

## 市場内取引による敵対的買収に対する有事導入防衛策の発動に係るMoM要件による株主意思確認総会決議についての検討（1）

その他のタイトル	A Study on Majority of Minority in the general meeting of shareholders about defense measures against hostile takeover by in-market trading (1)
著者	伊藤 吉洋
雑誌名	關西大學法學論集
巻	72
号	2
ページ	468-492
発行年	2022-07-20
URL	<a href="http://doi.org/10.32286/00027258">http://doi.org/10.32286/00027258</a>

# 市場内取引による敵対的買収に対する有事導入防衛策の発動に係る MoM 要件による株主意思確認総会決議についての検討（1）

伊 藤 吉 洋

## 目 次

### 第一章 序 論

#### 第一節 東京機械製作所事件（本件）の概要など

##### 第一款 本件の概要

##### 第二款 本件の特徴と本高裁決定の影響

#### 第二節 本稿の目的など

##### 第一款 本稿の目的と順序

##### 第二款 本稿の検討範囲

### 第二章 本高裁決定とその整理など

#### 第一節 決定要旨

#### 第二節 本高裁決定の整理など

##### 第一款 市場買集めの問題点と強圧性を受ける株主のみの意思確認との関係性など

##### 第二款 原告人らのみならず相手方の取締役をも除く本件 MoM 要件の合理性に係る整理

##### 第三款 相手方の取締役を除かない MoM 要件による意思確認が不合理であるとされるかを明らかにすることの意義

## 第一章 序 論

### 第一節 東京機械製作所事件（本件）の概要など

#### 第一款 本件の概要

取締役会設置会社である株式会社東京機械製作所（債務者、相手方）は、新聞用輪転機などの諸印刷機械の製造および販売などを目的とする株式会社であり、その発行済株式は株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」という）市

市場内取引による敵対的買収に対する有事導入防衛策の発動に係る  
MoM 要件による株主意思確認総会決議についての検討（1）

場第一部に上場していた。アジア開発キャピタル株式会社（債権者、被告人）は、有価証券の取得、保有および運用、子会社および関連会社の事業活動に関する運営管理などを目的とする株式会社であり、その発行する普通株式は、東京証券取引所市場第二部に上場していた。また、アジアインベストメントファンド株式会社（債権者、被告人）は、有価証券の売買、保有および運用などを目的とする株式会社であり、アジア開発キャピタル株式会社の完全子会社であった（アジア開発キャピタル株式会社およびアジアインベストメントファンド株式会社を併せて、以下「被告人ら」という）。

被告人らが令和3年6月9日から市場内取引（立会取引）による相手方株式の共同取得（以下「市場買集め」または「市場内取引」という）を開始したところ、相手方取締役会は、同年8月30日、被告人らに対し、同月6日の同取締役会が導入を決定したいわゆる有事導入型買収防衛策（以下「本件対応方針」という）に基づく対抗措置（以下「本件対抗措置」という）をとることを決定した。なお、本件対抗措置では、差別的な行使条件および取得条項が付された新株予約権の無償割当て（以下「本件新株予約権無償割当て」という）が利用されることとされた。ただし、相手方取締役会において本件対抗措置の発動を決議した上で、株主意思確認総会を開催し、同総会において本件対抗措置の発動の是非について株主意思を事後的に確認する（仮に同総会において本件対抗措置の発動が承認されない場合には、本件対抗措置の発動を中止する）ことは適当であること、同総会における決議要件を被告人らおよび相手方取締役ならびにそれぞれに係る者として独立委員会が認める者を除く相手方の出席株主の議決権の過半数とすることが相当であるなどとした独立委員会の勧告を受けて相手方取締役会は、令和3年10月22日、相手方臨時株主総会（以下「本件株主意思確認総会」という）において、本件対抗措置の発動に関する承認議案（以下「本件議案」という）を諮った。その結果、当該被告人らなどを除く出席株主の総議決権数の過半数の賛成で本件議案は可決された。

相手方の株主である被告人らは、相手方に対し、本件新株予約権無償割当てについて、①株主平等の原則（会社法109条1項）に違反する法令違反がある、

② 著しく不公正な方法により行われるものである旨主張して、会社法247条1号および2号（類推適用）に基づき、これを仮に差し止めることを求めた。令和3年10月29日、東京地方裁判所は、被保全権利についての疎明がないとして、原告人（債権者）らの申立てをいずれも却下した<sup>1)</sup>（以下「本地裁決定」という）。これに不服の原告人らが抗告を提起したところ、同年11月9日、東京高等裁判所は、抗告をいずれも棄却した（以下「本高裁決定」という<sup>2)</sup>）。さらに同年11月18日には、最高裁判所が原告人らの抗告を棄却した<sup>3)</sup>（以下「本最高裁決定」という）。

## 第二款 本件の特徴と本高裁決定の影響

第一款において前述したとおり、本件対応方針の導入およびこれに基づく本件對抗措置の発動（本件新株予約権無償割当て）は、いずれも相手方の株主総会の決議を経ずに、相手方の取締役会の決議で決定されたものである。もっとも、相手方取締役会は、本件株主意思確認総会において、相手方の議決権を行使することができる株主のうち、原告人らおよびその関係者ならびに相手方の取締役およびその関係者以外の出席した株主の議決権の過半数をもって（以下、この議決要件を「本件 MoM 要件」という）、本件對抗措置の発動に関する承認議案（本件議案）を可決する決議がされなかった場合には、本件新株予約権無償割当てを中止することとしていたところ、可決する決議がなされた事案であるという特徴など<sup>4)</sup>が本件にはある。そして、このような事案は「前例のない事案であり、本高裁決定・本最高裁決定が、そのような對抗措置を適法と認めたことは、今後の敵対的買収および防衛策の実務に大きな影響を及ぼすものとして、注目される」<sup>5)</sup>などの指摘がなされているところでもある。

## 第二節 本稿の目的など

### 第一款 本稿の目的と順序

先行評釈<sup>6)</sup>を参照しながら、「今後の敵対的買収および防衛策の実務に大きな影響を及ぼす」とされている（第一節第二款参照）本高裁決定の決定要旨にお

市場内取引による敵対的買収に対する有事導入防衛策の発動に係る  
MoM 要件による株意思確認総会決議についての検討（1）

ける本件 MoM 要件に係る箇所、そのうちでも特に第二章において引用する箇所<sup>7)</sup>を整理すると、本高裁決定についても先行評釈についてもいくつかの疑問が生じる。本稿は、「今後の敵対的買収および防衛策の実務」の精緻化に資するように<sup>8)</sup>、その疑問に係る検討を行うことを目的とするものである<sup>9)</sup>。本稿の章立てと併せて、その検討内容の概要を述べれば、以下のようになる。

本件 MoM 要件は、相手方株主のうち、(i) 原告人らおよびその関係者（以下、併せて「原告人ら」という）を全て除くとともに、(ii) 相手方の取締役およびその関係者（以下、併せて「相手方の取締役」という）も全て除くものであるが、(iii) それ以外の者を全く除いてはいない議決要件である。そして、本高裁決定は、相手方取締役会が、本件株意思確認総会において、そのような 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などと述べており（第二章第一節参照<sup>10)</sup>、先行評釈も基本的にはそのような本高裁決定を肯定的に評価している（第三章第二節第二款など参照）。

本稿は、第二章において、先行評釈を参照しながらそのような本高裁決定を整理し<sup>11)</sup>、本高裁決定が効率性の観点などに依拠しているといえるかもしれないことや、(i) のように原告人らを除くことによる対処は必要であると一応はいえそうであること、本高裁決定によれば MoM 要件において (ii) のように相手方の取締役を除かなければ不合理であるとされることになるかどうかは明らかではないといえるかもしれないことなどについて述べる。その上で、第三章においては、会社の企業価値の増加を阻害しないことによって効率性を確保し、さらには、その結果として株主共同の利益を確保するということにも配慮する必要がある、ということになるはずである本高裁決定からすれば (ii) のように相手方の取締役を除かなければ不合理であるとされることになるはずであること、しかし、そうだとすると、そのような相手方の取締役について同様の懸念がある相手方株主がその他にもいないか精査すべきであるということになるが、そうであるにもかかわらず、本高裁決定が本件 MoM 要件において (iii) のようにその他の株主が全く除かれていないことについて問

題視していないということは妥当ではない可能性があることなどを述べる。他方で、第四章においては、会社の企業価値のき損を防止することによって効率性を確保し、さらには、その結果として株主共同の利益を確保するというところをも本高裁決定が重視しているということにあらためて着目すれば、(ii)のように相手方取締役を除かなくても不合理であるとされるべきではないといえるかもしれないことや、本高裁決定が本件 MoM 要件において (iii) のようにその他の相手方株主（の一部についてはそれ）が除かれていないことについて問題視していないことも妥当である可能性があることを述べる。加えて、第五章においては、(i) のように抗告人らが保有する株式についての議決権の全てを除くことは妥当ではないといえるかどうかなどについて検討する。

## 第二款 本稿の検討範囲

本稿においては、本高裁決定および先行評釈が述べている点の一部、例えば、本件における市場買集め（市場内買付）は（抗告人らを除く）相手方株主にとって強圧性があること（第二章第一節参照）、本件対抗措置が相当であること（本件対抗措置の相当性）などを基本的には<sup>12)</sup>前提にして本件 MoM 要件に係る箇所について検討を行う。また、「慎重に検討する必要があるとも考える」とされている「本高裁決定・本最高裁決定の射程」<sup>13)</sup>、具体的には、強圧性があるとされる公開買付けによる買収について MoM 要件による株主意思確認総会決議を経て対抗措置を発動する事案に対する射程など<sup>14)</sup>については、その全てを詳細に検討することはせず、本件と同様に市場買集めによる買収について相手方の取締役を除かない MoM 要件による株主意思確認総会決議を経て対抗措置を発動する事案に対する射程を中心に検討するにとどめる。なお、前述したとおり、本稿の検討の対象は本高裁決定および先行評釈における本件 MoM 要件に係る箇所についてはあるが、その検討結果を踏まえて、通常の判例評釈においては紙幅の制約などの事情により行われなくても多い、他の制度・それに係る裁判例との比較に鑑みての裁判上の運用に係る提案（第三章第二節参照）なども行う予定である。

## 第二章 本高裁決定とその整理など

本章においては、先行評釈を参照しながら本高裁決定を整理し、本高裁決定が効率性の観点などに依拠しているといえるかもしれないことや、本件 MoM 要件のとおり抗告人らを除くことによる対処は必要であると一応はいえそうであること、本高裁決定によれば MoM 要件において相手方の取締役を除外しなければ不合理であるとされることになるかどうかは明らかではないといえるかもしれないことなどについて述べる。

### 第一節 決定要旨

本件は、抗告人らが相手方の支配権の取得を目指して<sup>15)</sup>市場買集めを進め、本件対応方針導入の決定日前日である令和3年8月2日には抗告人らの株券等保有割合が34.06%にまで至った、という事案である<sup>16)</sup>。そのような事案に係る本高裁決定は、「抗告人らは、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」と述べている。その上で、他の点にも言及しつつ<sup>17)</sup>、（本地裁決定について一部付加訂正しながら）以下のとおり述べる。

すなわち、「以上の諸点に照らすと」、①「抗告人らによる相手方株式の上記買付行為は、相手方の株主ら（抗告人らを除く。）にとって、強圧性（前記で述べた売却への動機付けないし売却への圧力。より具体的には、株主が十分な投資考慮をすることができない状況で、会社の企業価値のき損のリスクを回避し、また、市場内買付によって上昇した株価（……）<sup>18)</sup>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）があることは否定できず」、②「このような株主ら

が抗告人らによる相手方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となるか否か、それを防止するために本件対抗措置を発動することが必要か否かについて株主総会において当該株主のみの意思確認を行うことは、直ちに不合理であるとはいえない」。③「そうすると、相手方取締役会が、本件株主意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（すなわち、議決権を行使することができる相手方の株主のうち本件非利害関係出席株主<sup>19)</sup>以外の者の議決権の行使を制限する）こととしたことも、上記のような趣旨に照らして直ちに不合理であるとはいえない」。

## 第二節 本高裁決定の整理など

### 第一款 市場買集めの問題点と強圧性を受ける株主のみの意思確認との関係性など

#### 第一項 本高裁決定の整理

第一節において引用した箇所によれば、本高裁決定は、① 抗告人らによる相手方株式の市場買集め（市場内買付）が、抗告人らを除く相手方株主にとつて強圧性があることを主たる理由として<sup>20)</sup>、② 本件対抗措置を発動することが必要か否かなどについて株主総会において抗告人らを除く相手方株主のみの意思確認を行うことは直ちに不合理であるとはいえない、という結論を導出していると整理しえよう。

#### 第二項 本高裁決定に対する疑問など

第一節において引用した①と②との関係性を第一項において前述したとおり整理しうるとして、その関係性については疑問が生じる。すなわち、①が正しいとしても（第一章第二節第二款参照）、①を理由として②という結論が導出されるのはなぜなのか、という疑問である。以下においては、その疑問について敷衍して述べた上で、先行評釈を参照してその疑問に対してのありうる回答を



明らかにする。

一 第一の疑問と先行評釈を参照してのありうる回答

（一） 第一の疑問（市場買集めの問題点）

第一に、本高裁決定は、①を理由として②という結論を導出するにあたって、抗告人らによる相手方株式の市場買集めが抗告人らを除く相手方株主にとって強圧性があること（以下、単に「強圧性があること」ということもある）は問題視されるべきである、ということ（暗黙の）前提としていると思われる<sup>21)22)</sup>。もしそうだとしたら、どのような観点からして、そのように問題視されるべきである、と考えているのであろうか。

（二） 先行評釈とそれを参照してのありうる回答

（一）において前述した疑問に関連しては、先行評釈において以下の指摘がなされている。すなわち、本件のように「対象会社の経営支配権を取得し得るほど大量の株式買付け（以下『大規模買付け』という）を市場買集めによって行うことには、次のような問題点がある」。「市場買集めには、対象会社の株主に対し、望まぬ株式売却を強いる効果（いわゆる強圧性）がある。特定の買付者が、市場買集めによって対象会社の経営支配権の取得を試みていることを対象会社の株主が知った場合において、もしも株主が、当該買付者が経営支配権を取得すると対象会社の企業価値が減少すると考える場合には、そのような対象会社の少数派株主にとどまるよりは、市場買集めが行われている（そのため、通常、需給を反映して株価が高騰している）間に、いちはやく株式市場で保有株式を売却するという行動をとりがちになると考えられる。その結果、多くの株主が企業価値を減少させると考える経営支配権の取得が、かえって実現しやすくなってしまいう問題がある」という指摘である<sup>23)24)</sup>。そして、この指摘において「強圧性が『問題である』というのは、効率性の観点から問題であるということ、つまり、強圧性のゆえに」（「特定の買付者が」「経営支配権を取得すると対象会社の企業価値が減少する」にもかかわらず、そのような）「企業価値を低下させるような企業買収が成立」する「といった問題が生じるということである」と補足されている<sup>25)26)</sup>。

第一節において引用した(①を含む)箇所の一部に鑑みれば、本高裁決定は、以上の先行評釈においてなされている強圧性に係る記載に類似する<sup>27)28)</sup>、強圧性についての定義をしているといえそうである。そして、その定義においてだけではなく②においても、「会社の企業価値のき損」について言及している(着目している)。以上からすると、本高裁決定は、この先行評釈の論者と同様に、そのようなき損が生じることが「問題である」とされることになる「効率性の観点」からして強圧性があることは問題視されるべきである、と考えているといえるかもしれない。

また、②における「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」に言及していることからすれば、本高裁決定は、会社の企業価値のき損のみならず、その結果として株主共同の利益が害されるという状況も問題視しているといえるように思われる。

## 二 第二の疑問と先行評釈を参照してのありうる回答

### (一) 第二の疑問(株主意思確認によって強圧性があることに対処しうるかなど)

一において前述した第一の疑問に引き続いて、第二に、以下のとおりの疑問もある。すなわち、本高裁決定は、(a)株主総会において相手方株主の意思確認を行うことによって、しかも、(b)抗告人らを除く相手方株主のみの意思確認を行うことによって強圧性があることに対処しうる、と考えているからこそ、①を理由として②のとおり結論づけているのだろう。しかし、(a)しかも(b)によって強圧性があることに対処しうる可能性はあるのだろうか。そのことに関連して、(a)によって対処しうるのであれば、(b)による対処は必要ではないように思われるところ、(b)による対処が必要である<sup>29)30)</sup>としたらとしたらそれはなぜなのだろうか。

### (二) 先行評釈とそれを参照してのありうる回答

(一)において前述した疑問に関連しては、一(二)においても引用した先行評釈において以下のとおり指摘がなされている。

市場内取引による敵対的買収に対する有事導入防衛策の発動に係る  
MoM 要件による株主意思確認総会決議についての検討（1）

- (1) 株主総会において意思確認を行うことによって強圧性があることに対処しうる可能性があること

まず(a)によって強圧性があることに対処しうる可能性があることについては、以下のとおりの指摘がなされている。すなわち、本件とは異なり、「株式の大規模買付けが」市場買集めではなく「公開買付けによって行われる場合」、「その方法によっては、対象会社の株主に対して強圧性を有することが知られている」ところ、「このように強圧性を有する公開買付けに対しては、対象会社が、対抗措置としての差別的な新株予約権無償割当てを、株主総会（本件のような株主意思確認総会を含むものとする）で当該対抗措置が承認されることおよび買付者が公開買付けを撤回しないことを条件として行うことが、有効な対処策になる」という指摘である<sup>31)</sup>。

- (2) 株主総会において原告人らを除く相手方株主のみの意思確認を行わなければ強圧性があることに対処しえない可能性があること

一定の方法で行われる公開買付けと同様に、市場買集めも強圧性を有する買収方法であるとされているのであるから（第一節①参照）、(a)によって強圧性があることに対処しうるのであれば、(b)による対処は必要ではないということになりそうである。もっとも、本件のような市場買集めによる買収に対しては(b)による対処が必要であるということが指摘されている。すなわち、「本件のように、対象会社の株式の大規模買付けが、公開買付けでなく、市場買集めの方法で行われる場合には、有事株主総会承認型防衛策は、特に株主総会で買付者も議決権を行使できるものとするときは、有効に機能しない可能性が高い。なぜなら、対象会社が株主総会を開催するためには、基準日の設定や招集手続のために相当な期間を要することから、買付者は、当該株主総会の基準日まで、市場買集めによって対象会社の株式（議決権）を買い集めることにより、対抗措置発動議案の成立を困難ならしめることが可能になるためである<sup>32)</sup>」。「そこで、買付者が、市場買集めのように、株主総会の基準日までに株式を買い増すことによって、対抗措置の発動議案の成立を困難ならしめることが可能な方法で株式の大規模買付けを行う場合に、対象会社の『株主の意思』をいかにして

確認するかが、重要な課題となる」。「本件（東京機械製作所事件）でとられた、対象会社の株主総会における MoM 決議を条件として、差別的株主予約権無償割当てを行うという対抗措置は、まさに、そのような課題に答えるものということができる」<sup>33)</sup>。

以上の指摘に鑑みれば<sup>34)</sup>、確かに、本件のような市場買集めによる買収に対しては、(a)のみならず(b)による対処も必要である、と一応は（ただし第三章、第五章参照）いえそうである。

### 三 第三の疑問と先行評釈を参照してのありうる回答

#### (一) 第三の疑問（対処しうる方法は他にはないのか）

二において前述した第二の疑問に引き続いて、第三に、以下のとおりの疑問がある。すなわち、株主総会において抗告人らを除く相手方株主のみの意思確認を行うということは、抗告人らの議決権を（全て）制限することになるところ、本高裁決定においてはその制限が会社法308条1項本文（一株一議決権の原則）、309条1項（普通決議の決議要件）の各規定の趣旨に反する可能性があることが示唆されてもいるように思われる<sup>35)</sup>。そのような状況において、強圧性があることに対処しうるし、しかも、会社法などの規定の趣旨にも反しない方法が他にあるとすれば、その方法により対処せずに、株主総会において抗告人らを除く相手方株主のみの意思確認を行うことによって対処することは、ある意味で「不合理である」といえるかもしれない。もしそうだとすれば、本高裁決定が②のとおり結論づけるにあたっては、他に強圧性があることに対処しうる方法はないか、あるとしても、その方法も会社法などの規定の趣旨に反する可能性がある、ということが（暗黙の）前提とされているといえようか<sup>36)</sup>。しかし、強圧性があることに対処しうるし、しかも、会社法などの規定の趣旨にも反しない方法は本当に他にはないのであろうか。

#### (二) 先行評釈とそれを参照してのありうる回答

第三の疑問に関連しては、一（二）および二（二）においても引用した先行評釈において以下の指摘がなされている。すなわち、一（二）において引用した指摘において言及されていた問題点がある「市場買集めに対しては、対象会

市場内取引による敵対的買収に対する有事導入防衛策の発動に係る  
MoM 要件による株主意思確認総会決議についての検討（1）

社が、取締役会限りの決定によって（すなわち、株主総会の承認を得ることなく）、① 買収防衛策を導入し、かつ、② 防衛策導入の公表後も、買付者が、防衛策において設定された閾値（対抗措置の発動条件になる持株割合）を超えて市場買集めを進める場合には、対抗措置として差別的新株予約権無償割当てを行うことを許容する、という法解釈もあり得るように思われる」。ところが「日本アジアグループ事件決定<sup>37)</sup>によって、たとえ市場買集め（あるいは、同事件で行われた市場内外買付け）に対する対抗措置としてであっても、対象会社が、『株主の意思』を確認することなく、取締役会限りの決定によって差別的新株予約権無償割当てを行うことは、かなり困難になったといわざるを得ない」という指摘である<sup>38)</sup>。

以上の指摘を鑑みれば、確かに、強圧性があることに対処する方法としては、対象会社の取締役会限りの決定によって、差別的新株予約権無償割当てを行うという方法もありうる、ということにはなる<sup>39)</sup>。しかし、実際に行うことは困難である（不公正発行〔会社法247条2号〕にあたる可能性が高い<sup>40)</sup>）がために、その方法は会社法などの規定の趣旨に反しない方法ではないということになろうか。したがって、会社法などの規定の趣旨に反する可能性があるとしても<sup>41)</sup>、株主総会において原告人らを除く相手方株主のみの意思確認を行うことによって強圧性があることに対処する必要がある（二（二）(2)参照）、ということになるのかもしれない。

## 第二款 原告人らのみならず相手方の取締役をも除く本件 MoM 要件の合理性に係る整理

第一節において引用した①と②との関係性についての疑問に対しては第一款のとおり回答しうるとしても、そのような①および②と③との関係性などに鑑みると別途疑問が生じる。以下では、その疑問、ひいては、本高裁決定によれば MoM 要件において相手方の取締役を除かなければ不合理であるとされることになるかどうかは必ずしも明らかではないことについて述べる。

第一項 本高裁決定の整理など

一 本高裁決定の整理など

(一) 本高裁決定の整理

まず、第一節において引用した箇所における「そうすると」という接続詞からすると、本高裁決定は、①および②を理由として、(そして「上記のような趣旨に照らして」<sup>42)</sup>) ③ 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、という結論を導出していると整理しうる。もっとも、あらためて確認すべきは、本件 MoM 要件が、抗告人ら(およびその関係者)と相手方の取締役(およびその関係者)以外の出席した相手方株主<sup>43)</sup>の議決権の過半数、という議決要件であったということである(第一章第一節第二款など参照)。つまり、本件 MoM 要件は(i) 抗告人ら(およびその関係者)を全て除くというだけではなく、それに加えて、(ii) 相手方の取締役(およびその関係者)も全て除くものであった。そのことに鑑みると、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、と本高裁決定が③のとおり述べるにあたっては、(ii)をも念頭に置いているということになりそうである。

(二) 本高裁決定に対する疑問

他方で、②は、抗告人らを除く相手方株主のみの意思確認について述べるものであるから、(i)を念頭に置いているものであるとはいえるであろう。そして、抗告人らを除く相手方株主には相手方の取締役も含まれているから、②は(ii)を念頭に置いたものではないということになろう。また、そのような②の理由にあたり整理しうる(第一款第一項参照)①において強圧性を受けるとされているのは、「抗告人らを除く」「相手方の株主ら」であり、その株主らには相手方の取締役も含まれるであろう。そうであるにもかかわらず、本高裁決定が①および②を理由として<sup>44)</sup>(ii)をも念頭に置いたものであると思われる③という結論を導出していることからすれば、その導出過程には、何らかの

市場内取引による敵対的買収に対する有事導入防衛策の発動に係る  
MoM 要件による株主意確認総会決議についての検討（1）

（暗黙の）前提が存在していると考えられよう。

## 二 疑問に対してのありうる回答など

### （一）疑問に対してのありうる回答

考えられる前提としては、以下のようなものがあるであろうか。すなわち、本高裁決定は、②のとおり抗告人らを除く相手方株主のみの意思確認を行うことは直ちには不合理であるとはいえない、と結論づけていることに鑑みれば、抗告人ら以外の相手方株主には、除かれなければ（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限しなければ）不合理であるとされることとなる者は存在しない、と考えていると（さらに）整理しうるかもしれない。また、もしそうだとすると、そのように考えるに際しては、②のとおり結論づけるにあたって①のとおり抗告人らによる相手方株式の市場買集めが抗告人らを除く相手方株主にとって強圧性があることを理由としていると整理しうることに鑑みれば（第一款第一項参照）、抗告人ら以外の相手方株主が、強圧性を受ける株主であるということに着目している、といえるように思われる<sup>45)46)</sup>。そして、相手方の取締役も、（抗告人らではない）相手方株主であることからすれば、その他の相手方株主と同様に強圧性を受ける株主であるということになるから、そもそも除かなくても（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限しなくても）不合理ではない、という前提である。

この前提によれば、本件 MoM 要件は、相手方の取締役を除かなくても（その保有する議決権〔の全て〕を制限しなくても）不合理であるとはされないにもかかわらず、自発的に除く（制限する）ものであった、ということになる。その結果、相手方の取締役は、除かれなければ（その保有する株式についての議決権〔の全て〕が制限されなければ）本件対抗措置の発動に関する承認議案について賛成の議決権行使をすることができるであろうところ、そのように賛成の議決権行使をすることはできなくなった、ということにもなる。つまりは、本件 MoM 要件は、抗告人らのみが除かれる（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限される）MoM 要件（②参照）と比較すれば、当該議案が否決されることを望むであろう抗告人らにとって有利なものであったのである。株主総



会において抗告人らを除く相手方株主のみの意思確認（抗告人らのみが除かれる〔その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限される〕MoM 要件による意思確認）を行うことですら、本高裁決定によれば、②のとおり直ちに不合理であるとはいえないのであるから、それと比較すれば抗告人らにとって有利なものであった本件 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、③のとおり直ちに不合理であるとはいえないのは当然である、ということになる。

以上に鑑みれば、確かに、①および②を理由として、③という結論を導出することはできるように思われる。

## （二） ありうる回答の帰結

もしそうだとすれば、本件とは異なり、MoM 要件が、相手方の取締役を除かずに（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限せずに）、抗告人らのみを除く（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限する）というものであった場合、株主総会において抗告人らを除く相手方株主のみの意思確認を行うことになるが、②からすれば当然に、そして、③とも整合的に、それは直ちに不合理であるとはいえない、とされることになる。

## 第二項 先行評釈を参照してのありうる回答

### 一 先行評釈とその整理

もっとも、第一項二において前述したような本高裁決定の（考えられる）前提、すなわち、相手方の取締役も、（抗告人らではない）相手方株主であることからすれば、その他の相手方株主と同様に強圧性を受ける株主であるということになるから、そもそも除かなくても（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限しなくても）不合理ではない、という前提に疑問を呈するものである、と位置づけられるように思われる先行評釈がある。

すなわち、当該先行評釈においては、相手方の「取締役およびその関係者は」、相手方「株主としての見地からでなく、その取締役の地位を維持する動機から、本件対抗措置に賛成する危険を否定できない。それゆえ、本件議案の



市場内取引による敵対的買収に対する有事導入防衛策の発動に係る  
MoM 要件による株主意思確認総会決議についての検討（1）

決議において、これらの者の有する議決権を除外することも、適切である」と指摘されている<sup>47)</sup>。また、「実質的に考えても、本件議案の決議に際し」、原告人ら「とその関係者の議決権を除外することは適切である。まず」、原告人ら「とその関係者は買付者としての利害を有する者であり」、原告人ら「による大規模買付けの是非ないし」原告人「らによる」相手方「の経営支配権取得の是非について対象会社の株主としての見地から判断を行うことは期待しがたい」とも指摘されている<sup>48)</sup>。

これらの指摘からすると、この先行評釈においては、原告人らを除く（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限する）ことが適切であるのも、相手方の取締役を除く（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限する）ことが適切であるのも、いずれの者も原告人らによる大規模買付けの「対象会社」である相手方「の株主の見地から判断を行うことは期待しがたい」からであると考えられているといえよう。

## 二 先行評釈を参照してのありうる回答とその帰結など

### （一）先行評釈を参照してのありうる回答

一において引用した先行評釈における指摘に鑑みれば、相手方の取締役を除かなくても（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限しなくても）不合理ではない、ということには必ずしもならないであろう。むしろ、「対象会社」である相手方「の株主の見地から判断を行うことは期待しがたい」原告人らのみを除く（その保有する株式についての議決権〔の全て〕のみを制限する）のではなく、同様に「期待しがたい」相手方の取締役を除かなければ（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限しなければ）不合理である、ということになるかもしれない。もしそうだとすれば、本件 MoM 要件は、相手方の取締役を除く（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限する）ことが適切であるところ、除かなかった（制限しなかった）というもの（原告人らのみを除く〔制限した〕というもの）ではなく、「適切に」除いた（制限した）ものであった、ということになろう。したがって、原告人らを除いてはいる（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限してはいる）が、本件 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、③のとおり直ちに不合理であるとはいえない、ということになるように思われる。

(二) 先行評釈を参照してのありうる回答の帰結

もしそうだとすれば、本件とは異なり、MoM 要件が、相手方の取締役を除かずに（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限せずに）、抗告人らのみを除く（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限する）というものであった場合、株主総会において抗告人らを除く相手方株主のみの意思確認を行うことになるが、③からすれば、それは不合理であるといえる、とされることになるかもしれない<sup>49)</sup>。

もっとも、②とは整合的ではなくなるし、第一項二において前述したこととは異なり、①および②を理由として③という結論を導出することもできなくなる。

**第三款 相手方の取締役を除かない MoM 要件による意思確認が不合理であるとされるかを明らかにすることの意義**

第二款において前述したとおり、本件とは異なり、MoM 要件が、相手方の取締役を除かずに（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限せずに）、抗告人らのみを除く（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限する）というものであった場合、株主総会において抗告人らを除く相手方株主のみの意思確認を行うことになるが、それは不合理であるとされることになるかどうかは①ないし③に鑑みても明らかではないといえるかもしれない（第二款第一項二（二）、第二項二（二）参照）。

もっとも、（いずれが妥当であるかどうかも含めて）この点を明らかにすることには、理論的にも意義があろう<sup>50)</sup>。さらに、先行評釈において指摘されているとおり、「買収対象会社の取締役（およびその関係者）は、「株主としての見地からでなく、その取締役の地位を維持する動機から、本件対抗措置に賛成する」（第二款第二項一参照）可能性が相当高いかもしれない。したがって、そのような買収対象会社の取締役（およびその関係者）を除かなくても（その保有する株式

市場内取引による敵対的買収に対する有事導入防衛策の発動に係る  
MoM 要件による株主意思確認総会決議についての検討（1）

についての議決権〔の全て〕を制限しなくても）不合理であるとはいえない、とされる場合には、除かなければ不合理であるといえるとされて、実際に除かざるを得ない（制限せざるを得ない）状況と比較すれば、対抗措置の発動に関する承認議案が可決される可能性が高まることになろう。確かに、本件相手方の取締役のように、買収対象会社の取締役（およびその関係者）の持株比率がそれほど高くない場合には<sup>51)</sup>、対抗措置の発動に関する承認議案が可決される可能性は高まることにはなるが、その程度は、それほどのものではないであろう。しかし、本件相手方の取締役とは異なり、買収対象会社の取締役（およびその関係者）の持株比率が高い場合には、対抗措置の発動に関する承認議案が可決される可能性は相当高まるであろう。つまりは、そのように買収対象会社の取締役（およびその関係者）の持株比率の高い会社においては、当該取締役（およびその関係者）を除かなくても（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限しなくても）不合理ではないとされることになるかどうか、承認議案を可決することができるかどうかに対して多大な影響を及ぼすことになるのである。したがって、この点について<sup>52)</sup>について検討することには実務的にも意義があると思われる。

そこで、第三章および第四章においてはその点についてまずは検討することとする。

- 1) 東京地決令和3年10月29日資料版商事法務453号107頁。
- 2) 東京高決令和3年11月9日資料版商事法務453号98頁。
- 3) 最決令和3年11月18日資料版商事法務453号94頁。
- 4) その他の特徴については、以下において適示する。
- 5) 田中亘「防衛策と買収法制の将来〔上〕—東京機械製作所事件の法的検討—」商事法務2286号（2022年）4頁～5頁参照。
- 6) 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〕」商事法務2282号（2021年）26頁以下、同「同〔下〕」商事法務2284号（2022年）15頁以下、田中・前掲（注5）および田中亘「防衛策と買収法制の将来〔下〕—東京機械製作所事件の法的検討—」商事法務2287号（2022年）32頁以下。
- 7) 具体的には、第二章第一節、第三章第二節などにおいて引用する箇所である。なお、本件 MoM 要件に係る箇所のうちでも、本件 MoM 要件が「出席株主」の議

決権の「過半数」をもってするものであったことに関係する箇所などについては詳細には検討しない。これらの検討については、飯田秀総「買収防衛策の有事導入の理論的検討」商事法務2244号（2020年）9頁～11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研究記録第79号（2021年）18頁～24頁参照。

- 8) 本稿の具体的な意義については、第二章第二節第三款など参照。
- 9) なお、筆者は、原告人ら代理人弁護士の依頼に応じ、MBO・支配株主による従属会社の買収に際しての MoM 条件に係るそれまでの研究などに基づいて、本地裁決定の判断のうち本件 MoM 要件に係る判示の一部について（時間の制約上、第三章において後述するような点に鑑みての）疑問がある旨の、東京高等裁判所宛て意見書を作成した。
- 10) 結論としては、「本件新株予約権無償割当てが『著しく不公正な方法』（会社法247条2号）により行われる場合に当たるとは認められない」し、「本件新株予約権無償割当てが『法令』（会社法247条1号。株主平等原則〔会社法109条1項〕）に違反する場合に該当するとは認められないというべきである」としている。
- 11) ただし、第二章のみならず、第三章以下においても追加的な整理を行う予定である。
- 12) ただし、強圧性の程度については後掲（注23）、（注26）において引用する文献などを踏まえて第四章において検討する。なお、市場買集め（市場内買付）が（原告人らを除く）相手方株主にとって強圧性があるとしても、実際にどの段階から強圧性が生じるといえるかについては、第五章において検討する。
- 13) 田中・前掲（注5）5頁参照。なお、太田〔下〕・前掲（注6）22頁は、本高裁決定「については、単にその結論のみが最高裁によって是認されたのではなく、その法的な理由づけも含めて（それがどの範囲までであるかはともかくとして）正当として是認されているものと解される。その意味で」、本高裁決定は、「今後の買収防衛策をめぐる裁判例においても非常に重要な先例として機能するものと考えられる」と述べる。
- 14) これらの点については別稿において検討する予定である。また前掲（注7）も参照。
- 15) 原告人らは、令和3年6月9日（第一章第一節第一款参照）以降も信用買いも交えつつ、市場内取引（立会取引）による相手方株式の共同取得を進め、同年7月14日には、株券等保有割合が15.01%となり、同月21日、原告人アジアインベストメントファンド株式会社は原告人アジア開発キャピタル株式会社を共同保有者として大量保有報告書の変更報告書を提出・公表した。なお、同変更報告書では、その保有目的が、「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。」に変更された。本高裁決定が一部付加訂正した上で引用する本地裁決定「別紙2認定事実」2（1）参照。
- 16) ただし、大量保有報告書の変更報告書は令和3年8月10日付である。また、相手方取締役会が本件対応方針を導入することを決定し、公表した同月6日以降も、さらには、本件対抗措置をとることを決議し、そのことなどを公表した同月30日以降

市場内取引による敵対的買収に対する有事導入防衛策の発動に係る  
MoM 要件による株主意思確認総会決議についての検討（1）

も、原告人らは市場買集めを進め、同年9月10日までにその株券等保有割合が39.94%にまで至った（同月13日付変更報告書、同月15日付訂正報告書。同月10日時点における原告人らの議決権が総株主の議決権に占める割合は、40.2%であったと認定されている）。なお、原告人アジアインベストメントファンド株式会社は、同月6日、原告人アジア開発キャピタル株式会社の子会社であるワンアジア証券から信用取引によって買い建てていた相手方株式162万0100株および楽天証券から信用取引によって買い建てていた7万8300株の全てを、いわゆる「現引き」によって自ら所有するに至った。本高裁決定が一部付加訂正した上で引用する本地裁決定「別紙2認定事実」6（2）参照。

- 17) 「相手方株式の買付けの期間、価格及び買付予定数等は明らかにしないまま、相手方から」情報提供などの「要請・警告を受けた後も、同年9月10日まで市場内取引による相手方株式の買付けを進め、同日、相手方株式348万5900株（株券等保有割合39.94%）を保有するに至った。「しかも、原告人らは、上記の間頃、相手方の経営支配権取得後の経営方針について、現経営陣に経営を委ね、議決権行使を通じて相手方の企業価値・株式価値の向上を図るなどと表明するだけで、それ以上に経営方針や事業計画は具体的に明らかにせず、相手方株式の非公開化（二段階買収）は考えていないことも表明し、相手方に対しては具体的な事業計画の開示、東機不動産株式会社における固定資産譲渡、相手方における希望退職者の募集についての質問に対する回答を要請していた」という点が本文中の以下において引用する箇所における「諸点」に含まれると考えられる。
- 18) 「相手方株式の株価は、平成30年12月28日終値で369円、令和元年12月30日終値で370円、令和2年12月30日終値で257円と推移し、令和3年1月以降も、同年3月末頃までは、概ね300円台で推移していたが、その後、徐々に上昇して、同年6月30日終値で749円となり、原告人らが同年7月20日付け大量保有報告書を提出・公表した後の同月下旬から同年8月は、1000円前後で推移した（同月31日終値で1033円）ところ、同年9月に入ると、株価は、連日ストップ高となるなど急騰し、同月10日には、高値で3720円を付けるに至った。「しかし、翌営業日の令和3年9月13日からは、相手方株式の株価は、連日ストップ安を続け、同月15日の終値は、1635円となった」。本高裁決定が一部付加訂正した上で引用する本地裁決定「別紙2認定事実」9参照。
- 19) 「相手方の議決権を行使することができる株主のうち、原告人ら及びその関係者並びに相手方の取締役及びその関係者以外の出席した当該株主（以下『本件非利害関係出席株主』という。）」とされている。本高裁決定が一部付加訂正した上で引用する本地裁決定「理由」第3の2（1）イ（ウ）参照。
- 20) ①と②との間には、理由と結論との関係性を表す接続詞は用いられてはいない。また、①の直前の「以上の諸点」が①および②の理由に当たる箇所であるともいえるかもしれない。したがって、①が②の唯一の理由に当たる箇所であると断言しえない。  
もっとも、「以上の諸点」は①と同様の記述を含むものである。第一節において

引用した「前記で述べた」などを参照。しかも、「以上の諸点」に含まれると考えられるとして前掲（注17）において引用した箇所は直接的には（②よりは）①を導出するものであると整理しやすいように思われる。実際、田中・前掲（注5）6頁～7頁は、前掲（注17）において引用した箇所において挙げられている事実の大部分に着目して、「本件では、強圧性ゆえに」相手方「株主が望まぬ株式売却を強いられ」と述べる。

以上からすれば、①が②の（少なくとも）主たる理由に当たる箇所であるとは言えるように思われる。

- 21) 強圧性があることは問題視されるべきである、ということ（暗黙の）前提としてはいないのであれば、強圧性を受ける相手方株主のみ、すなわち、問題視されることはない強圧性がある本件市場買い集めを行っている原告人らを除いて相手方株主のみの意思確認を行うことは不合理である、ということになるように思われる。
- 22) ①を理由として②のとおり結論づけるに際しては、その他にも（暗黙の）前提が存在していると思われる。具体的には、後掲（注30）および（注36）ならびにそれらに対応する本文参照。
- 23) 田中・前掲（注5）6頁参照。ただし、鈴木一功「TOB と市場買付けの『強圧性』に関する考察」MARR327号（2022年）は、「ターゲット企業（東京機械）の株主が、買手（アジアインベストメント等）による株式保有比率引き上げによる経営権取得後の株価下落の可能性を織り込んで、株価が下落を始めた結果、自己の保有株式を性急に安値で売ることが余儀なくされたというエビデンスは、少なくとも確認されない」と述べる。
- 24) なお、田中・前掲（注5）6頁は、市場買集めの問題点として本文において引用したもの以外にも、第一に、「株主が、買付者が経営支配権を取得することの是非について判断する機会を与えられないまま、経営支配権の取得が実現してしまうおそれがあること」、第二に、「対象会社の株主は、買付けに応じるか否かを判断するための情報や検討機会を与えられることはないし、他の株主と平等な条件で保有株式を買い取られる（それにより、いわゆる支配権プレミアムの平等分配を受ける）機会が保障されることもない」ことを挙げられている。なお、これらの点は第四章・第五章において検討する予定である。
- 25) 田中・前掲（注5）6頁、13頁（注13）参照。なお、第二に、「株主が支配権プレミアムを得られなくなるために、事前の株式投資のインセンティブが阻害される」という問題も挙げている（この点については第四章・第五章において検討する予定である）。また、この論者は、本文において引用した箇所に引き続き、「会社法を含む企業法の設計は、効率性（社会全体に生じる便益と費用の差〔ネットの便益〕をなるべく大きくすること）を基準にして行うべきである」とも述べる。
- 26) ただし、黒沼悦郎「公開買付規制の理論問題と政策問題」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣、2013年）546頁は、「市場取引の際の株主の売り急ぎを市場外買付けの強圧性と同列に論じることはできないし、強圧性の解消によって非効率な買収を阻止する必要もない」と述べる。



市場内取引による敵対的買収に対する有事導入防衛策の発動に係る  
MoM 要件による株主意思確認総会決議についての検討（1）

- 27) 具体的には、「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、「会社の企業価値のき損のリスクを回避し、また、市場内買付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、第一節において引用した箇所と、「もしも株主が、当該買付者が経営支配権を取得すると対象会社の企業価値が減少すると考える場合には、そのような対象会社の少数派株主にとどまるよりは、市場買集めが行われている（そのため、通常、需給を反映して株価が高騰している）間に、いちはやく株式市場で保有株式を売却するという行動をとりがちになると考えられる」という、前掲（注24）に対応する本文において引用した田中・前掲（注5）6頁とが類似している。
- 28) ただし、田中・前掲（注6）44頁（注64）は、「強圧性は」「十分な情報や時間」が確保できない場合に限って生じるわけではない」と述べる。
- 29) (b)による対処が必要である、と考えていないのであれば、強圧性を受ける相手方株主のみ、すなわち、強圧性がある本件市場買集めを行っている原告人らを除いて相手方株主のみの意思確認を行うことは不合理である、ということになるように思われる。
- 30) この点も、一（一）において前述したのと同様に、①を理由として②という結論を導出するに際しての（暗黙の）前提であると言えよう。前掲（注22）参照。
- 31) 田中・前掲（注5）8頁～9頁参照。飯田・前掲（注7）8頁～11頁が引用されている。
- 32) 他方で、田中・前掲（注5）10頁は、「市場買集めと異なり、公開買付けの場合は、別途買付けの禁止規定（金商法27条の5）により、買付者が基準日までに対象会社の株式を買い増し、対抗措置の発動議案の成立を困難ならしめることはできなくなっている。それゆえ」前掲（注31）に対応する本文において引用したとおり「対象会社の株主は、対抗措置の発動議案への議決権の行使という形で、強圧性をこうむらない状況で、買付者による大規模買付けの是非について判断をすることができると述べる。
- 33) 田中・前掲（注5）9頁～10頁参照。なお、同4頁における定義からすれば、この「MoM 決議」と本件「MoM 要件をもって」する「本件対抗措置の発動に関する承認議案を可決する決議」（第一節③参照）とは互換的に用いることになる。
- 34) 原告人らを含む株主の意思確認により対抗措置発動議案が否決された場合に会社法831条1項3号により対処しうる可能性はあるかもしれない。しかし、新株予約権無償割当てを行うにあたり会社法により株主総会を経ることが求められているわけではないし、可決されたのではなく否決された場合であるから、同号により対処しうるかどうかは疑わしい。
- 35) この点について、本高裁決定は、「利益侵害を受けるおそれのある株主の判断が株主総会の決議によって示される場合、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在せず、又は虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵があること（平成19年最決参照）につき、特

定の株主が主張疎明した場合には、たとえ、新株予約権無償割当て等が、会社の企業価値のき損ひいは株主の共同利益が害されることを防止することを主要な目的としてされたものであったとしても、『著しく不公正な方法』によるものと解するのが相当である」とし、「そして、上記の重大な瑕疵の有無は、株主総会において、株主の一部につき議決権の行使が制限されている場合、当該株主総会の性質、目的、制限を受けた株主の持株比率、そのような制限がされた趣旨、当該株主総会においてとられた手続や議論の具体的状況、議案の賛成率等を踏まえて、会社法308条1項本文（一株一議決権の原則）、309条1項（普通決議の決議要件）の各規定の趣旨に反するか否かを検討して判断するのが相当である」と述べている。

- 36) 前掲（注22）参照。
- 37) 東京高決令和3年4月23日資料版商事法務446号154頁が引用されている。
- 38) 田中・前掲（注5）9頁～10頁参照。なお、第三章第二節においては、この指摘を踏まえて当該先行評釈の検討を行う予定である。
- 39) 強圧性があることに対処する方法であるといえる理由の詳細については、田中・前掲（注5）9頁～10頁参照。
- 40) そもそも本高裁決定は、「会社法247条2号の『著しく不公正な方法』とは、その方法に具体的な法令違反等がない場合でも、取締役等が不当な目的を達成する手段として新株予約権無償割当て等が行われる場合をいい、取締役等が会社に対する経営支配権を維持し、又は自己に有利に経営支配関係を変動させること（以下「経営支配権の維持等」という。）を主要な目的として、新株予約権無償割当て等を行う場合はこれに該当するものと解される。そして、新株予約権無償割当て等の結果、特定の株主の経営支配権（持株比率）を相当程度低下させ、他方で、取締役等の経営支配権の維持等に寄与する場合、原則として、その主要な目的は、取締役等の会社の経営支配権の維持等にあるものと判断すべきである」と述べる。詳細については、後掲（注57）参照。
- 41) ただし、田中・前掲（注5）11頁は、「本件議案の決議について、法定の株主総会決議に適用されるルール（一株一議決権の原則等）が、すべて当然に適用されると解する理由はないというべきである」と述べる。
- 42) 「そうすると」という接続詞に鑑みれば③という結論の理由にあたと推測される①および②と③中の「上記のような趣旨に照らして」という文言との関係性は必ずしも明らかではない。

もっとも、本件は抗告人らなど「株主の一部につき議決権の行使が制限されている場合」（前掲（注35）参照）であり、そのことからすると、③中の「上記のような趣旨」というのは、「そのような制限がされた趣旨」（同注参照）に対応するものであると整理しえよう。そして、「そのような制限がされた趣旨」とは、具体的には、「相手方の株主意思の確認が求められるのは、抗告人らによる本件の大量買集めによって強い強圧性にさらされ、その利益が損なわれる可能性がある抗告人ら以外の相手方の株主に対して、そのようなリスクを許容し得るか否かを問う」という相手方の「株主意思の確認が求められる」趣旨（本高裁決定「理由」第2の2（3）



市場内取引による敵対的買収に対する有事導入防衛策の発動に係る  
MoM 要件による株主意思確認総会決議についての検討（１）

- （相手方の抗告理由に対する反論の要旨）ア参照）を意味していると整理しえようか。もしそうだとすれば、①および②と③中の「上記のような趣旨に照らして」という文言とは、いずれも、被告人らを除く相手方株主が強圧性を受ける者であるということに着目したものであるといえそうであるから（①および②については第一款第一項などを参照）、その内容において重複しているといえるかもしれない。
- 43) この株主が、「本件非利害関係出席株主」とされていることについては、前掲（注19）参照。
- 44) また、前掲（注42）において整理したとおりの意味での、そして、①および②との関係性での「上記のような趣旨に照らしても」、(ii)をも念頭に置いたものである③という結論を導出することは直ちにはできないように思われる。
- 45) 以上の点については、第三章第一節第二款において引用・整理するとおり述べていることから裏付けられよう。なお、同款においてはさらなる（暗黙の）前提を明らかにすることを試みる。
- 46) ①を理由として②という結論を導出するに際しての（暗黙の）前提であると位置づけられる（前掲（注22）参照）、抗告人らを除く相手方株主のみの意思確認を行うことによって強圧性があることに対処する必要があることについては、第一款第二項二（二）(2)において引用した先行評釈により説明しうる、と一応はいえるかもしれない。他方で、引用した先行評釈においては、抗告人ら以外の相手方株主には、除かれなければ（その保有する議決権〔の全て〕を制限しなければ）不合理であるとされることとなる者は存在しない、と本高裁決定が考えている（として、その）理由は明らかにされていない（なお、先行評釈の論者は、そのような者が存在する、と考えているように思われる。第二項参照）。そこで、本稿は、本文においてその理由を明らかにすることを試みた。
- 47) 田中・前掲（注5）11頁参照。なお、この指摘には脚注が付されている。同・16頁（注45）参照。当該脚注においては、「取締役の有する議決権を除外することについては、取締役も株式を保有する以上、株主としての利益を有しているということ」「から必ずしも除外する必要はないという見解も成り立つと考える」という指摘がなされている。もっとも、「対象会社の独立委員会および取締役会の自主的な判断によって、取締役とその関係者を除いた利害関係のない出席株主の議決権の過半数の賛成を得ることを対抗措置の発動の条件とすることは、取締役の地位保全の動機等から恣意的な対抗措置発動がされることを防ぐことにもつながり、より適切であるといえよう」ともされている。なお、「取締役も株式を保有する以上、株主としての利益を有しているということ」に着目するのであれば、抗告人らも相手方「株式を保有する以上、株主としての利益を有しているということ」に着目すべきであるということになるとしたら、抗告人ら「の有する議決権を」「必ずしも除外する必要はないという見解も成り立つ」ことになりそうである。そして、もしそのような見解に依拠すれば、②のとおり結論づけること自体が妥当ではない、ということになりそうである。この点については第五章において検討する。

また、以上において引用しなかった箇所についても、第四章において引用・検討する。

- 48) 田中・前掲(注5) 11頁参照。
- 49) もっとも、一において引用した先行評釈においては、本文において述べたように考えられているかどうかは明らかではない。この点については、第三章参照。
- 50) この点については、第三章第一節第三款二、第四章などを参照。
- 51) 本件株主意思確認総会に係る基準日における議決権の数の総数8万6668個に対して、相手方の取締役およびその関係者の議決権の数は148個にすぎなかった。本高裁決定が一部付加訂正した上で引用する本地裁決定「別紙2 認定事実」8(3)参照。
- 52) なお、この点についての検討結果次第では、買収対象会社の取締役のみならず、それ以外の対象会社株主にも除くことが適切である者が存在する、ということになりうる(第三章第二節以下参照)。そのことに鑑みれば、実務的な意義がさらにあるといえよう。