

## 最近の買収防衛策を巡る動向（1）

20221028 日本取引所グループ金融商品取引法研究会

伊藤靖史（同志社大学）

### I はじめに

報告「最近の買収防衛策を巡る動向」→2021年の買収防衛策に関する裁判例4件を扱う

(1) (10月, 伊藤) = 日邦産業事件, 日本アジアグループ事件

(2) (11月, 白井) = 富士興産事件, 東京機械製作所事件

#### 日邦産業事件（【別紙2】参照）

原決定（名古屋地決令和3・3・24資料版／商事法務446号152頁）

異議審決定（名古屋地決令和3・4・7資料版／商事法務446号144頁）

抗告審決定（名古屋高決令和3・4・22資料版／商事法務446号130頁）

#### 日本アジアグループ事件（【別紙3】参照）

原決定（東京地決令和3・4・2資料版／商事法務446号166頁）

異議審決定（東京地決令和3・4・7資料版／商事法務446号163頁）

抗告審決定（東京高決令和3・4・23資料版／商事法務446号154頁）

#### 富士興産事件（【別紙4】参照）

原決定（東京地決令和3・6・23金判1630号23頁, 資料版／商事法務450号151頁）

抗告審決定（東京高決令和3・8・10金判1630号16頁, 資料版／商事法務450号143頁）

#### 東京機械製作所事件（【別紙4】参照）

原決定（東京地決令和3・10・29金判1641号30頁, 資料版／商事法務453号107頁）

抗告審決定（東京高決令和3・11・9金判1641号10頁, 資料版／商事法務453号98頁）

最高裁決定（最決令和3・11・18金判1641号48頁, 資料版／商事法務453号94頁）

\*2022年にも重要な裁判例は現れたが, 少なくとも今月は扱わず

#### 三ツ星事件（【別紙4】参照）

原決定（大阪地決令和4・7・1資料版／商事法務461号162頁）

異議審決定（大阪地決令和4・7・11資料版／商事法務461号158頁）

抗告審決定（大阪高決令和4・7・21資料版／商事法務461号153頁）

最高裁決定（最決令和4・7・28資料版／商事法務461号143頁）

報告の中心は個別の裁判例に関する検討

- ・裁判所による事案の解決は具体的な事実関係に依存
- ・抽象化された議論は相当程度行われている

## II 買収防衛策をめぐるルールの形成と不明確性

### 1. ルール形成の動向

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ことで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）

日本の買収防衛策をめぐる現在に続く法ルールは，2000年代半ばに形成される

- ・買収防衛策をめぐる重要な裁判例（特にニッポン放送事件，ブルドックソース事件）
- ・企業価値研究会による整理等，企業価値防衛指針

→その後ルール形成は停滞，事前警告型買収防衛策が一定程度普及

2019年頃から敵対的買収事例が目立つようになり、2021年に裁判例が相次ぐ――背景<sup>1</sup>

- ・政策保有株放出
- ・買収防衛策廃止企業の増加
- ・アクティビズムの活発化

## 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（【別紙1】参照）

- ・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巻5号2215頁）
- ・ピコイ事件（東京高決平成20・5・12判タ1282号273頁）

これらの裁判例

= 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考えられる

→そのような価値判断は学説でも支持される<sup>2</sup>

「株主が決する」として、公開買付けへの応募ではなく、株主総会決議の形をとることを正当化する論理

= 強圧性のある買収の存在<sup>3</sup>

企業価値防衛指針による理論的な整理も踏まえた裁判例の立場の整理<sup>4</sup>

- 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）

---

<sup>1</sup> 玉井＝岡野4頁，ミルハウプト＝穴戸4頁。

<sup>2</sup> 田中149-173頁，356頁，白井289-291頁。

<sup>3</sup> 白井291-293頁。

<sup>4</sup> 藤田4-5頁。

- ・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おおまかな発想は読み取れなくはない

but 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

- ・個別の裁判例＝個別の事案についての裁判所の判断  
→事案から離れて一般的かつ具体的なルールを抽出することは必ずしも容易ではない
- ・裁判例の絶対数の少なさ・時期の偏り

#### ニッポン放送事件

- ・主要目的ルールを基本的に維持
- ・そのことの根拠付けとして、「機関権限の分配」
- ・例外的に「会社の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような新株予約権の発行を差し止めることはできない」場合＝「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」

→そのような特段の事情が認められる範囲を、学説は、きわめて狭いものと捉える

（例：対象会社またはその少数派株主の犠牲の下に、買収者が利益を得る目的で買収を行うケース<sup>5</sup>）

不明確な点として<sup>6</sup>

- ・対象会社があからさまに「支配権の維持・確保が目的だ」とは主張せず、資金調達目的等を主張すれば？（従来どおりの主要目的ルールが依然として妥当？）
- ・ニッポン放送事件で用いられた買収防衛策＝強力なもの（全部が行使されれば対象会社の議決権の過半数を与えるような新株予約権の第三者割当発行）  
→より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？

#### 日本技術開発事件

- ・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

---

<sup>5</sup> 田中 130 頁，340-341 頁。

<sup>6</sup> 田中 342-346 頁。

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うる

不明確な点として<sup>7</sup>

- ・取締役会が情報提供・検討期間を要求できる限界は？  
→「できる限り多くの情報提供を要求する」という行動が許される？
- ・相当な対抗措置の内容

ブルドックソース事件

- ・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
- ・承認の方法は、「定款変更（特別決議）＋それを前提とする新株予約権無償割当て（特別決議）」
- ・「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」

不明確な点として<sup>8</sup>

- ・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・買収提案出現後に取締役会限りで買収防衛策を発動できる？また、そのような発動の適法性の基準は？
- ・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？
- ・株主自身の判断に重大な瑕疵があると評価されるのはどのような場合か？
- ・相当な対抗措置の内容（買収者への金員の交付がなければ？）

2021年の4つの裁判例＋2022年の三ツ星事件によって、それらの不明確性はどの程度解消された？

→あまり解消されていないのでは

∵2021年～2022年の裁判例の事案には偏り（いずれも事前警告型買収防衛策が用いられるが、日邦産業事件も含めて、平時導入とはいいがたい）

---

<sup>7</sup> 田中 349-353 頁。

<sup>8</sup> 田中 357-360 頁。

### III 日邦産業事件

#### 1. 事案の概要と決定要旨

##### 【別紙2】参照

#### 2. 検討

##### (1) 事案の特徴

日邦産業事件の事案の特徴<sup>9</sup>

- ①本件公開買付けの買付予定数=Xの保有割合が発行済株式総数の27.57%になる数
- ②本件買収防衛プランの形式は事前警告型買収防衛策 but 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もとづく対抗措置の発動については、株主の承認なし

特徴②について、抗告審決定

「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」

事前警告型買収防衛策<sup>10</sup>

＝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、および、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

→米国のライツ・プランに比べて、新株予約権の割當時点を、導入時から発動時に後ろ倒し  
∴日本の新株予約権＝随伴性確保できず（ニレコ事件では、防衛策として計画された株主

---

<sup>9</sup> 藤田7-9頁，白井299-300頁。

<sup>10</sup> 田中12-15頁。

割当てによる新株予約権の発行が差し止められた)

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

but 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<sup>11</sup>

→事前警告型買収防衛策とは平時に導入されるもの（それが純粋な形）ともいえない状況

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、取締役会決議（+特別委員会の勧告）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いた（II2（2））

日邦産業事件＝本件買収防衛プランの継続について株主の承認あり，プランにもとづく対抗措置の発動について株主の承認なし

+結論としては，本件新株予約権無償割当ての差し止めが認められなかった

→「株主総会の普通決議によりその導入およ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……実務法曹の間およ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……（異議審決定および）抗告審決定は，そのことをはじめ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」<sup>12</sup>

たしかに，本件買収防衛プランは，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を買付者等（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ない

but 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，および，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<sup>13</sup>（株主総会の承認時には，そのような防衛策に従って

---

<sup>11</sup> 太田ほか（上）12-13頁参照。

<sup>12</sup> 太田（上）25頁。

<sup>13</sup> 藤田7-8頁，白井303-304頁。

Xらに対して対抗措置が発動される可能性があることは意識されていたと考えられる)

#### 抗告審決定

「本件買収防衛プランは、……第 68 期定時株主総会及び第 69 期定時株主総会の 2 回にわたり、Y の株主が X からの本件買収防衛プランは X を対象とするものであるなどとして導入継続に反対の議決権行使を勧誘する意見書の送付を受け、また、株主総会における X の反対意見の表明を受けた上で、それぞれ約 66.46%、約 64.64%の株主（出席株主のうち X を除く賛成者の議決権割合はそれぞれ約 75.32%、約 85.22%）により導入継続することが承認可決されているのであり、Y の株主は、X が Y 株式の大量取得を更に進めてその保有比率が 20%を超えた場合には、Y に対して本件買収防衛プランが適用されることになることを十二分に認識した上で、本件買収防衛プランの導入を継続することが相当であると判断したということが出来る。」（下線は報告者）

「本件各株主総会決議において、X 以外の大多数の株主が、X による Y 株式の 39%から 45%程度の取得の意向があることなどが記載された意見書の送付や株主総会での意見表明を受けて、X が本件手続ルールの対象となり得る具体的存在であることを十二分に認識した上で、それでもなお本件買収防衛プランの導入を継続すべきであると判断した」（下線は報告者）

→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<sup>14</sup>

#### (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

##### 異議審決定・抗告審決定の判断手法の特徴

- ・(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る
- ・本件買収防衛プランが有効であること（(a)）を前提に、本件新株予約権無償割当ての差止の可否を判断する際には、主に、本件買収防衛プランの定める本件手続ルールを X が遵守しなかったことに正当な理由があるかどうかを問題に

(a)については

(a-1)目的および内容に合理性がある

- ・株主に情報および時間を確保すること、大規模買付行為を行おうとする者との交渉の機会

---

<sup>14</sup> 白井 303 頁。



を確保することが目的

- ・ 濫用防止のための措置（独立委員会の勧告を経た上で、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る）
  - ・ 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こととされる
- (a-2)Y株主の合理的意思に依拠するものであること
- ・ 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
  - ・ プランの有効期間は1年、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

→「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ない。本件買収防衛プランが無効であるとのXの主張は採用できず、他にこれを認めるに足りる疎明資料はない。」

(b)については

- ・ 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
- ・ Xは、仮に第68期株主総会・第69期株主総会での本件買収防衛プラン継続決議に瑕疵があると考えたとしても、ひとまずはこれら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

→Xは本件手続ルールを遵守することによって損害の発生回避が可能、本件手続ルールを遵守しなかったことに合理的理由なし

=「本件手続ルールを遵守すれば損害の発生回避が可能だったのに、Xはあえて遵守せずに本件公開買付けを開始した」ことを強調

以上のように本件手続ルールの不遵守に正当な理由があったかどうかに関心を合わせ、「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」ということを強調する理屈が説得力を持つのも、結局、(1)で述べたような、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2回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、本件事案の特徴があってこそその話なのでは

日本アジアグループ事件（IV）では、買収防衛策について株主による承認なし

→同事件抗告審決定

「Yは、Xらがルールに従っている限り持株比率が低下することはないなどとも主張する。

しかし、そもそも、そのルールは、Yの取締役会限りで決議し、導入したものであって、Xらが同意したものでもなければ、Xらの意見を聞いたものでもない。ルールに違反したことが持株比率の低下という不利益を招来することが正当化されるのは、当該ルールに合理性と相当性がある場合であり、そのような場合には、本件買収防衛策が経営支配権の維持・確保を主要な目的とするものでないといえることができることがあり得るものと解されるが、本件において、ルールに違反したこと自体から、経営支配権の維持・確保が主要な目的でないと断ずることはできない。」

### (3) 株主の承認の要件

Xの主張＝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  
→それを欠く本件買収防衛プランは無効

第68期定時株主総会・第69期定時株主総会での継続決議の法的性質は？

＝勧告的決議(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いか  
ったようだ)<sup>15</sup>

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(どのような範囲の、どの程度の割合の株主の賛成が必要か)が問題になる

従来、買収防衛策の導入・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いた(II2(2))

Xの前記主張の理由

＝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(株式の?)有利発行と同様

異議審決定

「会社法上、取締役会設置会社においては、新株予約権無償割当てを取締役会決議で行うことができること(同法278条3項)、新株予約権無償割当てには、募集新株予約権の発行における特別決議が要求される有利発行規制(同法240条1項、238条3項)のような規定が存在しないこと、株主割当てによる新株発行の場合には、募集割当ての場合に特別決議が

---

<sup>15</sup> 太田(上)29頁注2。

要求される有利発行規制（同法 199 条 3 項）は適用が排除されていること（同法 202 条 5 項）、支配株主の異動を伴う募集株式の発行等において、株主総会決議が必要となる場合においてもその決議要件は普通決議で足りるとされていること（同法 206 条の 2 第 5 項）などからすると、本件買収防衛プランの導入につき、株主総会の特別決議が必要であると解することはできない。」（下線は報告者）

実線の下線部と同様のことは、学説でも主張されていた<sup>16</sup>

（買収防衛策の有事導入について株主の意思を確認する際の多数決要件に関する議論）

「多数決要件が……過半数でよいと考える実定法上の根拠としては、取締役の選任や支配株主の移動を伴う募集株式の発行等の場合……と同じく、過半数の賛成で足りると考えるべきだからである。……会社法 206 条の 2 は、支配株主を誰にするかについて株主総会の普通決議で決めるわけであるから、これと同様に、支配株主の変動を認めるかどうかを有事導入の買収防衛策の是非として決める際にも株主総会の普通決議によるとするのが論理的であり、かつ、自然である。」

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 でよいという方向性が固まりつつあり、学説でも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あり<sup>17</sup>

ただ、理論的に、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<sup>18</sup>

- ・買収防衛策は、個々の株主の株式譲渡を制約するものであり、株主間での不平等な取扱いをもたらすもの
- ・会社法 206 条の 2 は募集株式の発行という資金調達場面のルール（資金調達の便宜という考慮が含まれる）

この問題は、会社法 206 条の 2 の立法論的な妥当性の問題につながるもの

→平成 26 年改正では、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た<sup>19</sup>——それが本当に良かったのか？

会社法のルール上、非公開会社では（また、公開会社であっても有利発行の場合には）、募

---

<sup>16</sup> 飯田 10 頁。

<sup>17</sup> 藤田 18-20 頁。

<sup>18</sup> 白井 315-318 頁。

<sup>19</sup> 坂本編著 147 頁、会社法コンメ補巻 272-273 頁 [藤田友敬]。

集株式の発行について特別決議を要する（会社法 309 条 2 項 5 号）

——これと会社法 206 条の 2 のルールとの関係をどう説明する？

- ・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<sup>20</sup>
  - 支配株主の移動を伴う募集株式の発行について特別の規制を置くのは、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は？
- ・公開会社であっても有利発行なら特別決議を要する
  - X の主張する有利発行との均衡論は、前記の異議審決定引用の点線の下線部のように簡単に排斥できるものか？

#### （４）経済的補償

X の主張＝本件新株予約権無償割当てにより、X は経済的補償を受けずに大きな経済的不利益を受ける

→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

従来、相当な対抗措置の内容、また、買収者への経済的補償を要するのか（逆に、経済的補償を行うことは望ましくないのか）は、未解決の問題とされていた（II 2（2））

- ・学説は、一般的に経済的補償には否定的<sup>21</sup>
- ・買収者に撤退（損害回避）の可能性が確保されていれば、相当な対抗措置とされる<sup>22</sup>

#### 異議審決定・抗告審決定

- ・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
  - 対抗措置の発動による経済的不利益を予見できた
- ・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いい難い
- ・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または軽減させる措置が講じられている

→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またはその趣旨に違反するとまでは認められず

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

---

<sup>20</sup> 会社法コンメ(5)20 頁 [吉本健一]。

<sup>21</sup> たとえば、田中 257-258 頁。

<sup>22</sup> 買収防衛策の在り方 14 頁、田中 261-264 頁。

しては十分でない（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ず、Y 取締役会が承認しなければ譲渡もできず）

#### 抗告審決定

「また、本件買収防衛プランにおいては、買収者等が Y 株式の大規模買付け等を中止すれば、Y 取締役会は対抗措置発動の停止の決議を行うものとするとされ……、これを受けて、本件新株予約権無償割当てにおいては、当該割当て後であっても令和 3 年 7 月 31 日までの間は、Y 取締役会が、Y が新株予約権を取得することが適切であると認める場合には、Y は、全ての新株予約権を無償で取得できるものとされており……、そうならば持株比率の希釈化は中止されることになる。これらの措置のうち、新株予約権の第三者への譲渡については、譲渡可能期間が上記のとおり長めに設定されてはいるものの、その期間内に、X が、Y 取締役会が承認する譲受人で、X が取得した Y 株式の対価相当額を支払ってくれる第三者を見出せるかどうかは不透明であるという問題はあるが、これらの措置が用意されていることからすると」（下線は報告者）

→下線部のような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、はじめて、経済的不利益の回避・軽減措置が講じられていたと評価できるだ  
ろう

#### （5）取締役会による情報提供・検討期間要求の限界

X の主張＝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

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た（II2（2））

#### 抗告審決定

「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旨主張するところ、確かに、……Y 取締役会によって情報提供期間がいたずらに引き延ばされるおそれがないとはいえない。しかしながら、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。したがって、上記の点は、X が本件手続ルールを遵守しなかったことを正

当化するものではない。」

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

→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、日邦産業事件の判断枠組み（前記（2））を前提に、裁判所はどのような論理で対抗措置の差止めを認める？

- ・情報提供期間がいたずらに引き延ばされた
- ・したがって、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、買収者による手続ルール不遵守を理由とする対抗措置の発動は、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  
＝対抗措置の発動は株主の意思にもとづかず  
→ニッポン放送事件の判断枠組みから、不公正発行？

#### （6）結論の妥当性

先行評釈等には、異議審決定・抗告審決定について、結論の妥当性という点で批判するものはないようだ

本件買収防衛プラン＝1年ごとのYの株主総会で継続を承認されており、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た（前記（1））

→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すれば、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・抗告審決定の結論は妥当だと評価されるのだろう<sup>23</sup>

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

＝XはYの支配権取得を目指したわけではなかったともいえる。大量保有報告書の保有目的も、「純投資及び政策投資として保有しておりますが、今後は、企業価値向上に向けた経営改善もお願いしていきたい。」、さらに、「発行者の持分法適用会社化及び発行者との資本業務提携の交渉に際しての交渉力の強化を目的としている。」であり、支配権取得とはされていない

---

<sup>23</sup> 白井 303 頁参照。

## 異議審決定

「X は、本件新株予約権無償割当て（対抗措置の発動）には正当な理由はないと主張し、その理由として、……本件公開買付けは、買付後に X の持株比率が 27.57%となるにすぎず、Y の現経営陣が法的な権限を持つ状態は変わらないのであるから、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こと……などを指摘する。

しかし、本件買収防衛プランは、……Y 株式の保有割合が 20%以上となる買付けや取得（大規模買付け等）を対象としているのであって、Y 株式の保有割合を 27.57%とすることを指向する本件公開買付けがその対象に含まれることは明らかである。また、本件公開買付けの上限が Y の株主総会における総議決権数の 3 分の 1 未満であるからといって直ちに、対抗措置の発動につき正当な理由がないとはいえない。したがって、X の上記主張①は採用できない。」

大量保有報告書で述べられる保有目的（文字どおり読む限り、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いえないが、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）と、本件公開買付けでの上限の設定の仕方を重視するなら、そのように対象会社の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の問題にすべきだともいえそう

→「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？

他方で、X が将来的に保有割合を増やし、対象会社の支配権を取得しようとする可能性はないわけではないことからすれば、X を「買収者」だと捉えることも、おかしいことではないだろう

## IV 日本アジアグループ事件

### 1. 事案の概要と決定要旨

#### 【別紙3】参照

### 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<sup>24</sup>

- ①本件新株予約権無償割当てに至る経緯（Bによる本件MBO公開買付け→対抗買付けとしてXによる旧公開買付け→本件MBO公開買付け不成立→本件特別配当実施の公表と旧公開買付け撤回→Xらによる追加取得→本件買収防衛策導入→対抗措置の発動）
- ②本件買収防衛策の形式は事前警告型買収防衛策 but 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する）
- 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ず
- ④旧公開買付け・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

#### (2) 裁判所の用いた枠組み

原決定（異議審決定もこれを引用）・抗告審決定とも、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する

#### 原決定

「株式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分比率を低下させ、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、上記……の場合に該当する〔著しく不公正な方法によるものである〕というべきであり、株式会社は、……特段の事情として、敵対的買収者が真摯に合理的

---

<sup>24</sup> 藤田10-11頁，白井305-306頁。



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。」

#### 抗告審決定

「会社の経営支配権に現に争いがある場合において、現経営陣が、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、現経営陣又はこれを支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株予約権の無償割当てがされたときは、特段の事情のない限り、会社法 247 条 2 号の『新株予約権の発行が著しく不公正な方法により行われる場合』に該当するというべきである。」

\* 「特段の事情」の意味が原決定と同様であることは、あてはめ部分から分かる

→原決定・異議審決定・抗告審決定とも、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「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分比率を低下させ、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」行われたかどうか

⇒「特段の事情」については、Y が効果的な主張をできておらず、認められていない

（裁判所は、X が買収後の経営方針等につき具体的な回答をしなかったことをもって真摯に合理的な経営を目指すものではないと断ずることはできないとする）

ニッポン放送事件東京高裁決定については、同決定にいう「特段の事情」（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）をきわめて狭く捉えるのが一般的（II2（2））

→当事者の主張も、「特段の事情」ではなく、その前の新株予約権無償割当ての主要な目的に重点を置くのだろう。同時に、このことは、主要目的ルールが用いられる場合の問題点ともいえそう（当該事案の様々な問題がすべて「主要な目的」をめぐる争われる）

#### 抗告審決定

(a)Y の経営陣には、支配権を維持・確保する目的があった

- ・ 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
- ・ Y は取締役会限りで本件買収防衛策を導入・対抗措置を発動
- ・ Y は現時点で株主総会の決議を経ることを予定せず
- ・ 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

(b)株主意思を確認する目的があったということはできず

- ・Yは現時点で株主総会において本件買収防衛策の導入・対抗措置の発動について株主意思を確認することは予定せず
- ・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残されず

(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（(4)で検討）

(d)以下の事情を総合すれば、本件新株予約権無償割当ては、支配権を維持・確保することを主要な目的とするものであったと推認するのが相当

- ・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

→(a)～(c)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した上で、(d)で支配権の維持・確保が主要な目的であるとする

((d)で挙げられた事情の多くは(a)(c)と重なり、重なっていない事情が独自に重要な意味を有するのかは不明)

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めぐる裁判例（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。II2(1)）と整合的だとされ、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る<sup>25</sup>

(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の主張＝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

→本件無償割当ての主要な目的が支配権の維持・確保ではない

but 原決定・異議審決定・抗告審決定ともこれを認めず

---

<sup>25</sup> 太田（下）23頁，白井312頁。

#### 異議審決定

「株式会社東京証券取引所が『上場管理等に関するガイドライン』において定める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としても、上記……で説示したところ〔本件買収防衛策・対抗措置の発動が取締役会の決議のみによって行われ、株主総会の決議を経ることは予定されていないこと〕に加え、支配権争いが生じている状況で新株予約権無償割当てを行うのであれば、事後的にでも株主に決定させる措置を講じるのが望ましいといふべきであることも考慮すれば、上記事情をもって直ちに上記推認を妨げるものとはいえない。」

#### 抗告審決定

「取締役会により選定された委員により構成された特別委員会は、あくまでも取締役会の判断を代替又は補完する存在であって、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から、上記諮問を経た事実は前記認定を左右するものではない。」

学説でも、企業買収の対象会社で取締役会が果たすべき役割と株主が果たすべき役割は異なり、特別委員会は前者を代替するものにすぎないとして、そのような裁判所の判断は支持される<sup>26</sup>

- ・取締役会の役割＝広範な交渉・判断権限を適切に行行使することで企業価値の向上・株主の利益保護を実現すること（←取締役会の情報優位）
- ・株主の役割＝最終的な利益の帰属主体として取締役会による交渉・判断の結果を最終的に受け入れるか否かを判断すること（←取締役・株主間のエージェンシー問題）

現在の判例法ルール的基本的な発想（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。II2（1））を前提にするかぎりには、取締役会・株主の役割や、特別委員会による代替可能性について、以上のように考えるのが一貫するのだろう

---

<sup>26</sup> 白井 308 頁。

(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（強圧性ゆえに取締役会限りでの対抗措置発動は正当化されるか）は、抗告審決定で詳しく扱われる

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

本件買収防衛策導入の理由についての Y の説明

（本件新株予約権無償割当ての際の適時開示資料による）

＝旧公開買付けは撤回されたが、Xらが、①市場でY株式を買い集める、または、②再度公開買付けを開始する、具体的かつ切迫的な懸念あり

→①の場合、Y株主が、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えなくなる

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

＝①で市場買付けの強圧性、②で公開買付けの強圧性を問題に

抗告審決定

「Yは、株式の市場内外買付けを通じた買収では、対象会社の株主に対し、望まぬ株式売却を強いる効果（いわゆる強圧性）があるので、Yにはこれを排除する目的があったなどと主張する。

たしかに、対象会社の株主が買収に応じないでいる間に買収が実現すると、当該株主は、買収に応じた場合と比べて不利益を被ると予想されるために、株主が買収に応じるような圧力を受けるという事態は、理論上想定されるところであり、そのような強圧性のある買収手法に一定の対処をすべきであるという主張自体は、理解できる面がある。したがって、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

はないところである。

しかし、強圧性の程度を実証的かつ定量的に把握することは困難である上、買収手法等により強圧性の程度には差があり得ることが指摘されている。そして、前記認定事実によれば、本件において、Xは、再公開買付けを実施する予定である旨を公表した際、再公開買付け前の株式の市場内外買付けはY株式の議決権割合の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において行うことを明言しており、市場内外買付けによる強圧性については相応の配慮がされているものである。また、前記認定事実によれば、公表された上記再公開買付けは、買付予定数に下限が設定されていないが、他方、買付予定数には上限も設定されず、再公開買付け終了後の議決権割合が3分の2以上となった場合には、全株買付けとその後の公開買付け価格と同額によるスクイーズアウト（締出し）が予定されており、強圧性の程度は必ずしも高くないか、又は強圧性の減少のために相応の措置がとられているといえるものである。

したがって、客観的には、Yに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することができないが、仮にこれがあるとしても、その目的自体弱いものというべきである。」（下線は報告者）

Xの買収手法の強圧性についての裁判所の評価

=Yに強圧性のある買収手法を排除する目的が仮にあるとしても、その目的自体弱い

\*「目的自体弱い」=表現上は、目的の強弱（他の目的と比べてこれが主要な目的といえるか、他の目的が主要な目的であることと否定できる程度にこの目的が抱かれているか）を問題にしている

but そのような表現がとられるのは、このことが「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（実際にここで問題になっているのは、目的の強弱なのではなく、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どうか）

1つ目の下線部=①の市場買付けの強圧性に対応

→議決権割合の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において行うことを明言することで、相応の配慮がされている

2つ目の下線部=②の公開買付け（再公開買付け）の強圧性に対応

→たしかに、買付予定数に下限は設定されていない

しかし、買付予定数の上限なし+議決権割合が3分の2以上になれば公開買付け価格と同一価格での締出しが予定されていた（なお、認定事実には記されていないが、再公開買付けについてのXの公表資料等によれば、それに加えて、株式併合議案を可決できる見通

しとなった場合も締出しが予定されていた。以下ではこれについては省略)  
→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る

②の再公開買付けの強圧性に関する裁判所の評価＝大きな問題はなさそう

(a)再公開買付けの強圧性は高かったとする見解<sup>27</sup>

再公開買付けでは、買付後の議決権割合が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  
＝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

(b)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<sup>28</sup>

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いえる（それで不十分というのなら、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が、それは過剰規制）

→(b)の方が説得的ではないか（過剰規制への懸念）

\* 富士興産事件の公開買付け

- ・ 買取者はR2.0807～R3.0128に対象会社株式の14.83%を市場内外取引（同事件原決定の認定事実には取得方法は記されていないが、アスリード・キャピタルが提出した大量保有報告書の記載から）で取得
- ・ 公開買付け
  - [1]上限なし
  - [2]下限＝保有割合が40%になる数
  - [3]二段階買取に関する事項＝「本公開買付けにおいて対象者株式の全て……を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、公開買付者らが対象者株式の全て……を取得することになるように手続を行うことを予定しています。」「アスリード・キャピタルは、本公開買付け成立後、公開買付者らの所有する対象者の議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2を下回る場合でも本臨時株主総会の開催を要請する予定です」「仮に対象者にご協力いただけない場合には、やむを得ず、公開買付者らに、会社法第297条の規定に基づき、株主としての地位に基づく本臨時株主総会の招集請求手続を実施

---

<sup>27</sup> 田中（上）16頁注43。

<sup>28</sup> 白井309-310頁。

させる予定です。」

→同事件について、前記(a)の論者は、「このような予告付きの公開買付けでは、公開買付けに応募しない株主が、応募した場合よりも不利益を受けるおそれがないため、強圧性の問題は生じない」とする<sup>29</sup>

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の主な違い

=二段階買収に関する事項

- ・日本アジアグループ事件=買付後の議決権割合が3分の2以上になった場合、または、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る
- ・富士興産事件=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る

but 両者の差はそこまで大きくないのでは？

- ・日本アジアグループ事件でも、買付後の議決権割合が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る
- ・富士興産事件でも、買付後の議決権割合が3分の2未満なら、キャッシュアウトの成否は分からない

決定文のうち①の市場買付けの強圧性に関する部分=適切ではないところもあるのでは

抗告審決定=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する

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

実際、旧公開買付け撤回後、再公開買付けの公表までにXが取得したY株式はかなりの数(2週間足らずで10%以上)=急速な買い上がりとはいえそう<sup>30</sup>

---

<sup>29</sup> 田中(上)14頁注37。

<sup>30</sup> 太田(下)23頁。

もっとも、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

- ・旧公開買付け撤回前に、本件 MBO 公開買付け不成立
- ・認定事実には記されていないが、A が提出した公開買付け報告書によれば、買付予定数下限が 17915800 株であるのに対して、応募株券総数が 10398045 株（2020 年 9 月 30 日現在の Y 総株主の議決権数の約 38% の応募）
- ・以上からすれば、旧公開買付け撤回後、再公開買付けの公表までの間の時点で、Y 株主のうちのどれだけが「X 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かは分からないのでは

→Y 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のか？

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あやしいのでは<sup>31</sup>

- ・Y 取締役会は本件 MBO 公開買付けに賛成していた
- ・本件 MBO 公開買付けの当初の買付価格は低すぎた可能性<sup>32</sup>
- ・X による旧公開買付けの開始後、本件 MBO 公開買付けは不成立

→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（そのような疎明がされていない）とする裁判所の評価は、結論としては妥当だといえそう

## V 買収防衛策の平時導入の意味

### 日邦産業事件

=事前警告型買収防衛策の継続について株主総会による承認あり

→防衛策にもとづく対抗措置の発動（新株予約権無償割当て）の差止めを認めず

but 平時導入とはいいがたい

（X が大量保有報告書を提出したことを受けて Y 取締役会が買収防衛策を導入、X による大量の株式取得・X への買収防衛策の適用は、同防衛策の継続についての株主総会による承認時にも意識されていた。III2（1））

### 日本アジアグループ事件

=事前警告型買収防衛策を取締役会限りで導入、導入・発動について株主総会による承認は予定されず

---

<sup>31</sup> 白井 311 頁注 80 参照。

<sup>32</sup> 藤田 11 頁。



→防衛策にもとづく対抗措置の発動（新株予約権無償割当て）の差止めを認める

#### 富士興産事件

=事前警告型買収防衛策を取締役会限りで導入，発動について株主総会による事後的な承認が予定され，実際に承認

→防衛策にもとづく対抗措置の発動（新株予約権無償割当て）の差止めを認めず

#### 東京機械製作所事件

=事前警告型買収防衛策を取締役会限りで導入，発動について MOM による事後的な承認が予定され，実際に承認

→防衛策にもとづく対抗措置の発動（新株予約権無償割当て）の差止めを認めず

4つの裁判例を通じて見ても，Ⅲ2（1）に述べたように，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

#### 富士興産事件・東京機械製作所事件

→買収防衛策についての株主の承認は，事後的なものでも（また，場合によっては，普通決議の要件を充たさず MOM でも）よい

→事前警告型買収防衛策を平時に株主総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？

#### 事前警告型買収防衛策の平時導入には意味があるとする見解<sup>33</sup>

「事前警告型買収防衛策を導入する意義としては，近時の裁判例を前提とすれば，裁判所による買収防衛策の適法性の審査に際し，有事導入型の場合は主要目的のルールが採用されるが，平時導入型の場合は，導入・継続を承認した株主の合理的意思の範囲内にあるかという相対的に緩やかな基準が適用され得ることが挙げられる。その結果，平時導入型のほうが，有事に株主総会の承認を得なくても，対抗措置の発動が認められる可能性も相対的に高くなる。有事の株主総会において対抗措置の発動について株主の承認が得られるかは，敵対的買収の内容やその他の関連する事実関係によるものの，不確実性が高いことを考慮する必要がある。

特に対抗措置の発動の承認に係る株主総会の基準日以前に買収者が市場買付け等により株式を対象に取得していた場合，株主総会で買収防衛策の承認を得ることが困難になるこ

---

<sup>33</sup> 松下ほか（下）42-43頁。

ともあり得る。東京機械製作所事件のように MoM 要件によって株主意思を確認することができれば、この問題は解消され得るが、……どのような場合に MoM 要件の利用が認められるかは明確ではない。」(下線は報告者)

下線部＝日邦産業事件についての同論文の著者らの理解(同事件から、平時導入型の事前警告型買収防衛策についても、III2(2)のような判断枠組みがあてはまるとする<sup>34</sup>)からくるもの

but 日邦産業事件からそこまでのことを引き出すことは適切ではない(III2(1))

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

・少なくとも、「平時の株主総会の承認、すなわち、発動は株主の意思にもとづくもの」などと評価することはできず

・(平時において)いくら事前警告型買収防衛策に発動のための手続要件・防衛策の内容が具体的に特定されており、それらに一定の合理性があるとしても<sup>35</sup>、買収者の姿(会社を買収される可能性)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)それを具体的に意識した上での株主の承認とでは(しかも導入時と発動時が時間的に離れていれば株主の顔ぶれも相当異なる可能性)、法的な重要性は異なるというべきでは

→個々の事案によるのだろうが、平時の株主総会の承認に、法的に、大きな意味を認めるべきではないのではないか

「どのような場合に MoM 要件の利用が認められるかは明確ではない」という点

→MOM を株主の承認だと評価してよいかどうかは、事案によるというほかないのでは  
＝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<sup>36</sup>

(そもそもこのような問題について、予測可能性を期待すべきではないのでは)

以上

---

<sup>34</sup> 松下ほか(下)39-40頁。

<sup>35</sup> 藤田15頁参照。

<sup>36</sup> 白井322-324頁参照。

## 引用文献

- 飯田 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 2244号（2020年）4頁
- 太田（上）（下） 太田洋「日邦産業事件および日本アジアグループ事件と買収防衛策の  
今後（上）（下）」商事法務 2264号（2021年）22頁，2265号（2021年）17頁
- 太田ほか（上）（下） 太田洋＝松原大祐＝政安慶一「東芝機械の『特定標的型・株主判  
断型』買収防衛策について（上）（下）—いわゆる有事導入型買収防衛策の法的論点の検  
討—」商事法務 2240号（2020年）10頁，2241頁（2020年）38頁
- 会社法コンメ(5) 神田秀樹編『会社法コンメンタール(5) 株式(3)』（商事法務，2013年）
- 会社法コンメ補巻 岩原紳作編『会社法コンメンタール補巻 平成26年改正』（商事法  
務，2019年）
- 坂本編著 坂本三郎編著『一問一答・平成26年改正会社法〔第2版〕』（商事法務，2015  
年）
- 白井 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」  
民商法雑誌 158巻2号（2022年）283頁
- 田中 田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務，2012年）
- 田中（上）（下） 田中亘「防衛策と買収法制の将来（上）（下）—東京機械製作所事件の  
法的検討—」商事法務 2286号（2022年）4頁，2287号（2022年）32頁
- 玉井＝岡野 玉井裕子＝岡野辰也「M&A—非友好的買収を中心に・その1」商事法務 2253  
号（2021年）4頁
- 買収防衛策の在り方 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」（2008年）
- 藤田 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  
商品取引法研究会研究記録 79号（2021年）
- 松下ほか（上）（中）（下） 松下憲ほか「買収防衛策に関する裁判所の判断枠組みと実務  
からの示唆（上）（中）（下）—近時の裁判例を踏まえて—」商事法務 2290号（2022年）  
17頁，2291号（2022年）47頁，2292号（2022年）36頁
- ミルハウプト＝宍戸 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）4頁

## 【別紙 1】 2000 年代の裁判例の概要

### ①ニッポン放送事件

#### 事案

- ・フジテレビジョン (A) がニッポン放送 (Y) の経営権獲得を目指して公開買付けを開始、ニッポン放送取締役会はこれに賛同
- ・同公開買付期間中に、ライブドア (X。従来 Y 株式の約 5.4%を保有) が子会社を通じて ToSTNet-1 を利用して Y 株式の約 29.6%を買い付け。その後の取得によって、Y の議決権の 37.85%を握る
- ・Y は取締役会で新株予約権 (全部行使によって発行される Y 株式は、Y の従来の発行済株式総数の約 1.44 倍、これによって X の保有割合は約 17%に、A の保有割合は約 59%に) を A に発行する旨を決議
- ・X が新株予約権の発行の差止仮処分命令申立て
- ・新株予約権発行の目的が支配権維持・確保目的であること (資金調達目的がないこと) を Y が正面から主張

#### 東京高裁決定 (東京高決平成 17・3・23 判時 1899 号 56 頁)

「商法上、取締役の選任・解任は株主総会の専決事項であり……、取締役は株主の資本多数決によって選任される執行機関といわざるを得ないから、被選任者たる取締役に、選任者たる株主構成の変更を主要な目的とする新株等の発行をすることを一般的に許容することは、商法が機関権限の分配を定めた法意に明らかに反するものである。」

「上記の機関権限の分配を前提としても、今後の立法によって、事前の対抗策を可能とする規定を設けることまで否定されるわけではない。また、後記のとおり、機関権限の分配も、株主全体の利益保護の観点からの対抗策をすべて否定するものではないから、新たな立法がない場合であっても、事前の対抗策としての新株予約権発行が決定されたときの具体的状況・新株予約権の内容 (株主割当か否か、消却条項が付いているか否か)・発行手続 (株主総会による承認決議があるか否か) 等といった個別事情によって、適法性が肯定される余地もある。」

「現に経営支配権争いが生じている場面において、経営支配権の維持・確保を目的とした新株予約権の発行がされた場合には、原則として、不公正な発行として差止請求が認められるべきであるが、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、会社の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような新株予約権の発行を差し止めることはできない。」

## ②ニレコ事件

### 事案

- ・ニレコ（Y）は、安定株主が減少する一方、新たに大量のYの株式を取得した企業（ザ・エスエフピー・バリュー・リアライゼーション・マスター・ファンド（X）を含む）もあり、その持株比率が合計約15パーセント程度と高くなっており、敵対的買収者が不意打ち的に現れるのではないかとのおそれを抱くように
- ・Yは取締役会で、将来、敵対的買収に直面した場合の防衛策として、新株予約権を株主割当てで無償で発行する旨を決議
- ・Xが新株予約権発行の差止仮処分命令申立て

### 東京高裁決定（東京高決平成17・6・15判時1900号156頁）

「本件新株予約権は、その発行価額を無償、権利行使価格を1円とし、しかも、大量に発行されるものであって、……買収と無関係な株主が不利益を受けるおそれがあるものである。」

「本件新株予約権の発行は、既存株主に受忍させるべきでない損害が生じるおそれがあるから、著しく不公正な方法によるものというべきであり、しかも、……Xが本件新株予約権の発行によって不利益を受けるおそれがあることも明らかである。」

## ③日本技術開発事件

### 事案

- ・夢真HD（X）が日本技術開発（Y）にY株式51%を取得する意向を伝える
- ・XがY株式の6%超を取得
- ・Yの申入れによりXY間で会談、Xは業務提携の提案
- ・Y取締役会が大規模買付けルール導入
- ・Xが公開買付けを公表（上限=Xの所有比率が53.71%になる数、下限=約20%になる数、買付価格=3か月の終値平均+プレミアム68%、これらの価格はYが株式分割をする場合にはそれに応じて調整される）
- ・Yが情報提供を求め、Xは拒否
- ・Y取締役会が株式分割を決議（Xの公開買付期間末日の前日が基準日、その約2か月後が効力発生日）
- ・Xの公開買付開始（公表時と違い、下限は付さず）
- ・Xが株式分割の差止仮処分命令申立て（商280条ノ10類推適用による差止請求権等が本案）

#### 東京地裁決定（東京地決平成 17・7・29 判時 1909 号 87 頁）

「取締役会としては、株主に対して適切な情報提供を行い、その適切な判断を可能とするという目的で、敵対的買収者に対して事業計画の提案と相当な検討期間の設定を任意で要求することができるのみならず、合理的な要求に応じない買収者に対しては、証券取引法の趣旨や商法の定める機関権限の分配の法意に反しない限りにおいて、必要な情報提供と相当な検討期間を得られないことを理由に株主全体の利益保護の観点から相当な手段をとることが許容される場合も存するというべきである。この観点からみると、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認められないにもかかわらず、取締役会が公開買付けに対する対抗手段として、公開買付けを事実上不可能ならしめる手段を用いることは証券取引法の趣旨に反し、また、直ちに新株発行や新株予約権の発行を行うことは、商法の定める機関権限の分配の法意に反し、相当性を欠くおそれが高いといえることができるものの、他方、取締役会としてとり得る対抗手段が当該買収者の買収が適切でない旨の意見を表明する方法などにとどまるべきものであるということも適当ではない。したがって、取締役会が採った対抗手段の相当性については、取締役会が当該対抗手段を採った意図、当該対抗手段をとるに至った経緯、当該対抗手段が既存株主に与える不利益の有無及び程度、当該対抗手段が当該買収に及ぼす阻害効果等を総合的に考慮して判断するべきである。」

「本件株式分割を行った本件取締役会決議は、その経緯において批判の余地がないではないものの、取締役会が本件株式分割を決議した意図（取締役会の保身を図るものとは認められず、経営権の帰属に関する株主の適切な判断を可能とするものであること）、既存株主に与える不利益の有無及び程度（株主の権利の実質的変動をもたらすものではないこと）並びに本件公開買付けに対して及ぼす効果（本件株式分割が本件公開買付けの効力の発生を定時株主総会以降まで引き延ばすものにすぎず、その目的の達成を法的に妨げる効果を有するものとは認められないこと）の観点からみて、本件株式分割が、証券取引法の趣旨や権限分配の法意に反するものとして、直ちに相当性を欠き、取締役会がその権限を濫用したものとまでいうことはできない。」

#### ④ブルドックソース事件

##### 事案

- ・ブルドックソース (Y) の株式の約 10.25% を保有していたスティー爾・パートナーズ (X) が、そのために設立した有限責任会社 (A) を通じて Y 株式の公開買付けを開始
- ・Y 取締役会はこの公開買付けに反対、下記の議案を Y 定時株主総会に提出
- ・Y 定時株主総会で、①一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事項とする定款変更議案、②同議案の可決を条件とする新株予約権無償割当て (X・A を含む X 関係者は行使できないという差別的行使条件を付した新株予約権の無償割当て) を

行う議案が、出席株主の約 88.7%、議決権総数の約 83.4%の賛成により可決

- ・新株予約権の取得条項。X 関係者の有する新株予約権の取得対価（金銭）の額は、前記の公開買付けの価格にもとづいて算定された。
- ・X が新株予約権の無償割当ての差止仮処分命令申立て

#### 最高裁決定（最決平成 19・8・7 民集 61 卷 5 号 2215 頁）

「株主平等の原則は、個々の株主の利益を保護するため、会社に対し、株主をその有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱うことを義務付けるものであるが、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、会社の企業価値がき損され、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、これを直ちに同原則の趣旨に反するものということとはできない。そして、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、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。」

「本件総会において、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、X 関係者以外のほとんどの既存株主が、X による経営支配権の取得が Y の企業価値をき損し、Y 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であることができる。そして、本件総会の手続に適正を欠く点があったとはいえ、また、上記判断は、X 関係者において、発行済株式のすべてを取得することを目的としているにもかかわらず、Y の経営を行う予定はないとして経営支配権取得後の経営方針を明示せず、投下資本の回収方針についても明らかにしなかったことなどによるものであることがうかがわれるのであるから、当該判断に、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。」

「本件新株予約権無償割当ては、X 関係者も意見を述べる機会があった本件総会における議論を経て、X 関係者以外のほとんどの既存株主が、X による経営支配権の取得に伴う Y の企業価値のき損を防ぐために必要な措置として是認したものである。さらに、X 関係者は、本件取得条項に基づき X 関係者の有する本件新株予約権の取得が実行されることにより、その対価として金員の交付を受けることができ、また、これが実行されない場合においても、Y 取締役会の本件支払決議によれば、X 関係者は、その有する本件新株予約権の譲渡を Y に申し入れることにより、対価として金員の支払を受けられることになること、上記対価は、X 関係者が自ら決定した本件公開買付けの買付価格に基づき算定されたもので、本件新株予約権の価値に見合うものということができる。これらの事実にかんがみると、X 関係者が

受ける上記の影響を考慮しても、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ない。なお、Y が本件取得条項に基づき X 関係者の有する本件新株予約権を取得する場合に、Y は X 関係者に対して多額の金員を交付することになり、それ自体、Y の企業価値をき損し、株主の共同の利益を害するおそれのあるものということもできないわけではないが、上記のとおり、X 関係者以外のほとんどの既存株主は、X による経営支配権の取得に伴う Y の企業価値のき損を防ぐためには、上記金員の交付もやむを得ないと判断したものと見え、この判断も尊重されるべきである。」

#### ⑤ピコイ事件

##### 事案

- ・ピコイ (Y) とフリージアグループの業務提携・資本提携
- ・フリージアトレーディング (FT) 保有の Y 株式→弁護士法人なにわ共同法律事務所 (X) に信託譲渡
- ・他の株主 (V) からの Y 臨時株主総会招集請求、FT と Y の対立 (FT は V の株主提案に賛成の議決権行使を X に指図)
- ・Y 取締役会が新株予約権無償割当て (FT とその関係者に割り当てられた新株予約権は金銭を対価として取得する旨の取得条項が付された新株予約権の無償割当て) を決議
- ・X が新株予約権の無償割当ての差止仮処分命令申立て

##### 東京高裁決定 (東京高決平成 20・5・12 判タ 1282 号 273 頁)

「株主提案により退陣 (解任) を求められた Y の現経営陣は、Y と業務提携及び資本提携をしている最大株主である FT……に対して協力を求めることにより臨時株主総会で同株主提案を否決することを目論んだが、これが奏効しない見込みとなったため、X の議決権行使を制約する別件仮処分申立てをしたものの、これも認容の見込みがないため取り下げ、急遽、Y 従業員らをして労働組合を結成させ (結成日、経緯に照らして、このように推認できる。)、臨時株主総会を開催不能とした上、本件新株予約権発行決議をして X の持株比率、議決権割合を大幅に希釈化する措置に出たものであり、これにより、今後、Y の現経営陣と対立することが見込まれる FT らが Y の経営支配権を掌握することを阻止しようとしたものと認められるから、本件新株予約権無償割当ては、Y の現経営陣の経営支配権を維持するためのものであるというべきである。」

「フリージアグループに業務の実体がないという事情やフリージアグループの経営者……に Y の合理的な経営を目指す意思がないなどの事情をうかがうことはできず、フリージアグループが Y の経営に関与することにより、Y の企業価値がき損されるおそれがあるような事態が生じると認めるに足りる証拠はない。」

「本件新株予約権無償割当ては、株主平等の原則の例外として許容される場合に該当せず、



専ら経営を担当している取締役等（現経営陣）の経営支配権を維持するためのものであると認められるから、株主平等の原則の趣旨に反し、また、著しく不公正な方法によるものというべきである。」

## 【別紙 2】 日邦産業事件

### 1. 事案の概要

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 および名古屋証券取引所第 2 部に上場している。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%および 12.10%であった。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ある。

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」という）を導入する旨の決議をした。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た（以下、これらの決議を併せて「本件各株主総会決議」という）。

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おり、独立委員会は、買付者等が本件手続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る（以下「本件手続ルール」という）。

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」という）を開始した。本件公開買付けでは、買付予定数が 71 万 4800 株とされた。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たが、X は指定された期限までにその是正をしなかった。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た。

この勧告を受け、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」という）をする旨の決議をした。これによって無償割当てされる新株予約権は、Xおよびその関係者（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、すべ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た。名古屋地裁は、3月24日、これを認める旨の決定（以下「原決定」という）をした。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（以下「異議審決定」という）をした。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（以下「抗告審決定」という）をした。これに対して、Xが許可抗告の申立てをしたが、5月14日、名古屋高裁はこれを認めない決定をした。

## 2. 決定要旨

### (1) 原決定

Xの差止仮処分命令申立てを認めたものの、実質的に理由を示さず

### (2) 異議審決定

#### (a) 本件買収防衛プランの効力について

「本件買収防衛プランに基づいて実施された本件新株予約権無償割当ては、割り当てられる新株予約権の内容につき、X等とそれ以外の株主とで差別的な行使条件及び取得条件が定められているところ、Xは、本件買収防衛プランは、その導入過程及び内容において株主平等の原則（会社法109条1項）に違反し、又は衡平の理念に反し相当性を欠くため株主平等の原則の趣旨に違反し、無効であると主張する。

しかしながら、……本件買収防衛プランの目的は、Yの取締役会の判断によって買収そのものを阻止することにあるのではなく、株主において、株式を買付者等（買収者）に譲渡するか、保持し続けるかの適切な判断をするために必要かつ十分な情報及び時間、大規模買付行為を行おうとする者との交渉の機会をそれぞれ確保することであり、その目的自体は、基本的には株主共同の利益を確保し、向上させるものであるといえる。また、本件買収防衛プランは、取締役会とは別の独立性の認められる組織である独立委員会の勧告を経た上で、取締役会が同勧告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おり、取締役会の恣意的な判断を排除し、経営陣の保身のための濫用を防止する措置が講じられているということが出来る。さらに、本件買収防衛プランは、Y株式の大規模買付けを行おうとする者に対し本件手続ルールの遵守を求めるとともに、これを遵守すれば、原則として対抗措置を発動しないこととしている。加えて、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、その是非について取締役会がさらに株主総会に問うことも可能であるとされている上、本件買収防衛プランは、有効期間が約1年であり、約1年ごと（定期的）に株主総会において株主全体が本件買収防衛プランの是非を直接問う機会が確保され、株主の理解と納得を得るための措置が講じられている。

そして、……本件買収防衛プランは、本件各株主総会決議において、それぞれ約66.46%、約64.64%の株主の賛成により導入継続することが承認可決されている。出席株主のうちXを除く賛成者の議決権割合はそれぞれ約75.32%、約85.22%であり、本件買収防衛プランは、X以外の大多数の株主によって支持されているということが出来る。

以上の事実を総合すると、本件買収防衛プランは、その目的及び内容に合理性があり、Yの株主の合理的意思に依拠するものであると一応認められる。」

「以上に対し、Xは、本件買収防衛プラン自体が無効であることの理由として、……②XがY株式を取得した後である有事に、上記取締役会決議及び本件各株主総会決議によって本件買収防衛プランが導入継続されているから、特定の株主であるXを差別する意図が明らかであり、経営陣の保身目的で導入されたともいえるから相当性を欠く、……④本件買収防衛プランは、買収者に対する経済的補償がないものであり、株主間の価値の移転を伴うものであるから、第三者に対する有利発行と同様、株主総会の特別決議が必要とされるべきところ、これが欠けている、⑤対抗措置の発動の可否を株主の意思に委ねていない、⑥独立委員会には、Yの経営陣と特別の利害関係があり、客観的に中立的な判断ができる立場にはない者がいて独立性に欠ける、などと指摘する。」

「上記②については、本件買収防衛プランが導入された平成31年4月23日開催の取締役会決議の前である同年3月27日当時、本件買収防衛プランの導入継続が承認された第68期株主総会決議の前である同年4月26日当時、Xが保有するY株式の保有割合はそれぞれ9.92%、12.10%にすぎず……、第69期株主総会決議も含めて、本件買収防衛プランが導入継続されたのは本件公開買付けが開始される前であるから、Yにおいて、本件買収防衛プランの発動により特定の株主であるXを差別する意図が明らかであったとはいえない。上記に加え、本件買収防衛プランでは、Y株式の大規模買付けを行おうとする者が本件手続ルールを遵守する場合には、原則として対抗措置は発動されないものであるから、Yが専ら経営陣の保身を目的として本件買収防衛プランを導入したとはいえない。」

「④については、会社法上、取締役会設置会社においては、新株予約権無償割当てを取締役会決議で行うことができること（同法278条3項）、新株予約権無償割当てには、募集新株予約権の発行における特別決議が要求される有利発行規制（同法240条1項、238条3項）のような規定が存在しないこと、株主割当てによる新株発行の場合には、募集割当ての場合に特別決議が要求される有利発行規制（同法199条3項）は適用が排除されていること（同法202条5項）、支配株主の異動を伴う募集株式の発行等において、株主総会決議が必要となる場合においてもその決議要件は普通決議で足りるとされていること（同法206条の2第5項）などからすると、本件買収防衛プランの導入につき、株主総会の特別決議が必要であると解することはできない。

さらに、上記⑤については、本件買収防衛プランに基づく対抗措置（本件新株予約権無償割当て）の発動それ自体は、Yの取締役会決議によるものであるが、本件買収防衛プランは、対抗措置の発動の過程（本件手続ルールが遵守されない場合には、独立委員会は原則として対抗措置発動の勧告をし、改めて株主総会の決議を経ることなく取締役会決議により対抗措置を発動することが可能であること）も含めて、本件各株主総会決議により承認可決されたものである。このことに、取締役会においてその必要性に応じて株主総会に対抗措置の発動を問う可能性が残されていることを併せ考慮すると、本件買収防衛プランにおいて、対抗措置の発動の可否が株主の意思に委ねられていないとはいえない。

上記⑥については、Yが本件買収防衛プランに基づく対抗措置の発動等について諮問した

独立委員会は、Yの社外取締役2名（公認会計士及び弁護士）及び弁護士1名の合計3名によって構成されている……。……。独立委員会の構成につき、Yからの独立性に問題があるとは認められない。」

「以上によれば、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ない。本件買収防衛プランが無効であるとのXの主張は採用できず、他にこれを認めるに足りる疎明資料はない。」

#### (b)本件新株予約権無償割当て（対抗措置の発動）について

「Xは、本件新株予約権無償割当ては、株主平等原則又はその趣旨に違反し、かつ著しく不公正な方法により行われるものであると主張する。この点、確かに、……。X等は新株予約権を行使できないため、X等以外の株主が本件新株予約権無償割当てに基づいて新株予約権を行使した場合には、X等の持株比率及び1株当たりの経済的価値が希釈されることになる。

……。しかしながら、本件買収防衛プランにおいては、……。対抗措置の発動を検討する過程が明記されている。したがって、Xにおいては、本件公開買付けを実施する前に、本件手続ルールを遵守しない場合には不利益を被る可能性があることを認識し、本件手続ルールを遵守することにより損害の発生を回避することが可能であったといえる。そうであるにもかかわらず、Xは、……。本件手続ルールを遵守せずに本件公開買付けを開始し、Yからその違反の是正を求められてもこれを是正しなかったため、Yの独立委員会は、本件買収防衛プランにあらかじめ定められた手続に従い、本件公開買付けのYに対する企業価値や株主共同の利益への影響を検討判断するために必要十分な情報及び時間が確保されておらず、本件買収防衛プラン上の『Yの企業価値、株主共同の利益の確保や向上のために対抗措置を発動させないことが必要であることが明白であることその他特段の事情がある場合』に該当するとはいえないとして、対抗措置を発動することはやむを得ない旨Yの取締役会に勧告し、取締役会はこれを尊重して本件新株予約権無償割当てを行う旨判断したものである。

……。Xとしては、本件買収防衛プラン又はこれを承認可決した本件各株主総会決議に瑕疵があると考え、その効力を争う訴訟を提起していたとしても、裁判所の判断がされていない段階においては、本件公開買付けを行うに当たって、ひとまずこれら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も十分可能であったというべきである。そうすると、Xが本件手続ルールを遵守しなかったことにつき合理的な理由があったとは認められない。」

「確かに、公開買付け届出書やYからの質問事項の回答によって、Y及びその株主に相当程度の情報提供がされたことは否定できない。

しかし、本件買収防衛プランの目的は、株主が適切な判断をするために必要かつ十分な情報及び時間、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り、本件手続ルールは、この目的に従い、大規模買付行為を行おうとする者に対し、大規模買付行為

の実行に先立って、必要かつ十分な情報を提供すべき旨を定めたものである。……Xは、…  
…本件手続ルールを遵守することなく、……本件公開買付けを開始したため、Yの独立委員会及び取締役会は、1か月余りという短期間のうちに、本件公開買付けがYの企業価値及び株主共同の利益の確保・向上に資するものか否かについて、評価・判断を求められたといわざるを得ない。そのような状況の下、Yの独立委員会は、質問事項に対するXの回答等を踏まえ、Xから提供された情報は、一定の参考になる情報は含まれているものの、業務面でのシナジーについて具体性を欠くところが多く、資本面での提携の必要性については回答がされていないとして、本件公開買付けがYの企業価値及び株主共同の利益の確保・向上を妨げないことが明白であるとはいえず、対抗措置の発動はやむを得ないと判断し、Yの取締役会も上記判断を尊重したものであり、Yの独立委員会及び取締役会の上記各判断が恣意的であるとか、不合理であることをうかがわせる事情は見当たらない。以上の事情に加えて、合理的な理由なく本件手続ルールを無視したXの手続違反の程度も軽微とはいえないことを併せ考慮すると、本件公開買付け開始後のXの情報提供によって、本件手続ルール違反の瑕疵が治癒されたということはできない。」

「Xは、本件新株予約権無償割当て（対抗措置の発動）には正当な理由はないと主張し、その理由として、①本件公開買付けは、買付後にXの持株比率が27.57%となるにすぎず、Yの現経営陣が法的な権限を持つ状態は変わらないのであるから、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こと、②Xは濫用的買取者やいわゆるグリーンメーラーではなく、XとYの資本業務提携による機密情報の流出や取引先等との関係悪化のおそれはない上、Yと資本業務提携をすることによってシナジー効果を上げることができるから、本件新株予約権無償割当て（対抗措置の発動）は、専ら経営陣の保身目的で行われたものであることなどを指摘する。

しかし、本件買取防衛プランは、……Y株式の保有割合が20%以上となる買付けや取得（大規模買付け等）を対象としているのであって、Y株式の保有割合を27.57%とすることを指向する本件公開買付けがその対象に含まれることは明らかである。また、本件公開買付けの上限がYの株主総会における総議決権数の3分の1未満であるからといって直ちに、対抗措置の発動につき正当な理由がないとはいえない。したがって、Xの上記主張①は採用できない。

また、Xが濫用的買取者やいわゆるグリーンメーラーでないことなど、Xの上記主張②の事実から直ちに、本件新株予約権無償割当てが専らYの経営陣の保身目的で行われたと推認することはできない。……本件買取防衛プランの目的は、基本的には株主共同の利益を確保し、向上させることにあるといえるところ、本件新株予約権無償割当ては、本件手続ルールを遵守することなく開始された本件公開買付けに対する対抗措置として実施されたものであり、その経緯や手続に照らし、本件新株予約権無償割当てが専らYの経営陣の保身目的で行われたとは認められない。したがって、Xの上記主張②も採用できない。」

「Xは、本件新株予約権無償割当てにより、例外事由該当者として、何ら補償がなく大き

な経済的不利益を受けるから、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と主張する。

しかし、……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おり、本件手続ルールを遵守しない場合には、特段の事情がない限り、対抗措置（本件新株予約権無償割当て）が執られることを認識していたにもかかわらず、合理的理由のないまま、本件手続ルールを遵守することなく本件公開買付けを開始し、Yから是正を求められてもこれに応じなかったのであって、本件新株予約権無償割当てによって経済的不利益を被ることを予見していたといえることができる。

また、買収者に対する経済的補償は、会社に経済的損失を与えるものであって、企業価値ひいては株主共同の利益を損なう面も否定できないことや、買収者へ経済的補償を交付することは、かえって過度かつ不必要な防衛策の発動を誘発し、株主が買収の是非を判断する機会を奪うおそれがあることなどからすると、買収者に対する経済的補償が常に必要であるとまではいい難いというべきである。

さらに、……Xは、本件新株予約権無償割当てによりXに割り当てられた新株予約権を、Y取締役会の承認を得て、第三者に譲渡することによりその対価を得ることができるとされており、その行使期間も令和4年3月31日までとされていることからすると、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といえる。

以上の事情を考慮すると、本件新株予約権無償割当てによりXが経済的不利益を受けるとしても、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。」

「以上によれば、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反するものとはいえず、また著しく不公正な方法によるものであるともいえない。」

### （3）抗告審決定

#### （a）本件買収防衛プランの効力について

「また、本件買収防衛プランは、……XがY株式を大量保有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るが、……第68期定時株主総会及び第69期定時株主総会の2回にわたり、Yの株主がXからの本件買収防衛プランはXを対象とするものであるなどとして導入継続に反対の議決権行使を勧誘する意見書の送付を受け、また、株主総会におけるXの反対意見の表明を受けた上で、それぞれ約66.46%、約64.64%の株主（出席株主のうちXを除く賛成者の議決権割合はそれぞれ約75.32%、約85.22%）により導入継続することが承認可決されているのであり、Yの株主は、XがY株式の大量取得を更に進めてその保有比率が20%を超えた場合には、Yに対して本件買収防衛プランが適用されるこ



とになることを十二分に認識した上で、本件買収防衛プランの導入を継続することが相当であると判断したということができる。」

「上記②については、確かに、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。Xは、当該導入決議がされた……時点で、Yが買収防衛策を導入していないことを前提として、概算で約5億5350万円もの多額の資金を投入し、10%を超える118万株近いY株式を取得し終えていたものであり……、当該取得について対抗措置の発動リスクの事前警告が行われていなかったという点は、本件新株予約権無償割当ての適法性を検討するに当たっての問題点である。しかしながら、Xは、同年3月25日及び同月29日の各大量保有報告書において、保有目的を純投資及び政策投資としか記載していなかったのである……から、本件買収防衛プランの導入決議をした当時のY取締役会としては、XがY株式の取得を更に進める可能性があることは認識していたといえるものの、Xが20%を超える保有割合を有するY株主になることが確実であるとまで認識していたとは一応にせよ認定することができないから、本件買収防衛プランの導入をもって、有事におけるXをターゲットとした買収阻止・経営陣保身のための導入であるとまでいうことはできない。そして、Xが10%を超える118万株近いY株式を取得し終えるまで対抗措置の発動リスクの事前警告が行われなかったという点については、本件各株主総会決議において、X以外の大多数の株主が、XによるY株式の39%から45%程度の取得の意向があることなどが記載された意見書の送付や株主総会での意見表明を受けて、Xが本件手続ルールの対象となり得る具体的存在であることを十二分に認識した上で、それでもなお本件買収防衛プランの導入を継続すべきであると判断したものであること（……なお、当該導入継続は、株主総会の普通決議によるものであるが、そのこと自体に問題はないことは上記④についての下記判断のとおりで……ある。）に照らすと、本件買収防衛プランの導入の合理性・相当性を失わせるほどの瑕疵であるとまでいうことはできない……。したがって、Xの上記②の主張を採用することはできない。」

「上記のとおり、Xが本件手続ルールの対象となり得る具体的存在であることが明らかにされた中で、大多数の株主による本件各株主総会決議によって導入継続が決議されたものであるから、少なくとも、本件手続ルールを遵守しないでY株式を20%以上取得しようとする者に本件買収防衛プランの定める対抗措置を発動することは、株主総会決議によって了承されていたということができる。」

「Xは、情報提供と検討期間の確保は金融商品取引法の公開買付規制によって既に図られているから、私的なルールに過ぎない本件買収防衛プランで取締役の権限を拡大する必要はない旨主張するが、買収者による買収の是非判断のための時間・情報及び交渉機会の確保は同法の公開買付規制では不十分と考え、買収防衛策を設けて情報提供を要請することには合理性があるというべきであって、Xの上記主張を採用することはできない。」

(b)本件新株予約権無償割当て（対抗措置の発動）について

「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旨主張するところ、確かに、……Y取締役会によって情報提供期間がいたずらに引き延ばされるおそれがないとはいえない。しかしながら、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。したがって、上記の点は、Xが本件手続ルールを遵守しなかったことを正当化するものではない。

なお、Xは、買付者等が本件手続ルールを遵守した場合であっても、本件買収防衛プランにおいては、企業価値・株主共同の利益を著しく害するおそれがあるものとして従前の裁判例が対抗措置の発動を是認する4類型以外のものについても幅広く対抗措置の発動が予定されており、……しかも、独立委員会が対抗措置不発動の決議をすべき旨の勧告をしても、Y取締役会がこれに従わずに株主総会を招集することまでできることとされており、XがY株式の追加取得をすることができない仕組みとなっている旨主張する。しかしながら、この点も、情報提供完了通知についての上記説示と同様であって、本件手続ルールを完全に無視し、その冒頭の手続である意向表明書の提出すら行わなかったXの行動を正当化することのできるものではない。」

「なお、Xは、同日における本件買収防衛プラン導入のY取締役会決議以降もY株式の取得を更に進め、同月26日の時点で取得割合を12.10%、取得株数を110万4600株に増加させた上、本件買収防衛プランの導入継続を承認する本件各株主総会決議がされた後の令和3年1月28日に本件公開買付けを開始している……が、これらの本件買収防衛プラン導入後におけるXによるY株式の追加取得は、対抗措置発動のおそれがあることの事前警告がされた上で敢えて行われたものであるから、当該対抗措置が現実に発動されることになったからといって、YがXに経済的補償をしなければならないものではない（本件買収防衛プランの導入は、当該追加取得に対する関係では、純粹の事前警告型買収防衛策の導入としての意義・機能を持つものということができる。）」

「また、本件買収防衛プランにおいては、買収者等がY株式の大規模買付け等を中止すれば、Y取締役会は対抗措置発動の停止の決議を行うものとする……、これを受けて、本件新株予約権無償割当てにおいては、当該割当て後であっても令和3年7月31日までの間は、Y取締役会が、Yが新株予約権を取得することが適切であると認める場合には、Yは、全ての新株予約権を無償で取得できるものとされており……、そうなれば持株比率の希釈化は中止されることになる。これらの措置のうち、新株予約権の第三者への譲渡については、譲渡可能期間が上記のとおり長めに設定されているものの、その期間内に、Xが、Y取締

役会が承認する譲受人で、X が取得した Y 株式の対価相当額を支払ってくれる第三者を見出せるかどうかは不透明であるという問題はあるが、これらの措置が用意されている」

3. 時系列（裁判所が認定していない事実を含む）

異議審決定での認定ベース+抗告審決定【抗】・開示資料等【開示】

[ ] 内は主体

年	月日	事実
H21	0515	買収防衛プラン不継続決議 [Y 取締役会]
H31	0214	市場での取得開始（それ以前は 0%） [X] 【開示】
	0325	大量保有報告書（0318 時点の保有割合=5.77%，保有目的「純投資及び政策投資として保有しております。」） [X] 【抗】
	0329	変更報告書（0327 時点の保有割合=9.92%） [X] 【抗】
	0408	変更報告書（0402 時点の保有割合=11.02%） [X] 【開示】
	0423	本件買収防衛プラン導入決議 [Y 取締役会]
R01	0510	変更報告書（0426 時点の保有割合=12.10%） [X] 【抗】
	0517	変更報告書（0510 時点の保有割合=13.45%） 【開示】 変更報告書（0513 時点の保有割合=14.46%） 【開示】 変更報告書（0515 時点の保有割合=16.09%） 【開示】
	0524	変更報告書（0517 時点の保有割合=18.69%） 【開示】
	0613	変更報告書（0612 時点の保有割合=19.68%，保有目的「純投資及び政策投資として保有しておりますが，今後は，企業価値向上に向けた経営改善もお願いしていきたい。」） 【開示】
	0621	本件買収防衛プラン継続決議①（第 68 期株主総会決議） [Y 株主総会] 反対の意見を開陳，また，これ以前に本件買収防衛プラン導入に反対の議決権行使を勧誘する意見書 [X] 【抗】
R02	0624	本件買収防衛プラン継続決議②（第 69 期株主総会決議） [Y 株主総会] 反対の意見を述べる，また，これ以前に本件買収防衛プラン継続に反対の議決権行使を勧誘する意見書 [X] 【抗】
	0923	継続決議②の取消訴訟（別件訴訟）提起 [X]
R03	0128	変更報告書（保有目的「発行者の持分法適用会社化及び発行者との資本業務提携の交渉に際しての交渉力の強化を目的としている。」） 【開示】
	0128	本件公開買付け開始 [X] 期間=0128~0312 買付上限・下限=71 万 4800 株・2 万 5000 株 【開示】 買付予定数=71 万 4800 株 （これにより発行済株式総数の 27.57%を上限として所有） 買付価格=930 円（0126 の終値+プレミアム 74.16%）

0206	独立委員会に諮問（対抗措置の発動の是非等） [Y 取締役会]
0209	本件公開買付けに対する意見表明留保 [Y 取締役会]
0210	本件手続ルール違反の是正要求 [Y 取締役会]
0210	決議無効確認訴訟（第 69 期株主総会決議）提起 [X] 【開示】
0218	対質問回答報告書 [X]
0225	対質問回答報告書への追加の質問事項 [独立委員会]
0304	追加質問への回答書 [X]
0308	勧告（対抗措置発動） [独立委員会]
0308	本件公開買付けに対する意見表明（反対） [Y 取締役会]
0308	本件新株予約権（第 2 回新株予約権）無償割当て決議 [Y 取締役会] 基準日・効力発生日=0331・0401
0310	公開買付期間変更（0128～0325） [X] 【開示】
0311	本件仮処分命令申立て [X]
0319	公開買付期間変更（0128～0402） [X] 【開示】
0324	原決定（差止仮処分命令） [名古屋地裁]
0325	保全異議申立て [X]
0326	公開買付期間変更（0128～0409） [X] 【開示】
0327	無償割当て基準日・効力発生日の変更決議 [Y 取締役会] 基準日・効力発生日=0423・0424
0407	異議審決定（差止仮処分決定取消） [名古屋地裁]
0409	公開買付期間変更（0128～0423） [X] 【開示】
0422	抗告審決定（抗告棄却） [名古屋高裁]
0423	公開買付期間変更（0128～0513） [X] 【開示】
0424	本件新株予約権無償割当て効力発生 【開示】
0426	公開買付期間変更（0128～0514） [X] 【開示】
0513	公開買付期間変更（0128～0527） [X] 【開示】
0514	許可抗告申立てに係る抗告不許可決定 [名古屋高裁] 【開示】
0517	公開買付期間変更（0128～0531） [X] 【開示】
0520	公開買付期間変更（0128～0603） [X] 【開示】
0520	公開買付けの撤回の勧告等 [Y] 【開示】
0524	特別抗告申立て [X] 【開示】
0603	公開買付期間変更（0128～0617） [X] 【開示】
0604	臨時株主総会招集請求 [X] 【開示】

	0610	変更報告書（保有目的「発行者の持分法適用会社化，発行者との資本業務提携の交渉に際しての交渉力の強化及び買収防衛策の廃止にかかる提案その他の重要提案行為等を行うことを目的として保有している。」） [X] 【開示】
	0617	公開買付期間変更（0128～0630） [X] 【開示】
	0617	行使適格新株予約権有償取得（+0625までに本件公開買付けを撤回すれば全新株予約権の無償取得）の通告 [Y] 【開示】
	0624	本件買収防衛プラン継続決議③（第70期株主総会決議） [Y 株主総会] 【開示】
	0625	公開買付期間変更（0128～0709） [X] 【開示】
	0628	公開買付期間変更（0128～0712） [X] 【開示】
	0628	有償取得に向けた手続着手の通告 [Y] 【開示】
	0709	公開買付期間変更（0128～0727） [X] 【開示】
	0713	決議取消訴訟（第69期株主総会決議）棄却 [名古屋地裁] 【開示】
	0714	本件新株予約権有償取得（取得日=0730）+0728までに本件公開買付けが撤回されれば無償取得（取得日=0730）の決議 [Y 取締役会] 【開示】
	0714	臨時株主総会招集請求許可申立て却下 [名古屋地裁] 【開示】
	0715	本件新株予約権の有償取得・行使による普通株式の発行の差止め仮処分命令申立て [X] 【開示】
	0720	公開買付期間変更（0128～0805） [X] 【開示】
	0727	本件新株予約権無償割当ての差止め仮処分命令申立て・本件新株予約権の有償取得・行使による普通株式の発行の差止め仮処分命令申立ての取下げ [X] 【開示】
	0727	決議取消訴訟（第69期株主総会決議）控訴 [X] 【開示】
	0728	本件公開買付け撤回 [X] 【開示】
	0730	本件新株予約権無償取得 [Y] 【開示】
	0824	本件新株予約権消却 [Y] 【開示】
R04	0218	決議取消訴訟（第69期株主総会決議）控訴棄却 [名古屋高裁] 【開示】
	0302	決議無効確認訴訟（第69期株主総会決議）棄却 [名古屋地裁] 【開示】
	0303	決議取消訴訟（第69期株主総会決議）上告 [X] 【開示】
	0312	決議無効確認訴訟（第69期株主総会決議）控訴 [X] 【開示】
	0624	本件買収防衛プラン継続決議④（第71期株主総会決議） [Y 株主総会] 【開示】
	0728	決議無効確認訴訟（第69期株主総会決議）控訴棄却 [名古屋地裁] 【開示】
	0806	決議無効確認訴訟（第69期株主総会決議）上告 [X] 【開示】

## 【別紙3】日本アジアグループ事件

### 1. 事案の概要

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る。A（グリーンファンド＝B〔カーライル・グループ〕に属する投資ファンド）は、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」）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」という）を開始した。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上で、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、他の株主の犠牲のもと、Cらのみが莫大な利益を得ることなる極めて不当なものであり、Y取締役会および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および共同保有者は、大量のY株式を取得した。

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」という）を行う方針を決定し、これを公表した。Aは、1月26日、本件MBO公開買付価格を1200円に引き上げることとし、これを公表した。Xは、2月4日、買付価格を1201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、不成立となった。

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」という）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株あたり300円の特別配当（以下「本件特別配当」という）を実施する旨の公表をした。

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株あ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た。

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

Y取締役会は、3月9日、Xらが市場でY株式を買い集める、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およ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」という）を導入することを決議し、その旨を公表した。

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または行おうとする者が大量買付者とされる。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、情報提供を要求し、Y取締役会の検討手続を経た上で、株主総会の開催およ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る。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また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る。

Xおよび共同保有者は、3月10日以降も市場および市場外においてY株式を取得した。これによって、Xおよび共同保有者の保有割合は、30.77%となった。

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」という）を行う予定である旨、再公開買付けの開始前に市場または市場外で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およ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株式すべてを取得する予定である旨等を公表した。

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」という）をする旨の決議をした。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、Yは、特定保有者以外の株主からはY株式を対価として、特定保有者からは乙種新株予約権を対価として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あった。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る。

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」という）をした。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」という）をした。  
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」という）をした。

## 2. 決定要旨

### (1) 原決定

「ア 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、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。

イ そして、株式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分比率を低下させ、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、上記アの場合に該当するというべきであり、株式会社は、上記アの特段の事情として、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。」

「本件買収防衛策は、……対抗措置を伴う仕組みを定めたものであるところ、Yの株主総会の決議を経ずに、取締役会の決議により導入されたものであり……、その対抗措置の発動についても、取締役会の決議のみによって行われ、当該対抗措置の発動の是非等につき、株主総会の決議を経ることは予定されていない……というのである。

そうすると、本件新株予約権無償割当ては、上記対抗措置の発動の是非等に関する株主の意思が明らかでなく、事後的にこれが明らかにされる状況もない中で、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という事実上の効果を有するものであることは否定し難い。

……以上の事情を総合すれば、本件新株予約権無償割当ては、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株式の敵対的買収によって経営支配権を争うXらの持分比率を低下させ、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ができる。

本件買収防衛策は、上記のような仕組みに照らし、株主が大量買付行為の是非を適切に判断できるようにするY(取締役会)の意図、目的及び効果があることは否定できないものの、現に取締役会の決議のみで発動された対抗措置が……Y株式の敵対的買収によって経営支配権を争うXの持分比率を低下させる効果を有することに鑑みると、この一事をもって上記推認を妨げることはできない。また、Yが本件買収防衛策の導入及び対抗措置の発動(本件新株予約権無償割当ての実施)を決定するに当たり、特別委員会の諮問を経たこと等も、上記……も併せてみれば、上記推認を妨げるものとはいえない。さらに、Xらが……本件買

取防衛策の導入後に Y 株式を市場内外で追加取得したこと……、X が同月 17 日に買付予定数の上限及び下限の設定をなしとする再公開買付けを行う予定を公表したこと……は、たとえ Y の株主に対する強圧性を有するものであったとしても、上記推認を妨げるものとはいえない。」

「X が、Y との書簡のやりとり等……において、Y 株式取得後の具体的な経営方針等に関し、Y からみて十分な回答をしていなかったとしても、X が入手できる Y に関する情報が限られていたこと等をも併せ考慮すれば、そのことから直ちに、X らによる Y 株式の追加取得行為が、会社の資産の切り売りによる株主還元を目的とした解体的買収であるとか、X が真摯に合理的な経営を目指すものではないと断じることはできない。他に、敵対的買収者である X が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、X 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の疎明があったとはいえない。」

「以上の事情を総合すれば、本件新株予約権無償割当ては、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 株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持分比率を低下させ、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するものであるというべきであるから、株主に割り当てられる新株予約権の内容に差別があり、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と認められ、他方、……特段の事情は認められない。

したがって、本件新株予約権無償割当ては、著しく不公正な方法によるものというべきである。」

## (2) 異議審決定

「その対抗措置の発動についても、本件買収防衛策の予定した手続が遵守されず、大量買付行為が株主総会前に実行又は継続されようとする場合は取締役会の決議のみによって行われ、これにより新株予約権の無償割当ての効力が直ちに生じるものとされ、当該対抗措置の発動の是非等につき、株主総会の決議を経ることは予定されず……、株主総会の結果による撤回の余地を認めていなかったというのである。」

「株式会社東京証券取引所が『上場管理等に関するガイドライン』において定める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としても、上記……で説示したところ〔本件買収防衛策・対抗措置の発動が取締役会の決議のみによって行われ、株主総会の決議を経ることは予定されていないこと〕に加え、支配権争いが生じている状況で新株予約権無償割当てを行うのであれば、事後的にでも株主に決定させる措置を講じるのが望ましいというべきであることも考慮すれば、上記事情をもって直ちに上記推認を妨げるものとはいえない。」

「Y は、本件買収防衛策について、①大原則として株主総会で株主意思を問うことが予定

されており、取締役会限りで対抗措置（新株予約権無償割当て）を発動することは基本的に予定されていない上、②上記対抗措置の発動によって持株比率を低下させる効果も、Xらによる株主意思の確認を有名無実化する行為が開始される前の比率（20.5%）まで暫定的に低下させる限度とされ、かつ、Xらは、それによる経済的損失をほぼ被ることなく、株主意思の確認を経た上で改めて買収を実施することができるよう設計されていることからすれば、本件買収防衛策自体は、買収者の持株比率を低下させる効果も、現経営陣の経営支配権を維持する効果も有しておらず、買収者である X らの違反行為の結果として発動された上記対抗措置も、経営支配権を維持する効果を有していないと主張する。

しかし、①については、本件では、……実際に取締役会の判断で対抗措置が発動され、……本件臨時株主総会の議題ともされていない……のであるから、Yの主張する本件買収防衛策の構造は、本件新株予約権無償割当てが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を妨げる事情であるということとはできない。

また、②については、XらのY株式に係る株券等保有割合は、本件買収防衛策が発動された……時点で30.77%であり、これが導入された同月9日時点でも22.53%であったのであり……、上記対抗措置の発動によって、Xらはこれらを下回る20.5%まで株券等保有割合を低下させることを強いられることとなるのであるから、本件買収防衛策がXらの持株比率を低下させる効果を有していることを否定することはできず、本件買収防衛策自体がそのような効果を有していないことを理由として、上記対抗措置が経営支配権を維持する効果を有していないということとはできない。」

「Xは、本件買収防衛策が導入された後の令和3年3月17日、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ものの、それによって再公開買付け前のXらのYに対する議決権割合が3分の1を超えないようにする旨を公表した上で、……同月22日まではY株式の追加取得を行わず、その結果、同日時点でのXらの株券等保有割合は同月17日時点のそれと同じ30.77%にとどまっており、Xらの最終的な株券等保有割合は3分の1を超える水準までには至っていない……。このようなXによるY株式の追加取得の状況及び株券等保有割合に照らせば、Xらが株主総会での株主意思の確認を有名無実化させたといえる程度に至るまでY株式の追加取得を続けていたと断じることはいから、上記対抗措置の発動がY主張の目的で行われたものと認めることはできない。」

### （3）抗告審決定

#### （a）ニッポン放送事件東京高裁決定の枠組みを前提とした判断

「会社の経営支配権に現に争いがある場合において、現経営陣が、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、現経営陣又はこれを支持し事実

上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株予約権の無償割当てがされたときは、特段の事情のない限り、会社法 247 条 2 号の『新株予約権の発行が著しく不公正な方法により行われる場合』に該当するというべきである。」

「X は Y の経営陣から見れば敵対的買収を行う者であり、Y の経営陣と X との対立は深刻かつ解消困難な程度に至っていることに加え、前記認定事実によれば、①Y は、取締役会限りの決議により本件買収防衛策を導入し、その後、X やこれを支援する特定株主グループが大量買付行為を継続していることを理由として、取締役会限りの決議により対抗措置の発動を決めたこと、②Y は、現時点において、本件買収防衛策の導入の可否やこれに基づく対抗措置の発動の是非について、株主総会の決議を経ることを予定していないこと、③X 及び共同保有者の株券等保有割合は、Y が取締役会の決議により本件買収防衛策を決めた……時点で 22.53%、本件買収防衛策に基づく対抗措置の発動を決めた……時点で 30.77%となっていたこと、④本件買収防衛策に基づく対抗措置の結果、X らの株券等保有割合は 20.5%まで低下させられることからすると、Y の経営陣には、本件買収防衛策及びこれに基づく対抗措置により、X らの株券等保有割合を低下させ、経営を担当している取締役等又はこれを支持して事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保する目的があったと認定するのが相当である。」

「本件買収防衛策は取締役会限りの決議で導入され、現時点で、株主総会において本件買収防衛策の可否につき株主意思を確認することは予定されていないこと、対抗措置の発動としての本件新株予約権無償割当てについても取締役会限りの決議でその実施が決定されており、現時点で、株主総会においてその発動の是非につき株主意思を確認することは予定されていないこと、本件買収防衛策では、本件新株予約権無償割当ての効力は効力発生日に直ちに生じることとされており、株主総会の結果を受けてこれを撤回する余地は残されていないことが一応認められる。したがって、Y に、X らによる買収の是非（本件買収防衛策の可否や対抗措置の発動としての本件新株予約権無償割当ての是非）について、株主総会において株主意思を確認する目的があったということはできない。」

「Y は、本件買収防衛策に基づく対抗措置の発動としての本件新株予約権無償割当てには、X らが市場等で Y 株式を買い集めることにより、株主総会における株主意思の確認が有名無実化されることを回避するとの正当な目的があると主張する。しかし、X らが市場等で Y 株式を買い集めることにより、なぜ株主総会での株主意思の確認が有名無実化されることになるのかは、必ずしも明らかでない。

……Y は、過去 3 年間の議決権行使割合の平均値……を前提とした X らの実行議決権割合は、……株主総会の普通決議をほぼ単独で可決させることができ得る程の数字であるから、X らが市場内外で Y 株式を買い集める行為は、株主総会での株主意思の確認を有名無実化させるものであると主張する。

しかし、このような意味での『株主総会での株主意思の確認の有名無実化』の回避の目的

は、結局のところ、Xらが市場内外でY株式を買い集めることにより、実行議決権割合が過半数に肉薄して現経営陣の経営支配権が脅かされることになるので、その前の水準までXらの議決権割合を低下させる目的であるというに等しく、正に現経営陣又はこれを支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保する目的と共通するものである。」

「Yは、Xらがルールに従っている限り持株比率が低下することはないなどとも主張する。

しかし、そもそも、そのルールは、Yの取締役会限りで決議し、導入したものであって、Xらが同意したものでなければ、Xらの意見を聞いたものでもない。ルールに違反したことが持株比率の低下という不利益を招来することが正当化されるのは、当該ルールに合理性と相当性がある場合であり、そのような場合には、本件買収防衛策が経営支配権の維持・確保を主要な目的とするものでないということができることがあり得るものと解されるが、本件において、ルールに違反したこと自体から、経営支配権の維持・確保が主要な目的でないとは断ずることはできない。」

「Yは、株式の市場内外買付けを通じた買収では、対象会社の株主に対し、望まぬ株式売却を強いる効果（いわゆる強圧性）があるので、Yにはこれを排除する目的があったなどと主張する。

たしかに、対象会社の株主が買収に応じないでいる間に買収が実現すると、当該株主は、買収に応じた場合と比べて不利益を被ると予想されるために、株主が買収に応じるような圧力を受けるという事態は、理論上想定される場所であり、そのような強圧性のある買収手法に一定の対処をすべきであるという主張自体は、理解できる面がある。したがって、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ころである。

しかし、強圧性の程度を実証的かつ定量的に把握することは困難である上、買収手法等により強圧性の程度には差があり得ることが指摘されている。そして、前記認定事実によれば、本件において、Xは、再公開買付けを実施する予定である旨を公表した際、再公開買付け前の株式の市場内外買付けはY株式の議決権割合の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において行うことを明言しており、市場内外買付けによる強圧性については相応の配慮がされているものである。また、前記認定事実によれば、公表された上記再公開買付けは、買付予定数に下限が設定されていないが、他方、買付予定数には上限も設定されず、再公開買付け終了後の議決権割合が3分の2以上となった場合には、全株買付けとその後の公開買付け価格と同額によるスクイズアウト（締出し）が予定されており、強圧性の程度は必ずしも高くないか、又は強圧性の減少のために相応の措置がとられているといえるものである。

したがって、客観的には、Yに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することができないが、仮にこれがあるとしても、その目的自体弱いものというべきであ

る。」

「①Xは、Yの経営陣から見れば敵対的買収を行う者に当たること、②Yの経営陣とXとは互いに会社法上許容される方策をちゅうちょなく実行している状況にあり、両者の対立は深刻かつ解消困難な程度に至っていること、③X及び共同保有者のY株式に係る株券等保有割合は、本件買収防衛策に基づく対抗措置の発動が決議された……時点で30.77%であり、本件買収防衛策の導入が公表された……時点でも22.53%であったが、本件買収防衛策に基づく対抗措置としての本件新株予約権無償割当てにより、Xらは上記の各割合を下回る20.5%まで株券等保有割合が低下することを強いられること、④本件新株予約権無償割当てにより、差別的行使条件等及び差別的取得条項等が付された甲種新株予約権を全株主に対して割り当て、Yは一定の日にこれを取得するが、取得の対価として、Xグループ以外の株主に対しては普通株式を、Xグループに対しては、今後大量買付行為を実施しないことを誓約するなどし、かつ、株券等保有割合が20.5%を下回る範囲内でのみ行使できるとの差別的行使条件の付された乙種新株予約権を交付することとされており、Xらの保有する株式の希釈化が起ころことは確実であるとともに、Yが甲種新株予約権を取得する対価として普通株式を交付する相手方は、Xグループ以外の株主に限られること、⑤Xはこれにより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なったことが一応認められるところであり、他方、Yには、客観的には、強圧性のある買収手法を排除する目的があった可能性を否定することができないが、仮にこれがあるとしても、その目的自体弱いものであることは、前記認定・説示のとおりである。

これらの事情を総合すれば、本件新株予約権無償割当ては、経営を担当している取締役等又はこれを支持して事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保すること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。」

「Yは、本件買収防衛策の導入及びそれに基づく対抗措置の発動について、株式会社東京証券取引所が『上場管理等に関するガイドライン』において定める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旨主張する。しかし、取締役会により選定された委員により構成された特別委員会は、あくまでも取締役会の判断を代替又は補完する存在であって、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から、上記諮問を経た事実は前記認定を左右するものではない。」

「前記認定事実及び以上の認定・説示によれば、前記……の特段の事情があると認めることはできず、他にこれを認めるに足りる疎明資料はない。

Yは、Xが、Yとの書簡等のやり取りにおいて、Y株式取得後の具体的な経営方針等につき、Yから再三にわたり問合せを受けたにもかかわらず十分な回答をしなかったことからすれば、本件においては、……特段の事情があると主張する。しかし、……Yは持ち株会社であって、XがYの子会社について公表資料等から得られる情報には限りがあること、YがXから要求されたデューディリジェンスに応じなかったこともあり、Xが入手できるYに関する情報には制約があったことが一応認められ、これらの事情に徴すると、Xが、買収後の

経営方針等につき具体的な回答をしなかったことをもって、真摯に合理的な経営を目指すものではないと断ずることはできない。」

「以上によれば、本件新株予約権無償割当ては、Yの経営支配権に現に争いがある場合において、Y株式の敵対的買収によって経営支配権を争うXらの株券等保有割合を低下させ、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・確保することを主要な目的とするものであり、新株予約権の無償割当てに類推適用される会社法247条2号の「新株予約権の発行が著しく不公正な方法により行われる場合」に該当するところ、それによりXが不利益を受けるおそれがあると一応認められるのであるから、Xはその差止請求権を有する。」

(b)日本技術開発事件東京地裁決定の枠組みを前提とした判断

「本件買収防衛策に基づいて対抗措置が発動された場合においては、株主総会において株主意思を確認することが予定されていない（……本件臨時株主総会においても本件買収防衛策及びこれに基づく対抗措置の是非について議題とすることは予定されていない。）というのであり、実際にYが株主意思を確認する機会を設けることを認めるに足りる疎明資料もないから、本件新株予約権無償割当ての当否を同事件決定が示した枠組みに従って判断することは、適当とは解されない。」



3. 時系列（裁判所が認定していない事実を含む）

抗告審決定での認定ベース+開示資料等【開示】

[ ] 内は主体

年	月日	事実
R02	1105	本件 MBO について公表 [A]
	1105	本件 MBO 公開買付けへの応募推奨決議 [Y 取締役会]
	1106	本件 MBO 公開買付け開始 [A] 期間=1106~1221 (当初) 【開示】 買付下限=1830 万 3000 株 【開示】 買付価格=600 円
	1110	市場での取得開始 (それ以前は 0%) 【開示】
	1119	大量保有報告書 (1112 時点の保有割合=6.10% [市場外を含む], 保有目的「投資及び状況に応じて経営陣への助言, 重要提案行為等を行うこと。」) [X] 【開示】
	1120	変更報告書 (1113 時点の保有割合=7.44% [市場外を含む]) [X] 【開示】
	1124	変更報告書 (1116 時点の保有割合=8.64% [市場外を含む]) [X] 【開示】
	1125	変更報告書 (1117 時点の保有割合=9.71% [市場外を含む]) [X] 【開示】
	1126	変更報告書 (1118 時点の保有割合=10.71% [市場外を含む]) [X] 【開示】
	1127	変更報告書 (1119 時点の保有割合=12.62% [市場外を含む]) [X] 【開示】
	1201	変更報告書 (1124 時点の保有割合=13.68%) [X] 【開示】
	1211	変更報告書 (1204 時点の保有割合=14.91%) [X] 【開示】
	1217	変更報告書 (1210 時点の保有割合=16.54%) [X] 【開示】
	1224	変更報告書 (1217 時点の保有割合=17.91%) [X] 【開示】
R03	0108	変更報告書 (1228 時点の保有割合=19.05%) [X] 【開示】
	0114	旧公開買付けの方針決定を公表 [X]
	0118	変更報告書 (0108 時点の保有割合=20.24%) [X] 【開示】
	0126	本件 MBO 公開買付価格変更 (1200 円) [A]
	0202	デュエディリジェンス実施拒否の書簡 [Y]

0205	旧公開買付け開始 [X] 期間=0205~0322 買付上限・下限=なし 買付価格=1210円(本件MBO公開買付価格+10円)
0209	本件MBO公開買付け不成立 [A]
0210	旧公開買付けに対する意見表明留保 [Y取締役会]
0215	対質問回答報告書 [X]
0219	旧公開買付けに対する意見表明(反対) [Y取締役会]
0301	本件特別配当(1株300円。基準日は0318)の実施公表(4月下旬予定の本件臨時株主総会における株主の承認が条件) [Y]
0301	国際航業・JAG国際エナジー株式の売却方針公表 [Y]【開示】
0303	旧公開買付け撤回 [X]
0304	市場で追加取得(0309に22.53%に) [X]
0309	本件買収防衛策導入決議 [Y取締役会]
0310	市場内外で追加取得(0316に30.77%に) [X]
0312	変更報告書(0305時点の保有割合=21.47%) [X]【開示】
0316	変更報告書(0309時点の保有割合=22.53%) [X]【開示】
0317	再公開買付け予定等を公表 [X]
0319	変更報告書(0312時点の保有割合=24.20%) [X]【開示】
0322	本件新株予約権無償割当て決議、本件臨時株主総会での付議を予定していない旨を公表 [Y取締役会] 基準日・効力発生日=0412・0413
0323	変更報告書(0316時点の保有割合=25.87%) [X]【開示】
0324	変更報告書(0317時点の保有割合=30.77%[市場外を含む]) [X]【開示】
0402	原決定(差止仮処分命令) [東京地裁]
0407	異議審決定(仮処分決定認可) [東京地裁]
0408	無償割当て基準日・効力発生日の変更決議 [Y取締役会] 基準日・効力発生日=0427・0428
0423	抗告審決定(抗告棄却) [東京高裁]
0427	再開公開買付け開始 [X]【開示】 期間=0427~0611 買付上限・下限=なし 買付価格=910円(旧公開買付価格-本件特別配当300円)
0428	臨時株主総会で本件特別配当承認 [Y株主総会]【開示】

0514	再開公開買付けに対する意見表明留保 [Y 取締役会] 【開示】
0602	再開公開買付け期間変更 (0427~0616) 【開示】
0615	再開公開買付け価格・期間変更 (960 円・0427~0629) 【開示】
0618	再開公開買付けに対する意見表明 (中立) [Y 取締役会] 【開示】
0629	再開公開買付け期間変更 (0427~0715) 【開示】
0714	再開公開買付け価格・期間変更 (970 円・0427~0730) 【開示】
0714	再開公開買付けに対する意見表明 (賛同) [Y 取締役会] 【開示】
0703	公開買付け成立 (買付け後の所有割合 74.74%) [X] 【開示】
0831	臨時株主総会 [Y 株主総会] 【開示】 ・ 株式併合決議 (135 万株→1 株) ・ 子会社株式譲渡決議 国際航業株式全部 (→ジオ社) JAG 国際エナジー株式全部 (→グリーン社)
1114	臨時株主総会 [Y 株主総会] 【開示】 承継事業 = 子会社管理事業 承継会社 = 株式会社 JAG
1115	吸収分割の効力発生 [Y] 【開示】

【別紙 4】 その他の事件の時系列（裁判所が認定していない事実を含む）

1. 富士興産事件

原決定での認定ベース+抗告審【抗】・開示資料等【開示】

[ ] 内は主体

年	月日	事実
R02	06頃	債務者と面談 [アスリードキャピタル]
	0807	取得開始（それ以前は0%）【開示】
	0821	大量保有報告書（0814 時点の保有割合=5.07% [市場外を含む]、保有目的「純投資」） [アスリードキャピタル] 【開示】
	0827	変更報告書（0820 時点の保有割合=6.35% [市場外を含む]） [アスリードキャピタル] 【開示】
	0904	変更報告書（0828 時点の保有割合=7.44% [市場外を含む]） [アスリードキャピタル] 【開示】
	0911	変更報告書（0904 時点の保有割合=8.48% [市場外を含む]） [アスリードキャピタル] 【開示】
	0930	債務者と面談 [アスリードキャピタル]
	1014	変更報告書（1007 時点の保有割合=10.18% [市場外を含む]） [アスリードキャピタル] 【開示】
	1126	MBO による非公開化を提案 [アスリードキャピタル]
	1203	交渉に移行するのは難しい旨を回答 [債務者]
	1218	変更報告書（1211 時点の保有割合=11.36%） [アスリードキャピタル] 【開示】
R03	0104	変更報告書（1222 時点の保有割合=12.39%） [アスリードキャピタル] 【開示】
	0129	変更報告書（0122 時点の保有割合=13.41%） [アスリードキャピタル] 【開示】
	0204	変更報告書（0128 時点の保有割合=14.83%） [アスリードキャピタル] 【開示】
	0319	債務者と面談 [アスリードキャピタル]
	0414	債務者と面談 [アスリードキャピタル]
	0426	債務者に通知文 [アスリードキャピタル]

0428	本件公開買付け開始 [債権者] 期間=0428~0614 買付上限・下限=なし・185万3100株(保有割合が40%になる数) 買付価格=1250円(0426の終値+プレミアム7.21%)
0507	本件独立委員会の設置を決議 [取締役会]
0510	変更報告書(0427時点の保有割合=15.27%、保有目的「純投資並びに支配権の取得及び発行者の非公開化 etc.」) [アスリードキャピタル] 【開示】
0513	本件独立委員会に諮問 [取締役会]
0514	勧告(意見留保、基本方針・対応方針導入は適切) [本件独立委員会] 期末配当の修正(金額未定)を発表 [債務者]
0517	本件公開買付けに対する意見表明留保 [取締役会]
0524	対質問回答報告書 [債権者] 基本方針決定・本件対応方針導入決議 [取締役会]
0527	勧告(反対意見表明、本件対応方針導入・対抗措置発動について株主意思確認総会の開催) [本件独立委員会]
0528	以下の事項を決定・公表 [取締役会] ・本件公開買付けに対する意見表明(反対) ・本件公開買付け終了日延期要請(0609正午が期限) ・債権者が要請に応じた場合 ・債権者が要請に応じなかった場合 ・期末配当(普通配当23円、特別配当80円) ・長期ビジョン、中期経営計画
0603	本件公開買付け終了日延期要請拒否 [債権者]
0609	勧告(対抗措置の具体的内容) [本件独立委員会]
0611	本件新株予約権無償割当て決議(0624開催の定時株主総会で承認が得られなければ中止する旨も) [取締役会] 本件仮処分命令申立て [債権者] 【開示】
0614	本件公開買付け期間変更(0428~0709) [債権者] 【開示】
0623	原決定(仮処分命令申立て却下) [東京地裁]
0624	定時株主総会で以下を承認 [株主総会] 【抗】 ・期末配当(103円) ・取締役選任 ・本件対応方針の導入・本件新株予約権無償割当て
0709	本件公開買付け期間変更(0428~0728) [債権者] 【開示】
0720	本件公開買付け期間変更(0428~0805) [債権者] 【開示】

	0804	本件公開買付期間変更 (0428~0819) [債権者] 【開示】
	0810	抗告審決定 (抗告棄却) [東京高裁]
	0811	本件公開買付期間変更 (0428~0825) [債権者] 【開示】
	0824	本件公開買付期間変更 (0428~0907) [債権者] 【開示】 本件公開買付け撤回 [債権者] 【開示】
	0831	変更報告書 (保有目的「投資及び経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと。」) [アスリードキャピタル] 【開示】
	1111	変更報告書 (1108 時点の保有割合=16.02% [信用買いを含む]) [アスリードキャピタル] 【開示】
R04	0207	変更報告書 (0131 時点の保有割合=16.49% [信用買いを含む]) [アスリードキャピタル] 【開示】
	0314	変更報告書 (0307 時点の保有割合=15.42% [信用買いを含む]) [アスリードキャピタル] 【開示】 変更報告書 (0314 時点の保有割合=15.34% [信用買いを含む]) [アスリードキャピタル] 【開示】
	0324	変更報告書 (0317 時点の保有割合=2.14% [信用買いの記載なし]、保有目的=「純投資」) [アスリードキャピタル] 【開示】

2. 東京機械製作所事件

原決定での認定ベース+抗告審決定【抗】・開示資料等【開示】

[ ] 内は主体

年	月日	事実
R03	0609	取得開始（それ以前は0%）【開示】
	0720	大量保有報告書（0713 時点の保有割合=8.08% [信用買いを含む]、保有目的「純投資」）[債権者]【開示】
	0721	変更報告書（0714 時点の保有割合=15.01% [信用買いを含む]、保有目的「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は予定していない。」）[債権者]【開示】
	0726	変更報告書（0715 時点の保有割合=21.16% [信用買いを含む]）[債権者]【開示】
	0729	変更報告書（0719 時点の保有割合=23.79% [信用買いを含む]）[債権者]【開示】 変更報告書（0720 時点の保有割合=26.50% [信用買いを含む]）[債権者]【開示】
	0730	変更報告書（0721 時点の保有割合=32.72% [信用買いを含む]）[債権者]【開示】
	0803	債権者に対して質問書送付 [取締役会] ・ 情報提供を求める ・ 買増しを行わないよう求める
	0806	本件対応方針導入決議 [取締役会] 独立委員会設置 [債務者]
	0810	変更報告書（0802 時点の保有割合=34.06% [信用買いを含む]）[債権者]【開示】 回答書送付・公表 [債権者]
	0813	「貴社らの回答書について」送付・公表 [債務者]
	0816	回答書(2)送付・公表 [債権者]
	0818	変更報告書（0811 時点の保有割合=35.47% [信用買いを含む]）[債権者]【開示】
	0819	プレスリリース（債権者らの本件対応方針不遵守）[債務者]
	0820	変更報告書（0813 時点の保有割合=36.86% [信用買いを含む]）[債権者]【開示】

0823	変更報告書 (0816 時点の保有割合=38.64% [信用買いを含む]) [債権者] 【開示】
0824	プレスリリース (本件対応方針に則り対応) [債務者] 「貴社らによる当社株式の追加取得について」送付・公表 [債務者]
0826	回答書(3)送付・公表 [債権者]
0827	面談 [債務者代表取締役社長ら・債権者代表取締役社長ら]
0830	勧告 (対抗措置発動、これについて株主意思確認総会の開催、株主意思確認総会の決議要件) [独立委員会] 本件新株予約権無償割当て決議 (10 月下旬開催の臨時株主総会で承認が得られなければ中止する旨も) [取締役会] 連結子会社の固定資産譲渡、希望退職者募集を決議・公表 [取締役会]
0831	臨時株主総会の基準日 (0914) 決定・公表 [債務者] 差止仮処分命令申立て予告 [債権者]
0902	連結子会社の固定資産譲渡、希望退職者募集についての通知書送付・公表 [債権者]
0903	通知書への反論公表 [債務者]
0910	質問状送付・開示 [債務者]
0913	変更報告書 (0906 時点の保有割合=39.94% [信用買いの記載なし]) [債権者] 【開示】 質問状への回答等表明 [債権者]
0915	訂正報告書 (0906 時点の保有割合=39.52%) [債権者] 【開示】
0917	本件仮処分命令申立て [債権者]
0922	議決権行使許容仮処分命令申立て [債権者]
0924	本件株主意思確認総会のための検査役選任決定 [東京地裁]
0927	追加質問状送付・公表 [債務者]
0928	質問状・追加質問状について 10 月上旬までの公表約束表明 [債権者]
0929	本件株主意思確認総会の開催日 (1022)・決議事項・本件新株予約権無償割当ての詳細決定 [取締役会]
1001	0910 付け質問状への回答送付・公表 [債権者] 誓約書送信・公表 [債権者] 質問状送付・公表 [債務者]
1005	0927 付け質問状への回答送信・公表 [債権者]
1006	本件株主意思確認総会招集通知・委任状勧誘のための補足資料 [債務者] 委任状勧誘 [債権者]
1009	債務者の経営方針等を説明する文書 [債権者]



	1011	追加質問状を送付したこと等を記載した文書公表 [債務者] 追加質問状に対する対応方針等公表 [債権者]
	1015	追加質問状に対する回答の文書公表 [債権者] 本件仮処分命令申立てにかかる審尋期日における合意 [債権者・債務者] ・債務者の A 新株予約権の無償割当てに係る基準日・効力発生日の再設定 ・債権者・債務者の委任状勧誘について ・本件株主意思確認総会での行動 本件新株予約権無償割当ての基準日・効力発生日・A 新株予約権と B 新株予約権の行使期間の始期 (1118・1119・0208) 等修正 [取締役会] 議決権行使許容仮処分命令申立て取下げ [債権者]
	1018	面談記録公開 [債権者]
	1019	更なる追加質問状を交付したこと等を記載した文書公表 [債務者]
	1020	更なる追加質問に対する対応方針・債務者経営陣に対する追加質問を記載した文書公表 [債権者]
	1021	更なる追加質問状に対する回答の文書公表 [債権者] 債務者株式の取得方法を説明する文書公表 [債権者]
	1022	債務者の質問に対する債権者の回答状況を取りまとめたリスト公表 [債務者] 本件株主意思確認総会 [株主総会] ・本件議案可決
	1029	原決定 (仮処分命令申立て却下) [東京地裁]
	1105	誓約書差し入れ [債権者] 【抗】
	1109	抗告審決定 (抗告棄却) [東京高裁]
	1118	最高裁決定 (抗告棄却) [最高裁]
	1210	変更報告書 (提出者・共同提出者の住所変更。同報告書の記載から、0910 時点の保有割合 = 39.94%) [債権者] 【開示】
R04	0107	変更報告書 (保有目的「発行者の株式を中長期的に保有し、株主総会の取締役人事権 (会社法 329 条 1 項、339 条 1 項) に係る株主権を行使することを通じて、発行者の企業価値及び株式価値の向上を目指す etc.」) [債権者] 【開示】
	0303	変更報告書 (0225 時点の保有割合 = 7.94%) [債権者] 【開示】

3. ミツ星事件

原決定での認定ベース+開示資料等【開示】

[ ]内は主体

年	月日	事実
R03	0730	取得開始（それ以前は0%）[債権者]【開示】
R04	0222	株主総会招集請求（取締役解任、新取締役選任、監査等委員である取締役選任）[債権者]
	0308	臨時株主総会招集許可申立て [債権者]
	0311	大量保有報告書（0916時点の保有割合=5.04%、保有目的「純投資」） [債権者]【開示】 変更報告書（0929時点の保有割合=6.16%）[債権者]【開示】
	0314	訂正報告書（保有目的「経営参画、長期保有」）[債権者]【開示】
	0315	変更報告書（0222時点の保有割合=6.34%）[債権者]【開示】 *1004頃までに取得、同日以降取得しておらず
	0316	0222の請求を受けた基準日設定公告 [債務者]
	0317	株主名簿閲覧謄写請求（目的：委任状勧誘）[債権者]
	0325	質問事項を記載した書面を送付 [債務者]
	0331	債権者関係者らの持株比率 21.63% その他関係者はこの日以降債務者株式を取得しておらず
	0401	株主名簿閲覧謄写仮処分命令申立て [債権者]
	0408	臨時株主総会招集決定・公表 [債務者] 本件対応方針決議・公表 [取締役会] 本件独立委員会設置決議・公表 [取締役会]
	0411	株主名簿閲覧謄写仮処分命令申立認容決定 [大阪地裁] →債務者から保全異議申立て、その後合意成立により申立事件取下げ
	0424	定時株主総会（本件株主意思確認総会）における株主提案 [債権者] →後に撤回
	0426	回答書送付 [債権者]
	0502	警告書送付（「株式会社ミツ星株主委任状勧誘担当事務局」との名称を用いた委任状勧誘をしないよう求める）[債務者]
	0506	警告書送付（本件買取提案を停止するよう求める）[債務者]
	0509	嚴重抗議書送付、債務者株式を買い進める予定がない旨公表 [債権者]
	0509	回答書受領を公表 [債務者]

0512	臨時株主総会（本件各議案否決）〔株主総会〕
0517	経営陣との協議の場を持つことを提案〔債権者〕
0518	本件対抗措置発動決議・公表〔取締役会〕
0603	本件株主意思確認総会招集通知〔債務者〕
0614	本件株主意思確認総会における本件対抗措置の必要性・内容についての資料公表〔債務者〕 本件独立委員会の勧告を踏まえ、債権者グループを非適格者に該当すると認定〔取締役会〕・公表〔債務者〕
0624	本件株主意思確認総会〔株主総会〕 ・本件新株予約権無償割当て可決
0701	原決定（差止仮処分命令）〔大阪地裁〕
0711	異議審決定（仮処分決定認可）〔大阪地裁〕
0721	抗告審決定（保全抗告棄却）〔大阪高裁〕
0728	最高裁決定（抗告棄却）〔最高裁〕 本件新株予約権無償割当て中止決定〔取締役会〕【開示】 株主総会招集請求（本件対応方針廃止、取締役解任、新取締役選任、監査等委員である取締役選任）〔債権者〕【開示】
0816	0728 の請求を受けた基準日設定公告〔債務者〕【開示】
0920	債権者との合意書締結公表〔債務者〕【開示】 臨時株主総会の日時・会社提案（取締役選任、監査等委員である取締役選任〔同議案の承認可決を停止条件として現任取締役らは辞任〕）等決定〔取締役会〕【開示】
1025	臨時株主総会〔株主総会〕【開示】