

三ツ星新株予約権無償割差止仮処分命令申立事件

——大阪高決令和4・7・21資料版商事法務461号153頁（抗告審決定）——

遠藤 元一

I 事案の概要

Y（三ツ星：債務者・抗告審抗告人）は、発行済み株式総数が126万6655株の、東証スタンダード市場に上場する監査等委員会設置会社、X（アダージキャピタル：債権者・抗告審相手方）は不動産等に係る投資顧問業等を事業とする有限責任事業組合である。

Xは、令和3年7月30日から同年10月4日頃までに市場内取引で合計8万3000株（自己株式を除いた持株比率は7.01%）のY株式を取得した。Yが、Xと実質的に共同して株式の買付けを行っている合理的な疑いがあると判断したA（個人）、B～D（3法人。以下「Aら」といい、Xと併せて総称する場合は「Xら」という）は令和3年10月1日から同4年3月31日に市場内取引でY株式を取得し、Aらの保有株式と合わせたXらの令和4年3月31日時点での持株比率は、21.63%であった（以下令和4年は月日で記載）。X・Aらは同日以降、Y株式の追加取得はしていない。

Xは、2月22日付で、Yの現任取締役3名の解任、新任取締役3名の選任及び新任監査等委員1名の選任を目的事項（以下「本件各議案」という）とする臨時株主総会の招集を請求した。

Xは、3月11日、Y株式の大量保有報告書を初めて提出した（令和3年9月16日に報告義務があり、金商法27条の23等が定める提出期限を徒過）。その後、変更報告・訂正報告書で、保有目的、保有割合、取得資金の内訳等を訂正し、3月14日に保有目的を「経営参画、長期保有」に変更した。

3月16日、Yは、Xによる臨時株主総会の招集請求を受けて、3月31日を基準日とする基準日設定公告を行い、4月8日、臨時株主総会（以下「本件臨時株主総会」という）を招集することを決定・公表し、また、同日、XらによるY株式の取得は、Yの企業価値ないし株主共同の利益に反するおそれがあるとした上で、大規模買付行為等（後記）がされることを受入れるか否かについては、株主共同の利益の最大化の観点から最終的には株主の判断によってなされるべきであるとして、大規模買付行為等に先立ち、大規模買付行為者（後記）に対して大規模買付行為等に関する必要かつ十分な情報の提供を求めるとともに、これらをY取締役会が評価し、大規模買付行為者との交渉や株主への代替案の提示等を行う期間を確保することを目的として、Xらを対象とし、大規模買付行為者などの非適格者とそれ以外の株主とで行使条件及び取得条項が異なる新株予約権無償割当てをすることを含む対抗措置によって構成される対応方針（以下「本件対応方針」という）を決議し、公表した。併せて、社外取締役ら（弁護士2名、公認会計1名）によって構成される独立委員会の設置を決議し、公表した。

対象となる大規模買付行為等は、(1)特定株主グループの議決権割合を20%以上とすることを目的とする（または結果として20%以上となる）Yの株券等の買付行為（以下「買付行為」という）の他、(2)特定株主グループがYの他の株主との間で、①共同保有者に該当するに至るような合意その他の行為をする場合、または②実質的な支配・従属関係もしくは共同・協調して行動する関係を樹立するあらゆる行為（以下「共同協調行為」という。ただし特定株主グループの合計株券等保有割合が20%以上に限定）を含み、これらの行為がなされたかどうかは、Y取締役会が合理的に判断するものとされた。また、本件

対応方針は、大規模買付行為等を行おうとする者を大規模買付行為者とし、大規模買付行為者に対し、Y取締役会にその提案する大規模買付行為者がこれらの手続に従わなかった場合などには、概ね、次の内容の対抗措置についての賛否を諮る株主意思確認総会を開催するものとされていた。

対抗措置として割当てられる新株予約権は、大規模買付行為者等の非適格者とそれ以外の株主（適格者）とで行使条件・取得条項の内容が異なる第1新株予約権の無償割当をし、Yは取得条項に基づき、適格者にはその保有する第1新株予約権1個当たりY株式1株を、非適格者には、行使条件の付された第2新株予約権1個をそれぞれ交付することで第1新株予約権を取得することとされた。第2新株予約権の行使条件は、①大規模買付行為者が株主意思確認総会決議後に大規模買付行為等を中止または撤回し、その後大規模買付行為等をしていないことを誓約し、かつ、②大規模買付行為者の株券等保有割合が所定の割合（20%。ただし後記5月18日の取締役会で21.68%に修正）を下回る割合の範囲内でのみ行使できる。また、③未行使のまま10年間が経過した場合は、Yが金銭を対価として取得できるというものである。

Yは、4月8日付で、Xらに対し、Xらは本件対応方針に定める大規模買付行為者に該当し、新たにY株式を取得等することは大規模買付等行為に当たるとして、本件対応方針に基づく意向表明書の提出を求めたが、Xは、4月26日付で、Xらは本件対応方針記載の「特定株主グループ」に該当せず、「大規模買付行為等」を行っていないため、意向表明書の提出を要しない旨回答した。Xは、Yの株主に委任状勧誘書類を郵送し、Aら、Xグループ（後記）を含む少なくとも24名から本件各議案に賛同する旨の委任状を取得したが、5月12日開催の本件臨時株主総会で本件各議案は反対多数でいずれも否決された（46.2%～46.22%の賛成）。

Yは、5月18日、独立委員会からの勧告を受けて、取締役会で、本件対応方針が定める対抗措置を具体化した本件対抗措置を発動すること、また、本件対応方針に従い、6月24日に開催予定の定時株主総会（以下「本件定時株主

総会」という)で、本件対抗措置の発動を議案として上程することをそれぞれ決議した(本件対抗措置発動を上程する場を「本件株主意思確認総会」という)。また、本件対抗措置については、Xらが「大規模買付行為者」かつ第1新株予約権の行使条件中の「非適格者」に該当するとされ、また、第2新株予約権の行使条件中の議決権割合の閾値が20%から21.63%(Xらの合計の持株比率)に修正された。

Yは、6月14日、取締役会で、Xらに追加して、本件臨時株主総会で本件各議案に賛成する旨の委任状をXに交付したE(個人・Xの組合員)、F～I(4法人)の5名(合計の持株比率は約14.39%。以下「Xグループ」という)を本件対応方針に定める非適格者に該当すると認定・公表した。その理由の1つとして、本件臨時株主総会で本件各議案に賛成する旨の委任状をXに交付したことが挙げられていた。Xグループの2名はYに非適格者と断定する取扱いに不服を伝えた。

Xは、4月24日付で、Yに対し、本件定時株主総会における新任取締役2名の選任及び新任監査等委員の2名の選任を目的事項とすることなどを求める株主提案権を行使していたが、6月22日、Yから追加で非適格者に認定されることを恐れてXの委任状勧誘に難色を示す株主が多く生じて委任状勧誘ができないとの理由で撤回し、X保有の株式の希釈化を防ぐため、Yが大規模買付行為等と主張する各行為をすべて撤回する旨を通知した。

6月24日開催の本件株主意思確認総会で、本件対抗措置の発動は、賛成54.46%、反対45.52%の賛成多数で可決された。

Xは、6月1日、本件対抗措置の発動としてY取締役会で決議された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)の仮差止めを大阪地方裁判所に申立てた。審理中、YはXから大規模買付行為等の撤回方法につき求釈明を受け、撤回方法として、(1)Xらが本件対応方針の手続を遵守せず大規模買付行為等を行ったことの実確認、(2)本件対応方針の導入以降に保有株式数が増加していないことが確認されること、(3)Xらが、令和5年6月開催

予定の定時株主総会の開催までの間における大規模買付行為等の禁止、第三者への株式譲渡の禁止、株主提案及び臨時株主総会の招集請求権の禁止、委任状勧誘の禁止、他の株主の株主提案に賛成しないことなどの誓約を求めるとした。Xは、Xら及び非適格者認定が維持されたEの持株比率の合計が、6月30日時点で20%を下回り（多くとも19.78%）、大規模買付行為等は撤回済みとして、(2)の誓約を拒んだ。

大阪地方裁判所は、7月1日、Xの申立てを認容する決定（以下「原々決定」という）を発令し、Yは、同月6日、保全異議の申立てをするとともに、Xらグループのうち4社の非適格者の認定を撤回・公表し、Xから(1)6か月間、大規模買付行為等を行わないこと、(2)同期間、臨時株主総会招集請求をしないことを含む誓約書を提出すれば大規模撤回行為等が撤回されたと判断して本件對抗措置を中止する旨をXらに通知したが、Xは答弁書で(1)を誓約したものの、(2)は6月30日現在でXら及びEとの持株比率が一般的な閾値20%を下回っているから、大規模撤回買付行為等は既に撤回されているなどとして誓約を拒んだ。

同月11日、大阪地方裁判所は原々決定を認可する旨の決定をした¹⁾。Yは、保全抗告をしたが、大阪高裁は、7月21日、大要、IIのとおり述べて、保全抗告を棄却する決定をした（以下「抗告審決定」という）²⁾。

1) 原々決定と保全異議は同一裁判体で審理・決定がなされているため、抗告審決定の引用は、原々決定を中心とし、保全異議決定は必要な範囲で触れるにとどめる。

2) 最高裁（最決令和4・7・28資料版商事法務461号147頁）は許可抗告を棄却。

II 決定の要旨 (番号等は報告者が適宜付記)³⁾

1 本件においてXに本件対応方針が適用されるか

原々決定

(1) 「本件対応方針においては、「大規模買付行為等」には、…「買付行為のほか、共同協調行為も含まれるところ、…①XとAらとの関係性をみると」、Xの元組合員、取締役等、代表組合員の代表取締役等の「Xと一定の関係を有するもの」、②Xと同時期にY株式の取得を始め又は本件臨時株主総会の基準日までにY株式を相当数取得し、Xの委任状勧誘に応じる等、「少なくとも…役員兼任関係等があるものとみることができ」、「XとAらによって、本件対抗措置の発動がされる前に、少なくとも本件対応方針に定められた共同協調行為がされたと認定したYの判断…に不合理な点があるということとはできない」。「そして、Aらは、いずれも本件対応方針に定められた意向表明書の提出などの手続を遵守しなかったものと認められるから、…本件対抗措置を発動する場合に該当するといえる。」

(2) なお、Yの主張する「ウルフバック戦術（複数の株主が協調関係にあるものの、それを隠匿したうえで、時機を見て一斉に対象会社に攻勢をかけ、その要求を実現させるもの）については、…Xら及びXグループの行為が上記ウルフバック戦術に該当するか否かはさておき、…複数の投資主体による経営支配権の取得を目的とした行為についても、その他の株主に対してこれを判断するに足りる時間とその判断材料についての情報を確保する必要性があるといえるから、」「Xらの行為を共同協調行為があることを前提として一連のものとして捉えることも許容され」、「X及びAらによる大規模買付行為等が実施される見込み

3) 抗告審決定は、原々決定、保全異議決定を引用して付加説明を付け加えているため、以下では論点ごとに原々決定、保全異議決定（主要な点に絞る）、抗告審決定の付加説明を整理する。

があることは否定できない。」から、「本件において、本件対応方針に従い、本件対抗措置を発動したこと自体が不当なものであるとはいえず」ない。

保全異議決定

(3) ア「〔大規模買付行為等〕が本件対応方針導入後の行為を指すとしても、行為の有無を判断するに当たって検討すべき事項（つまり、推認の基礎となる事情）は本件対応方針導入後の行為に限定されるべきものではなく、「XとAらのY株式の取得の態様及び時期、XとAらとの役員兼任関係などを通じた一定の人的関係の存在、本件臨時株主総会における本件議案への賛否などの事情」から、共同協調行為を認定したYの判断に不合理な点はない。

イ①（Xら、Xグループが特殊な方買い集め方法〔信用買いで大量に買い集め、自己の名前が出ないようにしつつ、基準日直前に現引きを行い大株主として権利行使を行う〕で共同協調行為をしたとの主張に対し）「XらとXグループとの共同協調行為（…）を推認させる徴表行為とみることができない。」、②Xグループの1社とAらの1社には取引関係等の実質的な利害関係があるが、「共同協調行為はあくまでY株式会社について実質的な利害関係の形成等をその主要な要素とするものと解され…、…直ちに共同協調行為の存在が推認されるということではない。」

抗告審決定

(4) 「本件対応方針における「大規模買付行為等」には、共同協調行為も含まれるところ、…Xは、Yから同日（注・4月8日）付けで本件対応方針に基づき意向表明書の提出を求められたのに対して、同月26日付けで、①大規模買付行為等を行っていないから意向表明書の提出を要しない旨回答する一方、その頃、本件臨時株主総会に関し自らが提案した本件各議案に賛同する株主を募るため、②Yの他の株主に対して委任状勧誘の書類を郵送する作業を行っていたと一応認められ…、Xは、意向表明書の提出を求められた頃、③X提案の議案に賛同し本件臨時株主総会で実質的にXと共同して議決権を行使するとの合意を得られる株主を見つけようとしていたといえるから…Xは少なくとも「共

同協調行為を行おうとする者」にあたり、Xにつき大規模買付行為等があったと認めたYの判断があながち不合理であるとはいえない。」

2 本件新株予約権の無償割当てが著しく不公正な方法によるものといえるか

(1) 判断枠組み

原々決定

ア 「本件対応方針及び本件対抗措置は、XのY株式の取得行為に対応するものではなく、[Xら]によるYの経営支配権取得に向けられた共同協調行為を対象とするもので」「XがY株式を取得し終えた時点以降に導入されたものであるから…Xにとって、本件対応方針の策定が予期せぬ不利益や対応の必要性を生じさせる不意打ちとなる恐れがあるものであり、「Xとしては、本件対応方針で定められた「大規模買付行為等」のうちその他の株主との共同協調行為があると認定された場合には、同行為が存在すると認定されたその余の株主とも共同して対応しなければ、本件対抗措置による不利益をそのまま甘受せざるを得ない立場にある」ほか、「いかなる行動を採れば不利益を回避することができるのかも問題となる」。

イ 「しかしながら、…買収者による新たな株式の買付行為が存在しない場合であっても、企業価値が棄損され、株主の共同の利益の保護を図る必要があるような場合には、上記の企業価値を棄損するような経営陣の出現を防止するために新株予約権の無償割当ての方法による買収防衛策を導入することも許容されるというべきである。そして、…このような買収防衛策は、複数の株主による対象会社の経営支配権の取得を目的とする行為を対象とすることも許容されるべきである。」

ウ 「もっとも、そのような買収防衛策は、企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するという必要性がある場合にはじめて許容される余地が生じるというべきものであるから、株主に割り当てられる新株予約権の行使条件及び取得

条項が差別的である新株予約権の無償割当てが、株式会社の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するためではなく、専ら経営を担当している取締役等（以下「現経営陣」ということがある。）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、対象企業の経営権の取得の目的が買収者の濫用的な目的によるものであり、その結果対象会社の企業価値に重大な悪影響が及ぶなど上記の買収防衛策を正当化するに足りる特段の事情のない限り、不公正な方法によるものと解すべきである。」

エ 「そして、上記の場合に当たるか否かについては、現経営陣による買収防衛策の導入の経緯、内容などの諸事情に基づく総合判断による」が、「買収者と現経営陣との間に委任状争奪など経営支配権を巡って現に争いがある中で、…株主の共同の利益を維持するという観点から上記の結果（注・経営陣と経営支配権を巡って争っている株主など一部の株主は持株比率を一方向的に低減させられ、現経営陣の経営支配権が維持される結果）を招来してでも対応策を導入する必要があり、かつ、そのための手段として行使条件等が差別的である新株予約権の無償割当てを行うことが、買収者の受ける不利益の内容及び程度、不利益を受ける買収者が撤退措置を採ることの可否及びその内容等に照らして相当といえるときには、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はなく、株主の共同の利益のためにされたということができ、著しく不公正なものに当たらないというべきである。」

オ 「また、上記の株主の共同利益を維持するための必要性があるといえるか否かについては、対応方針で掲げられた目的の合理性のほか、株主の意思を確認する総会が開催されている場合には、上記の必要性の判断においては、その帰属主体といえる株主の総体的意思を尊重すべきであるから、当該判断の正当性を失わせるような事情が認められない限りは、その結果も踏まえて検討すべきである。」

(2) 経営支配権を巡って現に争いがあるか

「本件対抗措置の発動時点においては、Xと現経営陣とのYの経営支配権の巡る争いが顕在化していたもの」で「その争いの程度にも激しいものがあり」ことから、「本件臨時株主総会時点においては現経営陣がYの経営支配権を失う現実的な危険性が差し迫ったものとして存在し、現経営陣においてもその危険性を認識したものといえ…本件対抗措置の発動がそのような危険性の認識を現経営陣が得た後に決定されている」ことから、「経営支配権の争いが存在することによって、現経営陣は本件対抗措置の発動時点において経営支配権を維持する意図を有していたと推測することでき、しかも、その推測の程度は、…相当に強度なものがあると評価することができる。」

(3) 必要性の判断

原々決定

ア ①Xは大量保有報告書を金商法が定める提出期限を徒過して提出し内容も複数回にわたり訂正していること、②今後の経営方針についてのYの質問に対するXの回答には具体的な経営計画が記載されていなかったこと等から、「Xが目指すYの経営方針として明確なものが示されていたとは認めがたく、X以外の株主からすれば、…XによるYの経営支配権の取得がYの経営に対しどのような影響を与え得るかについては不確定な要素が多かった」

イ 「本件対応方針及び本件対抗措置の目的及び内容は、Y株式が[Xら]によって買い進められた状態であることを前提として、差別的行使条件及び取得条項による新株予約権の付与がもたらす持株比率の低下を含む不利益を回避するために、一定の手続を買収者であるX関係者らに採らせることで、大規模買付行為等を一旦停止させ、その間に、株主に大規模買付行為等の適否を検討する時間的余裕と考慮すべき要素についての情報を提供しようとするものであり、その目的は合理的なものといえる。」

ウ 「また、本件対抗措置の発動する条件の一つである本件株主意思確認総会

においては、本件新株予約権の無償割当てについての議案は、賛成 54.46%、反対 45.52%の賛成多数において可決されているところ（…）、同議案で示された株主の判断についてその正当性を疑わせるような事情は認められない（なお、上記のように、本件株主意思確認総会においては上記議案が可決されており、これは株主の共同の利益を維持するという観点からの必要性を肯定させる事情として尊重されるべきものであるが、上記必要性が仮に肯定されるとしても、当該措置を具体的に運用しているのは現経営陣であるから、その相当性については、…別途検討すべきといえる。。）」

エ 「以上の各事情によれば、本件新株予約権の無償割当てには、株主の共同の利益を維持するという観点から実施する必要性があると認めることができる。」

保全異議決定

オ 「決議されたのは、…Xらによる大規模買付行為等を一旦停止させ、その間に、株主に大規模買付行為等の適否を検討する時間的余裕と考慮すべき要素についての情報を提供しようとする目的のためのものであるから、…Yの経営支配権をXら取得する現実的可能性を一般的に防衛する必要があるか否かについてのもとはいえ」ない。「決議の存在は、…必要性を肯定する事情の1つとして尊重されるべきではあるものの、その実際の運用は、…現経営陣に委ねられており、その恣意的な運用がされる危険性があることから、その相当性については別途検討すべきである。…株主権の本質的内容を大幅かつ長期間にわたって制限するなど相当性を欠くものである」

カ 「本件株主意思確認総会においては、買収防衛策の一環としての本件新株予約権の無償割当てにつき、そのような措置を採る必要があるか否かについて株主の意思が示されたとみるべきであるから、…株主意思の対象が不明確であると」はいえず、「直ちに本件株主意思確認総会において示された株主の判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵があるということもでき」ない。

キ ①大量保有報告書の提出期限に係る金商法の規定は、「投資家保護の見地

から定められたものであり、…XらによるY株式の取得が法的な保護に値しないということはできず、Xが「買収防衛策の発動」によって生じる不利益をそのまま甘受すべき立場にあるとは評価できない」し、②Xが令和3年11月11日に提出した四半期報告書で、同年9月30日時点でY株式を持株比率5.16%保有するYの大株主であることを記載していたことからY「Xが上記時点（注・令和3年11月11日）においてY株式の取得を進めていたことを認識していた」こと等から、X・Aからの大量保有報告書の提出が提出期限を徒過していたことを本件対抗措置の相当性の判断において重視すべきものとはいえない。（注・カ・キは、相当性の箇所では説示されているが、必要性の箇所に整理した）

（4）相当性

原々決定

ア「本件対応方針及び本件対抗措置では、…非適格者とされた[Xら]に生じる不利益の回避を意図した設計がされている」が、①①（XがY株式を追加して取得しておらず、また、その意向がないことをYに表明している状況では）「Xのみで捉えると、上記の措置はXにとっては事前の告知を欠くもので予期せぬ不利益を生じさせる恐れのあるものであるにもかかわらず、その撤回の方法も…本件の審理を通じて…明らかにされるまでは…通知などもされておらず、Xとしてはいかなる行為をすれば大規模買付行為等の撤回に該当するのか明確な認識を持つことが困難であった」。②（本件の審理中にXより大規模買付行為等の撤回方法につき求釈明を受けてYが示した撤回方法は、⊖「本件対応方針及び本件対抗措置において事前に明示的に定められたものとはいえないこと」、⊖内容的にも、議決権などの共益権を大幅に、かつ、長期間にわたって制限し、上場株式の譲渡までも禁じるもので、「株主において適切な判断を下すための情報と時間を確保する…目的を達成するために必要な程度を大きく逸脱して、[Xら]の株主権を広範に制限するものと評価せざるを得ず、少な

くともXによる現経営陣によって行われるYの経営状況を監視する機能を大幅に減じさせ…現経営陣によるYの経営支配権の維持という結果を招来するもの」である、㊦「撤回方法は、XのみならずAらも対象とするものであるが、XとAらは、「少なくともYの経営権取得に向けた共同協調行為が認められる余地があるにしても、XがAらを実質的に支配しているような関係にあるものとまでは認められない上、…XはAらを特定株主グループに該当しない旨Yに表明しているのであるから、…Yも、XのみならずAらがXグループとの共同協調行為の解消を含めた…Yが示したような撤回方法を許容する見込みは極めて少ないものと判断」したと見られる等、㊧「Xからすれば、大規模買付行為等を撤回する方法が実質的に閉ざされていると評価するほかになく、このような措置は、本件新株予約権の無償割当ての必要性に応じた相当性を欠くものと評価し得る事情といえる」。

㊨ Yは、X及びAらに加えて、Xグループを共同協調行為を理由に非適格者と認定・公表したが、(Xの現組合員Eは別として)「本件臨時株主総会におけるXの委任状勧誘に応じたことなどが主な理由」として共同協調行為を認定して非適格者とするのは「共同協調行為の内容が極めて包括的な行為であることと相俟って、委任状勧誘等が行われた株主総会の基準日までに株式を取得し、かつ、現経営陣の経営支配権保持に反対した株主が、そのような投票行動を採った結果として、株主権が大幅に制限される結果を招来しかねない」もので、「現経営陣による経営支配権の保持を目的とした恣意的なものである可能性が高」く、「現経営陣による経営支配権の保持の目的を指し示すものとみることができる。」㊩ Xに委任状を提出したAら、Xグループを含めて24名の中で非適格者と認定された者は、「保有株式が多い個人及び法人」、「本件各議案に賛成した株主…の84%程度が非適格者という結果とな」り、㊪「Yによる…非適格者の認定は現経営陣による経営支配権の保持を目的とした恣意的なものである可能性が排除できない上、…本件各議案に賛成した現経営陣に異を唱える株主のうち保有株式が多い株主のほとんどが排除される結果となるもので、…

相当性を欠く事情とみることができ」「現経営陣に異を唱える株主を排除しようとするものではないかとの疑念を生じさせる」、⑤「共同協同行為は、複数の株主間における Y の経営支配権の取得を目的とする…「あらゆる行為」とされており、明確な行為基準ではなく、包括的な規定である」ため、「根拠が薄弱な認定や恣意的な判断を招来するおそれがある」、⑥（根拠の補強・判断の客観性担保のため設置され勧告を行うべき）「本件独立委員会からの勧告を受けた内容は公表されておらず、本件独立委員会が現経営陣による本件対抗措置の発動等において認定判断が恣意的にされるおそれ」について「いかに配慮した上で上記各勧告を行ったものか、…恣意的判断の排除のためにいかなる措置を執ったのかも明らかではな」く、「本件独立委員会の存在及びその勧告があったことをもって、現経営陣による判断の恣意性が排除された」と評価できない」こと等を踏まえると、「株主の共同の利益を維持するための手段としての相当性を欠く」

イ 「そうすると、現経営陣と…買付者との間で対象会社である Y の経営支配権についての争いが存在する中で導入された本件新株予約権の無償割当ては、その導入が株主の共同の利益の維持という観点からの必要性は認め得るものの、本件における具体的事情や Y による運用などによれば、そのための手段として相当なものということとはできない。」

保全異議決定

ウ 「安定的とは言い難い措置を Y が採っていること自体が、当初の非適格者の認定判断が薄弱な根拠によるものであったことや、上記の撤回方法の検討においても X の受ける不利益に対する十分な配慮がなかった…とみることもでき、…相当性が認められるに至ったとい」えない。

抗告審決定

エ （必要性だけでなく相当性も株主意思に照らして判断すべきで、本件株主意思確認総会で、Y の現経営陣と X 関係者らのいずれに経営を委ねるべきかについて株主の意思が示され、本件対抗措置には相当性があるとの Y の主張に対

して)

本件株主意思確認総会の開催にあたりYが本件各議案に賛成の委任状をXに提出したことを理由にXグループを非適格者と認定したと公表したことは「本件株主意思確認総会に臨む株主らに対し、Yの提案する議案に賛成しなければ非適格者と認定され、本件新株予約権無償割当てにおいて不利益な扱いを受けるのではないかと懸念を生じさせるものといえる。」Yは、その後、本件株主意思確認総会でY提案の議案に反対・Xの株主提案議案に賛成しても、それだけで非適格者認定をしないと公表したが…令和4年6月22日（本件株主意思確認総会の2日前）の公表では、「株主らに周知され株主らの懸念を払しょくするに十分であったとするには大きな疑問がある。」こと等から、「件株主意思確認総会において、…本件新株予約権無償割当てに係る議案が賛成多数（賛成54.46%、反対45.52%のかなりの僅差）で可決されたことをもって、株主らが真にYの現経営陣を支持する意思で賛成票を投じたといえるかはなお疑問の残るところであり、同総会における決議結果があることをもってただちに本件対抗措置に相当性があるとはいうことはできない。」

オ（非適格者の認定に関し、本件対抗措置の相当性の判断は客観的にされるべきで、現経営陣の主観的態様は強調すべきではないとのYの主張に対して）

①本件臨時株主総会でXの議案に賛成した株主に、言い分等を確認することなく本件対応方針における非適格者と認定・公表し、②非適格者と認定された複数の株主から抗議を受けて事後的に反論の機会を与え、非適格者認定を撤回する等の事情から、「非適格者を認定するに当たりその要件や必要な手続を慎重かつ十分に検討したとはにわかにはいい難く、現経営陣が自己の都合で、思うままに本件対応方針の非適格者の認定を行ったのではないかと評せざるを得ない」。

カ（「撤回方法及び非適格者の範囲を見直しし、本件対抗措置の相当性は確保された一定の株主権の制限を含む誓約書の提出を求めることは正当である等のYの主張に対して）

①本件株主意思確認総会前に X が Y が大規模買付行為等と主張する各行為を全て撤回すると通知したのに、Y は「特段の対応をすることなく本件株主意思確認総会を開催」し、②「共同協調行為につきいかなる条件が揃えば X から撤回されたものとして扱うか十分に検討していたか自体疑わしく、③「撤回方法も、…相当なものであったとは決していえない」上、④「見直しを要すること自体、撤回方法の検討において X の受ける不利益に対する配慮が十分でなかったことを示す」、⑤「内容も、… X に対し株主権（臨時株主総会招集請求権）を一定期間（6 か月間）行使しない旨の誓約書を提出するよう求めることに合理性があるといえるか大きな疑問がある。」、⑥非適格者の認定も、… Y が明確な基準を示さず、特定の株主を非適格者として不利益に扱う態度を示し「株主らに対し、現経営陣の提案に反対すれば不利益な扱いを受けるのではないかとの萎縮的効果をもたらすものであつて、審理の過程で撤回しても（萎縮的効果をもたらすとの）問題がただちに払拭されたとはいえない」等から、「撤回方法や非適格者の認定につき見直しがされ」ても、「本件対抗措置の相当性が確保されたなどということとはできない。」

キ（本件独立委員会の審議と勧告を経た本件対抗措置の発動の決議・非適格者の認定が本件対抗措置の相当性を担保する事情になるとの Y の主張に対して）

「本件独立委員会が現経営陣による恣意的判断の排除についていかなる配慮をし、いかなる措置を執ったかについて明らかでなく、「本件対抗措置においては X にとって大規模買付行為等を撤回することにより損害を回避することが極めて困難なものであった」等から、「本件独立委員会の勧告があったこと等の点を十分考慮しても、本件対抗措置に相当性があるとはいえない。」

ク（本件対抗措置は非適格者に生じる損害の軽減措置が講じられ、相当性を高める工夫がされているなどとの Y の主張に対して）「本件対抗措置に相当性があるということとはできない。」

(5) あてはめ

「そして、本件新株予約権の無償割当ては、…「株主に割り当てられる新株予約権の行使条件及び取得条項が差別的なもの」で、「Yが非適格者と認定したXを含む株主の持株比率を一方的に低減させる効果を有するものであるから、専ら現経営陣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目的によるものといえ、かかる措置を導入することを正当化する特段の事情も認められない。したがって、本件新株予約権の無償割当ては、不公正な方法によるものといえる。」⁴⁾

III 研究

1 本決定の意義

本決定は、有事導入型買収防衛策（以下「対応方針」又は「買収防衛スキーム」という）に基づく差別的行使条件・取得条項付新株予約権無償割当て（以下「対抗措置」又は「買収防衛策」という）が、株主意思確認総会で発動することが承認可決されたにもかかわらず相当性を欠くとの理由で裁判所に差止められた初めての裁判例であり、最高裁が「正当として是認することができる」とした点も注目される⁵⁾。

本決定は、不公正発行に係る主要目的ルールを基軸としてその中に必要性・相当性を要件として組み込んだ判断枠組みを採用した点で理論的な意義があ

4) 以上から被保全権利を肯定し、さらに保全の必要性もあるとして、差止めを認めた。

5) 最高裁が原審（本決定）で示された法律的判断が判例になっている可能性を示す（畑佳秀「民事判例の『実践的』読み方について」東京大学法科大学院ローレビュー 13 巻（2018）50 頁）といわれるが、本決定の判断枠組みは、同じく「正当として是認することができる」とされた東京機械製作所抗告審決定（東京高決令和 3・11・9 資料版商事法務 453 号 98 頁）の判断枠組みとは異なっている。それゆえ東京機械製作所抗告審決定・本決定の枠組みともに判例になっていないのではないかと考えられる。

り、また、必要性の要件の判断では株主総会での過半数で可決されても疑義なく必要性を満たすとは限らない可能性があることを示唆し、相当性の要件の判断も買収防衛策の運用も含めて具体的な判断を示すなど、事例的な意義がある。

さらに、買収防衛スキームでは対抗措置の発動事由として、(a)「特定株主グループ」の議決権割合に、大量保有報告規制上の共同保有者又は特別関係者だけでなく、これらに準じた者の持株分も含め、(b) 買付行為だけでなく、他の株主の実質的な支配・従属関係や共同・協調して行動する関係の樹立などの「共同協調行為」を含む概念として「大規模買付行為等」と定義されている⁶⁾。本決定は、この「大規模買付行為等」の定義規定が有効であることを前提に⁷⁾、対抗措置の発動に関連して「共同協調行為」の該当性が正面から争われたという事例的な意義もある。もっとも複数の株主の場合の「共同協調行為」の認定、必要性・相当性の把握をどうするかなど、難しい課題も残されている。

2 法的判断枠組み及び必要性・相当性の原則の位置付け

第 1 に、本決定（原々決定の 2(1)を踏襲）は、不公正発行に関する判断枠組みとして次に示すような枠組みを採用した。

第 1 段階（Ⅱ 2(1)ウ）は、ブルドックソース事件最高裁決定（最高裁決定平

6) このような包括的な定義規定は、大規模買付者が自社の関係者株式を分散させ、大量保有報告制度における共同保有者や公開買付規制における特別関係者に当たらないとして買収防衛策の適用対象外となるような間隙をなくすために設けられたとされる。磯野真宇「近時の裁判例や運用事例を踏まえた買収防衛策見直しのポイント」資料版商事法務 455 号 (2022) 45 頁。ウルフパック戦術、すなわち複数の株主が協調関係にあるものの、それを隠蔽した上で時期を見て一斉に対象会社の攻勢をかけ、その要求を実現させる複数の株主の行動に備えることも想定され、これまでの多くの買収防衛策と同様に本件の買収スキームで採用されているようである。

7) 本決定でこの規定が有効であることが当然の前提として確認されたことに実務的な意義があるとの指摘がある。太田洋「判批」商事法務 2307 号 (2022) 35 頁。

成 19・7・8 民集 61 卷 5 号 2215 頁) が採用した不公正発行か否かに関する判断枠組みである、株式会社の企業価値ひいては株主の共同の利益の維持目的(株主共同の利益維持目的)と専ら経営を担当している取締役等(現経営陣)又はこれを支持する特定の株主の経営支配権の維持目的(経営支配権維持目的)のどちらが主要な目的かを見極める主要目的ルールを基調として⁸⁾、ニッポン放送抗告審決定(東京高決平成 17・3・23 判時 1899 号 56 頁)が採用した、経営支配権維持目的と認定された場合でも、株主全体の利益保護の観点から正当化する特段の事情がある場合は例外的に不公正発行の該当性を否定する余地を内包する規範を組み込んで構築した枠組みと整理できる⁹⁾。

上記枠組みをニッポン放送抗告審決定における「特段の事情」を拡張させたものとする見解もあるが¹⁰⁾、①「株主の共同の利益を維持する観点からの

8) ブルドックソース事件最高裁の調査官解説(『最高裁判所判例解説民事篇平成 19 年度』617 頁注 20 [森富義明])は、不公正発行該当性は主要目的ルールにより当然に結論を導き出すことはできないとしていたが、林ほか・後掲注 9) 12、13 頁は主要目的ルールの大枠を整理したものと再評価し、それを踏襲して本文の判断枠組みを構築している。経営支配権争いの場面では主要目的ルールは機能しないとの学説の批判(徳本穰「敵対的企業買収と対抗措置」森淳二郎先生退職記念『会社法の到達点と展望』(法律文化社、2018) 352、354 頁、松中学「主要目的ルール廃止論」吉本健一先生古稀記念『企業金融・資本市場の法規制』(商事法務、2020) 189 頁)はあるが、後掲注 9) の 3 つの裁判例と本決定のとおり、経営支配権争いの局面で裁判所は主要目的ルールを維持している。

9) 林史高 = 高橋浩美「新株予約権発行差止請求をめぐる諸問題」判タ 1497 号(2022) 12、13 頁が本文のような考え方を述べている。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各地裁決定(東京地決令和 3 年 4 月 2 日資料版商事 446 号 166 頁、東京地決令和 3 年 6 月 23 日資料版商事 450 号 151 頁、東京地決令和 3 年 10 月 29 日資料版商事 453 号 107 頁)の判断枠組みは、上記の考え方にに基づき策定されたと考えられる。原々決定の第 1 の枠組みも上記 3 つの地裁決定の枠組みとほぼ同じであるが、3 つの地裁決定の枠組みに関する説示にさらに文言を加えて、特段の事情を買収者の濫用的な目的によるもので、対象会社の企業価値に重大な影響を与える等とニッポン放送事件高裁決定の説示をより具体的に明示している。受川環大「判批」新・判例解説 Watch ◆商法 No.6 文献番号 z18817009-00-051682285 (2023) 3 頁も参照。

10) 星明男「判批」資料版商事法務 462 号(2022) 116 頁。

必要性はあるものの、…手段としての相当性を欠く」（Ⅱ2(4)ア①）、②「経営支配権を維持する目的である」（Ⅱ2(5)）との説示から経営支配権目的を認め、③経営支配権維持が主要目的であると認定した後に、正当化する特段の事情の有無を審査する構成を採っていること等（2(5)）から、第1段落の枠組みであることは明らかで、上記指摘はあたらない。

第2段階（Ⅱ2(1)エ）は、経営支配権をめぐる争いがある場面での必要性・相当性を「株主共同の利益維持目的を認定するための」必要性・相当性と位置付け、かつ各判断基準・要素（必要性は「目的の合理性」「株主意思確認総会を開催する場合は、株主の総体的意思を尊重」を、相当性は「①買収者が受ける不利益の内容・程度、②不利益を受ける買収者が撤退措置を執ることの可否及びその内容③等（その他）」を考慮）を具体的に明らかにしたものと理解される。

学説は、ブルドックスソース事件最高裁決定の判断枠組みは、株主平等原則違反か否かに関するものが中心で、不公正発行か否かについては必ずしも明確ではないが、不公正発行該当性に関する判断は株主平等原則違反の判断と実質的に重なり合い、同一の判断基準を用いているものと理解し¹¹⁾、①対抗措置の発動の必要性和②その内容の相当性を要件として判断すればよく、最近の裁判例もこの2要件で説示していると評価して¹²⁾、2要件の判断枠組みに依拠して

11) 田中亘「判批」商事法務1809号（2007）8～9頁、江頭憲治郎編『会社法コンメンタール6』（有斐閣、2009）124頁 [洲崎博史]、飯田秀総ほか『会社法の判例の読み方—判例分析の第一歩』（有斐閣、2017）115頁 [白井正和]、神田秀樹「会社法 [第24版]」（弘文堂、2022）181～182頁等。

12) 田中亘「判批」商事法務2287号（2022）35頁、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158巻2号（2022）287、288頁（以下「白井・展開」として引用）、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）（下）」法学教室500号（2022）学教室500号（2022）29頁、501号60頁（以下「久保田（上）（下）」として引用）、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）」商事法務2290号（2022）21～22頁。

13) 白井・展開299～325頁、久保田（下）56頁以下、清水毅「買収防衛策に関する議論の現在地と裁判例の行方—ビジネス・コート開帳に寄せて—」商事法務2311号（2022）35頁。

裁判例を分析し¹³⁾、本決定についても（重なり合う株主平等原則違反と不正発行該当性とに共通する）同要件に基づき検討している¹⁴⁾。

しかし、2要件で判断するといっても、（とりわけ）相当性の要件の該当性をどのように判断するのか、予測可能性が確保される解釈指針が導かれるわけではなく、相当性についての模索が続けられている。この点、「買収防衛指針」（2005・5・27）は「当該脅威に対して過剰でない相当な内容の防衛策を発動しなければならない。」（7頁注6）との考えを示していたが¹⁵⁾、具体例は、（特に消却できない）拒否権付種類株式、買収者以外の株主の非差別性、発行時の株主の財産的損害等、買収者に対してというよりも株主全体に極端な損害を及ぼすものを掲げており¹⁶⁾、「買収防衛策の在り方」（2008・6・30）も¹⁷⁾、金員等の交付を要しないという観点から相当性を論じていた。学説も、これらの指針や研究会報告書を踏まえた議論をしていたが¹⁸⁾、最近では、買収者が買収提案を撤回・中止することで、買収防衛策の発動が買収者に与える持株比率の希釈化による損害を回避できる仕組みであれば、損害回避可能性が確保され、相当性を満たすとの考え方にに基づき¹⁹⁾、買収者に過度な損害を与えないか、撤

14) 久保田安彦「判批」ジュリ1577号（2022）3頁、堀井拓也「判批」法セミ816号（2022）133頁。

15) 経済産業省＝法務省「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」。

16) 脅威とされるもの以外の買収まで排除することよりも特に極端な効果を持つ場合に対処するものとなっている。松中学「敵対的買収防衛策に関する懸念と提案（上）」商事法務2295号（2022）11頁。

17) 企業価値研究会報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」。

18) 田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務、2012）221頁以下、325頁以下等。

19) 「買収防衛策の在り方」14頁も、買収者が買収提案を撤回・中止する時間があること等で、買収防衛策の発動による持ち株比率の希釈という損害を回避できるプロセスが保証されていれば、損害回避可能性が確保されているといえ、相当性を満たすと指摘されていた。

回して回避できるか等の視点で、買収者の損害回避可能性が確保されていれば相当性を欠くことはないとの考え方がコンセンサスを得つつあり²⁰⁾、近時の裁判例も相当性を損害回避可能性、損害軽減措置、予見可能性等で検討していると理解されている²¹⁾。

本決定は、不正発行該当性の判断枠組みとして、(1)買収者側による経営支配権の維持目的、会社（現経営者）側による買収防衛策・対抗措置が株主共同の利益維持の目的の主張疎明活動は、経営支配権を巡る争いがある状況では、経営支配権維持目的が強く推認され、会社（現経営者）側が、その推認を覆すことが求められる主張立証構造を踏まえて²²⁾、必要性・相当性を位置付け、その判断基準・要素を具体化したものと評価でき、また、(2)相当性の判断要素に、損害回避可能性という②だけでなく、買収者が受ける不利益の内容・程度という①を加えた。①の要素は、これまで十分には考慮されていなかった

20) 徳本穰「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』の概要」監査役547号（2008）34頁、白井・展開297頁。

21) 松下ほか「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）」商事法務2292号（2022）36頁以下、松中・前掲注16）4頁、11～12頁。

22) 林ほか・前掲注9）13頁も参照。大杉謙一「株式の大量取得行為に対する法的規制の在り方—買収防衛策と主要目的ルールの将来」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論（下）』（商事法務、2007）32頁は不正発行該当性を規範的要件と理解する。

23) 松中・前掲注16）11頁。ただ、遠藤元一「判批」法学研究95巻9号（2022）51頁で指摘した「目的達成のために必要な手段・範囲（less restrictive alternatives）」レベルまでは求めているようである。

24) 米国では、デラウェア州のユノカル判決（Unocal Corp v Mesa Petroleum Co., Del. Supr. 493 A.2d 946（1985））を期に生成・発展したユノカル基準に、Blasius Industries, Inc v. Atlas Crp., Del. Ch. 564 A.2d 651（1988）判決等の判断手法が充填され、対象会社の利益のための権限行使につき必要かつ相当なものか否かが審査され、対抗措置の妥当性や合理性が判断されるとの対処がされ（徳本穰『敵対的企業買収の法理論』（九州大学出版社、2000）80～82頁）、わが国の相当性の概念とは同じとはいえないが、多角的な検討がされている。

た、脅威に対応した効果にとどまる対抗措置か否かを吟味する趣旨とも考えられ²³⁾・²⁴⁾、注目される。

3 対応方針（買収防衛スキーム）の発動事由に該当するか否か（発動の必要性の有無）

買収防衛策の必要性を検討する前提問題として、Xの行為が対応方針（買収防衛スキーム）が定める「大規模買付行為等が実施された場合」に該当するかが争われた。発動事由に該当しなければ対抗措置の発動は許されないからである。

本決定は、株主の判断に足りる時間と情報の確保を目的として認定し（II 1(2)）、①XとAらとの間の役員兼務関係等を根拠として共同協調行為を認め、②Yの他の株主に対して委任状勧誘の書類を郵送したこと、③Xの提案の議案に賛同し本件臨時株主総会で実質的にXと共同して議決権を行使するとの合意を得られる株主を見つけようとしたことから、XによるY株式の買付行為は存在していないけれども、「共同協調行為を行おうとする者」には該当するとし、複数の投資主体による経営支配権の取得を目的とした行為も、共同協調行為があることを前提として一連のものとして捉え、Xら及びAらによる大規模買付行為等（共同協調行為）が実施される見込みがあることは否定できないとした上で、意向表明書の提出等の手続の不遵守が発動事由に該たるとした（II 1(1)）。

しかし、本決定において、共同協調行為はX・Aらの間でのみ認定されている（Xら、Xグループによるウルフパック戦術がある旨のYの主張は、Y株式会社についての実質的な利害関係の形成等が必要として否定された。II 1(3)）。そうすると、令和4年3月31日以降、Y株式を追加取得していないX・Aらの間でどのような共同協調行為の見込みを観念できるのか疑問がないではない。もっとも、買収防衛策の発動を株主意思確認総会に賛否を諮ることが予定され、実際にも株主意思の確認をしているので、前提問題を厳密に考え、必要性なしと判断するのではなく、必要性の要件での検討作業に委ねるため、辛うじて共

同協調行為の存在があるとしたと評価できようか²⁵⁾。ただ、導入時点で買付行為が存在していない場合に買収行為以外の共同協調行為を認めると、買収防衛策の発動の必要性和相当性をどのように把握するのかとの問題を新たに生じさせる (6 で検討する)。

4 必要性 (「株主の共同の利益を維持するための必要性」) の要件

買収防衛策の発動事由に該当するとして、次に、買収防衛策の発動が「株主の共同の利益を維持するための必要性」の要件を満たすかを検討する。

本決定は、必要性を肯定しているものの、次に述べるとおり、原々決定、保全決定及び抗告審決定とでそれぞれ異なるニュアンスの説示がされている。

まず、原々決定は、①大量保有報告書の提出遅延等や経営方針に対して具体的な経営計画が書かれず、XがYの経営に対しどのような影響を与えるかが不確定な要素が多いこと、②大規模買付行為等の適否を検討する時間的余裕と情報の提供の確保の必要性、③株主意思確認総会による賛成多数で可決され、株主の判断に正当性を疑わせる事情はないこと (Ⅱ 2(3)ア～ウ) を理由に必要性を肯定している。②は、目的の合理性、③は株主意思確認総会における株主の総体的意思の判断基準・判断要素についての具体的なあてはめと考えられる。

①も、②と同じく、目的の合理性に関わる事情と捉えうるが、大量保有報告書の提出遅延等は、必要性を肯定する 1 つの事情となるとしても、これだけで必要性を認めるに足りるものとされていない (保全異議決定Ⅱ 2(3)キ)。平成 26 年会社法改正で、会社支配の公正さの観点から公開買付規制に違反して取得し

25) 必要性・相当性の 2 要件を立てながら、必要性の前提問題を必要性と区別して別途検討すべきなのかは議論の余地があるが、裁判所の思考プロセスは本文のようなものだったのではないかと推測される。

26) 法務省民事局参事官室『会社法性の見直しに関する中間試案の補足説明』(2011・12) 第 3 その他第 1・1「金融商品取引法の規制に違反した者による議決権行使の差止請求・制度の創設」(58～59 頁)。

た株式の議決権行使を制約する立法提案がされたが²⁶⁾、採用されなかった経緯があり²⁷⁾、公開買付規制違反という重大な金商法違反ですら議決権行使の制約が認められていないこととの均衡上、大量保有報告書の提出遅延等を理由として防衛策の発動が認められないとの解釈は現行法の解釈としては正当である。

これに対し、保全異議決定は、③の株主意思確認総会で承認可決されたことにつき、買収防衛策の一環としての措置（新株予約権無償割当て）を採る必要があるか否かの株主意思が示され（株主意思の対象が不明確とはいえない）、正当性を失わせる重大な瑕疵があるともいえない（Ⅱ 2(3)カ）としながらも、決議は必要性を認める事情の1つとして尊重するが、現経営陣により恣意的な運用の危険があることに触れて、相当性を別途検討すべきとした（結論は相当性を否定。2(3)オ）。

さらに抗告審決定は、相当性を検討した箇所においてであるが、Yが提案する議案に賛成しなければ非適格者と認定され、不利益な扱いを受けるのではないかと懸念・萎縮的効果を指摘し²⁸⁾、「かなりの僅差」での賛成多数で可決されても、株主らが真にYの現経営陣を支持する意思で賛成票を投じたといえるかはなお疑問が残るとした（Ⅱ 2(4)エ）。

27) 法制審議会会社法部会資料13（平成23・9・28）3～4頁、黒沼悦郎『金融商品取引法【第2版】』（有斐閣、2020）331頁。

28) 本件臨時株主総会で取締役の選解任議案等でXに委任状を提出した4名を、理由を明らかにせず、弁明の機会も与えないまま、非適格者と認定して一方的にYのウェブ上に名前及び名称を公開したことは、他の株主に対しY経営陣の意向に逆らい、Y提案の議案に賛成しなければ同様の差別的な扱いを受けるとの萎縮的効果をもたらす、株主の任意・真摯な意思決定を阻害するものと評価できる。

29) 黒沼悦郎「株主総会の勧告的決議について」早稲田大学法学会百周年記念論集第2巻民事編（成文堂、2022）295頁。神田秀樹「株主意思確認総会を巡る近年の動向」MAR R On-line332号（2022/5 /13）、白井・展開294～295頁、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記録79号（2021）20～21頁も参照。

「かなりの僅差」への言及は、会社法上の株主総会決議としての効力を有しない勧告的決議にすぎない²⁹⁾、「株主意思確認総会」の決議要件を普通決議で足りるとすることには疑問があり³⁰⁾、僅差で可決しても株主の総体的意思の表われとはいえないと裁判所が考えていることを窺わせる表現とも考えられる。また、Yの提案する議案への賛成を促す萎縮的効果に晒され、株主意思確認の前提に問題が生じていたことを重視すると、必要性の要件である株主の「判断の正当性を失わせるような事情」に該当し、株主の判断に依拠できない（必要性の要件を欠く）との結論に等しいとも評価できる³¹⁾。

このように抗告審決定は、原々決定と比べると必要性の要件の認定に慎重な姿勢を示していることが読み取れる。

さらに、以上とは別に、買収者による公開買付けや市場内買付が行われている局面では、防衛策の発動に賛成し防衛策が発動されると買収者の買付等に応じることができなくなるため、適格者は防衛策に賛成するか否かを慎重に判断すると想定されるのに対し、新たな買付行為や具体的な買収提案等がない局面

30) 日邦産業事件保全異議決定・抗告審決定及び富士興産事件抗告審決定は普通決議で足りると判断した。学説の理由付けにつき久保田（上）32頁。この点、白井・天保317～318頁は、支配権の移動に関する判断として会社法206条の2との平仄を論拠について、会社に資金流入を伴う募集株式の発行（取締役会の裁量を重視し、資金調達円滑さのため普通決議で足りる）とは異なり、他の株主からの株式の買い集め（資金調達の便宜を図るわけではなく、取締役会の裁量を尊重すべき理由はない）の場合は厳しい決議要件とすべきとする。

31) 星・前掲注10) 118頁、久保田・前掲注14) 3頁は、非適格者の認定に際して恣意性の排除が不十分であったことを必要性の要件で考慮すべきであるとする。経営陣による株式持合いその他の安定株主工作を念頭においた記述であるが、白井・展開294～295頁も、株主総会の判断を裁判所が尊重するための前提条件ともいえる部分についての慎重な検討の必要性を説く。

32) 裁判所の認定事実。これに対し6で検討するとおり、裁判所が認定した以外にXらとウルフバック戦術で市場内買い集めをしている株主が存在すると考えると、これとは異なる判断となりうる。

では³²⁾、防衛策が発動されても買収者の買付等に応じられなくなるとの不利
益が想定されず、防衛策の発動に反対しても特段の不利益を被らず、また、賛
成して買収防衛策が発動されると、買収者を含めた非適格者には保有株式の議
決権割合・経済的価値の希釈化が生じ、非適格者から適格者（一般株主）への
利益移転を生じさせることになるため、適格者には株主意思確認総会で買収防
衛策の発動に賛成するような誘因が働く状況となり、議決権行使を歪める事情
があったとの見解も示されている³³⁾。このような指摘をも考慮すると、本件
では必要性の要件は満たされないと判断することも可能だったと考えられる。
もっとも、必要性の判断については原則として株主意思を尊重するという従来
からの裁判所の判断枠組みに従う以上、株主意思確認総会で多数決により成立
した形で示された株主意思を否定することのハードルが高いとの判断から、抗
告審決定も、最終的には必要性の要件を満たすと判断し、相当性の要件での検
討に委ねたのではないか。

本決定の説示を勘案し、今後は、株主意思確認総会では手続の適正性が確保
され、株主の真摯で任意な意思による（つまり、虚偽又は重大な瑕疵がない）
判断が担保された運用が行われるべきである。

5 相当性（「株主の共同の利益を維持するための相当性」）の要件

(1) 必要性の要件を（辛うじて）満たすとしても、次に、買収防衛策が相当
性の要件を満たすか。本決定は、次に整理したとおり、多様な観点から相当性
を否定した³⁴⁾。

33) 星・前掲注10) 115頁、117頁参照。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 & Practice 16号（2022）64～65頁も参照。

34) これは、①Yの買収防衛策が過大・過剰すぎ、明らかに相当性と判断できる程度を超え
ているか、もしくは、②買収者側が経営支配権維持目的の推認を覆されないように買収
防衛策が不当であることを積極的に主張疎明したか、のいずれかあるいは双方が理由

第1に、撤回可能性が担保されていない。すなわち、大規模買付行為等の撤回方法は、①事前に明示的に定められていなかったこと、②内容面でも、求積明を通じて示された撤回条件の株主権の制約が広範に過ぎ、時間と情報の確保という目的を大きく逸脱し、株主権を広範に制限し、結果として経営支配権維持を将来するものであったこと、③Xに一定の者との共同協調関係の解消を求めようとしても、Xはそもそもそのような関係性を否定し、YもXが否定していることを認識しながらXに関係解消を求めるもの（共同協調行為をとっているとは認定できないXグループにも防衛策発動の不利益が及ぶ）との問題点があり、撤回の途が実質的に閉ざされていると評価され³⁵⁾、相当性を欠くとされた(2(4)ア①は、上記②を株主の適切な判断のための情報と時間の確保という目的から「大きく逸脱して、株主権を広範に制限」したのは支配権維持目的を推認させるとするが、保全異議決定(Ⅱ2(3)キ)は相当性を欠くと評価する)。

第2に、臨時株主総会におけるXの委任状勧誘に応じたことを理由に非適格者としたYの対応が上げられた。このような対応は、そのような投票行動を採った結果として、株主権が大幅に制限される結果を将来しかねず、経営支配権維持目的を推認させ(Ⅱ2(4)ア②)、株主意思確認総会の2日前に不利益

ではないかと推測される。経営支配権維持目的との推認を覆されないために、買取者は対抗措置の内容が不相当であるとの様々な事実及び法的評価（不公正発行該当性を規範的要件と捉える見解では評価根拠事実）の主張疎明を行うが、規範的要件の主要事実、事実的要件の主要事実と異なり、主要事実（評価根拠事実と評価障害事実）が何であるかが予め特定されていないため、当該事案においてできるだけ多くの具体的事実を集積して主張すべきと考えられるからである（過剰趣主張かどうかは問題とならない）。田中豊『論点精解 改正民法』（弘文堂、2020）40頁。

35) 当事者及び裁判所では、大規模買付者がその持株割合を買取防衛策導入時点での持株割合にまで還元させることを可能にするための条件である「大規模買付行為等の撤回方法」と捉えて議論されているが、正確には、買取防衛策の発動を中止するための「対抗措置（買取防衛策）中止要件」であり、両者は別概念であるとの指摘がある。太田・前掲注7）26頁。

扱いを受けるとの懸念を払拭させるために撤回しても、株主らが真にYの現経営陣を支持する意思で賛成票を投じたと言い得るかは疑問で、相当性が欠ける(Ⅱ(4)エ)とされた。

第3に、議決権の多い反対者(Xら、Xグループを含む、委任状をXに提出した24名中「保有株式が多い個人及び株主」、「債権者側の議案に賛成した株主…の84%程度が非適格者」)をことごとく非適格者としたことは、経営支配権維持目的の可能性があり、相当性を欠く(Ⅱ2(4)ア③)とされた。

第4に、追加的な非適格者(Xグループ)の認定が広すぎ、経営支配権維持目的の恣意的な可能性を示し、本件各議案に賛成した現経営陣に異を唱える大口株主の殆どを排除する結果となり、相当性を欠く事情である(Ⅱ2(4)ア④)とされた。

第5に、共同協調行為の範囲が広すぎ(明確な基準がなく、包括的な「『あらゆる行為』と定義)、根拠が薄弱な認定や恣意的な判断をまねくおそれがある(Ⅱ2(4)ア⑤)とされた。

第6に、恣意的な判断に対処するため独立委員会が設置されたが、独立委員会が現経営陣による恣意的判断の排除のためどのような配慮をし、いかなる措置をとったかが明らかではなく(Ⅱ2(4)ア⑥)、大規模買付行為等を撤回することにより損害を回避することが極めて困難なこと等から、独立委員会の勧告があっても相当性を欠く(Ⅱ2(4)キ)とされた。

第7に、①Xが大規模買付行為等と主張される各行為をすべて撤回すると通知したのに漫然と株主意思確認総会を開催し、撤回方法も相当ではなく、見直しすること自体、十分検討していなかったことを疑わせる、②本件各議案に賛成した株主の言い分等を確認せずに非適格者と認定・公表し、その後抗議を受けて撤回したことは、非適格者の認定にあたり要件や必要な手続を十分検討したとはいえず、経営陣が自己の都合で非適格者認定を行ったのであり、③撤回条件の緩和(6ヶ月間、大規模買付行為等と臨時総会の招集請求をしないことの誓約)も合理性に疑問があり、④明確な基準を示さず、特定の株主を非適

格者として不利益に扱う態度を示したのは、現経営陣の提案に反対すれば不利益な取り扱いを受けるとの萎縮的効果をもたらす等、相当性が確保されたとはいえない等（2(4)カ）、求釈明を通じて初めて撤回条件が示されたこと自体等は相当性を欠き、第一審決定後の対応も、相当性を否定する事情とされた。

（2）上記(1)の相当性に関する判断は、損害回避可能性が閉ざされていること、恣意的な判断が排除されているかが不透明なこと、求釈明を通じた撤回条件の提示や原々決定後の対応等、相当性の要件の判断要素のうち、②の「不利益を受ける買取者が撤退措置を執ることの可否及びその内容」の要素を最重視している。これは、相当性を損害回避可能性の観点から捉える、最近の学説や裁判例の傾向と整合的で、当事者間で損害回避可能性が攻防の中心として争われた帰結でもあろう。

また、株主権が大幅に制限する結果をもたらすこと、共同協調行為の範囲が広すぎることは①の「買取者が受ける不利益の内容・程度」の要素を意識したものと考えられる。それ以外の、議決権の多い反対者を非適格者認定とする取扱い、追加的な非適格者認定が広すぎることなどの指摘は、撤回のスキームの内容・レベルとは別に運用面を考慮しているもので³⁶⁾、③の「等（その他）」の要素に分類されようか。

ただし、本事案のYによる買取防衛策の発動・対応は明らかに「過剰な防衛策」であり、②だけでも相当性を欠くとの結論を導きうるため、①～③の要素を総合して相当性の範囲を画定（どこまでなら相当性が認められるか）することにつながる有意な判断にはなっていないが³⁷⁾、今後の事例の集積に期待したい。

36) 太田・前掲注7) 30頁、久保田・前掲注14) 3頁。

37) 「買取防衛策の目的」をどのように措定するか（「株主への時間的余裕と情報の提供」のみか、強圧性の排除さらには株主共同の利益も含むか）、その目的のために相当な範囲として、臨時株主総会の招集請求の禁止、委任状勧誘の禁止、他の株主の株主提案に賛成しないなどのどこまでが許されるかなども検討する必要がある。

6 共同協調行為の必要性と相当性、共同協調行為が認定される者の範囲

3で述べたとおり、導入時点で買付行為が存在していない場合でも、必ずしも買付行為に限定せず、買付行為以外の共同協調行為を認め、発動事由ありと判断したこと自体は許されるとしても、問題は、共同協調行為の必要性・相当性をどのように捉えるべきかである。

必要性は、どのような脅威に対抗するためという目的に照らして必要かという観点で判断され、相当性は必要性を示す脅威を除去するために相当な範囲にとどめているか否という観点で必要性と連動する概念と捉えうるが、複数の株主間で買付行為以外の共同協調行為を認める場合、必要性と相当性はどのように考えられるであろうか。

買付行為であれば、買収の脅威に対抗するための必要性、相当性を検討し、買収者による強圧性のある買付行為に対する対応策として、議決権の取得を目的とする買付を止めさせるために買収者の保有割合が一定割合を超えれば、それをトリガーとして買収防衛策を導入・発動することを告知し、買収者がトリガー割合を超えた買付をした時点で防衛策を発動するという態様で、買収の脅威を阻止する防衛策の必要性を認めることができ、撤回可能措置を講じれば相当性を備えることができよう。

これに対し、本事案のような、買付行為以外の共同協調行為（共同・協調して行動する関係を樹立するあらゆる行為）の場合は、共同協調行為の具体的な態様が確定されて脅威の内容が決まり、それによって初めて、①その脅威が発動事由（トリガー）として設定されているどの事由に該当し、②発動の必要性があるのか、③何を撤回条件として定めるかを定めることが可能となる。本決定は、Xら及びAらによる大規模買付行為等（である共同協調行為）の実施見込みがあり、買収防衛策を発動したことは不当ではない（II 1(4)）とするものの、共同協調行為の態様が明らかとなることで初めて具体的な脅威（及び対抗措置の必要性）も、また当該脅威に応じた撤回条件の措置（及び相当性）も検討が可能となる³⁸⁾。換言すれば、買付行為以外の共同協調行為について、そ

の態様が明確ではない段階では対抗措置の発動に係る必要性・相当性について明確な方針を見出すことは困難である。

さらに、本事案では共同協調行為をしている者（共同協調行為者）が X・A 間に限定されていることが本件を一層複雑にしている。

X と A らとが令和 4 年 3 月 31 日以降、Y 株式の市場内買い集めをせず（X らの株式保有割合は令和 4 年 6 月 30 日時点で 19.78%）、具体的な買取提案もしていない（X グループとは共同協調行為がない）という本決定の認定事実、つまり、ウルフパック戦術で Y 株式の市場内買い集めを続けた株主は存在しないとすると、買取防衛策を発動する必要性（発動するに足りる脅威の存在）はなく、発動すべきではなかったとの結論に行き着きそうである³⁸⁾。

一方、Y が追加的に非適格者に認定した X グループの中に X の現組合員が存在し、本件臨時株主総会の基準日である令和 4 年 3 月 31 日以後も A ら・X グループ一部が大量保有報告書・変更報告書の提出を繰り返している等、Y 株式を取得等している可能性は否定できない。また、上記基準日以後、本件臨時株主総会、本件定時株主総会・株主意思確認総会の開催、対抗措置を差止める仮処分決定の発令等を経て、X・Y 間で合意書を締結したことを公表した 9 月 20 日までに Y 株価が乱高下した経緯があることに照らすと、本決定の認定事実とは異なるが、ウルフパック戦術で Y 株式を買い集め等した株主が A ら以外にも存在し、さらに X らの市場内買い集めを知った（X らとは必ずしも意を通じていない）投機筋がそれに乗じて利得を獲得しようと相場操縦的な売買等を繰り返す

38) 具体的な態様が明らかになっても撤回条件を決めるのが難しい場合がある。例えば、現経営陣の解任目的で議決権を共同行使するとの共同協調行為とした場合、買い増しの禁止、株主提案・他の株主の株主提案に賛成することの禁止、委任状勧誘の禁止のどこまでが相当性の要件から許されるかは明確ではない。

39) 星・前掲注 10) 118 頁、久保田・前掲注 14) 3 頁。松嶋隆弘「判批」税理 65 卷 14 号 (2022) 208 頁の「疑心暗鬼となりがち」との記述もこのような理解と思われる。

返した可能性もある⁴⁰⁾。このような実態があったとすれば⁴¹⁾、買収防衛策を発動する必要性(発動するに足る脅威の存在)があり、発動は正当化されよう。

大量保有報告規制違反に対して機動的・実効的にエンフォースメントが執行されるのであれば、司法手続では慎重・厳格な認定でも支障はないと思われる。しかし、課徴金の発動が厳しいとはいえない現状では、大量保有報告制度を遵守しない市場内買い集めや、それに乗じた株価操縦的な投機行動が行われることを抑制できない事態となりがねない⁴²⁾。

資本市場の健全性の維持・確保のためには、日々刻々と変わる市場環境に即応して市場阻害行為を早期に認知して、迅速にエンフォースメント手段を講ずることが肝要であり、このような観点からは、共同協調行為を実効的に認定するため、金商法の共同保有者又は実質的特別関係者の解釈・認定をすることで議決権の共同行使の合意を柔軟に認定することが⁴³⁾、喫緊の検討課題と考え

40) Yahoo ファイナンスによる本件臨時株主総会の基準日である2022年3月31日以後のYの株価の推移(1週間単位)によると、5月2日(YがXに委任状勧誘に関し警告書を送付した日)～7月18日(抗告審決定が出される3日前)の間は株価が急速に高騰し続け、特に5月9日～16日(本件臨時株主総会でX提案が僅差で否決)、7月4日～11日(原々決定を認可する保全異議決定が発令)は株価が急騰している。Xと秘密裡に意を通じてあるいはXらの動向に乗じて市場内買い集めをした株主がいた可能性がある。また、8月30日～9月5日(第二次臨時総会の基準日とされた8月31日の前後)は株価が急騰し、7月19日～8月1日(抗告審決定2日前から決定後10日間)及び9月19日～26日(XとYとが合意書を締結し、臨時株主総会で役員を入れ替える旨を公表)は株価の急落がみられる。Xらの動向に乗じた株価操作がされた可能性もある。

41) 実務として、短期間に共同協調行為の存在を疎明することは多大な困難がある。太田・前掲注7) 38頁。

42) 太田・前掲注7) 26頁、浜田康『市場の守り人 証券取引等監視委員会の使命』(同文館、2021) 185～195頁、218～226頁等。

43) 金融庁「株券等の大量保有報告に関するQ & A」(平成23・3・31 最終変更令和3・3・1) 問21～23等、岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法【改訂版】(第1巻)定義・情報開示規制』(金融財政事情研究会、2021) 825頁 [関口智弘]、1138～1139頁 [石田真得]。

られる。しかし、上記のような問題に対処するには、買収法制全般に関わる問題として把握する必要があり、大量保有報告制度の基準（閾値）の引下げ、提出期間の短縮、市場での買い集めを含める買付者の情報の開示の拡充、エンフォースメントの強化（民事責任の新設、課徴金を買付総額の一定割合とする等）、公開買付規制の見直し（強制的公開買付けの運用範囲の変更、開示情報として買付期間・買付予定数量等を追加、議決権行使の制限等）等に加えて、2017 年に成立し、（加盟国が国内法化している）EU の第二次株主権利指令（Shareholder Rights Directive）に倣った制度を参照した、実質株主の情報開示請求権の創設、証券等監視委員会に行政罰等のエンフォースメント手段の制裁権限を認める方向の検討等、市場法（金融商品取引法）に関わる様々な改正が検討されるべきであろう⁴⁴⁾。ソフトローレベルでの指針の策定等にとどめるのではなく、ハードローの改正等を視野に入れた基礎理論を含めた検討を期待したい。

本稿脱稿後、校了直前の段階で、金融庁が、公開買付け制度を見直し、市場内での株式買い集め行為にも公開買付けの実施を義務付ける方向で議論をするとの報道記事（2023. 3. 1）に接した。

44) 遠藤元一「東京機械製作所事件の法的検討(下)」経営財務 3553 号(2022) 33～34 頁。浜田・前掲注 42) 243～255 頁、上村達男『会社法は誰のためにあるのか—人間復興の会社法理』(岩波書店、2021) 226 頁も参照。