

【判例研究】

買収防衛策が「著しく不公正な方法」に 該当しないとされた事例

——東京高決令和 3 年 11 月 9 日金判 1641 号 10 頁——

小林 史治

1. 事実の概要と原審決定
 - 1.1. 事実の概要
 - 1.2. 原審
2. 決定要旨
3. 研究
 - 3.1. 問題の所在
 - 3.2. 検討
 - 3.2.1. 本件枠組み
 - 3.2.2. MoM 要件
4. むすびに代えて

1. 事実の概要と原審決定

1.1. 事実の概要

Y (債務者, 相手方) は, 大正 5 年に設立された, 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株式会社であり, 取締役会設置会社である。

一方, X1 (債権者, 抗告人) 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する株式会社であり, X2 (債権者, 抗告人) は, 有価証券の売買, 保有及び運用等を目的とする株式会社で, X1 の完全子会社である。X らの Y 株式の保有数 (令和 3 年 9 月 10 日当時) は, 348 万 5900 株 (株券等保有割合は 39.94%) であり, それぞれ, X1 が 3 万 1900 株, X2 が 345 万 4000 株であった。

買収防衛策が「著しく不公正な方法」に該当しないとされた事例（小林）

Y取締役会は、令和3年8月30日、Xらに対し、同月6日のY取締役会によって導入が決定されたいわゆる有事導入型買収防衛策（以下「本件対応方針」という）に基づく対抗措置（以下「本件対抗措置」という）を行うことを決定した。本件対応方針は、Xらに対し、大規模買付行為等に先立って、所定の手続に従う旨の誓約等を記載した意向表明書を提出すること、大規模買付行為等に関する必要かつ十分な情報を提供すること、大規模買付行為等を上記意向表明書の提出後60営業日以降にのみ開始すること等を求め、Xらが、上記手続を遵守せず、新たにY株式の取得等をした場合には、大規模買付行為等に当たり、Y取締役会の判断により対抗措置を発動すること（ただし、独立委員会の勧告に基づいて株主意思確認総会の場で発動の承認を求めることがある）を警告するものであって、その有効期限も定められていた。また、本件対抗措置は、①非適格者（Xら及びその関係者）による権利行使は認められない旨の差別的行使条件、②Yが、（ア）非適格者以外の株主からはYの普通株式と引換えに本新株予約権を取得し、（イ）非適格者からは第2新株予約権と引換えに本新株予約権を取得する旨の差別的取得条項が付された本新株予約権の無償割当て（以下「本件新株予約権無償割当て」という）を行うというものである。この第2新株予約権には、（a）その保有者が大規模買付行為等中止又は撤回し、かつ、その後大規模買付行為等を実施しないことを誓約した場合であって、かつ、第2新株予約権の保有者の株券等保有割合が20%を下回っているときに限り、20%を下回る範囲内でのみ行使できるとの差別的行使条件、及び、（b）その交付から10年後の日において、なお行使されていない第2新株予約権が残存するときは、Yが時価に相当する金銭を対価として当該第2新株予約権を取得することができる旨の差別的取得条項が付されていた。

本件対応方針の導入及びこれに基づく本件対抗措置としての新株予約権無償割当ては、いずれもY取締役会の決議のみで決定されたものであるが、Y取締役会は、令和3年10月22日開催の本件株主意思確認総会において、Yの議決権を行使することができる株主のうち、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の出席した当該株主（以下「本件非利害関係出席株主」という）の議決権の過半数をもって（以下、この議決要件を「MoM要件」という）、本件対抗措置の発動に関する承認議案を可決する決議がされなかった場合には、本件新株予約権無償割当てを中止することとされていた。そして、同日開催された本件株主意思確認総会において、Xら非適格者も意見を述べる機会を与えられ、本件議案についての質疑応答等を通じた議論を経て、Yにより議決権の行使を認められた本件非利害関係出席株主の過半数（約79%（仮に、X2がYに提出した委任状を有効であるとして反対票として扱った場合でも約69%）の賛成により本件議案が可決された。

そのため、Yの株主であるXらが、Yに対し、本件新株予約権無償割当てに対し、(1)株主平等の原則(会社法109条1項)に違反する法令違反があること(争点①)、及び、(2)著しく不公正な方法により行われるものであること(争点②)を主張して、会社法247条1号及び2号(類推適用)に基づき、これを仮に差し止める仮処分命令を求めた。

1.2. 原審(東京地決令和3年10月29日金判1641号30頁)

原審は、まず、本件新株予約権無償割当てが著しく不公正な方法によるものか否かに関して(争点②)、「株主に割り当てられる新株予約権の内容に差別のある新株予約権無償割当てが、株式会社...の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するためではなく、専ら経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものである場合には、その新株予約権無償割当ては、株主の共同の利益の保護という観点から新株予約権無償割当てを正当化する特段の事情がない限り、著しく不公正な方法によるものと解すべきである」とした上で、「会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において、株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持することを主要な目的として新株予約権無償割当てがされた場合」は著しく不公正な方法に該当するというべきであり、会社は、新株予約権無償割当てを正当化する「特段の事情として、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による経営支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを疎明すべきである」と判示した。

そして、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値が毀損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、このような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存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである」として、ブルドックソース事件最高裁決定(最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁。以下「平成19年最決」という)を参照する。株主総会に関しては、「取締役会設置会社がその判断に基づき同法に規定する事項及び定款で定めた事項以外の事項について株主総会の決議をすることとした場合においても、会社の利益の帰属主体である株主は、当該株主総会において、自己の議決権を行使することにより、当該株主として有する会社の経営・支配に参加することができるという権利を現実に行使することができるのが原則であるから、株主の

買取防衛策が「著しく不公正な方法」に該当しないとされた事例（小林）

一部につき議決権の行使を制限することは、そのような制限がされた趣旨、当該株主総会において執られた手続や議論の具体的状況いかんによっては、同法308条1項及び同法309条1項の趣旨に照らして、上記の重大な瑕疵に当たるときがあるというべきであり、新株予約権無償割当てを正当化する特段の事情があるか否かは、「当該株主総会の決議を経た後で、そのような制限がされた趣旨のみならず、上記のような株主総会の具体的状況を踏まえて重大な瑕疵が存在するか否かも検討した上で判断すべきこととなる」とした。その上で、本件事実関係の下では「本件新株予約権無償割当てが、Yの経営支配権に現に争いが生じている場面において、Y株式の敵対的買取によって経営支配権を争うXらの持株比率を低下させ、経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持することを主要な目的としてされたものと推認することはできない」とし、本件新株予約権無償割当てを正当化する特段の事情を検討するまでもないとした。

次に、株主平等原則違反に関しては（争点①）、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるような場合には、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、これを同原則の趣旨に反するものということとはできない」とした上で、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値が毀損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、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しなかったり、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存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである」とし、「本件新株予約権無償割当ては、Xら及びその関係者も意見を述べる機会のあった本件株主意思確認総会における議論を経て、XらによるY株式の上記買付行為によって相応の強圧性を受けるXら以外の株主らのほとんどが、Xらによる経営支配権の取得に伴うYの企業価値の毀損を防ぐために必要な措置として是認したものである」とし、「Xらが「本件新株予約権無償割当てによる不利益を可及的に免れる余地があった」ことなどから、本件新株予約権無償割当てが、衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められず、同原則の趣旨に反するものではないとして、法令又は定款に違反するものではないとした。

以上の理由に基づき、原審裁判所がXらの申立てを却下したため、Xらが原告した。

2. 決定要旨(東京高決令和3年11月9日金判1641号10頁)

抗告棄却。

(1) 「会社法247条2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」(傍点筆者)(以下「決定要旨1」という)。

「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となるような場合に、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、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」(傍点筆者)(以下「決定要旨2」という)。

(2) 「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19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」、「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308条1項本文（一株一議決権の原則）、309条1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」（以下「決定要旨3」という）。

「Xらは、TOBの適用対象外である市場内取引における株式取得を通じて、株券等所有割合が3分の1を超える株式を短期間のうちに買取しており、このような買取行為は、一般株主からすると、投資判断に必要な情報と時間が十分に与えられず、買取者による経営支配権の取得によって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あり、それだけ一般株主に対する売却への動機付けないし売却へ向けた圧力（強圧性）を持つものと認められ」、「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」。「したがって、本件株主意思確認総会において、Xらの持株比率は約40%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79%（仮に、X2がYに提出した委任状を有効であるとして反対票として扱った場合でも約69%）の賛成を得て可決されたものであるから、XらによるY株式の上記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である。そして、本件株主意思確認総会の手続に適正を欠く点があったとはいえず、…重大な瑕疵は認められない」（以下「決定要旨4」という）。

「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308条1項に反し許されないということではできない」（以下「決定要旨5」とい

う)。

「以上によれば、本件新株予約権無償割当ては、抗告人らに対し、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、抗告人らの相手方の経営支配権取得の現実的可能性が生じ、相手方には、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、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」(以下「決定要旨6」という)。

(3) 「〔会社〕法109条1項の株主平等の原則の趣旨は、新株予約権無償割当ての場合についても及び、株主に割り当てられる内容が同一であることを前提としているというべきである。しかし、個々の株主の利益は、一般的には、会社の存立、発展なしには考えられないものであるから、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展が阻害されるおそれが生ずるなど、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ような場合は、それを防止するために当該特定の株主を差別的に取り扱ったとしても、その差別的取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、株主平等の原則に反するものとはいえない」、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、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か否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、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存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである(平成19年最決参照)」(以下「決定要旨7」という)。

その上で、本件については、「Xらの経営支配権の取得によって、Yの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おそれがあり、Yはそれを防止する措置をとる必要(目的)があったものと認められ」、「本件議案は、本件非利害関係出席株主の議決権総数の約79%(仮に、X2がYに提出した委任状を有効であるとして反対票として扱った場合でも約69%)の賛成を得て可決されたものであるから、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、Yの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新株予約権無償割

買取防衛策が「著しく不公正な方法」に該当しないとされた事例（小林）

当てを行う必要があると判断したものであることができ、「上記判断に、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」ものであり、「特定株主に対する差別的取扱いが衡平の理念に反し、相当性に欠けるものでない限り、そのような差別的取扱いは、株主平等の原則に反するものとはいえない」とした。

また、「本件対応方針は、Xらにおいて、投資を回収しその経済的損失を回避することが可能な仕組みとされている」もので、「差別的取扱いが、衡平の理念に反し、また、相当性を欠くものであるとは認められない」とし、結論として、衡平の理念に反し、また、相当性を欠くものであるとは認められないとしてXらの抗告を棄却した。

なお、最高裁は、Xらの特別抗告及び許可抗告のいずれも棄却している（最決令和3年11月18日金判1641号48頁）。

3. 研究

3.1. 問題の所在

会社の現経営者側の賛同を得ないで行う、いわゆる敵対的買取に対しては、平成17年ころから、買取防衛策の主要な方法の1つとして新株予約権が用いられるようになり¹、本件でも、有事導入型の買取防衛策として、新株予約権無償割当てがその方法として用いられた。

近時、有事導入型の買取防衛策として新株予約権無償割当てが用いられて争いとなった裁判例としては、本件のほか、日邦産業事件²、日本アジアグループ事件³、富士興産事件⁴、三ツ星事件⁵などがある。このような新株予約権無償割

¹ 江頭憲治郎『株式会社法〔第8版〕』（有斐閣、2021）817頁。また、藤田友敬「事前警告型買取防衛策の許容性——近時の裁判例の提起する問題」金融商品取引法研究会研究記録79号4頁（2021）参照。

² 名古屋高決令和3年5月14日LEX/DB文献番号255696666，名古屋高決令和3年4月22日資料版商事法務446号130頁，名古屋地決令和3年4月7日資料版商事法務446号144頁。

³ 東京高決令和3年4月23日資料版商事法務446号154頁，東京地決令和3年4月7日判タ1500号228頁，東京地決令和3年4月2日判タ1500号215頁。

⁴ 東京高決令和3年8月10日金判1630号16頁，東京地決令和3年6月23日金判1630号23頁。

⁵ 最決令和4年7月28日資料版商事法務461号147頁，大阪高決令和4年7月21日資料版商事法務461号153頁，大阪地決令和4年7月11日資料版商事法務461号158頁，大阪地決令和4年7月1日資料版商事法務461号162頁。

当てが用いられる事案においては、一般的に、新株予約権無償割当てが、(1)株主平等原則に違反する法令違反に該当するか(争点①)、また、(2)著しく不公正な方法により行われるものであるか(争点②)が争われている⁶。

本件については、それぞれの争点ごとに論点は多岐にわたるが⁷、既に多くの論稿⁸が公表されていることから、本稿では、新株予約権無償割当てが会社法247条2号の「著しく不公正な方法」に該当するかという争点②のうち、東京高裁が示した枠組みなどを中心に論じていくこととし、争点①の株主平等原則については、争点②を論じる上で必要な範囲で触れることとする。

前述の裁判例においては、(日邦産業事件を除くと)概ねニッポン放送事件の東京高裁決定⁹(以下「ニッポン放送事件高裁決定」という)と同様の枠組みで判断を示していると考えられ、本件の原審決定も同様と思われる。すなわち、原審では、「株主に割り当てられる新株予約権の内容に差別のある新株予約権無償割当てが、株式会社...の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するためではなく、専ら経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものである場合には、その新株予約権無償割当ては、株主の共同の利益の保護という観点から新株予約権無償割当てを正当化す

⁶ 田中亘「防衛策と買収法制の将来〔下〕——東京機械製作所事件の法的検討——」商事法務2287号32頁、35頁(2022)。

⁷ 田中亘「防衛策と買収法制の将来〔上〕——東京機械製作所事件の法的検討——」商事法務2286号4頁(2022)以下、松中学「敵対的買収防衛策に関する懸念と提案〔上〕——近時の事例を踏まえて——」商事法務2295号4頁(2022)以下。また、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2282号26頁(2021)参照。

⁸ 前掲(注6)(注7)の各論稿に加え、弥永真生「対抗措置発動のMoM要件による株主意思確認」ジュリスト1566号2頁(2022)、伊藤雄司「買収防衛策発動に関する株主意思確認総会の決議要件」法学教室498号117頁(2022)、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2284号15頁(2022)、松中学「敵対的買収防衛策に関する懸念と提案〔下〕——近時の事例を踏まえて——」商事法務2296号37頁(2022)、カーティス・ミルハウプト=宍戸善一「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(2022)等。

⁹ 東京高決平成17年3月23日判時1899号56頁。ニッポン放送事件は、それまで現経営陣に好意的な対応をとってきた裁判所の判断の傾向を大きく変えるものと評価されており(ミルハウプト=宍戸・前掲(注8)6頁)、企業価値の判断を行うのは原則として株主であって、裁判所が行うものではないという立場とされている(藤田・前掲(注1)4頁参照)。

買取防衛策が「著しく不公正な方法」に該当しないとされた事例（小林）

る特段の事情がない限り、著しく不公正な方法によるものと解すべきである」としており、ニッポン放送事件高裁決定と同様の判断手法を採用していると考えられる¹⁰。

他方で、本件高裁決定（東京高決令和3年11月9日金判1641号10頁）では、決定要旨1で、「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」には、取締役等の経営支配権の維持が主要な目的であると、経営支配権の維持が目的である場合をあたためて定義付けしようとする姿勢が窺え、また、決定要旨2では、「著しく不公正な方法」に該当しない、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する場合とは、(1)株主総会において新株予約権無償割当て等の措置が必要であると判断され、かつ、(2)①株主平等原則違反がなく、②緊急事態に対処するためのものであり、③買取者の損害回避措置がとられていることによって相当性があるとしている。

そこで、本稿では、紙幅の関係から、主として、このような本件高裁決定の判断枠組みの意義を論じるものとし、また、株主総会に関するMoM要件について、本件高裁決定の判断内容と射程範囲に言及するものとした。

3.2. 検討

3.2.1. 判断枠組み

(1) 枠組みの内容

本件高裁決定では、ニッポン放送事件高裁決定以降の裁判例と同様、「「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」としており、主要目的ルール¹¹を新株予約権無償割当てに適用するように思われる。

その一方で、「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

¹⁰ その上で、原審は、経営支配権の維持目的である場合、会社は「特段の事情として、敵対的買取者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買取者による経営支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを疎明すべきである」としている。

¹¹ 主要目的ルールについては、田中亘ほか『論究会社法』（有斐閣、2020）325頁〔久保田安彦〕参照。

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」には、取締役等の会社の経営支配権の維持等をその主要な目的とするものであるとした(決定要旨1)。この点、前半部分については、「特定の株主(買収者)の持株比率が相当程度低下させ」ないような新株予約権無償割当てによる買収防衛策というものは想定されないように思われ、ほとんどの新株予約権無償割当てがこの前半部分に該当すると思われる。また、後半部分についても、持株比率が相当程度低下させながら「取締役等の経営支配権の維持等に寄与」しない新株予約権無償割当てというものが想定できるのかは必ずしも判然とせず、仮にあったとして、果たしてそのような買収防衛策を取締役等が採用するであろうかという事実上の問題もある。本件高裁決定に対しては、原審決定の枠組みを大きく変更し、精緻化を図っているとの指摘¹²もあるが、その後の決定要旨の内容を見る限り、決定要旨1の箇所を深く検討するというよりは、むしろ決定要旨2の点を重点的に論じているもので¹³、決定要旨1の「精緻化」にどれほどの意味があったのかは判然としない¹⁴。しかし、決定要旨2とあわせて理解すると、後述するように、決定要旨1は、本件で用いられたような差別的な新株予約権無償割当てが「著しく不公正な方法」に該当することを原則とすることを明確化したものと評価することができるかもしれない¹⁵。

¹² 太田・前掲(注8)17頁。

¹³ 太田・前掲(注8)17頁ないし18頁。本件高裁決定では、決定要旨7のとおりとして「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」とし、また、「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」と結論付けている。

¹⁴ 紙幅の関係もあると思われるが、公表されている論稿で、決定要旨1について触れられていないものも散見される(弥永・前掲(注8)2頁、伊藤・前掲(注8)117頁、太田・前掲(注8)17頁等)。

¹⁵ 原審では、「会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において、株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持することを主要な目的として新株予約権無償割当てがされた場合」が「著しく不公正な方法」に該当するとしており、これを言い換えたものともいえそうであるが、本件高裁決定では「取締役等の経営支配権の維持等に寄与する場合」(傍点筆者)としており、客観的な効果ないし結果を重視していることからすると、本文で述べたとおり、差別的な新株予約権無償割当てが原則として「著しく不公正な方法」に該当することを明確にした点に意義があるように思われる。

買取防衛策が「著しく不公正な方法」に該当しないとされた事例（小林）

(2) 射程範囲及び必要性・相当性

本件高裁決定の決定要旨 2 では、「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」、(1)必要性に関する株主総会における判断と(2)相当性があれば、「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」としている。この点は日邦産業事件や富士興産事件などを踏まえているものと考えられるところ¹⁶、会社法 247 条の法令（株主平等原則）違反（会社法 247 条 1 号）と「著しく不公正な方法」（同条 2 号）とを、同じ必要性と相当性の観点から判断しようとする学説上の考え方¹⁷に少し沿うものといえるかもしれない（決定要旨 7 参照¹⁸）。

まず、本件高裁決定では、「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」た場合としており、この点に新規性があると指摘されており¹⁹、本件高裁決定の射程範囲がどこまで及ぶかを考える上では重要と思われる。すなわち、経営支配権に現に争いが生じているだけでは足りず、会社の経営支配権取得の現実的可能性が必要であるとすれば、日邦産業事件²⁰のような事案においては、本件高裁決定の射程が及ばない可能性がある。

次に、必要性について、決定要旨 1 では、「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」新株予約権無償割当ての措置をとる必要があると判断することによって必要性があるとするとも読めそうであるが、決定要旨 6 では、「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」としているため、非利害関係出席株主に対し、判断をするために「十分な情報と時間を確保」することが必

¹⁶ 弥永・前掲（注8）3頁。

¹⁷ 田中・前掲（注6）35頁、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、43頁（2021）。また、藤田・前掲（注1）5頁参照。

¹⁸ 東京高裁は、株主平等原則に関する決定要旨7において、「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ような場合」、「差別的取扱いが平衡の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、株主平等の原則に反するものとはいえない」として必要性と相当性を判断しているように思われる。

¹⁹ 弥永・前掲（注8）3頁。

²⁰ 日邦産業事件において、債権者（抗告人）は、買付後の持株比率は27.57%にとどまり、特定の株主による経営支配権の取得が生じる場合には当たらないと主張していた。

要性を基礎付ける事情になっていると考える余地があり²¹、この点は、富士興産事件などを踏まえているとも考えられる。しかし、「十分な情報と時間を確保」する場合にのみ必要性が満たされると限定する必要があるかは疑問があり²²、仮に「十分な情報と時間を確保」することができていたとしても、特定の株主による会社の経営支配権取得そのものが、会社の企業価値のき損や株主の共同利益が害すことになることもあり得る。そうであれば、既にこれまでの裁判例によって、企業価値のき損の有無の判断は株主によるものとされていることにかんがみれば²³、端的に、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新株予約権無償割当ての措置をとる必要があると判断することで、必要性が認められるとすべきとしてもよかったように思われる²⁴。

最後に、相当性については、①株主平等原則違反がなく、②緊急事態に対処するためのものであり、③買収者の損害回避措置がとられていることによって相当性が満たされるとし、この点も新しい判断の枠組みと考えられる²⁵。特に、①株主平等原則違反がないことが相当性の1つの要件になるということはこれまでの裁判例になかったもので、会社法247条1号と2号が同時に争われている中で、2号の不正発行該当性の相当性の要件に1号の株主平等原則に違反しないことを取り込むことによって、複雑なものにしているとも評価されている²⁶。加えて、株主平等原則（の趣旨）の違反（会社法247条1号）の判断の方が不正発行該当性（同条2号）の判断よりも論理的に先行するはずであるとの指摘²⁷もあることから、今後の裁判例の集積によって整理されることが望まれる²⁸。

(3) 本件高裁決定の枠組みの意義

本件高裁決定については、以上のとおり、いくつか検討すべき点がある一方で、以下のような意義ないし特色を持っているものと考えられる。

まず、ニッポン放送事件高裁決定以降の買収防衛策に関する判断は、基本的に、同高裁決定の枠組みを採用しているものが多く、①経営権を争う特定の株

²¹ 田中・前掲（注6）35頁ないし36頁。

²² 田中・前掲（注6）36頁。

²³ 藤田・前掲（注1）4頁等。

²⁴ 田中・前掲（注6）36頁。

²⁵ 弥永・前掲（注8）3頁。

²⁶ 田中・前掲（注6）35頁。また、太田・前掲（注8）23頁注16参照。

²⁷ 太田・前掲（注8）23頁注16、同・前掲（注17）43頁ないし44頁。

²⁸ 田中・前掲（注6）35頁。

買取防衛策が「著しく不公正な方法」に該当しないとされた事例（小林）

主の持株比率を低下させ、現経営者等の経営支配権を維持することを主要な目的とする新株予約権を用いた買取防衛スキームは、原則として、「著しく不公正な方法」に該当するものの、例外的に、②同スキームを用いることを正当化する特段の事情として、敵対的買取者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買取者による経営支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを疎明すれば、「著しく不公正な方法」に該当しないとしており、いわば二段階的な審査を行っているものと評価できる²⁹。しかし、ニッポン放送事件高裁決定及び日本アジアグループ事件では、①について、経営支配権を維持するものと認定され、②の特段の事情もないとされた一方、富士興産事件及び本件の原審では、①の段階で「著しく不公正な方法」に該当しないとされたため、結果、②の特段の事情の判断が示されていない。そのため、二段階的な審査が実質的に機能しているのかは必ずしも明らかではない。

これに対し、本件高裁決定は、「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」新株予約権無償割当ては、原則「著しく不公正な方法」であるが、必要性及び相当性があれば「著しく不公正な方法」に該当しないとす、一段階的な審査を行っているものとする余地がある。そして、このような審査の対象は、「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」た場合としており、その射程範囲を限定的なものとしている。

そのため、各論的な部分において整理すべき点はあるつつも、差別的な新株予約権無償割当てが「著しく不公正な方法」に該当することを原則とし、当該差別的な新株予約権無償割当てに必要性及び相当性があれば、「著しく不公正な方法」に該当しないとす、シンプルな構成を採用したものと評価でき、ニッポン放送事件高裁決定以降、「特段の事情」が認定されていない一連の裁判例を踏まえた考え方を示しているといえるかもしれない。

3.2.2. MoM 要件

(1) 概論

本件は、MoM 要件による承認が差別的な新株予約権無償割当ての発動の条件とされた前例のない事案であるが³⁰、本件の結論そのものに対しては好意的な意見³¹が見られる一方、濫用的な利用のおそれも指摘³²されている。そこで、以

²⁹ 田中ほか・前掲（注11）326頁〔久保田〕参照。

³⁰ 田中・前掲（注7）4頁、太田・前掲（注7）26頁、同「三ツ星事件の各決定に関する分析と検討——日本版ウルフ・バックが突き付ける課題——」商事法務2307号23頁（2022）。

³¹ 田中・前掲（注6）37頁、ミルハウプト＝宍戸・前掲（注8）11頁等。

下では MoM 要件について東京高裁がどのような判断を示したかを検討し、本件高裁決定の射程範囲について簡単に触れることとしたい。

(2) MoM 要件に関して考慮すべき事項

決定要旨 3 では、「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 19 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」とし、平成 19 年最決を参照している。同最決は、直接は株主平等原則違反に関して、「判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである」としているが、この点、「著しく不公正な方法」における必要性の判断にあたって特に異なるところはないといえ、本件高裁決定の判断は支持されるべきものである。その上で、「株主の一部につき議決権の行使が制限されている場合」の重大な瑕疵の有無は、「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」判断すべきとし、MoM 要件による承認を検討する際に考慮すべき事項を掲げる。

(3) 射程範囲

これを受け、決定要旨 4 では、「X らは、TOB の適用対象外である市場内取引における株式取得を通じて、株券等所有割合が 3 分の 1 を超える株式を短期間のうちに買収しており、このような買収行為は、一般株主からすると、投資判断に必要な情報と時間が十分に与えられず、買収者による経営支配権の取得によって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あり、それだけ一般株主に対する売却への動機付けないし売却へ向けた圧力（強圧性）を持つものと認められ」、「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」としていることから、①対象会社の 3 分の 1 を超える株式を、②市場内取引における買集めによって取得した場合に限定して本件高裁決定の射程が及ぶとし、それ以外の場合に、MoM 要件による決議を用いることが当然に許容されるものではないと指摘³²されている。すなわち、MoM 要件によって買収防衛策が発動されることは

³² ミルハウプト＝宍戸・前掲（注8）11頁，14頁ないし15頁。また，田中・前掲（注7）5頁参照。

³³ 田中・前掲（注6）37頁。

買取防衛策が「著しく不公正な方法」に該当しないとされた事例（小林）

資本多数決の原則に抵触するおそれがある上³⁴、①低い割合の株式取得に対する対抗措置の発動を許容することにより、アクティビスト・ファンド等の「物言う株主」の出現を阻害することになって、経営の規律を損なうことになる上、一般株主からの株式の売却機会を不当に奪うこととなり³⁵、また、②市場内取引における買集めという買取手法に伴う強圧性という観点から、MoM要件を正当化している側面もあるため³⁶、公開買付けなどそれ以外の場合に本件高裁決定の射程が及ぶかは必ずしも明らかではない。

この点、①については、買取防衛策が許容されるという境界を一律何パーセントと決めることは必ずしも適切ではないといえ³⁷、実際にもそのような線引きを行うことは困難であろう。そのため、決定要旨2で「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」た場合と範囲を限定していることからすれば、かかる状況にのみ適用されるなどの限定が必要と思われる。

次に、②の点については、公開買付けの中でも、特に買い付け予定株式数に上限を付して行う部分的買付けの場合には、対象会社の株主が、公開買付け成立後に少数株主として残った場合に不利益を被ることへの懸念から、公開買付けに応じるといふ強圧性の問題があるため、MoM要件による対抗措置の発動を認めて良いとの考え方が示されている³⁸。しかし、部分的買付けと市場内取引による買集めとでは制度上多くの点で異なっており（例えば、前者は公開買付け規制に従った情報開示や検討期間が保証されている³⁹）、同じような取扱いには慎重さが求められる⁴⁰。決定要旨5でも、「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」MoM要件での株主意思の確認の手続が許されるとしているので、部分的買付

³⁴ ミルハウプト＝宍戸・前掲（注8）14頁参照。この点、決定要旨5では、「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」としているため、過半数に達していた場合には、資本多数決の原則から結論が逆になっていた可能性がある。

³⁵ 田中・前掲（注6）38頁。

³⁶ 伊藤・前掲（注8）117頁参照。

³⁷ 田中・前掲（注6）38頁。

³⁸ 飯田秀総「買取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2244号4頁、10頁（2020）。

³⁹ 田中・前掲（注6）39頁。

⁴⁰ 田中・前掲（注6）39頁。

けに対して本件高裁決定の射程範囲が直ちに及ぶと解するのは難しい。前述のとおり、決定要旨2が、「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た場合をその射程範囲としているのであるとすれば、少なくとも、部分的買付けの場合で当該可能性が生じないときには、射程が及ばないと考える余地がある。

4. むすびに代えて

本稿では、本件高裁決定が、原審と結論は同一ながらも、その結論に至る考え方に違いが認められることから、その枠組みについて検討するとともに、対抗措置の発動に関する承認議案がMoM要件による決議を条件とする初めての事例であったため、MoM要件によることについて慎重な立場から本件高裁決定に対する検討を行った。

本件における株主意思確認総会の決議は、いわゆる勧告的決議であるため⁴¹、普遍的にMoM要件によることを認めるものであるかは必ずしもはっきりとせず⁴²、まだその評価は必ずしも定まっている状況にはないといえる。また、三ツ星事件は、買収防衛策そのものが本件とほぼ同一の設計であり、かつ、MoM要件ではなく通常決議によって承認されていたにもかかわらず、「著しく不公正な方法」に該当するとされた事例であり⁴³、新株予約権無償割当てを用いた買収防衛策の有効性については、なお検討すべき課題が多く残っていると考えられる。他の裁判例を含めたより詳細な検討は、今後の研究に期したい。

こばやし ふみはる（本学法学部准教授）

⁴¹ 藤田・前掲（注1）19頁。

⁴² 藤田・前掲（注1）20頁。

⁴³ 太田・前掲（注30）23頁参照。

