

## 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

白井 正和（京都大学）

#### 一 はじめに

- ・ 前回と今回の JPX 金融商品取引法研究会：2021 年に実際に試みられた 4 件の代表的な敵対的買収<sup>1</sup>の事例（日邦産業事件、日本アジアグループ事件、富士興産事件、東京機械製作所事件の 4 つの事件）の分析・検討を行う  
→今回の報告：富士興産事件と東京機械製作所事件を取り上げる

#### 二 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  
→2000 年代の半ば以降、わが国でも判例法理の大幅な進展がみられる  
→ニッポン放送事件東京高裁決定<sup>2</sup>およびブルドックソース事件最高裁決定<sup>3</sup>が重要  
→ブルドックソース事件最高裁決定：買収防衛策の必要性およ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を採用することが明確にされた<sup>4</sup>
- ・ 判例法理の背後にある価値判断：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（買収の是非は買収対象会社の株主

---

<sup>1</sup> 敵対的買収とは、端的には、買収対象会社の現在の経営陣の同意を得ることなく進められる企業買収をいう。近年では、上場会社を対象とした敵対的買収の可能性がわが国でも現実味を帯びようになっており、その背景として、上場会社における株式の相互保有の構造が近年大きく揺らぎつつあることや、敵対的買収に対して資金を提供する金融機関が増加する傾向にあることなどが指摘されている（松井秀征「敵対的企業買収と防衛策」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣、2013 年）562 頁参照）。特にここ数年は、敵対的公開買付けが増加傾向にあり、それに伴い敵対的公開買付けの成立件数も増加している（茂木美樹ほか「敵対的買収防衛策の導入状況とその動向」旬刊商事法務 2276 号（2021 年）19 頁）。

<sup>2</sup> 東京高決平成 17 年 3 月 23 日判時 1899 号 56 頁。

<sup>3</sup> 最決平成 19 年 8 月 7 日民集 61 卷 5 号 2215 頁。

<sup>4</sup> 具体的には、当該事案の下で買収防衛策の必要性および相当性が認められる場合には、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について、株主平等原則に反するものでも不公正発行に該当するものでもないとする判断枠組みを採用した。学説は一般に、ブルドックソース事件最高裁決定について、買収防衛策の有効性を判断するに当たり、その必要性和相当性の観点から審査・分析を加えたものと評価している（田中亘「ブルドックソース事件の法的検討(上)」旬刊商事法務 1809 号（2007 年）8-9 頁、近藤光男「ブルドックソース最高裁判決に見る企業防衛のあり方」金融法務事情 1833 号（2008 年）16-17 頁、大杉謙一「買収防衛策の現在・過去・未来」法律時報 80 卷 3 号（2008 年）42 頁、北村雅史「判批」私法判例リマークス 37 号（2008 年）94 頁、鳥山恭一「差別的条件付き新株予約権無償割当ての適法性」早稲田法学 85 卷 3 号（2010 年）879 頁、白井正和「買収防衛策の有効性の判断枠組み（最決平成 19・8・7）」法学教室 471 号（2019 年）26 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(上)」法学教室 500 号（2022 年）29 頁、神田秀樹『会社法〔第 24 版〕』（弘文堂、2022 年）181-182 頁等）。

が判断すべきであるという価値判断<sup>5)</sup>

→両決定以後のわ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<sup>6)</sup>

## 2 買収防衛策の必要性に関する判断枠組み

- ・ 富士興産事件および東京機械製作所事件の内容を理解するに当たっては、とりわけ買収防衛策の必要性に関する判断枠組みに注目する必要がある

→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：理論的にはどのように説明？

- ・ 買収対象会社の取締役会限りの判断で自由に買収防衛策を導入・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り効率的な買収が妨げられたり<sup>7)</sup>、敵対的買収の脅威を通じた経営に対する規律づけの機能が弱められたりするなど、弊害の生じるおそれがあるところであり、是認することは難しい<sup>8)</sup>
- ・ 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、裁判所が限られた時間の中で主体的・積極的に判断することには、通常は大きな困難を伴うものと考えられる<sup>9)</sup>

---

<sup>5)</sup> 飯田秀総ほか『会社法判例の読み方』(有斐閣、2017年) 117頁〔白井正和〕。田中亘『会社法〔第3版〕』(東京大学出版会、2021年) 725頁、松井・前掲注1) 605頁も参照。

<sup>6)</sup> 例えば、取締役会のみでの判断で導入・発動されようとした買収防衛策(新株予約権の無償割当て)の差止めを命じた裁判例として、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〕などがある。

<sup>7)</sup> 敵対的買収の場面で買収対象会社の取締役が自己保身のために行動する可能性については、わが国の学説上も古くから指摘のあるところである(洲崎博史「不公正な新株発行とその規制(2・完)」民商法雑誌94巻6号(1986年)723頁、川濱昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動の規制(1)」民商法雑誌95巻2号(1986年)170頁等)。こうした自己保身の点に加えて、近年では、買収対象会社の取締役が自尊心のゆえに自らが従来とってきた経営政策が覆されることを避けるために行動する可能性も指摘されている(田中亘ほか編『論究会社法』(有斐閣、2020年)332頁〔久保田安彦〕)。

<sup>8)</sup> 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あることから、買収防衛策に関する法制度は完全に敵対的買収を阻止できるようなものであってはならない(柳川範之『法と企業行動の経済分析』(日本経済新聞社、2006年)60-64頁)。学説上も、敵対的買収の場面における買収防衛の是非をめぐる取締役の判断は、通常の経営判断とは区別され(江頭憲治郎『株式会社法〔第8版〕』(有斐閣、2021年)24頁参照)、取締役に広い裁量を与えるべきではないとする見解が多数である(田中亘『企業買収と防衛策』(商事法務、2012年)441-442頁、田中ほか編・前掲注7)332頁〔久保田〕等)。

<sup>9)</sup> 飯田秀総「企業価値基準における買収防衛策に関する裁判所の役割」吉本健一先生古稀記念論文集『企業金融・資本市場の法規制』(商事法務、2020年)258-259頁、松井秀征「判批」平成19年度重要判例解説〔ジュリスト臨時増刊1354号〕(2008年)110頁、田中ほか編・前掲注7)333頁〔久保田〕。同様の指摘として、田中・前掲注5)727頁も、敵対的買収が企業価値を高める良い買収か、買収者の過信あるいは利害関係者からの利益剥奪を

↓

- ・ 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判例法理が採用する価値判断には、次善の策という位置づけにはなるだろうが、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だろう<sup>10</sup>

→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わ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<sup>11</sup>、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ない<sup>12</sup>

- ・ もっとも、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か？

→例：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ない

→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、どのように理解したらよいか理論的な観点からは問題となる

Cf. 基準日株主と株主総会時点の真の株主との間にズレが生じうるという問題

→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

↓

- ・ 学説：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<sup>13</sup>
  - ・ 公開買付けの強圧性 (coercion)：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、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、または事後に公開買付け価格よ

---

理由とする悪い買収であるかを、裁判所が審査することは極めて困難であると述べる。

<sup>10</sup> 飯田・前掲注9) 247頁は、「企業価値基準の実現として株主の判断を信用することは常に完璧に機能するとは限らないけれども、次善の策として妥当であり、裁判所が介入することは次善の策よりも劣る解決となる可能性がある」旨を指摘する。

<sup>11</sup> 江頭憲治郎編『会社法コンメンタール(6)』(商事法務、2009年) 123頁〔洲崎博史〕。藤田友敬「事前警告型買収防衛策の許容性」金融商品取引法研究会研究記録79号(2021年)5頁も参照。

<sup>12</sup> 森本滋「支配株式の取得と取締役会・株主総会」旬刊商事法務1882号(2009年)11-12頁、田中・前掲注5) 726-727頁、白井・前掲注4) 28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)60-61頁等。

<sup>13</sup> 田中亘「ブルドックソース事件の法的検討(下)」旬刊商事法務1810号(2007年)16頁、中東正文「ブルドックソース事件と株主総会の判断の尊重」ジュリスト1346号(2007年)23頁等。

りも低い価格で締め出されることに対する不安から、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<sup>14</sup>

→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（売却圧力）がかかることで、公開買付けへの応募状況を通じた敵対的買収に対する株主の評価・判断は正しくは示されないという状況が生じうる<sup>15</sup>

- ・ これに対して、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：強圧性の問題は通常は生じないと考えられる（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ことはない）

### 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めぐる判例法理がわが国の実務に与えた影響：買収防衛策を導入・発動しようとする場面では、そのことの是非をめぐ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

- ・ 実務慣行の例：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（勧告的決議）の形で株主総会決議がとられる事例が広く観察

→勧告的決議：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<sup>16</sup>

→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<sup>17</sup>、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る<sup>18</sup>

→近年の裁判例：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するものや<sup>19</sup>、②勧告的決議を求める株主提案権の行使を否定するもの<sup>20</sup>

---

<sup>14</sup> 公開買付けの強圧性については、田中亘編著『数字でわかる会社法〔第2版〕』（有斐閣、2021年）255-256頁〔飯田秀総〕参照。

<sup>15</sup> 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る（飯田秀総『公開買付規制の基礎理論』（商事法務、2015年）195頁参照）。

<sup>16</sup> 伊藤靖史「株主総会に関する近年の裁判例——決議の効力を争う訴えに関する論点」旬刊商事法務2175号（2018年）32頁等。

<sup>17</sup> 伊藤・前掲注16）34頁。

<sup>18</sup> 酒巻俊雄＝龍田節編集代表『逐条解説会社法(4)』（中央経済社、2008年）38頁〔前田重行〕。

<sup>19</sup> 東京地判平成26年11月20日判時2266号115頁。

<sup>20</sup> 東京高決令和元年5月27日資料版商事法務424号118頁。

### 三 富士興産事件

#### 1 事案の概要と裁判所の判断

- ・ 事案：アスリード・ストラテジック・バリュウ・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→事案の詳細については〔参考1〕参照（19頁～）  
→2021年4月28日に開始されたアスリードらによる公開買付けは、買付予定数の上限の定めのない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  
＋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
- ・ 事案の重要な特徴：
  - 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<sup>21</sup>
  - ② 当該無償割当ての実施等の是非をめぐる株主総会（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  
→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いて、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
- ・ 東京地決令和3年6月23日資料版商事法務450号151頁（原審決定）：富士興産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上で、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、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なかった
- ・ 東京高決令和3年8月10日資料版商事法務450号143頁（抗告審決定）も、原審決定で示された内容を基本的に引用した上で、「抗告人〔アスリード〕の本件公開買付けに対

---

<sup>21</sup> 具体的には、富士興産の株主総会において当該無償割当ての実施等に係る議案が可決承認されなかった場合には、富士興産の取締役会は（2021年6月11日に取締役会として実施の決議をした）当該無償割当てを中止することとされていた。なお、富士興産の定時株主総会は同月24日に開催される予定であったことから、同総会の場で当該無償割当ての実施等に係る議案があわせて諮られることが予定されていた。

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ともに、あるいは著しく不公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なかった

→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、および(b)買収の是非をめぐる「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たが、いずれの主張も退けられた

- ・ (a)の主張→「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」
- ・ (b)の主張→「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」ことを指摘した上で、「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」

## 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：取締役会により買収防衛策の発動が決議された後で、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は、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か

→もっとも、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、判例法理の背後にある価値判断と何ら抵触するものではなく、問題ないといえるだろう

→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た日本アジアグループ事件と買収防衛策の有効性をめぐ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る<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup> 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）45頁も、両事件における裁判所の判断の差は、「主として、差別的取得条項等付新株予約権無償割当ての後に、株主意思確認総会の結果を受けてそれを撤回する余地が存するか否かに基づくものではないかと推測される」とする。藤田・前掲注11）13-14頁も参照。

### 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

- ・ 抗告審決定：買収防衛策の発動をめぐる株主総会決議（勧告的決議）の決議要件が問題となり、裁判所が普通決議で足りる旨の判断を示したという点で、注目される<sup>23</sup>

→ブルドックス事件：株主総会特別決議を経て導入・発動された買収防衛策の有効性が問題→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を巡り、普通決議をもって買収防衛策の有効性を判断する事例にも同事件の最高裁決定の射程は及ぶと解するか、それとも同事件の最高裁決定の射程が及ぶためには決議要件として特別決議を要すると解すべきかが未解決の問題として残されていた<sup>24</sup>

→ブルドックス事件最高裁決定後に示された学説：

- ・ 同決定につき特別決議が決議要件であったことを重視しているとする見解<sup>25</sup>
- ・ 決議要件として普通決議で足りると明言する見解<sup>26</sup>、

↓

- ・ 普通決議で足りるとする理由（抗告審決定）：「公開買付けによる買収に対する対抗手段の発動が必要か否かの判断は、現経営陣と買収者側のいずれに経営を委ねるべきかという株主の経営判断の問題であるから、……株主総会の場で、会社の利益の帰属主体である株主の多数が、当該買収に対して対抗手段の発動が必要であると判断した場合には、その判断は合理性があるものとして尊重されるべきである」

→こうした理由づけ：決議要件として普通決議で足りる旨を主張する学説においても従来その根拠として主張されていたもの<sup>27</sup>

<sup>23</sup> 例えば、太田・前掲注 22) 48 頁は、富士興産事件の抗告審決定について、ブルドックス事件最高裁決定以降はじめて、決議要件として少なくとも普通決議の要件をクリアすればよいとの判断を示したものであり、重要な意義を有すると述べる。

<sup>24</sup> 江頭・前掲注 8) 838 頁、龍田節＝前田雅弘『会社法大要〔第 3 版〕』（有斐閣、2022 年）231 頁、高橋美加ほか『会社法〔第 3 版〕』（弘文堂、2020 年）539 頁等。ブルドックス事件最高裁決定の調査官解説においても、同決定は決議要件について具体的・一般的な基準を示すものではないとの理解が示されている（森富義明「判解」法曹時報 62 巻 6 号（2010 年）135 頁）。

<sup>25</sup> 代表的な見解として、ブルドックス事件最高裁決定については、株主総会の特別決議による承認を尊重すべきであるとしつつ、圧倒的多数の株主の支持があったことからその判断に問題はないとしたのであって、決議要件が特別決議であったことを重視していると解する見解がある（森本滋「支配株式の取得と取締役会・株主総会」旬刊商事法務 1882 号（2009 年）6-7 頁）。また、ブルドックス事件最高裁決定では、株主総会の特別決議がとられたことが結論を左右する上で重要である（法的意味を有する）との理解を示す見解として、浜田道代「差別的行使条件・差別的取得条項付新株予約権無償割当てによる買収防衛策と株主平等原則（2・完）」民商法雑誌 139 巻 3 号（2008 年）315-317 頁、北村・前掲注 4) 95 頁がある。清水俊彦「不都合な真実(2)」金融・商事判例 1269 号（2007 年）7-8 頁も参照。

<sup>26</sup> 代表的な見解として、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。

<sup>27</sup> 例えば、飯田・前掲注 26) 10 頁は、「買収防衛策の有事導入の是非を判断する」ということは、支配権の移転の是非を判断することと同様に、取締役の選任に際して、現経営陣の提

→確かにそのように考えることも可能であるかもしれないが、買収防衛策の発動の是非をめぐる判断は、本来であれば個々の株主に認められているはずの公開買付けへの応募を通じて買収者に保有株式を売却する機会を実質的に奪うという側面があり、株主平等原則（の趣旨）に反する事態が引き起こされるという側面もある<sup>28</sup>

→悩ましいところであるが、普通決議では足りないと思えることも可能と思える余地もあり<sup>29</sup>、抗告審決定の理由づけは必ずしも決定的なものであるとはいえないとも

- ・ 学説上は、支配株主の異動を伴う募集株式の発行等の場面において、株主総会決議の決議要件が普通決議とされている（会社法 206 条の 2 第 5 項）ことを指摘し、それとの平仄から、買収防衛策の発動の是非をめぐる株主総会決議の決議要件も普通決議とすることが論理的かつ自然であるとする見解がある<sup>30</sup>

→ブルドックソース事件最高裁決定の当時はさておき、少なくとも現在では、平成 26 年会社法改正により同法 206 条の 2 が新設されたことで、買収防衛策の導入・発動の是非の判断を含む支配株主の異動に関する判断については普通決議で足りるとする立法的判断が示されたと思えることになるだろうか（重要な指摘と思われる）

→ただし、若干ではあるが疑問の余地がないわけではない：会社への資金の流入を伴う募集株式の発行等の場面と他の株主からの株式の買い集めの場面とは区別して考えるべきであるともいえ、（後者の場面に当たる）買収防衛策の必要性の判断における株主総会決議の決議要件を、（前者の場面に当たる）会社法 206 条の 2 第 5 項の決議要件とパラレルに考えることは必ずしも適切とはいえないとも考えられる

---

案する候補者と買収者の提案する候補者のどちらを選ぶのかという問題と同レベルの問題といえる」と指摘する。藤田・前掲注 11) 18-19 頁も参照。

<sup>28</sup> 江頭・前掲注 8) 823 頁は、ブルドックソース事件最高裁決定について、買収防衛策としての差別的な行使条件が付された新株予約権には株主平等原則の趣旨が及ぶことをその出発点にしていることからすれば、防衛側（買収対象会社の側）にとって厳しい要件が想定されている可能性があるとする。

<sup>29</sup> さらに、せいぜい補足的な考慮要素にとどまるものではあるが、買収防衛策の必要性の判断に当たっては、株式の持合いその他の安定株主工作により株主総会における判断が歪められてしまう問題が懸念されており、仮に裁判所において株主総会の判断が歪められていないことを十分に確認することは難しいのだとすれば、慎重を期す観点から特別決議を要求するという考え方もとりえないのではないだろう。なお、株主総会の判断が歪められてしまう危険については、例えば株主総会の開催前の段階で強圧性のある形で買収者が株式を買い集めることなどを通じ、買い集めた株式の議決権を買収者が行使することで買収者側に有利な形で歪められてしまうケースも考えられないではないが、この場合には、すぐ後で紹介する東京機械製作所事件で実際に行われたように、買収対象会社としては、買収防衛策の発動の是非をめぐる株主総会において買収者グループが保有する株式について議決権行使を認めないという対応をすることも可能であり、そのことを踏まえれば、ここでは買収対象会社の現在の経営陣に有利な形で株主総会の判断が歪められてしまう危険の方を問題視すべきであるといえ、決議要件においては慎重を期すという考え方も成り立ちうるように思われる。

<sup>30</sup> 飯田・前掲注 26) 10 頁。



\*募集株式の発行等の場面では、発行等を通じて事業に必要な資金が会社に入ってくるため、会社の資金調達の便宜を図るという観点を欠かすことはできない

→会社法 206 条の 2 第 5 項の株主総会決議の場面でも、資金調達の円滑をむやみに害してはならないという価値判断が生じることから<sup>31</sup>、取締役会の裁量を尊重する必要があり、普通決議で判断するというルールを採用したとも解しうる<sup>32</sup>

→これに対し、買収防衛策の必要性が問われる場面：事業に必要な資金が会社に入ってくるという資金調達の側面はない→会社の資金調達の便宜を図るという観点に立ち取締役会の判断を尊重すべきとする政策的な観点からの要請は存在しない

→買収防衛策の必要性を判断する際の株主総会の決議要件につき、会社法 206 条の 2 第 5 項の決議要件よりも厳しい決議要件が課されるべきと解する余地もないわけではないだろう<sup>33</sup>

#### 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

- ・アスリードの主張：全部買付けであってその後の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（株式の併合）の実施も予告している本件の公開買付けには、強圧性の問題は生じていない

→仮に本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すれば、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ということもできる

→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も、理論的には成り立ちうる事案とも解しうる

↓

- ・しかし、本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、3分の2ではないことからすれば、「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であろう

---

<sup>31</sup> 会社法 206 条の 2 の規定に関しては、会社の資金調達の円滑（機動性）を損なわないように配慮することを前提としてルールを設定しようとする姿勢が強くうかがえる（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）142 頁参照）。

<sup>32</sup> 換言すれば、募集株式の発行等の場面で会社法 206 条の 2 第 5 項が特別決議を決議要件としなかったのは、資金調達の必要性や緊急性については会社の内部情報に精通しているために判断主体として（集団としての）株主よりも取締役会の方が通常は優れているといえることから、取締役会の裁量を一定程度は尊重する必要があると考えられたためであると理解する余地がある。

<sup>33</sup> 今後は普通決議で足りるということを前提に実務が積み重なっていくことになると思われるが（藤田・前掲注 11）18 頁）、勧告的決議であって会社法上の株主総会決議ではないとすれば、明確な閾値を境に評価を変えるべきか自体が自明ではないという指摘もあり（松中学「敵対的買収防衛策に関する懸念と提案〔上〕」旬刊商事法務 2295 号（2022 年）13 頁注 19）、普通決議で足りると決め打ちしてしまうことには若干の躊躇を覚える。

→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（また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）であって確実とはいえない状況下では、アスリードらが支配権を取得した後に少数株主として取り残されることへの不安から、不本意ながら公開買付けに応募する判断をする可能性が認められるから<sup>34</sup>

←→こうした評価に対するありうる反論：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、株主総会決議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べき<sup>35</sup>

→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歪めてしまう程度を考察した上で、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

→もっとも、実際の問題としては、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評価することは容易ではないように思われる

→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また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いえるのではないか

Cf. 日本アジアグループ事件の公開買付け：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」強圧性があるとはいえないと評価<sup>36</sup>

→富士興産事件に関する以上の議論はそのことと矛盾するものではない：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づけが大きく異なるから<sup>37</sup>

---

<sup>34</sup> この点に関して、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）14-15頁は、公開買付けに応募しなかった株主は、株主総会でキャッシュアウト議案に賛成すれば公開買付け価格と同額のキャッシュアウト価格を確実に得られるのだから、アスリードらによる公開買付けには強圧性の問題は生じないとする。しかし、他の株主が皆自分と同じように評価して議決権を行使するとの確信が持てない限りは、株主総会でキャッシュアウト議案が成立しない可能性は残るといわざるをえず、そのことが公開買付けへの応募の判断において強圧性の問題を生じさせるといえるのではないだろうか（前回の研究会における伊藤靖史先生のレジュメ 23頁参照）。

<sup>35</sup> ブルドックソース事件を題材とした検討であるが、例えば近藤・前掲注4）19頁は、公開買付けの強圧性の問題がそれほど深刻でないならば、株主総会の判断が公開買付けによる判断よりも特に優れているとはいえないのではないかと指摘する。

<sup>36</sup> 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。

<sup>37</sup> 同様の理解を示すものとして、藤田・前掲注11）24頁、松下憲ほか「買収防衛策に関する

## 5 その他（不公正発行該当性に関する判断）

- ・ 原審決定：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、「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〔富士興産〕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」とする

→ブルドックソース事件のように買収防衛策の必要性と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示し、不公正発行該当性を否定<sup>38</sup>

→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」とする

↓

- ・ 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がある<sup>39</sup>

→アスリードらによる敵対的買収を阻止する（経営支配権を維持する）ための措置であることは認めた上で、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適切ではないか

→仮に十分な情報と時間を確保することが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づけは不明瞭となる

→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となり、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あるが、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あり（達成しようとする目的に比して手段が相当ではない可能性が生じうるから<sup>40</sup>）

---

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、久保田・前掲注12）58頁注5等。

<sup>38</sup> おそらく原審決定は、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。

<sup>39</sup> 太田・前掲注22）43頁。

<sup>40</sup> 松中・前掲注33）10-11頁参照。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についても株主意思を確認しているとはいえるが、目的に比した手段の相当性について株主意思に委ね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

## 四 東京機械製作所事件

### 1 事案の概要と裁判所の判断

- ・ 事案：アジア開発キャピタルおよびその 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で、2021 年 8 月 30 日に、東京機械製作所の取締役会が、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（本件対抗措置の発動）を決議（事案の詳細については〔参考 2〕参照、21 頁～）

→事案の重要な特徴：

- ① ADC らによる東京機械製作所株式の短期間で的大量の買い集め（3 か月弱の期間で約 4 割の株式を買い集め<sup>41)</sup>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
- 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 らおよびその関係者と東京機械製作所の取締役およびその関係者（以下、これらの者を総称して「利害関係者」という）の議決権行使は認めないとされていたこと（MoM 要件による決議が選択）

→同年 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）が承認

- ・ 東京地決令和 3 年 10 月 29 日資料版商事法務 453 号 107 頁（原審決定）：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いうべきであるとし、「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」

→「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

- ・ 東京高決令和 3 年 11 月 9 日資料版商事法務 453 号 98 頁（抗告審決定）：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上で<sup>42)</sup>、「本件株主意思確認総会の

---

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、少なくとも従来の判例法理の考え方からすれば異質ではないか)。

<sup>41)</sup> ADC らは、2021 年 6 月に市場内で東京機械製作所株式の買い集めを開始し、東京機械製作所の取締役会が対抗措置の発動を決議した 2021 年 8 月末の時点で、株券等保有割合にして約 4 割の東京機械製作所株式を市場内で買い集めていた。

<sup>42)</sup> 抗告審決定では、「抗告人〔ADC〕らは、TOB の適用対象外である市場内取引における株式取得を通じて、株券等所有割合が 3 分の 1 を超える株式を短期間のうちに買収しており、このような買収行為は、一般株主からすると、投資判断に必要な情報と時間が十分に与

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〕→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なかった

- ・ 以上の抗告審決定に対し、ADC らは特別抗告および許可抗告の申立てをしたが、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る

## 2 MoM 要件による株主意思の確認と勧告的決議

- ・ 本件における最大の争点：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、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・発動をめぐる同社の株主総会の判断を裁判所として尊重してよいかどうか<sup>43</sup>

→会社法：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（会社法 831 条 1 項 3 号）

→もっとも、勧告的決議につい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すれば<sup>44</sup>、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ひも、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がある

→問題は、本件で MoM 要件による決議を選択したことに合理性が認められるかどうか

## 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

- ・ 買収防衛策の必要性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ひが許容されるかどうか

---

えられず、買収者による経営支配権の取得によって会社の企業価値がき損される可能性があると考えれば、そのリスクを回避する行動をとりがちであり、それだけ一般株主に対する売却への動機付けないし売却へ向けた圧力（強圧性）を持つものと認められる」と判示されており、短期間での市場内における大量の株式の買い集めに伴い生じる強圧性の内容について（原審決定で述べられた内容を補う形でより具体的に）言及されている。

<sup>43</sup> 太田洋「東京機械製作所事件をめぐる一連の司法判断の概要と射程(上)」旬刊商事法務 2282 号（2021 年）30 頁は、東京機械製作所事件について、「わが国で MoM 決議に法的な意味合いを正面から認めた初の公表裁判例である」とする。

<sup>44</sup> 近年の裁判例を見る限り、わが国の裁判所は、勧告的決議については、基本的には会社法上の株主総会決議ではない（ので、会社法の定めにも拘束されるわけではない）とする理解に立っているようである。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 頁も、勧告的決議については、「その手続に会社法規定を厳密に適用する必然性はな」とする。田中・前掲注 34）11 頁も参照。

- 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した結果につき、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<sup>45</sup>
- 当該事案の下で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であっても、その内容を裁判所としては尊重すべきといえる

## (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

- ・ 本件で、敵対的買収者（ADC ら）およ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づけられるのだろうか、それとも適切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

→注目すべきであると思われる事情：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<sup>46</sup>

Cf. 以上の議論とは別に、買収者と残りの株主とでは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を紹介する見解<sup>47</sup>

→もともと、買収者による買収に賛同して（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れば、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株主意思の適正な発現に資すると考えることができる

→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だろう（+αの事情が必要であると解される）

- ・ ADC らの買収手法：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点<sup>48</sup>、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<sup>49</sup>

→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うるといえそう<sup>50</sup>

<sup>45</sup> 白井・前掲注 36) 322 頁。

<sup>46</sup> 田中・前掲注 34) 7 頁、白井・前掲注 36) 323 頁、伊藤雄司「判批」法学教室 498 号（2020 年）117 頁等。

<sup>47</sup> 山下・前掲注 44) 98 頁。

<sup>48</sup> ADC らは、公開買付けについて将来的な実施を検討する可能性を示すのみであって、東京機械製作所株式の約 4 割を取得した際に、買付予定数の上限のない公開買付けを今後速やかに実施することなどは特に示していない。

<sup>49</sup> 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。

<sup>50</sup> 田中・前掲注 34) 7 頁は、「これでは、TKS〔東京機械製作所〕株主が、ADC らが経営

←→本件の市場内での株式の買い集めには強圧性はないとする見解もある<sup>51</sup>

→こうした見解の相違は、①②の点が一般の投資者の行動にどのような影響を与えるかに関する認識の違いに主として起因するものと考えられる

→報告者としては、ADC らによる支配権取得後の経営に関する情報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、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株式を売却する行動に出る投資者がいても不自然ではないと考えている

- ・ そうであるとすれば、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（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適切ではないため、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うる<sup>52</sup>

→本件の原審決定および抗告審決定は、ADC らによる株式の買い集めにおける強圧性の存在・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るが、妥当な判示であると評価できるとともに<sup>53</sup>、そのような立場は従来のがわの買収防衛策をめぐる判例法理（およ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る<sup>54</sup>

---

支配権を取得すれば、TKS の企業価値が毀損され、ひいては株価の低落を招いて株主の利益が害されるおそれがあるとの懸念を抱き、保有株式をいち早く市場で売却するという行動に出ても無理からぬ状況である」とする。久保田・前掲注 12) 59 頁も、本件では「強圧性の問題が深刻であった」とする。また、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 頁も、「東京機械製作所事件は、一般株主に対する強圧性の強い事案であった」とする。

<sup>51</sup> 黒沼悦郎「市場買付けは買収防衛策を正当化するか——東京機械製作所事件を題材に」Law and Practice 16 号（2022 年）51 頁。

<sup>52</sup> 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ある（田中・前掲注 34) 11 頁、白井・前掲注 36) 323 頁）。

<sup>53</sup> 本件の抗告審決定（の結論）を支持する見解として、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）35 頁、久保田・前掲注 12) 59 頁、白井・前掲注 36) 324 頁等。

<sup>54</sup> また、以上とは少し異なる観点に基づく議論として、強圧性の程度が相当に強い態様で買収が行われることを一般に抑止する（それにより企業価値を低下させる望ましくない買収を生じにくくする）という政策的な観点から、MoM 要件による決議を正当化する方向性も考えられる。ただし、こうした政策的な観点を重視することは、公開買付けに伴うただ乗り（free ride）問題を助長する側面も否定できないところでもあり（黒沼・前掲注 50) 58 頁）、評価の分かれうるところであろう。

- ・ 以上の分析に対する批判：ADC らによる買収の試みという事実関係が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、「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」<sup>55</sup>  
→しかし、買収の試みの事実関係が公表される前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てむしろより明確に、元株主（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推認することはできない  
→公表前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より説得力を持つといえる（上記の批判が指摘する公表前の時点で ADC らが 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考えられる）

### (3) 市場内買い集め（一般）と MoM 要件による株主意思の確認

- ・ 本件の原審決定および抗告審決定：MoM 要件による株主意思確認決議が是認  
→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  
→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・発動をめぐる株主総会決議をと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と評価することは、避けなければならない<sup>56</sup>
- ・ より問題となりそうな点として、本件の原審決定およ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であると評価してよいか<sup>57</sup>

<sup>55</sup> 山下・前掲注 44) 98-99 頁。

<sup>56</sup> 松下ほか・前掲注 37) 52 頁は、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（ただし、積極的にこのような理解が望ましいと主張しているわけではないようである）が、報告者の立場としては、上で述べた理由から、本件の抗告審決定についてこのように理解することには賛成できない。MoM 要件の一般的な利用は敵対的買収に対して過剰なコストを課すおそれがあるため、少なくとも、全部買付けの開始およびその後の公開買付価格と同額での締出しの実施をあらかじめ公表するなど、強圧性を減らすための相応の措置がとられているといえる場合には、買収者が保有する株式の議決権行使は基本的には否定すべきではないだろう。

<sup>57</sup> 先行評釈の中にはそのような理解を示すものが少なくない。例えば久保田・前掲注 12) 61 頁は、本件の原審決定および抗告審決定を踏まえ、「買収者が市場買集めの方法によって支配株式を取得しようとするような場合は、MoM 要件による決議が許されてよいと解される」とする。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



→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括りにして論じることは必ずしも適切ではないと考える（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も想定できないわけではないから）

→例：現在の対象会社の経営陣と友好的な買収者による公開買付け（全部買付け）が開始されている中で、当該公開買付けの買付価格が対象会社の企業価値に比して低すぎることを理由に、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上で（公開買付期間中に）まずは市場内で株式を買い集める事例<sup>58</sup>

#### 4 時間および情報の確保と企業価値毀損との関係

- ・ 抗告審決定：「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対抗措置〔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である」ということができる

→抗告審決定におけるこの部分の判示については疑問あり

- ・ 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いわざるを得ず、説得的ではない<sup>59</sup>
- ・ 本件では、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の決議について約 79%の株主の賛同を得ているが、株主が当該決議に賛同した理由は、十分な情報と時間を確保できないことに限定されるわけではないだろう<sup>60</sup>

→実際には、時間と情報の不十分性だけではなく、東京機械製作所の取締役会が

---

商事法務 2284 号（2022 年）22 頁も、「少なくとも、市場内での短期間における大量買上がりに対しては、株主意思確認総会で MoM 決議が取得できれば、差別的取得条項等付新株予約権無償割当てを用いて、大規模買付者等の持株割合を、有事導入型買収防衛策導入時において判明していた持株割合まで押し下げることが認められ得ることが明らかになった」と指摘する。

<sup>58</sup> 2022 年 3 月～4 月にかけて Yamauchi-No.10 Family Office らが東洋建設株式会社の株式を市場内で約 27%買い集めた事例は、まさにこのような事例に該当すると思われる。

<sup>59</sup> 黒沼・前掲注 50) 61 頁、白井・前掲注 36) 324 頁等。太田・前掲注 57) 20 頁も、この部分の判示について、株主総会における「株主の判断の正当性を喪失させる重大な瑕疵となったりしない理由……と、本総会において TKS〔東京機械製作所〕の非利害関係出席株主が何について判断したのかという問題とを混同した結果」であろうと指摘し、「特段の意味はないと解すべきように思われる」とする。

<sup>60</sup> 田中・前掲注 53) 36 頁。仮に十分な情報と時間を確保できないことだけが本件対抗措置発動の目的であるとすると、ADC らによる今後の大規模買付行為等を制約する本件対抗措置の発動は相当性を満たすものといえるかどうかについても疑念を生じさせるだろう（松中学「敵対的買収防衛策に関する懸念と提案〔下〕」旬刊商事法務 2296 号（2022 年）38 頁参照）。

問題視していたその他の様々な事情<sup>61</sup>も考慮して、企業価値また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、当該決議に賛同したと考える方が自然であるように思われる<sup>62</sup>

## 5 その他（部分買付けと MoM 決議）

- ・ 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上で、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・発動の是非をめぐる株主総会決議において、買収者およびその関係者が保有する対象会社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主張されている<sup>63</sup>
  - 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および抗告審決定とは共通する面がある
  - 本件の原審決定およ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が争点となる事案が出てくることも予想される
- ・ 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いては、市場内での大量の株式の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る<sup>64</sup>
  - 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る
  - 報告者の立場：市場内での株式の買い集めの際に議論したことと同様に、あくまで事案次第であって、部分買付けと一括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<sup>65</sup>（とはいえ、学説の指摘するように、部分買付けと市場内での株式の買い集めで似た点と異なる点があることは確かであり、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ない）

---

<sup>61</sup> 東京機械製作所の取締役会は、ADC の内部管理体制に重大な懸念があること、ADC は継続企業の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、当該議案への賛同を株主に呼びかけていた。

<sup>62</sup> 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]」旬刊商事法務 2290 号（2022 年）23 頁。

<sup>63</sup> 飯田・前掲注 26）10 頁。

<sup>64</sup> 田中・前掲注 53）38-39 頁。

<sup>65</sup> 部分買付けと一言で言っても、例えば買付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、実際の強圧性の程度は変わりうると考えられるからである（松中・前掲注 60）40 頁参照）。

## 富士興産事件の概要

2020年10月7日	アスリードらが富士興産株式を10.18%まで取得
2020年11月26日	アスリードらは富士興産に対してMBOを提案
2020年12月3日	富士興産はアスリードらによるMBOの提案を拒否 →アスリードらは富士興産株式の買い集めを継続
2021年3月19日	アスリードらと富士興産との間で面談（今後の経営方針等につき意見交換）
2021年4月14日	アスリードらは富士興産株式を15.27%まで取得 アスリードらと富士興産との間で面談（今後の経営方針等につき意見交換）
2021年4月28日	アスリードらは富士興産の非公開化を目的に同株式の公開買付けを開始 ・上限なし、下限は40%（株券等所有割合） ・公開買付価格は1250円 ・公開買付期間は2021年6月14日まで（30営業日） ・公開買付け後にキャッシュアウトの実施を予定（公開買付価格と同額の予定）
2021年5月7日	富士興産が独立委員会を設置し、その旨を公表
2021年5月24日	富士興産において買収防衛策（対応方針）を導入する旨の取締役会決議 ・事前警告型買収防衛策の形式をとるが有事導入（大規模買付者を対象とするものではあるが実際にはアスリードらを念頭に置くものといえる）
2021年5月28日	富士興産の取締役会がアスリードらによる公開買付けに反対する旨の意見表明 →アスリードらに対して公開買付期間の延長を要請し、拒否した場合には取締役会限りの判断で対抗措置を発動する（ただし、6/24開催予定の富士興産の定時株主総会で対抗措置の発動につき株主意思を諮ることとする）旨を公表 富士興産の定時株主総会における剰余金配当議案につき、1株当たり（当初の16円という配当予想から）103円に大幅増額する旨を取締役にて決議し、公表
2021年6月8日	アスリードらは富士興産による公開買付期間の延長要請を拒否
2021年6月9日	富士興産の独立委員会が対抗措置の発動を勧告
2021年6月11日	富士興産の取締役会において、アスリードらによる公開買付期間の延長要請の拒否が5/24に導入された（事前警告型）買収防衛策に定める手続に違反することを主な理由として、対抗措置の発動を決議 →対抗措置の内容：差別的行使条件等が付された新株予約権の無償割当て ・富士興産株式1株につき1個の新株予約権が無償で割り当てられる ・割り当てられた新株予約権1個の行使で1株を取得（行使価額は1円） ・割当基準日は7月末日、効力発生日は8月末日 ・大規模買付者とその関係者は新株予約権を行使できない →ただし、6/24開催予定の富士興産の定時株主総会で、買収防衛策（対応方針）の

	導入および対抗措置の発動につき株主意思を確認し、いずれかについて普通決議による承認が得られなければ、対抗措置の発動を中止する旨が明言された
2021年6月11日	アスリードらは対抗措置発動の差止めを求めて仮処分命令を申立て
2021年6月14日	アスリードらは公開買付期間を延長
2021年6月23日	東京地裁にて新株予約権無償割当て差止めの仮処分申請が却下（原審決定）
2021年6月24日	富士興産の定時株主総会において買収防衛策の導入および対抗措置の発動が承認 →賛成割合：買収防衛策（対応方針）の導入 約 66.08% 対抗措置の発動 約 66.18% あわせて、期末配当を1株当たり103円とする大幅増配の議案も可決承認
2021年7月9日	アスリードらは公開買付期間を延長
2021年7月20日	アスリードらは公開買付期間を延長
2021年8月10日	東京高裁が抗告を棄却（抗告審決定）
2021年8月24日	アスリードらが公開買付けを撤回
2021年8月25日	富士興産の取締役会が対抗措置の発動の中止を決定

## 東京機械製作所事件の概要

2021年6月9日	ADCらが市場内取引により東京機械製作所株式の買い集めを開始
2021年7月13日	ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が8.08%に上昇
2021年7月14日	ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が15.01%に上昇
2021年7月15日	ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が21.16%に上昇
2021年7月20日	ADCらは7/13に株券等保有割合が5%を超えたことによる大量保有報告を提出 ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が26.50%に上昇
2021年7月21日	変更報告書におけるADCらの東京機械製作所株式の保有目的が「純投資」から「支配権の取得。ただし、現時点で、発行者に取締役候補者を派遣することを予定していない。」に変更 ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が32.72%に上昇
2021年8月3日	東京機械製作所はADCらに対して質問書を送付 ・ADCらが支配権を取得した後の経営方針等についての情報提供を求める ・一般株主の考慮期間を確保するため株式の買増しを行わないことを求める
2021年8月6日	東京機械製作所の取締役会は、ADCらの株券等保有割合が32.72%に達したことおよび質問書への回答がないことに鑑み、買収防衛策（本件対応方針）の導入を決議するとともに、独立委員会を設置し、これらの事実を公表 ・事前警告型買収防衛策の形式をとるが有事導入（大規模買付者を対象とするものではあるが実際にはADCらを念頭に置くものといえる） ・本件対応方針に定める手続を遵守しない場合は対抗措置の発動もありうる
2021年8月10日	ADCらが8/3付け質問書に対する回答書を作成・送付し、公表 ・東京機械製作所の現経営陣に経営を委ねる（取締役候補者の派遣は予定せず） ・東京機械製作所からの情報提供の要請には適正に対応する ・東京機械製作所の経営陣との建設的な対話を行う機会を設けることの申入れ
2021年8月11日	ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が35.47%に上昇
2021年8月13日	東京機械製作所は「貴社らの回答書について」と題する書面を送付し、公表 ・ADCらの面談の求めに応じる ・面談では、買い集めの経緯や支配権を取得した後の経営方針等を尋ねる ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が36.86%に上昇
2021年8月16日	ADCらは「回答書(2)」と題する書面を送付し、公表 ・東京機械製作所の現経営陣に経営を委ねる（取締役候補者の派遣は予定せず） ・現経営陣の経営方針・事業計画について建設的な対話を行いたい ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が38.64%に上昇
2021年8月19日	東京機械製作所は、ADCらが本件対応方針に定める手続を遵守することなく東京

	機械製作所株式を取得した旨をプレスリリースで公表
2021年8月24日	東京機械製作所は、ADC らの東京機械製作所株式の買い集めに対しては本件対応方針に則り対応する旨をプレスリリースで公表
2021年8月24日	東京機械製作所は、ADC らに対し、「貴社らによる当社株式の追加取得について」と題する書面を送付し、公表 <ul style="list-style-type: none"> <li>・本件対応方針の導入以降の東京機械製作所株式の追加取得は、通知も意向表明書の提出もされていないことから、本件対応方針に定める手続を遵守せずに行われたものである</li> <li>・ADC らに対し、本件対応方針に違反する態様で株式の追加取得をしない旨の誓約書の提出を求める</li> <li>・従わない場合、本件対応方針に則り対抗措置の発動を検討せざるを得ない</li> </ul>
2021年8月26日	ADC らは「回答書(3)」と題する書面を送付し、公表 <ul style="list-style-type: none"> <li>・東京機械製作所の現経営陣に経営を委ねる（取締役候補者の派遣は予定せず）</li> <li>・現経営陣の経営方針・事業計画について建設的な対話を行いたい</li> <li>・東京機械製作所株式について上場を維持する</li> <li>・東京機械製作所株式の非公開化（二段階買収）は一切考えていない</li> <li>・対抗措置の発動につき株主総会を開催し、株主意思を確認するよう要請</li> <li>・誓約書提出の要請には応じない</li> </ul>
2021年8月27日	東京機械製作所の代表取締役社長らとADC らの代表取締役社長らが面談
2021年8月30日	東京機械製作所の取締役会において、ADC らは本件対応方針に定める手続を遵守していないとする独立委員会の勧告を踏まえ、東京機械製作所の中長期的な企業価値と株主共同の利益が毀損される事態を防ぐため、対抗措置の発動を決議 <p>→対抗措置の内容：差別的行使条件等が付された新株予約権の無償割当て</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・東京機械製作所株式1株につき1個の新株予約権が無償で割り当てられる</li> <li>・割り当てられた新株予約権1個の行使で1株を取得（行使価額は1円）</li> <li>・割当基準日は10月28日、効力発生日は10月29日</li> <li>・ADC らとその関係者は非適格者として新株予約権を行使できない</li> </ul> <p>→ただし、10月下旬開催予定の東京機械製作所の臨時株主総会（株主意思確認総会）で対抗措置の発動につき株主意思を確認し、株主の承認が得られなければ、対抗措置の発動を中止する旨が明言された</p> <p>*その際の決議要件：ADC らおよびその関係者と東京機械製作所の取締役およびその関係者（これらの者を総称して「利害関係者」という）には議決権行使を認めず、利害関係者以外の出席株主の議決権の過半数の賛同をもって可決承認とする＝MoM 要件による決議</p>
2021年8月30日	東京機械製作所の取締役会において、保有する固定資産の譲渡と特別退職金の支給を伴う希望退職者の募集を行うことを決議

2021年8月31日	東京機械製作所は臨時株主総会における議決権行使の基準日を9/14と決定・公表
2021年9月2日	ADCらは、固定資産の譲渡および希望退職者の募集が買収防衛策の一環であるとの疑いがあるとして、東京機械製作所に対し、これらの行為についての質問への回答を求める
2021年9月3日	東京機械製作所は、固定資産の譲渡および希望退職者の募集について、6月以前から検討・準備を進めていた経営合理化策の一環であると説明
2021年9月6日	ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が39.52%に上昇
2021年9月10日	東京機械製作所は、ADCらに対して質問状を送付（37項目の質問） ・買付けの目的、買付け手法や買付資金の裏付け、役員派遣の方針、ステークホルダーとの関係性の変更の可能性等
2021年9月10日	ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が39.94%に上昇（総株主の議決権に占める割合は40.2%）
2021年9月17日	ADCらに対抗措置発動の差止めを求めて仮処分命令を申立て
2021年9月24日	東京地裁において、株主意思確認総会のための検査役選任決定
2021年9月27日	東京機械製作所は、ADCらに対して追加の質問状を送付し、公表
2021年10月1日	ADCらは9/10付け質問状に対する回答書を送付し、公表 ADCらは、保有する東京機械製作所株式を短期で売却せず、中長期的に保有することなどを誓約する誓約書を送付し、公表
2021年10月5日	ADCらは9/27付け追加質問状に対する回答書を送付し、公表
2021年10月6日	10/22開催の株主意思確認総会の招集通知および委任状勧誘のための資料が発送 ADCらも委任状勧誘を開始
2021年10月15日	ADCらと東京機械製作所との間で、株主意思確認総会の手続や議事運営の混乱を可及的に回避することを目的として、次の合意が成立 ・当該無償割当ての基準日と効力発生日を当初の日の21日後に再設定 ・委任状勧誘の態様（不公正な行為をしない） ・株主意思確認総会での行動（議長の権限を尊重する、修正動議を出さない）
2021年10月22日	東京機械製作所の臨時株主総会（株主意思確認総会）で対抗措置の発動が承認 →賛成割合：78.96%（ただし、利害関係者の議決権行使は認めないMoM要件）
2021年10月29日	東京地裁にて新株予約権無償割当て差止めの仮処分申請が却下（原審決定）
2021年11月9日	東京高裁が抗告を棄却（抗告審決定）
2021年11月18日	最高裁が抗告を棄却（上告審決定）
2021年11月24日	ADCらは、今後は東京機械製作所株式の買い集めを行わず、2021年8月30日から6か月以内にその持株比率を32.72%以下まで減少させることを誓約
2021年11月25日	東京機械製作所が対抗措置発動の中止を決定