慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	〔商法六三二〕有事導入型買収防衛策としての新株予約権無償割当ての差止が認められなかった事例 (東京高決令和三年一一月九日)
Sub Title	
Author	遠藤, 元一(Endō, Motokazu) 商法研究会(Shōhō kenkyūkai)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2022
Jtitle	法學研究 : 法律・ 政治・ 社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.95, No.9 (2022. 9) ,p.41- 69
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	判例研究
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20220928-0041

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

判例研究

〔商法　六三二〕　有事導入型買収防衛策としての新株予約権無償割当ての差止が認められなかった事例

（東京高決令和三年一一月九日東京機械製作所新株予約権差止仮処分事件
資料版商事法務四五三号九八頁、金融・商事判例一六四一号一〇頁）

〔判示事項〕

一　特定の株主による会社の経営支配権取得の現実的可能性が生じ、それによって会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることになるような場合に、それを防止するために行われる新株予約権無償割当て等の措置については、利益侵害を受けるおそれのある株主が、株主総会において、会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることを防止するために新株予約権無償割当て等の措置をとる必要があると判断し、かつ、新株予約権無償割当て等の措置が相当である場合（具体的には、株主平等の原則に反せず、緊急の事態に対処するためのものであり、特定の株主の損害を回避するための措置がとられていることが必要である。）には、当該新株予約権無償割当て等は、専ら取締役等の経営支配権の維持等を目的として（又はそれを主要な目的として）されるものではなく、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることを防止することを主要な目的としてされたものであり、「著しく不公正な方法」によるものではないと判断するのが相当である。

一　もっとも、上記の利益侵害を受けるおそれのある株主

の判断が株主総会の決議によって示される場合、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在せず、又は虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵があること（平成一九年最決参照）につき、特定の株主が主張疎明した場合には、たとえ、新株予約権無償割当て等が、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることを防止することを主要な目的としてされたものであったとしても、『著しく不公正な方法』によるものと解するのが相当である。」

一　上記の重大な瑕疵の有無は、株主総会において、株主の一部につき議決権の行使が制限されている場合、当該株主総会の性質、目的、制限を受けた株主の持株比率、そのような制限がされた趣旨、当該株主総会においてとられた手続や議論の具体的状況、議案の賛成率等を踏まえて、会社法三〇八条一項本文、三〇九条一項の各規定の趣旨に反するか否かを検討して判断するのが相当である。

〔参照条文〕

会社法一〇九条、二四七条一号・二号、二四八条、民事保全法二三、二四条

〔事実の概要等〕

1　X_1（債権者・抗告人・上告人）は有価証券の取得、保有及び運用、子会社及び関連会社の事業活動に関する運営管理等を目的とし、有価証券の売買、保有及び運用等を目的とする投資ファンドX_2（債権者・抗告人・上告人）を完全子会社として保有する東証二部市場に上場する株式会社である（X_1とX_2を併せて以下「Xら」という）。Y（債務者・相手方・被上告人）は、新聞用輪転機等の諸印刷機械の製造及び販売等を目的とする東証一部市場に上場する取締役会設置会社である。

2　Xらは、令和三年六月九日（以下すべて令和三年であり、月日のみで表記する）からY株式の市場内取引での（共同）取得（以下「市場買い集め」という）を開始し、七月一三日、Xらの保有割合が八・〇八％となり（一〇日、大量保有報告書を提出）、同月一四日時点で保有割合が一五・〇一％（二一日付けで大量保有報告の変更報告書）となった時点で、当初「純投資」としていた保有目的を「支配権の取得。ただし、現時点で、発行者に取締役候補者を派遣することを予定していない。」と変更した。Xらは、その後もY株式の市場買い集めを進めた。

八月三日、Yは、Xらに対し、質問書を送付し、Yの一

般株主の利益の維持・確保のためには、Xらによる支配権の取得がYの企業価値ひいては株主共同の利益に対していかなる影響を与えるか、Yにおいて検討が必要との理由から、①Xらが経営支配権を獲得した後のYの経営方針等についての情報提供を求め、②Yの一般株主が適切な判断をするために①の情報を検討するための考慮期間の確保が必要であり、情報の提供をしない状況下でY株式の買増しを行わないよう求めた。しかし、質問書に対する連絡がないことから、八月六日、Y取締役会は、いわゆる有事導入型買収防衛策として、Y株式の大規模買付行為等を行う者に対し、情報の提供及び検討期間の確保を求めること等を目的とする対応方針（以下「本件対応方針」という）の導入を決議し、本件対応方針に基づき独立委員会（社外取締役二名、社外監査役一名）を設置し、それぞれ公表した。しかし、本件対応方針の公表後も、XらはY株式の市場買い集めを続け、保有割合は漸次増加した。Yは、Xらに本件対応方針に沿わない買い集めを控え、誓約書を提出するよう要請し、従わない場合には対抗措置の発動を検討すること等を伝えたが、Xらは、取締役会限りの決議で有事導入された本件対応方針、取締役会限りの決議ないし独立委員会限りの勧告に基づく対抗措置の発動は許されず、法的根拠のない誓約書の提出要請には応じられない意向を伝えた。

Y取締役会は、八月三〇日に、独立委員会の勧告を経て、取締役会で本件対応方針に基づく対抗措置として、概要、次のような差別的行使条件・差別的取得条項付の新株予約権無償割当てを行う旨を決議した（以下「本件対抗措置」という）。

すなわち、①Yが基準日時点の全株主に無償で割当てるA新株予約権には、ⓐ本件対応方針に定めるXら及びその関係者（以下「非適格者」という）による権利行使は認めないとの差別条件、ⓑYは、非適格者以外の株主からは普通株式と引換えにA新株予約権を取得し、非適格者からはB新株予約権と引換えにA新株予約権を取得するとの差別的取得条項が付され、②B新株予約権にはその保有者が大規模買付け行為等を中止又は撤回し、かつ対規模買付行為等をしないことを確約した場合で、かつその保有者の保有割合が三二・七二％（本件対応方針導入時にYが知り得た保有割合）未満の範囲で行使できるとの差別的行使条件及び交付から一〇年後の日になお行使されていないB新株予約権があるときはYが時価相当の金額を対価で取得できる差別的取得条項が付されていた。

本件対応方針の導入、本件対抗措置の発動はYの取締役

会のみで決議されたが、大規模買付行為等を受け入れるかを株主に問う株主総会（以下「株主意思確認総会」という）を開催し（後述のとおり一〇月二一日に開催）、①議決権を行使できる株主のうち、Xら及びその関係者並びにYの取締役及びその関係者以外でYの独立委員会の勧告によりYが議決権行使を認めた出席株主（以下「利害関係のない出席株主」という）の議決権の過半数で承認されるか否かを諮り（以下「MoM要件」といい、MoM要件による決議を「MoM決議」という）、②承認可決されれば無償割当てを進め、承認可決されない場合は中止する等とされていた。その後もXらは市場買い集めを続け、九月一〇日の保有割合は三九・九四％に達した。

Xらは、本件新株予約権無償割当てが株主平等原則に違反（法令違反）し、著しく不公正な方法での発行であると主張して、会社法二四七条一号、同条二号の類推適用に基づく差止請求権を被保全権利とする本件新株予約権無償割当ての差止仮処分の申立てをした。

Xら・Yは、原々裁判所の勧告に従い基準日を九月一四日として一〇月二二日に株主意思確認総会を開催し、本件対抗措置の発動（割当て）を承認する旨の議案（以下「本件議案」という）が非利害関係出席株主の七八・九六％（Xらが提出した委任状は形式に不備があるとして無効との取扱）の賛成で可決された。

第一審決定（東京地決令和三年一〇月二九日資料版商事法務四五三号一〇七頁）は、本件申立てを却下し、Xらが即時抗告したが、控訴審（東京高決令和三年一一月九日同号九八頁。以下「本決定」という）は被保全権利の疎明がないとして即時抗告を棄却した。Xらは特別抗告・許可抗告をしたが、最高裁（最決令和三年一一月一八日同号九四頁）はいずれも棄却した。

〔決定の要旨〕

（番号等は評釈者が適宜付記した。）

1　本件新株予約権無償割当てが「著しく不公正な方法」（会社法二四七条一号）により行われたか否か

(1)　「会社法二四七条二号の「著しく不公正な方法」とは、その方法に具体的な法令違反等がない場合でも、取締役等が不当な目的を達成する手段として新株予約権無償割当て等が行われる場合をいい、取締役等が会社に対する経営支配権を維持し、又は自己に有利に経営支配関係を変動させること（以下「経営支配権の維持等」という。）を主要な目的として、新株予約権無償割当て等を行う場合はこれに

該当するものと解される。そして、新株予約権無償割当て等の結果、特定の株主の経営支配権（持株比率）を相当程度低下させ、他方で、取締役等の経営支配権の維持等に寄与する場合、原則として、その主要な目的は、取締役等の会社の経営支配権の維持等にあるものと判断すべきである。」

(2)「しかし、特定の株主による会社の経営支配権取得の現実的可能性が生じ、それによって会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることになるような場合に、それを防止するために行われる新株予約権無償割当て等の措置については、①利益侵害を受けるおそれのある株主が、②株主総会において、会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることを防止するために新株予約権無償割当て等の措置をとる必要があると判断し、かつ、③新株予約権無償割当て等の措置が相当である場合（具体的には、ⓐ株主平等の原則に反せず、ⓑ緊急の事態に対処するためのものであり、ⓒ特定の株主の損害を回避するための措置がとられていることが必要である。）には、当該新株予約権無償割当て等は、専ら取締役等の経営支配権の維持等を目的として（又はそれを主要な目的として）されるものではなく、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることを防止することを主要な目的としてされたものであり、「著しく不公正な方法」によるものではないと判断するのが相当である。」

(3)❶「もっとも、上記の利益侵害を受けるおそれのある株主の判断が株主総会の決議によって示される場合、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在せず、又は虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵があること（平成一九年最決［注・ブルドックソース判決。以下同じ］参照）につき、特定の株主が主張疎明した場合には、たとえ、新株予約権無償割当て等が、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることを防止することを主要な目的としてされたものであったとしても、『著しく不公正な方法』によるものと解するのが相当である。」❷「そして、上記の重大な瑕疵の有無は、株主総会において、株主の一部につき議決権の行使が制限されている場合、当該株主総会の性質、目的、制限を受けた株主の持株比率、そのような制限がされた趣旨、当該株主総会においてとられた手続や議論の具体的状況、議案の賛成率等を踏まえて、会社法三〇八条一項本文（一株一議決権の原則）、三〇九条一項（普通決議の決議要件）の各規定の趣旨に反するか否

かを検討して判断するのが相当である。」

(4) 八月三〇日当時、YとXらとの間では、Yの経営支配権に現に争いが生じていたが、①本件対応方針、本件対抗措置（本件新株予約権無償割当て）の各内容、②緊急措置として行われたものであること、③Xらが投資を回収し、経済的損失を回避することが可能な仕組みであるなど、本件対応方針の仕組み及び対抗措置の内容等から、Y取締役会において、少なくともXらの持株比率を本件対応方針の導入時にY取締役会が把握することができたXらの株券等保有割合以下に低下させることを目的としたとまでは認められない。

(5) 本件対応方針の導入・本件対抗措置の発動（本件新株予約権無償割当て）は、「いずれも取締役会決議のみで決定されたものであるが」、①Y取締役会は、……株主意思確認総会において、本件対抗措置の発動に関する承認議案が可決されない場合は割当てを中止することとしていたこと、②「Xらが、Y取締役会による要請・警告を受けた後も市場内取引によるY株式の買付けを進め、Xらは、経営方針や事業計画を具体的に明らかにせず、二段階買収は考えていないことも表明しながら、Yには具体的な事業計画の開示、関連会社の固定資産譲渡、Yの希望退職者の募集についての質問に対する回答を要請したこと、③「株券等所有割合が三分の一を超える株式を短期間のうちに買収」する行為が「一般株主にとって投資判断に必要な情報と時間を十分に与えられず、買収者による経営支配権の取得により会社の企業価値がき損される可能性があると考えれば、そのリスクを回避する行動をとりがちで、一般株主に対する売却への動機ないし売却に向けた圧力（強圧性）を持つ」こと等から、④「以上の諸点に照らすと、Xらによる Y株式の……買付行為は、Yの株主ら（Xらを除く。）にとって強圧性（……売却への動機付けないし売却への圧力、より具体的には、株主が十分な投資考慮をすることができない状況で、会社の企業価値のき損のリスクを回避し、また、市場内買付によって上昇した株価……が下落する前に早く株式を処分してしまいたいとする売却に向けたインセンティブ）があることは否定できず、このような株主らがXらによるY株式の上記買付け行為について適切な判断を下すための十分な時間を確保することができないことが、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害することとなるか否か、それを防止するために本件対抗措置を発動することが必要か否かについて株主総会において当該株主のみの意思確認を行うことは、直ちに不合理であるとは

いえない。」⑤「……、Y取締役会が、本件株主意思確認総会において、MoM要件をもって本件対抗措置の発動に関する承認議案を可決する決議をする……こととしたことも、……直ちに不合理であるとはいえない。」

(6)「……本件株主意思確認総会において、Xらの持株比率は四〇%であって、半数を超えておらず、本件議案は、本件非利害関係出席株主の議決権総数の約七九%……の賛成を得て可決されたものであるから、XらによるY株式の……買付行為によって強圧性を受けるXら以外の株主の大多数において、当該株主がXらによるY株式の上記買付行為について適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保することができないことが、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害することになり、それを防止するために本件対抗措置を発動することが必要と判断したものということができ」、「手続に適正を欠く点があったとはいえず、……判断にその正当性を失わせるような重大な瑕疵は認められない。」

(7)「本件株主意思確認総会は、Xら及びその関係者並びにYの取締役及びその関係者以外の、株式の売却の判断において強圧性が問題とされる株主において、適切な判断を下すための十分な情報と時間が確保できないことがYの会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることになるか否か、また、本件対抗措置の発動の要否について、その意向を確認するためのものであり、そのような株主総会の性質及び目的に照らすと、Xら及びその関係者に議決権を行使させることは適切とはいえず、また、その当時のXらの持株比率が過半数に達していなかったことも踏まえると、MoM要件によってする本件株主意思確認総会における株主意思の確認の手続が、一株一議決権の原則を定める会社法三〇八条一項に反し許されないということはできない。」

(8)「本件は、Y取締役会において決議された有事導入型買収防衛策である本件対応方針に基づく本件対抗措置を発動するにあたり、企業の内部統制として、本件対応方針に基づき、独立委員会の勧告及び株式売却の判断において強圧性が問題とされる株主の意思確認の手続として株主総会の決議（勧告的決議）を経ることが求められているものであり、本件新株予約権無償割当てについては、あくまでも取締役会の決議に基づき実施されたものである。……」

(9)「以上によれば、本件新株予約権無償割当ては、Xらに対し、その持株比率を相当程度低下させる不利益を与えるものであるが、XらのYの経営支配権取得の現実的可能

性が生じ、Yには、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることを防ぐ必要があり、利益侵害を受けるおそれのある株主が、本件株主意思確認総会において、十分な情報と時間を確保できないことが、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることになり、それを防止するために本件対抗措置を発動する必要があると判断し、かつ、新株予約権無償割当て等の措置の内容も相当性を欠くものではないというべきであるから（……本件新株予約権無償割当ては、株主平等の原則に反するものではない。また、（本件）措置は、緊急の事態に対処するためのものであり、特定の株主等の損害を回避するための措置もとられている。）、本件新株予約権無償割当ては、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることを防止することを主要な目的としてされたものと認められる（専ら経営を担当している取締役等の経営支配権の維持等を目的として（又はそれを主要な目的として）行われたものではない。）。そして、……本件株主意思確認総会に重大な瑕疵があることの疎明はされてない。」

2　本件新株予約権無償割当てが「法令」（会社法二四七条一号・株主平等原則）に違反するか

（要旨は省略）本件新株予約権無償割当てが法令（会社法二四七条一号、株主平等原則（会社法一〇九条））に違反する場合に該当するとは認められないというべきである。

〔研　究〕

一　本決定の意義

本決定は敵対的買収に対する有事買収防衛策（本決定の「本件対応方針」。以下では「買収防衛スキーム」という）及び同買収防衛スキームに基づく差別的行使条件・取得条項付新株予約権無償割当て（本決定の「本件対抗措置」。以下では「対抗措置」あるいは「対抗措置（買収防衛策）」という）の差止仮処分の可否が争われたもので、二〇二一年に相次いで出された①日邦産業抗告審決定（名古屋高決令和三・四・二二資料版商事法務四四六号一三八頁。取締役会決議での買収防衛スキーム・対抗措置の導入・発動事例で差止を肯定）、②日本アジアグループ抗告審決定（東京高決令和三・四・二三資料版商事法務四四六号一五四頁。事前に株主総会決議で導入された対抗措置の手続を買収者が遵守せず。差止を否定）、③富士興産抗告審決定（東京

高決令和三・八・一〇金判一六三〇号一六頁。取締役会で対抗措置を導入し、株主総会で追認決議を予定。総会開催前の一審も差止を否定）に続く四件目の裁判例（取締役会で対抗措置を導入・発動。株主総会で承認されない場合は発動を中止するとの設計。株主総会で承認後地裁決定）である。

本決定は、市場買い集めに強圧性があることを肯定し、利害関係のない出席株主の議決権の過半数の賛成で（いわゆるＭｏＭ要件）承認された対抗措置を最高裁が適法と認めたことが注目される。また、最高裁が、原審（本決定）で示された法律的判断が判例になっている可能性を示す「正当として是認することができる」との理由（畑佳秀「民事判例の『実践的』読み方について」東京大学法科大学院ローレビュー一三巻（二〇一八）五〇頁）で許可抗告を棄却したため、本決定の法律判断が判例になる可能性も指摘され（太田洋「東京機械製作所事件をめぐる一連の司法判断の概要と射程［上］」商事法務二二八二号（二〇二〇）一五頁、二二頁。以下太田［上］として引用）、今後の買収防衛に係る実務に相当な影響を与える可能性もある。その他、学説ではこれまで十分議論されていない論点も多々あるが、紙幅等の関係から本稿では、(1)不公正発行該当性を先に判断して法令（株主平等原則の趣旨）違反か否かを後に判断する二段階審査の枠組みを堅持したこと、(2)不公正発行に関する判断枠組みの従来枠組みとの異同、(3)ＭｏＭ要件に関連する幾つかの論点、(4)株主意思の確認（株主意思確認総会又は勧告的決議）に法的効力を認め、手続の態様次第では法令違反だけでなく、不公正発行に該当する場合があることを示したことの四項目に絞り検討する。

二　不公正発行該当性を先行し、次に法令違反の有無を判断する二段階の判断枠組み

第一に、本決定は、有事に導入した買収防衛スキームに基づく対抗措置が適法か否かの判断枠組みとして、まず不公正発行に該当するか否かを先行して判断し（第一段階）、その後に対抗措置（新株予約権）の内容が法令（株主平等原則）に違反しないかを判断する（第二段階）との二段階審査の枠組みを採用した（Ⅱ1、2）。このような二段階の判断枠組みは、先行裁判例である日本アジアグループ抗告審決定、富士興産抗告審決定に続く判断枠組みである。

この点、学説の多数は、買収防衛策の法的許容性に関する先例最高裁決定であるブルドックソース事件最高裁決定

（最決平成一九・八・七民集六一巻五号二二一五頁）に関して、不公正発行該当性に関する判断は株主平等原則に反するか否かの判断と実質的に重なり合い、対抗措置（買収防衛策）の必要性と相当性に関する枠組みに整理できると解して（田中亘「判批」商事一八〇九号（二〇〇七）八～九頁、江頭憲治郎編『会社法コンメンタール 6』（有斐閣、二〇〇九）一二四頁［洲崎博史］、飯田秀総ほか『会社法の判例の読み方―判例分析の第一歩』（有斐閣、二〇一七）一一五頁［白井正和］（以下「白井・読み方」として引用）、神田秀樹「会社法［第二四版］」（弘文堂、二〇二二）一八一～一八二頁等）、本決定の事案についても、多くの評釈は、上記の整理に従い①対抗措置（買収防衛策）の発動の必要性と、②その内容の相当性を要件として検討している（田中亘「防衛策と買収法制の将来［下］」商事法務二二八七号（二〇二二）三五頁（以下「田中［下］」として引用）、久保田安彦「敵対的買収防衛策をめぐる近時の裁判例の動向（下）」法学教室五〇一号（二〇二二）六〇頁、白井正和「近時の裁判例を踏まえた買収防衛策の有効性に関する判例法理の展開」民商一五八巻二号（二〇二二）三二五頁以下（以下「白井・展開」として引用）等）。

確かに不公正発行および株主平等原則違反についての裁判所の判断の中身をみると必要性と相当性に集約・整理することはできなくはない。しかし、ブルドックソース事件最高裁決定は、買収防衛策としての差別的行使条件付新株予約権の無償割当てを株主総会の特別決議事項とすることを内容とする定款変更議案及びそれが可決されることを条件として新株予約権の無償割当てを行うことを内容とする買収防衛策を株主総会で導入・発動することの適否につき、必要性と相当性とを判断したものであり、その判断枠組みは法令違反かどうかを中心としたものである。それゆえ、不公正発行に関してはどのような枠組みをとっているかは明確とはいえない（高橋美加ほか『会社法［第三版］』（弘文堂、二〇二〇）五三八頁、伊藤靖史「ブルドックソース事件判批」商事法務一九二三号（二〇一一）四二～四三頁。以下伊藤「ブルドックソース事件判批」として引用）。調査官解説も、不公正発行か否かは伝統的な主要目的ルールにより結論を導き出すことはできないと説くものの（森冨義明「判解」『最高裁判所判例解説　民事篇平成一九年度（下）』（法曹会、二〇一〇。以下「森冨・判解として引用」）六一一頁、六一七頁注20）、それ以上にどのような事情が揃えば不公正発行に該当するかは示していない。換言すれば、不公正発行に関して明確に具体的な判断枠組みを

明示しているとはいえない以上、定款変更決議による買収防衛策の導入・発動という局面に関するブルドックソース事件最高裁決定の判断枠組みと不公正発行に関する枠組みとが完全に重なり合っているとはいえない。

そもそも、買収防衛策の導入・発動が同時に行われ、それらが両者とも株主総会を経ているブルドックソース事件最高裁決定と異なり、本決定の事案は、取締役会限りで導入・発動される買収防衛スキームの策定・買収防衛策が、買収防衛策スキームに従って株主総会での株主の承認可決された場合の有効性という、これまで正面から判断されていない理論的に未解決の点が争点とされている事案であり（白井・展開三〇一、三〇二頁注58。久保田安彦「敵対的買収防衛策をめぐる近時の裁判例の動向（上）」法学教室五〇〇号（二〇二二）三〇頁も参照）、ブルドックソース事件最高裁決定の限定的な局面に関する判断枠組を前提として①対抗措置（買収防衛策）の導入・発動の必要性と、②その内容の相当性とに集約して判断することは、①必要性を買収防衛策の導入と発動に分けて、利益状況を踏まえて判断することが困難になる可能性がある上に、②相当性は、ブルドックソース事件最高裁決定の、衡平に反せず、相当性を欠くものとはいえないという意味での相当性以外に、買収の脅威を減殺する目的達成のために必要な手段・範囲等（less restrictive alternatives）にとどめるべきという意味での相当性、買収者への経済的補償あるいは損害回避措置を講じる等の態様により買収者に過度な損害を与えるようなものではないことを要するという意味での相当性、さらに、「緊急の事態に対処するための措置」（これも補充性という観点から相当性の中に整理されうる）など、多様な意味での相当性が含まれている。これらを「相当性」という要件で一括りにすると、相当性を判断する際に考慮しなければならない諸要素を漏れなくかつきめ細かく検討することができなくなる可能性がある。

本決定は、上記の争点について、取締役会限りでの買収防衛スキームの策定・買収防衛策の導入の局面と、導入・発動された買収防衛策の株主総会での承認決議の局面との二つの局面に分けて、前者を不公正発行に関する判断枠組み、後者を法令（株主平等原則）違反に関する判断枠組みという従来の判断枠組みを組み合わせてそれを微調整するという保守的な対応をとったのではないかと推測される（遠藤元一「東京機械製作所事件の法的検討（中）」経営財務三五五二号（二〇二二）二七頁。以下「遠藤（中）」として引用、志谷匡史「判批」監査役七三四号（二〇二二）

六九～七一頁。以下「志谷・判批」として引用）。

もっとも、この判断枠組みは、後に検討する株主平等原則違反の有無を一段階目の不公正発行の判断の中でも考慮する点で、理論的に徹底した整理とはいえず、一段階目の不公正発行の段階で考慮される株主平等原則違反と二段階目の株主平等原則違反の関係も明確とはいえない面が残されている（田中［下］三五頁、太田洋「東京機械製作所事件をめぐる一連の司法判断の概要と射程［下］」（商事法務二二八四号（二〇二一）一七頁、二三頁注16。以下「太田［下］」として引用）はこの点を問題視する）。しかし、本決定が上記のような理解を前提にしている限り、このような判断枠組みを使用することは裁判実務としてはやむを得ないであろう。

三　不公正発行に関する判断枠組み

第二に、本決定は不公正発行に関して採用した判断枠組み（Ⅱ1）の内容を分析し、その枠組みが適切といえるかを検討する。

本決定が採用する不公正発行判断に関する判断枠組みは、これもまた買収防衛策に関する先例裁判例であるニッポン放送事件高裁決定（東京高決平成一七・三・二三判時一八九九号五六頁）が採用した、新株予約権の発行目的と経営支配権の維持等の目的のどちらが主要な目的かを判断し、経営支配権の維持等が主要な目的である場合は原則として不公正発行に該当するが、経営支配権の維持等が主要目的と認められる場合であっても、例外的に株主全体の利益保護の観点から正当化できる特段の事情がある場合は、取締役会限りであっても不公正発行に該当しないとする判断枠組みをベースに若干修正したものと捉えられる。

より具体的には、本決定の枠組みは、㈠新株予約権無償割当て等の発行が、特定の株主の経営支配権を相当程度低下させる反面、取締役等の経営支配権の維持等に寄与する場合、原則として経営支配権の維持等にあるとすべきとして主要な目的に該当する範囲をやや広げつつ、㈡特定の株主による会社の経営支配権取得の現実的可能性が生じ、それによって会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることを防止するために防衛策をとる必要があると、利益の侵害を受ける株主が株主総会で判断すること、㈢買収防衛策の相当性を①株主平等の原則に反せず、②緊急の事態に対処するためのものであり、③特定の株主の損害を回避するための措置がとられているとの事情を満たす場合と定義し、相当性がある場合は、会社の企業価値

がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることが主要目的であり、不公正発行に当たらないとした判断枠組みと整理することができる（遠藤（中）二八～二九頁）。

もっとも、本決定は、ニッポン放送事件高裁決定が「経営支配権の維持等を目的とする発行も不公正発行ではない」と明示しているのと異なり、「専ら……経営支配権の維持等を目的として（又はそれを主要な目的として）されるものではなく、」と説示している。これを複数の目的が併存する場合に、経営支配権の維持等が「唯一または主要な」目的ではないとして不公正発行であることを否定する下級審裁判例（ベルシステム二四抗告審決定・東京高決平成一六・八・四金法一七三三号九二頁、出光興産抗告審決定・東京高決平成二九・七・一九金判一五三二号五七頁等）や、「複数の目的が併存しているような場合には、そのうち主要な目的により……公正性を判断するのが相当である」とする富士興産抗告審決定の判断枠組みと同じ枠組みと評価する見解もある（太田［下］一六～一七頁）。

取締役会設置会社では新株予約権の無償割当を含めた発行の決定権限は取締役会にあり（会社法二七八条三項）、本来、取締役会は授権資本の枠内で新株予約権を発行できるはずである。

しかし、二で前述したとおり、本決定は、従来の判断枠組みである不公正発行に該当するのか、また、法令（株主平等原則）に違反しないかとの二つの判断枠組みを組み合わせて構築した判断枠組みと捉えるべきであり、その枠組みに照らして、先に不公正発行に該当するかを判断し、その後に改めて法令違反に該当するかを判断することになる。

このような観点から、上記の本決定の不公正発行に関する判断枠組みを見ると、㈠は、続く㈡㈢と併せてみるとニッポン放送事件高裁決定の主要目的ルールをベースに不公正発行か否かを判断する規範を立て、㈡は、支配権争いの帰趨は原則として株主が決めるべきであるという価値判断を採用したとの理解に適合する。

この点、買収防衛策が買収者の議決権の行使を制限することに照らし、買収防衛策の必要性の判断に関して、差別的な取扱いを正当化するほど重大な価値を有する会社利益を守るために必要である場合に限定すべきであるが（柳明昌「株主平等原則の現代的意義とその射程 その1」西南法学四〇巻三・四号（二〇〇八）二五〇～二五二頁はブルドックソース事件最高裁決定を緊急避難的法理に依拠したものと理解する）、㈡には、必要性を狭く解するような文言はなく、基本的に株主総会を通じて現われる株主意思に

委ねられているものと考えられる（ただし最高裁も、必要性についての株主総会の判断の内容を審査していないわけではないことにつき伊藤・ブルドックソース事件判批四一頁）。

注目されるのは、㈢は、ブルドックソース事件最高裁決定が対抗措置（買収防衛策）が不公正発行に当たらないと判断した際に示した三つの事情（❶株主平等原則に反するものではないこと、❷株主総会で企業価値の毀損を防ぎ、企業の利益ひいては株主共同の利益の侵害を防ぐために必要と判断された緊急の事態に対処するための措置であり、特定の株主の損害を回避するための措置がとられていること、❸もっぱら経営支配権の維持等のためではないこと）のうち、事情❸を効果に変更し、事情❶、事情❷を、㈠の株主が株主総会で対抗措置が必要であると判断すること、及び㈢の対抗措置の相当性として再構築したと推測される点である（遠藤（中）二九頁）。

なお、事情❷のうち差別的取扱いを受ける株主と関係者には割当られた新株予約権の価値に見合う対価が支払われることという部分は、企業価値研究会二〇〇八年報告書の考えを反映させて、損害を回避するための措置がとられていることとの要件に修正され、買収防衛策の導入・発動後に、敵対的買収者に撤退の機会を保障することで、必ずしも経済的補償を十分に設けなくても相当性の要件を充たすと判断される（白井・展開二九七頁）。

しかし、買収者に対する買収防衛策による差別的取扱いは、買収者の持株比率を希釈し、買収者以外の株主の持株比率を増加する等して、買収者から買収者以外の株主への利益移転を生じさせるため、株主総会決議に賛成する可能性が小さくない。そうすると、株主総会決議の承認決議を経ているからといって、買収者以外の株主が買収防衛策が相当であると判断したと考えることはできないであろう。それゆえ、買収者以外の株主による承認決議を経るか否かとは別個に、「緊急の事態に対処するための措置」という要素（要件）を加えて、その判断を通じて裁判所が相当性を厳格に審査することが必要とされている。

これは、法令違反か否かの判断枠組みにおける、いわゆる相当性（衡平に反せず、相当性を欠くものとはいえない）の要件の判断と相当異なっていることに留意する必要がある。

本決定は、Ⅱ1⑼のあてはめの箇所で、新株予約権の無償割当てが、持株比率を低下させる不利益を生じさせ、原則として経営支配権の維持等を主要目的としたものである

（上記⑴）が、必要性、相当性の要件（⑵⑶）を満たし、会社の企業価値のき損ひいては株主共同の利益が害されることを目的としてされたものと認定している。もっとも、Ⅱ1⑼には、「十分な情報と時間を確保することが出来ないこと」というⅡ1⑵の判断枠組みの規範にない文言の説示があり、これをどう理解すべきかが問題となるが、**四**⑴で後述するとおり、本決定がＭｏＭ要件を採用できるとした論拠（Ⅱ1⑸③④）をあてはめ部分で確認したものと捉えれば足りる。

四　強圧性及びＭｏＭ要件に関わる論点

第三に、本決定は、対抗措置（買収防衛策）の発動に関する承認議案につき、ＭｏＭ要件でXらを除く株主らのみで意思確認することが許されるとして（Ⅱ1⑸⑤）、Xら及び関係者を利害関係者と認定して議決権を排除して、その他の株主を非利害関係者としたことが適法であることを正面から認めたことが注目される。

ＭｏＭ要件（majority of minority）とは、利害関係のある株主を除外した株主による多数決をいい、従来、ＭｏＭ要件は、企業買収の実務で用いられ、取締役の利益相反を防止するため特別委員会が条件を選定し、重要な利害関係者を除外した株主の過半数の承認を得ることを企業買収の成立の前提として事前に公表する形で用いられていた（経産省「公正なＭ＆Ａの在り方に関する指針」三九頁（二〇一九・六・二八。以下「公正Ｍ＆Ａ指針」として引用する。ただし、ＭｏＭ要件の分母（マイノリティ）は、公正Ｍ＆Ａ指針では、重要な利害関係者を除外した株主（利害関係者を除く株主の総議決権）と定義しているのに対し本決定は、「出席株主のうち利害関係者を除く株主」と定義し、異なる概念であることに注意）が、学説では、公開買付けの文脈において、公開買付けの強圧性を解消するため、買収者とその関係者の所有する対象会社株式の議決権を除外すべきとしてＭｏＭ要件が説かれていた（飯田秀総「買収防衛策の有事導入の理論的検討―公開買付けの強圧性への対処―」商事法務二二四号（二〇二〇）八、一〇頁。以下「飯田【二〇二〇】」として引用）。

買収者の株式の議決権の行使を制約する買収防衛策の導入・発動が許されるのは、差別的な取扱いを正当化するほど重大な価値を有する会社利益を守るために必要であることに加え、その制約の相当性は、憲法上の人権制限に対する厳格な審査基準に倣い、その目的達成のためにより制限的な方法がないことを会社が証明できるときに限り例外的

に正当化されると解すべきである（森本滋「株主平等原則の理念的意義と現実的機能―株主の平等取扱いと公正取扱い―」民商一四一巻三号（二〇〇九）三一八頁。また、株主平等原則の適用事例としての例外的取扱いというよりも、会社法一〇九条一項の判断枠組みを介して、より厳格に公正さの判断が可能となるとする、酒巻俊雄＝龍田節編代『逐条解説会社法⑵』（中央経済社、二〇〇八）一〇九頁［上村達男］。これらとは異なる視点で論じる、松中学「敵対的買収防衛策に関する懸念と提案［上］」商事法務二二九五号（二〇二二）一〇頁（以下「松中［上］」として引用）、同「敵対的買収防衛策に関する懸念と提案［下］」商事法務二二九六号（二〇二二）三七頁（以下「松中［下］」として引用）も参照）。以下ではＭｏＭ要件について、相当性に留意しつつ、その理論的根拠、適用される範囲等、検討を要する複数の論点があり、また、本件でのあてはめが適切といえるかについて等を検討する。

⑴　ＭｏＭ要件を正当化する論拠として用いられる、「強圧性」及び「適切な判断を下すための十分な時間と情報を確保できないこと」

本決定は、ＭｏＭ要件を、急速な市場買い集めにも強圧性が生じることを様々な間接事実（事情）や経験則を積み重ねて認めることに加え、「適切な判断を下すための十分な時間と情報を確保できないこと」をも論拠として正当化している（強圧性と適切な判断を下すための十分な時間と情報を確保できないこと」をあわせて以下「強圧性等」ということがある）。

このことは、本決定が、地裁決定において「相応の強圧性がある」と簡略な説示（資料版商事法務四五三号一一〇頁）にとどめた箇所につき、Ⅱ１⑸で、①Ｘらが、Ｙ取締役会による要請・警告を受けた後も市場内取引によるＹ株式の買付けを進め、②Ｘらは、経営方針や事業計画を具体的に明らかにせず、二段階買収は考えていないことも表明しながら、「Ｙには具体的な事業計画の開示、関連会社の固定資産譲渡、Ｙの希望退職者の募集についての質問に対する回答を要請していたこと」等の事情を補足した上で、③「株券等所有割合が三分の一を超える株式を短期間のうちに買収」する行為が、「一般株主にとって、投資判断に必要な情報と時間を十分に与えられず、買収者による経営支配権の取得により会社の企業価値がき損される可能性があると考えれば、そのリスクを回避する行動をとりがちで、一般株主に対する売却への動機ないし売却に向けた圧力

（強圧性）を持つ」、④Xらの買付け行為は、「強圧性（……売却への動機付けないし売却への圧力、より具体的には、株主が十分な投資考慮をすることができない状況で、会社の企業価値のき損のリスクを回避し、また、市場内買付によって上昇した株価……が下落する前に早く株式を処分してしまいたいとする売却に向けたインセンティブ）があることは否定できず」と強圧性を定義し、踏み込んで具体的な「強圧性」の状況を認定し、⑤で、対抗措置（買収防衛策）の発動に関する承認議案をＭｏＭ要件を採用してXらを除く株主らのみで意思確認することは許されると判断したことから明確に窺われる。

まず気になるのは、本決定には「適切な判断を下すための十分な時間と情報を確保できないこと」というフレーズが随所に散りばめられており（Ⅱ1⑸、⑹、⑺、⑻、2⑶）、同フレーズと強圧性との関係をどのように理解すべきかである。学説は区々な理解をしている（田中［下］三五～三六頁、太田［下］一九～二〇頁、久保田（下）五九頁、松中［上］八～一〇頁等）が、同フレーズは、不公正発行に関する判断枠組みであるⅡ1⑴⑵⑶では見られず、ＭｏＭ要件に関連するⅡ1⑸以後で初めて見られる。本決定が意識的にこのような使い分けをしているのだとすれば、少なくとも本決定では、「適切な判断を下すための十分な時間と情報を確保できないこと」との文言は、主として強圧性と一体となってＭｏＭ要件を正当化する趣旨で用いられていると解すべきであり、かつそう理解すれば足りよう（遠藤（中）三五頁注62、三六頁注36では余事記載事項としたが、本稿のように改める）。ただし、「適切な判断を下すための十分な時間と情報を確保できないこと」が、ＭｏＭ要件についてではなく、買収防衛策の導入・発動自体の正当性の論拠としても用いられていて、必ずしも徹底した整理になっていない点に留意する必要がある。

もっとも「適切な判断を下すための十分な時間と情報を確保できていないこと」を理由に市場内買い集めに制約を課すことは適法とはいえない（**四**⑵で詳述するとおり）。また、ＭｏＭ要件を採用するということは、特別利害関係を有する株主の議決権行使を禁止し（二三九条五項）、それとあわせて特別利害関係人を除外して行われた決議が著しく不当で、その株主が議決権を行使したとすればその決議を阻止したと認められるときは、その決議の取消しだけでなく、決議の内容の変更を裁判所に求めうるとの規定（二五三条）をも定めて、支配株主による議決権行使の濫用を抑制するという昭和五六年改正前商法が採用していた

法的な枠組みを昭和五六年改正商法により、事後規制に転換（会社法もそれを承継）した枠組みへと変更したにもかかわらず、その立法判断を否定し、昭和五六年改正前商法の事前規制の枠組みを復活させるに等しい解釈であり、躊躇いもなくこのような解釈を採用することは解釈論として正当化できる余地はないとの根本的な批判を免れないであろう（上村達男『会社法は誰のためにあるのか　人間復興の会社法理』（岩波書店、二〇二一）一二七～一二八頁参照）。ただし、このような根本的な批判は批判として、以下ではＭｏＭ要件が有効であることを前提として本決定の問題点を検討する。

⑵　市場買い集めと強圧性

第一に、次に述べるとおり、市場買い集めに強圧性を認めることは妥当とはいえない。公開買付けの強圧性とは、公開買付において対象会社の株主が公開買付けが成功した場合に、公開買付けに応募しなかった株主は、応募した場合よりも不利に取扱われることが予想されるときには、公開買付けに応募するか否かについての株主の判断が歪められ、買付価格に不満のある株主も事実上、公開買付けに応募するよう圧力を受けること（黒沼悦郎『金融商品取引法［第二版］』（有斐閣、二〇二〇）三〇四頁）、具体的には、公開買付価格に対する不満があっても（公開買付が買収対象会社の現在・将来の企業価値を反映した株式価値よりも低いと考えても）、自分以外の多くの株主が公開買付けに応じることで公開買付けが応募多数で成立し、少数株主として取り残される不安、あるいは公開買付け少数株主として取り残され、あるいは公開買付けよりも低い価格で二段目のフリーズ・アウトされる不安を感じて不本意ながらも応募してしまうこと（売り圧力を受けること）をいう（飯田秀総「公開買付規制における対象会社株主の保護」法協一二三巻五号（二〇〇六）一〇〇三頁、田中亘編著『数字でわかる会社法［第二版］』（有斐閣、二〇二一）二五五～二五六頁［飯田秀総］等）。強圧性があるゆえに、公開買付けへの応募状況を通じた敵対的買収に対する株主の評価・判断は正しく示されず、企業価値をき損させる望ましくない買収も成立してしまうことにつながるとされる（白井・展開二九二～二九三頁）。公開買付けについては、このことはあてはまると思われる。すなわち、敵対的買収が開始され買付者が買付期間を二〇営業日と設定した場合でも、現行の公開買付制度では、対象会社は買付期間を三〇営業日まで延長できる。しかし、三〇営業日という期間で

は、株主が敵対的買収に応じるか否かを適切に判断をするために必要な情報を提供しかつ株主が十分に検討するための期間が確保されているとはいえず、公開買付の強圧性が生ずる可能性は除去されているとはいえない。また、株主の締め出しを意図した二段階買収に公開買付を利用する場合も、一般株主が株式の売圧力を受けることは生じる。

では、市場買い集めに強圧性が生じるであろうか。学説では、市場買い集めには公開買付け規制のような情報開示規制や買付方法に関する行為規制がなく、対象会社の株主は買付に応じるか否かを判断するための情報や時間が十分に与えられない状況に置かれ、また、公開買付けのような按分比例方式ではなく、「早いもの勝ち」で株式の買い付けが行われるとして、市場買い集めにより支配権取得が行われると、先に市場で売注文を出した株主から早いもの勝ちで株式が買われていくこと、買付けが予告なく終了して株価が下落することが多いことから、公開買付の場合以上に株式を売却する圧力を与えがちであり、その結果、企業価値を低下させる買収が実現する危険性があるとして市場買い集めにも強圧性を認める見解が有力に主張され（田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務、二〇一二。以下「田中・企業買収として引用）一三七、三八七頁」等）、本決定の事案でも強圧性を認める評釈が多数である（田中［上］六〜七頁、白井・展開三二三〜三二四頁、伊藤雄司「判批」法教四九八号（二〇二二）一一七頁、志谷「判批」七〇頁、久保田（下）五九頁、山下徹哉「判批」ジュリ一五七二号（二〇二二）九七頁。（以下「山下・判批」として引用）、松中［上］七頁、松中［下］四一頁等）。

しかしながら、市場買い集めについて、金商法は、株券等保有割合の五％を閾値として、五％超を保有する株主が出現する場合、保有者の概要、保有目的、最近六〇日間における取得・処分の状況、株券等に関する重要な契約、取得資金、共同保有者等の、大口株主に関する情報等を記載した大量保有報告書を、その後、一％超の増減がある場合は、変更報告書を提出する情報開示義務を課し（金商法二七条の二三以下）、それ以上に市場買い集めを規制する行為規制は定めていない。支配株式の取得方法を問わず、市場買い集めの場合でも特定の者が支配株主を保有するに至れば公開買付にかける義務を課すEUの規制とは異なり、わが国の金商法は、市場買い集めによる支配権の取得は適法な行為として許容しているのである。したがって、市場買い集めには公開買付け規制のような情報開示規制や買付方法に関する行為規制がなく、対象会社の株主は買付に応

じるか否かを判断するための情報や時間が十分に与えられないことを理由に買収防衛策の導入・発動を認めることは、大量保有報告書の記載事項ではない情報（買付期間・買付予定数量）の開示を強制し、市場買い集めに課されていない行為規制を株主総会の承認という形で認めるに等しい。このような解釈は、一定の公開買付規制に反して取得した株式の議決権を制約する改正提案を採用しなかった平成二六年改正に照らしても、明らかに行き過ぎであろう。

また、Xらは、Y株式の非公開化（二段階買収）は考えていないことを表明している。これは将来の不確実性を減殺し、株主が売り圧力を受ける（強圧性）を低減する重要な事情と評価され、強圧性を認定することは困難であると指摘されており（黒沼悦郎「市場買付けは買収防衛策を正当化するか―東京機械製作所事件を題材に―」Law & Practice 一六号（二〇二二）六二頁）、至当である。なお、本決定は、市場買い集めの強圧性を「市場内買付けによって上昇した株価が下落する前に早く株式を処分してしまいたいとする売却に向けたインセンティブ」と定義している（Ⅱ1⑸③④）が、公開買付における強圧性を、株主の判断の歪み、すなわち、少数株主として残った場合の支配株主により不利益取扱の脅威を背景として株主の判断が歪められ、価格に不満がありながら売り圧力がかかることと定義するのであれば、市場買い集めには、強圧性のその核心部分である不利益取扱いの脅威に由来する株主判断の歪みという要素は認められず、不利益取扱いを恐れて株主判断を歪ませ、売り圧力が生じるような事情が買収者以外の株主に生じるわけではないから、強圧性を認めることは困難である。

仮に、市場買い集めにおいて、株主が「早く処分してしまいたいとする売却に向けたインセンティブ」が生じるのだとすれば、それは、市場買い集めにより一時的に上昇している株価が下落することを恐れて急いで株式を売却して利益を確定したいとの思惑から株式売却のインセンティブ（売り急ぐ動機）があるというだけの話である（黒沼悦郎「公開買付規制の理論問題と政策問題」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣、二〇一三）五四六頁、同・前掲五九頁、坂東洋行・新・判例解説 Watch 商法 No.158（二〇二二）三頁）。市場買い集めに情報開示規制や買付方法に関する行為規制がないからといって、不利益取扱いを恐れて株主判断を歪ませ、売り圧力が生じるような事情が買収者以外の株主に生じるわけではなく、利益確定のために売り急ぐ行動をとるのは資本市場において投資家が自らの

判断と責任で行う合理的な投資行動そのものである。したがって、買収者以外の株主が強圧性に晒されているとは認められず、市場買い集めを進める買収者に対し、その保有する株式を差別的に取扱う買収防衛策を正当化できる根拠を見い出すことは困難ではなかろうか。

実際、市場買い集めに強圧性が認められるのであれば買い集めが進むにつれて株価に下落トレンドが見られるはずであるのに、実際、今回のXらによる買い集めで、Y株式を市場株価で売り急いだ株主・投資者がいたかについて分析した論者によると、Yの株価は、乱高下を繰り返しているものの、Xらの保有割合の上昇に伴って株価が下落する明確な兆候は見られず、むしろ、買収防衛策が株主総会で可決され、仮処分が却下、最高裁で棄却され、Xらによる経営権取得の確立が低下したと考えられる一一月下旬頃に株価が下落傾向にあることが確認され、本件で強圧性が生じていたことを疑問視する見解がある（鈴木一功「TOBと市場買付けの『強圧性』に関する考察」MARR三二七号（二〇一二）三二～三三頁）。このような、必ずしも現実的とはいえない仮定を前提とした推論に依拠した経済的分析を直裁に法的判断に投影・反映すべきでないことは当然としても、市場での買い集め行為における強圧性の有無・程度については、理論面でも実務面でも継続的な検討が望まれる（遠藤元一「東京機械製作所事件の法的検討（下）」経営財務三五五三号（二〇一二）三一～三三頁。以下「遠藤（下）」として引用）。

(3) 強圧性により市場買い集められた株式の範囲

第二に、仮に、本決定や多数の学説に従い市場買い集めに（何らかの）強圧性が認められると仮定した場合でも、買収防衛策により差別的取扱いが許されるXら保有のY株式の割合は、Xらが取得株式のうち強圧性に基づき売渡した株式の範囲に限られるべきであり、その範囲を認定する必要がある。

なぜなら、市場買い集めに強圧性を認めるとしても、それは買収者が市場取引で急速に買い集めをしている状況を株主が認識していることが所与の前提であり、買収者が秘密裏、つまり投資家に知られずに市場買い集めをしている状況では、強圧性が生じる余地はなく、その間に株式を売却した株主は、自発的・任意に売却しているに過ぎないからである（黒沼・前掲五四六頁）。したがって、Xらが市場で買い集めしたY株式の全てが強圧性に晒されて不本意に売却した株主から取得したものではなく、そのうち、X

らによる支配権取得の情報が市場に明らかになった時期（保有目的を純投資から支配権の取得に変更した大量保有報告書の変更報告書をXらが提出した七月二一日か、あるいはYがXらに対して情報の提供を求める等の質問書を送付し公表した八月四日のいずれかであろう）までに売却した株主は、強圧性とは無関係に自らの自発的・任意な意思で売却したものであるといえ（山下・判批九七頁、松中［上］八頁、一四頁注30）、その時期までに買い集めた部分は買収防衛策の対象から当然、除外されるべきである。

仮にXらによる支配権取得の情報が市場に明らかになった時期について保有目的を「支配権の取得」に変更した大量保有報告書を提出した七月二一日と考えると、同時点での報告書上の株券等保有割合は七月一四日時点の一五・〇一％であるが、その後の報告書で判明した七月二一日の保有割合は三二・七二％であるから、強圧性等があるとして、買収防衛策の導入・発動を株主総会でＭｏＭ要件で承認決議できるとする本決定の立場にたっても、Xらが七月二一日時点の株券保有割合である三二・七二％については、差別的行使条件・差別的取得条項付新株予約権の行使対象とすることには、理論的な根拠を欠いている。同割合に相当する部分を分離せずXら保有株式全部を対象とした買収防衛策の導入・発動（差別的行使条件及び差別的取得条項付の新株予約権の無償割当て）は相当性を欠いた過剰な防衛策であり、本決定は不公正発行に該当し、法令（株主平等原則）違反の防衛策を許容してしまったというべきであろう。

⑷　ＭｏＭ要件の利害関係者の範囲

第三に、ＭｏＭ要件でいう利害関係者をどの範囲で画定するかが問題となる。ＭｏＭ要件が認められる根拠が強圧性にあるのであれば、強圧性にかかわる利害関係者として、Xらだけを除去すれば足り、Yの取締役及びその関係者を除外する必然性はないともいえそうで、そのように考える見解もある（田中・企業買収四一六頁注205、田中［上］一六頁注45は、経営陣も対象会社の株主（企業の「売り手」の地位）を有することを重視し、利益相反のおそれがあるだけで議決権を排除することを疑問視する。飯田【二〇二〇】一五頁注36も同旨）。しかし、①本件では、**四**⑵で前述したとおり、強圧性が生じているとはいえない上に、②仮に強圧性が生じると仮定しても、政策保有目的の大株主や主要銀行、さらにパッシブ運用の機関投資家等は、株価変動にかかわらず継続保有し、強圧性による株主意思が歪

む余地がないことが類型的に明確な属性の株主であり、著しい株価変動があろうと継続保有を変えず強圧性の影響を受けることはないため、強圧性を理由とするＭｏＭ要件を適用する合理的な理由はない（坂東・判批四頁）。③Ｘらによる支配権獲得が市場に明らかになった時期（前記のとおり、七月二一日か、八月四日のいずれか）まではＸらは秘密裏に市場買い集めをしているため、Ｙの株主らは、Ｘらの存在も知ることなく、強圧性が生じる余地はない。そのため、上記のいずれかの時期までにＸらが市場買い集めで取得した範囲については強圧性を理由とする議決権の排除を正当化できる根拠はない。このように、強圧性による株主意思の歪みの要因を除去するという観点から、ＭｏＭ要件で利害関係者の範囲を画定することは困難である。

それゆえ、Ｘらを排除するには、強圧性に代えて、あるいは強圧性を補強するものとして利害相反関係という観点を採り入れ、Ｘらと利害相反関係にたつＹ側の関係者も排除することが衡平な取扱いとして必要であろう。

このような観点からは、④支配権争奪におけるＸらの株主利益とＹの利益とが衝突し、買収が成功すると取締役の地位を喪失する可能性があるという意味で利害相反関係にあるＹの取締役に対して対抗措置の必要性について公正・中立的な判断を期待することは、たとえ独立委員会の勧告を媒介させるとしても困難である（遠藤（下）二六頁。Ｍ＆Ａ取引における利益相反問題が生じる局面と異なり、支配権権争奪の可能性が生じている局面では、利益相反排除措置（公正担保措置）を講じても、それだけでは不公正発行性は否定されないとする久保田安彦「支配権争いと不公正発行」田中亘ほか編『論究会社法』（有斐閣、二〇二〇）二一九頁も参照）。また、⑤Ｙ取締役会の構成員として買収防衛スキームの決定及び対抗措置（買収防衛策）の発動に関与した、Ｘらと利害相反関係にたつＹの取締役が、自らが関与した対抗措置（買収防衛策）の導入・発動の是非を確認する株主意思確認総会で株主としての議決権の行使を認めながら、Ｘらについては議決権の行使を認めないことは、株主平等原則の例外である「衡平の理念に反せず、相当性を欠くものではない」として正当化できる合理的な理由を見いだすことは、困難でなかろうか（ただし、ブルドックソース事件最高裁決定は、少数株主の保護は会社自体の利益保護にその限界があり、株主平等原則を貫くことが会社自体の利益を害するような場合、会社は平等原則に反することができる」とする立場を採り、一般的な形で株主平等原則の例外を議論している（森冨・判解六一〇頁）

ため、強圧性のみを根拠としてこのような取扱いを正当化してしまう余地も否定できないように思われる）。このように考えると、仮に本件で強圧性を根拠としてＭｏＭ要件を用いるとしても、Ｘらだけではなく、利害相反的立場にある者も除外することが法的に求められると解すべきである。このような観点からは、Ｙの取締役らは、当然、利害関係者として排除されるべきであり、さらに、政策保有株主であるＡ保険会社（基準日時点で議決権割合は五・七二％の株式を保有。大量保有報告書には保有目的として「営業上の取引関係の維持・強化」と記載）やＢ主力銀行（Ｙの特別当座貸越契約を締結しているメインバンク）も、Ｙと法的には強い利害関係を有し、Ｘらと利害相反的立場にある株主として排除されるべきである（坂東・判批四頁も結論同旨）。

なお、本決定は、対抗措置の導入・発動の勧告、株主意思確認総会で議決権行使が制限される利害関係者の認定を独立委員会が担い、Ｙ取締役会は独立委員会の勧告を受けてＸらを利害関係者と取扱ったが、本決定は独立委員会には言及していない。

敵対的買収の局面では、公正Ｍ＆Ａ指針の考え方を援用・参照して独立委員会が設置されることが多い。独立性の高い独立委員会は、一般的には、取締役会の恣意的な判断を防止し、公正さ・合理性を担保するものと理解され（ＭＢＯや支配株主による従属会社の買収において取引条件の公正さを担保する上で特別委員会の設置が望ましいが、取締役会に期待される役割を補完し、又は代替する独立した主体として設置されるものとされている。公正Ｍ＆Ａ指針一九、二一頁）、敵対的買収に対する対抗措置の裁判例でも日邦産業抗告審決定では独立委員会に対する同趣旨の評価が表われている一方で、日本アジアグループ抗告審決定は独立委員会が関与した事実をあまり重視していない。二つの決定で独立委員会に対する評価が異なるのは、対抗措置の導入の経緯等の、具体的ケースの相違等の影響（玉井ほか・前掲二三頁）というよりも、独立委員会に期待される役割がそれぞれの局面で異なっていることからくる相違との理解（藤田友敬「事前警告型買収防衛策の許容性―近時の裁判例の提起する問題―」金融商品取引法研究会第七九号（日本経済研究所、二〇二一）二五頁。以下「藤田・防衛策」として引用）が説得的である。

Ｍ＆Ａ取引の交渉条件のように経営判断事項に属する事柄に関しては、利害関係により条件が歪められる事態を防止する観点から独立委員会に諮問する意義が認められると

しても、対抗措置（買収防衛策）の導入・発動のように、株主構成の決定・変更に関わる事項は、機関権限の分配秩序に関わる事項として株主に決定させることが必要というこれまでの判例・裁判例法理にてらせば、ＭｏＭ要件で株主意思確認総会を開催する場合、非利害関係者である分母（マイノリティ）と認定されるか否かが独立・中立的な立場の第三者が公正かつ透明性のあるプロセスで行うことが重要であろう。したがって、独立委員会が利害関係者を認定することは、独立委員会が取締役会から真に独立性・中立性が確保されていない限り問題があり、独立性・中立性を満たさない独立委員会による恣意的な認定が行われた場合、Ⅱ1⑶の「重大な瑕疵」に該当する可能性がある。

Ｙの独立委員会は、三名中二名の属性は、Ａ保険会社出身の社外取締役、Ｂ主力銀行出身の社外監査役とＹと極めて密接な利害関係を有している。同二名はＹの独立社外役員として届出がされているが、独立社外役員に関する東京証券取引所の「上場管理等に関するガイドライン」に記載された独立性基準（一般株主と利益相反の生じるおそれがあると判断する場合の判断要素）は画一かつ明確なものではなく、最終的には上場会社自らが判断することに委ねられていることから、上記二名の独立性には疑義があるとの見解も傾聴に値する（坂東・判批三頁）。

⑸　ＭｏＭ要件の有効要件

第四に、ＭｏＭ要件による決議が有効に認められる場合につき本決定は幾つかの条件や考慮事項に言及している点も重要である。まず、⑴Ⅱ1⑹は、Ｘらの持株比率につき「過半数に達していなかったことも踏まえると」と説示し、ＭｏＭ決議が認められる範囲に関し、Ｘらの保有割合が過半数に達していない場合に限り認められることを前提としているように読める。Ｘら側のＹ株式の保有割合が過半数の場合は、Ｘらは自らの意思で決定することが会社法の規定により保証されているため、保有割合が過半数の場合までＸらを除外することは、会社法の強行法規の取扱いとして許されず、Ⅱ1⑶の「重大な瑕疵」に該当することになろう。

また、⑵Ⅱ1⑶❷は、ＭｏＭ要件による決議が会社法三〇八条一項本文（一株一議決権の原則）、三〇九条一項（普通決議の決議要件）の各規定の趣旨に反しないかを、「①当該株主総会の性質、②目的、③制限を受けた株主の持株比率、④そのような制限がされた趣旨、⑤当該株主総会においてとられた手続、⑥議論の具体的状況、⑦議案の

賛成率等を踏まえて」判断するとしている。つまり、ＭＯＭ決議の有効性は、利害関係を有しない株主による買収防衛策の発動についての株主意思確認総会（①②）で、株主意思を歪めないため買収者を排除しつつ（④）、利害関係のない株主に、対象会社の取締役との質疑応答を通じて、利害関係を有する株主の考えを伝える機会を保障し（⑤⑥）、賛成した利害関係のない株主の割合（⑦）を考慮するほか、さらに買収者の持株比率（③）等を総合的に考慮して判断される。

以上のとおり、本決定は、ＭＯＭ要件による株主総会決議の有効性を慎重に判断する姿勢を示しており、ＭＯＭ要件が濫用されることを抑制しようとする趣旨が窺われる（遠藤（下）二七頁）。

⑶そもそもＭＯＭ要件については、**四**⑵で述べた問題点がある上に、平時において定款変更により導入する事前警告型買収防衛策では認められる可能性が殆どないにもかかわらず、買収者が現出した有事の局面で、有事導入型買収防衛策を投入する場合に突如としてＭＯＭ要件を用いることが許容され、買収防衛策の導入・発動が認められるという結論はいかにも不均衡であり、このような結論を認めるＭＯＭ要件が正当化される根拠・範囲は相当限定的に解するべきである。わが国では経営陣による株式持合その他の安定株主工作により株主総会における判断が歪められ、経営陣に有利になる可能性があると指摘されており、株主総会の多数決の判断をどこまで信頼できるか疑問の余地があるともいえる（白井・展開二九四頁等）。したがって本決定の射程を、対象会社の三分の一超の株式を市場買い集めを超えて、三分の一以下の買付け、公開買付け事案にも適用されるかは今後の検討課題（田中［下］三七～三九頁）の余地は否定されないが、（ＭＯＭ要件の適用範囲を広げないような）慎重な検討が必要であろう。

五　株主意思確認総会の決議の法的効力

第四に、本決定は、株主意思総会決議で対抗措置（買収防衛策）が承認されても、手続の適正さを欠いたり、判断の正当性を失わせる重大な瑕疵（前提事実の不存在、虚偽等）があることを株主側が疎明すれば、買収防衛策及びそれに基づく対抗措置の導入・発動は不公正発行に該当し（Ⅱ1⑶）、また、（決定要旨では省略したが、法令違反の判断枠組みにおいて）会社の企業価値がき損され、ひいては株主共同の利益が害されるとの株主の判断の効力が覆るとの効力を認めた点が注目される。

取締役会設置会社における株主総会の決議事項は、会社法所定の事項及び定款所定の事項に限られ（会社法二九五条二項）、対抗措置（買収防衛策）の必要性の判断は株主総会決議事項とはいえず、総会決議事項でない事項を決議しても、法的効力もないはずである（会社法に株主総会権限の規定がない事項についての株主総会決議とする、いわゆる勧告的決議）。この立場を厳守する限り、勧告的決議をいかに経ようと、支配株主の議決権行使に制約を課すことは、法的に許されないはずである。一般的・伝統的立場では、勧告的決議は、決議として法的効力は認められないと解してきた（稲葉威雄『改正会社法』（金融財政事情研究会、一九八二）一七七頁、今井宏ほか『注釈会社法（上）』（有斐閣、一九八四）一九〇頁［菅原菊志］、上柳克郎ほか編『新版注釈会社法⑸』（有斐閣、一九八六）二七頁［江頭憲治郎］）。したがって、瑕疵があっても論理的には法的にはそれを争えないと解され、決議取消の訴え（会社法八三一条一項）の対象になるかという点も、決議取消の訴えは形成訴訟であり、議案を否決した決議について決議取消の訴えを提起することはできないとする判例（最判平成二八・三・四民集七〇巻三号八二七頁）やそれを踏襲する東京高判令和三・五・一三金判一六二三号（二〇二一）一二頁等もあり、決議取消訴訟の対象とはならない可能性が高いとされていた。株主総会決議（勧告的決議）の無効が争点として争われた東京地判平成二六・一一・二〇判時二二六六号一一五頁も、無効確認の利益がないとして却下されている。他方、勧告的決議であっても、議案が承認可決された決議であれば決議取消の対象になりうると考える余地があり、実際、決議取消の対象となりうることを認める裁判例が出ている（名古屋地判令和三・七・一三資料版商事法務四五七号一三四頁、名古屋高判令和四・二・一八資料版商事法務四五七号一三〇頁等）。

本決定のⅡ1⑶❶及び（省略した）Ⅱ2の判断枠組みは、対抗措置（買収防衛策）を承認する旨の株主意思確認総会の決議には、①経営支配権の維持等を目的とする発行であっても、株主意思確認総会の決議を経れば対抗措置（買収防衛策）は不公正発行にはあたらず、②株主の市場買い集めは、株主の会社の企業価値がき損され、ひいては株主共同の利益が害されると認定される効果があることを前提としている。上記の枠組みは、株主意思確認総会の承認決議を経ると、株主の対象会社の企業価値をき損し、株主共同の利益を害することが事実上推定され、対抗措置の必要性に関する疎明責任が対象会社から買収者側に転換される

という法的意味があると理解する見解もある（神田秀樹「株主意思確認総会を巡る近年の動向」ＭＡＲＲ Online 三三号（二〇二二／五／一三））。

本決定の枠組みを最高裁が適法と認めたことで、今後、株主意思確認総会の勧告的決議の法的効力を認める（議案を承認した決議の決議取消訴訟が訴えの利益なしとして却下されずに本案が審理される）裁判例が出てくることが予想される（藤田・防衛策二六頁も参照）。

検討を要するのは、勧告的決議になぜ支配株主の議決権行使を制限する法的な拘束力が認められるかという根本的な問題と、認められる場合の論拠をどう考えるのかという点である。Ⅱ1(3)❶及び（省略した）Ⅱ2はもともとはブルドックソース最高裁決定が採用した判断枠組みである。同最高裁決定は、対抗措置（買収防衛策）を発動する前提として、一定の新株予約権無償割当てに関する事項を株主総会の特別決議とすること等の定款変更議案が決議事項とされていたため、株主意思確認総会の勧告的決議に関して最高裁が判断を示したものとはいえないが、①勧告的決議であっても、上記のとおり、議案が承認可決された決議であれば決議取消の対象になりうることから、株主意思確認総会での勧告的決議にブルドックソース最高裁決定の判断枠組みを適用することは不当とまではいえないであろう。また、②ブルドックソース最高裁決定は、「株主自身により判断されるべき」という場合の株主の判断とはどのようなものかについて明示的な言及をしていないため、株主意思確認総会という場を株主意思を確認する機会として利用することを否定する理由はなく、株主意思確認総会での勧告的決議にⅡ2(2)の判断枠組みを結びつけることには合理性があると考えることもできる（飯田【二〇二〇】一一頁も参照）。このように解釈できるのであれば、後は、合理的な説明を探求することが要諦である。この点につき、㈠法定の決議事項以外の会社に関わる事項は、原則として取締役会が責任をもって処理すべきであるが、買収防衛策及び対抗措置は、株主総会の法定決議事項ではないけれども、株主構成の決定・変更に関わる事項と考えると機関権限分配秩序に照らして取締役会のみの判断で決定することもできず、株主意思を確認する必要があり（機関権限の分配秩序論）、株主総会という会議体を使って株主意思を確認することが実務上定着したとの説明や、㈡強圧性を解消するために株主意思を確認する必要があり、強圧性を解消する代替策として買収防衛スキームの決定及び対抗措置（買収防衛策）の導入・発動のために株主意思確認総会が用いら

れる等の説明（白井・法教四七一号二七頁）が考えられる。

本決定が、Ⅱ1⑸④で、「Xらによる Y 株式の……買付行為は、Y の株主ら（Xらを除く。）にとって強圧性（……売却への動機付けないし売却への圧力、……がある）ことは否定できず、このような株主らがXらによるY株式の上記買付け行為について適切な判断を下すための十分な時間を確保することができないことが、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害することとなるか否か、それを防止するために本件対抗措置を発動することが必要か否かについて株主総会において当該株主のみの意思確認を行うことは、……」とし、同⑤で「⑤「……本件株主意思確認総会において、ＭＭ要件をもって本件対抗措置の発動に関する承認議案を可決する決議をする……こととしたことも、……直ちに不合理であるとはいえない。」と説示したのはこの㈢の説明を採用したものである。

しかし、上記の説明では、株主意思確認総会決議を経ても、手続の適正さを欠いたり、判断の正当性を失わせる重大な瑕疵（前提事実の不存在、虚偽等）があることを株主側が疎明すれば、不公正発行に該当するとのⅡ1⑶❶の判断枠組みについての説明に窮してしまう。この点は、買収防衛スキームの決定及び同スキームに基づく対抗措置（買収防衛策）を取締役会で決議・発動する時点で、株主の真摯な意思を確認しそれに依拠する手続を整備しておくことが不公正発行に該当しないための重要な前提条件であることが含意されており、Ⅱ1⑻が、株主意思確認総会を、取締役会決議限りで導入した買収防衛策及び対抗措置の発動の当否を判断する「企業の内部統制」と位置付しているのはこのような趣旨と捉えることも一つの説明になるのではなかろうか（遠藤（中）三二～三三頁）。

株主意思確認総会の勧告的決議が不公正発行該当性の法的効力の帰趨をもたらすⅡ1⑶の判断枠組みは、これまで議論がされていない問題であり、今後の議論の理論の深化や裁判例の集積を期待したい。

遠藤　元一