

2025 年 9 月 24 日 全 109 頁

買収対応方針（買収防衛策）の近時動向 （2025 年 9 月版）

「同意なき買収」時代における買収対応方針の効果と限界

コーポレート・アドバイザー一部 吉川 英徳
山本 一輝

【要約】

- 買収対応方針（買収防衛策¹）の導入社数は 2025 年 6 月末で 235 社となっている。前年同月比 16 社減であり、引き続き買収防衛策の導入社数は減少傾向にある。2025 年 6 月株主総会シーズン（2024 年 7 月～2025 年 6 月）における買収防衛策の導入・廃止・継続の状況は新規導入 9 社（うち 4 社が特定標的型の有事導入）、継続 71 社、廃止・非継続 19 社であった。
- 買収防衛策の導入社数が減少している背景には、前年同様、機関投資家の買収防衛策に対する目線が厳しく株主総会での継続議案に対して賛成票確保が難しい点、有事導入型が実務的に定着してきており平時から買収防衛策を導入する理由が薄れてきている点が挙げられる。その結果、買収防衛策の導入・継続企業の大部分が機関投資家株主比率の低い時価総額 1,000 億円未満となっている。時価総額 1 兆円以上で買収防衛策を導入している企業は 1 社に留まっている。
- 2023 年 8 月の経済産業省による「企業買収における行動指針（企業買収行動指針）²」の策定以降、日本企業に対する同意なき買収が目立ってきている。本年においても、小売業 S 社や機械 M 社に対する買収を含め 9 件³の同意なき買収が実行されている一方で、対抗措置として買収防衛策を導入しているケースは 2 社に留まっている。
- アクティビスト投資家等の市場内取得により持ち分比率を高めて経営権に影響を及ぼす「（強圧的な重要提案行為を含む）ステルス買収への牽制」や、事業会社による買収提案の「検討時間の確保」を目的とした買収防衛策は一定の機能を果たす。一方で、企業買収行動指針には買収防衛策の「対抗措置発動」に際して株主意思確認決議の必要性が明記されており、真摯な買収提案に対して買収防衛策で対抗するには、一般株主の支持が不可欠となっている。有事における対抗措置の手法が限られる中で、平時における企業価値向上への取組みの重要性が今まで以上に強まっている。

¹ 以下本稿においては「買収対応方針」を「買収防衛策」として記載する

² 以下本稿においては「企業買収における行動指針」を「企業買収行動指針」として記載する

³ REIT への同意なき TOB である 2 件を含む

1. 買収対応方針（買収防衛策）⁴の導入・廃止状況

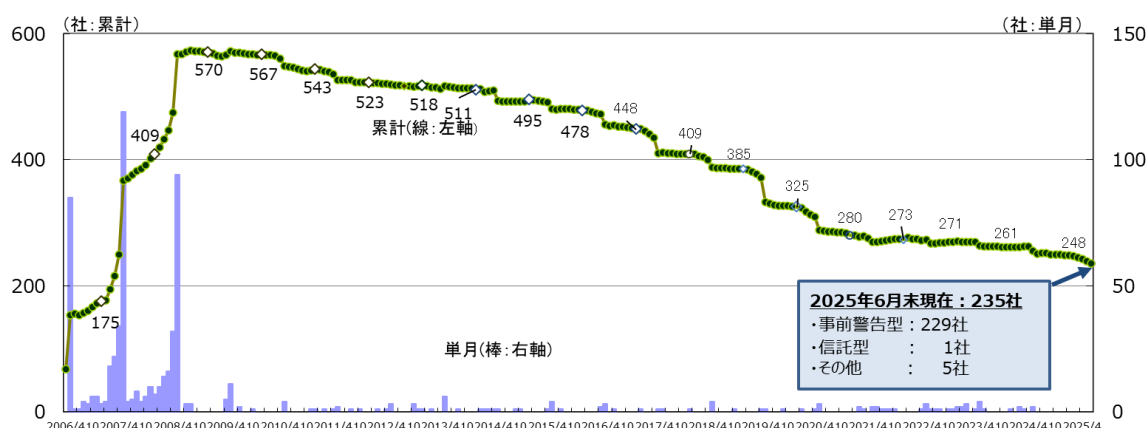
前年に引き続きアクティビスト投資家の活動や同意なき買収が資本市場を賑わせていることなどから、上場企業の買収への対応方針に対する関心は高い状況にある。本稿においては、2025年6月株主総会シーズン（2024年7月～2025年6月）における買収防衛策の動向および、今後の日本の上場企業における買収対応の在り方を整理していく。

(1) 買収防衛策の導入状況の推移

図表1は、近年の買収防衛策の導入社数の推移を示している。日本企業における買収防衛策の導入社数は2008年の574社をピークに減少傾向にあり、特に国内機関投資家が買収防衛策に対する議決権行使基準を厳格化した2017年以降、導入社数は大幅に減少している。ただし、近年は機関投資家比率が高い企業の買収防衛策廃止・非継続が一巡したことに加え、同意なき買収やアクティビスト投資家の活発化に伴い新規で買収防衛策を導入する企業も出てきており、導入社数はここ数年緩やかな減少に留まっている。2025年6月株主総会シーズンにおいては、買収対応策の新規導入が9社、廃止・非継続が19社、継続が71社であり、2008年のピーク時から半減したと言え、2025年6月末時点では235社が買収防衛策を導入している。（うち事前警告型229社、信託型1社、種類株や有事導入型等を含むその他5社）（図表2）

機関投資家の買収防衛策に対する見方は年々厳しくなっている。これに加え、後述するように企業買収における行動指針（企業買収行動指針）⁵の策定や公開買付制度の改正等により、買収防衛策の役割の多くがこれらで担保されるようになった。一方で、依然としてステルス買収など濫用的買収者への懸念も根強い点を踏まえると、買収防衛策を継続する企業は一定数存在すると考えられる。

（図表1）近年の買収対応方針（買収防衛策）の導入状況



（出所）レコフデータベース（MARR）より大和総研作成

⁴ 以下要約と同様に、本稿においては「買収対応方針」を「買収防衛策」として記載する

⁵ 以下要約と同様に、本稿においては「企業買収における行動指針」を「企業買収行動指針」として記載する

(図表 2) 導入・継続・非継続（廃止）の推移

買収防衛策の導入・廃止・継続社数の推移

前年7月～6月末	導入	廃止（非継続）	継続	前年7月～6月末	導入	廃止（非継続）	継続
2025年	9	19	71	2019年	3	60	94
2024年	6	13	64	2018年	5	27	82
2023年	18	20	108	2017年	4	45	170
2022年	13	15	77	2016年	6	30	133
2021年	7	18	78	2015年	7	22	120
2020年	7	49	114	2014年	5	21	213

2025年6月株主総会シーズンの主な買収防衛策導入企業

導入公表日	業種	市場	時価総額（百万円）	備考
2025/5/22	機械J社	プライム（内国株式）	18,107	特定標的型の有事導入
2025/5/15	パルプ・紙H社	プライム（内国株式）	205,530	有事導入型からの切り替え
2025/5/14	建設業Y社	プライム（内国株式）	22,788	
2025/5/9	金属製品M社	名証メイン	1,604	
2025/4/25	卸売業M社	スタンダード（内国株式）	2,002	
2025/3/19	機械M社	プライム（内国株式）	272,946	特定標的型の有事導入
2025/3/19	情報・通信業B社	クロス（内国株式）	50,967	特定標的型の有事導入
2025/2/21	電気機器C社	スタンダード（内国株式）	2,974	
2024/7/5	不動産業F社	名証ネクスト	5,812	特定標的型の有事導入

2025年6月株主総会シーズンの主な買収防衛策廃止・非継続企業

廃止・非継続 公表日	業種	市場	時価総額 （百万円）	廃止・非継続 公表日	業種	市場	時価総額 （百万円）
2025/6/4	不動産業E社	名証NEXT	5,812	2025/4/14	小売業J社	プライム（内国株式）	55,344
2025/5/23	陸運業K社	プライム（内国株式）	459,235	2025/4/10	精密機器M社	プライム（内国株式）	75,036
2025/5/20	輸送用機器T社	プライム（内国株式）	48,583	2025/3/28	機械A社	プライム（内国株式）	51,489
2025/5/19	証券・商品先物取引業T社	プライム（内国株式）	27,757	2025/3/26	輸送用機器K社	プライム（内国株式）	145,457
2025/5/15	パルプ・紙H社	プライム（内国株式）	205,530	2025/3/19	その他製品K社	プライム（内国株式）	24,534
2025/5/14	パルプ・紙M社	プライム（内国株式）	28,621	2025/3/19	サービス業T社	クロス（内国株式）	3,048
2025/5/13	その他製品T社	プライム（内国株式）	310,729	2025/2/13	その他製品I社	プライム（内国株式）	80,744
2025/5/13	電気機器N社	プライム（内国株式）	55,822	2024/12/2	電気機器Z社	プライム（内国株式）	98,135
2025/5/9	機械M社	プライム（内国株式）	272,946	2024/11/8	情報・通信業G社	プライム（内国株式）	41,115
2025/4/28	食料品K社	プライム（内国株式）	1,365,827				

(注 1) 時価総額は 2025 年 3 月末時点

(注 2) 廃止・非継続は開示を元に集計（上場廃止分は含まず）

(出所) 適時開示資料、各種公表データより大和総研作成

2. 買収防衛策の導入・継続企業の状況

(1) 主な変更点

2025 年 6 月株主総会シーズンにおける買収防衛策の導入・継続議案を株主総会に上程した 74 社⁶について分析すると、前年同様⁷に①買収者の定義に共同協調行為を追加、②対抗措置発動時において株主意思確認総会の開催、などの修正を行った事例が目立った。これは多くの企業は買収防衛策の有効期限を 3 年としており、2022 年に更新された防衛策の継続にあたり近年の状況を踏まえたアップデートが行われているためである。①はウルフバック戦術による株式の大量取得への対抗、②は企業買収行動指針を踏まえ株主の合理的な意思に基づく発動を担保している。

(2) 株主総会に上程した継続・導入議案の賛成率の状況

2025 年 6 月株主総会シーズンにおいて、買収防衛策の継続・導入を株主総会に上程した 74 社

⁶ 2024 年 7 月～2025 年 6 月開催の株主総会で買収防衛策の導入・継続に関する議案上程が確認できた会社数を集計しており、取締役会決議での導入・継続企業は集計対象外

⁷ 買収対応方針（買収防衛策）の近時動向（2024 年 9 月版）

(https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20240913_024607.pdf) ご参照

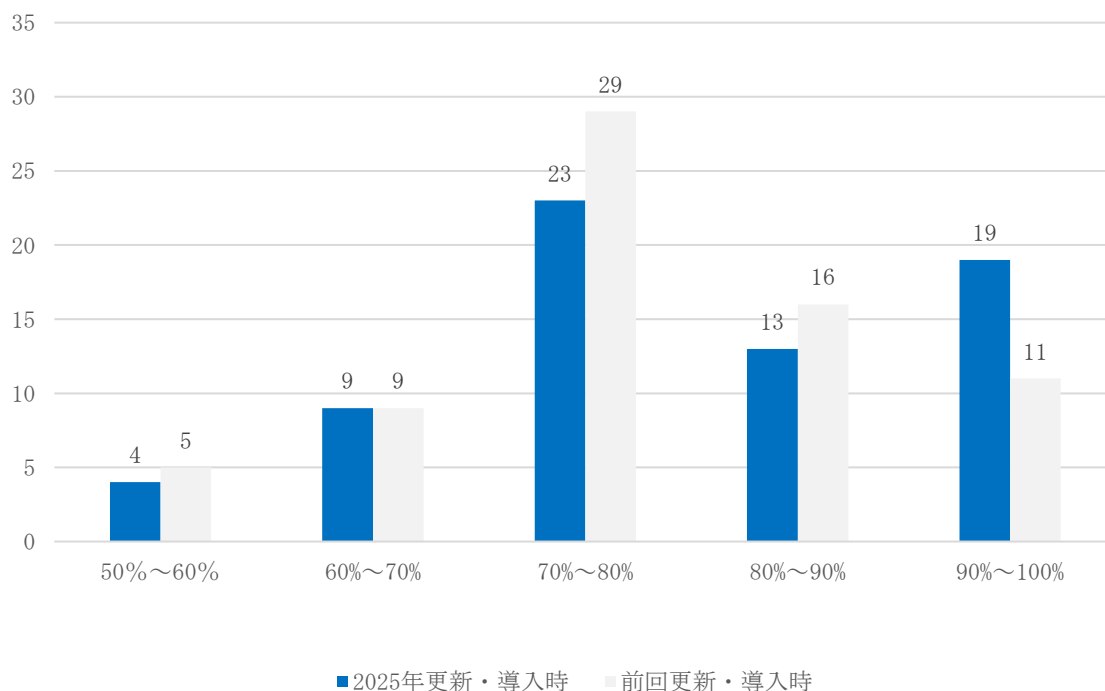
の賛成率の分布は以下のとおりである（図表 3）⁸。90%以上の賛成率だった企業が 19 社あり、80%以上を含めると 32 社となっている。一方で、賛成率が 50%台の企業も 4 社存在する。本年の買収防衛策の継続議案の賛成率の特徴としては、賛成率 90%以上の企業が前回更新比較で大幅に増加している。これは、本年株主総会で買収防衛策を継続した企業のうち 12 社が 2025 年 1 月末時点で TOPIX 対象から除外され、買収防衛策に厳しい目線を有する機関投資家株主が減少した影響が出ている。本年株主総会で買収防衛策を継続した企業のうち TOPIX 除外銘柄となった 12 社の平均賛成率は 91.3%であり、前回更新時の平均賛成率 78.5%と比べて大幅に改善している。

時価総額別に整理すると、74 社中 58 社が時価総額 500 億円未満の企業であり、継続・導入企業の大部分を占めている（図表 4）。時価総額が低い企業が買収防衛策を継続・導入している背景には、(1) 時価総額が低位であるほど、事業会社やアクティビスト投資家等による被買収リスク（大規模買付リスク）が高い点、(2) 多くの機関投資家が原則として事前警告型の買収防衛策の導入・継続議案に対して反対姿勢を明言する中で、一般的に時価総額が低い企業ほど機関投資家比率が低く、賛成票の確保が容易である点が挙げられる。

時価総額別の賛成率を見ても、時価総額 500 億円未満の企業群は平均賛成率が 84.1%であるのに対し、時価総額 500 億円以上では平均賛成率が概ね 70%前後となっている。

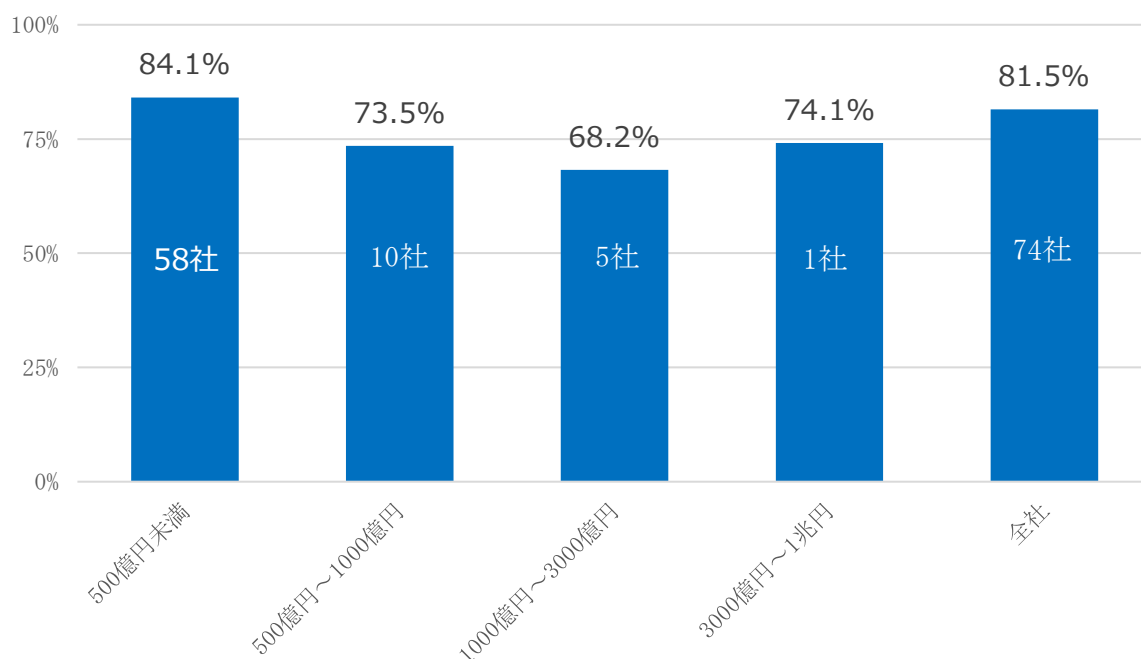
機関投資家比率および時価総額の高い大手企業では、既に買収防衛策の廃止の傾向が強い。2025 年 9 月時点において時価総額 1 兆円以上で買収防衛策を導入しているのは 1 社（同時価総額帯の企業群の 0.6%）、3,000 億円以上 1 兆円未満においても 8 社（同 3.3%）に留まっている（図表 5）。

(図表 3) 買収防衛策の継続・導入議案の株主総会賛成率の分布図



(注) 買収防衛策の導入・継続議案を株主総会に上程した 74 社（取締役会限りの導入・継続は除く）
 (出所) 大和総研作成

(図表 4) 買収防衛策の時価総額別の継続・導入議案の株主総会賛成率



(注) 買収防衛策の導入・継続議案を株主総会に上程した 74 社（取締役会限りの導入・継続は除く）
 (出所) 大和総研作成

(図表 5) 買収防衛策の時価総額の導入状況

時価総額	社数	買収防衛策 導入社数	導入比率
500 億円未満	2,614 社	157 社	6.0%
500 億円～1,000 億円	380 社	36 社	9.5%
1,000 億円～3,000 億円	417 社	30 社	7.2%
3,000 億円～1 兆円	246 社	8 社	3.3%
1 兆円～	173 社	1 社	0.6%
全社	3,830 社	232 社	6.1%

(注) 時価総額は直近年度末時点

(出所) コーポレートガバナンスサービスより大和総研作成

(3) 有事導入型の買収防衛策の導入・継続状況

有事導入型の買収防衛策導入企業は 2025 年 9 月時点で、当該対策が導入された 2020 年以降累計で 22 社となっている。うち、2025 年 6 月株主総会シーズンにおける有事導入・特定標的型の買収防衛策の導入企業数は 4 社である。本年株主総会シーズンの特徴的な事例としては以下が挙げられる。

- ・機械 M 社（2025 年 3 月導入、2025 年 5 月に TOB 撤回に伴い買収防衛策を廃止）

2024 年 12 月 27 日、電気機器 N 社が機械 M 社に対し 1 株 11,000 円で事前協議なしの TOB を実施する旨を公表。機械 M 社は 2025 年 1 月 10 日に特別委員会を設置。その後、電気機器 N 社との協議を経て、3 月 19 日の電気機器 N 社による公開買付け（予告）に際し、第三者提案の具体化・検討に必要な時間の確保のみを目的とする買収への対応方針導入を決議。4 月 3 日、当初の予定通り電気機器 N 社による TOB 開始。4 月 10 日に電気機器 N 社による TOB に対し機械 M 社取締役会は「反対」の意見表明および対抗措置発動に向けた基準日設定（6 月 26 日）と株主意思確認総会の実施を公表。4 月 16 日、電気機器 N 社は新株予約権無償割当て差し止めの仮処分の申立てを東京地裁に行った。5 月 7 日、東京地裁は同申立てを却下。5 月 9 日に電気機器 N 社は TOB の撤回を公表し、機械 M 社は買収防衛策も廃止。

3. 「同意なき買収」時代における買収防衛策の効果と限界

(1) 株主価値最大化を実現するための「買収防衛策」の在り方

2023年8月、経済産業省により企業買収における行動指針が策定・公表されて以降、日本企業における同意なき買収対応の実務は大きく変化している。真摯な買収提案が行われた場合は、必要に応じて特別委員会を設置して、当該買収提案に対し取締役会としての「賛否」を検討することとなる。仮に、当該買収提案に対し取締役会として「反対」する場合においても、対抗措置の実施といった買収提案の実行そのものを否定するわけではなく、取締役会として賛同できる代替案（例：ホワイトナイトによる対抗TOBの実施）を株主に提示し株主の賛同を得ることとなる。たとえ真摯な買収提案に対し有事導入型の買収防衛策を導入・対抗措置を発動しようとしても、その主目的が経営陣の支配権維持目的とみなされ、株主意思確認株主総会において一般株主の支持を得られず対抗措置発動が認められないリスクが高まる。

一方で真摯な買収提案であっても、企業価値向上を目指した競合提案の探索・具体化のための合理的な検討時間確保を目的とし、取締役会が買収防衛策を導入した場合においては、その有効性が裁判所に認められる可能性が高くなるものと思われる。電気機器N社の機械M社に対する買収提案（TOBを予告し、その後TOBを正式公表）のケースにおいては、「時間確保措置」のための買収防衛策について、裁判所がその正当性を認めている。

他方この機械M社の事例からは、「同意なきTOBの実施に対し、時間確保のための買収防衛策を導入・発動した場合、買収者がTOBを撤回したとしても競合提案の具体化に向けた動きを止めることはできず、非公開化の動きは止められない」という教訓がある。この事例では「競合提案の探索・具体化に向けた合理的な検討時間の確保のため」に買収防衛策を導入・対抗措置を発動しており、裁判における差し止め請求の敗訴の結果、電気機器N社はTOBを撤回している。一連の流れを踏まえると、買収提案が撤回されたので競合提案の探索・具体化を止めることは、一般株主の立場ではより高値での保有株式の売却機会が失われることとなる。機械M社の経営陣に対して、電気機器N社が提示した買収価格以上の企業価値を実現する責任が発生したこととなる。

また、カナダの同業大手K社から買収提案を受けた小売業S社のケースにおいては、当初は競合提案としてMBOを模索しつつも、資金調達等のハードルもあり断念した。小売業S社は小売業K社と買収提案精査のための守秘義務契約を締結したが、結果的に小売業K社は買収提案を撤回している。本件において買収防衛策の導入はなく、形式的には小売業K社の都合により買収提案が撤回されたこととなった。その後企業価値向上に向けた取組みは求められるものの、機械M社のようにホワイトナイトを探索し小売業K社が提示した買収価格以上の企業価値向上を顕在化させる責任が求められる展開には至っていない。

同意なき買収における買収防衛策の導入の影響は、個別性が強いいため一般化は難しい。ただし、少なくとも、機械M社のケースでは、買収防衛策の導入が結果的に株主価値最大化を実現する交渉手段として、本来の買収防衛策に期待される役割を果たした事例と言える。

(2)「群がり型」のアクティビスト投資家の行動にどう対応するか

最近、資本市場で注目されるアクティビスト投資家の行動として「群がり型」がある。特定の企業に対して、複数のアクティビスト投資家が「群がる」ことで、当該企業の経営に介入する行為を指す。

一方で、アクティビスト投資家が「個別に判断して投資している場合」においては、共同協調行為の認定は難しい。個々のアクティビスト投資家の保有比率（複数投資家名で保有する場合を含む）は買収防衛策の基準（20%以上の議決権の保有等）に抵触しないものの、アクティビスト投資家全体として基準を超える20%超となるケースも珍しくなくなっている。

このような状況においては、買収防衛策で牽制するにしても効果は限定的となる。たとえ買収防衛策の導入によりアクティビスト投資家Aの保有比率を20%未満に抑えたとしても、アクティビスト投資家Bが10%、アクティビスト投資家Cが5%、アクティビスト投資家Dが5%保有する場合、アクティビスト投資家全体で40%の議決権を有することとなる。このようなケースでは、水面下で議決権行使等の協調行為がなかったとしてもアクティビスト投資家は個々の考える企業価値最大化（=株価最大化）に向けて議決権を行使し、買収防衛策に対して反対姿勢を示すことが想定される。結果として、買収防衛策の導入や対抗措置の発動決議を株主総会で可決するための高いハードルが容易に想像される。加えて、短期的な企業価値向上に向けて当該企業に対して大きなプレッシャーとなる。

こうした状況を避けるためには、平時から企業価値最大化に向けて、事業ポートフォリオ戦略や財務資本政策の見直し（特に株主還元策の在り方、最適な自己資本の検討）により、複数のアクティビスト投資家が興味を惹かない、健全な経営を進めていく必要がある。

4. さいごに

ここ最近、「ステルス買収」、また一部アクティビストによるMBO等の非上場化や業界再編等を目的とした強圧的かつ攻撃的な株式の大規模取得行為が目立ってきている。その結果、2025年7月以降既に3件（医薬品A社、情報・通信業F社、金属製品B社）の特定標的型の買収防衛策の有事導入が公表されている。医薬品A社のケースにおいてはアクティビスト投資家が20%以上の株式取得を目的とした大規模買付行為等趣旨説明書を提出しており、ルールに沿った取得プロセスを進めている途中である。

買収防衛策は「経営陣の保身」という批判が強く、その中でも事前警告型の買収防衛策については株主総会において機関投資家は原則反対するなど資本市場からの批判が強い。一方で、株式を20%以上取得したアクティビスト投資家により、短期目線による保有株式の高値売却を目的としたMBOの実施や、それを実現するための「推薦する社外取締役の受入れ」等を求めるケースも出てきている（以下、強圧性のある重要提案行為）。

上場している限り大規模買付行為を含めて株式の取得は自由であるべきとの意見もある。一

方で、多数の少数株主が売買するのも株式市場の特徴であることを踏まえると、少数株主保護の観点から大株主による強圧性のある重要提案行為については、適切な情報開示が必要と考える。

これらの多くは株主総会における株主提案権の行使ではなく、書簡や面談を通じて水面下で行われており、大規模買付者である大株主とその他の一般株主との間で情報格差⁹が発生しやすい状況となっている。また、大規模買付者側が一般株主や投資先企業の取締役会に対して説明責任を十分に果たしていないこともある。アクティビスト投資家による強圧的な大規模買付行為に対しては、対抗措置を有する有事導入型の買収防衛策が一定の役割を果たしているケースも出てきている。

コーポレートガバナンス・コードの導入以降、上場企業には様々な観点から株主・投資家に対して説明責任が求められるようになってきている。一方で株主・投資家自身の一般株主への説明責任という観点では、大量保有報告書制度における「重要提案行為」等の開示があるものの、概略の開示に留まっている。特に一定数の株式保有を背景にした強圧的な重要提案行為については、一般の株主・投資家への影響も大きいことを踏まえ、より詳細に株主・投資家に説明責任を求める仕組みが必要となるであろう。アクティビスト投資家側においても、これらの行為は一般株主への影響を考慮した上で十分な情報を自主開示し、一般株主の支持を確保する姿勢が重要となる。アクティビスト投資家は豊富な資金量を背景に株式市場で影響力を増し、メインストリーム（主流）の一角を占める投資家になりつつある。単に自社ファンドの利益の極大化だけを求めるのではなく、責任ある機関投資家として自らの影響力を認識した上で、健全な資本市場の育成と投資先企業の中長期的な企業価値向上に向けた真摯かつ建設的な対話を実現していく姿勢が重要になる。

－以上－

⁹ 強圧性ある重要提案行為を実施する大株主である大規模買付者は、重要提案に関する書簡送付や個別面談等を通じて、インサイダー情報ではないものの、経営陣や社外取締役といった経営や取締役会に影響力を有する人の当該重要提案に対する考え方など「示唆情報」を入手しやすい状況にある。