



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

最近の買収防衛策を巡る動向（1）

2022年10月28日（金）15:00～16:59

オンライン開催

出席者（五十音順）

石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

最近の買収防衛策を巡る動向（1）

同志社大学法学部教授

伊 藤 靖 史

目 次

I. はじめに	(3) 株主の承認の要件
II. 買収防衛策を巡るルールの形成と不明確性	(4) 経済的補償
1. ルール形成の動向	(5) 取締役会による情報提供・検討期間要求の限界
2. 2000年代の裁判例とルールの不明確性	(6) 結論の妥当性
(1) 2000年代の裁判例とその背後にある発想	IV. 日本アジアグループ事件
(2) ルールの不明確性（残された課題）とされてきたもの	1. 事案の概要と決定要旨
III. 日邦産業事件	2. 検討
1. 事案の概要と決定要旨	(1) 事案の特徴
2. 検討	(2) 裁判所の用いた枠組み
(1) 事案の特徴	(3) 本件無償割当てが特別委員会の勧告に基づくことをどう評価するか
(2) 本件買収防衛プランの効力と対抗措置の発動の差止め	(4) Xによる買収手法の強圧性
	V. 買収防衛策の平時導入の意味
	討論

○前田 定刻になりましたので、JPX 金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、既にご案内のとおり、同志社大学の伊藤靖史先生より、「最近の買収防衛策を巡る動向（1）」と題するご報告をいただくことになっております。

それでは、伊藤先生、よろしく願いいたします。

○伊藤 同志社大学の伊藤です。本日はよろしく願いいたします。

事前に配布いただいておりますレジュメに沿っ

て、報告をしてまいります。

I. はじめに

本研究会では、今回と次回の2回にわたって、2021年の買収防衛策に関する裁判例4件を扱うことになっています。今回は（1）として、日邦産業事件と日本アジアグループ事件を扱います。また、次回は（2）として、富士興産事件と東京機械製作所事件が扱われる予定です。

それぞれの事件の各審級の決定の掲載誌はレジュメに挙げたとおりです。

なお、買収防衛策については、2022年に入って

からも三ツ星事件という重要な裁判例が現れました。しかし、同事件で扱われた問題点には、2021年の裁判例ともまた異なるところがありますので、少なくとも今回は扱っておりません。

研究会での報告をどのようなアプローチで行うかということについては、次回ご担当の白井先生とも少し相談をさせていただきました。そこで共有できました認識としては、裁判所による事案の解決が、やはり事案ごとの具体的な事実関係に依存するということがあります。そのため、少なくとも今回の報告では、個別の裁判例の検討を中心に据えています。

ただ、今回は最初に、買収防衛策を巡るこれまでのルール形成の流れを確認させていただきたいと思います。

2013年10月以降の本研究会の研究テーマと、さらに2009年9月以降の大証金商法研究会の研究テーマを確認しましたところ、買収防衛策について正面から扱われたことはなかったようです。また、2021年の裁判例について検討をする基礎としても、それ以前の経緯を確認しておくことは無駄なことではないだろうと思います。

II. 買収防衛策を巡るルールの形成と不明確性

1. ルール形成の動向

レジュメには、日本のこれまでのルール形成の流れを確認するうえで重要であろうと思われる出来事を、次のように時系列に並べています。

【2005年】

ニッポン放送事件（3月）

法務省＝経済産業省「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」（企業価値防衛指針）（5月）

ニレコ事件（6月）

日本技術開発事件（7月）

【2006年】

公開買付規制の改正（6月）（市場内外等の取引を組み合わせる一定期間以内に一定割合を超

える株券等の買付け等を行うことで株券等所有割合が3分の1を超える場合の規制、買付者が競合する場合における公開買付けの義務化、買付条件の変更等の柔軟化、意見表明報告書提出の義務化、対象者の請求に基づく公開買付期間の延長、全部買付けの義務化）

【2007年】

ブルドックソース事件（8月）

【2008年】

ピコイ事件（5月）

企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（6月）

【2021年】

日邦産業事件（4月）

日本アジアグループ事件（4月）

富士興産事件（8月）

東京機械製作所事件（11月）

【2022年】

三ツ星事件（7月）

この年表からも分かりますように、日本の買収防衛策を巡る現在に続く法ルールは、2000年代の半ばに形成されました。その時期に買収防衛策を巡る重要な裁判例（特にニッポン放送事件、ブルドックソース事件）が相次ぎまして、さらに企業価値研究会による整理等が行われ、企業価値防衛指針が策定されています。その後は、ルール形成は一旦停滞しますが、その間に、事前警告型買収防衛策が一定程度普及しました。

そのような状況であったところ、2019年頃から、敵対的買収事例が目立つようになりまして、2021年に裁判例が相次ぎました。その背景としては、政策保有株の放出が進んだこと、買収防衛策廃止企業が増加したこと、そして株主アクティビズムが活発化したことが指摘されます。

2. 2000年代の裁判例とルールの不明確性

（1）2000年代の裁判例とその背後にある発想

【2000年代の裁判例】

- ・ニッポン放送事件（東京高決平成 17・3・23 判時 1899 号 56 頁）
- ・ニレコ事件（東京高決平成 17・6・15 判時 1900 号 156 頁）
- ・日本技術開発事件（東京地決平成 17・7・29 判時 1909 号 87 頁）
- ・ブルドックソース事件（最決平成 19・8・7 民集 61 卷 5 号 2215 頁）
- ・ピコイ事件（東京高決平成 20・5・12 判タ 1282 号 273 頁）

2000 年代の重要な裁判例については、資料の【別紙 1】にごく簡単に事案と決定要旨をまとめています。前掲の裁判例については、支配権争いの帰趨（買収の是非）は対象会社の株主が決すべきであるとの価値判断がベースにあるということがよく指摘されます。そして、そのような価値判断は、学説でも基本的には支持されていると言えます。

このように支配権争いの帰趨を株主が決するとして、それを公開買付けへの応募ではなく、株主総会決議の形であることがなぜ望ましいかということも問題になります。これを正当化する論理としては、強圧性のある買収が行われることがあり得て、そのような場合には、株主総会決議の形で株主の意思を問うことが望ましいのだという説明が行われます。

また、最近の藤田友敬先生のご論考ですと、企業価値防衛指針による理論的な整理も踏まえて、裁判例の立場が、以下のように、①企業買収ルール
の目的、②中間命題、③具体的なルールという
3つのレベルに分けて整理されています。

- ①企業買収ルールの目的＝企業価値・株主共同の利益の確保・向上
- ②中間命題＝企業価値・株主共同の利益に関する判断は、原則として株主が行うべき
- ③具体的なルール

- ・取締役会限りの判断で支配権の維持・確保を目的として株式・新株予約権の発行を行うことは原則として許されず（主要目的ルール、ニッポン放送事件）
- ・株主総会の判断による防衛は、必要性・相当性が認められるのであれば許される（ブルドックソース事件）

(2) ルールの不明確性（残された課題）とされてきたもの

以上のように、裁判例の背後にある大まかな発想は読み取れなくはありません。しかし、具体的なレベルでは、判例法ルールにはいろいろと不明な点もあります。

そもそも個別の裁判例は、あくまで個別の事案についての裁判所の判断ですから、事案から離れて一般的かつ具体的なルールをそこから抽出することは、必ずしも容易ではありません。また、これまでの日本の裁判は絶対数が少ないですし、裁判例が現れた時期にも偏りがあります。

例えば、ニッポン放送事件は、新株予約権の不公正発行が問題になった事案です。裁判所は、主要目的ルールを基本的に維持し、そのことの根拠付けとして「機関権限の分配」ということを明確に打ち出しました。そのうえで例外的に、「株主全体の利益保護の観点から当該新株予約権発行を正当化する特段の事情があること、具体的には、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会社が疎明、立証した場合」には、差止めは認められないとしました。

学説は、そのような特段の事情が認められる範囲を、一般には極めて狭いものと捉えます。他方で、例えばニッポン放送事件で用いられたものよりも目的や効果が限定された買収防衛策が許容される範囲についてはどう考えるべきかといったことが不明確な点として残されたと言われます。

日本技術開発事件は、株主による適切な判断を

可能にするために、取締役会は買収者に情報提供・検討期間を要求することができ、合理的な要求に応じない買収者に相当な手段をとることが許容される場合もあり得るとしました。他方で、取締役会が情報提供・検討期間を要求できる限界はないのか、また、相当な対抗措置の内容がどのようなものかといったことが、不明確な点として残されたと言われます。

ブルドックソース事件は、具体的な買収者・買収提案が現れた後で、買収防衛策を承認する株主総会決議が行われたという事案です。この事案でとられた承認の方法は、株主総会で定款変更をし、かつそれを前提とする新株予約権無償割当てを決議するというものです。

そのような事案を前提に、裁判所は、「本件議案は、議決権総数の約83.4%の賛成を得て可決されたのであるから、〔買収者の〕関係者以外のほとんどの既存株主が、〔買収者〕による経営支配権の取得が〔対象会社〕の企業価値をき損し、〔対象会社〕の利益ひいては株主の共同の利益を害することになると判断したものということができる」としました。

しかし、同事件についてもいろいろと不明確な点が指摘されます。例えば、具体的な買収者・買収提案が現れる前に株主総会の承認を得て事前警告型買収防衛策を導入していた場合に、具体的な買収者・買収提案の出現後に取締役会限りで買収防衛策を発動できるのかということ、また、株主自身の判断が尊重されるとして、具体的にどのような形でどのような割合の株主の判断が示されなければならないかということ、さらに、相当な対抗措置の内容はどのようなものか、特に、同事件と違って買収者への金員の交付がなければどうなるのかということが挙げられます。

このような議論状況を前提に、2021年に4つの裁判例、また2022年に三ツ星事件が現れたわけですが、以上のような不明確性はどの程度解消されたのかということが気になるところです。

これについて、今日扱います2つの事件だけで

はなく、その他の事件も含めて考えてみましても、従来言われてきた不明確な点が解消されたとは必ずしも言えないのではないかという印象を受けます。といいますのは、2021年から2022年にかけての裁判例の事案には偏りがあるからです。これらの裁判例では、いずれも事前警告型買収防衛策が用いられましたが、日邦産業事件も含めて、平時導入とは言い難いものでした。

それでは、以下で今回扱う2つの事件について具体的に見ていきたいと思います。

III. 日邦産業事件

まずは、日邦産業事件から検討していきます。

1. 事案の概要と決定要旨

同事件の事案の概要と決定要旨は【別紙2】の方にまとめてあります。ここでは事案の概要だけを読み上げまして、決定要旨は、検討のところで必要に応じて紹介します。

【別紙2】にまとめました同事件の事案の概要は以下のものです。

Y（日邦産業株式会社）はその発行する株式を東京証券取引所 JASDAQ 及び名古屋証券取引所第二部に上場していました。Yは平成19年と平成20年に株主総会で買収防衛プラン（その内容は後記のものと同様）を導入継続する旨の決議をしましたが、平成21年にY取締役会は同買収防衛プランを継続しない旨の決議をしました。

X（フリージア・マクロス株式会社）は平成31年3月25日にY株式について大量保有報告書を提出し、その後、その変更報告書を提出しました。これらの報告書で、保有目的は「純投資及び政策投資」とされていました。これらの報告書によれば、XのY株式保有割合は、平成31年3月18日、同月27日、同年4月26日当時、5.77%、9.92%及び12.10%でした。Xは、令和3年1月28日現在、Yの発行済株式総数の約19.73%を保有する筆頭株主です。

Y取締役会は、平成31年4月23日、株式等の大規模買付行為に関する対応策（以下「本件買収防衛プラン」といいます）を導入する旨の決議をしました。Yは、令和元年6月21日に開催された第68期定時株主総会と令和2年6月24日に開催された第69期定時株主総会において、本件買収防衛プランを導入継続する旨を決議しました（以下、これらの決議を併せて「本件各株主総会決議」といいます）。

本件買収防衛プランでは、Y株式の保有割合が20%以上となる買付けや取得を行おうとする場合には、その実行に先立ち、Y取締役会に対して意向表明書を提出するとともに、必要かつ十分な情報を提出、提供することとされていまして、独立委員会は、買付者等が本件手買付けルールが定める手続の重要な点に違反した場合で、取締役会がその是正を書面により要求した後5営業日以内に当該違反が是正されないときは、特段の事情がある場合を除き、取締役会に対して対抗措置の発動を勧告するものとされています（以下「本件手続ルール」といいます）。

Xは、令和3年1月28日（以下の日付けは特に断らない限り令和3年）、意向表明書の提出をしないまま、Y株式を対象として公開買付け（以下「本件公開買付け」といいます）を開始しました。本件公開買付けでは、買付予定数が71万4,800株とされました。Xはその理由を、公開買付届出書において、Yが株主総会の特別決議によりXに不利益を生じさせる意思決定をすることを単独で阻止するため、Yの直近2事業年度の定時株主総会における議決権行使比率の平均値の3分の1を超える議決権数（発行済株式総数の約27.57%）を所有するためだと説明しました。

Y取締役会は、2月6日、本件買収防衛プランに基づき、独立委員会（Yの独立社外取締役2名と外部の弁護士1名で構成）に対して、本件公開買付けに対する対抗措置の発動の是非等について諮問しました。

Yは、2月10日、Xに対して本件手続ルール

違反の是正を書面で求めましたが、Xは指定された期限までにその是正をしませんでした。独立委員会は、5回にわたって審議を行い、3月8日、Y取締役会に対して対抗措置の発動を勧告しました。

この勧告を受けてY取締役会は、3月8日、本件買収防衛プランに基づき新株予約権無償割当て（以下「本件新株予約権無償割当て」といいます）をする旨の決議をしました。これによって無償割当てされる新株予約権は、X及びその関係者（例外事由該当者）は新株予約権を行使できないものとする差別的行使条件の付されたものであり、例外事由該当者はY取締役会の承認を得てこれを第三者に譲渡することが可能であるとされました。また、Yは、取締役会の定める取得日にX等の有するものを除く新株予約権をYの普通株式を対価として取得することができ、さらに、7月31日までの間はいつでもYが新株予約権を取得することが適切であると取締役会が認める場合には、全ての新株予約権を無償で取得することができるものとされました。

Xは、3月11日、本件新株予約権無償割当ての差止仮処分命令申立てをしました。名古屋地裁は、3月24日、これを認める旨を決定しました（以下「原決定」といいます）。これに対して、Yが保全異議の申立てをし、4月7日、名古屋地裁はYの保全異議申立てを認める決定をしました（以下「異議審決定」といいます）。これに対してXが抗告をし、4月22日、名古屋高裁はXの抗告を棄却する決定をしました（以下「抗告審決定」といいます）。これに対してXが許可抗告の申立てをしました。5月14日、名古屋高裁はこれを認めない決定をしました。

2. 検討

（1）事案の特徴

日邦産業事件の事案の特徴として、以下の点を挙げることができます。

①本件公開買付けの買付予定数は、Xの保有割

合が発行済株式総数の27.57%になる数とされました。

②本件買収防衛プランの形式は事前警告型買収防衛策です。しかし、その導入は、Xによる大量保有報告書提出を受けて行われました。

③日邦産業の株主の承認は、1年ごとに、本件買収防衛プランの継続について与えられました（第68期定時株主総会・第69期定時株主総会）。

④本件買収防衛プランに基づく対抗措置の発動については、株主の承認は行われていません。

このうち特徴の②に関連して、抗告審決定は、「本件買収防衛プランは、XがY株式の大量保有報告書を提出したことを契機としてY取締役会が導入を決議したものであり……、平時において導入された純粋な事前警告型買収防衛策であるということとはできない」とします。

事前警告型買収防衛策とは、一般に、当該防衛策の導入会社を買収しようとする者（通常は導入会社の株式の20%以上を取得するか、公開買付けをする者とされる）に対して、買収後の事業計画等一定の情報提供を行うこと、及び導入会社の取締役会が当該提案を検討し、必要に応じて代替案を株主に提示するための期間（60日など）を確保するように求め、仮に買収者がそうした手続を履践せずに行買収を試みたときは、差別的な内容の新株予約権の無償割当て等の対抗措置を発動する旨を公表するものであると言われます。

このような事前警告型買収防衛策は、もともと具体的な買収者の出現前（平時）に導入されるものとして設計されたものです。しかし、近年では、形式は事前警告型買収防衛策であるものを、買収者の出現後（有事）に明示的に具体的な買収者への対抗策として導入する例も見られるようになりました。現在では、事前警告型買収防衛策とは平時に導入されるものであって、それが純粋な形であるというふうにも言えない状況になっています。

従来、事前警告型買収防衛策について、その導入時に株主総会の承認があったとしても、特別委員会の勧告を受けた取締役会決議のみで対抗措置

を発動できるか（対抗措置として行われた新株予約権無償割当て等が差し止められず有効だとされるか）は、未解決の問題とされてきました。

日邦産業事件では、本件買収防衛プランの継続について株主の承認はありましたが、対抗措置の発動について株主の承認はありませんでした。そして結論として、裁判所は本件新株予約権無償割当ての差し止めを認めませんでした。

このようなことから、レジュメに引用したように、「株主総会の普通決議によりその導入及び継続が承認されたいわゆる事前警告型買収防衛策に基づき、当該防衛策が定める情報提供等のルールに重要な点で違反して大規模買付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対抗措置……を発動することが許されることは……実務法曹の間及び学界ではおおむね多数説となっていたものと考えられるが……

（異議審決定及び）抗告審決定は、そのことを初めて正面から認めた司法判断として、重要な意義を有している」といった評価が述べられることがあります。

確かに、本件買収防衛プランは、後で検討します日本アジアグループ事件で問題になった買収防衛策と異なり、導入・継続時に、導入・継続の目的に関連して、Xを買収者（大規模買付行為を行おうとする者）であると名指しするわけではありません。しかし、日邦産業事件については、Y取締役会がXによる大量保有報告書提出を受けて本件買収防衛プランを導入したこと、及び本件買収防衛プラン継続についての2回の株主総会の承認時にも、Xによる大量の株式取得、Xへの本件買収防衛プラン適用の可能性がY株主に意識されていたことが重要であると考えられます。

そのことは、レジュメに引用したように、抗告審決定でもはっきりと述べられています。そうしますと、日邦産業事件から、一般的に、「事前警告型買収防衛策において、導入・継続について株主の承認があれば、取締役会限りで対抗措置を発動することが許されることが司法判断としても認

められた」と評価することはできないだろうと思います。

(2) 本件買収防衛プランの効力と対抗措置の発動の差止め

日邦産業事件の異議審決定及び抗告審決定の判断手法の特徴として、(a)本件買収防衛プランの効力の問題と(b)本件新株予約権無償割当て(対抗措置の発動)の差止めの可否の問題を分けていることが挙げられます。

異議審決定及び抗告審決定では、(a)について本件買収防衛プランが有効であることを前提に、(b)については、主に本件手続ルールをXが遵守しなかったことに正当な理由があるかどうかの問題とされました。

より具体的には、まず(a)は、(a-1)本件買収防衛プランの目的及び内容に合理性があるかと(a-2)本件買収防衛プランがY株主の合理的意思に依拠するものであるかの2つの問題に分けられます。このうち前者については、本件買収防衛プランの目的は、株主に情報及び時間を確保し、大規模買付行為を行おうとする者との交渉の機会を確保することであること、濫用防止のための措置として、独立委員会の勧告を経たうえで、それを最大限尊重しながら対抗措置の発動の是非を判断することとされていること、さらに、大規模買付者が手続ルールを遵守すれば、原則として対抗措置を発動しないとされることから、本件買収防衛プランの目的及び内容に合理性があるとされました。

また、(a-2)については、独立委員会が対抗措置の発動を勧告した場合であっても、さらにその是非を株主総会に問えること、また、プランの有効期間は1年で、株主総会で1年ごとにプランの是非を問う機会が確保されることから、本件買収防衛プランは、Y株主の合理的意思に依拠するものであるとされました。

これらのことから、本件買収防衛プランが株主平等原則又はその趣旨に違反するとは認められず、無効ではないとされたわけです。

そのうえで、(b)について、本件買収防衛プランでは、本件手続ルール(対抗措置の発動を検討する過程)が明記されていること。また、Xは、仮に本件買収防衛プランの継続決議に瑕疵があると考えたとしても、ひとまずは決議が有効であることを前提に、本件手続ルールを遵守することは可能であったことから、Xにとって、本件手続ルールの遵守によって損害の発生を回避することが可能であり、これを遵守しなかったことに合理的な理由はないとされました。

以上のように、裁判所は、Xが本件手続ルールを遵守しなかったことに正当な理由があったかどうかには焦点を合わせて、「本件手続ルールを遵守せずに公開買付けに乗り出したXがいけないのだ」ということを強調します。しかしながら、そのような理屈が説得力を持つのも、結局は、(1)で述べたような事情、つまり、Y取締役会がXによる大量保有報告書提出を受けて本件買収防衛プランを導入し、また、本件買収防衛プラン継続についての株主総会の承認時にも、Xによる大量の株式取得が意識されていたという本件の事案の特徴があつてこそ話なのではないかと思います。

実際、後で検討します日本アジアグループ事件では、買収防衛策について株主による承認がありませんでした。そして同事件の抗告審決定は、レジメに引用したように、取締役会限りで導入された買収防衛策の手続ルールについて、買収者がこれに違反したことを重視しません。

(3) 株主の承認の要件

Xは、本件買収防衛プランについては、株主総会の特別決議による承認が必要だった、だから、それを欠く本件買収防衛プランは無効だと主張したようです。

この論点について考える前提として、第68期定時株主総会及び第69期定時株主総会での継続決議の法的性質を確認する必要があります。

Yの定款では、そのような決議をすることが株主総会の権限とはされていなかったようですので、

そうだとしますと、これらの決議は勧告的決議だったこととなります。もちろん、勧告的決議についても、それが買収防衛策の承認として法的にどの程度重視されるべきかが問題になる際には、決議要件が問題となります。

従来、買収防衛策の導入及び対抗措置の発動について、株主の判断が尊重されるとして、具体的にどのような形でどのような割合の株主の判断が示されなければならないかは、未解決の問題とされてきました。

Xが理由として挙げたのは、本件では、対抗措置発動時に経済的補償がなく、株主間の価値の移転を伴うものだから、これは第三者に対する有利発行と同様のものだということです。しかし、そのような主張は、レジюмеに引用したように、裁判所には認められませんでした。

レジюмеで実線の下線を引いた会社法 206 条の 2 との均衡論というものは、従来から学説でも主張されていました。日邦産業事件以降の裁判例でも、買収防衛策の承認は普通決議でよい、あるいは事案によっては MOM (Majority of Minority) でよいという方向性が固まりつつありまして、学説ではそれを前提に、決議要件についてさらに細かい議論を展開するものがあります。

ただ、理論的には、この場合に特別多数を要するという考え方も、成り立たないではないのではないかと思います。

白井正和先生のご論考で述べられていますように、買収防衛策は、個々の株主の株式譲渡を制約するもので、株主間での不平等な取扱いをもたらすものですから、特別多数による承認が必要だという考え方も成り立たないわけではありません。また、会社法 206 条の 2 との均衡論については、同条が資金調達場面のルールであり、資金調達の便宜という考慮が含まれることを考える必要があります。

この問題は、突き詰めますと、会社法 206 条の 2 の立法論的な妥当性の問題につながるのだらうとも思います。平成 26 年会社法改正では、支配

株主の異動を伴う募集株式の発行は、組織再編行為に準じるものとして規制するのではなく、取締役の選解任と類似したものとして規制するというスタンスが採用されています。しかし、それが本当によかったのかということです。

会社法のルール上、非公開会社では募集株式の発行について特別決議を要しますし、公開会社であっても有利発行の場合には同様に特別決議を要します。そのことと会社法 206 条の 2 のルールとの関係をどう説明できるのかが一つ問題になると思います。

非公開会社で特別決議を要するのは、既存株主の支配的利益の保護を図るためです。そして、支配株主の異動を伴う募集株式の発行について特別の規制が置かれているのは、公開会社であっても、そのような場面では既存株主の支配的利益を保護する必要があるからです。

また、公開会社であっても、すでに述べたように有利発行なら特別決議を要します。そうしますと、Xの主張するような有利発行との均衡論を、レジюмеの引用の点線の下線部のように簡単に排斥できるのかは、やや疑問にも思われるところです。

(4) 経済的補償

Xは、本件新株予約権無償割当てにより、Xが経済的補償を受けずに大きな経済的不利益を受けるのだ、したがって本件新株予約権無償割当ては、衡平の理念に反して相当性を欠き、株主平等の原則に違反するのだと主張したようです。

従来、相当な対抗措置の内容、特に買収者への経済的補償については、未解決の問題とされてきました。学説は、一般に経済的補償には否定的です。そして、買収者に撤退（損害回避）の可能性が確保されていれば、相当な対抗措置だともされます。

異議審決定及び抗告審決定は、Xの主張を認めませんでした。裁判所は、レジюмеに記したような論理を展開します。すなわち、Xは、本件公開

買付けを開始した時点で本件買収防衛プランの内容を把握していた。したがって、対抗措置の発動による経済的不利益を予見できた。また、買収者への経済的補償にはマイナス面もあり、それが常に必要であるとまでは言い難い。さらに、本件新株予約権無償割当てにおいては、Xに生じる経済的不利益を回避又は軽減させる措置が講じられている。以上のことからして、Xが経済的補償を受けられないからといって、本件新株予約権無償割当てが株主平等の原則又はその趣旨に違反するとまでは認められないというわけです。

もっとも、異議審決定が指摘する本件新株予約権の譲渡可能性（Xは、Y取締役会の承認を得て、これを第三者に譲渡することができる）だけでは、経済的不利益の回避・軽減措置としては十分ではないと思います。本件買収防衛プランにはY取締役会が譲渡を承認する条件等が記されておらず、Y取締役会が承認しなければ譲渡もできないからです。

レジュメに引用した抗告審決定が述べるように、大規模買付行為が中止されれば、取締役会が対抗措置の発動を停止し、全ての新株予約権を無償で取得するといったことが買収防衛策の導入時点で明確にされ、実際に対象会社がそのように行動して初めて、経済的利益の回避・軽減措置が講じられていたと評価できるのだらうと思います。

（5）取締役会による情報提供・検討期間要求の限界

Xは、本件買収防衛プランの定める情報提供要求期間には上限がないため、本件手続ルールを遵守する余地はなかったと主張したようです。従来、取締役会が情報提供・検討期間を要求できる限界がどこまでかは、未解決の問題とされていました。

これに関連して、抗告審決定は、レジュメに引用したように、「客観的に必要十分な情報を提供したにもかかわらず、Y取締役会がなお不十分であるとして情報提供完了通知を出さない場合には、買付者等は、その時点で本件手続ルールから離れ

てY株式の追加取得に動き、これについてY取締役会が対抗措置を発動しようとしたときは、買付者等がその差止めの仮処分命令の申立てをすれば、裁判所は当該仮処分命令を発出することになるものである」とします。

対象会社の取締役会が情報提供期間をいたずらに引き延ばした場合にまで、買収者がそれに付き合う必要はないというのはそのとおりであろうと思います。仮に対象会社取締役会が情報提供期間をいたずらに引き延ばしたとして、日邦産業事件の用いた枠組みを前提にすれば、裁判所は次のような論理で差止めを認めるのだらうと思います。

すなわち、情報提供期間がいたずらに引き延ばされたため、買収者が手続ルールを遵守しなかったことには正当な理由がある。したがって、その場合の対抗措置の発動は、株主が承認した買収防衛策からは認められない態様での発動であって、株主の意思に基づかないものである。こういったことから、対抗措置としての新株予約権無償割当てが不公正発行とされるのだらうと思います。

（6）結論の妥当性

先行評釈等には、日邦産業事件については、結論の妥当性という点で批判するものはないようです。本件買収防衛プランは、1年ごとのYの株主総会で継続を承認されていまして、かつ、その承認の際にはXによる大量の株式取得、Xへの本件買収防衛プラン適用の可能性がY株主に意識されていました。

買収防衛策の導入・発動について、株主総会決議という形で表現される株主の意思を尊重すべきだとする考え方からしますと、本件買収防衛プランに従って行われた本件新株予約権無償割当ての差止めを認めなかった異議審決定及び抗告審決定の結論は妥当だと評価されるのだらうと思います。

ただ、本件公開買付けの買付予定数は、Xの保有割合が発行済株式総数の27.57%になる数だと設定されていました。このことから、XはYの支配権取得を目指したわけではなかったとも言えそう

です。

これに関連して、異議審決定は、レジюмеに引用したように、本件買収防衛プラン上、本件公開買付けがその対象に含まれることは明らかだとします。

Xが大量保有報告書で述べた保有目的は、文字どおり読む限りは、対象会社における保有割合を増加させて、支配権取得とまでは言えないけれど、コミットメントを強めたい、提携交渉を強く求めていきたいというものです。このことと本件公開買付けでの上限の設定の仕方を重視するのであれば、そのような支配権取得に至らない数の株式を取得しようとする者に対して対象会社の株主が株式を譲渡することを、株主の多数決で阻害することが認められてよいかということを問題にすべきだとも言えそうです。

そうしますと、本件買収防衛プランが閾値を20%と定めているのだから、本件公開買付けが本件買収防衛プランの対象に含まれるのは当然だという形式的な根拠付けだけで十分かということが気になるころではあります。

しかし、他方で、Xが将来的に保有割合を増やし、Yの支配権を取得しようとする可能性はないわけではありません。このことからしますと、Xを「買収者」だと捉えることも、おかしいことではないのかもしれないと思います。

IV. 日本アジアグループ事件

1. 事案の概要と決定要旨

日本アジアグループ事件の事案の概要と決定要旨は、【別紙3】にまとめてあります。ここでは、【別紙3】の事案の概要だけを読み上げまして、決定要旨は、検討のところが必要に応じて紹介します。

同事件の事案の概要は以下のようなものです。

Y（日本アジアグループ株式会社）は、その発行する株式を東京証券取引所第一部に上場しています。A（グリーンファンド）は、B（カーライル・グループ）に属する投資ファンドですが、令

和2年11月5日、Yの代表取締役会長兼社長であるCによるYに対するマネジメント・バイアウト（以下「本件MBO」といいます）の一環として、Cの依頼に基づき、Y株式の全部の取得を目的として、買付価格を1株600円とする公開買付け（以下「本件MBO公開買付け」といい、本件MBO公開買付けに係る買付価格を「本件MBO公開買付価格」といいます）を開始しました。Y取締役会は、本件MBO公開買付価格が、取引条件の公正さを担保する措置が十分に講じられたうえで、特別委員会が十分な交渉を重ねた結果合意された価格であること等を理由として、本件MBO公開買付けに賛同する意見を表明しました。

X（シティインデックスイレブンス）は、その試算によれば、本件MBOは、他の株主の犠牲の下、Cらのみが莫大な利益を得ることとなる極めて不当なものであり、Y取締役会及びBに再考を促す交渉を行うためなどとして、令和2年11月10日、市場内取引によるY株式の買付けを開始し、X及び共同保有者は、大量のY株式を取得しました。

Xは、Y取締役会やBと協議等を行った後で、令和3年1月14日（以下の日付は特に断らない限り令和3年）、買付価格を840円とするY社株式の公開買付け（以下「旧公開買付け」といいます）を行う方針を決定し、これを公表しました。Aは、1月26日、本件MBO公開買付価格を1,200円に引き上げることとし、これを公表しました。Xは、2月4日、買付価格を1,210円とし、買付予定数の上限、下限を設定しない旧公開買付けを開始しました。本件MBO公開買付けは、2月9日、応募株式数が買付予定数の下限に到達せず、不成立となりました。

2月19日開催のY取締役会において、Xから旧公開買付け後のYグループの具体的な経営方針が一切示されておらず、むしろ、XがYの経営権を取得した場合には、Yの企業価値ないし株主の共同の利益を毀損する可能性が否定できないこと等を理由として、旧公開買付けに対して反対の意見を表明することが決議され、その旨が公表され

ました。

Yは、3月1日、同年4月下旬開催予定の臨時株主総会（以下「本件臨時株主総会」といいます）における株主の承認を条件として、3月18日を基準日とするY株式1株当たり300円の特別配当（以下「本件特別配当」といいます）を実施する旨の公表をしました。

Xは、3月3日、本件特別配当の基準日に照らせば本件特別配当を受けることができず、配当落ち分だけY株式1株当たりの資産価値が減少するにもかかわらず、当初の高値での買付価格による株式取得を余儀なくされると考え、旧公開買付けを撤回しました。

X及び共同保有者は、3月4日から3月9日までの間に、市場においてY株式を取得しました。これによって、X及び共同保有者の保有割合は22.53%となりました。

Y取締役会は、3月9日、Xらが市場でY株式を買い集め、または、再度Y株式に対する公開買付けを開始するなどして、Yの経営権の取得を図る具体的かつ切迫した懸念があることを理由として、株主への差別的行使条件及び取得条項付き新株予約権の無償割当てを用いた防衛策（以下「本件買収防衛策」といいます）を導入することを決議し、その旨を公表しました。

本件買収防衛策では、Yの株券等の保有割合が20.5%以上となる者によるYの株券等の買付け等が大量買付行為とされ、大量買付行為を行い、又は行おうとする者が大量買付者とされます。Yは、大量買付行為を行う具体的なおそれがある者に対して情報提供を要求し、Y取締役会の検討手続を経たうえで、株主総会の開催及び対抗措置の発動議案についての採決を行うものとされます。また、大量買付者が情報提供等の手続を遵守せず、そのような株主総会を開催する以前において大量買付行為を実行又は継続しようとする場合、Y取締役会は、株主総会を経ることなく、特段の事由がない限り対抗措置を発動するものとされます。

X及び共同保有者は、3月10日以降も市場及

び市場外においてY株式を取得しました。これによって、X及び共同保有者の保有割合は30.77%となりました。

Xは、3月17日、買付価格を910円（旧公開買付価格から特別配当の額を控除したもの）とするY株式の公開買付け（以下「再公開買付け」といいます）を行う予定である旨、再公開買付けの開始前に市場又は市場外でY株式を買い付ける可能性があるが、それによって再公開買付け前のY及び共同保有者の議決権割合が3分の1を超えないようにする旨、再公開買付け終了後の議決権の割合が3分の2以上となったとき等には、株式併合等により、再公開買付けの買付価格と同額でY株式全てを取得する予定である旨等を公表しました。

Y取締役会は、3月22日、Xらが3月10日以降、Y株式を買い集めていることから、本件買収防衛策の手続に従わずに大量買付行為を実施したとして、新株予約権無償割当て（以下「本件新株予約権無償割当て」といいます）をする旨の決議をしました。これによって無償割当てされる新株予約権（甲種新株予約権）は、大量買付者やその共同保有者等（特定株式保有者）は新株予約権を行使できないものとする差別的行使条件の付されたものであり、また、Yは、特定保有者以外の株主からはY株式、特定保有者からは乙種新株予約権を対価として、これを取得することができるとする差別的取得条項の付されたものでした。乙種新株予約権には、大量買付者が大量買付行為を継続しておらず、かつその後も実施しないことを誓約した場合であり、大量買付者の株券等保有割合が20.5%を下回っているといった行使条件が付されています。

Yは、3月22日、本件新株予約権無償割当てを行うことを公表するとともに、Xらが本件買収防衛策の導入後から本件臨時株主総会の基準日（3月18日）までの間に、本件買収防衛策に違反して強圧性の問題のある状態でY株式の追加取得をしているなどとして、本件臨時株主総会では

対抗措置の発動の是非等の議案を付議することを予定していないこと等を公表しました。

東京地裁は、4月2日、Xによる本件新株予約権無償割当ての差止仮処分命令申立てを認める旨の決定（以下「原決定」といいます）をしました。これに対してYが保全異議の申立てをし、4月7日、東京地裁は仮処分決定を認可する決定（以下「異議審決定」といいます）をしました。これに対してYが抗告をし、4月23日、東京高裁はYの抗告を棄却する決定（以下「抗告審決定」といいます）をしました。

2. 検討

(1) 事案の特徴

日本アジアグループ事件の事案の特徴としては、以下の点を挙げることができます。

①本件新株予約権無償割当てに至る経緯は、レジュメに挙げているとおりです。事の発端として、Bによる本件MB0公開買付けが行われまして、対抗買付けとしてXによる旧公開買付けが行われました。

②本件買収防衛策は事前警告型買収防衛策ですが、その導入は、Xによる旧公開買付けが撤回された後もY株式の追加取得は継続されているという状況で行われました。本件買収防衛策は、導入の目的として、Xらによる大規模買付行為への対応である旨を明示します。

③本件買収防衛策についても、本件新株予約権無償割当てについても、Yの株主総会による承認は予定されていませんでした。

④旧公開買付け及び再公開買付けの以前に、Xらは市場内外取引によってY株式を大量に取得していました。

(2) 裁判所の用いた枠組み

日本アジアグループ事件では、原決定、異議審決定及び抗告審決定のいずれも、基本的にニッポン放送事件東京高裁決定（東京高決平成17・3・23判時1899号56頁）と同様の枠組みに依拠して、

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どうかを問題にします。詳しくはレジュメに引用したとおりです。

原決定、異議審決定及び抗告審決定のいずれにおいても、主に争点とされ、裁判所の判断も厚く記されているのは、本件新株予約権無償割当てが支配権維持を主要な目的として行われたかどうかです。

これに対して「特段の事情」については、Yが効果的な主張をできていないこともあって認められていません。既にお話したように、「特段の事情」については、これを狭く捉えるのが一般的です。そのため当事者の主張も、「特段の事情」ではなく、「主要な目的」の方に重点を置くのだらうと思います。同時にこのことは、主要目的ルールの問題点とも言えそうです。主要目的ルールでは、当該事案の様々な問題がどうしても「主要な目的」を巡って争われることとなります。

本件新株予約権無償割当ての「主要な目的」について、抗告審は以下のような判断を示します。

すなわち、Xは敵対的買収者であり、Y経営陣とXの対立は深刻かつ解消困難であったこと、Yは取締役会限りで本件買収防衛策を導入し対抗措置を発動したこと、Yは現時点で株主総会の決議を経ることを予定していないこと、さらにXらの保有割合は本件買収防衛策導入時に22.53%、対抗措置の発動時に30.77%であり、対抗措置の発動によって20.5%までの低下を強いられることから、(a)Yの経営陣には、支配権を維持・確保する目的があったとされます。

また、Yは現時点で株主意思を確認することは予定しておらず、株主総会の結果を受けて本件新株予約権無償割当てを撤回する余地は予定されていないことから、(b)株主意思を確認する目的があったと言うことはできないとされます。

さらに、(c)強圧性のある買収手法を排除する目的があった可能性は否定できないが、仮にこれがあるとしても、その目的自体弱いものであるとされます。

そのうえで、(d)以下に記したような事情を総合しますと、本件新株予約権無償割当ては、支配権の維持確保を主要な目的とするものであったと推認するのが相当であるとされます。

- ・ Xは敵対的買収者であり、Y経営陣とXの対立は深刻かつ解消困難
- ・ Xらの保有割合は本件買収防衛策導入時に22.53%、また対抗措置の発動時に30.77%であり、対抗措置の発動によって20.5%までの低下を強いられる
- ・ 差別的行使条件・差別的取得条項が付された新株予約権の無償割当てによって、Xらの保有する株式の希釈化が起こることは確実であるとともに、XがYに対して敵対的買収を継続することが不可能ないし著しく困難に
- ・ Yには強圧性のある買収手法を排除する目的があった可能性は否定できないが、仮にこれがあるとしてもその目的自体弱いもの

このように(a)から(c)までで当事者が主張した本件新株予約権無償割当ての目的について検討されたうえで、(d)で支配権の維持・確保が主要な目的であるとされるわけですが、(d)で挙げられた事情の多くは、(a)及び(c)と重なります。

先行評釈等では、このような裁判所の結論は、これまでの買収防衛策を巡る裁判例と整合的だとされまして、実務への教訓としては、買収防衛策については基本的に株主意思を確認するプロセスを組み込むことが求められるとされています。

(3) 本件無償割当てが特別委員会の勧告に基づくことをどう評価するか

Yは、本件買収防衛策の導入・対抗措置の発動について、東証の独立性基準を満たす構成員から成る特別委員会の諮問を経たことから、本件無償割当ての主要な目的は支配権の維持・確保ではないと主張したようです。しかし、裁判所はその主張を認めませんでした。

レジュメに引用したように、本件買収防衛策・対抗措置の発動について株主総会の決議を経ることは予定されていないこと、事後的にでも株主に決定させるのが望ましいこと、また、特別委員会があくまでも取締役会の判断を代替又は補完するもので、その判断を株主意思の確認に置き換えることはできないことが根拠として挙げられています。

このような裁判所の判断は、学説においても支持されています。現在の判例法ルールの基本的な発想は、支配権争いの帰趨は対象会社の株主が決すべきであるというものですから、それを前提にする限りは、裁判所が述べるように考えるのが自然であろうと思われまます。

(4) Xによる買収手法の強圧性

Xによる買収手法の強圧性の問題は、抗告審決定で詳しく扱われます。以下に、この問題に関係しそうな出来事を時系列に並べています。

R2/11/06	本件 MBO 公開買付け開始
R2/11/10~R3/01/08	Xが市場内外でY株式取得(0%→20.24%)
R3/01/14	Xが旧公開買付けの方針決定を公表
R3/02/05	Xが旧公開買付け開始
R3/02/09	本件 MBO 公開買付け不成立
R3/03/03	旧公開買付け撤回
R3/03/04~R3/03/17	Xが市場内外でY株式取得(→30.77%)
R3/03/09	本件買収防衛策導入決議
R3/03/17	Xが再公開買付けの予定等を公表
R3/03/22	本件新株予約権無償割当て決議

本件新株予約権無償割当ての際の適時開示資料によりますと、本件買収防衛策導入の理由について、Yは次のように説明します。

すなわち、旧公開買付けは撤回されたけれど、Xらが①市場でY株式を買い集める、又は②再度公開買付けを開始する、具体的かつ切迫した懸念

がある。そして、①の場合、Y株主が、XらがYの経営権を取得した場合にYの企業価値を毀損すると考えるときは、自らの意思に反して、かえってY株式を売却せざるを得なくなるし、②の場合、強圧性の懸念が存在する不利な条件設定がなされた公開買付けとなる可能性が高い。

このように、①では市場買付けの強圧性、②では公開買付けの強圧性が問題とされるわけです。

これについて抗告審決定は、レジюмеに引用したように、一方で、Yに強圧性のある買収手法を排除する目的があったとの主張は、客観的には理解できないではないとします。しかし、結局は、下線部のある段落に記されたようなことから、そのような目的が仮にあるとしても、「その目的自体弱いものというべきである」とされました。

抗告審決定は、表現のうえでは目的の強弱を問題にしていますが、それはこの論点が「主要な目的が何か」というレベルで問題にされているからであろうと思います。実質的にここで問題になっているのは、取締役会限りでの対抗措置の発動を正当化できるほどの強圧性があったかということだと捉えられます。

レジюмеの引用の下線部のうち、1つ目が①の市場買付けの強圧性に対応し、2つ目が②の再公開買付けの強圧性に対応します。ここでは、②について先に検討していきます。

裁判所は、確かに再公開買付けにおいて、公開買付けの予定数に下限は設定されていないけれど、買付予定数の上限がなく、議決権割合が3分の2以上になれば、公開買付価格と同一価格での締出しが予定されていたということから、強圧性の程度は必ずしも高くないか、強圧性の減少のために相応の措置がとられているとします。

なお、認定事実には記されていませんが、再公開買付けについてのXの公表資料等によれば、議決権割合が3分の2に届かなかったとしても、株式併合議案を可決できる見通しとなった場合には、Xは締出しをするものとされていました。②の点についてのこのような裁判所の評価には、大きな

問題はないのだろうと思います。

これについて、レジюмеの(a)のように、再公開買付けの強圧性は高かったとする見解も存在します。この見解は、再公開買付けでは下限が設定されていないので、買付け後の議決権割合が3分の2未満にとどまった場合に、買付者がYの支配権を握り、応募しなかったY株主が少数株主として残される危険があるとします。このことから、Y株主には、再公開買付けに応募するか、それ以前の市場内外買付けに応じて株式を売却するよう動機付けられる危険があったとされるわけです。

これに対して、レジюмеの(b)のように、再公開買付けには、取締役会限りでの対抗措置発動を正当化するほどの強圧性はなかったとする見解も存在します。再公開買付けでは、強圧性には相応の配慮がされていたと言えるし、それで不十分というのであれば、再公開買付けの買付下限を議決権の3分の2に設定すべきだということになるけれど、それは過剰規制だとされます。

私としては、過剰規制への懸念ということを重視する必要があると思ひまして、そうだとしますと、(a)よりも(b)の見解の方が説得的であろうと考えます。

ちなみに、次回の報告対象ですけれど、富士興産事件で問題になった公開買付けは、レジюмеにまとめたようなものでした。上限は設定されず、下限は買収者の保有割合が40%になる数とされ、2段階買収に関する事項はレジюмеに引用したように記載されています。

そして、同事件について、(a)の論者は、強圧性の問題は生じないとします。そこで、日本アジアグループ事件の再公開買付けと富士興産事件の公開買付けがそれほど違うのかということですが、2つの公開買付けで主に違うのは、2段階買収に関する事項です。日本アジアグループ事件では、買付け後の議決権割合が3分の2以上になった場合、又は株式併合議案を可決できる見通しとなった場合に、株式併合のための臨時株主総会の開催を要請するとされました。これに対して富士興産

事件では、そのような限定なく、株式併合のための臨時株主総会の開催を要請するとされました。しかし、両者の差はそこまで大きくないのではないかとともに思います。

一方で、日本アジアグループ事件の再公開買付けでも、買い付け後の議決権割合が3分の2未満であっても、株式併合議案を可決できる見通しとなった場合には、キャッシュアウトに進むものとされました。他方で、富士興産事件の公開買付けでも、買付け後の議決権割合が3分の2未満なら、キャッシュアウトが必ず成功するとは言えません。

次に、決定文のうち①の市場買付けの強圧性に関する部分について検討します。

この部分には、適切ではないところもあるように思われます。裁判所は、Xが再公開買付けの実施予定を公表した際に、再公開買付け前の市場内外買付けを議決権の3分の1までしか行わず、その後の買付けは再公開買付けであることを明言したことから、強圧性について相応の配慮がされているとします。

しかし、①の市場買付けの強圧性について重要なのは、再公開買付けの実施予定の公表前にY株主に強圧性が働いていたかということなのではないかとともに思います。実際、旧公開買付けの撤回後、再公開買付けの実施予定の公表までにXが取得したY株式はかなりの数でして（2週間足らずで10%以上）、急速な買い上がりだとは言えそうです。

しかし、そうだとしましても、旧公開買付け撤回後に実際にどれだけの強圧性が生じたのかは、分からないのではないかとともに思います。

それ以前の経緯を確認しますと、まず、旧公開買付けの撤回前に、本件MBO公開買付けは不成立に終わっています。認定事実には記されていませんが、Aが提出した公開買付け報告書によりますと、本件MBO公開買付けへの応募は、2020年9月30日現在のYの総株主の議決権数を基準にしますと、その約38%にとどまっています。このようなことからしますと、再公開買付けの実施予定の公表ま

での間に、Y株主のうちのどれだけが「XらがYの経営権を取得した場合、Yの企業価値を毀損する」と考える可能性があったのかは分からないのではないかとともに思います。

そうしますと、Xによる市場買付けの強圧性の可能性があるということが取締役会限りでの対抗措置を正当化するかということ、それは疑問にも思うわけです。

さらに、Y取締役会の判断にバイアスがかかっていないと信頼できるかは怪しいのではないかとともに思います。すなわち、Y取締役会はもともと本件MBO公開買付けに賛成していました。しかし、本件MBO公開買付けの当初の買付価格は低過ぎた可能性があるとも言われています。そして、Xによる旧公開買付けの開始後に、Y取締役会が賛成していた本件MBO公開買付けは不成立に終わっています。

以上のようなことを考えてきますと、結局、Xの買収手法の強圧性が取締役会限りでの対抗措置を正当化するものではなかったとする裁判所の評価は妥当だったと言えそうです。

V. 買収防衛策の平時導入の意味

以上が、日邦産業事件と日本アジアグループ事件についての具体的な検討です。今日の報告の最後に、報告の準備をしている中で、2021年の裁判例全体を見て私が少し思ったこととお話したいと思います。

2021年の4つの裁判例の事案は、要するに、有事に事前警告型買収防衛策が導入されたというものだと言えます。そうしますと、これらの4つの裁判例を通じて見たとしても、「事前警告型買収防衛策において、導入・継続について株主の承認があれば、対抗措置の発動は取締役会限りでもよい」ということが司法判断として一般的に認められたのだと評価することはできないのだろうと思います。

また、富士興産事件と東京機械製作所事件からは、買収防衛策の株主の承認は、事後的なもので

もいいですし、場合によっては、承認の要件は MOM で足りるということになります。そうしますと、事前警告型買収防衛策をそもそも平時に取締役会の承認を得て導入することについて、法的にどのような意味を認めるべきなのかということが気になるわけです。

これについては、レジュメに引用したように、事前警告型買収防衛策の平時導入には、やはり意味があるとする見解も存在します。しかし、このレジュメの引用の下線部について言いますと、このようなことを日邦産業事件から導き出すことはできず、適切ではないと思います。

この問題について結局重要なのは、平時の株主総会の承認という事実から、買収防衛策の導入・発動について株主の承認があったと裁判所が評価すべきかどうかということだと思えます。

これについて、少なくとも平時の株主の承認があったということが、すなわち発動は株主の意思に基づくものだと、そういうふうに評価してよいのだということにはならないだろうと思います。

そして、平時に事前警告型買収防衛策が株主に承認された際に、幾ら発動のための手続要件や防衛策の内容が具体的に特定されていて、それに一定の合理性があったとしても、平時に行われた、買収者の姿を具体的に意識しない株主による承認と、有事になった後の、買収者の姿を具体的に意識したうえでの株主の承認とでは、法的な重要性がやはり異なると言うべきではないかと思えます。やはり平時の株主総会の承認には大きな意味を認めるべきではないように思うわけです。

また、レジュメに引用した記述の後半には、どのような場合に MOM の利用が認められるかがいまだ明確ではないといったことが言われています。しかし、MOM を株主の承認だと評価してよいかどうかは、結局は事案によると言うほかなさそうに思います。これについては、買収手法の強圧性の程度などと相関的に考えるほかなさそうです。

以上が私からの報告です。いろいろとご教示をいただけますと幸いに存じます。

~~~~~

#### 【討 論】

○前田 伊藤先生、貴重なご報告をいただきまして、どうもありがとうございました。

#### 【平時導入のための株主の承認についての評価】

○前田 最後の方、資料 25 ページから 26 ページにかけてですが、平時に幾ら株主総会で承認して防衛策を入れていても、発動について株主の意思が確認されたことにはならないという伊藤先生のご主張は、私も全く同感です。ただ、伊藤先生のおっしゃることが、具体的に買収者の姿を認識してでなければ、およそ株主意思の確認はできないというご趣旨なのだすると、少し行き過ぎのようにも思うのです。

例えば、買収者の姿はまだ見えていないけれども、しかし、会社が一定の手続を定めて、その一定の手続に従わないような買収者が将来現れたのであれば無償割当てを実行するという具合に、まだ姿は見えていなくても、取締役会の裁量が合理的に制約されていると見られるのであれば、意味のある株主意思の確認はできるのではないかと思います。結局、プランの内容次第ということになって、そうすると、平時の防衛策にも意味があるということになるのではないのでしょうか。

もし買収者の姿が見えていなければならないということを徹底すると、平時の防衛策というのはほとんど意味がなくなってしまう気がします。平成 17 年に法務省と経済産業省が示した指針も、平時を想定していろいろな要素を挙げていましたが、ああいうものもほとんど意味を持たなくなってしまうのではないのでしょうか。伊藤先生のおっしゃるように、幾ら平時に株主の承認を得ていても、当然に発動できることにはならないという基本的な考え方には賛成なのですが、姿まで見えていなければおよそ発動できないというのは、行き

過ぎのように感じます。平時の防衛策をあまりに限定しないかという懸念を持ったのですが、いかがでしょうか。

○伊藤 これは難しいところでして、私もいろいろと悩んだ末に、ひとまずはこのような結論になっております。

まず、前田先生のおっしゃった、取締役会の裁量が合理的に制約されているのであればそれであるから、事前警告型買収防衛策の定める手続についてのルールが適切で合理的なものであれば、有事においては、発動のために総会の承認を求めなくてもよいのではないかとこのところですけれども、重要なのは、発動のための手続ルールにおいて、どこまでのことを定めておけば、取締役の裁量を合理的に縛ることができるかということだと思います。

そこで、私としては、現状よくあるプランのように、基本的に形式的な手続だけを定めているようなものでは、取締役の裁量を本当に合理的に縛っていることになるのかということが、やや疑問に思うわけです。形式的なパーセンテージの閾値を超える者が現れれば、まずは連絡しなさいと。その上で、取締役会に聞かれたことに答えなさいと。それを無視してやってきた者については、取締役が、形式的に独立性があるようなメンバーで選ばれた特別委員会に諮問したうえで、独立委員会が勧告してくれれば対抗措置を発動できるというような、よくあるような事前警告型買収防衛策の仕組みでは、取締役の裁量の合理的な制約ができていないのではないかと、疑っているわけなのです。

そして、それ以上にどういうふうなものを手続ルールとして定めればよいのか、かなり難しいと思うわけです。例えば、現在の会社の事業経営の内容とその事業経営の進め方についての、基本的な、経営陣が定めた、あるいは株主から承認を受けた、我が社のポリシーというのが存在しますと。それに反することが明らかなような買収者が現れれば、こういう手続をとりますとか、そうい

うことを定めることも考えられなくはないわけですが、事業についてのポリシーは変化し得るものですし、また、我が社のポリシーはこうだということの定め方が狭過ぎても、買収成功後に買収者がそのように狭く定められたポリシーに反する経営を行う可能性があるという説明はやりやすいでしょうから、逆に取締役会に広い裁量を認めることになってしまうと思うわけです。そこが難しいと思ひまして、悩んだところです。

繰り返しになりますけれども、私としては、現状のよくあるプランでは、取締役会にフリーハンドを与えているのとどこが違うのかが、先生がおっしゃった企業買収指針の頃から分からないところなのです。

先生がおっしゃったように、私が報告したように平時の承認には法的に意味を認められないといったことを言ってしまうと、平時導入型の買収防衛策を全部否定したと変わらないのではないかとこのことになるわけですが、正直申し上げて、私は、指針の公表の頃から、平時の買収防衛策導入には、ネガティブなスタンスなのです。

しかも、その指針の公表当時と現在では、企業買収についての判例法ルールの整備のされ方も全く違っています。例えば、報告でも申し上げたように、少なくとも昨年の裁判例を見る限りは、株主の承認は事後的なものでも足りるわけなのです。一旦取締役会限りで発動しておいて、合理的なスケジュールでその後の株主総会で承認をもらえば、それで足りるわけです。しかも、例えば買付者が猛烈に市場の買い集めをやっている、後で普通決議の決議要件で決議をしたとしたら負けてしまうかもしれないといったときにも、強圧性の強い買収手法がとられているのであれば、MOMによる承認でも裁判所に認めてもらえる可能性が高いです。

そういうことからしますと、確かに、全く株主の承認をやらないというときに比べればコストはかかりますけれども、事後的に発動について株主の承認を得ることはできるわけですから、指針が公

表された当時に、まだルールが未発達な状態でいろいろと実務の方で知恵を絞って作られた平時導入型の事前警告型買収防衛策というものも、歴史的な役割を果たし終えかけているのではないかと感じたわけです。

○前田 今、伊藤先生の言われた、事業についてのポリシーに反するかどうかというのは、非常にデリケートなのですけれども、私が思ったのは、典型的に見られる事前警告型のように、株主総会で一定の手続が承認され、しかもその手続自体もさほど買収者にとって負担の重いものでもないときに、その手続すら遵守しないような者に対して発動するというのを、あらかじめ株主が承認するというぐらいのことは認めていいのではないかということなのです。

ただ、伊藤先生のおっしゃるように、株主総会決議は事後でもいいし、MOMの要件でもいいというのであれば、発動のときに承認をとればいいので、何も広く平時の承認を認める必要はないというご主張もよく理解できるころではあります。

○伊藤 私も、先生のおっしゃるような考えの方が多数を占めるのかなとも思っています。ただ、そういうふうに考えていくのであれば、少なくとも平時に導入された買収防衛策は、比較的短いサイクルで、継続についての株主の承認を得ていくべきではないかと思えます。

○前田 なるほど。

○伊藤 事前警告型買収防衛策を導入したものの継続についての承認も得ずに放置しておくというのでは、さすがに具合が悪いかと思えます。

○前田 ありがとうございます。

#### 【買収防衛策についての議論の変化】

○梅本 十分勉強していないので、初歩的な質問を2つさせていただければと思います。

1つ目は、ブルドックソース事件のときの買収防衛策については、ご報告にありましたように、形のうえでは法定決議事項の株主総会特別決議で導入され発動されましたが、最近の買収防衛策の

発動は株主総会の勧告的決議、普通決議に基づいています。勧告的決議の普通決議が問題になり始めたのがいつ頃だったのかよく分からなかったのですが、今日のご報告からすると、日邦産業が一つの境目になったのかなと感じたのですけれども、そういう理解でよろしいでしょうか。

○伊藤 そういう理解でよいのだろうと思えます。買収防衛策を巡る裁判例の出現には、時期的に断絶があるのですね。2000年代半ばからぽんと飛んで最近の話になります。そして、その断絶があった間に、いろいろな議論が学界でも進んでいます。

例えばブルドックソース事件の当時には、まだ勧告的決議が法的に認められるかどうかということすら、結構争われていたと思います。そのような問題も最近ではクリアされておりますので、最近になると、定款変更までしなくて勧告的決議でいこう、しかも、決議要件も普通決議でいこうということになっているのかなというふうに想像します。

#### 【「強圧性」が裁判所に重視されているか】

○梅本 ありがとうございます。

もう一点、後半の日本アジアグループ事件等出てきました「強圧性」という言葉ですけれども、これは買収防衛策あるいは支配権争いの中でどのように考えればいいのかというのが、私は依然としてよく分かりません。大雑把に言うと別に強圧性がなくても、総会決議を経れば原則的に防衛策は差し止めないというのが裁判所の立場ではないかなと思われるのです。

他方で、ご報告にありましたように、取締役会限りで発動した日本アジアグループ事件では、その強圧性が争われています。これはつまり、取締役会限りで対抗措置を発動するに当たっては、強圧性が高い買収方法であれば、しかもそれがニッポン放送事件でいうところの濫用的買収者ではないけれども、強圧性は高いというものがもしあるとすると、それは取締役会限りでも防衛策・対抗

措置は認められるという理解でいいのでしょうか。

裁判所が強圧性というものをどの程度重視しているのかというのが私にはよく分からないのです。当事者はそれなりに熱心に強圧性がある、ないと主張するのですが、裁判所は実はよほどのことがない限り評価対象としないのかなと、ぼんやりと思っていたもので、先生のお考えを聞かせていただければと思った次第です。

○伊藤 私も、結論としては、梅本先生と同様の印象を受けています。

一方で、学界では強圧性を巡る議論は非常に盛んでして、例えば強圧性が強い買収手法については、正面から取締役会限りで防衛させることを認めようという主張は割と行われていたりします〔報告者注：例えば、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（2022年）9頁～10頁〕。

ただ、実際に裁判所で強圧性がどのように扱われているかですけれど、日本アジアグループ事件の場合は、事案を見てみると、報告でも申し上げたように強圧性はそこまで高くないだろうと考えられますし、しかも取締役会限りで対抗措置を発動した事案ですので、それが差し止められたという結論に、強圧性があったかどうかということは大きくは影響していないわけです。

他方で、次回扱われます富士興産事件の方は、私から見ると、日本アジアグループ事件とさほど変わらない程度の公開買付けの強圧性があった事案だと思われるのですが、株主総会によって事後的に承認したうえで対抗措置を発動したという事案で、裁判所は対抗措置の発動を是認しています。そちらの方でも、やはり決定的だったのは、総会の承認があったことだと言えるわけですね。

理論上は、例えば強圧性が皆無の公開買付けが行われた場合には、総会決議で承認があった場合ですら、対抗措置が認められないという考え方もないではないと思います。強圧性がないということは、もう総会に諮るまでもなく、公開買付けの応募の成否だけで株主の意思は確認できるのだと

いう理屈はありえないわけではないのですが、今のところ、そういうことを裁判例は正面からは述べておりません。そのあたりを含めても、まだ分からないところが多いという印象です。

ただ、繰り返しになりますが、2021年に出た裁判例の結論を見る限りは、事案の内容にもよるわけですが、強圧性の有無は論じられてはいるけれども、それは裁判所が結論を導き出すうえで、そこまで大きなファクターではなかったのではないかという印象を受けております。

○梅本 どうもありがとうございます。

#### 【対象会社の取締役会のバイアスと強圧性】

○久保 今回の梅本先生の強圧性の部分に関係して質問したいと思います。

レジュメの23ページから24ページの、市場外における買い進みによる強圧性があったのか、なかったのかという議論のところ、どれほどの強圧性があったのか分からないという点に加えて、Yの側の取締役会の判断にバイアスがかかっていないと信頼できるかどうか怪しいのではないかという問題提起をされて、妥当だったのだという結論を導いていらっしゃいます。この強圧性の有無の判断のところにY取締役会の判断のバイアスがあるかどうかを要素としてかませるということにどういう意味があるのかというのがちょっと分からなくて、これがなぜ強圧性の有無の判断に影響してくるのかというところを教えていただけないでしょうか。

○伊藤 このY取締役会の判断にバイアスがかかっていたかもしれないという要素は、強圧性自体を薄めるという話とは違うものとして、ここに述べています。

ここで私が考えてみたことは、一方で強圧性の可能性があるとは言えるかもしれないけれども、この事件の事案を前提に強圧性が具体的にどれぐらい生じているのかはよく分からないということです。Y会社の株主が、本当にXがこのまま経営権を取得した暁には我が社の企業価値が毀損され

ると考えてしまっていて、それで売ってしまったのかということとはよく分からないなというのを、まず最初に考えました。それで、そのように強圧性がかかっている可能性があるというだけでは、恐らく取締役会限りでの対抗措置を正当化できないであろうとまず考えまして、さらに、そういう裁判所の結論を補強する事情としては、ここに書かれているように、そもそもY取締役会の判断にはバイアスがかかっていたのではないかということも挙げているのですね。

ですから、論理的なつながりがあるというふうには、私は考えてはいないわけです。

○久保 なるほど。そうすると、どういう意味で補強するのかというのがまだちょっと分明ではないという部分はあるのですけれども、バイアスがかかっていない判断をもしY取締役会ができるのだとすると、どういうふうに結論に影響が出てくるのでしょうか。

○伊藤 少しYの側の言い分にも説得力が増すという程度でしょうかね。

○久保 ああ、なるほど。分かりました。ありがとうございます。

**【株主総会の承認が買収防衛策の発動を正当化する理由】**

○松尾 ご報告ありがとうございます。

先ほど来出ているところですが、まずお聞きしたいのは、伊藤先生の立場でいくと、なぜ株主総会決議で承認を得ることによって買収防衛策をとることが肯定されるか、それはどういうふうに説明されるのかということです。

この点は、確かに裁判所がどう考えているのかというのはなお分からないところではあると思うのですけれども、先ほど出ておりました強圧性ということをもし根拠にして、強圧性の働かない状態で株主意思を確認するための総会決議なのだということになりますと、取締役会レベルでできるのは、強圧性の生じている状態で買収者が買い進めることをストップさせることで、具体的な発動

までのどこかの段階では株主意思を問わないといけないと思うのですね。強圧性の除去ということ論拠にする限りはそうなるかと理解しています。

そういう意味では、今日おっしゃったように、具体的な買収者、買収手法が明らかになっている時点で総会決議を経なければ、意思確認をしなければ意味がないということになろうかと思えます。

一方で、強圧性というのを裁判所は重視していないのではないかとのご発言もあったので、だとすると、総会決議を採るとすることには、買収防衛策の発動を許容するうえで一体どういう理論的な位置付けができるのか、どのようにお考えかということをお教えいただきたいと思えます。よろしくお願いたします。

○伊藤 強圧性があるかもしれないということ以外に、株主総会で買収防衛策であるとか対抗措置の発動について承認を得ることに何か意味があるかというか、理論的な説明があり得るかということですが、そのところも個人的にはよく分からないのですね。

これまでに公表された論文を読みますと、公開買付けへの成否ではなく、総会決議で決めさせることを何か正当化できないかということ、それは恐らく強圧性の存在だろうとは言われていまして、それはそうかもしれないと思いましたが、ひとまずはそういうふうに説明を組み立てております。

そうなりますと、松尾先生がおっしゃったような話になってくるわけですね。取締役会としては、強圧性の強い手法で買収がかけられていると判断するのであれば、対抗措置を発動したうえで、それについて株主総会で承認を得ることになるでしょうと。

それで、裁判所が強圧性についてどこまで重視しているか分からないと申し上げましたのは、事案との対応で強圧性という議論が、少なくとも今回扱った2つの裁判例でどこまで効いているのか分からないなと思いましたが、そういうふうに申し上げました。

○松尾 ありがとうございます。

一方で、ブルドックソース事件の判決文をそのまま読むと、企業価値を毀損するかどうかとか、共同利益を害するかどうかというのは株主の判断を尊重すべきであるとあって、そういう判断をさせるのだという説明は、成り立つかどうかは別として、あり得ると思うのですね。その辺を裁判所がどういうふうを考えているのかというのが、おっしゃるようによく分からないのが困っているところなので、何か先生のお考えをお聞きしたかったということでした。

○伊藤 買収の実質的な当否の話ですよ。それは株主が究極的には判断すべきなのだろうとは思いますが、買収の実質的な当否という話になると、公開買付けの応募という形ではなく、総会で判断させた方が何か優れた結果が得られるというふうには直ちには考えづらいのです。公開買付に賛成するかどうかでも株主の判断は示されますので、そこがよく分からないところでは。

○松尾 おっしゃるように、私もよく分からないなと思っているように先生もお考えだということが分かりました。ありがとうございました。

#### 【買収防衛策の閾値】

○前田 資料 15 ページの後半部分で述べられました買収防衛プランの閾値の問題は、難しい問題だと思ってお聞きいたしました。伊藤先生は、「他方で」という段落のところで、別に20%でもそんなに不合理でもないというお考えもお示しになりました。そうすると、例えば2%とか5%とか比率は低いけれども、株主が必要だと考えるのであれば、そういう防衛プランも認められるのが問題になりえますが、単に2%とか5%の株主の発言力とか影響力をそれ以上増やしたくないというだけでは、幾ら株主が必要だと考えても、だめだと理解してよろしいでしょうか。ブルドックソース事件判決の考え方は、あくまで買収者が支配権を取得して、それで企業価値が毀損されるということを前提にしているのですよね。

閾値を何%に持ってくるかというのは確かに難しいのですが、単に影響力をこれ以上増やしたくないというだけでは、買収防衛プランは認められないのではないかと思ったのですけれども、いかがでしょうか。

○伊藤 この報告をするために読んだ論文の中には、むしろ閾値は低い方がよいという論文もありました。それは、今の日本の法制では急速な買い上がりが可能なので、20%では手遅れになるというか、高過ぎるという趣旨でした。急速な買い上がりがされて防衛が間に合わないということを防ぐために、閾値をもっと低くすべきだという主張ですから、これも、支配権取得されれば企業価値が毀損されるという事態に対処しようとするものです〔報告者注：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（2022年）20頁注47参照〕。

ただ、先生のおっしゃるとおり、そのように低い閾値を定めることを許すと、それが濫用されるおそれはあるかと思えます。閾値を低くすることを認めるのであれば、やはり対抗措置発動の手続きとか条件をかなりきちんと定めるようにさせないといけない。そのような買収防衛策の導入について株主の承認があるからといって、そうそう簡単に取締役会限りでの対抗措置の発動を適法だとすることはできないようにも考えます。

何となく20%というのは、いいあんばいかもしれないとも思うのです。

○前田 あくまで支配権取得につながるような割合でないといけないのであって、私が申し上げたような例えば2%とか5%程度で、単にそれ以上発言力や影響力が増したら困るというレベルの話ではないのでしょうか。ありがとうございました。

#### 【勧告的決議に瑕疵があった場合】

○前田 今日、特にご報告では触れておられなかったことで恐縮ですが、いわゆる勧告的決

議に瑕疵があった場合についてお尋ねします。

勧告的決議に瑕疵があればどうなるかという問題は、特に買収防衛策の場面に限らず、すでに議論があるようには思うのですけれども、買収防衛策の場面で、例えば日邦産業事件で、株主総会決議で招集通知漏れというようなことがあったら、決議取消しの訴えも使えませんので、どういうことになるのか、もし先生にお考えがあれば、お教えいただけますでしょうか。

○伊藤　もし日邦産業事件のような事案で勧告的決議を事前に採っていたけれど、それに瑕疵があった場合に買収者の側として何ができるのかということは、最近割と意識されているところだと思います。現状の日本の総会決議の瑕疵を争う訴えについての最高裁の判例法理からすると、勧告的決議自体の取消しというのはなかなか難しそうです。そうだとすると、あとは買収者としては、そのまま公開買付けに突き進んで、対抗措置を発動させたいとそれを争うしか、なかなか方法はなさそうだと思います。つまり、対抗措置が実際に発動されたときに、新株予約権の無償割当ての差止めを求めると。その手続の中で、買収者としては、もともとこの対抗措置の発動の基礎になった買収防衛プランを導入する勧告的決議には瑕疵があったのだから、この買収防衛プランは株主の意思に基づいたものではないのだというふうな主張をして、差止めを認めさせていくよう行動することになる。それぐらいしか、今のところはやりようはなさそうですね。

裁判所としても、「株主の承認はあった」という会社側の主張を鵜呑みにするのではなく、買収防衛策を導入するなり継続をするなりした総会の勧告的決議に、その勧告的決議に株主の意思が反映しているとは言えないような瑕疵がないのかということを、きちんと審査すべきではないかなと考えます。

この問題は、今年の私法学会のシンポジウムでも少し話題になりまして、私もこれに関してシンポジウム報告者に対して質問をしました。勧告的

決議が実際によく使われるようになったという状況を前提にしますと、何とか会社法のルールで立法上の手当てをできないのかということを中心に考えるべき時期に来ているのではないかと思います。

ただ、勧告的決議について、例えばその決議の取消しを求めるとか無効を確認するという手続を会社法に作るとして、勧告的決議の手続のルールをどう考えるのかが、難しいと思うのです。勧告的決議というのは、会社がいわば好きでやっているもので、決議要件なども会社が決めてやるものですから、法律のルールで手続自体をどこまで規律できるかが難しいと思います。そうすると、幾ら勧告的決議の瑕疵があれば勧告的決議はなかったものとしてという手続を入れようとしても、法ルールとして書けるのかが難しそうだという印象を受けています。

○前田　現行法のままだと、瑕疵があれば、結局株主の確認はなかったと評価せざるを得ないかなと私も考えておりました。ありがとうございました。

#### 【日本アジアグループ事件の市場買付けの強圧性】

○黒沼　初めの頃に議論していたところに戻ってしまって恐縮ですが、日本アジアグループ事件の市場買付けの強圧性について検討されているところについて質問させていただきます。

この事案では、「強圧性」というのをどういう意味で使っているかがよく分からないのです。市場内外の買付けを3分の1までしか行わず、その後の買付けは再公開買付けで行うということを明言していたのであれば、要するに、いつ市場買付けが終わってしまうかもしれないという売り急ぎもないだろうと思うのですけれども、どういう点に強圧性が見出しうるとお考えなのか、お聞かせいただければと思います。

○伊藤　3分の1までしか行わないということは、再公開買付けの実施予定を公表したときに述べられたことです。それ以前には、まだXはその

ことを述べていないのですね。しかし、株式の取得数などを見ても、そのような再公開買付けの公表前にも、市場での買い集めはされているようです。再公開買付けを公表して、そのときにXは3分の1までしか買いませんよというのを言う前に、結構な数を買っているわけですから、その期間については、ということです。

○黒沼 おっしゃっている意味は分かりました。そのときの強圧性というのは、企業価値が毀損するから売ってしまおうという強圧性が生じていたということなのではないでしょうか。それとも、いつ買付けが終わるか分からないから、高いうちに売っておこうという、そういう話ですか。

○伊藤 Yの側の主張としては、このまま市場買付けが進んでXが支配権を取得すれば、Yの企業価値が毀損されると考える株主がいるだろうという主張がされております。ただ、それとともに、公開買付けをやる予定であるということをも公表していませんから、黒沼先生のおっしゃるように、いつこの市場買い集めが終了されるか分からないという意味での強圧性も生じていたとも言えそうだと思います。

#### 【日本アジアグループ事件とレブロン義務】

○黒沼 ありがとうございます。

ついでに、もう一点だけお聞かせください。日本アジアグループ事件は、MBOが発端となって、MBOが安過ぎるから対抗買付けが始まったようなのですが、MBOに取締役会が賛成した時点で、これは会社の売却を決定していたということにはならないですか。そうすると、レブロン義務が発動されて、そもそも買収防衛策を導入すること自体が取締役の義務に反するとかいった議論はないのでしょうか。

○伊藤 この場合に、アメリカであればレブロン義務が問題になるような事案と捉えられるということは、例えば藤田先生もご論考の中で指摘されておりました〔報告者注：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

題一」金融商品取引法研究会研究記録 79号（2021年）12頁〕。

○黒沼 では、その点はどういうふうにお考えに——裁判例では、その点は論点にならなかったということなのですか。

○伊藤 そういう主張が行われていないようでして、決定文にもそういう話は出ておりませんでしたので、今回、私は特に扱ってはおりません。

先生のおっしゃったように、レブロン義務のような問題と捉えて、対抗措置をとること自体違法であるというふうを考える余地もあるということでしょうか。

○黒沼 日本にはレブロン義務はないという裁判例がありますから、そこは裁判所が判断したらいいのですけれども、そういう可能性もあるかなと。

○伊藤 なるほど。もしそういうふうなことを判例法として取り入れるとすると、主要目的ルールの中で、レブロン義務が生じるような状況で対抗措置をとることは、それ自体、支配権維持目的だとして差止めを認めるというふうにするか、主要目的ルールとは別に別個のルールを作るか、どちらかやりようはありそうだなと思います。

○黒沼 分かりました。ありがとうございました。参考になりました。

#### 【公開買付けの強圧性】

○行澤 基礎的なことで失礼になるかもしれませんが、どうも裁判所が、公開買付けにおいても強圧性がないわけではないと。特に買付予定数に下限が設定されていないような場合に、もし企業価値を毀損させられると思われる買付者が支配権を取得する形で公開買付けが成立してしまうと、公開買付けに賛成しない株主も売りそびれて少数株主として残ってしまうから、そのような事態を回避するために結局公開買付けに応じてしまうというような強圧性がないとも言えないというのですけれども、この点はどうなのでしょう。

そういうこともあるのでしょうか。



し、それは公開買付けが持っている多数決という性格——それぞれの株主によって当該買収者をどのように評価し、どう行動するかが違う状況にあって、当該株主にとって売却が強圧されたといっても、それはあくまで他の多くの株主も自分と同じように考えて行動するという予測あるいは自己責任に基づいて採った行動ということでもあると思うのです。そうすると、買付者が公開買付けによって3分の2以上取得して残存株主をいわゆるスクイーズアウトする場合は、残存株主に公開買付けと同額のキャッシュアウトが補償される限り強圧性の程度は軽減されるけれども、そこに至らない場合にはそれもないという状況を強圧性として捉えること自体、正当なのでしょうか。少し教えていただきたいのです。

○伊藤 裁判所もそう言うておりますし、先行評釈を見ましても、そう言われておりますので、それは強圧性があると評価できるのかなと思っていました。

公開買付けの場合の強圧性というのは、応じなくて残された場合にむしろ状況が悪くなることから、公開買付けに応じるようなプレッシャーがかかるということですから、自分は応募せず、公開買付けは成立したが、締出しもしてもらえなくて、支配権は移ってしまったという場合に、自分は企業価値の毀損による不利益を受けると考えると、売却圧力がかかるというふうには捉えられるかとは思うのですね。

○行澤 そうすると、公開買付けには内在的に本来そういう強圧性があるのだという評価ですかね。

○伊藤 先生がおっしゃったように、強圧性が元から公開買付けという制度には内在していると考えられているような印象を受けました。

○行澤 そうですね。それだったら、公開買付けの制度設計をちょっと変えていった方がいいという話にならないのですかね。

○伊藤 少なくとも公開買付けをやるときに3分の2を下限にさせれば、そのような強圧性は生

じないのだろうと思います。

ただ、そこまでを要求すべきではないだろうというのは、おっしゃるとおりかと思います。

○行澤 そうですね。分かりました。ありがとうございます。

○前田 立法論としては、強圧性の問題を解消するために、買付期間を延長するなどの議論はありますね。

○伊藤 はい。

○前田 伊藤先生、どうもありがとうございます。

それでは、本日の研究会はこれで閉会とさせていただきます。