⁹⁾

また、M&A取引のプロセスに瑕疵があると見て取引の差止めが求められた場合に、どの程度の競合買付期間があればマーケット・チェックとして実効的といえるかが争われた事例がある。クロージングまでの交渉のタイムラインとして対抗買付けが出現するのに六週間から一〇週間では不十分であるとの評価がある一方、祝休日を

含めて三週間あれば、ある取引がマーケット・チェックを受け、対抗買付けの出現に十分な期間であると異なる判断を示した裁判例がある。両事件には結論に影響する重要な事案の違いがある。すなわち、前者 (*NetSpend*)⁽⁶¹⁾ では、対象会社の取締役会は秘密保持条項中の D A D W (“don't ask, don't waive”) Standstill 条項の放棄を求めない形で潜在的買付者 (二社) にだけ盲目的な関心を示したのに対し、後者 (*Plains*) では、取引保護条項が穏当なものであり、かつ合併の公表からクロージングまでの期間が五箇月間あった (事実上のマーケット・チェックと評価できる)⁽⁶²⁾。このような事情が合理的な期間の長さだけの判断に影響を与えたと考えられる。それゆえ、合理的な期間がどの程度であるかは、期間の長さだけから答えを導くことはできず、とりわけ取引保護条項の強弱との相関において、株主利益の最大化のため、実効的な競合買付けの機会が存在したかを併せ考慮して判断されるべきことになろう。

4 リアル・オプションの観点

公開買付けが対象会社およびその株主に付与されるプットオプションとみる立場からは、プットオプションの価値を織り込んだ株主価値を考えることができる⁽⁶³⁾。対象会社が公開買付けへの賛否の表明を不合理な形で遅らせるか否かに関する分析枠組みを提供するのがリアル・オプションのアプローチである。リアル・オプションのアプローチによれば、対象会社の対応によって生じた遅れが合理的なものであるか、それとも対象会社の取締役会の公開買付けを阻止する意図であるかを判断することは避けられないであろうと指摘される⁽⁶⁴⁾。では、どの程度の遅延であれば合理的といえるか。通常、遅延は買付価格がトリガー価格を下回れば合理的であり、それを上回れば合理的でない、すなわち公開買付価格のプレミアムが大きくなればなるほど、対象会社の取締役会の対応もたらず遅れはより疑わしくなる⁽⁶⁵⁾。この理論によれば、プレミアムの高低によりどこまで買付けを遅延させ得るか

が変わってくる。プレミアムが高ければ、価格（条件）を改善するための機会を確保する必要性は低下することになる。ニデックによる公開買付けは、そのような場合であった可能性が高いのではなからうか。

5 買収の種類と「時間」問題

(1) 判旨は、合理的時間確保措置と評価できるかを判断するに当たり、競合提案者による検討の時間として、買収資金のほか企業価値の検討や各種DD資金調達等の準備手続に加えて、対象会社による競合提案の探索や対象会社の特別委員会等での検討のための期間を考慮要素として挙げる。どの程度の時間稼ぎが合理的であるかを考えるに当たり、先行するTOBが同意なきTOBで、後行のTOBがホワイトナイトによる友好的TOBである場合（ホワイトナイト型）と先行するTOBが友好的TOBで、後行のTOBが同意なきTOBである場合（第三者介入型）を区別することの重要性が説かれるところ⁽⁶⁶⁾、本件のようなホワイトナイト型の場合には、買収者がDDを実施することが通常であり、しかも買収資金の原資として金融機関との交渉が必要となるため、第三者介入型と比べて、対抗提案が提出できるようになるには相応の時間を要するからである⁽⁶⁷⁾。また、買収提案が競合したときに、価格引き上げ合戦が五日以内で終わる英国のオークション手続（City Code 1:325）についても、買収者に短期間での決着を強いる面があり、買収者の資金調達が必要となるような場合には買収者による価格引き上げに支障を来すおそれがあることが指摘される⁽⁶⁸⁾。

(2) もつとも、判旨は、本予告TOB公表日から本件TOB期間の末日までの期間に加えて、さらに約一箇月程度の期間を延長することの必要性を肯定したものの、この期間をどこまで延ばせるかについて何も指針を示しておらず、具体的な事案に応じて必要性を個別に判断するほかない。この点に関し、英国Takeover Codeのよりに最長期間の定めを設けるかについてさらなる検討を要するが、少なくとも、競合買付者間の競合買付けが半

ば無制約に長期化することは、買収者にとつての買収のタイミング、公開買付けに資源を投入し続けることによる他の投資家、対象会社の従業員や取引先等に与える影響を踏まえると望ましくないと考えられる。

五 結びに代えて

最後に、本稿における分析結果を整理するとともに今後の課題を明らかにする。

本件では、約一箇月のTOBの延期・延長の是非が問題となったことから、本件での買収対応が合理的な時間確保措置といえるかが主要な問題となった。本決定は、競合買付けの機会の確保を理由とした対応措置を認めるもので、同意なき買収と防衛策をめぐるタイムフレームのあり方（「時間」の問題）について新たな問題を提起するものとして注目される。

最近のインタビュにおいて、ポイズンピルの生みの親であるリプトン弁護士は、ポイズンピルは「時間稼ぎ」のためにあることを再確認している。⁽⁶⁹⁾ 一体どの程度の期間であれば合理的といえるかについて、唯一絶対的な基準をもって適切な期間を定めることは難しいが、さりとて長期にわたって買収合戦を継続することが対象会社とその株主にとつて望ましいとも言い切れない。買付価格は時間の関数であることを踏まえ、公開買付けの最長期間を設けず、競合買付けの機会をできるだけ確保することが望ましいのか、それとも英国の Takeover Code のように、対象会社やその株主を長期間不確実な状態におかないように一定の上限期間を定める（ただし延長の可否を個別に判断する）、あるいはオークション手続を導入する方向で考えるのが望ましいかが政策課題となろう。

このように「時間」の問題が重要な一つであるとはいえ、本決定を手掛かりとして考える場合、本件事案の特

徴を見逃すべきではない。そうすると「時間」の問題と共に、あるいはそれ以上に重要な問題が浮かび上がる。まず、ニデックによる公開買付価格が市場株価に対するプレミアムを考慮した場合にかなり好条件であり、買付価格の不当性を理由とする防衛策を正当化することが難しく、企業価値を毀損する買取提案であることを基礎づけるのも難しかったように思われる。また、経済産業省の企業買収行動指針に照らしたとき、対象会社が定量的な企業価値評価を行ったうえで競合提案との比較検討を十分に行ったのかは明らかでない。このような事情から判例法理にいう「脅威の存在」と対抗措置の合理性という判断枠組みではなく、「機会の損失」という従来あまり顧みられなかった枠組みに依拠せざるを得なかったように思われる。しかし、「機会の損失」がいかなる場合に、どこまで尊重されるべきか明確ではない。確かに、「競合買付けの機会の確保」は経営陣の情報収集を可能にする手段として有用な面があることは否定できないものの、その法的性質を踏まえつつ、個別の事案において、いかなる具体的な措置（手続）がとられるかを精査する必要があると考えられる。「競合買付けの機会の確保」という場合、オークション（類似）の機能（主に友好的な買取で用いられる真正なマーケット・チェック）がイメージされるかもしれないが、ホワイトナイト探索という形で経営陣に友好的な買収者を見出そうとするとき、公正な価格競争を実効的に行うための手続となっているかのチェックが求められる。なぜなら、ホワイトナイト探索は対象会社の経営陣にとつて友好的な買収者であると考えるのが自然であるし、取締役としての地位に係る利益相反が問題となるからである。表向き対象会社の経営陣の情報収集・判断のため、株主への情報提供・判断のためと考えられるが、ホワイトナイト探索という時間稼ぎはどこまで正当化されるか、その真の動機がどこにあるかが問われねばならない。競合買付けの機会の確保をホワイトナイト探索と理解するとき、その法的性質・位置づけを明らかにした上で、個別事案の下でとられる手続について掘り下げた分析が必要となる。

また、牧野フライスは、ホワイトナイト探索を「マーケット・チェック」と認識していたが、そうであるなら

ば、競合買付者の一方を不利に扱うことなく、両者に平等な対応が求められる（買取者との交渉やDDなど）。同意なき買取者を不利に扱い、ホワイトナイトを優遇するような場合には、一般的・抽象的に競合買付けの機会の確保というだけで動機が正当化されるわけではなく、従来の主要目的の枠組みに照らして、見せかけの競合買付けではないか経営陣の動機を疑う余地がある。株主意思確認に代替するものとして、裁判所が不正発行の枠組みにあてはめて検討する場合、競合買付者間において真に買付価格をめぐる競争（買取者間の公平な競争）が実現されたか（競合買付けの効果を減殺するものでないか）を審査すべきである。

- (1) 東京地決令和七・五・七資料版商事法務四九五号四一頁。被保全権利について疎明がないとされた。
- (2) 本稿は、本決定の判例批評（評釈）というよりは、本決定が提起する新たな課題の抽出とその分析を主たる目的とするため、本稿で取り上げる以上の事案および判旨の詳細については本決定を参照されたい。
- (3) 太田洋「本件判批」商事法務二二九九号（二〇二五）二二頁、同「買取防衛策（買取への対応方針）」商事法務二二九九号（二〇二五）五九頁、窪田三四郎「ニデック・牧野ライセンス製作所事件東京地裁決定の解説」西村あさひNEWSLETTER（二〇二五年八月一八日）四頁。
- (4) 太田・前掲注(3)「本件判批」四頁、二二頁、同・前掲注(3)「買取防衛策」六〇頁。「機会の損失」に関する米国内での議論については、後掲、三二参照。
- (5) 松中学「時間を確保するための買取防衛策」商事法務二二九九号（二〇二五）三四頁参照。
- (6) 株式会社牧野ライセンス製作所「第三者提案の具体化・検討のための必要な時間を確保すべきことに鑑みたニデック株式会社による当社株式に対する公開買付けに関する意見表明（反対）」のお知らせ（二〇二五年四月）二四頁、同（EDINET）提出書類「意見表明報告書」（二〇二五）一四頁。また、松下憲「同意なき買取への対応についての考え方」経理情報一七五〇号（二〇二五）四〇頁（入札手続を開始した場合、買取に応じる方針を決定した場合に該当する）、松中・前掲注(5)三四頁（代替案の探索等のための時間の確保を認めるのは、積極的なマーケット・チェ

ックを買収者に強いるのに近い) 参照。

(7) この点、松中・前掲注(5)四〇頁―四一頁、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」商事法務二四〇一―二〇二五(二〇二五)一〇頁(中間的効果によってTOBが延長された後、定時総会で無償割当てを行うことが否決されても、そもそも中間的効果による時間確保の必要性がなかったと判断したかはわからない)でも同様の指摘がなされる。

(8) この点は、本決定の評釈が共通して検討の対象とするところである。太田・前掲注(3)「本件判批」一七頁以下、窪田・前掲注(3)六頁、松中・前掲注(5)三七頁(代替案の探索等に係る時間の長さよりも、負の影響も踏まえ、どのように制約をかけるべきか問うべきとする)、船津浩司「本件判批」ジュリスト一六一五号(二〇二五)三頁、小柿徳武「本件判批」法学教室五四二号(二〇一五)一一五頁。

(9) 東京地決平成一七・七・二九判例時報一九九〇号八七頁。

(10) 実務上の理解として、松下憲ほか「買収防衛策に関する裁判所の判断枠組みと実務からの示唆―近時の裁判例を踏まえて」別冊商事法務編集部『新しい買収防衛策の考え方』(商事法務、二〇二二)一〇四頁、一一頁「以下、『買収防衛策の考え方』参照。

(11) この点について、太田・前掲注(3)「本件判批」一二頁、一五頁、二二頁参照。

(12) 江頭憲治郎「事前の買収防衛策―発動時の問題」『会社法の基本問題』(有斐閣、二〇一一)四六〇頁、四六一頁―四六三頁参照。強圧性のない買収では、株主が対応方針を決めてしかるべきように思われる。

(13) この点について、田中亘「夢真ホールディングスvs日本技術開発事件―買収防衛策としての株式分割の適法性―」『M&A判例の分析と展開』(経済法令研究会、二〇〇七)一一七頁、同『企業買収と防衛策』(商事法務、二〇一二)二四九頁―二五〇頁、同「日本の買収法制・買収市場の行方」商事法務二三九九号(二〇二五)六二頁、同「同意なき買収と防衛策」ジュリスト一六一八号(二〇二六)六六頁、飯田秀総「買収防衛策の有事導入の理論的検討」前掲注(10)『買収防衛策の考え方』二五頁。

(14) 田中・前掲注(13)『企業買収と防衛策』四三六頁―四三七頁、田中・前掲注(13)『M&A判例の分析と展開』一一七頁、同「公開買付規制と今後の買収防衛策の展望」商事法務二三六七号(二〇二四)四六頁。

- (15) 田中・前掲注(13)『企業買収と防衛策』二九二頁―二九三頁。
- (16) 株式会社牧野フライース製作所「競合提案の検討時間確保に鑑みた、ニデック(株)によるTOBへの反対意見表明等の概要」(二〇二五年四月一〇日)参照。
- (17) 牧野フライース製作所・前掲注(6)「意見表明報告書」一四頁参照。
- (18) 牧野フライース製作所・前掲注(6)「意見表明報告書」一四頁。判旨自身、各要請等をめぐる立場の違いがある状況において、牧野フライース製作所がニデックとの直接交渉に消極的であったことを認めている。牧野フライース製作所はニデックとの買収合意に至ったわけではなく、事後のマーケット・チェック(go-shop)が問題となる事案ではない。では、事前のマーケット・チェックの実施と評価できるかが問題となるが、事前のマーケット・チェックは、①すべての買取者を取引に関して平等な競争の場におくものであり、②すべての買取者に買付けのための同じ時間軸が設定され、③取締役会がすべての買取者に平等な場を提供する義務を負うものと考えられる。Guhun Subramanian, *Go-Shops vs. No-Shops in Private Equity Deals: Evidence and Implications*, 63 *Bus. Law.* 729, 736 (2008)。
- (19) 松中・前掲注(5)三五頁でも濫用的な用いられ方への警戒感が示される。
- (20) See *Reylon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del.1986)。
- (21) See *Thomas J. Dougherty, Takeovers*, ALL-ABA 314, at 352-353 (2008)。
- (22) See *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140, 1150 (Del.1989)。
- (23) もっとも、積極的に競合買付けを探索しないことが義務違反に当たるとした例もあれば、競合買付けを求める義務を免れるとした裁判例もあり、レブロン義務の具体的な内容は一義的に明確ではない。James D. Cox, *How Understanding the Nature of Corporate Norms Can Prevent Their Destruction by Settlements*, 66 *Duke L. J.* 501, 520 & n.68 (2016)。
- (24) See Cox, *supra* note 23, at 520 & n.69; Stephen M. Bainbridge & Iman Anabtawi, *Mergers and Acquisitions* 625 (2d, 2023)。
- (25) See *Reylon*, *supra* note 20, at 184。
- (26) この点は、ホワイトナイト探索の許容性をめくって繰り返し説かれてきた。See e.g., *City Code r. 20.2*; Federico

- M. Mucciarelli, *White-Knights and Black-Knights*, ECFR (2006), 408, 421; Gower: *Principles of Modern Company Law* (11th, 2021), Para. 28-036, 28-038.
- (27) See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 Harv. L. Rev. 1161 (1981).
- (28) See Lucian A. Bebchuk, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, 95 Harv. L. Rev. 1028 (1982).
- (29) See Easterbrook & Fischel, *supra* note 27, at 1162.
- (30) See Bebchuk, *supra* note 28, at 1035.
- (31) See Bebchuk, *supra* note 28, at 1030, 1035.
- (32) See Bernard Sharfman & Marc T. Moore, *Liberating the Market for Corporate Control*, 18 Berkley Bus. L. 1, 48 (2021).
- (33) See *Mills Acquisitions v. Macmillan, Inc.*, 559 A. 2d 1261 (Del.1989).
- (34) ロックマップとは、対象会社にとって望ましい買収者にそれ以外の競合提案者よりも競争上の優位を与えるあらゆる合意・取引を意味する。See Bainbridge & Anabtawi, *supra* note 24, at 369. 邦語文献として、西村あさひ法律事務所編『M & A 法大全(下)』[全訂版]』(商事法務、二〇一九)六二七頁～六二九頁、森・濱田法律事務所編『M & A 法大系(第二版)』(有斐閣、二〇二二)三二九頁～三三〇頁等参照。
- (35) See Bainbridge & Anabtawi, *supra* note 24, at 712.
- (36) See Bainbridge & Anabtawi, *supra* note 24, at 712-13.
- (37) See Franklin A. Gevurtz, *Removing Revlon*, 70 Wash. & Lee L. Rev. 1485 (2013).
- (38) See Gevurtz, *supra* note 37, at 1510-11, 1561-63.
- (39) See Gevurtz, *supra* note 37, at 1562.
- (40) 太田・前掲注(3)「本件判批」一二頁、一五頁～一六頁、一二二頁。
- (41) 一般に、「脅威の存在」は構造的強圧性と実質的強圧性の二つに分類されることが多いが、もともと「機会の損失」を含めて三つに分類されつつた。See Ronald J. Gilson & Renier Krakman, *Delaware's Intermediate Standard*

- for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review, 44 Bus. Law. 247, 267 (1989).
- (42) See *Paramount v Time*, *ibid.* at 1153 & n17; Sean W. Brownridge, *A Wolf in Sheep's Clothing: Unocal and Defensive Mechanism Hidden in Corporate Benefit Purpose*, 60 Vill. L. Rev. 903, 909 (2015).
- (43) See *Paramount v Time*, 1989 WL 79880 (Del.Ch.1989). ナラウェア州最高裁判所は、T社の取締役会の判断は情報に基づくものであると認め、一番の判断が支持された。
- (44) 保身の可能性について、松尾・前掲注(7)五頁、八頁も参照。
- (45) See e.g., S. Comm. on Banking and Currency, Full Disclosure of Equity Ownership and in Corporate Takeover Bids, S. Rep. No.90-550, at 2-4 (1967); § 12.2. Checklist for tender offers under the Williams Act (March 2025 Update).
- (46) See Gower, *supra* note 26, Para 28-059.
- (47) 条件公表日後二日間 (DAY 21) または買付けが無条件となるかもしれない日か遅い日まで買付けはオープンにしなければならず (City Code r. 31.2 (a))。これは最低二日間の買付期間が必要であることを意味する。
- (48) この点について、鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法「新版」』(有斐閣、一九八四)一八三頁、森本滋「公開買付規制にかかる立法論的課題」商事法務一七三六号七頁(二〇〇五)参照。
- (49) わが国でいう予告TOBの問題を検討する際に比較の対象として意義を有する。公開買付けの発表日から二八日以内に株主に対して正式のTOBに関する説明書 (offer document) を送付する必要があるというルールである。PUSUは潜在的な買取者にその意図を明らかにさせ、株主および対象会社の取締役会に確実性を提供するものとされる。See Gower, *supra* note 26, Para 28-056 & 28-057.
- (50) 競合買付けが宣言されるならば、通常、後続の買付者の買付文書の公表に合わせてDAY 60が設定される。また、パネルは、オークション手続を実施するためにDAY 60を延長してよいとされる。See Notes on Rule 31.3 (Extensions to DAY 60).
- (51) City Code r. 32.5, Appendix 8. Takeover Code 上のオークション手続の詳細について、飯田秀総『企業買収法の

- 課題』(有斐閣、二〇二二)二二〇頁以下参照。
- (52) 飯田・前掲注(51)二一六頁、二二〇頁。
- (53) 牧野フライズ製作所「ニデック(株)による買収への対応方針(時間確保措置)の概要」(二〇二五年三月一九日)一九頁参照。
- (54) ニデック製作所「(株) 牧野フライズ製作所による新株予約権無償割当てに対する差止仮処分命令の申立てについて」(二〇二五年四月一七日)八頁。
- (55) この点について、太田・前掲注(3)「本件判批」一八頁参照。
- (56) 金融庁「株券等の公開買付けに関するQ&A」(令和二年九月三〇日)(問47) 公開買付けを実際に行う合理的な根拠がないにもかかわらず、公開買付けを実施する可能性がある旨を公表するような場合、風説の流布(法第一五八条)や相場操縦行為(法第一五九条第二項第二号)等に該当する場合もあり得る。
- (57) See Gregg H. Kanter, *Judicial Review of Antitakeover Devices Employed in the Noncoercive Tender Offer Context: Making Sense of the Unocal Test*, 138 U. Pa. L. Rev. 225, 259 (1989).
- (58) See Gregg, *supra* note 57, at 259 & n.168.
- (59) See Gregg, *supra* note 57, at 259 n.169 & n.170.
- (60) See *Koehler v. NetSpend Holdings, Inc.*, 2013 WL 2181518 (Del. Ch. 2013).
- (61) See *In re Plains Exploration & Production Company Stockholder Litigation*, 2013 WL 1909124 (Del. Ch. 2013).
- (62) 両裁判例の紹介・分析については、See David E. Ross & Eric D. Selden, *Managing Litigation Risk in Single-Bidder Transactions*, 17 No.7 The M&A Lawyer 9, 15 (2013).
- (63) See Thomas A. Smith, *Real Options and Takeovers*, 52 Emory L. J 1815, 1831-45 (2003).
- (64) See Smith, *supra* note 63, at 1835 & n.45.
- (65) See Smith, *supra* note 63, at 1837-38.
- (66) 太田・前掲注(3)「本件判批」一八頁参照。
- (67) 太田・前掲注(3)「本件判批」一八頁、一九頁参照。

買取対応策としての時間確保措置が投げかけるもの

(68) 飯田・前掲注(51)二二〇頁参照。

(69) この点について、鷲尾龍一「買取防衛策ポイズンピル」生みの親を直撃」狙いは「時間の確保」日経ビジネス
電子版二〇二五年九月二十九日付の記事参照。