



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（２）
－富士興産事件、東京機械製作所事件－

2022年11月25日（金）15:00～17:12

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
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
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（２）

－富士興産事件、東京機械製作所事件－

京都大学大学院法学研究科教授

白 井 正 和

目 次

- | | |
|-------------------------------------|---|
| I. はじめに | 断) |
| II. 判例法理における買収防衛策の有効性の判断枠組み | IV. 東京機械製作所事件 |
| 1. 判例法理の体系的な理解 | 1. 事案の概要と裁判所の判断 |
| 2. 買収防衛策の必要性に関する判断枠組み | 2. MoM 要件による株主意思の確認と勧告的決議 |
| 3. 判例法理が実務に与えた影響と勧告的決議の増加 | 3. 本件で MoM 要件による決議を選択したことの当否 |
| III. 富士興産事件 | (1) 問題の所在 |
| 1. 事案の概要と裁判所の判断 | (2) ADC らによる株式買い集めの手法と MoM 要件による株主意思の確認 |
| 2. 取締役会による買収防衛策の発動決議後の株主総会による承認 | (3) 市場内買い集め（一般）と MoM 要件による株主意思の確認 |
| 3. 買収防衛策の必要性を判断する際の株主総会決議の決議要件 | 4. 時間及び情報の確保と企業価値毀損との関係 |
| 4. 公開買付けに強圧性の問題は生じていない旨の主張と買収防衛策の発動 | 5. その他（部分買付けと MoM 決議） |
| 5. その他（不公正発行該当に関する判 | 討論 |

○伊藤 定刻になりましたので、11月の日本取引所グループ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、「最近の買収防衛策を巡る動向（２）－富士興産事件、東京機械製作所事件－」というテーマで白井先生からご報告をいただきます。

よろしくお願ひします。

○白井 京都大学の白井です。本日は、どうぞ

よろしくお願ひ致します。

I. はじめに

前回と今回の JPX 金融商品取引法研究会では、前回の研究会の際に伊藤靖史先生からご説明がありましたように、「最近の買収防衛策を巡る動向」と題しまして、2021年に実際に試みられました4件の敵対的買収の事例、具体的には日邦産業事件、日本アジアグループ事件、富士興産事件、そして

東京機械製作所事件の4つの事件の分析・検討を行います。

前回の研究会における伊藤靖史先生のご報告では、このうちの日邦産業事件と日本アジアグループ事件について詳細な検討・報告が示されまして、その後に質疑応答が行われました。本日の私の報告では、残りの2つの事件、すなわち富士興産事件と東京機械製作所事件を扱いたいと思います。

本日の報告の概要ですが、まずは、2000年代の後半に大枠が固まった我が国の判例法理における買収防衛策の有効性の判断枠組みというものを簡潔に確認するとともに、その背後にあると考えられる価値判断（ポリシー）を考察します。そのうえで、項目Ⅲ. では富士興産事件について、項目Ⅳ. では東京機械製作所事件について、それぞれ検討していきたいと思います。

検討に当たりましては、従来の判例法理との整合性や、これらの事件につき裁判所の判断を読み解く際の私が考える留意点などについても、言及をさせていただきたいと考えております。

Ⅱ. 判例法理における買収防衛策の有効性の判断枠組み

1. 判例法理の体系的な理解

敵対的買収の場面における買収防衛策の有効性の判断枠組みを巡りましては、とりわけ2000年代の半ば以降、我が国でも判例法理の大幅な進展が見られます。その中でも、理論的な観点及びその後の実務への影響という点で特に重要な裁判例であると位置付けられますのが、ニッポン放送事件の東京高裁決定（東京高決平成17年3月23日判時1899号56頁）及びブルドックソース事件の最高裁決定（最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁）になります。とりわけブルドックソース事件の最高裁決定によって、買収防衛策の必要性及び相当性という観点からその有効性を判断するという枠組みが採用されることが明確にされました。

そのうえで、買収防衛策の有効性を判断する際

の裁判所の姿勢、言い換えますと審査の際の厳格さの程度という点では、一見すると対照的であるようにも見えるニッポン放送事件の東京高裁決定とブルドックソース事件の最高裁決定ではあるのですが、いずれの決定においても、買収防衛策の導入・発動に当たっては、買収対象会社の株主総会決議を通じた株主の意思を問うべきであるという価値判断、すなわち、敵対的買収の場面における買収の是非は、買収対象会社の株主が判断すべきであるという価値判断がその背後にあると考えられる点では、まさに共通するものと言うことができます。

そして、こうした裁判所の価値判断というのは、両決定以後の我が国の買収防衛策を巡る裁判例においても明確に承継されているものと考えられます（東京高決平成20年5月12日金判1298号46頁〔ピコイ事件〕、東京高決令和3年4月23日資料版商事法務446号154頁〔日本アジアグループ事件〕など）。

2. 買収防衛策の必要性に関する判断枠組み

本日扱います富士興産事件及び東京機械製作所事件の内容を理解するに当たりましては、買収防衛策の必要性と相当性に関する判断枠組みのうち、とりわけ必要性に関する判断枠組みに注目する必要があります。前述のように、我が国の買収防衛策の必要性を巡る判例法理の背後には、買収防衛策の導入・発動に当たっては、買収対象会社の株主総会決議を通じた株主の意思を問うべきである（裁判所としては買収防衛策の導入・発動が必要か否かの判断に当たっては株主の意思を尊重すべきである）という価値判断が強く根付いていることがうかがえます。

それでは、我が国の判例法理の背後にあると考えられる以上の価値判断につきまして、理論的な観点からどのように評価することができるのだろうか。

まず、敵対的買収の場面において、買収対象会社の取締役会限りの判断で自由に、すなわち何の

制約もなく買収防衛策を導入・発動できると解することは、買収対象会社の取締役の保身によって効率的な買収が妨げられたり、敵対的買収の脅威を通じた経営に対する規律付けの機能が弱められたりするなど、弊害が生じるおそれが否めないところでありまして、是認することは難しいと思われれます。少なくとも理論的には、経営に対する改善機能や規律効果を通じて、敵対的買収は買収対象会社またはその株主に利益をもたらす可能性が認められ、買収防衛策に関する法制度は敵対的買収を完全に阻止できるようなものであってはならないからです。

他方で、ブルドックソース事件最高裁決定にいうところの「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、すなわち当該事案における買収対象会社の企業価値という観点から見た買収防衛策の必要性について、裁判所が、差止めの仮処分事件における限られた時間の中で主体的・積極的に判断するということには、通常は大きな困難を伴うものと考えられます。

したがって、買収防衛策の導入・発動に関して、買収対象会社の取締役に完全な裁量を与えるという考え方も、敵対的買収を通じた買収対象会社の企業価値の増減について裁判所による主体的・積極的な判断を期待するという考え方も、やはり現実にはいずれも問題が多く、そのような考え方の採用は難しいと言わざるを得ません。

以上の点を踏まえますと、買収防衛策の導入・発動の是非を巡り、会社の利益の最終的な帰属主体である株主の判断を尊重するという我が国の判例法理が採用する価値判断には、恐らくは次善の策という位置付けにはなるのでしょうが、その限りで基本的には合理性が認められると考えてよいように思われます。このように、株主の判断を尊重し、取締役会限りの判断による買収防衛策の導入・発動は原則として許さないというのが我が国の裁判所の基本的なスタンスであると評価できる

ところ、今日では、学説上も、買収防衛策の導入・発動に当たっては、買収対象会社の株主の意思を問うべきであるという以上のスタンスを支持する見解が少なくありません。

もっとも、ここで考えなければならない点として、裁判所としては買収対象会社の株主の判断を尊重すべきであるとしても、なぜその判断を株主総会で行う必要があるのかについては議論の余地があるのではないかと思います。

例えばブルドックソース事件について言いますと、同事件では、敵対的買収者による買収対象会社の全株式を対象とした公開買付けが開始されていたわけですから、買収対象会社が買収防衛策として差別的な行使条件等が付された新株予約権の無償割当てを実施しなければ、公開買付けへの応募状況を通じて、敵対的買収に対する買収対象会社の株主の評価・判断が示されるとも考えられないではありません。具体的には、買収対象会社の株主は、現在の経営陣の下で今後実現される企業価値から計算される1株当たりの価値（割引現在価値）よりも敵対的買収者が提示する公開買付価格の方が高いと考えるのであれば、買収を支持して公開買付けに応募する一方で、そのようには考えないのであれば、買収に反対して公開買付けには応募しないという対応をする可能性があり、こうした株主の対応が実際にとられるのであれば、公開買付けへの応募状況を通じて買収に対する株主の評価・判断が示されるといえるわけです。そのことを踏まえますと、ブルドックソース事件で最高裁が、公開買付けへの応募を通じた株主の判断ではなく、買収防衛策の発動に関する株主総会決議を通じた株主の判断を尊重することとしたことは、一体どのように理解したらよいのかというのが、理論的な観点からは問題となるわけです。

そして、この問題を考えるうえで併せて指摘すべき点として、株主総会決議を通じた株主の判断には、基準日の株主と株主総会時点の真の株主との間にずれが生じ得るという問題があることを踏まえますと、買収対象会社の株主の意思を確認す

る方法として、株主総会決議を通じた判断の方が公開買付けへの応募を通じた判断よりも優れているとは断言できないということは、頭の片隅に置いておく必要があると思われま

す。そうするとなおさら、なぜブルドックスソース事件で最高裁は、公開買付けへの応募を通じた株主の判断ではなく、買収防衛策の発動に関する株主総会決議を通じた株主の判断を尊重することとしたのかという点が問題になるのですが、この問題について学説からは、公開買付けの強圧性の観点から一応の説明を試みる事が可能であると指摘されています。

公開買付けの強圧性 (coercion) とは、公開買付けの提案を受けた株主に公開買付け価格に対する不満があったとしても (具体的には、公開買付け価格が買収対象会社の現在・将来の企業価値を反映した株式価値よりも低いと考え、公開買付けに応募することは望ましくないと判断したとしても)、自分以外の他の株主の多くが当該公開買付けに応募することにより、当該公開買付けが応募多数で成立し、少数株主として会社に取り残されて不当な扱いを受けるのではないかという不安、又は事後に公開買付け価格よりも低い価格で締め出されてしまうことへの不安から、不本意ながらも当該公開買付けに応募するようになることをいいます。

すなわち、株主の判断が公開買付けに応じる方向でゆがめられてしまうという状況を指して用いられる言葉といえます。そのため、公開買付けに強圧性が認められる場合、株主による公開買付けへの応募の判断に、公開買付けに応じる方向での圧力、つまり売却の圧力がかかることで、公開買付けの応募状況を通じた敵対的買収に対する株主の評価・判断は正しくは示されないという状況、言い換えますと、株主の多くが敵対的買収に反対の立場であっても、公開買付けが応募多数で成立してしまうという状況が生じ得るわけです。そのことは、より大きな問題としては、企業価値を毀損させる望ましくない買収であっても、公開買付けが応募多数により成立してしまうことにもつな

がりかねないと指摘されることがあります。例えば飯田秀総先生がそのご著書の中で指摘されているところです (飯田秀総『公開買付け規制の基礎理論』(商事法務、2015年)195頁参照)。

これに対しまして、買収防衛策としての新株予約権の無償割当ての実施に関する株主総会の判断について言いますと、株主は敵対的買収に賛成ならば実施に反対し、敵対的買収に反対ならば実施に賛成すればよいわけですから、強圧性の問題は通常は生じないと考えられます。ある株主が株主総会で買収防衛策に賛成票を投じたものの、仮にそれが反対多数で可決承認されなかったとしても、そのことに起因して、当該株主が敵対的買収者による公開買付けへの応募に関して不利益に扱われるということはないからです。

このように、ブルドックスソース事件で最高裁が、公開買付けへの応募を通じた株主の判断ではなく、買収防衛策の発動に関する株主総会決議を通じた株主の判断を尊重することとしたことは、公開買付けの強圧性の問題を踏まえれば、理論的には一応の説明が可能であると考えられます。

3. 判例法理が実務に与えた影響と勧告的決議の増加

買収防衛策の有効性を巡る判例法理が我が国の実務に与えた影響としまして、買収防衛策を導入・発動しようとする場面 (平時の事前警告型買収防衛策の導入の場面を含む) では、そのことの是非を巡る株主総会における株主の判断をできるだけ得ようとする実務慣行が形成されてきたということが挙げられます。

こうした実務慣行の例として、近年では、買収対象会社における株主意思を確認する観点から、買収防衛策の導入・発動の是非や敵対的買収者による株式の大量取得の是非に関し、買収対象会社の株主総会決議、中でも勧告的決議の形で株主総会決議が採られる事例が広く観察されるようになってい

ています。取締役会設置会社において、株主総会の権限事

項に含まれない事項について行われる決議のことを、一般に「勧告的決議」と呼んでいます。この勧告的決議については、株主総会の権限外の事項に係る決議であるため、それが可決承認されても、当該会社における多数株主の意思が明らかになるだけであり、勧告的決議によって新たな法律関係が生じるわけではなく、また、勧告的決議は、取締役会などの会社の機関を法的に拘束するものではないと解されています。

近年の裁判例におきましても、勧告的決議については、会社法上の株主総会の権限事項には含まれない、したがって法的効力が認められない決議であることを前提に、勧告的決議の無効確認の訴えにおける確認の利益を否定したり（東京地判平成26年11月20日判時2266号115頁）、勧告的決議を求める株主提案権の行使を否定したり（東京高決令和元年5月27日資料版商事法務424号118頁）するものが散見されるようになっていきます。

以下では、今日では多くの場合、買収防衛策の導入・発動を巡る株主総会決議は勧告的決議であるという事情も頭の片隅に置きながら、富士興産事件と東京機械製作所事件について、それぞれ検討を試みたいと思います。

Ⅲ. 富士興産事件

1. 事案の概要と裁判所の判断

富士興産事件の事案は、アスリード・ストラテジック・バリュー・ファンド（アスリード）らによる富士興産株式会社に対する敵対的公開買付けが開始された場面で、2021年6月11日に、富士興産の取締役会が買収防衛策（対抗措置）として差別的な行使条件等が付された新株予約権の無償割当ての実施を決議したというものです。富士興産事件の事案の詳細につきましては、レジュメの19ページ以下に〔参考1〕という形で整理しておきましたので、こちらも必要に応じてご確認ください。

2021年4月28日に開始されたアスリードらに

よる富士興産株式会社に対する公開買付けは、買付予定数の上限の定めのないいわゆる全部買付けであるとともに、買付予定数の下限は、公開買付け終了後のアスリードらの株券等所有割合が40%になるよう設定されていました。また、公開買付けの終了後に、公開買付価格と同額の金銭を対価としたキャッシュアウトの実施（株式の併合）も予告されていたという事案です。

富士興産事件の事案の私が考える重要な特徴としましては、次の2点があります。

- ①取締役会による当該無償割当ての実施に係る決議後であって当該無償割当ての効力発生日前に、富士興産の株主総会において当該無償割当ての実施等の是非を巡る株主意思を確認する機会が設けられており、実際に当該無償割当てを実施するかどうかは株主総会における株主意思に委ねられていたこと
- ②当該無償割当ての実施等の是非を巡る株主総会（勧告的決議）における決議要件は、普通決議とされていたこと

なお、当該無償割当ての効力発生日（2021年8月末日）前に当たる同年6月24日に開催された富士興産の定時株主総会では、当該無償割当ての実施等に係る議案につきまして、議決権行使総数の過半数を超える約66%の株主の賛成を得て可決承認されています。

原審決定に当たる東京地決令和3年6月23日（資料版商事法務450号151頁）は、以上の富士興産の取締役会の対応につきまして、同社の株主総会における株主の承認が得られなければ当該無償割当ての実施の撤回が予定されていたことを指摘したうえで、アスリードらによる「公開買付けについて適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保することができないことにより、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、会社の利益の帰属主体である株主自身により、判断させようとするものである」と述べまして、当該無償割当ては不公正発行には該当せず、株主平等原則の趣旨にも反しな

いとして、当該無償割当ての差止めを認めませんでした。

そのうえで、抗告審決定である東京高決令和3年8月10日（資料版商事法務450号143頁）も、原審決定で示された内容を基本的に引用したうえで、「抗告人〔アスリード〕の本件公開買付けに対して、相手方〔富士興産〕には買収防衛策を導入する必要性が認められ、買収防衛策の手段としての本件新株予約権無償割当ては、株主平等原則に違反するとも、あるいは著しく不正な方法によるものともいえない」とし、原審決定と同様に、当該無償割当ての差止めを認めませんでした。

その際に抗告審では、(a)当該無償割当ての実施の是非を判断する株主総会決議は「普通決議によるもので、その賛成は議決権行使総数の66%にすぎない」ことを問題視するアスリードの主張、及び(b)買収の是非を巡る「株主意思の確認は、株主総会決議によるのではなく、個々の株主の公開買付けへの応募の有無によるべきである」とするアスリードの主張が正面から取り上げられました。抗告審決定は、比較的詳細な理由を付したうえで、(a)、(b)のアスリードの主張をいずれも退けています。

まず、(a)の主張に対しましては、「新株予約権無償割当てについては、法律上、決議要件として特別決議を要するものとはされておらず、平成19年最決（ブルドックソース事件最高裁決定）は、対象となっていた会社において、定款で特別決議を要するものと定められていたという事実関係の下における判断であり、買収防衛策として新株予約権無償割当てを行う場合に、常に株主総会の特別決議を要すると解すべき合理的な理由があるとはいえない」と述べ、買収防衛策の必要性を判断する際の株主総会決議につき、普通決議による判断であっても尊重されるべきであるとしています。

次に、(b)の主張に対しましては、「本件公開買付けには強圧性の問題が全く生じないとはいえない」ということを指摘したうえで、「株主総会

において、本件公開買付けについての株主意思を確認することが不相当であるとはいえない」としています。

2. 取締役会による買収防衛策の発動決議後の株主総会による承認

富士興産事件では、取締役会により買収防衛策の発動（差別的行使条件等が付された新株予約権の無償割当ての実施）が決議された後で、その効力発生日の前に買収対象会社の株主総会における株主意思が諮られ、実際に買収防衛策を発動するか否かについては、株主総会における株主意思に委ねられていました。

このような順序で株主意思を問うタイプの買収防衛策の発動というのは、少なくとも私が認識している限り、富士興産事件よりも前の時点で他に例を見ないところではないと思われるのですが、取締役会による買収防衛策の発動決議後に株主の判断が示されるとしても、株主総会決議を通じた株主意思が買収防衛を是としない限り、買収防衛策の発動がその効力発生日前に中止（撤回）されることが十分に確保されているのであれば、そのことは、従来の我が国の判例法理の背後にある価値判断、すなわち買収防衛策の必要性の判断に当たっては株主総会決議を通じた株主の判断を重視すべきとする価値判断に何ら抵触するものではなく、問題ないものと思われます。

そのように評価するのであれば、富士興産事件では、買収防衛策の発動に際して買収対象会社の株主総会における株主の承認が実質的に要求されており、この点が、前回の研究会で扱われました日本アジアグループ事件と、買収防衛策の有効性を巡る裁判所の結論が正反対のものとなった最大の理由であると考えられます。

繰り返しになりますが、我が国の裁判所は、買収防衛策の有効性を判断するに当たり、当該防衛策の導入・発動が株主総会における株主の判断を経たうえで行われるものか、それとも取締役会限りの判断で行われるものかという点を重視してい

ることがうかがわれることからしますと、以上の両事件における裁判所の結論がまさに正反対であるということは、我が国の従来判例法理とも整合的に理解することができるように思われます。

3. 買収防衛策の必要性を判断する際の株主総会決議の決議要件

この点に関しましては、前回の伊藤靖史先生のご報告の中でも取り上げられていまして、既に前回扱った論点であるという位置付けになりそうですので、報告時間との関係もございまして、ここでは省略をさせていただければと思います。私の見解は、レジュメの方に記載しておりますので、ご確認いただければ幸いです。

4. 公開買付けに強圧性の問題は生じていない旨の主張と買収防衛策の発動

富士興産事件でアスリードは、全部買付けであってその後の公開買付け価格と同額の金銭を対価としたキャッシュアウト（株式の併合）の実施も予告している同事件の公開買付けには、強圧性の問題は生じていないと主張し、かかる主張の当否が争われました。

仮にアスリードらが主張するとおり、同事件の公開買付けには強圧性の問題が何ら生じていないのだとしますと、同事件は、公開買付けへの応募を通じた株主の判断ではなく、買収防衛策の導入・発動に関する株主総会決議を通じた株主の判断を尊重することとしている判例法理の正当化根拠が当てはまらない事案であるということもできますので、たとえ株主総会における株主の賛同を得た場合であっても買収防衛策の導入・発動は許されないとの議論、言い換えますと、株主による公開買付けへの応募の状況を通じて買収の是非が判断されるべきであるとの議論も、理論的には成り立ち得る事案であるということになります。

しかしながら、この問題につきましては、同事件の公開買付けにおける買付予定数の下限は、公開買付け終了後のアスリードらの株券等所有割合

が40%になるよう設定されており、株主総会の特別決議を確実に成立させるのに必要となる3分の2ではないことからしますと、「本件公開買付けに強圧性の問題が全く生じないとはいえない」とする抗告審の判断は妥当と言えるのではないかと考えています。

富士興産事件の株主としては、たとえアスリードらによる買収は富士興産事件の企業価値を毀損すると考えて反対の立場であっても、公開買付け終了後のキャッシュアウトの成否が公開買付けへの応募状況次第、又はキャッシュアウト議案に他の株主がどれだけ賛成票を投じるか次第であって確実とは言えない状況下では、アスリードらが会社支配権を取得した後の富士興産に少数株主として取り残されることへの不安から、不本意ながらも公開買付けに応募するという判断をする可能性がやはり認められるからです。

したがいまして、公開買付けへの応募を通じた株主の判断ではなく、買収防衛策の導入・発動に関する株主総会決議を通じた株主の判断を尊重することとしている判例法理の正当化根拠は、富士興産事件においても基本的には当てはまると言うことができ、そうであるとすれば、「株主総会において、本件公開買付けについての株主意思を確認することが不相当であるとはいえない」旨の判断を抗告審が示したことは、適切であると言えるのではないかと考えられます。

以上の理解に対しましては、あり得る反論としまして、富士興産事件で観察される程度の公開買付けの強圧性であれば、買収対象会社の株主意思を確認する方法として公開買付けへの応募を通じた株主の判断の方を優先することとし、たとえ株主総会における株主の賛同を得たとしても、買収防衛策の発動を認めないとするのも、確かに可能であるのかもしれませんが。

理論的な観点からは、個々の事案ごとに強圧性の程度を精緻に評価し、それが公開買付けへの応募を通じた株主の判断をゆがめてしまう程度というものを考察したうえで、買収対象会社の株主意

思を確認する方法として、公開買付けへの応募と株主総会決議のいずれが当該事案の下でより望ましいかを検討するという考え方にも、十分に合理性が認められるからです。

もっとも、実際の問題としましては、裁判所が仮処分事件の限られた時間の中で、微妙な強圧性の強弱の程度等を正確に判断し、どちらの方法がより望ましいかを当該事案の下で評価をするということは、現実には容易ではないようにも思われます。

そうであるならば、株主総会決議を通じた株主の判断を尊重するという判例法理が採用する考え方は、強圧性の程度がゼロ又は無視してよい程度に明らかに小さいと評価できる場合を除き、基本的には広く当てはまると考える方が、予見可能性や法的安定性を確保することにつながり望ましいと言えるようにも思われます。

なお、私自身が以前公表した論考（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）309-311 頁）の中では、日本アジアグループ事件における公開買付けについて、取締役会限りの判断に基づく買収防衛策の導入・発動を正当化するほど「強い」強圧性があるとは言い難いという評価を述べたことがあります。富士興産事件に関する以上の議論は、そのような日本アジアグループ事件における公開買付けの評価と矛盾するものではないと考えています。

日本アジアグループ事件では、取締役会限りの判断に基づく買収防衛策の発動が問題になっていたことからしますと、そのような発動は我が国の判例法理からすれば原則として認められず、例外的に発動が許容されるかどうかを判断する中で、同事件の公開買付けの強圧性の程度が問題となったものと整理することができます。

これに対しまして、今議論している富士興産事件は、株主総会決議を通じた株主意思に基づく買収防衛策の発動事案であり、公開買付けへの応募を通じた株主の判断ではなく、買収防衛策の導

入・発動に関する株主総会決議を通じた株主の判断を尊重することとしている判例法理の正当化根拠が当てはまる事案かどうか、つまり正当化根拠が当てはまらない例外的場面に当たるかどうかを考察する中で、同事件の公開買付けの強圧性の有無が問題となっているわけです。

このように、公開買付けの強圧性を根拠として展開されようとしている議論の内容や位置付けが大きく異なると考えられますので、日本アジアグループ事件では強圧性の強弱を問題にする一方で、富士興産事件の方では強圧性の有無を問題にすることとしても、議論の整合性の点で何か問題があるとは言えないのではないかと考えています。

5. その他（不公正発行該当性に関する判断）

富士興産事件の原審決定は、同事件における新株予約権の無償割当ての不公正発行該当性を否定するという結論を導き出すに当たりまして、「本件新株予約権無償割当てが、債務者〔富士興産〕の経営支配権に現に争いが生じている場面において、債務者株式の敵対的買収によって経営支配権を争う債権者〔アスリード〕らの持株比率を低下させ、経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持することを主要な目的としてされたものと推認することはできない」とします。すなわち、ブルドックソース事件のように買収防衛策の必要性和相当性を満たすことを理由に不公正発行該当性を否定するのではなく、主要目的ルールの判断枠組みに基づき、当該無償割当ての主要な目的が経営支配権の維持・確保にあるわけではないと判断し、不公正発行該当性を否定したわけです。

恐らくこの富士興産事件の原審決定は、当該無償割当ては株主に十分な情報と時間を確保するための措置であって、経営支配権の維持・確保を目的とする措置ではないと判断したのではないかと考えられるところです。また、富士興産事件の抗告審決定も、原審決定と同様に、当該無償割当てにつき、「経営支配権を維持することを主たる目

的としてされたものと推認することはできない」とします。

しかしながら、このような認定に対しては、主要目的ルールの判断枠組みを差別的行使条件等が付された新株予約権の無償割当ての場面で適用すること自体にいささか無理があるとする実務家からの指摘もあるところです（太田洋「富士興産事件原審決定と抗告審決定の検討と分析」旬刊商事法務 2275号（2021年）43頁）。当該無償割当てがアスリードらの持株比率の低下を意図した行為であることは明らかであると言えるのではないかと考えられてきて、そうであるとすれば、アスリードらによる敵対的買収を阻止する（すなわち経営支配権を維持する）ための措置であるということに認めたいうえで、買収防衛策を発動する必要性が認められるかどうかを富士興産の定時株主総会における株主の意思を踏まえつつ判断する方がより適切であったのではないかと考えられます。

仮にですが、十分な情報と時間を確保することが富士興産事件における当該無償割当ての主要な目的であると考えられる場合、富士興産事件で株主総会決議を通じた株主意思を問うことの位置付けそれ自体がやや不明瞭になるようにも考えられます。アスリードらによる公開買付けには情報と時間が不足すると株主自身が評価したことの一つの証拠になり、そのような株主の評価を裁判所としては尊重すべきであるという議論は可能ではあるのですが、そのように考える場合、情報と時間が不足するという株主の評価が当該無償割当ての速やかな実施を果たして正当化できるのかについて疑問の余地が生じるように考えられます。達成しようとする目的（脅威）に比して、手段が相当ではない可能性が生じ得るからです。

確かに、富士興産事件では、目的を達成するために今後選択する手段、つまり対抗措置の発動についても株主意思を確認しているとは言えるのですが、その点を踏まえるとしても、目的に比した手段の相当性について株主意思に委ねるといえることは果たして適切なのか。たとえ過剰な手段であ

っても、株主の多数が是とすれば問題なく選択できるという考え方は、少なくとも私が理解している限り、従来の判例法理の考え方からすると異質であるようにも思われます。

このように、当該無償割当ての主要な目的を情報と時間を確保するという点にあると理解しますと、いろいろと釈然としない問題が残ると言わざるを得ず、そうであるならば、買収防衛策を発動する必要性が認められるかどうかを富士興産の定時株主総会における株主意思を踏まえつつ判断するという、ブルドックソース事件の判断枠組みの方がより適切であったのではないかと考えているところです。

IV. 東京機械製作所事件

1. 事案の概要と裁判所の判断

東京機械製作所事件の事案は、アジア開発キャピタル及びその100%子会社であるアジアインベストメントファンド（以下「ADCら」という）による東京機械製作所に対する市場内（立会取引）における同社株式の買い集めを通じた敵対的買収の場面において、2021年8月30日に、買収対象会社である東京機械製作所の取締役会が、同社の株主総会決議を通じた株主の承認を得ることを条件に、買収防衛策として差別的な行使条件等が付された新株予約権の無償割当ての実施を決議したというものです。この新株予約権の無償割当ての実施につきましては、以下では「本件対抗措置の発動」と呼びたいと思います。また、東京機械製作所事件の事案の詳細につきましては、レジュメ21～23ページにおいて〔参考2〕として表の形でまとめていますので、こちらにも必要に応じてご確認くださいと思います。

東京機械製作所事件の事案の重要な特徴としては、①ADCらによる東京機械製作所株式の短期間での株式の買い集め、具体的には3か月弱の期間で約4割の株式を買い集めたという事案だったわけですが、この短期間での大量の株式の買い集めは、公開買付けを通じて行われたのではなく、

市場内での買い集めであったこと、及び②当該無償割当ての実施の是非を判断する株主総会において、ADCら及びその関係者と東京機械製作所の取締役及びその関係者（以下、これらの者を総称して「利害関係者」といいます）の議決権行使は認めないとされていたことが挙げられます。すなわち、いわゆる MoM 要件による決議が選択されたという点が、重要な特徴の一つであると考えられるところです。

なお、2021年10月22日に開催された東京機械製作所の臨時株主総会では、②に掲げた利害関係者を除く形で出席株主による議決権行使結果を集計したところ、78.96%の株主の賛成をもって本件対抗措置の発動（当該無償割当ての実施）は承認されています。

原審決定に当たる東京地決令和3年10月29日資料版商事法務453号107頁は、ADCらによる東京機械製作所株式の買い集めには相応の強圧性があると言うべきであると指摘し、「そうすると、債務者〔東京機械製作所〕取締役会が、本件株主意思確認総会において、MoM要件をもって本件対抗措置の発動に関する承認議案を可決する決議をする……こととしたことも、……直ちに不合理であるとはいえない」と述べたうえで、結論として、「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こととはでき」ず、「株主平等原則の趣旨に反するものではない」と判示しました。

また、抗告審決定に当たる東京高決令和3年11月9日（資料版商事法務453号98頁）も、MoM要件による決議を選択したことの妥当性に関し、ADCらによる東京機械製作所株式の買い集めには強圧性があることは否定できないと指摘したうえで、「本件株主意思確認総会の手続に適正を欠く点があったとはいえ、……上記判断〔本件対抗措置の発動が必要である旨の株主総会における株主の判断〕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」と述べまして、原審決定と同様に、新株予約権の無償割当ての差止めを認め

ませんでした。

以上の抗告審決定に対し、ADCらは特別抗告及び許可抗告の申立てをしましたが、最決令和3年11月18日（資料版商事法務453号94頁）は、特別抗告については特別抗告の事由に該当しないとして棄却するとともに、許可抗告についても、所論の点に関する抗告審の判断は正当として是認することができるとして棄却しています。

2. MoM 要件による株主意思の確認と勧告的決議

東京機械製作所事件における最大の争点は、買収防衛策の導入・発動の是非を判断する株主総会決議において、敵対的買収者であるADCら及びその関係者と買収対象会社である東京機械製作所の取締役及びその関係者、すなわち利害関係者が保有する株式の議決権行使を認めない形で行使結果の集計をした東京機械製作所の対応が許容され、買収防衛策の導入・発動を巡る同社の株主総会の判断を、ブルドックソース事件最高裁決定に代表される我が国の判例法理に従い、裁判所として尊重してよいかどうかという点にあると考えられます。

この問題に関しまして、確かに会社法は、株主総会決議につき特別の利害関係を有する株主であってもその者の議決権行使を否定せず、ただしその者の議決権行使により著しく不当な決議がされた場合についてのみ、決議取消訴訟の対象になると規定しています（会社法831条1項3号）。

もっとも、勧告的決議につきましては、会社法上の株主総会決議に関する規律は当然には及ばないと考えられることからしますと、敵対的買収者に代表される利害関係者の議決権行使を認めない形で行使結果の集計をするという扱いも、問題となっている個別具体的な事案の下でそうすることの合理性が認められる限りは、許容される余地はあるのではないかと思います。勧告的決議とは、その法的効力という点では、やや乱暴な言い方をしますと、株主を対象としたアンケート調査を株主総会という場を通じて行っているにすぎないと

も言えることからしますと、当該事案の下でアンケート調査の手法として合理的である場合には、会社法上は許されていない対応であっても許容される余地はあると解されるからです。

したがって、そのように考えていきますと、問題は、本件で MoM 要件による決議を選択したということに、本件の個別具体的な事案の下において合理性が認められるかどうかという点にあると考えられます。

3. 本件で MoM 要件による決議を選択したことの当否

(1) 問題の所在

東京機械製作所事件のように買収防衛策の必要性の判断が問題となる場面で、敵対的買収者に代表される利害関係者の議決権行使を認めない形で行使結果の集計をするという扱いが許容されるかどうか、すなわち MoM 要件による決議に合理性が認められるかどうかを検討するに当たりましては、問題となっている事案を精査することで、利害関係者が保有する株式の議決権行使を認めない形で集計をしたこの集計結果について、買収防衛策の必要性に関する株主総会決議を通じた多数株主の意思の適正な発現であると評価できるかどうか判断の分かれ目になるように思われます。

我が国の判例法理が採用する判断枠組みは、原則として、勧告的決議を含む株主総会決議を通じた多数株主の意思が買収防衛を是とする場合に買収防衛策の必要性を認めるというものであるため、当該事案の下で株主総会決議を通じた株主意思の適正な発現であると評価できる場合には、利害関係者が保有する株式の議決権行使を認めずに集計された決議、すなわち MoM 要件による決議であっても、その内容を裁判所としては尊重すべきということになるからです。

(2) ADC らによる株式買い集めの手法と MoM 要件による株主意思の確認

それでは、東京機械製作所事件の事案において、

敵対的買収者である ADC ら及びその関係者が保有する株式の議決権行使を認めない旨の扱いをすることは、集計結果が株主総会決議を通じた多数株主の意思の適正な発現となることを後押しする事情と位置付けられるのだろうか。それとも、適正な発現であるということを困難にする事情に当たるのだろうか。

この問題を考えるに当たり本件で特に注目すべきであると思われる事情は、本件の原審決定及び抗告審決定においても詳細に認定されているところではあるのですが、短期間に市場内で東京機械製作所株式の約 4 割を買い集めた ADC らの買収手法であるといえそうです。

これに対しまして、以上の議論、すなわち ADC らの買収手法に着目して本件で MoM が正当化されるかどうかを考察するという議論とは別の議論として、買収者と残りの株主とはそもそも利害状況が異なることを理由に、MoM 要件による決議の合理性を見出そうとする立場が紹介されることもあります（山下徹哉「市場内取引による支配権取得・株主意思確認・MoM 要件」ジュリスト 1572 号（2022 年）98 頁参照）。しかし、買収者による買収に賛同して、又は少なくとも現経営陣による経営が継続するよりも望ましいと考えて、当該買収者に株式を売却するという選択をする株主の存在を踏まえたと、そのような株主から当該買収者に対して売却された株式については、当該買収者による買収防衛を否とする議決権行使を認めることこそがむしろ株主意思の適正な発現に資すると考えることができますので、単に利害状況が異なるというだけでは、MoM 要件による決議を正当化する必要十分な理由にはならないのではないかと解されます。

したがって、利害状況が異なるというのは確かに一つの指摘だとは思いますが、それだけでは理由としては足りず、プラスアルファの事情として、株式の買い集めの手法に問題があることなどを理由に、当該買収者に売却された株式については必ずしも買収に賛同して売却されたわけで

はないということが、MoM 要件の採用を正当化するためには指摘される必要があると考えます。

そうすると、本件でやはり着目して議論しなければならない点は、本件における ADC らの買収手法ということになりますが、具体的には、本件で ADC らは、市場内での買い集めを通じて3か月弱の期間で東京機械製作所株式の約4割を買い集めているわけです。そして、①上場を維持する予定であることや二段階買収による非公開化については特に予定していないことを明言しているという点に加えまして、②東京機械製作所の支配権取得後の経営方針や事業計画について具体的に明らかにしていない点、つまり ADC らは、支配権取得後の経営方針について現経営陣に引き続き経営を委ね、議決権行使を通じた東京機械製作所の企業価値・株主価値の向上を図ることなどを表明するだけで、それ以上に経営方針や事業計画について具体的に明らかにしていないわけですが、これら①、②の点を踏まえますと、ADC らによる株式の買い集めについては、相当程度の強圧性を有し得ると言えるのではないかと考えています。先行評釈の中にも、このような理解を示すものが少なくありません（田中亘「防衛策と買収法制の将来(上)」旬刊商事法務 2286号(2022年)7頁、久保田安彦「敵対的買収防衛策をめぐる近時の裁判例の動向(下)」法学教室 501号(2022年)59頁、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(下)」旬刊商事法務 2292号(2022年)43頁等）。

これに対しまして、本件の市場内での株式買い集めには強圧性はないとする分析もあります（黒沼悦郎「市場買付けは買収防衛策を正当化するか—東京機械製作所事件を題材に一」Law and Practice 16号(2022年)51頁）。こうした見解の相違は、強圧性の問題というのは結局のところ、一般株主の受け止め方の問題に究極的には帰着するように思われまして、そうすると、①、②が一般の投資者の行動にどのような影響を与え得るか（どのように受け止められる可能性が高いといえ

るか）に関する論者による認識の違いに、主として起因するものであるとも考えられそうです。

ですから絶対に正しい答えというものはあるわけではなく、大変悩ましい問題ではあるのですが、私の現時点での認識としましては、ADC らによる支配権取得後の経営に関する情報等が十分ではない中で、東京機械製作所の企業価値の毀損を懸念し、もしくは少数株主の利益をないがしろにするような経営が行われるのではないかとということ懸念し、同社に少数株主として取り残されることへの不安から、不本意ながら保有株式をいち早く市場で売却するという行動に出る投資者がいても不自然ではないと考えまして、ADC らの市場内での株式買い集めは、やはり強圧性を有し得る態様のものであったと考えています。

そのように考えますと、ADC らが市場内で買い集めた東京機械製作所株式について、当該株式の元株主、すなわち売主が ADC らによる買収に賛同しているから当該株式を売却したと一般に推認することは必ずしも適切ではない事案であるということができませんので、当該株式について株主総会で ADC らが買収防衛策に反対する方向で議決権行使をすることを認めるべきではないという議論が成り立ち得るように思われます。強圧性が相当程度認められる状況下で買い集められた株式であると解されることからすれば、買い集められた株式の全てについて、買収者による買収を是とする方向での（すなわち買収防衛を否とする方向での）議決権行使を認めることは、多数株主の意思の適正な発現を阻害する要因であって、適切ではないと考えることができるからです。

そうしますと、本件の原審決定及び抗告審決定は、ADC らによる株式の買い集めにおける強圧性の存在やその程度を中心的な理由として、利害関係者が保有する株式の議決権行使を認めない形で集計された株主総会決議であっても、その内容を裁判所としては尊重すべきという立場を示していますが、妥当な判示であると評価できるとともに、そのような立場は、従来の我が国の買収防衛策を

巡る判例法理及びその背後にある考え方からしても異質なものではないと解されます。

こうした分析に対しましては、ADC らによる買収の試みという事実関係が大量保有報告書の提出を通じて公表される前に市場内で買い集められた分については、以上の分析、すなわち ADC らによる買収手法に着目することで本件では MoM を正当化することができるという分析は成り立たず、したがって公表前の時点で 26%強もの株式を買い集めていた本件では、以上の分析に基づく限り、むしろ結論は逆になるはずであり、「本件における MoM 要件の利用ですら過剰であるという評価になるだろう」とするかなり強い批判があるところです（山下・前掲 98-99 頁）。

しかし、この批判に対しましては、ADC らによる買収の試みの事実関係が公表される前の市場内における短期間での株式の買い集めについては、公表後の買い集めの場合と比べますと、むしろより明確に、元株主、すなわち売主が ADC らの買収に賛同しているから当該株式を売却したと推認することはできないと考えることができるように思われます。買収の意図が市場に伝わっていない中での株式の売却であるためです。

したがって、公表前に短期間に市場内で買い集められた株式については、株主意思確認総会で ADC らが買収防衛策に反対する方向で議決権行使をすることを認めるべきではないという議論は、むしろ逆により説得力を持つと言えるのではないかと考えていまして、上記の批判が指摘する公表前の時点で ADC らが（3 か月弱の期間で）26%強もの株式を買い集めていたという事実関係は、本件における MoM 要件による決議の合理性を否定する方向で働く事情には当たらないと私は考えています。

話がややこしくなりましたので少し整理をしますと、MoM 要件による決議が正当化されるうえで、株式の買い集めの場面における強圧性の議論が必要となるのは、買収の試みが公表された後の株式の買い集めについてであると考えます。すなわち、

買収の試みが公表された後の株式の買い集めについては、仮に強圧性の問題がゼロ又は極めて小さいと言えるのであれば、当該買収者に株式を売却する元株主、すなわち売主の意図として、当該買収者による買収に賛同するから当該株式を売却した、言い換えますと現経営陣の経営により今後実現される価値よりも高い対価で買い取ってくれると考えているから当該株式を売却したと通常は評価することができ、そうであるならば、買い集めた株式について、当該買収者による買収防衛を否とする議決権行使を認めることこそがむしろ株主意思の適正な発現に資すると考えることができるわけです。

したがって、そのような推論を否定するためのロジックとして強圧性の議論が必要になると位置付けられまして、これに対し、買収の試みが公表される前の短期間での株式の買い集めについては、当該買収者による買収に賛同して株式を売却したという推論自体がそもそも成り立たないことから、MoM 要件による決議を正当化する上で強圧性の議論は必ずしも必要ではないといえそうです。このような位置付けで強圧性の議論を整理しますと、上記の批判が述べるように、確かに本件では、26%強もの株式が買収の意図が公表される前に（3 か月弱の期間で）買い集められていたという事情がありますが、こうした事情を踏まえたとしても、本件における ADC らによる株式の買い集めの手法を全体で見ると、そのような買収手法は本件で MoM 要件による決議を正当化する事情に当たると整理ができるのではないかと考えています。

（3）市場内買い集め（一般）と MoM 要件による株主意思の確認

本件では、原審決定及び抗告審決定において、MoM 要件による株主意思確認決議が是認されましたが、これまで見てきましたように、本件の敵対的買収者、すなわち ADC らによる株式の買い集めの態様の特殊性とその評価に起因して、買収防衛

策の発動を巡る株主意思確認決議において ADC らの議決権行使を認めないという対応が正当化されると考えられる点には、やはり十分に留意する必要があるように思われます。

こうした点を踏まえますと、本件の原審決定や抗告審決定に関して、買収防衛策の導入・発動を巡る株主総会決議を採る際に、買収者が保有する株式については議決権行使を認めないという対応が広く許容されるとした先例であるなどと評価することは、避けなければならないだろうと考えています。東京機械製作所事件に関する先行評釈の中には、本件の抗告審決定について、「強圧性がある場合でなければ、MoM 要件を利用することができないと述べているわけではないことをとらえて、買収防衛策に関する株主意思の確認に際し、MoM 要件を利用することが広く認められ得ると解することもあり得よう」とするものもありますが（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(中)」旬刊商事法務 2291 号（2022 年）48-49 頁）、私自身の立場としては、上で述べました理由から、本件の抗告審決定について、このように MoM 要件の利用を広く認めるものとして理解することには賛成できないと考えています。

より問題となりそうな点としましては、本件の原審決定及び抗告審決定について、一般に、市場内で大量の株式を買い集める形で買収を行う場合に MoM 要件による株主意思確認決議を是認した先例として評価してよいかという点であるように思われます。

先行評釈の中には、そのような方向性の理解を示すものが少ないところです（久保田・前掲 61 頁、太田洋「東京機械製作所事件をめぐる一連の司法判断の概要と射程(下)」旬刊商事法務 2284 号（2022 年）22 頁等）。もっとも、この問題につきまして、私自身の立場としては、あくまで事案次第であって、市場内での大量の株式の買い集めと一くくりにして論じることは必ずしも適切ではないと考えています。市場内で大量の株式を買い

集める場合であっても、強圧性の程度が極めて小さいと考えられるケースというのも想定できないわけではないからです。

例えば、現在の買収対象会社の経営陣と友好的な買収者による公開買付けが全部買付けの形で既に開始されている中で、当該公開買付けの買付価格が買収対象会社の企業価値に比して低いと考えられることなどを理由に、新たな買収候補者が当初の公開買付けに反対する旨を公表したうえで、当初の公開買付けの公開買付期間中にまずは市場内で株式を買い集めるという事例を考えてみますと、この場合、公開買付けに応じるのではなく、新たな買収候補者に市場内で買収対象会社の株式を売却するという選択をした株主は、当該買収候補者による市場内での買い集めに強圧性があったから不本意ながら同人に株式を売却せざるを得なかったとは考え難いように思われます。むしろ、非公開化を目的とした当初の公開買付けの低額な買付価格による公開買付けに不満を覚えて、市場内で新たな買収候補者に株式を売却することを選択した可能性の方が高いのではないかと考えられるわけです。

ですので、市場内で株式を買い集めるタイプの買収については強圧性が認められるから MoM 要件による決議が正当化できるという議論は、そこまで一般化して理解することには疑問の余地があるようにも思われまして、私自身の立場としては、あくまで事案次第で考える必要があるのではないかと考えています。

4. 時間及び情報の確保と企業価値毀損との関係

東京機械製作所事件の抗告審決定では、「抗告人〔ADC〕ら以外の株主の大多数において、当該株主が抗告人らによる相手方〔東京機械製作所〕株式の上記買付行為について適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保することができないことが、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害することになり、それを防止するために本件對抗措置〔差別的な行使条件等が付された

新株予約権の無償割当て]を発動することが必要と判断したものということができる」と判示されていますが、抗告審決定におけるこの部分の判示については疑問があります。株主が十分な情報と時間を確保することができないことが、直ちに企業価値の毀損や株主共同の利益の侵害を生じさせるとすることには論理の飛躍があると言わざるを得ず、説得的ではないからです。

また、本件では、差別的な行使条件等が付された新株予約権の無償割当てを実施する旨の議案について、MoM要件に基づく決議により約79%の株主の賛同を得ているわけですが、これらの株主が当該議案に賛同した理由は、十分な情報と時間を確保できないということに限定されるわけではないとも考えられそうです。実際には、情報と時間の不十分性だけでなく、当時、東京機械製作所の取締役会が問題視していたその他の様々な事情（東京機械製作所の取締役会は、例えば、ADCの内部管理体制には重大な懸念があること、ADCは継続企業的前提に重大な疑義があり資金の調達経路も不明確であること、東京機械製作所の従業員や取引先がADCらによる株式の買い集めに対して反対や懸念を表明していることなども理由に挙げて、当該事案への賛同を株主に対して呼びかけていました）も考慮したうえで、企業価値又は株主共同の利益が害されるかどうかに基づいて検討し、当該議案に賛同したと考える方が自然であるように思われます。

5. その他（部分買付けとMoM決議）

最後に、本件の原審決定及び抗告審決定の判示内容の分析という観点からは少し離れることにはなるのですが、部分買付けとMoM要件による決議という問題について少しだけ述べさせていただきます。

近年の学説上は、公開買付けにおける部分買付けと全部買付けとを区別したうえで、部分買付けの場合には、強圧性の問題への対処という観点から、買収防衛策の導入・発動の是非を巡る株主総

会決議において、買収者及びその関係者が保有する買収対象会社の株式については議決権行使を認めるべきではないとする見解が有力に主張されています（飯田秀総「買収防衛策の有事導入の理論的検討」旬刊商事法務2244号（2020年）10頁）。

この見解は、飯田先生のご論文で主張されている見解ですけれども、強圧性の問題への対処という観点からMoM要件による決議を肯定するという点で、この見解と本件の原審決定及び抗告審決定とは共通する面があると言えます。そのことからしますと、本件の原審決定及び抗告審決定を踏まえて、今後は部分買付けの場面でMoM要件による決議が許容されるか否かといったあたりが争点となる事案が出てくることも予想されると思います。

もっとも、部分買付けの場面でMoM要件による決議が許容されるかどうかにつきましては、市場内での大量の株式買い集めの場合とは異なり、慎重に検討すべきであるとする見解もあります（田中亘「防衛策と買収法制の将来(下)」旬刊商事法務2287号（2022年）38-39頁）。この見解は、部分買付けについては、市場内での買い集めに比べれば強圧性の程度は深刻ではないことや、別途買付けが禁止されるため、株主意思確認総会の基準日までに株式を買い増すことができないことなどを理由として挙げます。

それでは、部分買付けの場合のMoM要件の採否という問題について私自身はどう考えるのかということですが、市場内での株式買い集めの際に議論したことと同様ということになるのですけれども、あくまで事案次第であって、部分買付けと一くくりにして論じることは必ずしも適切ではないと考えているところです。部分買付けと一言で言っても、例えば買付け後の議決権割合や買収後の買収者の行動についての情報といった要素によって、実際には強圧性の程度は変わり得ると考えられるからです。

とはいえ、近年の学説が指摘するように、部分買付けと市場内での株式の買い集めとで、類似す

る点と異なる点があるということは確かではありませんので、こうした異動に着目しつつ、建設的な議論を積み重ねていくことの必要性を否定するつもりはありません。そうした議論の積み重ねというのはもちろん必要であって、有益であると考えています。

以上で報告を終えさせていただきたいと思えます。どうぞよろしくお願ひいたします。

~~~~~

#### 【討 論】

○伊藤 ありがとうございます。

それでは、ご報告の内容について、まとめて議論させていただければと思います。ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

#### 【市場内買い集めにおける強圧性の問題】

○黒沼 いきなり東京機械製作所の方の質問をして申し訳ないのですが、この判決は、市場内取引での強圧性の問題を、株主が十分な投資考慮をすることができない状態で、会社の企業価値の毀損のリスクを回避し、また市場内買付けによって上昇した株価が下落する前に早く株式を処分してしまいたいとする売却に向けたインセンティブというふうに定義をしているのですね、抗告審ですけども。これって、前段と後段では別のことを言っているんじゃないかと思うのです。

前段は、企業価値の毀損のリスクを回避するために売却する。後段は、株価が上がっているから、下がらないうちに早く売却する。これはどちらも強圧性の問題なのですか。本来、強圧性の問題として議論すべきは前段であって、後段ではないように思うのですけれども、その点はどのようにお考えですか。

○白井 その点は私も黒沼先生のお考えに同感でして、あくまで強圧性の問題というのは、企業価値または株主価値が今後毀損されてしまう可能性について不安を覚え、そのような会社に取り残

されてしまうことへの不安から、株式売却に関する判断が（売り方向での圧力がかかる形で）ゆがめられてしまう問題をいうと考えていますので、前段こそが強圧性の問題だと考えています。

○黒沼 ありがとうございます。

そうしたら、この事件で裁判所は、先生のレジュームにもあるように、上場を維持する予定であるということや、二段階買収について特に予定していないと明言していることとか、取得後の経営方針や事業計画について具体的に明らかにしないで市場で買い集めているから、強圧性があるというふうにとっていると思うのですね。

○白井 はい。

○黒沼 そのことは、この買収者が支配株主になったら企業価値が毀損するかもしれないと投資家が不安を覚えて売却する圧力を受けるところにつながっていると思うし、そのことは白井先生も指摘されているのではないかと思います。しかし、買収者がどのような者であるかとか、支配権を取得した後でどうするかが分からないということは、逆に言えば、いい経営をしてくれて企業価値が上がるかもしれないというふうに思う投資家もいるのではないかと思うのです。

その不確実性というのはどちらの方向にも働くように思うのですけれども、そうすると、株式を売らないとか、さらに株式を買い増す株主がいてもおかしくないもので、私は、このこと自体は強圧性の源泉にはならないと思っているのですけれども、この点はどのようにお考えでしょうか。

○白井 ご指摘ありがとうございます。不十分にしか支配権取得後の経営に関する情報を出さない、しかもキャッシュアウトもする予定はないという買収者なので、私自身は、そういった買収者が支配権を取得した後で少数株主として会社に取り残されるということは、少数株主の利益をないがしろにするような今後経営が行われるのではないかということなどを株主は懸念せざるを得なくなり、不安に思うから今のうちに市場で株式を売りたいという方向で圧力がかかるのではないかと

考えたわけですが。けれども、確かに黒沼先生のおっしゃるように、可能性としては、情報が無い以上は、企業価値を高めてくれる買収者なのかもしれないと考えて、あえて会社に残りたいという選択をする株主もいるかもしれないということは、考えられないではないところだとは思いますが。

そうしますと、あとは、不十分にしか支配権取得後の経営に関する情報を出さないという買収者について、そのことが支配権取得後の企業価値または少数株主が享受することになる株主価値に与える影響という観点から、一般株主にどのように受け止められるかといった一般株主の受け止め方（一般株主の認識に対する評価）の問題になりそうです。なお、仮に企業価値を高めることができるとしても、日本の場合、支配株主に信託義務のような少数株主に対する衡平法上の義務が課されていけませんので、従属会社が得た利益を支配株主が搾取し独占してしまうというケースもあり得ると思います。この場合、たとえ企業価値が向上しても、少数株主にとっては利益が損なわれるという事態になると思うのですけれども、そのような可能性が懸念される場合には、たとえ企業価値が向上するとしてもやはり株主には強圧性が生じ得るように思われます。したがって、不十分にしか支配権取得後の経営に関する情報を出さないという買収者について、支配権取得後に対象会社の企業価値が損なわれるのではないかという懸念、又は、仮に企業価値自体は損なわれないとしても、不適切な搾取が行われるのではないかという懸念を、多くの一般株主に対して生じさせ得るかどうかが、言い換えれば、そのように懸念を抱く株主が多いといえるかどうかという、結局のところは、一般株主の認識に対する評価の問題になると思うのです。

○黒沼 そうなんです。

○白井 その上で、評価の問題としては、私自身は、東京機械製作所事件の買収者はあまりに情報開示の程度が不十分であり、そうしますと、一般株主にとっては、そのような者が会社支配権を

取得することは、取得後に何をするか分からない、少数株主の利益を害しかねないという不安を与えることが予想される事情であると評価しまして、売り圧力がかかるのではないかと考えました。

○黒沼 TOB の強圧性というのは、情報を出せば出すほど強化されるんじゃないのですか。オール・オア・ナッシングの TOB ではない場合を前提にすると、買収者の情報が出れば出るほど、買収者に関する情報が明確であれば明確であるほど、強圧性が高まるのではないのですか。

つまり、よい買収者であるほど買収は成功せず、悪い買収者であるほど買収は成功してしまう。

○白井 どのような情報が出されるのか次第の面もあると思いますが、オール・オア・ナッシングの TOB でない場合を念頭に置けば、一面ではそうなり得ると思います。

○黒沼 だから、TOB では、情報が出れば出るほど強圧性が高まると考えられていると思うのです、少なくとも学説では。しかし、この裁判所は、情報が無いことが強圧性を高めると考えているように思うのです。

○白井 前段部分が常にそういう理解になるかということでは少し疑問がありまして、情報を出せば出すほど強圧性が高まるというのは、企業価値又は株主価値を毀損するような買収者である旨の情報の開示が念頭に置かれているように思われますが、その一方で、情報が出ないこと自体が、報告で申し上げたように一般株主に不安を生じさせるという意味で強圧性の原因になることも十分に考えられるように思います。また、企業価値を高める経営を行う旨の情報の開示を考えますと、情報が出されることが強圧性を高めることにはならないわけです。

○黒沼 いや、そうしたら残ろうとするでしょう、全部買付けでない限り。

○白井 ですから、そのようなフリーライドの可能性を考慮すれば、企業価値・株主価値を高める旨の情報を開示することができる買収者としては、多くの場合、二段階買収の仕組みを採用し

キャッシュアウトすることが予想されるように思います。

○黒沼 本件では、二段階買収は考えていないと言っているわけですから、二段階買収でないということを前提にすると、TOB と市場内買付けのどちらが強圧性が高いかという、TOB の方が強圧性が高いのではないですか。

○白井 確かに本件では、二段階目のキャッシュアウトを全く考えていない旨を買収者が宣言しています。今後対象会社の企業価値を高めることに自信があり、その旨の情報につき説得力を持って開示することができる買収者であれば、少なくとも予定（TOB への応募次第の面がある）という意味では、キャッシュアウトを予定することが想定されるわけです。その場合、どんどん情報を出していけばいいという話で閉じると思うのですが、本件のようにキャッシュアウトはやらないし、そもそも上場も維持すると言っている買収者でありながら、企業価値を高めることに自信がある、しかし市場内買い集めであって TOB 規制はかからないため情報は出さないとする者については、一般株主が今後不安を抱き株式の売り圧力が生じ得ると考えることは不自然ではないと思います。キャッシュアウトをせず上場を維持するという点につき、東京機械製作所事件の買収者が一体何を意図してそういうことを言っているのかよく分からないのですけれども、対象会社の企業価値を本当に高めることができると思っているのであれば、そのことは株主に対してフリーライドを促すことになるので、そもそもの議論の前提自体がやや不自然だなあとも思うのですが……。その意味では、東京機械製作所事件の事案に依拠しつつ、一般論として市場内買い集めにおける強圧性の問題（TOB の場合との比較）を論じることに、私自身、違和感があるのかもしれない。

【買収者以外の株主についての株主総会における特別利害関係人の該当性】

○黒沼 分かりました。その部分買付けを認め

るかどうかというところから分岐しますから、いろいろな意見があると思うのです。

もう一点だけお願いします。MoM 要件の話ですが、MoM 要件も最終的には、本件では強圧性の有無や程度によって判断が異なってくるという結論なので、その点、私はある意味では賛成するのですけれども、そもそも特別利害関係人とかいう話が出てくるのであれば、特別利害関係人というのは株主総会決議によって利益を受ける者であって、不利益を受ける者はおよそ特別利害関係人にならないのではないかと思います。

そして、本件の東京機械製作所の買収防衛策は、もし買収者が突っ走ると買収者に経済的損害が生じるという防衛策だったと思うのですが、仮に買収者が撤退しなくても、直ちに経済的損害が生じるような買収防衛策であれば、買収者以外の株主が全員特別利害関係人に当たるのではないかと思います。そもそも先生が特別利害関係人に当たるかどうかという議論から出発されたので、その点をどういうふうに考えるかということも教えていただければと思います。

○白井 すみません。あまり考えていなかった論点なので、先生のご議論にちょっと頭がついて行っていないのですが、特別利害関係人に当たるかどうかという観点で出発したというつもりはなく、勧告的決議は会社法上の株主総会決議ではなく法的効力の点ではアンケート調査のようなもので、当該事案の下でアンケート調査の手法として合理的といえるなら認められてよいだろうという発想だったのですが……。

○黒沼 本件でもし定款変更して株主総会決議でやるとしたら、誰が特別利害関係人に当たるかどうかというのを考えなければいけないという、そういうお考えですね。

○白井 仮に株主総会決議で定款変更してやるとした場合には、特別利害関係人の該当性は、会社法 831 条 1 項 3 号が存在する以上、一応は問題になり得るように思います。

○黒沼 そうしたら、買収者以外の株主全員が

特別利害関係人になるのではないのでしょうか。

○白井 買収者以外の株主全員が会社法 831 条 1 項 3 号の特別利害関係人になるというのは、考えていなかったのですが、すみません、ちょっと頭がついて行っていません。本件の決議によって買収が阻止されるのではなく、買収者が突っ走る場合のことですかね……。

○黒沼 もし買収者が突っ走れば、買収を強行しようとする、買収者に経済的不利益が生じ、その分、他の株主は経済的な利益を得ますよね。

○白井 それは確かに得ると思います。

○黒沼 そうすると、決議が成立すれば、成立しない場合に比べて他の株主は経済的利益を受ける可能性が高まりますよね。それで特別利害関係性を生じさせないのでしょうか。

○白井 確かにそうかもしれませんが、そこで得られる利益というのは、一般に全株主が享受できる利益ですよ。

○黒沼 いや、他の株主が。

○白井 確かに買収防衛策が発動されれば、買収者だけが損をして、買収者以外の全株主は得をするという関係にはありますね。とはいえ、その問題は、究極的には、株主平等の原則又はその趣旨に反する内容の決議を株主総会で行うことができるか、すなわち株主総会で多数決をもって株主間の富の移転を認めてよいのかという問題に、究極的にはなっていくと思うのですけれども、買収防衛の必要性和相当性が認められれば是認してよいというのが判例の立場で、そうである以上、特別利害関係人の問題も生じないと解してよいのではないかと思われるのですが……。

○黒沼 本件の場合は、他の株主について、特別利害関係性はないとすれば、このような判断は正当化できるとは思うのですが。

○白井 本日の報告では全く考えていなかった論点ですが、黒沼先生のおっしゃるとおり、考えなければいけない大事な点だと思います。配当決議のように全株主が一律に利益を受ける内容のものであれば、特に問題にする必要はないけれども、

一部の株主だけが損をして、残りの全株主が利益を受ける内容の決議を株主総会で採った場合には、得をする大多数の株主について会社法 831 条 1 項 3 号の特別利害関係と言えるのではないかという議論は、確かにあり得るところかもしれないですね。

ただ、そうすると、株主平等の原則又はその趣旨に抵触し得るような、一部の株主だけに不利益を課す可能性のある内容の決議を株主総会の多数決で正当化するということが、そもそも認められてよいのかという問題になっていくと思うのですけれども……。

○黒沼 私は、ブルドックソース事件の判決が出たときに、買収者に経済的損害を与えないような防衛策は役に立たないと、買収者に経済的損害を与えるような防衛策は平等原則違反だというふうに思ったのですが、そういうところから来ているものですから、こういう質問をさせていただきました。

○白井 結局のところ、現実問題として、買収の是非を巡る適切な判断主体が株主以外には考えられないという点が、以上の問題を検討する前提としてあるように思われます。裁判所が買収の是非を適切に判断できればよいのでしょうかけれども、それは現実には難しいわけで、また保身の可能性から対象会社の取締役にも自由に判断させるわけにはいかない中で、株主が買収の是非を判断するという次善の策をとる以上は、株主の多数決を持って平等原則に抵触する行為も是認できるとすることは、それが相当な手段である限りは、ある種の割り切りとして仕方ないということかなとは思いますが、確かに、従来の考え方、すなわち従来の株主総会における特別利害関係とか株主平等の原則といった考え方からして釈然としない面があるという点は私も同感でして、先生のご指摘の点はよく分かるところです。もう少し考えてみたいと思います。ご指摘ありがとうございます。

○黒沼 ありがとうございます。

### 【株主総会における意思確認の対象】

○松尾 ご報告ありがとうございます。

私も今の点にちょっと関係することで、東京機械製作所に関するところですが、今のお話を聞いていても、株主の意思確認というのは、何の点についての意思確認なのかというところでやはりいろいろ違ってくると思っています、レジュメ 17 ページの脚注 60、松中学先生のご論文で主に扱われていたところかと思うのですが、仮に十分な情報と時間を確保することだけが対抗措置発動の目的だとすると相当性に欠けるのではないかというのは、現にやっている買収方法以外の方法でも買ってはならないと言っていたからと、そういうご趣旨ですか。

今回の対抗策が発動されてしまうと、今買っているその方法をやめなさいだけではなくて、他の方法による、例えばその後強圧性の問題がない形で公開買付けをしようとしても、それも封じるようなものになっていたのでは、相当性が欠けると、そういうご趣旨という理解でよろしいでしょうか。

○白井 ご指摘ありがとうございます。報告の際には、東京機械製作所事件の事案の説明のところでは省略してしまったのですが、具体的には、同事件では、買収者が対象会社に対して誓約書を提出すれば、株主意思を確認するための総会決議を経た買収防衛策であっても、実際には発動しない（発動を留保する）ことが事前に対象会社によって明らかにされていたところ、その誓約書の内容については、買収者が今後公開買付けによる場合も含めて、今後対象会社株式の買付けをしない（大規模買付行為等を実施しない）ことを誓約することを求めていました。ですので、仮に株主総会で示された株主の意思の内容が、十分な時間と情報を確保するために対処しなきゃいけないということだけだとすると、そのような対抗措置を発動する目的（必要性）に照らして、同事件でとられた対抗措置の内容は行き過ぎだ（相当性を欠く）という評価になり得るように思われます。したがって、松尾先生のおっしゃるとおりの理解

でいます。この点につきまして、報告の中でも申し上げたように、私自身の理解としては、実際には、同事件の株主意思の内容としては、時間と情報の不十分性だけを問題視したのではなく、企業価値又は株主共同の利益が害されるおそれがあるかどうかに基づいて検討し、買収防衛策に賛成したとする方が自然であると考えています。

○松尾 逆にそこを対応して、強圧性のない形での買収なら阻止しないという内容であれば、つまり強圧性の問題にだけ対応するのですと、この買収者が好ましい買収者かどうか、企業価値を向上させるか、毀損するかということについては判断しない、今はとにかくこの強圧性のある買収を止めなさい、その点だけについて株主に総会決議という形で意思確認するのだと、こういう防衛策というのはあるのか、ないのかということをお尋ねしたいと思います。

もしあるとすると、私は、MoM というのは当然その強圧性にさらされている人だけが意思確認の対象になるというのは自然な論理的必然の流れで、今日のご報告は、この買収者が企業価値を毀損するかどうかという点も含めて株主の意思を確認しているのだという前提で基本的にはお話しされたと理解したのですが、そうではない、とにかく今この強圧性のある状況での買付けを20%なら20%までで止めなさい、そうしないと無償割当てで希釈化しますよというような防衛策はあり得るのかどうかということをお尋ねしたいと思います。

○白井 設計としてはあり得ると思います。ですから、対象会社としては買収者が短期間に市場内で大量に株式買い集めるという行為態様だけが問題であると捉え、そのために株主の株式売却の判断に強圧性がかかっていると考えれば、その点についてだけ株主に株主総会決議という形で意思確認をし、決議を受けて今後は強圧性のない態様での買収を求めていくことは、現実問題として対象会社の経営陣がそのようないわば限定された形での株主意思の確認をとりたいと考え

るかどおはさておき、設計としてはあり得るのではないのでしょうか。例えば、株主総会決議を経て買収防衛策の発動が是認された場合であっても、買収者から市場内での短期間の大量の株式の買い集めを今後は実施しない旨の誓約書が出されれば発動は中止する旨をあらかじめ対象会社が宣言し、株主総会決議後に決議内容を踏まえて今後は公開買付けの実施により株式を買い集める選択肢はあらかじめ許容しておくことは設計としては1つ考えられるところだと思います。中でも、その場合の公開買付けについてはオール・オア・ナッシングオファーの形で行うことをあらかじめ求めておくなど、強圧性が極めて小さい形で株式の買い集めが行われるのであればそのような買い集めは許容することを株主総会前にあらかじめ株主に周知した上で株主総会決議をとり、仮に市場内での短期間の大量の株式の買い集めに対する対抗措置として買収防衛を是とする旨の株主意思が示されたとしても、その後に行われる強圧性が極めて小さい形で株式の買い集めについては買収防衛を発動しないという設計で買収防衛策を用意し、株主にきちんと終始した上で株主意思を確認するのであれば、十分な時間や情報の確保のみを目的とした買収防衛策も考え得るとは思います。

もともと、東京機械製作所の事案における買収防衛策はそのような設計のものではなくて、そのような設計ではないけれども買収防衛策の有効性（特に相当性）を認めるという裁判所の結論を正当化するためには、やはり同事件では、株主総会で当該買収者による買収が望ましくないという株主意思が示されたのだろうと考えることが必要になりそうです。また、そのような同事件の株主意思の理解は、同事件では株主総会の開催に当たり、対象会社の取締役会が時間と情報の不十分性の点以外にも、買収者の内部管理体制の懸念や資金調達経路の不明確性など、いろいろと詳しく理由を示した上で買収防衛策の発動について株主の賛同を募っていたことからすると、同事件では、そのような株主意思の理解は十分にあり得るところか

など思った次第です。

○松尾　ただ、判決文には一切、濫用的な買収者というのか、そういうようなことを認定する部分というのではないですよね。

○白井　それはそのとおりですね。ですから、あくまで以上の私の指摘というのは、相当性に関する裁判所の判断を理論的に正当化するためには、決定文の文言とは少し離れるかもしれないけれども、以上のような決定文の理解があり得るだろうという指摘に過ぎないともいえます。

○松尾　会社側はそこを主張したというのはそうだと思うのですが。ただ、一方で、強圧性に対応するということだけだとすると、おっしゃるように相当性の方で引っかかってくるのではないかというのもあるので、読み方をどうしたものかというのが正直迷ってしまっていて、私はできたら強圧性に対処するのみの防衛策だという方向で読みたかったということです。一応そういうものも、理論的には、設計としてはあり得るということを確認できたので、十分です。ありがとうございました。

○伊藤　今の松尾先生のご質問ですが、たしか前回にも同じような話が少し出たかと思うのですが。仮に意思確認総会で行われる意思決定が、当該買収者による買収が対象会社の企業価値を毀損するものであるかどうかについての意思確認だとすると、MoMではなくて、やはり全株主が議決権を行使しなければいけないようにも考えられます。

松尾先生としては、そういう方向でお考えなのでしょうか。

○松尾　恐らく全株主になるのが前提で、白井先生がおっしゃったように、その総会の時点で特定の買収者が買い付けた方法に問題がある、要するに強圧性のある状態で買い付けたような株式が含まれている場合に、それを含むのか、含まないのかみたいなこと、除くべきかどうかというのは言えるかもしれません。

ただ、これは、先ほど黒沼先生とのご議論でもあったように、特別利害関係という枠組みにはお

よそなじまないものなのかなというように思いますので、特別利害関係の枠組みで考えると、先ほど黒沼先生がおっしゃったとおりかと思います。特別利害関係という枠組みではなくて別の枠組みで一部の株主の議決権を除くというのは、正規の総会決議では、難しいのでしょうか。

○伊藤 買収手法としても問題のある買収手法がとられていて、かつ、そのような買収手法をとる買収者による買収対象会社の企業価値を毀損するかどうかということについて意思決定しているのだとすると、そのような意思決定全てについて要件が MoM でよいのかどうか気がなるころではありますね。

#### 【主要目的ルールの判断枠組みの適否】

○前田 感想のようなことだけなのですが、不公正発行該当性について、レジュメ 11 ページで分析されましたように、富士興産事件、そして東京機械製作所事件でも、裁判所が主要目的ルールを持ち出したことを私も疑問に思いました。主要目的ルールというのは、取締役会限りで新株発行等をする場合に適用されてきたルールですよ。

○白井 はい。

○前田 つまり、取締役会が株主から授けられた権限を濫用していないかどうか、それを判断するために主要目的を見ようという考え方だったと思いますので、株主意思の確認がある場合まで使えるルールではないはずだと思うのです。そして、このように差別的行使条件を付けて新株予約権の無償割当てをするのは、白井先生のお話のとおり、まさに支配権維持目的にほかならないですよ。

そうしますと、裁判所は、従来の主要目的ルールのような表現を使ってはいるのですが、言いたいことは、支配権維持目的ではあるけれども、何のための支配権維持目的か、いわば支配権維持目的のそのまた目的は何かというと、決して現経営陣の保身目的ではなくて企業価値の維持のためで

あるということなのではないか。善解すれば、そのように読むべきようにも思うのです。

つまり、支配権維持目的であってもいいのだけれども、保身目的であれば不公正発行に該当するので、そのことについて裁判所が答えた。このように読まないで、株主意思の確認がされているケースに主要目的ルールが適用されることには、違和感を持ちます。何かコメントをいただくことがあれば、よろしくお願いたします。

○白井 前田先生、ありがとうございます。私も先生と同じ意見でして、買収防衛策の有効性を判断した先例としてニッポン放送事件があるために、裁判所としても、当事者から主要目的ルールの判断枠組みに基づく主張が示されている中で、どのように主張を整理しどのような理由付けで結論を導いたらよいかについて少し悩んでいるのかもしれないと感じているところです。その意味で、裁判所の悩み自体は理解できないわけではないのですが、富士興産事件や東京機械製作所事件の事案において、差別的な行使条件等が付された新株予約権無償割当ての目的として支配権維持目的を正面から否定する、すなわち敵対的買収を阻止することが主要な目的ではないと言い切ってしまうのは、導入された新株予約権無償割当ての内容からすると、やはり無理があるように思われます。そのような判断よりも、やはり支配権維持目的については認めたいので、支配権維持目的によるものではあるけれども、企業価値・株主共同の利益を確保するうえで必要な措置であって株主がその必要性を認めている措置であるということから正当化していく方が、説得力は高いのだらうとは思っています。

こうした議論の枠組みは、前田先生がおっしゃった支配権維持目的のそのまた目的が保身なのか、それとも企業価値の維持や株主の共同利益の確保なのかという議論の枠組みとおそらくは同じような話であるとは思いますが、目的の目的が経営者の自己保身にあるのかどうかというのを株主総会決議を通じて株主が判断したというのは、

推測にはなりますが、直接には決定文において書きにくかったのではないかという気もします。実際に、富士興産事件においても東京機械製作所事件においても、株主総会決議の内容は買収防衛策の発動に賛成するかどうかという点にあり、経営者の自己保身という点は株主の投票行動における様々な判断要素の1つに過ぎないわけです。そうしたこともあって、支配権維持目的のそのまた目的を裁判所が直接に認定するのではなく、このような決定文の表現になったのかもしれないと思うのですけれども、そうであるとすれば、もはや従来の主要目的ルールの判断枠組みにあまり強くこだわる必要はないのかもしれない、支配権維持目的は認めたとうえで、これらの事件では、ブルドックスソース事件最高裁決定のように、株主総会決議を通じて株主が企業価値・株主共同の利益の観点から必要性を認めている措置であって、かつ当該必要性に照らして相当な措置なのだから有効性が認められるという説明の方が、より説得力は増すのかなと考えています。

○前田 ありがとうございます。

○伊藤 主要目的ルールの判断枠組みを採ったことの適否に関連することですけれども、私はもうちょっと冷めた見方をしてしまっていて、どちらの枠組みを採っても、結局裁判所が判断している実質は変わらないのではないかと思うのですね。主要目的ルールの判断枠組みがとられたとしても、裁判所が行っている判断の実質は、必要性和相当性についての判断なのではないかと思うわけです。実務家の文章を見ると、主要目的ルールの判断枠組みが採られるか、あるいはブルドックスソース事件型の必要性・相当性の判断枠組みが採られるかということにかなりこだわって、ブルドックスソース事件型の判断枠組みが採られた方が防衛側に有利だと捉えているようなものがよくあるのですが、私は、どちらの枠組みでも、結局裁判所がやっていることは変わらないと思います。

もちろん、ブルドックスソース事件型の判断枠組みを採った方が裁判所の実質的な判断の内容が決

定文の日本語表現と合致するというメリットはあるかと思うのですけれども、それを越えた実質的な意味のようなものは、判断枠組みの選択にはあるのでしょうか。あるいは、そのようなものはないと考えておいてよろしいのでしょうか。

○白井 あくまで私個人の意見といたしますが感想に過ぎない話ですけれども、決定文における表現の違いに過ぎず、すなわち裁判所が示した議論の説得力に与える影響の違いに過ぎず、実質的に裁判所が見ることになる内容におそらく違いは生じないと思っています。確かに、ニッポン放送事件東京高裁決定では、主要目的ルールの枠組みを原則維持したうえで、例外的に取締役会発動が許容されるかという議論の枠組みを採用しています。そのため、ニッポン放送事件の判断枠組みが主要目的ルールで、ブルドックスソース事件ではそれとは違う枠組みを採用しているのだから、ブルドックスソース事件の判断枠組みの方が防衛側である会社に有利な枠組みであるというような伊藤先生がご指摘の実務家の意見が出てきているのかもしれないのですが、結局のところ、ニッポン放送事件東京高裁決定で裁判所が見ている内容は何かといいますと、要するに買収防衛の必要性を見ているわけです。すなわち、例外的に支配権維持目的の発行が許容される4要件を立てていますが、その4要件の内容が適切かどうかは議論の余地があるものの、裁判所の判断の大枠としては、支配権維持目的の発行だけでも、そのような発行について（4要件に該当するかどうかなどの形で）当該事案の下での発行の必要性が認められるかどうかを見ているといえるわけです。そのうえで、ニッポン放送事件東京高裁決定では裁判所によって必要性が認められなかったので、ブルドックスソース事件最高裁決定で示されたところの相当性の議論まで進むことなく、発行が差し止められた事件であるというふうに整理することができるわけです。そのように考えていくと、買収防衛の必要性和相当性の枠組みで防衛策の有効性を判断するというブルドックスソース事件の判断枠組みは、実はニッ

ポン放送事件でも基本的には同じであったと捉えることができるわけです。

あとは、日本の裁判所が採用する価値判断（ポリシー）に基づいて、株主総会決議における株主意思を踏まえたうえでの措置か、それとも取締役会限りの判断に基づくものなのかというところで、必要性の判断に当たり、裁判所が判断を尊重するかどうかが変わり得るという次元では確かに違いがあるのですけれども、それはニッポン放送事件のように主要目的ルールの判断枠組みを採ったうえで企業価値・株主共同の利益の観点から必要性を判断する場合でも同じことが言えますので、表現の問題はさておき、実質的に裁判所が見ることになる内容におそらく違いは生じないと思っています。

ただ、富士興産事件の裁判所の決定に関しては、株主に十分な時間や情報を確保させることを主要な目的とした買収防衛策の発動は許されるのだというロジックについては気になるところでして、仮にそのような目的の買収防衛策だとすると、相当性の観点からは、その目的を達成するために相当な内容でないといけないわけなので、同事件のような強力な買収防衛策が正当化できるのだろうかという疑問はやっぱり出てくるのかなと思います。

以上まとめますと、ニッポン放送事件かブルドックソース事件かといった枠組み自体の差異に基づいて、実質的に裁判所が見ることになる内容に関して何か大きな違いがもたらされることはないという点は伊藤先生のおっしゃるとおりで、私も同感です。とはいえ、ニッポン放送事件の枠組みに基づく場合、どうしても目的の認定に目が行ってしまいがちになりますが、その目的として裁判所が何を認定するのかというところで、会社側の言うことを裁判所が基本的には鵜のみにして判断することになりますと、相当性は必要性との関係でも見ることになりますので、相当性の部分で正当化が困難になるなど、目的部分に拘泥することで自分たちが決定文において示した判断の説明が

困難になってしまいかねないリスクというのは、裁判所にとってもあり得るところかもしれないとは思いますが、これは感じた次第です。

○伊藤 どうもありがとうございます。

【株主による買収の是非の判断——TOB への応募か株主総会決議か】

○梅本 ご報告、どうもありがとうございました。とても分かりやすかったです。ただ、私はこの「強圧性」という言葉についてずっとしっくりこないものがあります。

買収防衛策を導入するに当たり会社側が買収者の強圧性ということを最近よく主張するのは、恐らく田中亘先生や飯田秀総先生のご研究でとても整理された理論枠組みが示されたため、会社側も防衛策を正当化する根拠として、それに乗っかろうということなのでしょう。けれども、田中先生や飯田先生のモデルというのは、もともと買収が失敗したら企業価値が上がる、現経営陣に任せていけば企業価値は高くなるのだけれども、買収者の公開買付価格は経営者が実現するはずの企業価値よりも低いよねと、あるいは端的に買収者に任せたら企業価値は損なわれるということを前提にしているようです。

でも、現実に行われている敵対的買収の対象企業というのは、多くは PBR 1 倍割れで、現経営陣に任せていたって企業価値は上がりっこないだろうというもので、それを前提に「強圧性」と言われると、非常に違和感があるのです。理論モデルと現実とのズレとっていいかもしれません。これはコメントですけれども。

先生がおっしゃっていた強圧性と株主意思についてですが、株主の意思を TOB で問うべきか、株主総会なのかという場合に、TOB に強圧性の問題があるなら、株主総会の方が合理的な意思決定ができるというご議論、これも分かりますし、また多くの先生方もそのように説明していらっしゃる。しかし、TOB で株主の意思が示されるというのは、TOB に応じることで買収者の買収に賛成

していることを意味するのかどうかというところが私はよく分からないところです。TOB に応じるということは、価格が十分納得できるということであると同時に、場合によると、買収者にせよ、現経営陣にせよ、これ以上の株価を付けることはできないだろうと市場参加者が考えて応じているという側面もあると思うのです。また、応じないというのは、現経営陣を支持するというのではなくて、単に公開買付価格に満足できないから応じないという場合もあるかもしれない。

つまり、株主の意思が公開買付けで示されるとするのは TOB 価格に対する投資家の値ごろ感を意味するだけで、株主総会における買収防衛策の是非の判断とは異なるのではないか、ということです。質問になるのか、コメントになるのか分からないのですが、先生のお考えをお聞かせいただければ幸いです。

○白井 結局のところ、最初の黒沼先生との議論に戻ってしまうのかもしれないのですが、買収するときにまずは全株式を対象とした公開買付けを実施したうえで、その後にキャッシュアウトをして同じ対価で株主を締め出すことを想定している買収であれば、話は比較的単純だと理解しています。その場合、公開買付価格でありキャッシュアウトの対価でもある価格が買収者の提供する価格であるということができ、買収が成功した場合には株主は会社に残ることはできません。そうすると、当該価格と、現経営陣が対象会社において今後実現できるであろう企業価値ひいては株式価値とを見比べて、株主としては買収に応じるかどうかを判断すればよいので、仮に公開買付けに強圧性の問題がないといえるのであれば、買収者が提案した価格と、現経営陣により今後実現されるであろう株式価値（の割引現在価値）のどちらが高いと株主が考えるかについては、公開買付けの応募状況を通じて示されることになるという考え方が出てくるわけです。

つまり、公開買付価格でありキャッシュアウトの対価の額でもある価格を、現経営陣が一株当た

りの株式価値（割引現在価値）として対象会社において今後実現できないと株主が考えるのであれば、強圧性の問題が生じていない状況であれば当該株主は公開買付けに応じるでしょうし、そうは考えない（現経営陣の下で今後実現される株式価値の方が公開買付価格よりも高いと考える）のであれば応じないという判断になるので、公開買付けの応募状況を通じて、企業価値という観点から見た買収の是非に関する株主の判断が示されるということになるわけです。そのため、株主意思を確認する手法間の優劣・望ましさという点で、仮に強圧性の問題が生じていないのであれば、株主総会決議を通じた株主意思の確認の場合には基準日株主と真の株主との間にずれが生じてしまうという問題があり、これに対して公開買付けの場合にはそのようなずれの問題は生じないわけですから、公開買付けの応募状況を通じて買収の是非に関する株主意思を確認すればよいのであり、買収防衛策は禁止すればよいという議論も成り立ち得るということになりそうです。

これに対して、難しいのは、梅本先生も先ほど指摘されたように思うのですが、株主のフリーライドの問題です。公開買付け後のキャッシュアウトが予定されておらず、株主にはフリーライドの選択肢がある場合には、現経営陣よりも買収者の方が対象会社における企業価値を高めることになるとは考えているけれども、買収が成功した後は、公開買付価格よりも高い株式価値を買収者の下で実現されることになると予想することで、企業価値を高める買収であってもあえて公開買付けには応じないというフリーライドの問題があり得るところでして、この問題を考えていくと、公開買付けへの応募に関する株主の対応から買収の是非の評価をどのように読み解くべきかという話は、単純には議論できなくなります。

フリーライドの選択肢をなくすという意味では、買収者が買収後に対象会社の企業価値を高めることに自信があるのであれば、多くの場合、その後にキャッシュアウトをして株主を締め出そうとす

と思うのです。公開買付けが開始される前の段階でその後の同額でのキャッシュアウトの予告をしておけば、フリーライド狙いで不応募の選択をする株主はいなくなります。これに対して、東京機械製作所事件のように、支配権取得により対象会社の企業価値を向上させる予定であるとする一方で、キャッシュアウトはしないし上場も維持する、株主には自由に会社に残ってもらって構わないということ（東京機械製作所事件では公開買付けは行われませんでした）が、仮に同事件の事案で公開買付けによる株式の買い集めがされたとして）公開買付けの開始前の時点で株主に広く周知する場合には、株主による公開買付けの応募・不応募という対応が、買収の是非に関するどのような株主意思を意味するのかについて、単純には議論することはできず、話が難しくなるというはおっしゃるとおりだと思います。

すなわち、公開買付けに応じなかったという株主の対応が、現経営陣の下で今後実現される株主価値の方が公開買付価格よりも高く、買収に反対だから応じなかったと明確に言えるかと問われると、フリーライドの問題を念頭に置く場合には、実はそうではない（買収には賛成だがフリーライドしたいので応募しなかった）という可能性が出てくるとは思います。それは本当にそのとおりだと思うのですが、従来、株主意思を確認する手法間の優劣・望ましさという点で、株主総会決議と公開買付けへの応募とを比較する場面で前提としていた取引のスキームは、オール・オア・ナッシングオファーで、その後のキャッシュアウトが公開買付けの開始前の時点で予定されているというものであるように思いますので、そのため、フリーライドの可能性も踏まえて応募状況を通じた株主意思をどのように読み解いたらよいかという問題は、完全に私の感想ですが、あまり考えられてこなかったというのが実情なのではないかなと思います。

#### 【強力な買収防衛策の正当化根拠】

○梅本 ありがとうございます。

あと、もう1点。公開買付価格絡みの議論で、私は外国の事情に十分通じていないのですが、アメリカの買収防衛の議論で、経営陣は、時間を稼いでいる間に買収者との間で買付価格を引き上げるなど買収条件を有利にするよう交渉することが多いという話を聞いたことがあります。公開買付価格を上げて、それによって既存株主の利益を図るというのは、買収防衛を正当化する理由として私はとても納得感があるのですが、日本における買収防衛策というのは、単に相手方を退けるというのだけで、公開買付価格を引き上げるために交渉するという発想がそもそもない。株主のために判断材料を提供しろとか、もっと時間が必要だという主張ばかりするのではなく、公開買付価格を引き上げろという交渉があってもしかるべきではないかなと思うのですが、わが国で行われていないというのはどうしてなのか疑問に思っています。何か先生にお考えがあったらお聞かせいただければと思います。よろしくお願ひします。

○白井 梅本先生が今ご指摘されたアメリカの買収防衛の話、具体的には公開買付価格を引き上げるために買収防衛策を採用し対象会社の交渉力を高めるという議論についてですけれども、おっしゃるとおりアメリカでは、そのような形で強力な買収防衛策の採用を正当化する議論が存在します。株主利益の観点から強力な買収防衛策の採用を正当化する根拠として、アメリカでも当初指摘されていたのは公開買付けの強圧性の問題、すなわち構造的強圧性や実質的強圧性がもたらす問題だったわけですが、近年のアメリカでは、強力な買収防衛策の採用を支持する論者の中心的な根拠は、従来の公開買付けの強圧性の問題から、いわゆる交渉力仮説（bargaining power hypothesis）に移ってきたと指摘されているところです。

交渉力仮説とは、強力な買収防衛策を採用している会社では、事実上敵対的買収という選択肢を買収者から奪うことになり、買収を実現するため

には現経営陣との合意を必要とする友好的買収を選択せざるを得なくなるため、買収者に対する対象会社の交渉力が高められ、その結果として対象会社は、友好的買収に関する交渉を通じて、買収者からより多くの利益を引き出すことが可能になるという議論をいいます。そして、友好的買収が敵対的買収よりも数の上ではるかに多く行われているという実態を踏まえれば、友好的買収を含む企業買収を全体で見れば、強力な買収防衛策の採用が対象会社の株主の利益を向上させていると指摘するわけです。

このように、近年のアメリカで、株主利益という観点から見た強力な買収防衛策の採用の正当化根拠につきまして、従来の強圧性の議論から交渉力仮説に議論の焦点がシフトしていった主な理由としましては、これはハーバード大学のサブラマニアン教授の論文の中で指摘されていることではあります（Guhan Subramanian, *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*, 113 YALE L. J. 621 (2003)）、近年のアメリカに関していえば、公開買付けの強圧性の議論は、強力な買収防衛策の採用を正当化する根拠として妥当性を失いつつあることが挙げられます。具体的には、強圧性のうち構造的強圧性については、ウィリアムズ法の制定やその後の SEC 規則の改正、州の反企業買収法の制定などにより、1990年代には構造的強圧性が認められるような買収はほとんど見ることがなくなったとサブラマニアン教授の論文において指摘されています。また、実質的強圧性については、実質的強圧性とは株主が現経営陣の下で実現される会社の真の経済的価値に関する説明を信頼しないために誤って不十分な価格の買収提案を受け入れてしまうリスクをいうわけですが、サブラマニアン教授の論文によれば、実質的強圧性を根拠とした買収防衛を認めない方が、平均的には対象会社の株主の利益になることが実証研究によって示されており、実質的強圧性を根拠とした強力な買収防衛策の採用も今日では妥当性を欠くと分析されています。こうした議論は、日米の違いはあります

が、先ほど梅本先生がご指摘された実際には多くの場合 PBR 1 倍割れの企業が日本で敵対的買収のターゲットとなっている話ともつながってくるところだと思っておりますが、そうだとしますと、感想めいた話で恐縮ですが、強力な買収防衛策を採用する正当化根拠として実質的強圧性の議論は弱いという点は、日本でも同様にいえるところなのかもしれません。

話をアメリカに戻しますと、強力な買収防衛策の採用の正当化根拠として交渉力仮説に近年では注目が集まり、こうした学説の議論の状況を実務も踏まえることで、恐らくは、強力な買収防衛策を採用するのであれば、対象会社の経営陣としては、それにより高められた対象会社の交渉力を利用して、ちゃんと対価の引き上げのための交渉を試みなければならないという感覚（行為規範）が、近年のアメリカではある程度は根付いているところなのかもしれません。なぜ強力な買収防衛策の採用が正当化できるのかについて、その根拠としまして、それにより対象会社の買収者に対する交渉力を高め、より高額の対価を買収者から引き出すことが可能になるからであるということが、正面から認識されているからです。

これに対して、日本では、今日においても、強力な買収防衛策の採用の正当化根拠について、強圧性の問題が正面から取り上げられている段階にあり、交渉力仮説といった発想は学説においてもあまりメジャーなものとはなっていないように思われます。そうだとしますと、日本の実務においても、強力な買収防衛策の採用を正当化する根拠として、それにより敵対的買収という選択肢を封じることで対象会社の交渉力を高め、友好的買収において買収者と交渉して対価を引き上げるためであるという発想があまり見られないということは、さほど不自然なことではないようにも思われます。

なお、近年のアメリカにおいても、交渉力仮説による強力な買収防衛策の正当化については、全ての学者が賛同しているわけでは当然なくて、

そうした議論に疑問を呈する論者も見られるところですが。先ほど紹介したサブラマニアン教授の論文によれば、交渉力仮説に基づいて強力な買収防衛策の採用を正当化するロジックが成り立つためには、幾つかの前提条件を満たす必要があるとされておりまして、中でも、対象会社の経営陣が、強力な買収防衛策の採用によって高められた対象会社の交渉力を利用して自己利益を図り、株主の利益を蔑ろにすることがないという前提条件が現実問題として十分に満たされているかどうかは疑わしいともいえそうです。すなわち、買収者との交渉の場面で、対象会社の経営陣が株主利益のために自らの権限を忠実に行使するという前提条件が満たされるのであれば、強力な買収防衛策の採用は交渉力仮説のいうように友好的買収を通じた対価の向上をもたらす、株主の利益になるともいえそうなのですが、現実には、強力な買収防衛策の採用により高められた対象会社の交渉力を利用して、現経営陣が買収者に対して買収後における自らの地位の確保を求めたり、顧問契約の締結や退職金の割増しを求めたりする可能性も、実際には容易には否定できないところではないかと思われれます。アメリカにおける実証研究に関するものではありますが、友好的買収の場面において、対象会社の経営陣が自己利益を追求する動機に基づいて低いプレミアムの買収提案を実際には受けて入れている可能性が、データからは強く示唆されているところでもあります（こうした米国の実証研究の概要については、白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』（商事法務、2013年）43-48頁参照）。

話が横道に逸れました。梅本先生のご質問との関係で私の感触を述べるとすれば、近年のアメリカでは、学説において、強力な買収防衛策の採用の正当化根拠として、強圧性の議論から徐々に交渉力仮説に焦点が当てられるようになってきたことが、先生がご指摘された日米の実務における防衛側の態様に違いをもたらしている原因の一つといえるのではないかという感想を持ちました。交

渉力仮説による買収防衛策の正当化の議論は、日本では今日においても強圧性の議論が中心であることもあって、あまり普及していないといえますか、少なくとも実務においては交渉力仮説の議論は定着していないように思われますので、強力な買収防衛策により高められた対象会社の交渉力を利用して株主のために価格の引き上げを交渉するといった防衛側の発想は弱いのかもしれず、単純に買収者に退出を迫るタイプの買収防衛策が一般化しているのかもしれないと感じているところです。もちろん、仮に日本でも今後は、強圧性の議論では強力な買収防衛策を正当化することは困難であるといった議論が展開されるのであれば、新たな正当化根拠として交渉力仮説に焦点を当てざるを得なくなり、それによって実務における防衛側の態様や発想も変わっていく可能性はあるとは思いますが……。

すみません、感想めいた話で恐縮です。

○梅本 いえ、とても勉強になりました。ありがとうございました。

#### 【買収意図の公表前の買い集めと MoM の是非】

○山下(徹) 非常に分かりやすいご報告をいただき、誠にありがとうございます。よく分からなかった部分も含めて、頭がクリアに整理できました。

白井先生のレジュメの15ページから16ページまでで、私が書いたものに言及してくださったおかげで、先生のお考えが私の中でよりよく理解できたように思います。

まず、釈明がてら申し上げると、「強い批判がある」と評価くださった部分についてなのですが、実は、私としては、主観的にはそこまで強い批判というつもりはなかったのです。というのは、MoM要件において、ADCらによる買収の試みが公表される前に市場内で買い集められた26%部分は議決権行使から排除できないのではないかと、つまりADCらが保有する株式の全部について議決権行使させないというのは、難しいのではないかと

うつもりでした。それで、その26%部分を反対票に加えても、この決議は成立するのだったら、実際上の結論には変わらないので、それ次第というか、結論が変わるのだったら非常に強い批判ということになるとは思うのですけれども……。

○白井 報告の中で強い批判と申ししたのは、東京機械製作所事件に関する田中亘先生のご論稿と私の論稿について、買収手法に着目し同事件における強圧性の存在を指摘する見解とした上で、これらの見解は東京機械製作所事件の事案に関してはMoMを是認するが、公表前に買収者が買い集めていた26%分の存在を踏まえれば、結論は逆になるのではないかというご指摘が先生の文献の中にあっただので、そう申しました。

○山下(徹) ありましたっけ。そうでしたか。

○白井 はい。山下先生のジュリストのご論稿の中では、MoM要件の利用を正当化できるかどうかという文脈の中で、「第2の考え方(田中先生と私の論稿が指摘する分析枠組み)によるなら、本件におけるMoM要件の利用ですら過剰であるという評価になるだろう」(山下・前掲99頁)と記述されております。つまり、田中先生や私のような個々の事件における買収手法に着目してMoMの是非を評価する立場に立つ場合、その分析枠組みによるならば、(田中先生や私が主張する結論とは逆で)東京機械製作所事件ではむしろMoMの利用は過剰であるという評価になるはずだ、すなわち許容されるべきではないという結論が導かれるべきだというご指摘と受け止めました。

○山下(徹) 私は、MoM決議の利用自体や決議結果を私は批判しているわけではなくて、MoM決議をすとしても26%部分を外したのはやり過ぎだったんじゃないかという趣旨でした。

○白井 そういうことなのですか。分かりました。

○山下(徹) 分かりにくい文章だったかもしれません。すみません、書き方が悪かったですね。

○白井 山下先生のジュリストのご論稿におけるご指摘は、田中先生や私のように個々の事案に

おける買収手法に着目して分析する場合、東京機械製作所事件ではMoMの利用ですら過剰になるだろうとあり、この「過剰」という言葉の意味がやや分かりにくいところではありますが、MoMの利用を正当化できるかどうかという先生のご論稿のそこでの文脈からすれば、同事件ではMoMを認めてはいけなかったはずだというご指摘だと受け止めたので、そうすると、田中先生や私が採用する分析枠組みからすれば同事件で逆の結論が導かれるはずだというのは、強い批判、すなわち買収手法に着目すべきという立場をとる以上は対応しなければいけない批判であると考えられますので、論者としては反論する必要があり、本日は報告の中で取り上げさせていただきました。

○山下(徹) 私は、MoM決議において、田中先生や白井先生の議論を前提にすれば、26%を除く部分は、外してもいいということになるのだろうというつもりで書いてはおりました。ただ、……。

○白井 報告の中でも申し上げましたが、公表前に買い集めた26%分を考慮しても、私自身の理解としましては、東京機械製作所事件ではMoM要件は許容されてもよいだろうという理解でいました。

○山下(徹) はい、そうですね。今回、白井先生のご報告を伺って、「ああ、そうだったのか」と思ったのですが、要するに、当該買収者による買収に賛成でも反対でもない部分は外してよいというお考えだということでしょうか。

○白井 そうですねえ。あまり単純化して述べることは正確性を欠きそうで難しいのですが、究極的には、買収の是非を判断する株主とはどの時点の株主であるべきかという問題になりそうで、その点で、東京機械製作所事件では、それまで対象会社株式を保有していなかった買収者が、3か月弱という短い期間で市場において買い集めていた約4割という大量の株式のうち、26%分については、買収に関する事実関係が公表される前に買収者に(買収という事実関係を知らずに)売却された可能性が高いわけですね。

○山下(徹) はい、そうです。

○白井 そうしますと、東京機械製作所事件では、買収者による市場における短期間の株式の買い集めは全て対象会社の支配権を取得するための買収者による一連の行為（支配権取得行為）であると位置づけることができそうです。そのため、一連の支配権取得行為が行われる前の株主の意思が重要であると考えることができ、公表前の26%分についても、これを全て買収防衛に反対する方向で、株主総会において買収者が議決権を行使してよいとすることは、多数株主の適正な意思の発現とは言えないのではないかと考えましたので、山下先生のご論稿におけるご指摘を踏まえたとしても、個々の事案の買収手法に着目する立場からは、やはり結論は変わらないのだらうと考えたわけです。

○山下(徹) そこで、その話の限界について、ちょっとお伺いしたいのですが……。

○白井 限界がどこかというのはかなり難しい問題で、何か一言でいうことはできないのですが……。買収の是非を判断する株主とはどの時点の株主であるべきかという問題で、東京機械製作所事件については、一連の支配権取得行為が行われる前の株主の意思を確認すべきだと考えたというところですか。

○山下(徹) もともと大株主だった人が、突然強圧的な買収を始めたというような場合ですと、もともと大株主として買収の開始前から持っていた持株分は外すべきということになるのでしょうか。

○白井 いや、その場合には基本的には外すべきとはならないと思いますが、とはいえあくまでケース・バイ・ケースであって、例えば大株主となるために株式を取得した際の意図やその取得とその後の買収までの時間的間隔などによる面が大きく、一概にこうだとは申し上げられません。本日の報告で取り上げた東京機械製作所事件については、3か月弱という短い期間で市場において買い集めた行為を一連の行為と捉えることができそ

うですので、買収の是非の判断主体として、同事件ではその一連の行為が行われる前の株主の意思を重視すべきだと考えたわけですが、それを超えて、何か一般的な枠組みを指し示すことまでは、申し訳ありませんが考えが詰まっておりません。結局のところ、最初の黒沼先生とのやり取りの部分に戻ってしまう面もあると思うのですけれども、買収防衛の是非を株主総会で株主の多数決によって判断することとする場合に、じゃあその場合の株主意思の発現主体である株主というのはいつの時点の株主であるべきなのかという問題は、容易には正解を導き出すことができない難しい問題であることは確かであるように思われます。本来は、裁判所などの第三者が客観的に買収の是非を判断できるのであればその方が望ましいのかもしれませんが、報告の中でも申し上げたように、これは少なくとも現在の日本では現実には困難です。そこでせめて、次善の策として株主が判断すればよいという枠組みが採用されていると考えられそうです。

そのように考える場合に難しい問題となりそうなのは、その場合の株主とはいつの時点の株主を指すと解すべきかという問題で、特に東京機械製作所事件のように短期間で市場において大量の株式が買い集められている場合には、どのように考えたらよいかという問題は避けては通れないように思われます。同事件では、市場における株式の買い集めは最初から最後まで一連の支配権取得行為であると捉えやすい事案でしたので、私としては一つの立場を示すことができたのですが、その場合の議論の限界はどこかと問われますと、結局、いつの時点の株主意思を重視すべきかという問題は事案ごとにケース・バイ・ケースの面が強いので、これが正解ですといった内容を一般論として示すことは難しいと思います。例えば、半年前から既に買収者が40%の対象会社株式を買い集めていたらどう考えるべきか。その半年前に買収者が株式を買い集めたときの買い集めの意図については、どのような影響を与え得るのか。個々の事案

によって変わってくると思うのですが、結局のところ、買収の是非を株主に判断させるというときに、いつの時点の株主に判断させるべきなのかという問題に向き合う必要が出てきそうなのですが、一般論としてこうだとはなかなか答えを出しにくい問題であるように思われます。

さらに言うと、そこで株主が判断することになる内容について、企業価値という観点から見て買収の是非を判断するのか、それとも時間と情報が足りないなど手続的な部分で不足するところがあるから補ってほしいという形の判断が示されるのかによっても、変わってくる可能性があるのかもしれませんが。ですから、やはり一概には言えないですし、限界がどこまでかというのも安易に一般論を示すことはできないのですが、東京機械製作所事件に関しては、買収者が直近で急速に買い集めていた部分については、公表前の部分も含め一連の支配権取得行為に当たり、取得前の株主意思を重視すべきと考えるのであれば、売却株主は買収を認識せずに売却している以上、除いてもいいのかなとは思った次第です。

公表前の26%分について買収者による議決権行使を認めてしまうと、急速な株式の買い集めを市場内でして、総会決議でそのような支配権取得の是非についての株主意思を問う場合に、買収者によって買収防衛に反対の方向で議決権を全て行使できてしまうわけですが、東京機械製作所事件では是非の判断に当たり支配権取得前の株主意思を重視すべきという立場に立てば、そのような議決権行使は多数株主の意思の適正な発現という観点からはちょっと問題かなと思うのです。

○山下(徹)　そこで、しかし、強圧性を理由に外すということだとすると……

○白井　いえ、ですから私は、強圧性が理由で外すべきだとは思っていないです。

○山下(徹)　ああ、そうか。

○白井　東京機械製作所事件の買収手法が理由だと考えたわけです。つまり、東京機械製作所事件では一連の支配権取得行為と評価できるので、

その一連の支配権取得行為が行われる前の株主の意思を、その是非の判断においては重視すべきだというロジックです。

○山下(徹)　買収手法か、なるほど。政策的にその買収手法を抑止すべきだということですね。

○白井　はい、その面もあります。ただ、個人的には政策的に抑止すべきというよりも、どの時点の株主意思を重視すべきかの問題の方を重視して捉えているのですが、おっしゃるように政策的な抑止効果は副次的には生じ得るところかもしれません。いずれにせよ、同事件の買収手法のうち、①買収の意図を公表した後に買収者が市場で買い集めた部分については、売却株主の意図として、強圧性の問題が生じていないのであれば通常は、現在の経営陣ではなく、新たに買収候補者として名乗りを上げた人に株式を売却するという選択をしているわけで、そのことは買収に賛同しているだろうという推認が働きそうです。梅本先生とのやり取りの中でも申し上げましたように、この場合、現経営陣の下で今後実現される価値よりも高い対価が提供されていると評価して、売却の判断をしているわけですから。そしてそのような場面において、以上の推認を否定し、売却株主の立場を買収の是非について少なくとも中立の立場にまで戻すためには強圧性の議論が必要となるわけです。これに対して、②買収の意図を公表する前の株式の買い集めについては、これが山下先生のご論稿で指摘されている26%分の買い集めに当たるわけですが、買収の意図が公表されていない以上、買収の是非について売却株主の意思として賛成か反対かが基本的には分からないということになりそうで、そうすると、買い集め前の株主意思を重視する以上は、その全てを買収防衛に反対の方向で買収者に議決権行使させるのは適切ではなく、むしろ売却株主の意思が分からない以上は議決権行使を認めないという結論が望ましいといえそうで、よってMoMは基本的には許容され、その部分の議論においては強圧性の問題というのは必要とはなりません。この点が、山下先生のご論稿にお

けるご指摘に対する私からの反論ということになります。

その意味では、近年の学説において議論されている強圧性のある買収に対する政策的な観点からの議論とは、ちょっと違う議論をここではしています。ここでは、企業価値を毀損する買収を減少させ、強圧性の強い買収を抑止する観点から MoM の問題を位置づける立場に依拠して議論を組み立てているわけではありません。本日の報告の中で私が述べさせていただいたのは、伊藤靖史先生からご指定いただいた本日の報告テーマがあくまで判例の分析をするということなので、まずは日本の買収防衛を巡る判例法理の考え方を掘り下げることとし、そこでは、株主の意思をもって買収の是非を判断し、それを裁判所が尊重するという枠組みであるといえるわけですが、東京機械製作所事件に関していえば、一連の株式買い集め前の株主に意思を重視すべきという立場に立ち、その立場から、MoM 要件の採用が当該事案において適正な株主意思の発現を後押しする事情に当たるのか、それともそれを阻害する事情に当たるのかを考えていったわけです。その際には、同事案における買収手法に着目する必要があると私は考えましたが、強圧性はあくまでその一要素にすぎないと理解しているところです。強圧性の問題だけで全てを説明し尽くすつもりはありませんでした。

すみません、私のレジュメで示した議論の内容が分かりにくかったと思うのですが。

○山下(徹) ありがとうございます。私の論稿も非常に分かりにくいので、申し訳ないのですが、私は、実は本件事案がどう解決されるべきだったかという判断を余りしていません。それはしてなくて、裁判所の判断を正当化する理由として、こういう可能性があるというものを列挙して、それぞれから論理的に導かれる結論はこうかな、ということを書いたつもりでした。その関係で、仮に売却株主の意思を推認し買収者による買収に賛成の趣旨で売却された株式は、MoM 決議における議決権行使が可能な株式から外すという議論だと

すると、売却した株主の意思として当該買収者による買収に賛成とも反対ともいえない部分については、賛成でも反対でもないのだったら、外せないんじゃないかなあというふうに思い、そういうことを書いたわけです。

そのうえで、そういった不当な買収手法を使う買収者の抑止というのはまた別途の考慮要素として考え得るので、それを加味すると、白井先生のおっしゃるような結論もあり得るかなと思っております。これは、しかし、そのあたりの議論が自分の頭の中でうまく整理できておりませんでした。それが、本日、先生のご報告を聞いて整理できて、理解できたかなと、自分の中では思っております。ありがとうございました。

○白井 ありがとうございます。

○伊藤 今のところをもう一回確認させていただいていいですか。15 ページ以下のところの白井先生のご報告の論理ですが、要は、ADC が市場内で買い集めた東京機械製作所株式会社について、その売主が ADC による買収に賛同しているから株式を売却したのだと一般に推認することは適切ではないというところから白井先生はスタートされるのですね。

ただ、それは売主がどういう意図で株式を売ったかは分からないというだけで、全ての売主が強圧性にさらされたがゆえに株式を売ったのだと推認できるとか、そういう話ではないはずなのです。そうすると、なぜ ADC が買い集めた株式全てについて議決権を排除することが正当化されるのかということを考えなければいけなくなるはずで、そこで強圧性の程度が強い買収手法を抑止するためにはそれが必要なのであるとか、そういうふうなロジックになるのかなとも思ったのです。そのような読み方でいいのでしょうか。

○白井 伊藤先生、ご確認くださいます。実は、先ほどの山下先生の最後のご発言のところでも申し上げようかどうか迷っていた点なのですが、私自身は、①買収意図の公表後の買い集めについては、議決権を排除するた

めには強圧性の議論が必要になると考えておりますが、東京機械製作所事件の買収手法を前提とすれば、②公表前の買い集めについては、どういふつもりで株式を売ったのかが分からないという点を根拠に、MoM は是認してよいと考えております。同事件については、その買収手法からして、一連の支配権取得行為が行われる前の対象会社における株主の意思を重視すべきだと考えたからです。

伊藤先生のご質問との関係でより問題となるのは②公表前の買い集めの方ですが、②で買い集められた26%分の株式につき、仮にMoMを是認し議決権行使を排除すれば残りの株式で買収の是非を判断することになり、仮に議決権行使を認めれば買収者が議決権を行使するわけですので、その全てについて買収防衛に反対する議決権行使がされることに当然になります。そうすると、どちらがより望ましいか、すなわち多数株主の意思の適正な発現という点から見てどちらの方がより適切な投票結果が実現できそうかという問題といえそうです。私のように、東京機械製作所事件では一連の支配権取得行為が行われる前の株主の意思を重視すべきであると考えるのであれば、26%分については、議決権行使を認めて買収者による買収防衛に反対の議決権行使を是認するよりも、除いて残りの株主で買収の是非を判断する方が、より適切な株主意思の発現が実現できるのではないかという発想でした。

○伊藤　　なかなか難しいですね。

#### 【ニッポン放送事件の法理の延長上の理解】

○齊藤　　せっかくの機会なので、お聞きしてみたいことがございます。

今回の事案においては、急激な市場内での買い集めという点に何らかの問題があるという認識が差止めを支持する方向に議論を向かわせがちなのですが、現在の公開買付規制は、市場内買付については、議決権3分の2以上の場合を除いて公開買付規制の外に置くという立法判断をしたわけなので、そのように法で許されている範囲内で実

施される市場内買付の手法を採用したことを否定的な評価の根拠とするということは、現在の公開買付規制の解釈論の域内にとどまっているといえるのか、それはむしろ立法論と解すべきではないのか、それとも、法の欠缺として、司法がルール形成すべきと考えられているのか、という点が気になっています。この点について、先生はどのようにお考えでしょうか。

もう一点は、本件のようなケースは、株主総会で株主の意思が確認されたという事案ではなく、取締役会の判断のみで発動された事案ではあるが、その判断の妥当性を裏付ける根拠として、買収者以外の株主の多くが買収の成功を望んでいないという意思が確認された、というケースとして捉えるべきではなかったか、という点です。裁判所は、ブルドックス事件の判断枠組みで判示をしているので、このような捉え方をしていないことは確かなのですが、そのような捉え方をすべきであったのか、むしろニッポン放送事件などの延長として、取締役会の判断で発動された事案ではあるが、同事案で用いられた、濫用的買収者かどうか、という判断基準では捕捉できない新しいケースが登場した、と位置づける余地もあったのではないかとおもわれます。このような立場からは、MOMは、株主総会と位置づける必要もなく、アンケート調査として捉えてもよい、という点は、とても納得がいくものなのですが、白井先生は、このような位置づけ方の可能性についてどのようにお考えでしょうか。

○白井　　すみません、2つ目の点について先生のご質問の趣旨を少し確認させて頂きたいのですが、ブルドックス事件ではなく、ニッポン放送事件の延長として取締役会限りの判断で買収防衛策が発動された事案と捉えるべきというのは、東京機械製作所事件のどのような事実関係を指してのことでしょうか。勧告的決議だから、もしくはMoM要件を不当に採用したから、同事件では対象会社の株主意思は確認されていない（だから取締役会限りの判断に基づく発動事案である）とい

う理解に基づくのでしょうか。

○齊藤 株主意思がないというよりも、白井先生のご議論は、株主意思もこういう場合だったらMoMで確認できるのだという、そういうご議論でしたね。なので、ブルドックソース事件の延長上で議論されているのですけれども……

○白井 はい。おっしゃる通りで、そのような理解に基づいて、私はブルドックソース事件の延長上で同事件を理解しています。

○齊藤 ブルドックソース事件の延長上で議論しないで、例えばニッポン放送事件の延長上で、望ましくない買収手法という場合には差止めを認められるような新しい類型と位置付ける余地はないかお伺いしたいのですが、いかがでしょうか。

○白井 ご質問の趣旨を理解できました。ご説明いただきありがとうございます。そうですね、考え方としてはあり得ると思います。つまり、短期間に市場内で大量の株式を買い集めるというのは禁止すべき望ましくない買収手法なので、取締役会限りの判断であっても買収防衛策を発動することができる。だから、MoM要件による決議が多数株主の意思の適正な発現と評価できようが、評価できなかりょうが、本件では買収防衛策を発動することが認められるのだという議論は、可能性の問題としてはできないことはないと思います。

もともと、市場内での株式の買い集めについて、取締役会限りの判断による買収防衛策の発動を是認できるほど不適切な買収手法だと評価することにつきましては、そのように評価する場合には取締役会限りで常に買収防衛策を発動できることとなりますので、市場内における株式の買い集めを通じた買収が日本では今後一切できなくなってしまうことを意味しかねないところ、そうすると結局、市場内取引であっても支配権を取得する場合には公開買付けの実施が事実上強制されることになりかねませんので、現在の金商法上の公開買付け規制との整合性も踏まれば、果たしてそういう整理でよいのだろうかというのはかなり疑問があるところです。ですので、私個人としましては、

株主意思に基づいて買収防衛策の発動の是非を判断した事例として捉える方が、より説得力を持ち得る判断として東京機械製作所事件の裁判所の決定を評価することができ、同決定の理解の仕方としてベターだろうという価値判断に立っています。

#### 【金商法の公開買付け規制との抵触関係】

○白井 その上で、齊藤先生の最初のご質問の方に移りたいと思いますが、東京機械製作所事件で裁判所が、MoM要件の採用という文脈においてはありますが、市場内における株式の買い集めについては否定的ともいえる評価を示したことについては、私の理解としましては、多数株主の意思の適正な発現といえるかどうかという会社法上の買収防衛策の有効性を巡る判例法理の下における一判断であって、そこで一定の否定的な評価が市場における株式の買い集めに対して示されたとしても、金商法上の公開買付け規制と直接に抵触するような問題を何か引き起こすわけではないのだろうと考えています。同事件の裁判所の決定に対する私の理解ということになります。市場内での株式の買い集めなのだから当然に買収防衛策が認められるべきだというような文脈で捉えるべきではないと考えています。

この点について、近年の会社法研究者の中には、市場での大量の株式の買い集めを通じた買収は手法として不適切であり、基本的にはそれを抑止する方向で制度を構築すべきであるという政策的な観点に基づく議論も見受けられます。もともと、そのような見解への賛否はさておき、本日の報告における私自身の立場というのは、仮にそのような政策的な観点を除くとしても、会社法上の買収防衛策の有効性を巡る判例法理の考え方に基づき、東京機械製作所事件の事案の下ではMoMを認めた方が多数株主の意思の適正な発現を促すことになるといえるため、同事件ではMoM要件の採用が許されてよいだろうというもので、政策的な評価がどうかというよりも、どのような形で株主意思を問うことが多数株主の意思の適正な発現につな

がりそうかという点を重視し、その観点から同事件における MoM 要件の採用の是非を論じています。

ですので、結局のところ、私の立場というのは事案次第、ケース・バイ・ケースであって、何か一般化して論じることに適した議論ではないように感じています。市場での株式の買い集めと一言でいっても、報告の中でも紹介しましたように（レジュメ 17 頁参照）、例えば強圧性の程度が小さい態様のものも十分に考えられますので、そういう場合には買収の意図が公表された後に買い集められた株式について MoM を認めないことこそが多数株主の意思の適正な発現につながると思いますし、そこは本当に事案次第なのだと思います。

そのことを踏まえつつ、齊藤先生の最初のご質問の内容が、市場での株式の買い集めについては強力な買収防衛策の発動を認めるべきだという議論に対してどう思うのかという問いだと捉えますと、その点につきましては、私はそこまで割り切ることはできないなと感じている次第です。市場での株式の買い集めと一括りで論じることに、やや抵抗感があるからです。

○齊藤 ありがとうございます。

後者については、やはりブルドックソース事件の延長上で、株主にその要否を判断させるべきであると。先生のご議論の核となる部分は、やはりそれは裁判所が判断し得ないからということになるのでしょうか。判断能力の観点から、株主にアンケート調査をとるという手法の方が適切であると。

○白井 何を判断するのかという判断対象次第なのかもしれませんけれども、例えば時間と情報の十分性の判断であれば裁判所に任せてもよいのかもしれないのですが、買収者による買収と現経営陣による今後の経営とでどちらが対象会社の企業価値に資するのかといった判断は、裁判所が仮処分事件における限られた時間と情報の中で適切に判断を示すことは難しいだろうと私は考えています。そうすると、誰が判断するかということになりますが、次善の策にはなるのでしょうか、株

主に委ねることになるのだろうと考えます。

○齊藤 ありがとうございます。大変よく分かりました。商事法務に掲載された宍戸＝ミルハウプト論文（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」旬刊商事法務 2298 号（2022 年）4 頁）においては、構造上売り急ぎを強いるような構造的な強圧性があるかどうかは、裁判所自体が判断できることであり、場合によっては、買収者以外の株主の反応を参照することもありうるが、買収の企業価値に与える影響の判断については、MOM に委ねるべきではないという指摘がありました。これに対して、白井先生は、そうではなく、企業価値を高めるかどうかという判断でも MOM でよい、という認識を出発点とされておられますでしょうか。

○白井 いえ、私はそのような一律の議論はしていないつもりです。MoM 要件の適否は、判断対象が何かというよりも、勧告的決議においてそのような株主意思を集計する手法を採用することが、多数株主の意思の適正な発現と評価できるかどうかという文脈で理解すべきだというのが私の立場で、そうしますと、いつの時点の株主意思を確認すべきかを含めて事案ごとにケース・バイ・ケースであって、買収が企業価値を高めるかどうかの判断については MoM 要件が適している・適していないという判断枠組みは採用していません。

○齊藤 大変よく分かりました。つまり、今回は買収者の議決権は完全に排除されたけれども、今回はそれがふさわしい事案だったからで、議決権を買収者に認めるべきかどうかは、それは、具体的にケース・バイ・ケースで考えるべきだと。先生としては、これまでおっしゃっていたことを改めて繰り返しいただいただけになってしまい、誠におそれいます。おかげで、私も理解できたような気がいたします。

○白井 分かりにくい報告で恐縮です。

○齊藤 誠にありがとうございます。

○伊藤 齊藤先生のご質問の 1 点目ですけれど、

市場買い集めという手法の話ではなくて、市場買い集めに伴う強圧性というものを法的に問題があるものと評価して、それを理由に防衛策を認めるといいますか、それを理由に株主総会が承認したということに意味を認めるということが、国会の金商法についての立法権を侵害しているといったご議論なのかなとも思いました。

既に 2006 年の公開買付規制の改正のときに、市場買い集めの強圧性を理由として、市場取引にも公開買付規制の適用範囲を含めようという議論は一度敗れているということもありますので。

○白井 伊藤先生、ご指摘いただきありがとうございました。立法権の侵害をしているというような評価を、東京機械製作所事件で裁判所が強圧性を認定したことについて言えるかどうかですけれども、議論の余地はもちろんあると思うのですが、買収防衛の必要性の判断において裁判所が MoM 要件による株主意思を尊重したということですから、そのことは、市場での株式の買い集めに金商法で対応すべき法的問題があるという評価とは必ずしも直結しないのではないかと考えています。あくまで多数株主の意思の適正な発現として、どのような株主意思の集計方法が望ましいかという次元における評価の問題であって、もちろんその問題自体、いつの時点の株主の意思を尊重すべきかという問題も相俟って難問ではあるのですが、その際に MoM を許容したことと、市場での株式の買い集めについては公開買付規制を課さないとする立法の態度とは、特に矛盾する関係にあるとはいえないように思われるからです。

また、東京機械製作所事件について、広く市場における株式の買い集めの場面一般を対象に、買収防衛策発動の株主意思確認総会において MoM 要件の採用を是認した判断と捉えるべきであるとも私は考えておりませんので（レジュメ 16-17 頁参照）、そのような評価に立つのであれば、同事件の裁判所の決定と公開買付規制の抵触関係というのは、やはりさほど問題視しなくてよいのではないかという結論になりそうです。

○伊藤 ありがとうございます。

それでは、今日は時間が超過して申し訳ありません。これで本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。どうもありがとうございました。