

株主意思確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての検討（１）

伊 藤 吉 洋

目 次

- 一 本稿の概要
- 二 MoM 要件によらない株主意思確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性（先行評釈類において特定された株主の意思を尊重した場合など）についての検討
 - (一) 検討の前提
 - (二) 株主の当初の意思が変化しないとして、その意思を尊重した場合
 - (三) 株主の当初の意思を尊重しない場合（効率性の観点から問題があることに着目した場合）
 - (四) 株主の当初の意思が変化することがありうるとして、変化後の意思を尊重した場合など
 - (五) 損害軽減措置との関係性と制約することを合理化しうる期間
 - (六) 小 括
- 三 株主の意思を尊重した相当性審査の運用上の課題
 - (一) 序 論
 - (二) 先行評釈類の再整理
 - (三) 株主の意思を尊重した相当性審査の運用上の課題（その１） （以上本号）

一 本稿の概要

本稿は、前稿¹⁾に引き続き、取締役会決議のみならず株主意思確認総会における決議を経た敵対的買収防衛策（対応方針とそれに基づく対抗措置）の内容の相当性が主要な争点とされ、しかも当該防衛策の発動（差別的行使条件および取得条項付新株予約権の無償割当て）を留保または中止する条件（以下、併せて「留保条件」という）による臨時株主総会招集請求権に対する制約が当該相当性に係る具体的な争点となった最近の二つの事件に係る裁判例（東京機械製作所事件各決定および三ツ星事件各決定）とそれらに係る先行評釈類の一部について検討

株主意思確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての検討（１）
を行うものである。

具体的には、二において、MoM 要件によらない株主意思確認総会においてある株主の意思が示されたと考えた場合に、その意思を尊重したとしたり、（東京機械製作所事件および三ツ星事件において存在していたような）臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件（請求権を行使しないという誓約）を合理化しうるか、関連して、損害軽減措置が用意されていることを重視すべきであるかなどについて検討する。また、三においては、先行評釈類のようにそのような株主の意思が示されたと特定し、（一定の基準による裁判所の追加的審査を併用しながら）当該株主の意思を尊重して、当該留保条件を含む敵対的買収防衛策の内容の相当性が認められるかどうかを判断する審査方法には、運用上の課題があることについて明らかにする。加えて、四以下においては、敵対的買収防衛策の内容の相当性については、株主意思確認総会において株主の判断がなされていたといえるとしても（株主の意思が示されていたといえるとしても）、その判断（意思）を尊重するのではなく、一定の基準によって裁判所自らが審査するという方法（前々稿²⁾三（一）（１）参照）などについて検討する。

なお、東京機械製作所事件各決定、三ツ星事件各決定およびそれらの事件に係る先行評釈類については、前々稿において整理している。また、本稿において用いる語句などの定義や、本稿の問題意識、検討にあたっての前提などについても、同稿に記載している。

二 MoM 要件によらない株主意思確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性（先行評釈類において特定された株主の意思を尊重した場合など）についての検討

（一）検討の前提

前稿においては、東京機械製作所事件におけるように MoM 要件による株主意思確認総会において示された、と同事件に係る先行評釈類の論者³⁾が特定している株主の意思（「買収者が大規模買付行為等を行うことによって、対象会社の経営支配権を取得する現実的可能性を生じさせることは、一般的に防止する必要があ

る」という意思)を尊重した場合に、(同事件における)臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件(請求権を行使しないという誓約)を合理化しうるか、関連して、損害軽減措置が用意されていることを重視すべきであるかなどについて検討した。

なお、(公開買付けによるものを含む)今後大規模買付行為等を実施することを制約する留保条件も(6か月間の)臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件も、(MoM要件による)株主意思確認総会における対抗措置の発動に係る承認議案において明らかにされていた条件であったという場合において、前述した株主の意思を尊重して前者の条件を合理化しうるかどうかを判断する、という枠組みによるのであれば、同様に当該株主の意思を尊重して後者の条件を合理化しうるかどうかをも判断する、という枠組みによるのが自然であるように思われる⁴⁾。そこで、前稿においては、当該株主の意思を実際に尊重したとすれば、後者の条件をも合理化しうるかどうかについて検討したところである。

以下においては、同様にいずれの留保条件も明らかにされていた条件であったという場合において⁵⁾、(三ツ星事件におけるように)MoM要件によらない株主意思確認総会において前述した株主の意思と同様の意思が示されたと考えたときに⁶⁾、その意思を尊重したとしたら、(東京機械製作所事件および三ツ星事件において存在していたような)(一定の期間の⁷⁾臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件(請求権を行使しないという誓約)を合理化しうるか、関連して、損害軽減措置が用意されていることを重視すべきであるかなどについて検討する。

また、検討にあたっては、当該株主の意思を「株主の当初の意思」ということとする。その後に示される意思(「株主の変化後の意思」)(四)参照と区別するためである。また、MoM要件によらない株主意思確認総会において対抗措置の発動に係る承認議案が可決された場合の「株主の当初の意思」というのは、当該議案について(株主でもある)買収者も(反対の)議決権行使をしていたことからすれば、(出席)株主の総体的意思⁸⁾(以下、「株主総体の当初の意思」ということもある)であるといえる。その点において、MoM要件による株主意思確認総会において対抗措置の発動に係る承認議案が可決された東京機械製作所事

株主意思確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての検討（１）

件のように買収者（である ADC ら）および買収対象会社（である TKS）の取締役を除く出席株主（前稿においては、便宜的に「一般株主」とした⁹⁾）の意思（「一般株主の（当初の）意思」とは異なる。ただし、MoM 要件によらない株主意思確認総会において対抗措置の発動に係る承認議案が可決されたとしたら、それは株主でもある買収者による反対の議決権数を上回る数の賛成の議決権が一般株主（ただし〔株主でもある〕買収対象会社の取締役を含む）によって行使されたからであるということに鑑みれば、「株主総体の当初の意思」は当該「一般株主の（当初の）意思」によって支えられたものである、ともいえよう。以下においては、そのような各意思の差異を踏まえて検討を行う。

（二）株主の当初の意思が変化しないとして、その意思を尊重した場合

（１）一見すれば合理化しえない

（公開買付けによるものを含む）今後大規模買付行為等をすることを制約する留保条件が遵守されていれば、「大規模買付行為等を行うこと」はできない状況にすでに至らしめられているように見える。つまり、当該留保条件の存在によって、「買収者が大規模買付行為等を行うことによって、対象会社の経営支配権を取得する現実的可能性を生じさせることは、一般的に防止」されているように見えるのである¹⁰⁾。したがって、そのような「可能性を生じさせることは、一般的に防止する必要がある」という「株主の当初の意思」に合致した状況が一見すれば確保されているようにも思われる。このことからすれば、そのような可能性を生じさせることを防止するために、（公開買付けによるものを含む）今後大規模買付行為等をすることを制約する留保条件のみならず、それに加えて、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を遵守させる必要はないようにも思われる。つまりは、当該「株主の当初の意思」を尊重しても、当該（後者の）条件を合理化しえないようにも思われるのである。

（２）対応方針を変更することが可能であることを踏まえても合理化しえない

しかも、ここ（本稿二）での検討対象は、東京機械製作所事件における株主意思確認総会とは異なり、MoM 要件によらない株主意思確認総会において対

抗措置の発動に係る承認議案が可決された場合である。買取者が対象会社の株式を少しでも保有している場合には（MoM 要件による株主意思確認総会の場合と比較して¹¹⁾）MoM 要件によらない株主意思確認総会の場合のほうが対抗措置の発動に係る承認議案が可決される可能性が低いであろうにもかかわらず、そのように当該承認議案が可決されたのであれば、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件が存在しなくとも、（以下において述べるように対応方針が変更されてしまうことによって）大規模買付行為等が行われる可能性が生じることはないと思はれる（ただし（四）参照）ように思われる。その理由は以下のとおりである。

まず、もし臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件が存在していなければ、買取者は、対抗措置の発動に係る承認議案が可決された後に（〔公開買付けによるものを含む〕今後大規模買付行為等を実施することを制約する留保条件などを遵守しているがゆえに、対抗措置の発動が留保または中止されている状況で）、臨時株主総会招集請求権を行使し、取締役選解任議案を提案し、（当該議案に係る「委任状勧誘戦を行い」、）自身が賛成の議決権行使をすることによって「取締役の過半数を自己を支持する者に交替させること等により」「本件対応方針を変更」しようとするかもしれない¹²⁾。なぜならば、実際に変更してしまえば、（公開買付けによるものも含む）今後大規模買付行為等をするを制約する留保条件について定めている対抗措置もその根拠を失うこととなるであろう。その結果として、買取者は大規模買付行為等をするを制約されなくなるからである。

しかし、（一）において前述した「株主の当初の意思」が変化しないということ为前提にする限りにおいて（ただし（四）参照）、そのように買取者が大規模買付行為等をするを制約されなくなるという状況は、当該「株主の当初の意思」とは合致しない状況である。したがって、取締役選解任議案は否決されることになるであろう¹³⁾。つまりは、（公開買付けによるものも含む）今後大規模買付行為等をするを制約する留保条件を遵守させさえすれば¹⁴⁾、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を遵守させなくとも、「大規模買付行為等を行うこと」ができない状況にやはり（（1）参照）至らしめられるのである。

株主意確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての検討（１）

ひいては、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件が存在していなくても、（公開買付けによるものを含む）今後大規模買付行為等をするを制約する留保条件の存在のみによって、「買収者が大規模買付行為等を行うことによって、対象会社の経営支配権を取得する現実的可能性を生じさせることは、一般的に防止」されることになるように思われるのである。そうであれば、そのような「可能性を生じさせることは、一般的に防止する必要がある」という「株主の当初の意思」に合致する状況が依然として確保される（合致しない状況には至らない）ことになろう。

以上からすれば、「株主の当初の意思」を尊重したとしても、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件（請求権を行使しないという誓約）を合理化することはやはりできないように思われる。

（三）株主の当初の意思を尊重しない場合（効率性の観点から問題があることに着目する場合）

（二）において検討したのは、（一）において前述した「株主の当初の意思」を尊重したとすれば、（公開買付けを含む）大規模買付行為等をするを制約する留保条件のみならず、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を合理化しうるかどうかについてである。他方で、（一）において前述したのとは異なり、実際に先行評釈類の論者がそうであったように¹⁵⁾臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を合理化しうるかどうかについて検討するにあたって株主の意思を尊重するのではなく、買収者が「効率性の観点から」の「問題がある」市場買集めによる買収方法¹⁶⁾（東京機械製作所事件各決定において問題視された方法）によって大規模買付行為を実施（再開）できるようになりかねないかどうかという点に着目したとしたらどうであろうか。着目したとしても、前稿四において述べたこととは異なり、当該留保条件を合理化することはできないであろう。なぜならば、（二）において述べたとおり、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件が存在しないとしても、買収者はそのような大規模買付行為を実施（再開）できるようにはならないからである。

(四) 株主の当初の意思が変化することがありうるとして、変化後の意思を尊重した場合など

(1) 株主の変化後の意思を尊重すべきであると考える場合

(二) において検討したのは、「株主の当初の意思」を尊重したとすれば、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を合理化しうるかどうかについてである(また、(三)において検討したのは、当該留保条件が存在しなければ、「効率性の観点から」の「問題がある」市場買集めによる買収方法によって大規模買付行為を実施(再開)できるようになりかねないことに鑑みて、当該留保条件を合理化しうるかどうかについてである)。他方で、「株主の当初の意思」ではなく、「株主の変化後の意思」を尊重すべきであるとして、実際に尊重した場合には、どうであろうか。この場合も、「株主の当初の意思」を尊重した場合と同様に、合理化しえないように思われる。なぜならば、「株主の変化後の意思」を尊重すべきであるとすれば、まずは「株主の当初の意思」が変化したかどうかを確認する必要があるところ、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件は、確認することを妨げることになるであろうからである。

(2) そもそも株主の当初の意思が変化することはありうるのかなど

もっとも、「株主の当初の意思」が変化することが実際にありえないというのであれば、「株主の当初の意思」が変化したかどうかを確認する必要もないであろうし、ひいては、確認することを妨げるとして臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を問題視する必要もないかもしれない。したがって、そのように問題視するのであれば、「株主の当初の意思」が変化することが実際にありうるということが前提となる。

この点については、前稿において述べたとおり、(一)において前述した「買収者が大規模買付行為等を行うことによって、対象会社の経営支配権を取得する現実的可能性を生じさせることは、一般的に防止する必要がある」という株主の意思が「株主の当初の意思」であるとして、同時にその意思が買収者が対象会社「『の経営支配権を取得すること』が、『会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることとなり、それを防止するために本件対抗措

株主意思確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての検討（１）

置を発動する必要がある』』という意思でもあったとして（前稿五（二）参照¹⁷⁾、それらの意思が実質的には、前稿において東京機械製作所事件に係る先行評釈類が挙げていた事項と同様の事項を考慮して示された、と仮に考えるのであれば、当該「株主の当初の意思」が変化する可能性があるのは、それらの事項に係る状況ではなくなったと株主が考え始めた場合である、ということになる。それらの事項とは、具体的には、同事件における株主意思確認総会に「対抗措置発動を提案した TKS 取締役会」が「株主に対し本件議案に賛成するように求め」た際に、その理由として挙げていた以下の事項である。すなわち、「ADC らが」①「情報」や②「時間」「を与えないこと」や、③「『買付方法の強圧性』」、④「ADC の内部管理体制に重大な懸念があること」、⑤「ADC は継続企業の前提に重要な疑義が存在し」、⑥「資金の調達経路も不透明であること」、⑦「TKS の従業員や取引先（売上高の九割を占める新聞各社）が ADC からの株式買集めに対して反対や懸念を表明していること」である（前稿五（二）参照¹⁸⁾）。

例えば、①に関連して、買収者が（対抗措置の発動に係る承認議案が可決される前に提供した情報より多くの）情報を追加提供したり、③に関連して、市場買集めを実施することを止め¹⁹⁾、今後は強圧性がない買付方法（公開買付けを一段階目とする方法）によって買収を進めるという予告がなされる場合がありえよう。もしそうだとすれば、（全ての状況がそうなるわけでもなく、短期間でそうなるわけではないにせよ〔(3) (ウ) 参照〕、）①ないし⑦に係る状況ではなくなり、その結果として、「株主の当初の意思」が変化することは実際にありうるといえるかもしれない²⁰⁾。

(3) 一般株主の（一部の）当初の意思の変化を考慮した場合

(ア) 一般株主の一部の当初の意思の変化を考慮した場合（その１）

とはいえ、（一）において前述したとおり、MoM 要件によらない株主意思確認総会において対抗措置の発動に係る承認議案が可決された場合の「株主の当初の意思」というのは、（出席）株主の総体的意思であるといえる。そして、当該「株主の当初の意思」が変化することが実際にありうるとして、実際に変

化したかどうかを確認したところ変化していて、その結果として、取締役選解任議案が可決されたとしても、それは「一般株主」のうち（その過半数には至らない）一部の当初の意思が変化し、株主でもある買収者による賛成の議決権数と併せて賛成の議決権数が過半数に至ったからであるにすぎない、ということはあるであろう。つまり、（ここ〔本稿二〕では MoM 要件によらない株主意思確認総会において対抗措置の発動に係る承認議案が可決された場合について検討しているところであるが、取締役選解任議案について MoM 要件〔によることはそもそもできないものの²¹⁾、それ〕を満たしたかどうかに着目するとしたら）MoM 要件を満たすほどには（一般株主全体でみれば）「一般株主の当初の意思」は変化していないと評価しうる場合もありえよう。そうであるにもかかわらず、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件が存在しなければ、結果的に、買収者が大規模買付行為等をするを制約されなくなる、という状況に至ることになる（（二）（2）参照）。そのような状況は、「一般株主の当初の意思」にも、それによって支えられた「株主総体の当初の意思」にも合致しない、といえよう。

しかし、そうだとした場合、「株主総体の変化後の意思」には合致しているのである。そのことを重視すべきであると考えるのであれば、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件はそのように「株主総体の当初の意思」が変化したかどうかを確認することを妨げるものであるから合理化しえないように思われる。

（イ）一般株主の一部の当初の意思の変化を考慮した場合（その2）

（ア）において前述したのは、「株主総体の変化後の意思」を尊重すべきであり（（1）参照）、さらには MoM 要件を満たすほどには（一般株主全体でみれば）「一般株主の当初の意思」は変化していないと評価しうる場合であっても、買収者が大規模買付行為等をするを制約されなくなるという状況に至ることが「株主総体の変化後の意思」には合致しているということを重視すべきである、と考えるのであれば、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を合理化しえない、ということである。他方で、「一般株主の当初の意思」を尊重すべきであり、さらには MoM 要件を満たすほどには（一般株主全体でみれば）

株主意確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての検討（１）

「一般株主の当初の意思」は変化していないと評価しうる場合には、買収者が大規模買付行為等をするを制約されなくなるという状況に至ることが「一般株主の当初の意思」に合致していないということを重視すべきである、と考えるのであれば、当該留保条件を合理化しうる、ということになるように思われる。すなわち、そもそも「株主総体の当初の意思」が実際に変化したかどうかを確認したからこそそのような状況に至ってしまったのであるから、確認することを妨げるべきであるとして、実際に妨げることとなる（妨げることが可能となる）臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を合理化しうる、ということになろう。

しかし、以上は、確認したところ MoM 要件を満たすほどには（一般株主全体でみれば）「一般株主の当初の意思」は変化していないと評価しうる場合を念頭に置いた検討結果であるにすぎない。確認したところ MoM 要件を満たすほどに（一般株主全体でみても）「一般株主の当初の意思」が変化していると評価しうる場合もありえよう。その場合があることを踏まえれば、まずは一般株主の意思が変化したかどうかを確認する必要があるということになるようにも思われる。また、実際に確認したところ、確かに、MoM 要件を満たすほどには（一般株主全体でみれば）「一般株主の当初の意思」は変化していなかったという場合もあるかもしれないが、一般株主の一部の意思が変化していたときにはその結果として至るであろう事態（買収者が大規模買付行為等をするを制約されなくなるという事態）に対処しうる制度²²⁾が用意されているのであれば、その事態に至るであろうことを問題視する必要はない、ということになろう。もしそうだとすれば、確認することを妨げることとなる臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件をやはり合理化しえない、ということになる。

（ウ）一般株主の一部の当初の意思の変化を考慮した場合（その３）

他方で、そもそも（一般株主の一部の意思が変化し、それが株主でもある買収者の賛成の議決権数〔取締役選解任議案に対するもの〕と併せて示されることとなった）「株主総体の変化後の意思」（(ア)参照）または（一般株主の一部の意思が変化したにとどまらず、一般株主によって MoM 要件を満たすほどの賛成の議決権行使〔同

上]がなされたことによって示された)「一般株主の変化後の意思」((イ)参照)を尊重するのではなく、(株主でもある買収者による反対の議決権数を上回る数の賛成の議決権[対抗措置の発動に係る承認議案に対するもの]が一般株主によって行使されることによって示された)「一般株主(総体)の当初の意思」によって支えられた((一)および(ア)参照)「株主総体の当初の意思」を尊重すべきであるという場合がないわけではないように思われる。

すなわち、⑦に関連して(東京機械製作所事件においてそうであったように〔前稿五(三)(2)(イ)参照〕、)三ツ星事件においても、社員総代会が(対抗措置の発動に係る承認議案と併せて付議された)Xの定時株主総会での株主提案(取締役選任議案)「については、容認をすることができず、これに対し断固反対することを」表明していた。しかも、その声明においては、(東京機械製作所事件におけるのと同様に〔同参照〕)「会社の中長期的な成長が阻害され、自らの利益のみを追求するのではないか、結果として、我々労働者の雇用の維持・労働条件にも多大な悪影響を与えるのではないか、せつかく会社一丸で同じ方向に進もうとしていることに水を差されるのではないかという不安もあります」という記載などがなされていた²³⁾。もし一般株主の多くがそのことに着目したのであれば、前稿五(三)(2)(イ)において述べたのと同様に、依然として当該「一般株主(総体)の当初の意思」を尊重すべきである、ということになるように思われる。そして、そのような「一般株主(総体)の当初の意思」によって支えられた「株主総体の当初の意思」を尊重すべきである、ということになるように思われる。ひいては、そのような「株主総体の当初の意思」が変化したかどうかを確認することを妨げることとなる臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を合理化しえない、ということには必ずしもならないであろう。むしろ、そのような「株主総体の当初の意思」を尊重すれば、(①や)③に係る状況ではなくなることによって「株主総体の当初の意思」が変化したことを確認することをあえて妨げることとなる当該留保条件を合理化しうる、ということになる可能性がなおあるのではないだろうか。

株主意確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての検討（1）

（五）損害軽減措置との関係性と制約することを合理化しうる期間

前々稿において引用したとおり、「裁判所は、相当性の判断要素として、①買収者に損害を回避する余地が残されているか（損害回避可能性）、②買収者に生じる損害を軽減する措置が講じられているか（損害軽減措置）」など「を考慮している」と述べる見解がある（前々稿一（二）（1）参照）。本稿の以上において述べてきたのは、それを遵守することによって対抗措置の発動がなされることが留保されることとなる条件についてであるから、①に係るものであると整理しうる。

（1）損害軽減措置との関係性

そのような留保条件のうちの一つである臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件について（四）（3）（ア）および（イ）において前述したとおり当該留保条件を合理化しえないとすれば、①について問題視されることになる。ひいては、対抗措置の内容の相当性が認められない、ということになるであろう²⁴。そうだとすれば、②について別途考慮するべきであるかはそもそも問題にならない。つまりは、損害軽減措置が用意されているかどうかは問題にならない²⁵。

他方で、（四）（3）（ウ）において前述したとおり、当該留保条件を合理化しうるとすれば、その結果として、②についてはそもそも考慮すべきではない（損害軽減措置が用意されていなくても、それを問題視すべきではない）という結論が導出されるように思われる。その理由については、前稿六において述べたのと同様である²⁶。

（2）制約することを合理化しうる期間

臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件によってどのくらいの期間まで制約することを合理化しうるであろうか。まず、（四）（3）（ア）および（イ）において前述したとおり、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を合理化しえないとすれば、①について問題視されることになり、ひいては、対抗措置の内容の相当性は認められない、ということになるであろう、ということについては、（1）において前述したとおりである。そうだとすれば、そもそも

当該留保条件によってどのくらいの期間まで制約することを合理化しうるのかについては検討しても意味がない。

他方で、(四)(3)(ウ)において前述したとおり当該留保条件を合理化しうるとすれば、結論としては、前稿七において述べたのと同様に、その期間が明示されて対抗措置の発動に係る承認議案が可決された場合には、その期間がその決議日以降に開催される定時株主総会開催日までの期間内にとどまるのであれば²⁷⁾制約することを合理化しうるように思われる。

(六) 小 括

以上においては、三ツ星事件におけるように MoM 要件によらない株主意意思確認総会においてもある株主の意思 ((一) 参照) が示されたと考えた場合に、その意思を尊重したとしたら、(同事件における) 臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件 (請求権を行使しないという誓約) を合理化しうるか、関連して、損害軽減措置が用意されていることを重視すべきであるかなどについて検討した。その検討のうち合理化しうるかについて小括すれば以下のとおりとなる。

すなわち、「一般株主の当初の意思」によって支えられた「株主総体の当初の意思」を尊重するのか ((四)(3)(ウ) 参照)、「株主総体の変化後の意思」または「一般株主の変化後の意思」を尊重するのか次第で ((四)(3)(ア) および (イ) 参照)、合理化しうるかどうか (ひいては臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件が付されている敵対的買収防衛策の内容の相当性が認められるかどうか) についての結論は異なる。そして、「一般株主の当初の意思」(によって支えられた「株主総体の当初の意思」) を尊重した場合に合理化しうる、というのは前稿と同じ結論であるが、他方で、「株主総体の変化後の意思」または「一般株主の変化後の意思」を尊重した場合には合理化しえない、というのは前稿と異なる結論である。そのように前稿とは結論が異なる場合があるのは、対抗措置の発動に係る承認議案についての株主意意思確認総会が MoM 要件によるものであるのかそうでないのか、という差異があるからである。

三 株主の意思を尊重した相当性審査の運用上の課題

（一）序 論

前稿および二においては、(MoM 要件によるかかどうかという差異はあるが) 株主意思確認総会において示された、と東京機械製作所事件に係る先行評釈類の論者が特定している株主の意思（「買収者が大規模買付行為等を行うことによって、対象会社の経営支配権を取得する現実的可能性を生じさせることは、一般的に防止する必要がある」という意思）を尊重した場合に、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件（請求権を行使しないという誓約）を合理化しうるか、関連して、損害軽減措置が用意されていることを重視すべきかなどについて検討した。しかし、そのように株主の意思を特定し、（一定の基準による裁判所の追加的審査を併用しながら）当該株主の意思を尊重して、当該留保条件²⁸⁾を含む敵対的買収防衛策の内容の相当性が認められるかどうかを判断する審査方法には運用上の課題があるように思われる。

以下においては、そのように判断しようとしている先行評釈類²⁹⁾についてあらためて整理した上で（二）など、当該先行評釈類に対する疑問について述べ、そのように判断する審査方法についての運用上の課題を明らかにする（三）、（四）。

（二）先行評釈類の再整理

（1）先行評釈類の再整理（その1）

先行評釈類の論者は、「裁判所は、端的に、①対抗措置の発動の必要性和②対抗措置の内容の相当性を要件として掲げ、必要性和相当性がともに認められる場合には、当該差別的新株予約権無償割当ては、不公正発行に該当しないし、また株主平等の原則の趣旨にも反しないと判断し、逆に、いずれかの要件が充足しない場合には、当該新株予約権無償割当ては、不公正発行に該当するし、また、株主平等の原則の趣旨にも反すると判断すれば足りるのではないか」とも述べる。そして、この論者は、先行評釈類においてアメリカのデラウェア州

の裁判例を紹介するに際して、「とりわけ、デラウェア州では、敵対的な（対象会社の取締役会の賛同を得ない）株式の買付けにより、対象会社の『政策または機能に対する危険が生じたと信じる合理的な理由』がある場合（『脅威』の要件と呼ばれる）には、取締役会は、当該脅威との関係で相当な範囲で（『相当性』の要件と呼ばれる）、防衛策を行使することができるという法理（Unocal 基準）が確立している」と紹介している³⁰⁾。この紹介に基づいて「相当性」という単語を用いていることのみを鑑みれば（ただし（2）参照）、この論者は、行使される防衛策が「当該脅威との関係で相当な範囲」のものであるかどうかという観点から「②対抗措置の内容の相当性」が「認められる」かどうかを判断する、という審査方法によろうとしていると整理しうることになるように思われる。

（2）先行評釈類の再整理（その2）

もっとも、前々稿において述べたとおり、MoM 要件による株主意思確認総会において対抗措置の発動に係る承認議案が可決された東京機械製作所事件に係るこの先行評釈類の論者は、可決された際の株主の意思を特定した上で、その意思を尊重しながら（、ただし、その意思のみを尊重するのではなく、一定の基準によって裁判所自らも追加的に）審査する、という方法によって敵対的買収防衛策の内容の相当性に係る審査を行うべきであると主張している、と整理しうる。そして、同事件に係る MoM 要件による株主意思確認総会においては「買収者が大規模買付行為等を行うことによって、対象会社の経営支配権を取得する現実的可能性を生じさせることは、一般的に防止する必要がある」という株主の意思が示されたと特定している。そのように特定するに際しては³¹⁾、「TKS の利害関係のない出席株主」は、「『ADC らが TKS の経営支配権を取得すること』が、『会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることとなり、それを防止するために本件対抗措置を発動する必要があると判断した』と認めるべきである」ということ³²⁾を挙げているところである（以上、前々稿二（二）（1）、三（一）（1）（ア）、前稿二、五（二）参照）。つまりは、この論者は、「TKS の利害関係のない出席株主」は、「『ADC らが TKS の経営支配権を取得すること』が、『会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害される

株主意思確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての検討（1）

こととなり、それを防止するために本件対抗措置を発動する必要があると判断した』と認めるべきである」ということに鑑みて、同事件に係る MoM 要件による株主意思確認総会においては「買取者が大規模買付行為等を行うことによって、対象会社の経営支配権を取得する現実的可能性を生じさせることは、一般的に防止する必要がある」という株主の意思が示されたと特定しているのである。さらに、前述のとおり述べていることからすれば、「『ADC らが TKS の経営支配権を取得すること』が、『会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることとな』」るところ、それが「TKS の利害関係のない出席株主」が考えるところの「脅威」（（1）参照）であると理解している、ともいえるかもしれない。

以上をまとめると、TKS の利害関係のない出席株主がどのようなものを脅威であると考えているかを明らかにしようとし、その結果として明らかになった「『ADC らが TKS の経営支配権を取得すること』が、『会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることとな』」るという脅威に対応するために対抗措置が必要である、という判断を当該株主がしたことと鑑みて、株主の意思を特定した上で、当該株主の意思を尊重しながら（、ただし、その意思のみを尊重するのではなく、一定の基準によって裁判所自らも追加的に）審査する、という方法によって「②対抗措置の内容の相当性」が「認められる」かどうかを判断するべきであると主張している、と整理しうるかもしれない。もしそうだとすれば、この論者は、（1）において整理したように、行使しようとしている防衛策が端的に「当該脅威との関係で相当な範囲」のものであるかどうかという観点から「②対抗措置の内容の相当性」が「認められる」かどうかを判断する、という審査方法によろうとしていると整理することは難しいということになろう。

（3）先行評釈類の再整理（その3）

加えて、（2）において前述したとおり、「TKS の利害関係のない出席株主」が、「『ADC らが TKS の経営支配権を取得すること』が」「『会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることとな』」ことが「脅威」である、

と考えたとして、(しかも「それを防止するために本件対抗措置を発動する必要があると判断した」として)この論者は、そのように「TKSの利害関係のない出席株主」が考えたのは、TKSの取締役会による主張に賛同したからである、と理解しているといえるように思われる。すなわち、この論者は、同事件における株主意識確認総会に「対抗措置発動を提案したTKS取締役会は」、「ADCらが」①ないし⑦(二(四)(2)参照)を「も理由に挙げて、株主に対し本件議案に賛成するように求めていた」ことに着目して³³⁾、「TKSの利害関係のない出席株主」は、「『ADCらがTKSの経営支配権を取得すること』が、『会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることとなり、それを防止するために本件対抗措置を発動する必要があると判断した』と認めるべきである」と述べている(前稿五(三)参照)。つまり、この論者は、TKSの取締役会の主張に着目して(当該主張を起点として)、TKSの利害関係のない出席株主がどのようなものを脅威であると考えているかを明らかにして、(しかも、それに対応するために対抗措置が必要である、という判断を株主がしたとして、)それに鑑みて株主の意思を特定している(さらには、その意思を尊重するなどして「②対抗措置の内容の相当性」が「認められる」かどうかを判断する、という審査方法によつて)と整理しえようか。

(三) 株主の意思を尊重した相当性審査の運用上の課題(その1)

(1) 企業価値のき損などが脅威であると考えたと断言できるのか

確かに、「TKSの利害関係のない出席株主」が、取締役会の主張に賛同して、「『ADCらがTKSの経営支配権を取得すること』が、『会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることとな』る」ということが「脅威」である、と考えた(、しかも「それを防止するために本件対抗措置を発動する必要があると判断した」という可能性が全くない、というわけではないであろう。関連して、本件対抗措置の発動に係る承認議案(「新株予約権の無償割当ての件」³⁴⁾)においては、「当社は、大規模買付行為等に応じるか否かの判断は、最終的には株主の総体的意思に基づき行われるべきものと考えております。そのため、当

株主意確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての検討（１）

社取締役会としましては、本対応方針に定める手続を経て、株主の皆様が、大規模買付行為等の目的や内容等の詳細を検討し、その是非を判断するのに必要な時間と情報が事前に十分提供された上で、当社の企業価値・株主共同の利益に資するものとして当該大規模買付行為等の実行に同意される場合には、これを否定するものではありません」などとされていた³⁵⁾。この取締役会が付議した議案における「当社の企業価値・株主共同の利益に資する」かどうかという語句を強く意識して株主が賛成の議決権を行使した可能性が少しでもあるのであれば、同様にいえよう。

他方で、「株主はどうかというと、別にどういう理由で賛成しようと反対しようと勝手だということになっています。極端な話、この敵対的買収者の代表者の顔が気に入らないから反対するということでも別に構わないわけです。最終的に株主の多数が出した結論が企業価値の向上と株主共同の利益の保護に資するというのは、ある種のフィクションです。とはいえ、そのフィクションはまったく根拠のないものではなく、かなりの部分は合っているので、フィクションとしては成り立っています。ただ、論理的にそうでなければいけないという話ではないはずです」と述べる見解もある³⁶⁾。この見解に鑑みれば、本件対抗措置の発動に係る承認議案が可決されても、「TKS の利害関係のない出席株主」が、取締役会の主張に賛同して、『ADC らが TKS の経営支配権を取得すること』が、『会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることとな』るということが「脅威」である、と考えた（、しかも「それを防止するために本件対抗措置を発動する必要があると判断した」と断言することは少なくともできないであろう³⁷⁾。関連して、本件対抗措置の発動に係る承認議案が可決されても、「大規模買付行為等の実行」が「企業価値・株主の共同の利益に資するもの」ではないということが当該大規模買付行為等の実行に同意しないことに係る理由であった、と断言することもできないように思われる。

(2) 株主の意思を特定するにあたって着目すべきであるのは議案の内容であることなど

もっとも、(1) において前述したとおり断言することはできないとはいえ、

「そのフィクションはまったく根拠のないものではなく、かなりの部分は合っているので、フィクションとしては成り立っています」という指摘もある（(1) 参照）。その指摘のみを踏まえれば、本件対抗措置の発動に係る承認議案が可決された場合には、「TKS の利害関係のない出席株主」が取締役会の主張に賛同して（当該主張を起点として）、「『ADC らが TKS の経営支配権を取得すること』が、『会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることとな』」るということが「脅威」である、と考えたととりあえずは推測して、（しかも「それを防止するために本件対抗措置を発動する必要があると判断した」として、）それに鑑みて株主の意思を特定する（さらには、その意思を尊重するなどして「②対抗措置の内容の相当性」が「認められる」かどうかを判断する、という審査方法による）こともやむを得ない、ということになるのかもしれない。

とはいえ、そのようにやむを得ない、と実際にいうためには、株主の意思を特定するにあたって着目するのが当然であるという事柄が他には存在しないという状況か、他に存在していたとしてもその事柄に着目するより TKS の取締役会の主張（のみ）に着目すべきであるといえる状況にあることが必要であるように思われる。ところが、東京機械製作所事件においては、TKS の取締役会の主張があったとしても、それよりも着目すべきであるといえる（少なくとも着目すべきではないということとはできない）事柄は存在している。すなわち、本件対抗措置の発動に係る承認議案（「新株予約権の無償割当ての件」³⁸⁾）そのものである。というのも、事実として、当該承認議案は「TKS の利害関係のない出席株主」によって可決されている。そして、可決に際して、当該株主は、当該承認議案の内容を認識し理解した上で議決権行使をしている、と考えることを完全に否定するのは難しいように思われる³⁹⁾。さらに言えば、TKS の取締役会の主張も存在していたという事実があったとしても、株主意思確認総会における「TKS の利害関係のない出席株主」による判断の対象は、当該取締役会の主張ではなく、本件対抗措置の発動に係る承認議案であるからである。

以上からすれば、株主の意思を特定するに際しては、TKS の取締役会の主張よりも当該承認議案に着目すべきである（と考えるほかない）のではないだろ

株主意確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての検討（１）

うか。ひいては、株主の意思を特定するに際しては、TKSの取締役会の主張よりも当該承認議案の内容に鑑みるほうが妥当であるように思われる⁴⁰⁾⁴¹⁾。そして、当該承認議案の内容に鑑みて特定される意思は、(雑駁に「買収者が大規模買付行為等を行うことによって、対象会社の経営支配権を取得する現実的可能性を生じさせることは、一般的に防止する必要がある」とまとめてしまうべきものではなく、)当該承認議案が可決された結果として至ることとなる状況に実際に至ることが望ましい(至らしめることが必要である)、というものになろう⁴²⁾。

(3) 議案の内容に着目した場合に特定される株主の意思

それでは、当該承認議案が可決された結果として至ることとなる状況というのは具体的にはどのようなものであろうか。この点について、各留保条件は「② 対抗措置の内容の相当性」が「認められる」どうかを判断するに際して問題とされる具体的な内容であるところ(二(五)参照)、そのような各留保条件が遵守されることを前提にすれば⁴³⁾、以下のようになろう。

まず、東京機械製作所事件における対抗措置の発動に係る承認議案には、①「(公開買付けによるものを含む)今後大規模買付行為等を実施することを制約する留保条件」、②「6カ月以内に持株比率を32.72%以下まで減少させるという留保条件」および③「6カ月間の臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件」についての記載があった⁴⁴⁾(前々稿二(一)(2)(イ)(a)(β)参照)。そのような各留保条件が遵守されれば対抗措置が実際に発動されることはなく、その結果として至ることとなる状況は、買収者であるADCらの持株比率が閾値である32.72%まで減少した状況が(買収者がその持株を売却するなどの結果として)6か月以内に確保されつつ、同期間内は、(ADCらが臨時株主総会招集請求権を行使し、取締役選解任議案を提案し、[当該議案に係る「委任状勧誘戦を行い」、]自身が賛成の議決権行使をすることによって「取締役の過半数を自己を支持する者に交替させること等により」「本件対応方針を変更」することによって)(公開買付けによるものを含む)大規模買付行為等をすることは不可能となっている、という状況であろう⁴⁵⁾。

以上および(2)において前述したことからすれば、(そして、当該承認議案

の存在を認識し、各留保条件が遵守され、対抗措置が実際に発動されないことの結果として至ることとなる状況も含めて当該承認議案を理解していたとすれば〔ただし（四）参照〕、そのような承認議案を可決した「TKSの利害関係のない出席株主」の意思は、買収者であるADCらの持株比率を閾値である32.72%まで減少させた状況を（買収者にその持株を売却させるなどして）6か月以内に確保しつつ、同期間内は、（ADCらが臨時株主総会招集請求権を行使し、取締役選解任議案を提案し、〔当該議案に係る「委任状勧誘戦を行い」、〕自身が賛成の議決権行使をすることによって「取締役の過半数を自己を支持する者に交替させること等により」「本件対応方針を変更」することによって）（公開買付けによるものを含む）大規模買付行為等を行うことは不可能となっている、という状況に至ることが少なくとも望ましい（至らしめることが望ましい）、というものであるとはいえよう⁴⁶⁾⁴⁷⁾⁴⁸⁾

他方で、6か月経過後は、「本件対応方針を変更」することによって（公開買付けによるものを含む）大規模買付行為等を行うことが可能となっている状況に至る（詳細については、（四）（3）（エ）参照⁴⁹⁾）。そのことに鑑みれば、「TKSの利害関係のない出席株主」の意思は、そのように可能となっているという状況に至ることが望ましい（至らしめることが望ましい）というものである可能性もある、ということになろう⁵⁰⁾⁵¹⁾

（4）株主の意思を尊重した相当性審査の運用上の課題（その1）

もともと、（3）において前述したとおり株主の意思を特定することができるとしても、その意思を尊重するなどして「②対抗措置の内容の相当性」が「認められる」かどうかを判断する、という審査方法によることはそもそも妥当ではない。なぜならば、（3）においても前述したとおり「②対抗措置の内容の相当性」が「認められる」かどうかを判断するに際して問題とされる具体的な内容としては、まさに各留保条件がありうるところ、結論として「②対抗措置の内容の相当性」が「認められる」と判断するにあたり尊重しようとしている株主の意思は、承認議案に記載されていた各留保条件に鑑みて特定されたものであるからである。つまりは、各留保条件を含む対抗措置（敵対的買収防衛策）の内容の相当性が認められる、という結論を各留保条件を起点として

株主意思確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての検討（１）
導出することになってしまうからである⁵²⁾⁵³⁾。株主の意思を尊重して、当該留
保条件を含む敵対的買収防衛策の内容の相当性が認められるかどうかを判断す
る審査方法には以上のような運用上の課題があるといえる。

※本稿は、JSPS 科研費 23K01177 の助成を受けたものである。

- 1) 拙稿「MoM 要件による株主意思確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての若干の検討」法学（東北大学）86巻4号（2023年）1頁。
- 2) 拙稿「株主意思確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての整理」関西大学法学論集72巻6号（2023年）75頁。
- 3) 田中亘「防衛策と買収法制の将来〔上〕」商事法務2286号（2022年）、同「同〔下〕」同2287号（2022年）参照。当該先行評釈類に係る整理については、前々稿二（二）参照。また、その整理の概要については、前稿二参照。
- 4) 東京機械製作所事件に係る先行評釈類が、株主の意思を尊重して、（公開買付けを含む）大規模買付行為等を行うことを制約する留保条件を合理化しようとしているのに対して、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を合理化するために当該株主の意思を尊重することは（少なくとも）明示しておらず、その理由も明らかにされていないことについては、前々稿二（二）（イ）（a）参照。
- 5) 三ツ星事件においては、二つの留保条件を含む留保条件（撤回方法としての条件）のすべてが事前に明示的に定められていなかったこともあり、株主意思確認総会における対抗措置の発動に係る承認議案においては明らかにされていなかった。もっとも、それを問題視した三ツ星各決定を踏まえて、今後は事前に明示的に定められる事実が多くなることが予想される。そこで、本稿においてはそのように定められており、しかも株主意思確認総会における対抗措置の発動に係る承認議案においても明らかにされている場合を念頭に置いて検討を行う。以上を含めて、本稿における検討の前提については、前々稿三（二）参照。

ただし、そのように明らかにされている状況において、前掲（注3）に対応する本文において前述した株主の意思を尊重して留保条件を合理化しうかどうかを判断する、という枠組みによることに対しては疑問がある。詳細については、三（三）参照。

なお、同事件においては、大阪地方裁判所における同事件の審理中に買収者であるXから求釈明を受けて定められた留保条件が、株主意思確認総会開催日の2日前に三ツ星株式会社HPにて明らかにされたようである。2022年6月22日付株式会社三ツ星「当社株式の大規模買付行為等への対応方針に基づき非適格者と認定した個人乃至法人に対する質問状送付及び一部回答書を受領、並びに大規模買付行為等の撤回方法に関する書面送付のお知らせ」参照。

- 6) ただし、三ツ星地裁保全異議審決定は、「Y社の経営支配権をX関係者らが取得

する現実的可能性を一般的に防止する必要があるか否かについてのものとはいえないと述べている。前々稿二（三）（3）（ア）（a）参照。

なお、三ツ星高裁決定は、「本件株主意思確認総会は、Y社の現経営陣と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を問うものになっていたといえる」と述べている。前々稿二（三）（4）（ア）（a）参照。

- 7) 以下においては、まずはその期間を問わずに、株主の意思を尊重したとしたら、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を合理化しうるかどうかについて検討し、その期間を含めた検討については、（五）において行う。
- 8) 「株主の総体的意思」という語句は、三ツ星地裁決定も用いている。前々稿二（三）（2）（ア）（a）参照。
- 9) 前稿注12および注43参照。
- 10) もっとも、当該留保条件の存在によって、いつまで「大規模買付行為等を行うこと」ができない状況が維持されるのかは明らかではない。なお、対抗措置の発動にあたっての根拠となる対応方針の有効期間も、翌年の定時株主総会後最初に開催される取締役会の終結時までとされていたにすぎない。三ツ星地裁決定「理由」第3の2（4）エ参照。
- 11) 東京機械製作所事件における買取者であるADCらの持株比率と、対抗措置の発動に係る承認議案についての議決権行使状況とに鑑みれば、MoM要件によらなかった場合には当該承認議案は否決されていたと思われる。東京機械地裁決定「理由」第3の2（1）イ（エ）参照。また、ADCらとは異なり高い持株比率には至っていない場合であっても、MoM要件によらなかった場合には株主でもある買取者は議決権を行使しうるのであるから、対抗措置の発動に係る承認議案が可決される可能性は（MoM要件によった場合と比較して）低くなるであろう。
- 12) この点については、前稿注18参照。
- 13) 取締役選解任議案に係る決議については、MoM要件のような議決要件を付すことは許容されないと思われる。松中学「敵対的買取防衛策に関する懸念と提案〔上〕」商事法務2295号（2022年）7頁参照。
- 14) 実際に遵守させる状況に至らしめることと関連して、（五）参照。
- 15) 前掲（注4）参照。
- 16) その理由の詳細を含めて、田中〔上〕・前掲（注3）6頁～7頁、13頁（注13）参照。
- 17) なお、三ツ星高裁決定は、前々稿注65において引用したとおり事実認定した上で、同三（三）（4）（ア）（a）において引用したとおりの意思（前掲（注6）参照）が示された、と述べていると整理しうる。そして、その意思からすると、「Y社の経営支配権をX関係者らが取得する現実的可能性を一般的に防止する必要がある」という意思が実質的には示されたとも考えられるかもしれないことを含めて、同（b）参照。

また、同決定は、「本件株主意思確認総会において、Y社から株主にに対し、Xが大量保有報告書の提出期限を徒過したり、Xから具体的な経営方針が示されてい

株主意確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての検討（1）

ないことなど、Xの大規模買付行為等により会社の企業価値が毀損され、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どうか判断する上で重要な客観的事実について一定の情報提供がされていたとみ得ることを考慮しても」とも述べている。この箇所からすると、同決定は、（上でも言及した、前々稿注65において引用した事実認定の下で）株主意確認総会において株主が判断するのは、買収者「の大規模買付行為等により会社の企業価値が毀損され、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どうか」であると考えているとも整理しよう。

- 18) 三ツ星事件において、対象会社であるY社の取締役会が少なくとも①、②および⑦に関連する主張を行っていたといえるかもしれないことについては、前々稿注65参照。なお、③については、後掲（注19）参照。
- 19) ただし、三ツ星事件においては買収者であるXは、対象会社であるY社株式8万0300株（自己株式を除いた持株比率7.01%〔前々稿二（三）（1）（ア）〕）を取得して以降は、Y社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社に表明していた。三ツ星地裁決定「理由」第3の2（5）ウ（ウ）、3（2）エ（イ）参照。
- 20) ただし、前稿注25参照。
- 21) 前掲（注13）参照。
- 22) 前稿注26参照。
- 23) 2022年6月1日付株式会社三ツ星社員総代会「アダージキャピタル有限責任事業組合による定時株主総会の株主提案に関する声明文」（2022年6月1日付「定時株主総会の株主提案に対する反対声明の受領に関するお知らせ」）においては、「社員総代会としては、株式会社三ツ星社員の立場から、Xの定時株主総会での株主提案については、容認することができず、これに対し断固反対することをここに表明いたします」とされており、その前提として、2022年4月8日付株式会社三ツ星社員総代会「アダージキャピタル有限責任事業組合による臨時株主総会の招集請求に関する声明文」にて本文において引用したとおり表明したことが挙げられている。
- 24) 臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を合理化しえないことについては、（二）および（三）においても述べた。もっとも、合理化しえないといえども、①について問題視され、ひいては、対抗措置の内容の相当性が認められない、ということにはならないであろう。なぜならば、（二）および（三）において合理化しえないという結論を導出する際に挙げた理由は、そもそも臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件が存在していなくても、「買収者が大規模買付行為等を行うことによって、対象会社の経営支配権を取得する現実的可能性を生じさせることは、一般的に防止する必要がある」という「株主の当初の意思」に合致する状況に至る（合致しない状況には至らない）ことになるがゆえに、当該留保条件が不要である、というものである。そして、そのように不要である、というだけでは、①について問題視され、ひいては、対抗措置の内容の相当性が認められない、とまではいづらいかもかもしれない。この点において、本文において述べた（四）（3）（ア）および

- (イ)の場合とは異なる。なお、二においても、前稿においても、「(公開買付けによるものも含む) 今後大規模買付行為等を制約する留保条件」を遵守させることには①についての問題はないことを前提としている。他方で、三においては、当該留保条件に①についての問題があるかどうかの検討も行う。
- 25) 三ツ星地裁決定においては、東京機械地裁決定および同高裁決定とは異なり、損害軽減措置が用意されている、という点が重視されていないといえるかもしれない。そのように結論づけるに際して、三ツ星地裁決定は、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件などを満たすように(充足するように)強いられることなく当該留保条件を満たすことを拒否して、その結果として対抗措置の発動がなされてしまうという状況に至ることは想定していないのかもしれない。前々稿二(三)(2)(イ)(b)(γ)参照。もしそうだとすれば、本文において述べたことと結論を異にしているといえよう。
- 26) なお、前掲(注25)においても前述したとおり、三ツ星地裁決定においては、東京機械地裁決定および同高裁決定とは異なり、損害軽減措置が用意されている、という点が重視されていないといえるかもしれない。本文において述べたことからすれば、そのような三ツ星地裁決定は(その理由についてはさておき)結論としては妥当であろう。
- 27) 前稿注40参照。なお、同注において言及した留保条件のみならず、東京機械製作所事件において付されていた6カ月以内に持株比率を32.72%以下まで減少させるという留保条件についても三以下において後述する。
- 28) 前掲(注24)中の「なお」以下参照。
- 29) とくに断りが無い限り、田中〔上・下〕・前掲(注3)を指している。一定の基準による裁判所の追加的審査を併用することなく、株主の意思のみを尊重して判断した場合について述べているものとしては、松中学「敵対的買収防衛策に関する懸念と提案〔下〕」商事法務2296号(2022年)38頁～39頁(前々稿注51参照)、三ツ星事件における対象会社であるY社による主張(前々稿二(三)(3)(ア)および(4)(ア)参照)がある。以下においては、田中〔上・下〕・同上のみならず、これらおよび関連裁判例についても言及しながら検討を行う。
- 30) 田中〔上〕・前掲(注3)7頁～8頁、田中〔下〕・前掲(注3)35頁参照。
- 31) 前々稿二(二)(1)(ア)および前稿二において引用した箇所における「そうであるなら」という語句を参照。
- 32) なお、このように必要であるということも株主の意思であったということになるかもしれないことについては、前稿注23に対応する本文参照。
- 33) 「それらの株主は、TKS取締役会の前記の主張を全体として考慮した結果、ADCらがTKSの経営支配権を取得することが、『会社の企業価値が害されることになり、それを防止するために本件対抗措置を発動する必要があると判断し』たと認めるべきであるように思われる」と述べる。田中〔下〕・前掲(注3)36頁参照。
- 34) 2021年10月6日付株式会社東京機械製作所「臨時株主総会招集ご通知」7頁以下

株主意確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての検討（1）

参照。

- 35) 株式会社東京機械製作所・前掲（注34）20頁参照。また、同・19頁～20頁、24頁も参照。ただし、後掲（注38）も参照。
- 36) 石綿学＝武井一浩＝三管裕＝神田秀樹「[座談会] M&A 法制の実務と未来を展望する」MARR 2023年3月号（2023年）24頁（三管）参照。
また、松中〔上〕・前掲（注13）16頁（注48）も、「現実には株主総会決議の理由まで明らかになるわけではなく、かつ、株主の意思もさまざまであると考えられるため、対象会社と買収者がどのような主張をしていたのかも踏まえて個別に判断するほかない」という。
- 37) なお、「TKSの利害関係のない出席株主」としてどのような株主であるか次第では、断言することがさらにできないはずである。この点については、拙稿「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）・（2）」関西大学法学論集72巻2号188頁・3号32頁（2022年）、「東京機械高裁決定判批」金融・商事判例1652号（2022年）15頁を参照。
- 38) 株式会社東京機械製作所・前掲（注34）7頁以下参照。関連して、当該通知28頁においては、「大規模買付行為等がなされることを受け入れるか否かについての判断を、当社取締役会が提案する対抗措置の発動に関する議案に対する賛否の形で表明していただくこととなります」という記載もなされていた。
- 39) そのように考えることを否定してしまうと、あらゆる議案について株主総会決議を経ることが何ら意味を持たない、ということになってしまうように思われる。
- 40) 関連して、松中〔上〕・前掲（注13）6頁は、「ある買収手法に強圧性があるため、株主が買収への応募（株式の売却）ではなく株主総会を通じて意思決定をするとして、この株主総会では何を決めているのであろうか。（…）これには、次の異なる可能性があると考えられる。（a）この買収は強圧性が高いため、（この手法では）実施すべきではない。（b）この買収は企業価値を低下させるため、実施すべきではない。」と述べる。
この点について、「何を決めている」かといえば、本文中の以下において述べるとおり、承認議案が可決された結果として至ることとなる状況に実際に至ることが望ましい（至らしめることが必要である）かどうかなのではないだろうか。確かに、承認議案の内容次第では、（a）または（b）のように株主の意思を特定することは不可能でないのかもしれない。しかし、そうだとしても実際に特定するにあたっては、まずは承認議案の内容がどのようなものであるか、ひいては、承認議案が可決された結果として至ることとなる状況が具体的にどのようなものであるかについて、まずは明らかにする必要がある。
- 41) 三ツ星高裁決定も、「本件株主意確認総会を開催するに当たりY社が公表した本件説明資料」の記載に鑑みて「本件株主意確認総会は、Y社の現経営陣と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を問うものになっていたといえる」と述べている。前々稿二（三）（4）（ア）参照。前掲（注6）も参照。

その記載の具体的な内容はY社（株式会社三ツ星）取締役会の主張そのものである。したがって、本高裁決定は、東京機械製作所事件に係る先行評釈類の論者と同様に、Y社の株主は議決権を行使するにあたって買収対象会社の取締役会の主張に着目していた、と考えている、といえようし、それを完全に否定することはできないのは確かであろう。しかし、三ツ星事件における承認議案（および前掲（注5）において引用した「お知らせ」）の内容に鑑みることなく、「本件株主意思確認総会は、Y社の現経営陣と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を問うものになっていた」と断言することもできないであろう。

- 42) なお、当該承認議案の内容に鑑みてまずは（二）において前述したように）「TKSの利害関係のない出席株主」が考えるところの脅威を推測して、それに鑑みて株主の意思を特定することも可能かもしれない。もっとも、推測するとしても、当該承認議案が可決されなかった結果として至ることとなる状況が脅威であると推測されるということになる（にすぎない）のではないだろうか。
- 43) 東京機械製作所事件において、買収者であるADCらが各留保条件を遵守することを誓約する書面を実際に差し入れたことについては、前稿注37参照。そのように差し入れられ、実際に遵守されることが予測されるのであれば、対抗措置の発動に係る承認議案の内容に鑑みて意思を特定するに際して、当該議案が可決された結果として至ることとなる状況がどのようなものであるのかを考えるにあたっては、各留保条件を遵守された結果として至ることとなる状況に着目すればよい、ということになる。
- 44) つまり、三ツ星事件とは異なり（前掲（注5）参照）、本文中において挙げた各留保条件は、対抗措置の発動に係る承認議案において明らかにされていた条件であったのである。したがって、当該承認議案が可決された結果として至ることとなる状況が具体的にどのようなものであるか、ひいては、株主の意思が具体的にどのような状況に実際に至ることが望ましいというものであるのかを考えるにあたって、（それらが遵守されることを前提とすれば）各留保条件の内容を考慮することができようし、むしろ考慮しないことは妥当ではないであろう。
- 45) なお、前々稿注43において引用した見解との関係で述べれば、6か月経過前は、本件対抗措置は、「デッド・ハンド型買収防衛策」として機能する、ということになるように思われる。他方で、後掲（注49）参照。
- 46) 本文中の以上において述べたことからすれば、東京機械製作所事件における承認議案の内容からは、前掲（注40）において言及した（a）か（b）かのいずれかであると株主の意思を特定することはできないように思われる。
- 47) なお、前掲（注41）において言及した点について、三ツ星事件における承認議案および前掲（注5）において引用した「お知らせ」の内容、特に、各留保条件（前々稿二（三）（2）（イ）（a）参照）に鑑みると、やや雑駁であるが、「本件株主意思確認総会は」永続的であるかどうかはともかくとして少なくとも「当面の間（例えば、2023年6月開催の定時株主総会が終結するまでの間）」「Y社の現経営陣と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を問うものになっ

株主意確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての検討（1）

ていたと」はいえるかもしれない。

- 48) 各保留条件に鑑みて「TKSの利害関係のない出席株主」が考えていたところの脅威を推測すれば（前掲（注42）参照）、当該承認議案が可決されなかった結果として至ることとなる状況、すなわち、買収者であるADCらの持株比率を閾値である32.72%まで減少させることができおらず、しかも、（ADCらが臨時株主総会招集請求権を行使し、取締役選解任議案を提案し、〔当該議案に係る「委任状勧誘戦を行い、〕自身が賛成の議決権行使をすることによって「取締役の過半数を自己を支持する者に交替させること等により」「本件対応方針を変更」することによって）（公開買付けによるものを含む）大規模買付行為等を行うことが可能となり、実際に大規模買付行為等が行われてしまうという状況である、ということになるだろうか。
- 49) このことからすれば、6か月経過後は、本件対抗措置は、「デッド・ハンド型の買収防衛策」としては機能しないということになる。他方で、前掲（注45）参照。
- 50) なお、そのように可能となっているという状況に至ることが望ましい（至らしめることが望ましい）というものであるとは断言できない。なぜならば、6か月経過後も、「本件対応方針を変更」することによって）（公開買付けによるものを含む）大規模買付行為等を行うことが不可能となっている状況に至ることが望ましいと考えていたとしても、承認議案の内容がそのような状況に至らしめるものではそもそもなかったからである。
- 51) 本文中の以上に鑑みると、やや雑駁ではあるが、永続的であるかどうかはともかくとして少なくとも6ヵ月間は「買収者が大規模買付行為等を行うことによって、対象会社の経営支配権を取得する現実的可能性を生じさせることは、一般的に防止する必要がある」という意思が示されたとは特定しうるかもしれない。
- 52) 前掲（注51）において述べたとおり株主の意思を特定しうるとしても同様である。
- 53) また、「TKSの利害関係のない出席株主」が考えるところの脅威が、前掲（注48）において前述したとおり各保留条件に鑑みて推測されたものである以上は、対抗措置の内容が「脅威との関係で相当な範囲」のものであるかという審査方法によることも（（二）（2）参照）妥当ではないということになる。