

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（2）

伊 藤 吉 洋

目 次

第一章 序 論	
第二章 本高裁決定とその整理など	(以上72巻2号)
第三章 株主としての見地からの判断を行うことが期待できるかどうかを基準としての検討	
第一節 相手方の取締役についての整理・検討	
第一款 不合理であるといえるとされる可能性があること	
第二款 不合理であるとはいえないとされる可能性もあること	
第三款 小括と検討	
第二節 その他の相手方株主についての整理・検討	
第一款 本高裁決定の再確認とそれに対する疑問	
第二款 先行評釈に対する疑問	(以上本号)

第三章 株主としての見地からの判断を行うことが 期待できるかどうかを基準としての検討

第一節 相手方の取締役についての整理・検討

本節においては、第二章において引用した箇所（第二章第一節参照）を踏まえると、本高裁決定が「買収者による経営支配権の取得によって」「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」について着目しているといえることに鑑みれば、そして、「株主としての見地からの判断を行うこと」を期待できる株主に「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」を適切に判断することを期待できるのであれば、相手方の取

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（２）

締役を除かない場合には（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）不合理であるといえる、とされることになるように思われることについて述べる（第一款）。他方で、第二章において引用した箇所（第二章第一節参照）以外の箇所を踏まえると、本高裁決定によれば、相手方の取締役を除かない場合であっても（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）不合理であるとはいえない、とされる可能性は依然としてあることについても述べる（第二款）。その上で、第二款において引用した箇所をさらに整理した上で考えれば、不合理であるといえる、とされることになるはずであることについて述べる（第三款）。

第一款 不合理であるといえるとされる可能性があること

**第一項 「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」
への着目とその帰結**

第二章において引用した箇所（第二章第一節②参照）からすれば、本高裁決定は、「買収者による経営支配権の取得によって」「会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害することになる」ことを問題視しているように思われる。敷衍して述べれば、そのうち「会社の企業価値のき損」が生じるか否かについて着目していることに鑑みれば（第二章第一節①も参照）、本高裁決定は、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（第二章第二節第一款第二項一（二）参照）。また、「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」について着目していることに鑑みれば、会社の企業価値のき損のみならず、その結果として株主の共同利益が害されることも問題視されるべきである、と考えているともいえそうである（同参照⁵³）。つまりは、本高裁決定は、効率性を確保し、さらには、その結果として「株主の共同利益」を確保するという観点から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のである。もしそうだとすれば、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

総会において相手方株主のみの意思確認を行うことによって、しかも、原告人らを除く相手方株主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し、その方法によって対処する必要があるとしても（第二章第二節第一款第二項二（二）、三（二）参照）、その対処方法を用いるにあたっては、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」を確保するという観点からの制約がある、ということになるのではないだろうか。その理由および具体的にどのような制約があるといえるかについて述べれば、以下のとおりとなる。

まず、強圧性があることが問題視されるべきなのは、「効率性の観点から問題があるということ、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してしまう」という問題が生じるからであるとして（第二章第二節参照）、ある方法によって強圧性があることに対処することが、結果として（対象）会社の企業価値を低下させるような企業買収が成立してしまうことを防止することになるとすれば、確かに、その対処方法を用いた場合には、（対象）会社の企業価値のき損（減少・低下）が防止されることによって効率性が確保されることにはなろう。強圧性があることに対処する方法として、本件のように会社の企業価値のき損を防止するために⁵⁴⁾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株主の意思確認を行うという方法を用いた場合を念頭に置いて本件に即して述べれば、原告人らの経営支配権の取得による相手方の企業価値のき損を防止するための「対抗措置発動議案の成立を困難ならしめる」（第二章第二節第一款第二項二（二）（2）参照）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）ことによって実際に対抗措置発動議案を成立させることができ、結果として相手方の企業価値のき損が防止されることによって効率性が確保されることになるかもしれない。さらには、その結果として、「株主の共同利益が害されること」が防止されることによって「株主の共同利益」が確保されることになるかもしれない。

その一方で、効率性の観点からすれば、強圧性があることに対処しうる方法

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 要件による株主意識確認総会決議についての検討（２）

を用いた場合には、買収者の経営支配権の取得による（対象）会社の企業価値のき損（減少・低下）を防止することによって効率性を確保しながらも、買収者の経営支配権の取得による（対象）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⁵⁵⁾。また、そのように企業価値の増加を阻害しないことの結果として「株主の共同利益」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⁵⁶⁾⁵⁷⁾。ところが、強圧性があることに対処する方法として、本件のように会社の企業価値のき損を防止するために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株主の意思確認を行うという方法を用いた場合を念頭に置いて本件に即して述べれば、原告人らの経営支配権の取得による相手方の企業価値の増加を阻害することとなる「対抗措置発動議案の成立を」可能ならしめる相手方株主を除かなければ（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）、実際に対抗措置発動議案が成立してしまい、結果として、原告人らの経営支配権の取得による（対象）会社の企業価値の増加は阻害されるかもしれない。そこで、その対処方法を用いるにあたっては、（対象）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「株主の共同利益」を確保するという観点から、（対象）会社の企業価値の増加を阻害することとなる対抗措置発動議案が成立することを防止するために、そのような成立を可能ならしめる相手方株主を除かなければならない、という制約があるということになるのではないだろうか⁵⁸⁾。

第二項 先行評釈の追加的な整理とそれを参照しての想定される帰結

一において述べたとおりの制約があるということになるとして、相手方の取締役は、実際に除かなければならない（または除くことが適切である）とされる相手方株主として当然に想定されることになるであろうか。

この点について、第二章において引用・整理したとおり、ある先行評釈は、「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」

「者の有する議決権を除外すること」は「適切である」と指摘している（第二章第二節第二款第二項一参照）。また、この先行評釈は、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、と考えているところである（第二章第二節第一款第二項一参照）。以上など⁵⁹⁾に鑑みれば、この先行評釈は、効率性の観点からして、（会社の）企業価値の増加を阻害することとなる対抗措置発動議案が成立することを防止するために、そのような成立を可能ならしめる相手方株主、言い換えれば、「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」者を除くことが適切である、と考えていると整理しうるように思われる。さらに、実際に除いた結果として、「株主の共同利益」が確保されることになる、とも考えているとすれば⁶⁰⁾、この先行評釈も、効率性を確保し、さらには、その結果として、「株主の共同利益」を確保するという観点から、（対象）会社の企業価値の増加を阻害することとなる対抗措置発動議案が成立することを防止するために、そのような成立を可能ならしめる相手方株主を除くことが適切である、と考えていることになろう。つまりは、この先行評釈と本高裁決定とを整理すれば、両者は、効率性を確保し、さらには、その結果として、「株主の共同利益」を確保するという観点から、（対象）会社の企業価値の増加を阻害することとなる対抗措置発動議案が成立することを防止するために、そのような成立を可能ならしめる相手方株主を除かなければならない（または除くことが適切である）ということになるはずである、という点で共通しているといえそうである。

そして、この先行評釈においては（会社の）企業価値の増加を阻害することとなる対抗措置発動議案の成立を可能ならしめる相手方株主、言い換えれば、「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」者として、相手方の取締役が挙げられていると整理しうる（第二章第二節第二款第二項一参照）。そのように「期待しがたい」理由としては、「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」ことが挙げられているところ、本高裁決定も、取締役に「そのような動機」があることを否定することはないであろう⁶¹⁾。したがって、この先行評釈を参照すると

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（２）

すれば、本高裁決定からしても、実際に除かなければならない（または除くことが適切である）とされる相手方株主として、相手方の取締役が当然に想定されることになるように思われる。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）、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〕を制限する）というものであった場合、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なるが、それは不合理であるといえる、とされることになるように思われる。

第三項 補論（M&A 指針における MoM 条件に係る記載との整合性〔その１〕）

なお、「MoM」という語句はもっぱら支配株主による従属会社の買収および MBO の場面において用いられてきたものである⁶²⁾。そのような「MoM」という語句を本地裁決定も本高裁決定も多く用いていることに鑑みれば、両取引を対象とする、2019年6月28日付「公正な M&A の在り方に関する指針（経済産業省）」（以下「M&A 指針」という）における MoM（「マジョリティ・オブ・マイノリティ」）条件に係る記載と第一項および第二項において述べたこととの整合性について検討しておく必要があるかもしれない。

この点について、まず、M&A 指針において、MoM「条件とは、M&A の実施に際し、株主総会における賛否の議決権行使や公開買付けに応募するか否かにより、当該 M&A の是非に関する株主の意思表示が行われる場合に、一般株主、すなわち買収者と重要な利害関係を共通にしない株主が保有する株式の過半数の支持を得ることを当該 M&A の成立の前提条件とし、当該前提条件をあらかじめ公表することをいう」とされている⁶³⁾。つまり、分母となる「マイノリティ」としては一般株主のみが想定されており⁶⁴⁾、「買収者」およびその「買収者と重要な利害関係を共通に」する株主は MoM の分母（ひいては分子）に算入されないということになろう⁶⁵⁾。

しかし、本件において、もしそのような M&A 指針における MoM 条件の定義などを参照するとしても、買収者である原告人らおよび当該原告人ら「と

重要な利害関係を共通に」する株主は MoM の分母に算入されず（実質的には議決権の行使が制限される）、買収の対象会社である相手方またはその取締役「と重要な利害関係を共通に」する株主は MoM の分母（ひいては分子）に算入される（実質的には議決権の行使が制限されない）、ということには必ずしもならないであろう。なぜならば、MBO においては、買収の対象会社の取締役が買収者側の主体となるし、支配株主による従属会社の買収においては、買収の対象会社である従属会社の経営に対して議決権の行使や取締役の派遣等を通じて一定の影響力を及ぼしている支配株主が買収者側の主体となる⁶⁶⁾。そのことに鑑みれば、M&A 指針における「買収者と重要な利害関係を共通に」する株主というのは、実質的には「買収者」のみならず買収の対象会社またはその取締役「と重要な利害関係を共通に」する株主を意味しているはずであるところ、それは当然の前提とされているから明示されていないにすぎないといえよう⁶⁷⁾。他方で、本件のように買収者と買収の対象会社が敵対しており、M&A 指針において想定されているのとは異なる者を買収者側の主体とする事案においては、買収者である原告人らのみならず、買収の対象会社である相手方またはその取締役「と重要な利害関係を共通に」する株主（さらにはその取締役が株主であればその取締役自身）も、MoM の分母（ひいては分子）に算入されない、という考え方もありうるはずであるからである⁶⁸⁾。

以上からすれば、もし M&A 指針における MoM 条件についても念頭に置いて MoM という語句を用いるとしても、その取締役が株主であればその取締役を除かなければならない（または除くことが適切である）と考えること（第一項および第二項参照）は、M&A 指針における記載と整合的ではない、ということにはならないと一応は（ただし第四章参照）いえるであろう。

第二款 不合理であるとはいえないとされる可能性もあること

本款においては、第一款において述べたこととは異なり、第二章において引用した箇所（第二章第一節）以外の箇所（原告人らの主張〔原告人らおよび相手方の取締役以外の相手方株主の一部を除くことが適切である、という考えに基づいていると

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 要件による株主意識確認総会決議についての検討（２）

整理しうる主張]に対して判示した箇所)に鑑みれば、相手方の取締役を除かなくとも(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)不合理であるとはいえない、とされることになる。と依然としていえるかもしれないことについて述べる。

第一項 抗告人らの主張の整理

相手方の取締役と同様に(第二章第二節第二款第二項一、本章本節第一款第二項参照)、「株主としての見地からでなく」い別の「動機から、本件対抗措置に賛成する危険を否定できない」がゆえに、その保有する株式についての議決権行使によって(対象)会社の企業価値の増加を阻害することとなる「対抗措置発動議案の成立を」可能ならしめる相手方株主が存在することを前提にして、そのような相手方株主を除く(それらの株主が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、という考えに基づいていると整理しうるかもしれない主張が本件において抗告人らからなされていた。すなわち、本件株主意識確認総会において本件議案に投じられた「賛成票から一般株主⁶⁹⁾以外の者(損保ジャパン、みずほ銀行、三井住友銀行)のものを除くと、MoM 要件を満たす賛成も得られていないから」、相手方「の株主が本件対抗措置の発動を是とする判断を示したとはいえない」という主張である⁷⁰⁾。

この主張は、本件 MoM 要件においては(抗告人らおよび相手方の取締役のほかに)「一般株主以外の者」が除かれていないところ(第一章第二節第一款参照)、そうであるとしても当該「一般株主以外の者」を除いて本件株主意識確認総会において相手方「の株主が本件対抗措置の発動を是とする判断を示した」といえるかどうかを裁判所は確認すべきである、というものである、とまずは整理しえよう。「一般株主以外の者」を除いてそのように確認すべきである、という主張を支えるのは、(本件対抗措置が[対象]会社の企業価値の増加を阻害するものであると信じて抗告人らが主張をしていたとすれば、)相手方と取引がある金融機関⁷¹⁾でもある株主は、「株主としての見地からでなく」相手方の現取締役らによる経営の下で相手方との取引を維持するという「動機から、本件対抗措置に

賛成する危険を否定できない」がゆえに⁷²⁾、それらの株主はその議決権行使によって（対象）会社の企業価値の増加を阻害することとなる「対抗措置発動議案の成立を」可能ならしめる者であり、「それゆえ、本件議案の決議において、これらの者の有する議決権を除外すること」が「適切であ」った（第二章第二節第二款第二項一（一）参照）、ということであると整理しうるかもしれない。もしそうだとすれば、この原告人らの主張は、相手方の取締役と同様に、「株主としての見地からでな」い別の「動機から、本件対抗措置に賛成する危険を否定できない」がゆえに、その保有する株式についての議決権行使によって（対象）会社の企業価値の増加を阻害することとなる「対抗措置発動議案の成立を」可能ならしめる相手方株主が存在することを前提にして、そのような相手方株主を除く（それらの株主が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、という考えに基づいている、ということになろう。言い換えれば、原告人らは、（第二章において前述し〔第二章第二節第二款第一項二（一）参照〕、本節第二項二においても後述するとおり、本高裁決定のように）強圧性を受ける株主であるかどうかのみに着目して、相手方株主を除く（その保有する株式について議決権〔の全て〕を制限する）かどうかを決定することには問題がない（から、原告人ら以外の相手方株主には、除かなければ〔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になる者は存在しない）、という前提ではなく、「株主としての見地からでな」い別の「動機から、本件対抗措置に賛成する危険を否定できない」かどうか、ひいては、その議決権行使によって（対象）会社の企業価値の増加を阻害することとなる「対抗措置発動議案の成立を」可能ならしめるかどうかに着目して、そのような相手方株主を除く（それらの株主が保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限する）かどうかを決定するべきである（から、除くことが適切であり、そうであるにもかかわらず除かなければ不合理であるといえる、とされるべきである）、という前提に立っているとも整理しうるかもしれない⁷³⁾。

第二項 抗告人らの主張に対する本高裁決定の判示とその整理

一 本高裁決定の判示など

第一項において引用・整理した抗告人らの主張に対して、本高裁決定は、「前記（ウ）・（エ）で説示したことに照らすと、その前提を異にしているものであり、その主張は採用することができない」と述べている。以下においては、本高裁決定における「前提」がどのようなものであるかを明らかにした上で、当該前提と抗告人らの主張における前提（第一項参照）とが異なるものであるかどうかについて検討する。

二 本高裁決定における前提

（一）前記（ウ）から推測される前提

（ア）（ウ）にあたる箇所と前に行った整理の再確認

一において引用した箇所のうち「前記（ウ）」とはおそらく⁷⁴⁾、第二章においてその一部（第二章第一節参照⁷⁵⁾）を引用した箇所を指していると思われる。具体的には、本高裁決定が、① 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にして、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箇所を指しているのではないと思われる。

そして、②のとおり結論づけていることに鑑みれば、本高裁決定は、抗告人ら以外の相手方株主には、除かなければ（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になる者は存在しない、と考えているとさらに整理しうるし、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、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のみに着目している、といえるように思われることについても、第二章において前述したとおりである（第二章第二節第二款第一項二（一）参照）。

(イ) 前提の推測

もしそうだとすれば、「前記(ウ)」から推測される、本高裁決定における前提は、強圧性を受ける株主であるかどうかのみに着目して、相手方株主を除く(その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限する)かどうかを決定することには問題がない、という前提であるといえるかもしれない。なぜならば、もし問題があるというのであれば、強圧性を受ける株主であるかどうかのみに着目するのではなく、別の(追加的な)要素⁷⁶⁾に着目するべきである、ということになる可能性もある。もしそうだとして、そのような別の(追加的な)要素に着目すれば、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になる者が存在している可能性がある、ということになるかもしれない。そして、もしそのような者が実際に存在していたのであれば、そうであるにもかかわらず除いていない場合には不合理であるといえる、とされることになるように思われるからである。

(ウ) 残る疑問

もっとも、強圧性を受ける株主であるかどうかのみに着目して、相手方株主を除く(その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限する)かどうかを決定することには問題はないとしたら、それはなぜなのか、という疑問は残る。その疑問に対しての、ありうる回答は、(二)において後述する「前記」「(エ)」についての整理の結果として明らかになるかもしれない((二)(エ)参照)。

(二) 前記(エ)から推測される前提

(ア) (エ)にあたる箇所

「前記」「(エ)」にあたる(と思われる)⁷⁷⁾箇所において、本高裁決定は、「本件株主意思確認総会は、抗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、株式の売却の判断において強圧性が問題とされる株主において、適切な判断を下すための十分な情報と時間が確保できないことが相手方の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になるか否か、また、本件対抗措置の発動の要否について、その意向を確認するためのもので

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（２）

あり、そのような株主総会の性質及び目的に照らすと、抗告人ら及びその関係者に議決権を行使させることは適切とはいえず、また、その当時の抗告人らの持株比率が過半数に達していなかったことも踏まえると、MoM 要件によってする本件株主意思確認総会における株主意思の確認の手続が、「一株一議決権の原則を定める会社法308条1項に反し許されないということとはできない」と述べている⁷⁸⁾。

（イ）「前記」「(エ)」にあたる箇所の整理

（ア）において引用した箇所を（若干）整理すれば以下のとおりになるうか。すなわち、本高裁決定は、「本件株主意思確認総会」の「目的」⁷⁹⁾を「抗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、株式の売却の判断において強圧性が問題とされる株主において、適切な判断を下すための十分な情報と時間が確保できないことが相手方の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になるか否か、また、本件対抗措置の発動の要否について、その意向を確認する」ことである、と認定している⁸⁰⁾。その上で、「そのような」「目的」など⁸¹⁾に鑑みて（「に照らすと」）、最終的には「MoM 要件によってする本件株主意思確認総会における株主意思の確認の手続が、一株一議決権の原則を定める会社法308条1項に反し許されないということとはできない」と結論づけている。

（ウ）前提の推測

（ア）および（イ）において引用・整理したことからすると、本高裁決定における前提は、「株式の売却の判断において強圧性が問題とされる株主において」、「本件対抗措置の発動の要否」など「について、その意向を確認する」という目的での株主意思確認総会においては、強圧性を受ける株主（「株式の売却の判断において強圧性が問題とされる株主」）であるかどうかのみに着目して、相手方株主を除く（その保有する株式について議決権〔の全て〕を制限する）かどうかを決定することには問題がない⁸²⁾、というものであるように思われる。なぜならば、もし問題があるというのであれば、強圧性を受ける株主であるかどうかのみではなく、別の（追加的な）要素⁸³⁾に着目するべきである、ということに

なる可能性もあろう。もしそうだとすると、そのような別の（追加的な）要素に着目すれば、依然として「抗告人ら及びその関係者に議決権を行使させることは適切とはいえない」としても、そのような抗告人らのみならず、それ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になる者が存在している可能性がある、ということになるかもしれない。そして、もしそのような者が実際に存在していたのであれば、そうであるにもかかわらず除いていない場合には、抗告人らを除くMoM要件⁸⁴⁾によってする本件株主意思確認総会における株主意思の確認の手續が、一株一議決権の原則を定める会社法308条1項に反し⁸⁵⁾許されないと「いうこと」にもなりそうであるからである。

（エ）（ウ）で生じた疑問に対する回答

なお、（ウ）において述べたことからすれば、（一）（ウ）において示した疑問、すなわち、強圧性を受ける株主であるかどうかのみに着目して、相手方株主を除く（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限する）かどうかを決定することには問題はないとしたら、それはなぜなのか、という疑問に対しての、ありうる回答が明らかになるかもしれない。

まず、「前記」「（エ）」から推測される、本高裁決定における前提には（（ウ）参照）、『株式の売却の判断において強圧性が問題とされる株主において』、『本件対抗措置の発動の要否』など『について、その意向を確認する』という目的での株主意思確認総会においては」という限定が、「前記（ウ）」から推測される、本高裁決定における前提（（一）（イ）参照）に付加されているといえよう。そして、その限定に鑑みると、本高裁決定は、強圧性を受ける株主であるかどうかのみに着目して、そのような相手方株主を除く（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限する）かどうかを決定することに問題はないのは、本件株主意思確認総会がそのような目的によるものであったからである、と本高裁決定は考えているといえそうである。

第三項 前提を異にしていることの確認とその帰結

第二項二において述べたとおり、本高裁決定における前提は、「株式の売却の判断において強圧性が問題とされる株主において」、「本件対抗措置の発動の要否」など「について、その意向を確認する」という目的での株主意思確認総会においては、強圧性を受ける株主（株式の売却の判断において強圧性が問題とされる株主）であるかどうかのみに着目して、相手方株主を除く（その保有する株式について議決権〔の全て〕を制限する）かどうかを決定することには問題がない、というものであるように思われる（第二項二（二）（ウ）参照）。もしそうだとすれば、確かに、第一項において述べたとおり整理しうるかもしれない抗告人らの主張とは「その前提を異にしているものであり、その主張は採用することはできない」ということになる。

そして、そのような前提に立って、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になる者は存在しない、と考えるのであれば、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、それは不合理であるとはいえない、とされることになるように思われる。

第三款 小括と検討

第一項 小 括

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、本高裁決定によれば、それは不合理であるとされることになるか、不合理であるとはいえないとされることになるかどうかは、第一款および第二款における検討

を経ても明らかではない⁸⁶⁾。

第二項 検 討

確かに、第一項において述べたとおりいずれであるかは明らかではない。しかし、第一に、第一款において述べたことからすれば、不合理であるといえる、とされることになるはずであるし、第二に⁸⁷⁾、第二款において引用した箇所をさらに整理すれば、同様の帰結に至るはずであるように思われる。

まず、第二款において述べたとおり、本高裁決定における前提は、「株式の売却の判断において強圧性が問題とされる株主において」、「本件対抗措置の発動の要否」など「について、その意向を確認する」という目的での株主意思確認総会においては、強圧性を受ける株主（「株式の売却の判断において強圧性が問題とされる株主」）であるかどうかのみに着目して、相手方株主を除く（その保有する株式について議決権〔の全て〕を制限する）かどうかを決定することには問題がない、というものであるように思われる（第二款第二項二（二）（ウ）参照）。そして、その目的のうちにもまさに記載されているとおり、本件株主意思確認総会において確認される「意向」というのは⁸⁸⁾、正確には、「相手方の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になるか否か、また、本件対抗措置の発動の要否⁸⁹⁾」である（第二款第二項二（二）（ア）参照）。そのことに鑑みれば、強圧性を受ける株主であるかどうかのみに着目するのではなく、そのことに着目しつつも⁹⁰⁾、そのような意向があるかどうかを正確に確認しうるよう、「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か否か」を基準として自身の意向を示す株主であるかどうか⁹¹⁾にも着目すべきである、ということになるのではないだろうか。すなわち、強圧性を受ける株主であるといえども、当該意向を示すかどうかは疑わしい者が存在するとすれば、その者を除くことが適切である、ということになるように思われる⁹²⁾。つまりは、第二款において引用した箇所をさらに整理すれば、強圧性を受ける株主であるかどうかのみに着目して、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

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（２）

とになる者は存在しない、と考えるに至ることはないはずであるように思われるのである⁹³⁾。

もしそのように至ることはないとして、相手方の取締役は、「株主の見地からでなく、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」とすれば（第二章第二節第二款第二項二（一）、本章本節第一款第二項参照）、「相手方の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か否か」を基準としてその意向を示すかどうかは疑わしい⁹⁴⁾、ということになるように思われる。したがって、強圧性を受ける株主であるといえども、相手方の取締役である株主であれば、それを除くことが適切である、ということになるのではないだろうか。その結果として、本高裁決定をさらに整理・検討すれば、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）、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〕を制限する）というものであった場合、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なるが、それは不合理であるといえる、とされることになるはずである。

なお、第二節においては、そのことを前提として⁹⁵⁾、さらに本高裁決定および先行評釈の整理・検討を行う。

第二節 その他の相手方株主についての整理・検討

本節においては、第一節において述べたことからすれば、本高裁決定が第一節第二款第二項一において引用したとおり述べたことも妥当ではない、ということになりそうであることについて述べる（第一款）。加えて、そのような本高裁決定を肯定的に評価する先行評釈についても疑問があることについて述べる（第二款）。その上で、原告人らおよび相手方の取締役の他にどのような相手方株主を除くことが適切である（あったの）かについて検討する（第三款）。さらに、裁判所の運用について提案を行う（第四款）。

第一款 本高裁決定の再確認とそれに対する疑問

第一節において述べたとおり、本高裁決定における前提は、「株式の売却の判断において強圧性が問題とされる株主において」、「本件對抗措置の発動の要否」など「について、その意向を確認する」という目的での株主意思確認総会においては、強圧性を受ける株主（株式の売却の判断において強圧性が問題とされる株主）であるかどうかのみに着目して、相手方株主を除く（その保有する株式について議決権〔の全て〕を制限する）かどうかを決定することには問題がない、というものであるように思われる。もしそうだとすれば、確かに、「株主としての見地からでな」い別の「動機から、本件對抗措置に賛成する危険を否定できない」かどうか、ひいては、その議決権行使によって（対象）会社の企業価値の増加を阻害することとなる「對抗措置発動議案の成立を」可能ならしめるかどうかに着目して、そのような相手方株主を除く（それらの株主が保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限するか）どうかを決定するべきである（から、除くことが適切であり、そうであるにもかかわらず除かなければ不合理であるといえる、とされるべきである）、という前提に立っているとも整理しうるかもしれない抗告人らの主張とは「その前提を異にしているものであり、その主張は採用することはできない」ということになろう（第一節第二款第三項参照）。

しかし、併せて第一節において述べたとおり、本高裁決定が効率性の観点から強圧性を問題視していることなどに鑑みれば、強圧性を受ける株主であるかどうかのみに着目するのではなく、そのことに着目しつつも、「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か否か」を基準として自身の意向を示す株主であるかどうか、ひいては⁹⁶⁾、「対象会社」（相手方）「株主の見地から判断を行うこと」が期待できるかどうかにも着目すべきである、ということになるのではないだろうか。すなわち、強圧性を受ける株主であるといえども、そのような意向を示すかどうかは疑わしい、ひいては、そのような判断を行うことが期待できない者が存在するとすれば、その者を除くことが適切である、ということになるように思われる。つまりは、強圧性を受ける株主であるかどうかのみに着目して、抗告人ら以外の相手方株主には、除かなければ（その保

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（２）

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になる者は存在しない、と考えるに至ることはないはずであるように思われるのである。

もしそうだとすれば、相手方の取締役と同様に（以上、第一節第三款第二項参照）「株主としての見地からでな」い別の「動機から、本件対抗措置に賛成する危険を否定できない」がゆえに、その議決権行使によって原告人らの経営支配権の取得による（対象）会社の企業価値の増加を阻害することとなる「対抗措置発動議案の成立を」可能ならしめる相手方株主を除かずに、（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）、原告人らおよび相手方の取締役のみを除く（その保有する株式についての議決権〔の全て〕を制限する）MoM 要件が用いられた場合、株主総会において原告人らおよび相手方の取締役のみ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いえる、とされることになるはずである。したがって、本高裁決定はそのような相手方株主が存在していたかどうかを確認し、もし存在していたのであれば⁹⁷⁾、そうであるにもかかわらず本件株主意思確認総会において原告人らおよび相手方の取締役のみを除く（第一章第二節第一款参照）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は不合理であるといえる、と判示すべきであったといえよう⁹⁸⁾。

第二款 先行評釈に対する疑問

第一項 先行評釈において想定されるはずの帰結など

一 先行評釈において想定されるはずの帰結と実際にはそうではない先行評釈

効率性の観点からして、（会社の）企業価値の増加を阻害することとなる対抗措置発動議案が成立することを防止するために、そのような成立を可能ならしめる相手方株主、言い換えれば、「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」者を除くことが適切である、と考えていると整理しうるように思われる先行評釈があるところ（第一節第一款第二項参照）、この先行評釈からも、第一款において述べた批判と同様の批判が本高裁決定に対してなされることになるように思われる。ところが、この先行評釈において

は、そのような批判はなされていない。それどころか、この先行評釈の論者は、本件 MoM 要件⁹⁹⁾による本件株主意思確認総会を経た「本件新株予約権無償割当てを適法とした本高裁決定の判断は、その理由づけも含めて基本的に¹⁰⁰⁾妥当であり、支持すべきものとする」と述べている¹⁰¹⁾。加えて、「本件株主意思確認総会で本件対抗措置発動に賛成した株主は、『十分な情報と時間を確保できないこと』だけを理由にそうしたと考える根拠は特にないだろう」という疑問はあるが¹⁰²⁾、相手方の「『利益侵害を受けるおそれのある株主が、本件株主意思確認総会において』」、原告人らが相手方「『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』と認めるべきであった¹⁰³⁾。そして、そのような株主の判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が認められないことから、株主の判断が尊重されるべきであるとして、本件対抗措置発動の必要性を肯定すべきであったと考える」とも述べる¹⁰⁴⁾。つまりは、この先行評釈の論者は、原告人らおよび相手方の取締役を除いているにすぎない本件 MoM 要件による株主意思確認総会において、「原告人らが相手方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の利益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」という判断がなされたと評価した上で、その判断を尊重すべきである、と考えていると整理しうるように思われるのである。

二 ありうる説明

ただ、先行評釈の論者は、以下を前提にしているがゆえに、本件においては原告人らおよび相手方の取締役を除いているにすぎない本件 MoM 要件による株主意思確認総会において、「原告人らが相手方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の利益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」という判断がなされたと評価した上で、その判断を尊重すべきである、と考えているのかもしれない（したがって、先行評釈においては、第一款において前述した批判と同様の、本高裁決定に対する批判は、明示的にはなされていないのかもしれない）。すなわち、相

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 要件による株主意識確認総会決議についての検討（２）

手方の取締役のような対象会社取締役のみならず、同様に「株主としての見地からでな」い別の「動機から」「本件対抗措置に賛成する危険を否定できない」がゆえに、その議決権行使によって抗告人らの経営支配権の取得による（対象）会社の企業価値の増加を阻害する「対抗措置発動議案の成立を」可能ならしめる対象会社株主を除くことは適切である、と一般論としては考えているとしても¹⁰⁵⁾¹⁰⁶⁾、本件においては、(a)そもそもそのような相手方株主は相手方の取締役以外には存在していない、または、(b)存在しているかもしれないが、存在しているとしても、抗告人らの経営支配権の取得によって（対象）会社の企業価値が増加する可能性は低いことに鑑みれば、そのような相手方株主を除かなくても（その保有する株式についての議決権が行使されたとしても）抗告人らの経営支配権の取得による（対象）会社の企業価値の増加が阻害されることはないであろう、という前提である。

そこで、第二項においては、先行評釈が実際に(a)または(b)を前提にしているのかについてまずは検討する。

第二項 先行評釈についてのありうる説明に係る検討

一 本件においては増加を阻害する対抗措置発動を可能ならしめる相手方株主は取締役以外には存在しないという考え方

まず、先行評釈の論者が、本件においては(a)相手方の取締役以外には、「株主としての見地からでな」い別の「動機から、本件対抗措置に賛成する危険を否定できない」がゆえに、その議決権行使によって抗告人らの経営支配権の取得による（対象）会社の企業価値の増加を阻害する「対抗措置発動議案の成立を」可能ならしめる相手方株主はそもそも存在していない、と考えているということはあるだろうか。おそらくそのように考えているということはないように思われる。以下においてはその理由について述べる。

(一) 先行評釈における記述

まず、第一項において引用したとおり、先行評釈の論者は「本高裁決定の判断は、その理由づけを含めて基本的に妥当であり、支持すべきものとする」と

などと述べながらも（第一項一参照）、「本高裁決定およびそれを是認した本最高裁決定が採用した、『市場買集めに対しては、対象会社が MoM 決議¹⁰⁷⁾を得て対抗措置を発動することを許容する』というルールは、対象会社の企業価値を減少させる買収が、強圧性等の要因によって実現することを防止し得る半面、対象会社が、安定株主の支持を得て MoM 決議を成立させるなどして、企業価値を増加させる買収をも阻害する場合もあり得る¹⁰⁸⁾と指摘している。「ただ、筆者としては、少なくとも、本件のように、買付者が対象会社の議決権割合の三分之一を超えるような大規模買付けを市場買集めによって行う場合には、対象会社の取締役会が買収防衛策導入により買付者に警告を与えていることを前提にして、MoM 決議によって対抗措置を発動することを許容するというルールが、『多くの会社にとって望ましいルール』であるといつてよいと考える」と指摘しているところである¹⁰⁹⁾。他方で、そのように「許容する解釈が（本高裁決定・本最高裁決定により）採用されたからといって、部分買付けに対しても同様に解すべきであると当然にいうことはできない」とか「このような法解釈を、たとえ部分買付けであっても公開買付けにまで拡張することには慎重であるべきであるようにも思われる」とも指摘しており、もし「本件のような場合（買付者が、①対象会社の三分之一を超える株式を②市場買集めによって買い付ける場合）」「以外の場合」、例えば、買付者が対象会社の三分之一を超える株式を部分買付けによって買い付ける場合に¹¹⁰⁾、当該部分買付けに対して「MoM 決議に基づく対抗措置を発動する余地を認める」とときには、「裁判所は、MoM 決議によって対抗措置発動が承認されたことをもって、ただちに、それが『株主の意思』であるから特段の事情がない限り尊重するという態度をとるのではなく、当該事案において、対抗措置発動の必要性および相当性が認められるかをより厳格に審査することが考えられる」とも述べる。その上で、「厳格に審査すること」については、「たとえば¹¹¹⁾」「MoM 決議において、真に利害関係のない株主の多数の賛成が得られているか（取引先など安定株主のみの賛成によって成立していないか）」「発動の決定過程の公正さを審理の対象とすることも考えられる」と述べてもいる¹¹²⁾。

（二） 先行評釈の整理と帰結

（一）において引用した箇所などに鑑みれば、先行評釈の論者はやはり、本件のような事案ではない場合であれば（一般論としては）、相手方の取締役のような対象会社取締役のみならず、同様に¹¹³⁾「株主としての見地からでな」い別の「動機から」「対抗措置に賛成する危険を否定できない」がゆえに、その議決権行使によって原告人らの経営支配権の取得による（対象）会社の企業価値の増加を阻害する「対抗措置発動議案の成立を」可能ならしめる対象会社株主である「取引先など安定株主」を除くことは（少なくとも）「適切である」（除かないことは不「適切である」¹¹⁴⁾、と考えているように思われる。そして、そうであるにもかかわらず、本件においては、原告人らおよび相手方の取締役を除いているにすぎない本件 MoM 要件による株主意思確認総会において、「原告人らが相手方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の利益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」という判断がなされたと評価した上で、その判断を尊重すべきである、と考えている（第一項一参照）のは、先行評釈の論者が、本件において、(a) そもそも「取引先など安定株主」は存在していないと考えているというより、もし存在しているとしても、本件においては「取引先など安定株主」を除かなくとも不「適切である」とはいえない、と考えているからであるといえるように思われる。

二 本件においても増加を阻害する対抗措置発動を可能ならしめる相手方株主は取締役以外にも存在はするかもしれないが除かなくとも不適切であるとはいえないという考え方

先行評釈の論者が実際に一（二）において述べたように考えているとしたら、それは以下の理由に基づいていると思われる¹¹⁵⁾。すなわち、先行評釈は一（一）において引用した箇所に引き続いて、本件において行われた「①市場買集めには」第二章において引用した「ような問題点」、すなわち、「対象会社の企業価値」「を低下させるような企業買収」を成立させるといった問題など（第二章第二節第一款第二項一（一）および（二））「があることに加えて、②真摯に

経営支配権の取得を目指す者であれば、大規模買付けは市場買集めではなく公開買付けによって行うことが、通常は合理的であると考えられるため¹¹⁶⁾(……)、市場買集めに対して「MoM 決議によって」「本件のような対抗措置の発動を許容したとしても、企業価値を向上させるような買収を阻害する効果は、大きくないと考えるためである」と述べる¹¹⁷⁾。このことからすれば、先行評釈の論者は、まさに(b)を前提にしている、といえよう。つまりは、そのことを前提にして、一(二)において述べたように考えているのであり、ひいては第一項一において引用したとおり述べているのである、といえるように思われる。

第三項 先行評釈についてのありうる説明に対する疑問

第二項において述べたように、先行評釈の論者は一般論としては、相手方の取締役のような対象会社取締役のみならず、同様に「株主としての見地からでな」い別の「動機から」「本件対抗措置に賛成する危険を否定できない」がゆえに、その議決権行使によって原告人らの経営支配権の取得による(対象)会社の企業価値の増加を阻害する「対抗措置発動議案の成立を」可能ならしめる相手方株主を除くことは適切である、と考えているといえよう。もっとも、本件においては、そのような相手方株主が存在しているかもしれないが、存在しているとしても、市場買集めに基づく原告人らの経営支配権の取得によって(対象)会社の企業価値が増加する可能性は低いことに鑑みれば、そのような相手方株主の議決権行使によって原告人らの経営支配権の取得による(対象)会社の企業価値の増加(向上)が阻害されることはないであろう、ということをも前提にして、原告人らおよび相手方の取締役を除いているにすぎない本件MoM要件による株主意思確認総会において、「原告人らが相手方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の利益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」という判断がなされたと評価した上で、その判断を尊重すべきである、と考えていると整理しうるように思われる。しかし、そのように整理しうる先行評釈

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（２）

に対しては疑問がある。以下においてはその疑問について述べる。

一 取締役が有する議決権を除外することが適切であるという箇所についての疑問

第一に、相手方「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」と指摘していたこと（第二章第二節第二款第二項一参照）との不整合が生じるように思われる。なぜならば、第二項において前述したとおり、先行評釈は、本件においては、市場買集めに基づく原告人らの経営支配権の取得によって（対象）会社の企業価値が増加する可能性は低いことに鑑みれば、そのような相手方株主の議決権行使によって原告人らの経営支配権の取得による（対象）会社の企業価値の増加が阻害されることはないであろう、ということ的前提にしていると整理しうる。その前提の下では、一般論としては、相手方「取締役およびその関係者」が「対抗措置に賛成」することによって（対象）会社の企業価値の増加を阻害する「対抗措置発動議案の成立を」可能ならしめるとして問題視する必要があるとしても（第一節第一款第二項参照）、本件においては、それを問題視する必要はない、ということになるであろう。さらに言えば、（対象）会社の企業価値が増加する可能性が低いのであれば、当該企業価値がき損（減少）する可能性が高い、ということになるかもしれない¹¹⁸⁾、もしそうだとすれば、むしろ問題視すべきではない、ということにもなるだろう。つまりは、先行評釈が重視するところの（第二章第二節第一款第二項一（二）など参照）、（対象）会社の企業価値のき損（減少）が防止されることによって効率が確保される可能性をできる限り高めるために、むしろ「本件議案の決議において、これらの者の有する議決権を除外」せずに賛成の議決権行使をさせるべきである、ということになるであろうからである¹¹⁹⁾。¹²⁰⁾¹²¹⁾

二 やはり安定株主は除くべき事案であったのではないかという疑問

第二に、先行評釈の論者からすれば、（一般論としてのみならず、）むしろ本件においてこそ、本高裁決定はそのような相手方株主が存在しているかどうかを

確認し、もし存在していたのであれば、本件株主意思確認総会において、原告人らおよび相手方取締役以外の相手方株主を除いてはしない（第一章第二節第一款参照）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は不合理であるといえる、と判示すべきであったとして、批判することになるはずである。そして、そうであるにもかかわらず批判がなされていない理由を説明することは難しいように思われる。以下においては、難しいように思われる理由について述べる。

（一） 先行評釈の追加的な引用とその整理

まず、先行評釈の論者は、本件のように市場買集めに基づく原告人らの経営支配権の取得によって（対象）会社の企業価値が増加する可能性は低いことに鑑みれば、そのような相手方株主の議決権行使によって原告人らの経営支配権の取得による（対象）会社の企業価値の増加を阻害することはないであろう、という前提に立っていると整理しうることについては繰り返し前述したとおりである（第二項、本項柱書、一）。もっとも、そのような本件については以下のとおり述べてもいる。

すなわち、「本件対抗措置では、一定の条件が満たされれば、本件新株予約権無償割当ての実行を留保することが定められていたが、その条件の中には、原告人「らが今後大規模買付行為等を実施しないことを誓約し、これを遵守することが含まれていた」ところ、原告人「らは、このような誓約をした場合には、今後、市場買集めだけでなく公開買付けをすることも制限されてしまうことから」、原告人「らの株主権を過剰に制限するものであり、それゆえ本件対抗措置は、相当性の要件を満たしていないと主張していた」。「本高裁決定は」「これをもって」原告人「らの株主権を過剰に制限するものとはいえないと判示している」¹²²⁾が、「もしも本高裁決定がいうように、『十分な情報と時間が確保できないこと』が本件対抗措置発動を必要とする理由であるとすれば」、原告人ら「による今後の大規模買付行為等を一般的に（『十分な情報と時間』を確保する形で行うか否かにかかわらず¹²³⁾）制限するような対抗措置がなぜ相当であるといえるのかという疑問が残るように思われる」。「むしろ」第一項一において

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（２）

引用した箇所のとおり、相手方「の利害関係のない出席株主は」、原告人らが相手方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。そうであるなら」、原告人「らが大規模買付行為等を行うことによって」、相手方「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のが」、相手方「の利害関係のない出席株主の意思なのであって、そのような株主の意思を尊重すべきであるという点こそが、前記の誓約を合理化する第一次的な理由とされるべきだったのではないか」¹²⁴⁾。

以上のとおり引用した箇所に鑑みれば、先行評釈の論者は、本件においては「市場買集めだけでなく公開買付けをすることも制限され」ることになる誓約に係る条件が存在していることをも踏まえて、本件 MoM 要件による本件株主意思確認総会において、相手方「の利害関係のない出席株主」が、原告人らが相手方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、と述べていると整理しうる。

（二） 批 判

しかし、第二項において前述したとおり、先行評釈においては、「本件のような場合（買付者が、① 対象会社の三分の一を超える株式を② 市場買集めによって買い付ける場合）」「以外の場合」、例えば、買付者が対象会社の三分の一を超える株式を部分買付けによって買い付ける場合に、当該部分買付けに対して「MoM 決議に基づく対抗措置を発動する余地を認める」とときには、「裁判所は、MoM 決議によって対抗措置発動が承認されたことをもって、ただちに、それが『株主の意思』であるから特段の事情がない限り尊重するという態度をとるのではなく、当該事案において、対抗措置発動の必要性および相当性が認められるかをより厳格に審査することが考えられる」とされていた（第二項一（一）参照）。この箇所からすれば、「市場買集めだけでなく公開買付けをすることも

制限され」ることになる誓約に係る条件が存在していた本件においては、本件 MoM 要件による本件株主意思確認総会において、相手方「の利害関係のない出席株主」が、原告人らが相手方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の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、ということにはならないように思われる。つまりは、そのような本件であるからこそ、「裁判所は、MoM 決議によって対抗措置発動が承認されたことをもって、ただちに、それが『株主の意思』であるから特段の事情がない限り尊重するという態度をとるのではなく、当該事案において、対抗措置発動の必要性および相当性が認められるかをより厳格に審査する」ことが適切であり、具体的には、「MoM 決議において、真に利害関係のない株主の多数の賛成が得られているか（取引先など安定株主のみの賛成が得られているかいないか）」「など、発動の決定過程の公正さを審理の対象とする」（第二項一（一）参照）ことが適切である、ということになるように思われるのである。

以上、先行評釈の論者からすれば、（一般論としてのみならず、）むしろ本件においてこそ、本高裁決定はそのような相手方株主が存在しているかどうかを確認し、もし存在していたのであれば、本件株主意思確認総会において、原告人らおよび相手方取締役以外の相手方株主を除いてはしない（第一章第二節第一款参照）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は不合理であるといえる、と判示すべきであったとして、批判することになるはずであり、そうであるにもかかわらず批判がなされていない理由を説明することは難しいように思われる。

- 53) なお、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」（平成20年6月30日）について解説している新原浩朗「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方——企業価値研究会報告書の背景と意味——」商事法務1842号（2008年）16頁～17頁は、「『企業価値、ひいては、株主共同の利益』についてであるが、『共同の利益』であるから、一人の株主の利益が改善されたとしても、他の多くの株主の利益が毀損する場合には、『株主共同の利益』が毀損されるという判断が成立することもあり得る。『ひいては』とは、「企業が生み出すキャッ

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（２）

シュフローの割引現在価値」と定義されている。「『企業価値』が増えることの結果、『株主共同の利益』が増えるという場合を想定している。これを判断基準とすれば、そもそも『株主共同の利益』が減少する決定は、本報告書では支持できないこととなる」と述べる。

本高裁決定が「企業価値のき損ひいては株主共同の利益を害することとなる」という語句を用いるに際して（最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁〔ブルドックソース事件最高裁決定〕なども同様の表現を用いている）、以上を参照したかどうかは明らかではない。しかし、もし参照しているのだとすれば、本文において述べたことはさらに補強されるかもしれない。

- 54) 後掲（注89）参照（「もっとも」以下で引用する文献参照）。
- 55) なお、第二章第二節第二款第二項において引用した指摘を行う先行評釈の論者は別稿において、「商法の法律論が、効率性を目的として行われれば——人々に不利益よりも多くの利益をもたらすような立法ないし法解釈を追求すれば——個人の効用、ひいては社会厚生は、一般に増加する傾向を持つと期待できる。それゆえ、商法の法律論は、基本的には効率性の実現を目的として行われるべきである。これは、効率性という価値基準を、法制度の究極的な目的としてではなく、社会厚生最大化という究極的目的に資するための手段的ないし中間的目的として、支持するものである」とも述べている。田中亘「商法学における法解釈の方法」山本敬三＝中川丈久編『法解釈の方法論——その諸相と展望』（有斐閣、2020年）189頁～190頁参照。
- また、「法の望ましきは、もっぱら、個人の効用の総和として表わされる社会厚生を基準に判断すべきであると考え」た上で、「企業価値は社会厚生の一部であるから、会社が企業価値を増進するように経営されることは、他者の効用を害しない限り、社会厚生を増進につながる」とも述べる。田中亘「株主第一主義の合理性と限界（下）」法律時報92巻7号（2020年）79頁～80頁参照。以上からすれば、この論者が本文において述べたような配慮の必要性を否定する、ということはないように思われる。
- 56) 前掲（注53）において引用した新原・前掲（注53）16頁～17頁によっても本文において述べたようにいえるかもしれない。なぜならば、同頁を参照すれば、「『企業価値』が増え」ない「ことの結果、『株主共同の利益』が増え」ないことによって、「（『企業価値』が増えることの結果、『株主共同の利益』が増えるという場合」と比較すれば）、『株主共同の利益』が減少する決定」がなされた」と評価しうるかもしれない状況に至るといえることがないようにする必要がある、ということになるであろうところ、もしそうだとすれば、それは本文において述べたことにほぼ等しいように思われるからである。
- 57) 本高裁決定は、前掲（注40）において引用した箇所を引き続き、そして、前掲（注35）において引用した箇所の直前において、「しかし、特定の株主による会社の経営支配権取得の現実的可能性が生じ、それによって会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることになるような場合に、それを防止するために行われる新株予約権無償割当て等の措置については、利益侵害を受けるおそれの

ある株主が、株主総会において、会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることを防止するために新株予約権無償割当て等の措置をとる必要があると判断し、かつ、新株予約権無償割当て等の措置が相当である場合（具体的には、〔1〕株主平等の原則に反せず、〔2〕緊急の事態に対処するためのものであり、〔3〕特定の株主の損害を回避するための措置がとられていることが必要である。）には、当該新株予約権無償割当て等は、専ら取締役等の経営支配権の維持等を目的として（又はそれを主要な目的として）されるものではなく、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を防止することを主要な目的としてされたものであり、『著しく不公正な方法』によるものではないと判断するのが相当である」と述べている。

この箇所と前掲（注35）および（注40）において引用した箇所とを併せ読めば、本高裁決定は以下のとおり考えていると整理しうるように思われる。すなわち、もし「利益侵害を受けるおそれのある株主が、株主総会において、会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることを防止するために新株予約権無償割当て等の措置をとる必要があると判断し」なかった場合には、本件新株予約権無償割当ては「著しく不公正な方法」により行われた、と（おそらくは）判示されることになろう。そして、そのように「判断し」なかったのであれば、そのことをもって「利益侵害を受けるおそれのある株主が」「特定の株主による会社の経営支配権取得」「によって」「会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることに」はならない、という判断したと評価しうるかもしれない（ただし第四章参照）。加えて、本高裁決定は、前段落において引用したとおり述べるにあたって、「会社の経営支配権取得」が市場買集めではない方法においてなされる場合に限定しているわけではない。したがって、その取得が市場買集めの方法によってなされる場合であっても（さらには本件市場買集めは強圧性の程度が高いとしても）、「会社の経営支配権取得」「によって」「会社の企業価値が」増加し、「ひいては株主の共同利益が」向上することがありうることを否定しているわけではない、ということになるように思われるのである（なお、田中亘『企業買収と防衛策』〔商事法務、2012年〕139頁は、「買収手法が強圧的であっても、企業価値を高める買収は当然考えられるし、逆に買収手法が強圧的でなくても、企業価値を下げる買収は考えられる」と述べる）。そして、本高裁決定が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ことにも鑑みれば、本高裁決定によれば、本文において述べたように配慮する必要がある、ということになるように思われる。

なお、本件が、原告人らが市場買集めの方法によって相手方の経営支配権を取得しようとしていることに鑑みて、原告人らが実際に経営支配権を取得すれば、相手方の企業価値が増加する可能性は低い（き損する可能性が高い）事案である、と考えていると整理しうる見解については、第二節第二款において引用・検討する。

58) なお、黒沼・前掲（注26）534頁は、（市場買集めの方法による経営支配権の取得についてではないが）「企業価値を増加させる公開買付けをできるだけ抑制しない

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（2）

配慮をしつつ強圧性への対処を検討」「することが重要であろう」とし、さらに、545頁～550頁においては市場買収（市場取引）の方法によって経営支配権が取得される場合についても言及している。

- 59) 後掲（注108）に対応する本文および同注において引用する田中・前掲（注6）34頁、39頁参照。
- 60) ただし、以上の点が妥当であるかどうかについては、第四章において後述する。
- 61) 前掲（注40）において引用した箇所を参照。
- 62) この点については、例えば、拙稿「手続的側面を重視した少数株主締め出し規制（一）」法学76巻2号（2012年）114頁以下、同「同（二）」法学76巻3号（2013年）254頁以下を参照。
- 63) M&A 指針39頁参照。
- 64) M&A 指針39頁（注71）参照。
- 65) MoM 条件の運用について、M&A 指針においては「組織再編等の一段階の取引により行われる場合には、例えば、株主総会において一定数以上の賛成の議決権行使が行われなかったことを当該組織再編に係る契約の効力の解除条件として設定することにより（株主総会の特別決議に係る決議要件を加重する定款変更を行うことなく）行うことが考えられる」ともされている。M&A 指針39頁（注72）参照。
- 66) M&A 指針4頁～9頁参照。
- 67) なお、M&A 指針においては、「現在の公開買付けの実務上、公開買付届出書の提出に際し、買収者との間で応募合意をした株主は、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件において賛成を確認する対象となる一般株主（分母となる「マイノリティ」）から一律に除外すべきとの運用が行われている。しかし、買収者との間で応募合意をした株主は、買収者と重要な利害関係を共通にする場合もあればそうでない場合もあるところ、後者の場合には、株式の売り手として利害関係を有する株主との真摯な交渉により応募合意に至ったことは、むしろ取引条件の公正さを裏付ける要素とも言い得るため、応募合意をしたことのみをもって当該株主を一律に賛成を確認する対象となる一般株主から除外する必要はない」とされている。M&A 指針39頁（注71）。この箇所からすれば、M&A 指針は、「買収者と重要な利害関係を共通にする」「買収者との間で応募合意をした株主は」、「一般株主から除外する必要」があることを否定しているわけではないといえよう。

このことに関連して、例えば、弥永真生「企業価値が増加する場合の株式買取価格の決定〔下〕」商事法務1968号（2012年）6頁～7頁は、「公開買付価格が公正な価格よりも低く設定されても、他の名目で埋合せを受けることができる株主が存在することには留意すべきである。たとえば、ニッポン放送株式会社についてフジテレビが行った公開買付けに、市場価格よりも低い公開買付価格であったにもかかわらず、講談社、電通、東京急行電鉄、東京電力、関西電力など少なからぬ企業が応じたという事案との関係で、東京電力の取締役の責任を追及する株主代表訴訟が提起されたが、東京地判平成一八年四月一三日判例タイムズ二二六号一九二頁およびその控訴審判決である東京高判平成一八年一〇月二五日資料版／商事法務二七四号二四

五頁は、大口顧客のフジサンケイグループとの良好な関係の維持が目的だったなどの事情を挙げて「不合理な選択とはいえないとして、損害賠償請求を棄却している。この裁判例にもあらわれているように、ある公開買付価格での公開買付けにある投資家が応じたとしても、その公開買付価格がその株式の価値と一致する、公正な価格であるという推定が当然に働くわけではないと考えられる」と述べている。このような企業が「買取者との間で応募合意をし」ていた場合は、「買取者と重要な利害関係を共通にする場合」であるといえるように思われる。

- 68) なお、アメリカ（デラウェア州）の裁判例には、（買取者ではない）一定の株主を MoM の分母に参入せずに MoM 条件が満たされたかどうかを判断するものがあることについては、拙稿「手続的側面を重視した少数株主締め出し規制（三・完）」法学77巻2号（2013年）211頁以下を参照。
- 69) 原告人らは、本高裁決定とは異なる意味で「一般株主」という単語を用いているものと思われる。すなわち、本高裁決定は、（定義がなされていないので、第二章第一節において引用した箇所を含め決定要旨全体から推測すれば）、強圧性を受けるとされている、「原告人らを除く」「相手方の株主ら」という意味で「一般株主」という単語を用いていると思われるが、原告人らは、本文中の以下において後述することからすれば、「株主としての見地」のみから「本件対抗措置に賛成する」かどうかを判断する株主、ということになるのか。
- 70) 本決定も引用する原決定「理由」第3の2（1）エ（ア）参照。ただし、分子である賛成票からのみならず、分母である出席株主からも除くと、MOM 要件は満たされている。
- 71) この点については、第二節第三款において後述する。
- 72) この点についても、第二節第三款において後述する。
- 73) ただし、原告人らは、そもそも原告人らを除くべきではない、という主張もしている。本決定も引用する原決定「理由」第3の2（1）エ（ア）などを参照。したがって、本文において引用・整理した主張は、主として、原告人らを除くのであれば、その他の相手方株主の一部を除くべきである、という主張にあたるといえよう。
- 74) 本高裁決定による付加訂正を文字通りに踏まえると「前記（ウ）」にあたる箇所は存在しないように読みうるが、おそらくは本文において述べるとおりであろう。
- 75) 前掲（注17）も参照。
- 76) この点については、後掲（注91）参照。
- 77) 前掲（注74）において述べたことと同様、本高裁決定による付加訂正を文字通りに踏まえると「前記」「（エ）」にあたる箇所は存在しないように読みうるが、おそらくは本文において述べるとおりであろう。
- 78) 本高裁決定は「前記」「（エ）」にあたると思われる箇所において（前掲（注77）参照）、その他の点についても判示している。それらの点の一部については、後掲（注93）や第四章などにおいて、あらためて引用・検討する。
- 79) 前掲（注35）も参照。
- 80) ただし、原告人らは「相手方の取締役が強圧性の問題に対処するために本件対応

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（2）

方針を導入したとの疎明はされていない旨を主張」していた。しかし、本高裁決定はその主張を退けている。

- 81) 本高裁決定はその他にも「その当時の原告人らの持株比率が過半数に達していなかったこと」をも踏まえているが、この点についての検討は後述する予定である。
- 82) そのような目的での株主意思確認総会においては、強圧性がある市場買集めを行っている「原告人ら及びその関係者」という相手方株主「に議決権を行使させることは適切とはいえず」ないから、原告人らを除くと決定することには問題がない、ということになるのであろう。
- 83) この点については、後掲（注91）参照。
- 84) 厳密には、「本件 MoM 要件」は、原告人らのみを除くという意味での「MoM 要件」ではなく、相手方の取締役をも除くという意味での「MoM 要件」である。
- 85) (イ)において整理したことからすれば、本高裁決定は、原告人らを除くことが一株一議決権の原則を定める会社法308条1項に反する可能性があることを否定しているわけではないであろう。前掲（注35）も参照。
- 86) ただし、第二款において述べたことからすれば（第二款第二項二（二）（エ）参照）、株主意思確認総会が「株式の売却の判断において強圧性が問題とされる株主において」、「本件対抗措置の発動の要否」など「について、その意向を確認する」という目的によるものではなかった場合には、不合理であるといえる、とされることにはなるように思われる。
- 87) なお、前掲（注55）および対応する本文において前述したことからすれば、第一の理由（増加阻害の防止）と第二の理由（き損の防止）は実質的には等しいものである。
- 88) 前掲（注57）において引用した箇所からすれば、本高裁決定が、その意向を確認すること自体を問題視することはないだろう。
- 89) さらに正確に言えば、「このような株主らが原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」（第二章第一節②参照）であろう。また、後掲（注93）において引用する箇所も参照。もっとも、この点については、後掲（注102）に対応する本文においてその一部を引用する田中・前掲（注6）36～37頁参照。また、本件において相手方の代理人を務めた者により執筆された太田・前掲（注6）20頁、22頁も参照。
加えて、前掲（注57）において引用した箇所からすれば、本高裁決定は「強圧性の存否にかかわらず、買収により企業価値・株主共同利益が害されるかについて株主の判断を尊重している」ように思われる。松下憲＝福田剛＝増野駿太＝西村智宏「買収防衛策に関する裁判所の判断枠組みと実務からの示唆〔中〕」商事法務2291号（2022年）50頁参照。
- 90) 強圧性があることに対処する方法として、本件のように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相手方株主の意思確認を行うとい

う方法を用いた場合であれば（第二章第二節第一款第二項二参照）、強圧性を受け
る株主であるかどうかのみに着目することはともかくとして（本文の以下参照）、
そのことにまずは着目すること自体は一応妥当であるともいえそうである（ただし
第五章参照）。

- 91) 前掲（注76）および（注83）において前述した別の（または追加的な）要素とし
て着目されるべきであるのは、この要素であるといえるように思われる。
- 92) なお、第二款において引用した箇所のうち「強圧性が問題とされる株主におい
て」という箇所に着目するとしても、本文において述べたことに変わりはない。な
ぜならば、本高裁決定が強圧性が問題とされる株主の意向確認を行うという目的に
よることを問題視しないのは（前掲（注82）および（注90）も参照）、強圧性がある
ことは問題視されるべきである、と考えているからであるはずである（第二章第
二節第一款第二項一（二）も参照）。そして、本高裁決定は、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は防止されるべきである、という「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（同、本章本節第一款第一項参照）。したがって、むしろ「強
圧性が問題とされる株主において」という箇所からすれば、本文において述べたと
おり、「相手方の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か否か」
を基準として自身の意向を示すかどうかは疑わしい相手方株主を除くことが適切で
ある、ということになるように思われるからである。
- 93) なお、本高裁決定は、「前記」「(エ)」にあたる（と思われる）箇所において、
「利益侵害を受けるおそれのある株主が、本件株主意思確認総会において、十分な
情報と時間を確保できないことが、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益
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「というべきである」とも述べている。しかし、（おそらく、強圧性
を受ける株主と同義であるということを前提にして用いられていると思われる）
「利益侵害を受けるおそれのある株主」のうちに「十分な情報と時間を確保でき
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」という意向を示すかど
うかは疑わしい者が存在するとすれば、その株主を除いた上でなければ、そのよ
うに「判断し」たということではできないのではないか。
- 94) 言い換えれば、（対象）会社の企業価値の増加を阻害することとなる「対抗措置
発動議案の成立」を可能ならしめる者である、ということになろう。前掲（注
55）および（注87）参照。
- 95) ただし、本文の以上において述べたことについては、第四章においてあらためて
検討を行う。
- 96) この点についても、第四章において検討を行う。
- 97) 確認したところ存在していなかったのであれば、不合理であるといえる、と判示
する必要はないということが否定されるものではない。
- 98) 不合理であるといえる、と判示した後は、原告人らが主張していたように（第一

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（２）

節第二款第一項参照)、裁判所はそのような相手方株主を除いて本件株主意思確認総会において相手方「の株主が本件対抗措置の発動を是とする判断を示したといえ」るかどうかを確認すべきであろう。

- 99) 前掲（注33）参照。
- 100) この点に関連して、田中・前掲（注6）35頁においては、本文において引用した箇所を引き続いて、「もっとも、本高裁決定の理由づけには、いくつか疑問点ないし検討を要する点がある」と述べる。具体的な疑問点ないし検討に係る箇所については、本文中のすぐ次（後掲（注102）に対応する本文）において引用するほか、後掲（注124）に対応する本文において引用する。もっとも、第一款において前述したことは疑問点として提示されていない。
- 101) 田中・前掲（注6）35頁参照。
- 102) そのように述べる具体的な理由については、前掲（注28）および田中・前掲（注6）36頁～37頁参照。
- 103) 前掲（注93）において引用した本高裁決定を参照。
- 104) 田中・前掲（注6）36頁参照。同・37頁も参照。
- 105) 後掲（注111）に対応する本文を参照。また、神田秀樹＝柳川範之＝神作裕之＝藤田友敬＝田中亘＝草野耕一＝大崎貞和「（座談会）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』について」ソフトロー研究12号（2008年）179頁〔田中亘〕も参照。
- 106) なお、一般論として、前掲（注105）において引用した先行評釈の論者のほかに同様の指摘をしているように思われるものとして、企業価値研究会・前掲（注53）13頁、神田ほか・前掲（注105）179頁～180頁、205頁～207頁参照。
- 107) この先行評釈において用いられている「MoM 決議」という用語については、前掲（注33）参照。
- 108) また、田中・前掲（注6）39頁、41頁も参照。なお、同・34頁においては、本文において引用した箇所を引き続き、「後者の場合には、純粋に投資リターンを求めて株式投資する株主が、株式を支配権プレミアム付きで売却する機会を奪うことになり、それは株式投資のインセンティブを損なって、資本市場の発展を阻害するおそれもあるだろう」と述べる。この点については、第四章において検討する。
- 109) 田中・前掲（注6）34頁参照。
- 110) 対象会社の三分の一を超える株式を買い付けるために部分買付けを含む公開買付けが開始されるような場合には、①に該当する場合であるが、②には該当しない場合である。
- 111) その他の点については、田中・前掲（注6）40頁参照。その一部については、後述する。
- 112) 以上、田中・前掲（注6）37頁～40頁参照。
- 113) なお、田中・前掲（注6）44頁～45頁（注71および注74）は、「取締役・経営陣」（「経営者株主」）「の保有株式」と「取引先などの保有株式」のような「安定株主の保有株式」とは同様に取り扱われるべきであるという考え方によっているといえそ

うである。

- 114) したがって、先行評釈の論者は、その他の点（前掲（注111）参照）にも併せ鑑みてではあろうが、株主意思確認総会において安定株主を除いてはならない MoM 要件をもって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は不合理であるといえる、と判示すべきであるという批判を一般論としては行うはずであるということになろう。ただし、前掲（注47）参照。
- 115) なお、本文の以下において引用する箇所は、前掲（注109）に対応する本文において引用した箇所についての直接的な理由（の少なくとも一部）であるにとどまらず、前掲（注101）および（注104）に対応する本文において引用した箇所についての理由でもあると思われる。
- 116) 詳細については、田中・前掲（注6）43頁～44頁（注59）参照。
- 117) 田中・前掲（注6）34頁参照。
- 118) 前掲（注55）参照。
- 119) 相手方「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」があることをむしろ利用して、「本件議案の決議において、これらの者の有する議決権を除外」せずに賛成の議決権行使をさせるべきである、ということになるように思われる。
- 120) なお、本高裁決定は、先行評釈とは異なり、本件が、原告人らが市場買集めによって相手方の経営支配権を取得しようとしていることに鑑みて、原告人らが実際に経営支配権を取得すれば、相手方の企業価値が増加する可能性は低い（き損する可能性が高い）事案である、と考えていないように思われる。前掲（注57）参照。
- 121) なお、先行評釈の論者は、別稿においては、買収者が市場買集めによって対象会社の経営支配権を取得しようとしている場合であっても、対象会社の企業価値が増加する可能性は低い（き損する可能性が高い）、とは必ずしもいえないことを示唆している。田中・前掲（注57）137頁～139頁、158頁、295頁（注61）参照。
- 122) 本高裁決定「理由」第3の2（3）ウ参照。
- 123) この先行評釈の論者は、市場買集めと比較する限りにおいて、公開買付けはある程度「十分な情報と時間」を確保する形で行われる場合がある、と考えているように思われる。田中・前掲（注5）10頁、同・前掲（注6）38頁～39頁参照。
- 124) 以上、田中・前掲（注6）36頁～37頁参照。