

# 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

伊 藤 吉 洋

## 目 次

- 一 序 論
  - (一) 本稿・別稿の概要
  - (二) 本稿・別稿の問題意識
  - (三) 本稿と別稿の関係性など
- 二 近時の裁判例と先行評釈類の整理
  - (一) 東京機械製作所事件各決定とその整理
  - (二) 東京機械高裁決定に係る先行評釈類とその整理
  - (三) 三ツ星事件各決定とその整理
  - (四) 三ツ星事件各決定に係る先行評釈類とその整理
- 三 総括など
  - (一) 総 括
  - (二) 別稿における検討の前提

## 一 序 論

### (一) 本稿・別稿の概要

本稿とそれに続く<sup>1)</sup>別稿は一連のものとして、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<sup>2)</sup>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）が臨時株主総会招集請求権を制約するものであったとしても、当該防衛策（対応方針とそれに基づく対抗措置）の内容<sup>3)</sup>の相当性が認められる、と判断されるべきである場合もあるはずであると主張するものである。条文との関係では、敵対的買収防衛策の実際の発動に際して用いら

れる差別的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は「著しく不正な方法により行われた場合」（会社法247条2号類推適用）には該当しないと結論づけるべきである場合も、株主平等原則を定める会社法109条のような「法令」「に違反する場合」（同法247条1号類推適用）には該当しないと結論づけるべきである場合もあるはずである（同法247条に基づいて差し止めるべきではない場合もあるはずである）と主張するものである。

## （二）本稿・別稿の問題意識

本稿・別稿における問題意識を、敵対的買収防衛策の発動についての差止事由該当性（会社法247条）を検討するにあたって依拠すべきであると考えられる観点を踏まえながら述べれば、以下のとおりである。

### （1）相当性概念の不明確さと予測可能性確保の必要性

これまでの議論においては、例えば、「近時の裁判例により、裁判所の相当性に関する考え方は相当程度明らかになったといえる。具体的には、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）、③買収を行った場合に生じる損害を買収者において事前に予見することができたか（予見可能性（危険の引受け））を考慮していると考えられる……」と述べる見解がある<sup>4)</sup>。

もっとも、この見解の後に公表された裁判例（三ツ星事件各決定。（三）（1）参照）を含めて「近時の裁判例」やそれらの裁判例に係る先行評釈類を整理すると、（詳細については二および三において後述するとおり、）特に①と②は並列的に取り扱われてはならず、いずれかをより重視している、という点で差異があるように思われる。そのような状況について十分な整理がなされていないならば、例えば、①について疑問がある事案ではあるが、その事案においては②に係る措置は講じられているという場合において、敵対的買収防衛策の内容の相当性が認められると判断されるかどうかを、買収者（および買収対象

会社）が予測することは容易ではないであろう。また、(②③に係る具体的な要素は〔一つの事案を除き〕各事案において大きな差異はないように思われるが)、①について回避するために遵守することが求められる条件は、近時の裁判例に係る各事案によってかなりの差異があるし、同じ条件についてもそれ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に関する各裁判例や先行評釈類の考え方（各裁判例に対する評価）には差異があるように思われる（詳細については二および三参照）。そのような状況においては、②よりも①が重視されることが分かっていたとしても、敵対的買収防衛策の内容の相当性が認められると判断されるかどうかを、買収者（および買収対象会社）が予測することはやはり容易ではないであろう。つまりは、①ないし③「を考慮している」ことは「近時の裁判例」を読めば容易に見てとれるとしても、そのことのみを持って「裁判所の相当性に関する考え方は相当程度明らかになった」とまではいえないように思われるのである。ひいては、敵対的買収防衛策の発動に際して用いられる差別的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が（会社法247条に基づいて）差し止められることになるかどうかについて買収者（および買収対象会社）が予測することは容易ではない状況にあるといえるように思われる。そのような状況においては、敵対的買収防衛策が差し止められることなく実際に発動されてしまうことなどを懸念する者が敵対的買収を開始することを躊躇する可能性もあろう。その結果、その買収の成功後に買収対象会社の企業価値が増加することとなるような敵対的買収が行われなくなってしまうこともあるかもしれない<sup>5)</sup>。

(2) 留保条件と企業価値をき損させる買収を頓挫させることの重要性など

(ア) 留保条件による企業価値のき損防止の観点の重要性

前述したとおり、①について回避するために遵守することが求められる条件のうち同じ条件についてもそれ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に関する各裁判例や先行評釈類の考え方（各裁判例に対する評価）には差異があるように思われる。もっとも、その条件が、（買収の成功後

に買収対象会社の企業価値が増加することとなるような敵対的買収が行われなくなってしまうという状況に至らしめるのであればともかくとして、) 買収の成功後に買収対象会社の企業価値がき損することとなるような敵対的買収が行われなくなるように機能しうるものなのであれば、その条件があることをもって敵対的買収防衛策の内容の相当性は認められない、と判断するべきではないであろう<sup>6)</sup>。ところが、買収対象会社の企業価値の増加の促進またはき損の防止という観点からして、その条件があることをもって防衛策の内容の相当性が認められない、と判断するべきでないかどうかについて、これまで明示的には検討されてこなかったように思われる(詳細については二および別稿参照)。

(イ) 株意思確認総会を経た防衛策における具体的な留保条件

また、「委任状勧誘戦によって対象会社の取締役を交替させる現実的な可能性があること」に鑑みて敵対的買収防衛策の適法性を判断する、というアメリカのデラウェア州の裁判例を紹介する先行評釈類もある<sup>7)</sup>。

この点について、留保条件のうち、臨時株主総会招集請求権、ひいては<sup>8)</sup>委任状勧誘を(永続的にではなく一定の期間)制約するという条件は<sup>9)</sup>、「委任状勧誘戦によって対象会社の取締役を交替させる現実的な可能性」を(少なくとも一定の期間)なくしてしまうものであろう。したがって、デラウェア州の裁判例と同様に判断するのであれば、その条件があることをもって敵対的買収防衛策の内容の相当性が認められない(ひいては敵対的買収防衛策は適法ではない)、と結論づけられることになるように思われる。

しかし、そのようなデラウェア州の裁判例においてその適法性が争われているのは、株主(意思確認)総会決議を経ずに、取締役会決議のみを経て発動する防衛策についてであると読みうる<sup>10)</sup>。他方で、本稿・別稿においての主たる検討対象である裁判例(東京機械製作所事件各決定および三ツ星事件各決定。

(三)(1)参照)における事案は、委任状勧誘戦も行われた上での株意思確認総会決議を(事後的には)<sup>11)</sup>経て発動する防衛策に係るものである。したがって、そのような事案においても、当然に「委任状勧誘戦によって対象会社の取締役を交替させる現実的な可能性があること」に鑑みて敵対的買収防衛策

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

の適法性を判断するべきである、ということは自明ではないように思われる。つまりは、臨時株主総会招集請求権、ひいては、委任状勧誘を（永続的にではなく一定の期間）制約するという条件があることをもって防衛策の相当性が認められない、と結論づけるべきであるかどうかは、（(ア)において前述した観点などをも踏まえながら）別途検討する余地があるように思われるのである<sup>12)</sup><sup>13)14)</sup>。ところが、当該条件についてのそのような検討<sup>15)</sup>はなされていないように思われる（詳細については二、三および別稿参照）。

### （三）本稿・別稿の関係性など

#### （1）本稿・別稿の関係性

（一）において述べたとおり主張するにあたって、まず本稿においては、株主意思確認総会を経た敵対的買収防衛策（そのうちいわゆる有事に導入されたもの）の内容の相当性が主要な争点とされ、しかも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<sup>16)</sup>最近の二つの事件に係る各決定（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整理を行う。そして、別稿においては、それらの裁判例および先行評釈類を検討し、（一）において述べたとおり主張する。

#### （2）二つの事件に係る各決定における事案の特殊性

本稿・別稿において整理・検討の対象とする二つの事件に係る各決定における事案は少なくとも2021年（令和3年）中の他の裁判例における事案とも差異があるし、二つの事件に係る各決定における各事案にも差異がある。当然のことながら、各裁判例は各事案の特殊性を踏まえているものであるから、それらの特殊性を全く踏まえることなく、各裁判例に係る決定要旨の一部を引用し、その整理・検討を行うことは望ましくない。反面、各決定要旨のうち、本稿の主たる検討対象である、臨時株主総会招集請求権に対する制約に係る箇所を引用し、詳細に整理することによって、各裁判所およびそれらに係る先行評釈類が着目している点を明らかにすることができ、その結果として、その制約と防

衛策の内容の相当性ととの関係性がある程度検討しやすくすることができる可能性はあろう。そこで、本稿においては、事案の特殊性の一部を踏まえつつ各決定要旨の一部について引用・整理を行うこととする（なお、別稿において踏まえるまたは踏まえないこととする事案の特殊性については、三（二）において後述する）。

## 二 近時の裁判例と先行評釈類の整理

### （一）東京機械製作所事件とその整理

#### （1）事案と各決定の概要

以下においては、まず東京機械製作所事件に係る事案と各決定の概要について述べる<sup>17)</sup>。

#### （ア）事案の概要

取締役会設置会社であるY株式会社（債務者、相手方）は、新聞用輪転機などの諸印刷機械の製造販売などを目的とする株式会社であり、その株式は東京証券取引所に上場していた。X 1（債権者、原告人）は有価証券の取得・保有などを目的とする株式会社であり、X 2株式会社（債権者、原告人）はX 1社の完全子会社であった（以下、「Xら」という）。

Xらが令和3年6月9日から市場内取引（立会取引）によるY社株式の共同取得（以下、「市場買集め」という）を開始したところ、Y社取締役会は、同年8月30日、Xらに対し、同月6日のY社取締役会で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）に基づいて対抗措置（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、株主意思確認総会を開催し、同総会で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（同総会で本件対抗措置の発動が承認されない場合には、その発動を中止する）ことは適当であること、同総会における決議要件をXらおよび（Y社株主でもあった）Y社取締役ならびにそれぞれに関係

## 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

する者として独立委員会が認める者を除く Y 社の出席株主の議決権の過半数とすること（以下「(本件) MoM 要件」という）が相当であるとした独立委員会の勧告を受けて、Y 社取締役会は令和 3 年 10 月 22 日、Y 社臨時株主総会（以下、「本件株主意思確認総会」という）で、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（本件株主意思確認総会の議決権行使のための基準日は同年 9 月 14 日であり、同日時点の X らの Y 社株式に係る株券等保有割合は 39.94% であった）。その結果、本件議案は X らおよび Y 社取締役を除く出席株主の議決権の過半数の賛成で可決された。

X らは、Y 社に対し、本件新株予約権無償割当てについて、著しく不公正な方法により行われるものである旨などを主張して、会社法 247 条 2 号など（類推適用）に基づき、これを仮に差し止めることを求めた。

### (イ) 各決定の概要

東京地方裁判所は、X らの申立てを却下したので（東京地決令和 3 年 10 月 29 日金融・商事判例 1641 号 30 頁。以下、「東京機械地裁決定」という）、これに不服の X らが抗告を提起したが棄却された（東京高決令和 3 年 11 月 9 日金融・商事判例 1641 号 10 頁。以下、「東京機械高裁決定」という）。その後、最高裁判所も X らの抗告を棄却している〔最決令和 3 年 11 月 18 日金融・商事判例 1641 号 48 頁。以下、「東京機械最高裁決定」という〕。

### (2) 東京機械地裁決定とその整理

以下においては、東京機械地裁決定の決定要旨の一部を引用し、その整理を行う。

#### (ア) 東京機械地裁決定（その 1）とその整理

##### (a) 決定要旨（その 1）

「株主平等の原則は<sup>18)</sup>、個々の株主の利益を保護するため、会社に対し、株主をその有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱うことを義務付けるものであるが、個々の株主の利益は、一般的には、会社の存立、発展なしには考えられないものであるから、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、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ような場合には、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、これを同原則の趣旨に反するものということとはできない。そして、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値が毀損され、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否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、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しなかったり、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存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである」(ブルドックス事件最高裁決定参照<sup>19)</sup>)。

(b) 決定要旨(その1)の整理

(a)において引用した箇所からすると、東京機械地裁決定は、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されること」を防止するために「当該株主を差別的に取り扱」うということが「株主平等の原則」「の趣旨に反するもの」であるかどうかは、「当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くもの」であるかどうかという基準によって審査すべきである、と考えていると整理しえよう。また、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値が毀損され、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否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものである」し、その「判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重される」とされているにとどまる。つまり、「害されること」を防止するために「当該株主を差別的に取り扱」うということが「株主平等の原則」「の趣旨に反するもの」であるかどうかについては、「害されること」を防止するために「当該株主を差別的に取り扱」う必要がある、という株主の判断がなされていたといえるとしても<sup>20)</sup>、その判断のみを尊重するとまではされていないのである<sup>21)</sup>。そして、「当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くもの」であるかどうかという基準によって裁判所自らも追加的に審査する、と考えられ



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

ていると読みうるのである。

(イ) 東京機械地裁決定（その2）とその整理

(a) 決定要旨（その2）と関連する認定事実

(a) 決定要旨（その2）

（ア）において引用・整理した「衡平の理念に反し、相当性を欠くもの」であるかどうかという基準を本件事案に対して用いた箇所は以下のとおりであるといえよう。

「そうすると、本件新株予約権無償割当ては、Xら及びその関係者も意見を述べる機会があった本件株主意思確認総会における議論を経て、XらによるY社株式の上記買付行為によって相応の強圧性を受けるXら以外の株主らのほとんどが、Xらによる経営支配権の取得に伴うY社の企業価値の毀損を防ぐために必要な措置として是認したものといえることができる。そして、Xらは、前記（1）イ（イ）のような本件対応方針の仕組み及び本件対抗措置（その発動としての本件新株予約権無償割当て）の内容等に照らし、本件新株予約権無償割当てによる不利益を可及的に免れる余地があったといえる。これらの事実を鑑みると、Xらが受ける上記（ア）の影響を考慮しても、本件新株予約権無償割当てが、衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められない。」

「したがって、本件新株予約権無償割当ては、株主平等原則の趣旨に反するものではなく、法令又は定款に違反しないというべきである。」<sup>22)</sup>

(β) 関連する認定事実

（a）において引用した箇所と関連して、東京機械地裁決定における裁判所は以下のとおり事実認定をしている。

すなわち、「このほか、Y社取締役会が、本件新株予約権無償割当ての効力発生日までに、本件新株予約権無償割当ての必要がなくなったと判断したときは、独立委員会の意見を最大限尊重した上で、本件新株予約権無償割当ての実行を留保又は中止することが予定され、例えば、〔1〕非適格者が、今後本件対応方針に定義される大規模買付行為等（当該定義における「議決権割合」又は「株券等保有割合」の『20%』については『32.72%』<sup>23)</sup>に読み替えられる。）を

実施せず」(以下、「(公開買付けによるものを含む) 今後大規模買付け行為等を実施することを制約する留保条件」という)、「かつ、[2] Xらの株券等保有割合(非適格者を共同保有者とみなして算定を行う等の所要の調整を行うものとされている。)を、本件対抗措置が決議された令和3年8月30日から6か月以内に32.72%以下まで減少させる(当該期間においては、臨時株主総会招集請求権を行使しない)ことを誓約する旨の書面を差入れ、当該誓約書を遵守する限りにおいては、独立委員会による勧告に基づき、本件新株予約権無償割当ての実行(すなわち、本件新株予約権無償割当ての効力を発生させること)を留保するものとされた」と認定されている(同地裁決定「認定事実」4(2))(以下、「6か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」と「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」という)。(なお、以上は、東京機械高裁決定においても引用されている[同高裁決定「理由」第3の2(2)]。)

(b) 決定要旨(その2)の整理

(a) 整理(その1)

(a)(a)において引用した箇所のうち「これらの事実」には、「本件新株予約権無償割当ては、Xら及びその関係者も意見を述べる機会のあった本件株主意思確認総会における議論を経て、XらによるY社株式の上記買付け行為によって相応の強圧性を受けるXら以外の株主らのほとんどが、Xらによる経営支配権の取得に伴うY社の企業価値の毀損を防ぐために必要な措置として是認したものである」という事実(実質的には評価)も含まれていると読みうる。したがって、東京機械地裁決定は、当該事実にも着目して、「本件新株予約権無償割当てが、衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められない」と判断したと読みうるであろう。つまりは、この事実自体は「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値が毀損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されること」を防止するために「当該株主を差別的に取り扱う必要がある、という株主の判断そのものであるといえるように思われるところ、「当該株主を差別的に取り扱う」ということが「株主平等の原

則]「の趣旨に反するもの」であるかどうかを判断するにあたっては、その株主の判断のみを尊重してはいないものの（(ア) (b) 参照）、「株主平等の原則]「の趣旨に反するもの」であるかどうかを判断するにあたっての基準である「当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くもの」であるかどうかを判断するにあたっては着目しているのである。

(β) 整理（その2）

また、「前記（1）イ（イ）のような本件対応方針の仕組み及び本件対抗措置（その発動としての本件新株予約権無償割当て）の内容等に照らし、本件新株予約権無償割当てによる不利益<sup>24)</sup>を可及的に免れる余地があったといえる」ということも踏まえて、「これらの事実を鑑みると、Xらが受ける上記（ア）の影響<sup>25)</sup>を考慮しても、本件新株予約権無償割当てが、衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められない」と判示している。そして、「前記（1）イ（イ）」においては、「本件対応方針の仕組み及び本件対抗措置（その発動としての本件新株予約権無償割当て）の内容等」として、(a) (β)において引用した認定事実も挙げられていたところである。加えて、本件対応方針が、いわゆる事前警告型買収防衛策<sup>26)</sup>であり、対抗措置において買収者（非適格者）に無償で割り当てられることとなる第2新株予約権には差別的行使条件および取得条項が付されていること（ひいては、いわゆる損害軽減措置〔一（二）（1）②参照〕が用意されていること<sup>27)</sup>）など<sup>28)</sup>も「前記（1）イ（イ）」において挙げられていた。

以上からすると、東京機械地裁決定において裁判所は、「Xらの株券等保有割合を、本件対抗措置が決議された令和3年8月30日から6か月以内に32.72%以下まで減少させる（当該期間においては、臨時株主総会招集請求権を行使しない）ことを誓約する旨の書面を差入れ、当該誓約書を遵守する」という「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」およびその他の留保条件を満たすことは可能である（不可能ではない）ことなどに鑑みて、「本件新株予約権無償割当てによる不利益を可及的に免れる余地があった」と判断していると整理しえよう<sup>29)</sup>。さらに、その「余地があった」という「事実

に鑑み」て、「本件新株予約権無償割当てが、衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められない」と判断していることからすれば、「相当性を欠く」かどうかの判断にあたって、当該留保条件を満たさなければ「本件新株予約権無償割当ての実行（すなわち、本件新株予約権無償割当ての効力を発生させること）」が留保されず、実際に実行がなされることを何ら問題視していないとも整理しえよう<sup>30)</sup>。そして、そのように問題視していないのは、その「余地があった」という「事実」を導出するにあたって、当該留保条件を満たすことは可能である（不可能ではない）ことのみならず、損害軽減措置が用意されていることも挙げられていることからすれば、当該留保条件を満たすことは可能であるにもかかわらず、自らの判断で満たさなかつたのであるし、その場合に本件新株予約権無償割当てが実行されたとしても、損害軽減措置が用意されており、やはり<sup>31)</sup>「不利益を可及的に免れる」ことができる、という点を重視しているからであると思われる。

### (3) 東京機械高裁決定とその整理

以下においては、東京機械高裁決定の決定要旨の一部を引用し、その整理を行う。

#### (ア) 決定要旨（その1）とその整理

東京機械高裁決定は、同地裁決定のうち（2）（ア）において引用した箇所を引用することなく、自ら以下のとおり判示している<sup>32)</sup>。

すなわち、「個々の株主の利益は、一般的には、会社の存立、発展なしには考えられないものであるから、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展が阻害されるおそれが生ずるなど、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ような場合は、それを防止するために当該特定の株主を差別的に取り扱ったとしても、その差別的取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、株主平等の原則に反するものとはいえない。そして、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることになるか否かについて

## 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整理

は、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、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存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである」(ブルドックソース事件最高裁決定参照)。

以上からすると、東京機械高裁決定は、結局のところ、(2)(ア)において整理した同地裁決定とほぼ同様に考えていると整理しえよう<sup>33)</sup>。

### (イ) 決定要旨(その2)とその整理

#### (a) 決定要旨(その2)

(ア)において引用・整理した「衡平の理念に反し、相当性を欠くもの」であるかどうかという基準を本件事案に対して用いた箇所は以下のとおりであるといえよう。

「そして、前記アで説示したとおり、特定株主に対する差別的取扱いが衡平の理念に反し、相当性に欠けるものでない限り、そのような差別的取扱いは、株主平等の原則に反するものとはいえないと解されるどころ、前記(2)で説示したとおり、本件対応方針は、一定の条件を満たせば、本件対抗措置を発動することがあり得ることを事前に警告した上で、差別的行使条件及び差別的取得条項が付された新株予約権無償割当てを実施するものであるところ、Xらが一定の条件<sup>34)</sup>を満たした誓約書をY社に提出し、これを遵守すれば、その実行を留保するものとされ、Xらが自らの判断で本件対抗措置の不利益<sup>35)</sup>を回避し得るものとされている。そして、前記(2)イ「原決定の付加訂正」(イ)で加えた説示のとおり<sup>36)</sup>、本件対応方針は、Xらにおいて、投資を回収しその経済的損失を回避することが可能な仕組みとされている。

したがって、Xらに対する上記の差別的取扱いが、衡平の理念に反し、また、相当性を欠くものであるとは認められない。」

#### (b) 決定要旨(その2)の整理

「したがって」という接続詞に鑑みれば、「Xらに対する上記の差別的取扱いが、衡平の理念に反し、また、相当性を欠くものであるとは認められない」と

結論づけるにあたって理由として挙げられているのは、「Xらが一定の条件を満たした誓約書をY社に提出し、これを遵守すれば、その実行を留保するものとされ、Xらが自らの判断で本件対抗措置の不利益を回避し得るものとされている<sup>37)</sup>」ことと「本件対応方針は、Xらにおいて、投資を回収しその経済的損失を回避することが可能な仕組みとされている」こと（いわゆる損害軽減措置が用意されていること<sup>38)</sup>）とが挙げられていると整理しえよう。このことからすれば、東京機械高裁決定も、同地裁決定と同様に、当該留保条件を満たすことは可能である（不可能ではない）し、満たさなければ「差別的行使条件及び差別的取得条項が付された新株予約権無償割当て」の実行（実施）が留保されず、実際に実行がなされることを何ら問題視していないとも整理しえよう<sup>39)</sup>。そして、これについても地裁と同様に、そのように問題視していないのは、「Xらに対する上記の差別的取扱いが、衡平の理念に反し、また、相当性を欠くものであるとは認められない」と結論づけるにあたって、「Xらが自らの判断で本件対抗措置の不利益を回避し得るものとされている」ことのみならず、いわゆる損害軽減措置が用意されていることも挙げられていることからすれば、当該留保条件を満たすことは可能であるにもかかわらず、自らの判断で満たさなかったのであるし、その場合に本件新株予約権無償割当てが実行されたとしても、損害軽減措置が用意されており、まさに「投資を回収しその経済的損失を回避<sup>40)</sup>することが可能である」という点を重視しているからであると思われる<sup>41)</sup>。

(ウ) 決定要旨（その3）とその整理

(a) 決定要旨（その3）

(ア) において引用・整理した「衡平の理念に反し、相当性を欠くもの」であるかどうかという基準に関連して、東京機械高裁決定は、(イ)において引用した箇所に引き続いて、以下のとおりXらの主張に答えてもいる。

すなわち、「Xらは、本件対応方針は本件新株予約権無償割当てを中止する条件として、Xらが本件対応方針の導入公表前に取得していたY社株式に係る株券等保有割合34.71%を6か月以内に32.72%まで低下させることを求め、ま

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整理

た、当該期間においては臨時株主総会招集請求権（会社法297条）を行使しないことを誓約し、遵守すること、さらに、Xらが今後大規模買付行為等を実施しないことの誓約も求めているが、この大規模買付行為には、公開買付け（TOB）の開始を含むとされているから、Xらがたとえ市場内取引による取得から公開買付けに移行したとしても、少数株主権の制限、将来的なXらの持株比率の低下を生じさせるものであって、Xらの株主権を過剰に制限する効果が生じるものであるから、株主平等原則の例外要件である相当性の要件を充たさない旨主張する。

しかし、本件対抗措置では、非適格者が、今後、株券等保有割合が32.72%以上となる大規模買付行為等を実施せず、かつ、Xらの株券等保有割合を、本件対抗措置が決議された令和3年8月30日から6か月以内に32.72%以下まで減少させることを誓約する（当該猶予期間においては、臨時株主総会招集請求権を行使しない<sup>42</sup>）ことを誓約する旨の書面を差入れ、当該誓約の内容を遵守する場合には、本件新株予約権無償割当ての実行を留保するものとされており（認定事実4（2））、上記書面をY社に差し入れた場合には、上記猶予期間内に限り、株主総会招集権が制約されるにすぎず（上記書面を差し入れなかった場合には、Xらの少数株主権は制約を受けない。）、これをもって株主権の過剰な制限であるとまではいえない。

そして、本件対応方針（原決定別紙3）によれば、既に具体化している大規模買付行為等が企図されなくなった後においては、本件対応方針の適用は想定されておらず、また、Y社取締役会において、企業価値ひいては株主の共同利益の向上等の観点から、独立委員会の意見も踏まえ、本件対応方針を随時見直し、本件対応方針の変更の余地を認めているから、Xらが市場内取引による取得から公開買付け（TOB）に移行した場合においても、将来的にXらの持株比率が低下することが確実であるとまではいえず、これをもってXらの株主権を過剰に制限するものであるともいえない<sup>43</sup>。

したがって、Xらの上記主張は採用することができない。」

(b) 決定要旨（その3）の整理

(a) において引用した箇所を整理すれば、以下のとおりになるように思われる。

(a) 整理（その1）

第一に、東京機械高裁決定が「これをもって株主権の過剰な制限であるとまではいえない」と述べるにあたって挙げられている「上記猶予期間内に限り」という文言のみに鑑みれば、それを超える期間の「臨時株主総会招集請求権」に対する制約、すなわち、それを超える期間の「臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件」を満たすように強いることは、「株主権を過剰に制限する」といえると判断される可能性はないわけでないといえよう。ただし、「上記猶予期間内に限り、株主総会招集権が制約されるにすぎず」という語句には、(β)において整理する括弧書きが付されている。したがって、結論として、「株主権を過剰に制限する」とはいえると判断されるかどうかは、当該括弧書きの内容についても整理した上で考える必要がある。

(β) 整理（その2）

第二に、東京機械高裁決定は「(上記書面を差し入れなかった場合には、Xらの少数株主権は制約を受けない。)」とも述べているところ、確かに、上記書面を差し入れなければ、「(株主総会招集権」という)少数株主権の行使は、上記書面（誓約書）によっては制約されないことになるであろう。しかし、上記書面を差し入れなければ、当該留保条件を満たさないことになり、「差別的行使条件及び差別的取得条項が付された新株予約権無償割当て」((イ) (a) 参照)が実行(実施)されることになる<sup>44)</sup>。そうであるにもかかわらず、「これをもって株主権の過剰な制限であるとまではいえない」と述べていることからすれば、東京機械高裁決定において裁判所は、「Xらが自らの判断で」((イ) (a) 参照)少数株主権の行使が上記書面（誓約書）によっては制約を受けないという状況を確保することは可能であるし、しかも、その結果として「差別的行使条件及び差別的取得条項が付された新株予約権無償割当て」が実行されたとしても、((a)において引用した箇所では損害軽減措置に対する言及がなさ



## 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整理

れていないが、言及がなされている（イ）（a）と併せ読めば、）損害軽減措置が用意されている、という点を重視していると言えるかもしれない。つまりは、当該留保条件が満たさなければ「差別的行使条件及び差別的取得条項が付された新株予約権無償割当て」の実行（実施）が留保されないということを買収者が懸念してその留保条件を満たさざるをえないと考えた結果、当該留保条件を満たすように強いられることになるという状況自体を想定しておらず、実際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（上記書面を差し入れずに）、その結果として当該実行がなされてしまう状況に至ることがありうることを前提にして、実行された場合には損害軽減措置が用意されているかどうかを重視している、と整理しうるかもしれない<sup>45)</sup>。

### （γ）整理（その3）

（β）において述べたとおり整理しうるとして、その整理と（a）において行った整理との関係性についてさらに整理すれば以下のとおりになるうか。

すなわち、東京機械高裁決定において裁判所は、そもそも上記書面をY社に差し入れれば、上記猶予期間に限り臨時株主総会招集請求権という少数株主権の行使が制約されることになるが、そもそもその猶予期間に限ってですら制約されたくないのであれば「Xらが自らの判断で」当該権利の行使が上記書面（誓約書）によっては制約を受けないという状況を確保することも可能であるし、しかも、その結果として「差別的行使条件及び差別的取得条項が付された新株予約権無償割当て」が実行されたとしても、損害軽減措置が用意されている、という点に鑑みれば、実際に実行がなされることを何ら問題視していない、と言えるかもしれない。以上からすれば、（イ）（b）において整理したのと同様に、本件新株予約権無償割当てが実行されたとしても、損害軽減措置が用意されており、まさに「投資を回収しその経済的損失を回避することが可能である」、という点を重視しているといえるのではないだろうか<sup>46)</sup>。結局のところ、「上記猶予期間に限り」という語句は重要視されておらず、ひいては、（a）において述べた上記猶予期間を超える期間の『臨時株主総会招集請求権』に対する制約、すなわち、それをを超える期間の「臨時株主総会招集請求権を制約する

留保条件」を満たすように強いることは、「株主権を過剰に制限する」といえると判断されるということはないようにも思われる<sup>47)</sup>。

## (二) 東京機械高裁決定に係る先行評釈類とその整理

以下においては、東京機械高裁決定に係る先行評釈類のうち、(臨時株主総会招集請求権に係る制約に関連する) 委任状勧誘に係る制約について言及しているともいえる見解<sup>48)</sup>について引用・整理を行う。

### (1) 先行評釈類 (その1) とその整理

#### (ア) 先行評釈類 (その1)

(一) において引用・整理した東京機械高裁決定については以下のような先行評釈類がある。すなわち、「裁判所は、端的に、TKS」(Y社)「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、ADC ら」(X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』と認めるべきであった<sup>49)</sup>。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」。

そして、「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、ADC 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、前述のとおり「『認めるべきである。そうであるなら、ADC らが大規模買付行為等を行うことによって、TKS 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、TKS 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』と述べる<sup>50)</sup>。

## 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

### (イ) 先行評釈類（その１）の整理

もし（ア）において引用した箇所のみを理由として、「前記の誓約があっても本件対抗措置の内容の相当性は認められると判断するべきであったと考える」（（２）（ア）参照）という結論を導出しているのであれば、この見解の論者は、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際の株主の意思を特定した上で（本件対抗措置発動の必要性が認められるかどうかについてはその意思を尊重し、さらには、）その意思のみを尊重して本件対抗措置の内容の相当性が認められるかどうかについて判断する、という枠組みによっていると整理しうることになる<sup>51)</sup>。

### (2) 先行評釈類（その２）とその整理

#### (ア) 先行評釈類（その２）

ところがこの論者は、（１）（ア）において引用した箇所に引き続いて以下のとおりに述べる。すなわち、「裁判所は、その点に加えて、今後、TKS の取締役会が本件対応方針を変更すれば、ADC らは大規模買付行為等を行うことが可能であり、そして、ADC らは、TKS の株主総会で委任状勧誘戦を行い、TKS の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させることを通じて、TKS の株主の多数の支持を得て TKS の経営支配権を取得する途がなお開かれているという点をも考慮して、前記の誓約があっても本件対抗措置の内容の相当性は認められると判断するべきであったと考える」<sup>52)</sup>。

### (イ) 先行評釈類（その２）の整理

#### (a) 整理（その１）

「その点に加えて」という語句からすると、（１）（ア）において引用したことのみならず、「なお開かれているという点」にも鑑みて、「前記の誓約があっても本件対抗措置の内容の相当性は認められると判断するべきであった」という結論を導出しているといえよう。したがって、この見解の論者は、対抗措置

の発動に係る承認議案が可決されるに際して示されたと特定した株主の意思のみを尊重して本件対抗措置の内容の相当性が認められるかどうかについて判断する、という枠組みではなく（(1) (イ) 参照）、その意思のみならず、「なお開かれている」かどうかにも着目して、本件対抗措置の内容の相当性が認められるかどうかについて判断する、という枠組みによって整理しうることになろう<sup>53)</sup>。つまりは、前述のとおり特定した株主の意思を尊重するがゆえに、（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が存在していたとしても、そのことのみをもって本件対抗措置の内容の相当性は認められない、ということはない（その条件を合理化しうる）が、「開かれていな」という場合については、「開かれていな」という状況に至らしめることとなる対抗措置であることを前提にして〔理解して〕その意思が示されたといえるとしても）その意思を尊重することはなく、「なお開かれている」かどうかに着目して対抗措置の内容の相当性が認められるかどうかについて判断するという枠組みによって整理しうることがゆえに、この見解の論者によれば、実際に「開かれていな」い場合には、「開かれていな」ということのみをもって対抗措置の内容の相当性は認められない、とされるであろう。

ただ、そのように考えているとして、「なお開かれている」ことに着目すべき理由については明らかにされていない<sup>54)</sup>。

(b) 整理（その2）

（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に係る書面を差し入れなければ、その後大規模買付行為等を実施することについての制約を受けないことになろう。他方で、当該書面を差し入れなければ、当該留保条件を満たさないことになり、（その後大規模買付行為等を実施しようがしまいが）「ADC らが大規模買付行為等を行うことによって、TKS 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」を「一般的に防止する」ためにも（(1) (ア) 参照）、買収者に（その後のそれが軽減されるかどうかはともかくとして、いったんは）損害を生じさせることとなる（といえるかもしれない）「差別的行使条件及び差別的取得条項が付され

た新株予約権無償割当て」が実行（実施）されることになる。実際に実行（実施）された場合には損害軽減措置が（本件におけるように用意されているのであれば）利用されることとなるはずであるところ、この論者は、少なくとも（１）（ア）および（２）（ア）において引用したとおり自身の見解を示すに際して、（東京機械地裁決定および高裁決定が、それが用意されている、という点を重視しているといえるかもしれない〔（一）（２）（イ）（b）および（３）（ウ）（b）参照〕、）そのような損害軽減措置には言及していない。その理由は明示されてはいないが、以下のとおりその理由を推測しうるかもしれない。

すなわち、まず、「ADC らが大規模買付行為等を行うことによって、TKS 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、TKS 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」ということのみならず、以下にも鑑みることで<sup>55)</sup>、（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自体は許容されるものであるといえる。なぜならば、買収者が当該留保条件に係る書面を差し入れることによってそのような制約をいったんは受けることになったとしても、差し入れることによって無償割当ての実行は留保されるし、さらには、受けた制約をなくしたいと考えるのであれば、（ア）のとおりに「なおも開かれている」場合には、（無償割当ての実行が留保または中止されている状況で臨時株主総会を招集するなどして、）取締役選解任議案に係る「委任状勧誘を行い」、「取締役の過半数を自己を支持する者に交替させることを通じて」「本件対応方針を変更」させることによって、（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にに係る制約をなくす（ひいては大規模買付行為等を実施できるようにする）ことは可能である。つまりは、買収者は、今後大規模買付行為等を実施することをいったんは制約されたとしても、事後的に委任状勧誘を通じてその制約をなくし（「本件対応方針を変更し」、）実行（実施）されれば買収者に（その後のそれが軽減されるかどうかはともかくとして、いったんは）損害を生じさせることとなる（といえるかもしれない）無償割当ての実行（実施）によって損害を生じさせ

られることなく大規模買付行為等を再開することができるという状況を確保しうる途が残されているのであるからである。そうであるにもかかわらず、買収者が（いったんですら制約されることを拒むために）当該書面を差し入れないという選択をした場合には、（大規模買付行為等をしようがしまいが、「ADC」らが大規模買付行為等を行うことによって、TKS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」を「一般的に防止する」ためにも、そして、もし損害軽減措置が（本件とは異なり）用意されていないとしても、買収者に（その後のそれが軽減されることなく、）損害を生じさせることとなる無償割当てを実行（実施）することは許容される、と考えているといえるかもしれない。もしそうだとすれば、この論者が、少なくとも（1）（ア）および（2）（ア）において引用したとおり自身の見解を示すに際して、そのような損害軽減措置には言及していないのは、損害軽減措置が用意されているかどうかにかかわらず、（ア）のとおり「なおも開かれている」場合には、「前記の誓約があっても本件対抗措置の内容の相当性は認められると判断するべきであったと考え」ている、という理由によるといえるかもしれない<sup>56)57)</sup>。

なお、実際に以上のようにいえるとすれば、この論者の考え方は、損害軽減措置が用意されていることを重視していると整理しうる（（一）（2）（イ）（b）および（3）（ウ）（b）参照）東京機械地裁決定および高裁決定の考え方とは異なるものであるということになろう。

#### （ウ） 先行評釈類における認識について

なお、この論者は、「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、その理由づけを含めて基本的に妥当であり、支持すべきものと考えられる」と述べている<sup>58)</sup>。しかし、東京機械製作所事件においては、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が存在していた。したがって、（たとえ「X」らの株券等保有割合を、本件対抗措置が決議された令和3年8月30日から6か月」経過する前に「32.72%以下まで減少させ」たとしても、定時株主総会が6か月以内に開催されることが予定されていない以上<sup>59)</sup>、また、臨時株主総会の招集が対象会社（Y社）側などからなされない限りは、）6か月間

## 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整理

は株主総会が開催されないであろうから、そもそもその期間には取締役選解任議案に係る「委任状勧誘を行」うことはできる状況ではなかった。そのような状況においては、「なお開かれている」とはいえない（「なお開かれている」かどうかという基準が満たされていない）ことになりそうである。

そうであるにもかかわらず、この論者が「本高裁決定の判断は」「基本的に妥当であり、支持すべきものとする」と述べていることに鑑みれば、株主意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てからすぐに「なお開かれている」かどうかを基準とするのではなく、取締役会において対抗措置の発動が決議されてから6か月が経過した後に「なお開かれている」かどうかを実際の基準として、本件対抗措置の内容の相当性が認められるかどうかについて判断する、という枠組みによっている、と整理するのが正しいかもしれない<sup>60)</sup>。ただ、もしそうだとすると、6か月が経過した後に「なお開かれている」かどうかを基準とするのはなぜなのか、いいかえれば、6か月が経過する前にも「なお開かれている」かどうかを基準とすべきではないのはなぜなのかについては明らかにされていない<sup>61)</sup>。

### （三）三ツ星事件各決定とその整理

#### （1）事案と各決定の概要

以下においては、まず三ツ星事件に係る事案と各決定の概要について述べる<sup>62)</sup>。

#### （ア）事案の概要

Y（債務者、原告人）は、電線・電纜およびその附属品の製造販売などを目的とする株式会社であり、その株式は東京証券取引所に上場していた。X（債権者、相手方）は、不動産などに係る投資顧問業および投資一任契約に係る業務などを事業とする有限責任事業組合であり、令和4年3月31日時点においてY社株式8万300株を保有していた（自己株式を除いたその持株比率〔以下、持株比率という場合において同じ〕7.01%）。

Y社は、次の個人および法人をXと実質的に共同してY社株式の買付けを

行っている者としている（以下、後記の①から④までの者を併せて「その他関係者」といい、Xとその他関係者を併せて「X関係者ら」ということがある）。すなわち、①株式会社D（後記③）の代表取締役であり、E株式会社（後記④）の取締役であるA（令和4年3月31日時点の保有株式数6万7300株）、②合同会社C（同6万2600株。なお、同社の代表社員であるBは、D社の監査役であり、E社の元取締役であるFがC社の元代表社員である）、③D社（同2万5000株。なお、同社は、Xの元組合員である〔令和2年7月31日脱退〕）、④E社（同1万2600株。なお、同社の代表取締役は、Xの組合員である株式会社Gの代表取締役であるHであり、Aも、E社の取締役である）である。そのようなX関係者らが令和4年3月31日時点において保有しているY社株式の持株比率は、合計21.63%であった。

Xは、令和4年2月22日付けで、Y社の代表取締役に対し、Y社の取締役（ただし、監査等委員である取締役を除く）3名の解任、新任取締役（同）3名の選任および監査等委員である取締役1名の選任を目的事項（以下、これらを併せて「本件各議案」という）とする株主総会の招集を請求した。Y社は、令和4年3月16日、上記請求を受けて、基準日を令和4年3月31日とする基準日設定公告を行い、同年4月8日、本件各議案を決議事項とする臨時株主総会（以下「本件臨時株主総会」という）を招集する旨決定し、これを公表したが、その中で、Y社取締役会は本件各議案について現在の経営陣が適任であり、これに反対する旨も併せて公表した。Xは、令和4年4月22日、Y社から株主名簿の開示を受け、その頃、本件各議案に賛同する株主を募るため、Y社の株主に対し委任状勧誘書類を郵送する作業を開始した。Y社において、同年5月12日、本件各議案を決議事項とする本件臨時株主総会が開催され、本件各議案は、46.2%ないし46.22%の賛成票を得たが、反対票がこれを上回り、いずれも否決された。本件臨時株主総会においては、XおよびY社双方が本件各議案についての委任状勧誘を行ったものであるが、Xは、その他関係者などを含む少なくとも合計24名の個人および法人から本件各議案に賛同する旨の委任状を取得した。



## 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

Y社は、以上と同時期にあたる令和4年4月8日、取締役会決議において、X関係者らを対象とする対応方針（以下「本件対応方針」という）を決議し、これを公表した<sup>63)64)</sup>。そして、Y社は、同年5月18日、取締役会において、本件対応方針に従い、対抗措置（以下「本件対抗措置」という）の発動（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〕）を決議し、これを公表した。ただし、本件対抗措置を取締役会の判断限りにおいて発動する場合であっても、大規模買付行為等に応じるか否かについては株主の総体的意思を確認することが望ましい場合があるとして、本件対抗措置の発動につき、株主の意思を確認するために、株主意思確認総会（以下「本件株主意思確認総会」という）を開催し、本件対抗措置の発動に関する承認議案を付議し、同議案が出席株主の議決権の過半数の賛成により承認可決された場合には本件対抗措置発動についての手続を進めていくが、承認可決されなかった場合には本件対抗措置の発動を中止するとされた。令和4年6月24日に開催された本件株主意思確認総会（定時株主総会）において<sup>65)</sup>、本件新株予約権の無償割当てについての議案につき決議が行われ、同議案は、賛成54.46%、反対45.52%の賛成多数において可決された<sup>66)</sup>。

### (イ) 各決定の概要と追加事実

Xは、令和4年6月1日、大阪地方裁判所に対し、本件新株予約権無償割当てについて著しく不公正な方法によるものである旨などを主張して、会社法247条2号などに基づきこれを仮に差し止めることを求めた。同裁判所は、同年7月1日、当該申立てを認容する決定をした（大阪地決令和4年7月1日資料版商事法務461号162頁。以下、「三ツ星地裁決定」という）。

Y社は、同月6日、保全異議の申立てをするとともに、三ツ星地裁決定の判断理由を踏まえ、Xから次の内容を含む誓約書が提出された場合には、大規模買付行為等が撤回されたと判断して本件対抗措置を中止することとし、その旨をXおよびその他関係者に通知した<sup>67)</sup>。すなわち、①誓約書提出の日から6か月間、本件対応方針に定義される大規模買付行為等を行わないこと、②誓約書提出の日から6か月間、Y社に対し臨時株主総会招集請求を行わないことであ

る。

その後、大阪地方裁判所はY社による保全異議の申立てに対して三ツ星地裁決定を認可する決定をし（大阪地決令和4年7月11日資料版商事法務461号158頁。以下、「三ツ星地裁保全異議審決定」という）、さらには、大阪高等裁判所もY社による保全抗告を棄却した<sup>68)</sup>（大阪高決令和4年7月21日資料版商事法務461号153頁。以下、「三ツ星高裁決定」という。その後、最高裁判所もY社の抗告を棄却している〔最決令和4年7月28日資料版商事法務461号147頁。以下、「三ツ星最高裁決定」という〕）。

## (2) 三ツ星地裁決定とその整理

以下においては、三ツ星地裁決定の決定要旨の一部を引用し、その整理を行う<sup>69)</sup>。

### (ア) 決定要旨（その1）とその整理

#### (a) 決定要旨（その1）

「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、対応方針に基づく対抗措置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がされると、現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る結果を招来するもので、それによって現経営陣の経営支配権が維持される結果となるものであることからすると、そのような場合は、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を招来してでも対応策を導入する必要がある、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ではなく<sup>70)</sup>、株主の共同の利益のためにされたということができ、不公正なもの<sup>71)</sup>に当たらないというべきである。

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

## 株主意識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

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。」

「本件株主意識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たとしても、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、上記(…) でみた観点に照らし、別途検討すべきといえる。」

### (b) 決定要旨（その1）の整理

(a) において引用した箇所など（三ツ星地裁決定「理由」第3の3（2）ア（ウ）参照）からすれば、三ツ星地裁決定は、「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である新株予約権の無償割当てが」「不公正な方法によるものと解すべき」（「不公正なものに当た」る）かどうかは、「株主の共同の利益を維持するという観点から」「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、対応方針に基づく対抗措置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がされると、現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的に低減させられる結果」「を招来してでも対応策<sup>72)</sup>を導入する必要がある」かどうか、かつ、「株主の共同の利益を維持する」「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」かどうかという基準によって判断すべきである、と考えていると整理しえよう。

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」ものの<sup>73)</sup>、「相当といえる」かどうかを判断するにあたっては、「株主の共同の利益を維持するという観点から」前記結果「を招来してでも対応策を導入する必要がある」という株主の判断<sup>74)</sup>を尊重するとはそもそもされておらず<sup>75)</sup>、(おそらく)「株主の共同の利益を維持する」「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」という「観点到照らし」て、裁判所自らが審査する、と考えられているといえよう<sup>76)</sup>。

(イ) 決定要旨(その2)とその整理

(a) 決定要旨(その2)

(ア)において引用・整理した(おそらく)「株主の共同の利益を維持する」「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」という「観点到照らしして相当といえる」かどうかという基準を本件事案に対して用いた箇所は以下のとおりであるといえよう。

(i)「本件対応方針及び本件対抗措置による差別的行使条件及び取得条項の付された新株予約権の無償割当てが、相当なものか検討すると、本件対応方針及び本件対抗措置では、非適格者と認定された場合であっても、Y社が非適格者から本件A新株予約権(本件新株予約権)を取得する対価として非適格者は一定の行使条件が定められた本件B新株予約権の交付を受けることができ、非適格者がその行使条件を遵守すれば本件B新株予約権を行使することができるという形で、また、本件B新株予約権が交付された日から10年を経過する日以降にY社が本件B新株予約権を取得する場合には取得時点における公正価格に相当する金銭を対価として非適格者が取得するという形で、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ものといえる。

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整理

しかしながら、本件の事実関係に照らすと、次の各事情を指摘することができる。」

(ii) 「まず、(……) Xは、Y社株式につき令和3年10月4日頃までに合計8万0300株を取得して以降、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社に表明しているもので、Xのみで捉えれば、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、その撤回の方法も次でみるように本件の審理を通じてY社から明らかにされるまではXに対する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といえる。

この点につき、Y社は、本件の審理中に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、これに対して、撤回方法として、次の〔1〕から〔3〕までの各条件を全て充足することが必要である旨回答した(…)。すなわち、〔1〕X及びその他関係者が本件対応方針に定める手続を遵守せずにY社株式に対する大規模買付行為等を実施した事実を認めること、〔2〕X及びその他関係者の保有するY社株式が、本件対応方針の導入時点より増加していないことが確認されること、〔3〕X及びその他関係者が、Y社に対し、以下の内容を含む誓約書を提出すること、(《1》) 今後、本件対応方針に定める大規模買付行為等を行わないこと(……)、(《2》) 保有するY社株式をブロックでY社の書面による事前の承認がない第三者に譲渡しないこと、(《3》) 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社の株主総会における株主提案を行わず、臨時株主総会の招集請求権を行使しないこと、(《4》) 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社の株主総会において、会社提案に反対する委任状勧誘を行わず、また、他の株主の行う委任状勧誘に参加しないこと、(《5》) 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)、他の株主から株主提案や臨時株主総会の招集請求がされた場合、他の株主からの株主提案に賛成しないこと、(《6》) その他、自ら又は他の株主と共同してY社の経営支配権奪取

を企図する一切の行為を行わないこと（…）が必要である旨回答した。なお、Y社は、令和4年6月21日付けで、X及びその他関係者に対し、上記撤回方法の内容を通知した（…）。

上記のY社が示した大規模買付行為等の撤回方法においては、Xだけではなく、その他関係者も含めて、大規模買付行為等を行ったことの実事確認（上記〔1〕）、本件対応方針以降に保有株式数が増加していないことが確認されていること（上記〔2〕）が求められていることに加えて、Y社は、X及びその他関係者に対し、令和5年6月に開催予定の次期定時株主総会が開催される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の禁止、委任状勧誘の禁止、他の株主の株主提案へ賛成しないことなどの誓約（上記〔3〕）を求めている。このような措置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に加えて、その内容をもみても、株主権としての本質的な内容といえる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するものといえるほか、Y社株式は上場しているにもかかわらずその譲渡までも禁じられるもので、そもそも本件対応方針及び本件対抗措置は、上記ウ<sup>77)</sup>でみた株主の共同の利益の保護のために必要な限度で認められるべきものであり、Y社においても、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ことを目的としているというのに（…）<sup>78)</sup>、上記撤回方法は、これらの目的を達成するために必要な程度を大きく逸脱して、X及びその他関係者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社の経営状況を監視する機能を大幅に減じさせるものといえ、現経営陣によるY社の経営支配権の維持という結果を招来するものといえる。

(iii) 「以上で検討したところによれば、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。」

(iv) 「以上で検討したところによれば、本件対応方針及び本件対抗措置にお

## 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

いては、それにより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としても、上記でみた本件における具体的な事情やY社による運用などを踏まれば、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といわざるを得ない。」

(v) 「そうすると、現経営陣と新株予約権の無償割当てにより不利益を受ける株主（買付者）との間で対象会社であるY社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な事情やY社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ふことはできない。

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あり、それによりY社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。」

### (b) 決定要旨（その2）の整理

#### (a) 決定要旨（その2）の整理

(a) において引用した箇所を鑑みれば、以下のとおり三ツ星地裁決定を整理しうるように思われる。

第一に、(i) に鑑みれば、同決定は、実際に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無償割当てが実行された場合に「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」本件対応方針および本件対抗措置において「されている」と評価している。もっとも、結論としては、(iv) において「本件対応方針及び本件対抗措置においては、それにより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としても、上記でみた本件におけ

る具体的な事情やY社による運用などを踏まえれば、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といわざるを得ない」とされている。その理由として挙げられている事情や評価は多岐にわたるが、本稿の検討対象との関係で注目されるのは、(ii)において引用した箇所である。以下であらためて引用する箇所のうちに(①ないし⑤という区切りを入れることができるのかについてははっきりとしないが<sup>79)</sup>、とりあえず)①ないし⑤という区切りを入れることができるとして整理すれば、以下のとおりになる。

すなわち、「大規模買付行為等の撤回方法」として充足することが必要であるとされた「令和5年6月に開催予定の次期定時株主総会が開催される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の禁止、委任状勧誘の禁止、他の株主の株主提案へ賛成しないことなどの誓約」という条件(「措置」)について、①「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」「に加えて」、②「その内容をみても、株主権としての本質的な内容といえる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するものといえるほか、Y社株式は上場しているにもかかわらずその譲渡までも禁じられるもので」あること、③「上記撤回方法は」「株主の共同の利益の保護」という目的および「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」という目的(「これらの目的」)「を達成するために必要な程度を大きく逸脱して、X及びその他関係者の株主権を広範に制限するものと評価せざるを得ない」こと、④「少なくともXによる現経営陣によって行われるY社の経営状況を監視する機能を大幅に減じさせるものといえ」ること、⑤「現経営陣によるY社の経営支配権の維持という結果を招来するものといえる」ことである。

(β) 決定要旨(その2)の整理(その2)

(a)における整理に鑑みると、三ツ星地裁決定は、東京機械地裁決定および同高裁決定とは異なり((一)参照)、(①に加えて<sup>80)</sup>)、(東京機械製作所事件においては留保条件に対応する<sup>81)</sup>)撤回方法としての条件を充足することが可能であるとしても、その条件を充足しなければ「大規模買付行為の撤回に該



当]するとされず、差別的行使条件および取得条項が付された新株予約権無償割当ての実行（実施）が留保されないということを買収者が懸念してその条件を充足せざるを得ないと考えた結果、当該条件を充足するように強いられることになるという状況自体を想定した上で、その状況を問題視している、とさらに整理しえよう。そのように問題視しているのは、②ないし⑤に挙げられている事情・評価によるのだろうが、そのような②ないし⑤のそれぞれを整理すれば、以下のとおりとなる。

第一に、②からすると、当該条件の内容が「株主権としての本質的な内容といえる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するもの」であると裁判所（地裁）自らが評価し、その評価に基づいて買収者が当該条件を充足するように強いられることになるということは許容しえないものであると考えている。もっとも、「長期間」というのは具体的には、「令和5年6月に開催予定の次期定時株主総会が開催されるまでの間」を意味しているであろうところ、それよりも短い期間であれば、当該条件を充足するように強いられることになるとしても許容しうるものであるということになるのかについては明らかではない。

第二に、③からすると、当該条件の内容が「株主の共同の利益の保護」という目的などを逸脱して株主権を広範に制限していると評価し、その評価に基づいて買収者が当該条件を充足するように強いられることになるということは許容しえないものであると考えている。

第三に、④および⑤からすると、（おそらく②および③においてなされた評価を前提として、そのように評価される）当該条件を充足するように強い結果、実際に充足されるということになれば、④という状況に至ることになる、と想定した上で、そのような状況に実際に至ることは⑤という観点からして望ましくない、と考えているといえようか<sup>82)</sup>。

(y) 決定要旨（その2）の追加的な整理（その3）

なお、買収者が（東京機械製作所事件においては留保条件に対応する）撤回方法としての条件を充足しなければ（誓約をしなければ）、株主権に対する制

限はなされない、ということになろう。もちろん、充足しなければ、差別的行使条件および取得条項が付された新株予約権無償割当てが実行（実施）されることになるであろうところ、(a) (i) において引用したとおり、実行（実施）されたとしても、いわゆる損害軽減措置という「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」がなされている、と評価されているところである。そうであるにもかかわらず、(a) (iv) において引用したとおり、結論としては、「本件対応方針及び本件対抗措置においては、それによりXらに生じる不利益の回避を意図した設計がなされているとしても、上記でみた本件における具体的な事情やY社による運用などを踏まえれば、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といわざるを得ない」とされているのである。以上からすれば、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言えるかもしれない。そしてそれは、東京機械地裁決定および同高裁決定は、留保条件が満たさなければ「差別的行使条件及び差別的取得条項が付された新株予約権無償割当て」の実行（実施）が留保されないということを買収者が懸念してその留保条件を満たさざるをえないと考えた結果、当該留保条件を満たすように強いられることになるという状況自体を想定しておらず、実際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、その結果として当該実行がなされてしまう状況に至ることがありうることを前提にしているがゆえに、損害軽減措置が用意されているかどうかを重視することになるのに対して（(一) (2) (イ) (b) および (3) (イ) (b) 参照）、三ツ星地裁決定は、満たすように（充足するように）強いられることになるという状況自体を想定した上で、その状況を問題視しているし、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、その結果として当該実行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がゆえに、当該実行がなされてしまった際に利用されることとなる損害軽減措置が用意されているかどうかを重視しない、という差異が存在しているからであると説明しうるかもしれない。

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についての整理

### (3) 三ツ星地裁保全異議審決定とその整理

以下においては、三ツ星地裁保全異議審決定の決定要旨の一部を引用し、その整理を行う。

#### (ア) 決定要旨（その1）とその整理

##### (a) 決定要旨（その1）

「Y社は、本件株主意思確認総会において示された株主の意思は、X関係者らが大規模買付行為等を行うことによって、Y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を一般的に防止する必要があるとするものであり、そのような株主の意思を尊重するために、大規模買付行為等の撤回方法として、一定の株主権の制限をその内容に含む誓約書の提出を求めることは正当化される旨主張する。」

「本件株主意思確認総会において決議されたのは、いわゆる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いてのものであり、これらは、X関係者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社の主張するように、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ず、Y社の上記主張はその前提を欠くものである。」

##### (b) 決定要旨（その1）の整理

(a)において引用した箇所を鑑みれば、((イ) (a)において引用・整理する箇所では否定されてはいるが、(3)において引用・整理する三ツ星高裁決定が明示的には否定しなかったように、)もし株主意思確認総会における株主の意思を尊重して(「対抗措置の必要性」のみならず)「対抗措置の」「相当性」について判断するとしたら、当該株主の意思がどのようなものであったかについてまずは特定する必要があり、特定された意思次第で相当性が認められるかどうかについての結論が変わる、ということを前提とした主張をY社が行っていると整理しえよう。

もっとも、三ツ星地裁保全異議審決定は、Yが本件における株主の意思であったと主張する意思（「X関係者らが大規模買付行為等を行うことによって、Y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を一般的に防止する必要があるとするもの」）が本件における株主の意思であるとは認めていないといえよう。なお、もしY社が主張するような意思が本件における株主の意思であるといえる場合であれば、「そのような株主の意思を尊重するために、大規模買付行為等の撤回方法として、一定の株主権の制限をその内容に含む誓約書の提出を求めることは正当化される」かどうか<sup>83)</sup>については、(イ) (a)において引用する箇所において判示されている。

(イ) 決定要旨（その2）とその整理

(a) 決定要旨（その2）

(ア) (a)において引用した「点を一旦措いたとしても、本件株主意思確認総会における上記決議の存在は、本件新株予約権の無償割当てについての必要性を肯定する事情の一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、Y社の経営支配権を現在保持しており、かつ、それを失う現実的可能性がある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。そして、その検討に当たっての考慮要素の一つであるXの大規模買付行為等の撤回方法については、引用した原決定「理由」中の第3の3（2）エ（イ）で説示のとおり<sup>84)</sup>、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ものであるなど相当性を欠くものであるから、いずれにしてもY社の上記主張は採用できない。」

(b) 決定要旨（その2）の整理

(a) 整理（その1）

(a)において引用した箇所に鑑みれば、三ツ星地裁保全異議審決定は、東京機械地裁決定および同高裁決定に係る先行評釈類のうち（二）において引用した見解や（4）において引用・整理する三ツ星高裁決定などとは異なり、株主意思確認総会における株主の意思を尊重して（「対抗措置の」「必要性」のみならず）「対抗措置の」「相当性」について判断すること自体を否定していると整

## 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

理しえよう。そして、(2) (イ) (b) において引用・整理したとおり三ツ星地裁決定と同様に撤回方法としての条件の内容が「株主権としての本質的な内容といえる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するもの」であると裁判所自らが評価し、その評価に基づいて買取者が当該条件自体を充足するように強いられることになるということは許容しえないものであるなどと考えていると整理しうる。

### (β) 整理 (その2)

なお、地裁決定の判断理由を踏まえ、撤回方法としての条件の内容は「①誓約書提出の日から6か月間、本件対応方針に定義される大規模買付行為等を行わないこと、②誓約書提出の日から6か月間、抗告人に対し臨時株主総会招集請求を行わないこと」に変更されている（(1) (イ) 参照<sup>85)</sup>。したがって、三ツ星地裁保全異議審決定は、そのような内容であるとしても、「株主権の本質的な内容を大幅にかつ長期間にわたって制限するものである」と評価しているといえるかもしれない。つまりは、変更前の撤回方法としての条件と比較して小幅にかつ短期間にわたって制限するものにすぎないといえそうである条件についても、そのように評価しているといえるかもしれないのである<sup>86)</sup>。

ただし、撤回方法としての条件が変更される前の時点を「相当性を欠くものである」かどうかを判断する時点とすることを前提としている可能性はある<sup>87)</sup>。もしそうだとすれば、三ツ星地裁保全異議審決定における裁判官も三ツ星地裁決定における裁判官と同一人である以上、「株主権の本質的な内容を大幅かつ長期間にわたって制限するものである」という評価が変わらないのは当然である、ということになろう。

### (4) 三ツ星高裁決定とその整理

以下においては、三ツ星高裁決定の決定要旨の一部を引用し、その整理を行う。

(ア) 決定要旨（その1）とその整理

(a) 決定要旨（その1）

「Y社は、当審において、本件株主意思確認総会においては、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が示されたといえるから、本件対抗措置の必要性及び相当性はかかる株主の意思に照らして判断する必要があり、これによると本件対抗措置には相当性がある旨主張する。」

「なるほど、本件株主意思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には、Xは株主提案を通じた乗っ取り行為を行おうとしており複数の関係者も買付けに参加していること、Xは、定時株主総会（本件株主意思確認総会）において、取締役2名の選任等の議案を上程したが、この提案は明確な経営戦略を示しておらず、Y社との十分な対話も行われなままされた一方的な主張で、これらの提案が承認可決された場合はY社の経営に深刻な支障を来し、株主その他ステークホルダーの利益が著しく毀損するおそれがあること、Xは、大量保有報告書開示義務に長期にわたり違反し続け、実体を隠したままY社株式の買付けを行っており、Y社からの質問に対して極めて不誠実、不合理な回答しかしておらず、Xは具体的な経営計画を有していないこと、Y社は平成27年4月以降各種政策を積極的に実行して成果を挙げていること、現任の取締役はY社の事業に精通しており、Y社の経営に不可欠であること、Xの意見はY社の経営実態を把握していない故のものであり、経営陣が交替した場合の企業価値毀損は明白であること等が記載されていた上、Xらの手からY社を守るために第5号議案（新株予約権の無償割当ての件）に賛成の議決権行使をしてほしい旨が強調されていたから（…）、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。」

(b) 決定要旨（その1）の整理

(a) において引用した箇所に鑑みれば、(3)において引用・整理した三ツ星地裁保全異議審決定とは異なり、株主意思確認総会における株主の意思に照

らして（当該意思を尊重して）（「対抗措置の必要性」のみならず）「対抗措置の」「相当性」についても判断することを明示的には否定していないとも読みうる<sup>88)</sup>。そして、実際にそのような判断をするのであれば、当該株主の意思がどのようなものであったかについてまずは特定する必要がある、ということになるであろうところ、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」と述べている<sup>89)</sup>。したがって、本件対抗措置に係る議案が可決された場合には、「Y社の現経営陣とX関係者ら」のうち「Y社らの現経営陣」「に経営を委ねる」（「X関係者ら」「に経営を委ねない）という意思が示された、ということになるのであろう<sup>90)</sup>。

なお、この意思からすると「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。もしそうだとすれば、三ツ星地裁保全異議審決定が特定した株主の意思とは異なる、ということになるだろうか（(3) (ア) 参照）。

#### (イ) 決定要旨（その2）とその整理

##### (a) 決定要旨（その2）

「Y社は、さらに、当審において、撤回方法及び非適格者の範囲を見直したことにより、本件対抗措置の相当性は確保されたし、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などとも主張する。

しかし、(……)<sup>91)</sup>その後Y社が原審<sup>92)</sup>での審理中に示した大規模買付行為等の撤回方法も、X及びその他関係者が保有するY社株式につき、書面によるY社の事前承認がない限り第三者に譲渡しないよう求めるなど、相当なものであったとは決していえないところである。また、見直しの上再度提示された撤回方法(…)の内容も、令和4年6月30日時点でX、その他関係者」など「の持株比率が20%を下回っていること<sup>93)</sup>(…)等に照らすと、かかる状況下で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」と述べる。

(b) 決定要旨（その2）の整理

(a) 整理（その1）

(a) において引用した箇所のうち「など」には、原審<sup>94)</sup>の審理中に示された撤回方法としての条件の一つである「(6か月を超える) 臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件」が含まれている。したがって、三ツ星高裁決定も、買収者が当該留保条件自体を充足するように強いられることになるということは許容しえないものである、と考えていると整理しえよう。ただし、三ツ星地裁決定などとは異なり、「(株主権としての本質的な内容といえる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するもの)」というような判断基準を示さずに、「相当なものであったとは決していえない」と述べている。

(β) 整理（その2）

なお、三ツ星高裁決定は、「Xの株主総会招集請求権を6カ月間制限するだけでも、本件対抗措置が相当性を欠くとするのに十分であると判断したようである」と述べる見解がある<sup>95)</sup>。確かに結論としてはそうであろう。しかし、あくまでも本件事案の下でそのように判断しているにすぎず<sup>96)</sup>、そうではない事案をも念頭に置いて一般論として「6か月間制限する」ことを問題視したとは読みえないように思われる<sup>97)</sup>。

(ウ) 決定要旨（その3）とその整理

(a) 決定要旨（その3）

「このほか、Y社は、当審において、(……) 非適格者に対して本件B新株予約権が交付された場合であっても、その行使期間（2036年12月31日まで）中に行使条件を満たした上で同予約権を行使すれば、その段階で本件B新株予約権の保有者もY社の普通株式を取得することができるから、結果として希釈化の効果は一時的なものに止まることも想定される、仮に本件B新株予約権の行使条件を満たさない場合であっても、公正価格での金銭買取りが予定されている、などとして本件対抗措置においては非適格者とされた者に生じる損害を軽減する措置が講じられており、相当性を高める工夫がされているなどと主張するが、これまでに説示してきたところに照らし、上記のような可能性があることを



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

もって本件対抗措置に相当性があるということはできない。」

(b) 決定要旨（その3）の整理

(a) において引用した箇所に鑑みると、三ツ星高裁決定は、定東京機械地裁決定および同高裁決定とは異なり（（一）（2）（イ）（b）および（3）（イ）（b）参照）、そして、三ツ星地裁決定と同様に（（2）（イ）（b）参照）、いわゆる損害軽減措置が用意されている、という点を重視していないと言えよう<sup>98)</sup>。

(四) 三ツ星各決定に係る先行評釈類とその整理

(1) 先行評釈類

(三)（4）（イ）において引用した三ツ星高裁決定について、同決定は「Xの株主総会招集請求権を6カ月間制限するだけでも<sup>99)</sup>、本件対抗措置が相当性を欠くとするのに十分であると判断したようである（……）。本件対抗措置の実質が、Yの現経営陣によるXらの経営陣交代の試みへの対抗であることにかんがみれば、結論としては妥当であるが、Xらの株主権行使に期間制限をかけることがおよそ須らく相当性に欠ける事情だとすると、やはり本件対抗措置の目的が何のための時間と情報の確保なのかわからなくなる」と述べる見解がある<sup>100)</sup>。

(2) 先行評釈類の整理

(1) において引用した見解は、「Xらの株主権行使に制限をかけることがおよそ須らく相当性に欠ける事情だとすると、やはり本件対抗措置の目的が何のための時間と情報の確保なのかわからなくなる」と述べていることからすると、Y社が（本件対応方針および）本件対抗措置において目的としている「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こと」という目的からすれば（（三）（2）（イ）（a）参照<sup>101)</sup>、「Xの株主総会招集請求権を6カ月間制限する」（というように株主権の行使を制限する）としても、「本件対抗措置が相当性を欠く」と判断すべきではない場合もある、と考えているのかもしれない。

### 三 総括など

#### (一) 総括

以下においては、二において整理した内容を総括する。

##### (1) 相当性に係る審査の方法とその基準

まず、敵対的買収防衛策（対応方針とそれに基づく対抗措置）の内容の相当性について、二つの事件に係る各決定およびそれらに係る先行評釈類は、どのような審査方法を提示しているのか、さらに審査を行うに際しての基準としてどのようなものを提示しているのかについて総括する。

##### (ア) 裁判所自らのみによる審査

第一に、対抗措置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である。

具体的な基準としては、「株主の共同の利益を維持する」「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」という観点（三ツ星地裁決定〔二（三）（２）（ア）参照〕<sup>102)</sup>が挙げられている。

加えて、「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」という観点という基準に係る実際の運用に際して重視されているのは、差別的行使条件および取得条項が付された新株予約権無償割当ての実行（実施）が留保されるための条件（撤回方法としての条件）の内容が「株主権としての本質的な内容といえる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するもの」であるかどうかが挙げられる（三ツ星地裁決定〔二（三）（２）（イ）参照〕・三ツ星地裁保全異議審決定〔二（三）（３）（イ）参照〕）。さらに、「株主の共同の利益の保護」という目的や「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」という目的（「これらの目的」）「を達成するために必要な程度を大きく逸脱して、X及びその他関係者の株主権を広範に制限するもの」であるかどうか（三ツ星地裁決定〔二（三）（２）（イ）参照〕<sup>103)</sup>・三ツ星各決定先行評釈類〔二（四）（２）参照〕も挙げられる。ただし、何を基準としているのが明らかにされていない場合もある（三ツ星高裁決定〔二（三）（４）（イ）参照〕）。

#### （イ）株主の意思の尊重と裁判所自らによる審査との併用

第二に、対抗措置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場合には、（株主の意思を特定した上で、）その意思（判断）を尊重しながらも、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である。

尊重される（ものとして特定されている）株主の意思としては、対抗措置が「Xらによる経営支配権の取得に伴うY社の企業価値の毀損を防ぐために必要な措置」であるという意思（東京機械地裁決定〔二（一）（２）（イ）（b）参照〕）、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（東京機械高裁決定に係る先行評釈類〔二（二）（１）（イ）参照〕）が挙げられている。もっとも、株主意思確認総会において決議された買収防衛策の一環としての新株予約権無償割当ての目的（「X関係者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」）に鑑みて、後者の意思を否定する裁判例もある（三ツ星地裁保全異議審決定〔二（三）（３）（ア）（b）参照〕<sup>104)</sup>。さらに、事案によっては<sup>105)</sup>「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」の株主の意思が株主意思確認総会において示されることを示唆する裁判例もある（三ツ星高裁決定〔二（三）（４）（ア）参照〕）。

他方で、裁判所自らが追加的に審査するに際しての具体的な基準としては、特定の株主に係る差別的な取扱いが「衡平の理念に反し、相当性を欠くもの」

であるか（東京機械地裁決定・東京機械高裁決定〔二（一）（１）（ア）および（２）（ア）参照〕）、というものが挙げられており、「衡平の理念に反し、相当性を欠くもの」であるかという基準に係る実際の運用に際して重視されているのは、（２）（ア）においても後述するように損害軽減措置が用意されているかどうかという基準であると整理しうるものもある（東京機械地裁決定・東京機械高裁決定〔二（一）（２）（イ）（b）・二（一）（３）（ウ）（b）参照〕）。ただし、最も重視されているのは、（２）（ア）においても後述するように損害軽減措置が用意されているかどうかという基準であると整理しうるものもある（東京機械地裁決定〔二（一）（２）（イ）（b）参照〕）。加えて、対象会社取締役会が対応方針を変更すれば、買収者は大規模買付行為等を行うことが可能であり、そして、買収者は、対象会社の株主総会で委任状勧誘を行い、対象会社の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させることを通じて、対象会社の株主の多数の支持を得て対象会社の経営支配権を取得する途がなお開かれているかどうかという基準も挙げられている（東京機械高裁決定に係る先行評釈類〔二（二）（２）参照〕）。<sup>106)</sup>

## （２） 臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件に対する評価

次に、敵対的買収防衛策（対応方針とそれに基づく対抗措置）の内容の相当性に関連して、二つの事件に係る各決定およびそれらの先行評釈類は、本稿の主たる検討対象である、敵対的買収防衛策（対応方針に基づく対抗措置）の発動を留保または中止する条件のうち、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件をどのように評価しているのかについて総括する。

### （ア） 臨時株主総会招集請求権自体への制約に対する評価

まずは、二つの事件に係る各決定およびそれらの先行評釈類が、買収者が当該留保条件を満たすように強いられることになるという状況を問題視しているかどうか、関連して、損害軽減措置が用意されているかどうかを重視しているかどうかについて総括する。

(a) 問題視することなく用意されていることを重視しているもの

第一に、当該留保条件が満たさなければ「差別的行使条件及び差別的取得条項が付された新株予約権無償割当て」の実行（実施）が留保されないということを買収者が懸念してその留保条件を満たさざるをえないと考えた結果、当該留保条件を満たすように強いられることになるという状況自体を想定しておらず、実際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、その結果として当該実行がなされてしまう状況に至ることがありうることを前提にして、そうであるがゆえに、実際に実行がなされた場合に損害軽減措置が用意されているかどうかを重視して、対抗措置の内容の相当性について判断していると整理しうる裁判例がある。言い換えれば、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を満たさなければ、新株予約権無償割当ての実行は留保されず、実際に実行がなされることを問題視していないといえるところ、そのように問題視していないのは、損害軽減措置が用意されていることを重視しているからである、という裁判例がある（東京機械地裁決定〔二（一）（２）（イ）参照〕、東京機械高裁決定〔二（一）（３）（ウ）参照〕）。

(b) 問題視しており用意されているかどうかを重視していないもの

第二に、留保条件が満たさなければ「差別的行使条件及び差別的取得条項が付された新株予約権無償割当て」の実行（実施）が留保されないということを買収者が懸念してその留保条件を満たさざるをえないと考えた結果、当該留保条件を満たすように強いられることになるという状況を問題視していると整理しうる裁判例がある（三ツ星地裁決定〔二（三）（２）（イ）参照〕、三ツ星地裁保全異議審決定〔二（三）（３）（イ）参照〕、三ツ星高裁決定〔二（三）（４）（ウ）参照〕）。また、おそらくは同様に問題視しているのであろうと整理しうる先行評釈類もある（東京機械高裁決定に係る先行評釈類〔二（二）（２）参照〕）。なお、以上の裁判例および先行評釈類には、買収者が当該留保条件を満たすように強いられることになるという状況を問題視しているがゆえに、当該実行がなされてしまう状況に至った場合に損害軽減措置が用意されているかどうかは重視していない、とも整理しうるものがある（東京機械高裁決定に係

る先行評釈類〔二（二）（2）（イ）参照〕、三ツ星地裁決定〔二（三）（2）（イ）参照〕。

(イ) 同制約における期間に対する評価

次に、裁判例および先行評釈類が、買取者が当該留保条件を満たすように強いられることになるという状況を問題視しているにせよ問題視していないにせよ、具体的にどのくらいの期間、臨時株主総会招集権を制約することを問題視しているのか、または問題視していないのかについて総括する。

まず、そもそも裁判例において検討対象とされたと整理しうる具体的な期間は、(始期は異なるが) 6カ月間、翌年6月開催の定時株主総会終結までの間(約1年間)である。そのうち前者の6か月間制約する留保条件を対抗措置の内容の相当性の判断に際しての検討対象として、買取者がその条件を満たすように強いられることになるという状況を問題視していないと整理しうるように思われるのは、東京機械地裁決定、東京機械高裁決定である。しかも、それらの裁判例は、6か月間を超える期間制約する留保条件についても問題視することはない、と整理しうるかもしれない(以上、東京機械地裁決定〔二（一）（2）（イ）参照〕、東京機械高裁決定〔二（一）（3）（ウ）参照〕)。他方で、6か月間制約する留保条件を検討対象として、買取者がその条件を満たすように強いられることになるということを問題視したといえるといえるかもしれない裁判例として、三ツ星地裁保全異議審決定がある(二（三）（3）（イ）参照)。

また、後者の翌年6月開催の定時株主総会終結までの間の制約を検討対象として、その条件を満たすように強いられることになるということを問題視しているといえそうであるのが、三ツ星各決定である。<sup>107)</sup>

(二) 別稿などにおける検討の前提

ここまでの整理においてはほとんど言及してこなかったが、各裁判例に係る事案については差異(特殊性)がある。まず三ツ星事件において対応方針とそれに基づく対抗措置の発動の対象とされた「大規模買付行為等」は、対象会社

## 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

株式の買付行為ではなく、共同協調行為であったことなど<sup>108)</sup>についてである。そのことが事案の特殊性として重要であることは承知しているが、別稿には紙幅の制約があることから、検討の前提とはしない。

また、留保条件（撤回方法としての条件）が対応方針とそれに基づく対抗措置において事前に明示的に定められていなかったこと（二（三）（２）（イ）参照）や三ツ星地裁決定を踏まえてその内容が変更されたこと（同参照）については、ここまでの整理において言及した。もっとも、それを問題視した三ツ星各決定（二（三）（２）ないし（４）参照）を踏まえて、今後は事前に明示的に定められる事案が多くなることが予想される<sup>109)</sup>。したがって、別稿などにおいては、そのように定められている事案を念頭に置いて検討を行う。

他方で、ここまでの整理においてはほとんど言及してこなかったが、別稿において踏まえる予定がある特殊な事案として、買収者が市場買集めによって対象会社株式を一定割合まで取得したこと（二（一）（１）参照）と MoM 要件の存在（同参照）がある。関連して、買収者が市場買集めによって対象会社株式を一定割合まで取得したところ、対抗措置が発動された場合において、（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は対抗措置の内容の相当性に係る判断において問題視されないということをも前提にして検討を行う予定である。

- 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）（以下「別稿」という）など。
- 2) 具体的な設計については、二参照。関連して、本稿においては基本的に、対応方針のみならず、それに基づく対抗措置も含めて敵対的買収防衛策という語句を用いる。また、対応方針については導入、対抗措置については発動という表現を用いることとの関係で、敵対的買収防衛策の導入・発動という語句を用いることもある。
- 3) 田中亘「防衛策と買収法制の将来〔下〕」商事法務2287号（2022年）35頁は、「裁判所は、端的に、① 対抗措置の発動の必要性と ② 対抗措置の内容の相当性を要件として掲げ」と述べる。以下においてはその表現に依拠して整理を行う。
- 4) 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〔下〕」商事法務2292号（2022年）36頁参照。

- 5) 「法の望ましさ」などと企業価値の増進との関係については、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。
- 6) 前掲（注5）参照。
- 7) 田中亘「防衛策と買収法制の将来〔上〕」商事法務2286号（2022年）8頁、田中〔下〕・前掲（注3）14頁（注28）参照。
- 8) 後掲（注59）に対応する本文参照。
- 9) その他の条件については、二（一）（2）（イ）（a）および（三）（2）（イ）（a）参照。
- 10) 前掲（注7）において引用した頁を参照。
- 11) 取締役会決議による差別的行使条件および取得条項が付された新株予約権無償割当て（対抗措置の発動）の決定後に開催される株主意思確認総会で、対抗措置の発動に係る承認議案が可決がされない場合には、新株予約権無償割当てを中止することとされていたところ、実際に可決する決議（勧告的決議）がなされるような事案である。
- 12) なお、田中〔上〕・前掲（注7）および〔下〕・前掲（注3）は、前掲（注7）に対応する本文において引用したとおりアメリカのデラウェア州における裁判例を紹介した上で、二（二）（2）（ア）において引用するとおり述べている。
- 13) 関連して、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年）11頁～12頁は、「有事に発動の判断を含めて株主総会決議を経る場合には、ブルドックソース事件」（最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁）「では問題になりにくかったためか、その後の裁判例でも相当性をめぐる問題は十分に認識されていなかった」と指摘する。その上で、「同〔下〕」商事法務2296号（2022年）37頁～39頁は、本稿においては言及はするが主たる検討対象としない（三（二）参照）「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」（二（一）（2）（イ）（a）参照）を含む敵対的買収防衛策の内容の相当性について検討している。その一部については、後掲（注51）参照。
- 14) なお、田中〔下〕・前掲（注3）41頁は、「二〇二一年中の一連の裁判例を通じて」（二（一）において引用・整理する東京機械製作所事件各決定に係る事案において用いられた）「市場買集めのような問題のある買収手法に対してさえ、取締役会限りの決定による防衛策導入・対抗措置の発動は許されず、MoM 決議によるものではあっても『株主の意思』を確認することが必要だとすれば、公開買付けに対して、『株主の意思』に基づかずに対抗措置を発動することはほとんど違法とされるであろう」と述べる。田中〔上〕・前掲（注7）10頁も参照。この見解からすれば、買収手法を問わず対抗措置を発動する際には「株主の意思」を確認するという実務が定着することが予想されるであろうから、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詳細に整理・検討することには意義があるように思われる。
- 15) 二（四）において引用・整理する星明男「三ツ星新株予約権無償割当て差止仮処分命令申立事件の検討」資料版商事法務462号（2022年）はこの点について言及はしているが、詳細な検討をしていない。



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についての整理

- 16) なお、二つの裁判例は、敵対的買収防衛策の発動について株主意思確認総会における決議を経た事案に係るものである（二（一）および（三）参照）。
- そのような二つの裁判例の他にも、2021年（令和3年）中の裁判例には、同様に株主意思確認総会における決議を経た事案に係る富士興産事件各決定（東京地決令和3年6月23日金融・商事判例1630号23頁、東京高決令和3年8月10日金融・商事判例1630号16頁）もあるし、同事件においては、敵対的買収防衛策の内容の相当性も争点となった。もっとも、本稿・別稿の主たる検討対象である臨時株主総会招集請求権に対する制約については、当該相当性に係る具体的な争点にはなっていない。したがって、同事件各決定については必要に応じて言及するにとどめる。
- また、同年には、（その導入についてはともかく）敵対的買収防衛策の発動に際しては株主意思確認総会における決議を経ない事案に係る裁判例も公表されているが（名古屋地決令和3年3月24日資料版商事法務446号152頁、名古屋地決令和3年4月7日資料版商事法務446号144頁、名古屋高決令和3年4月22日資料版商事法務446号130頁〔日邦産業事件〕、東京地決令和3年4月2日資料版商事法務446号166頁、東京地決令和3年4月7日資料版商事法務446号163頁、東京高決令和3年4月23日資料版商事法務446号154頁〔日本アジアグループ事件〕）、本稿・別稿の検討対象は、株主意思確認総会における決議を経た事案に係るものであるため、それらの裁判例についても必要に応じて言及するにとどめる。
- 17) 各決定における事案については、（1）のみならず、それ以降において引用する各決定要旨も参照。
- 18) 東京機械地裁決定は、不公正発行に該当するか（会社法247条2号）どうかを判断するに際してではなく、株主平等原則違反により法令に違反するか（会社法109条1項・会社法247条1号）どうかを判断するに際してのみ、敵対的買収防衛策（本件対応方針とそれに基づく本件対抗措置）の内容の相当性について言及している。
- 19) プルドックソース事件最高裁決定は同様に述べていた。同決定「理由」4（1）イ。
- 20) （イ）において引用する決定要旨からすると、そのような株主の判断がなされていると評価しているように思われる。
- 21) もしその判断のみを尊重するのであれば、「当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くもの」であるかどうかにかかわらず、「害されること」を防止するために「当該株主を差別的に取り扱」うということが「株主平等の原則」「の趣旨に反するもの」ではない、とされることになろう。
- 22) もっとも、本文において引用した箇所は東京機械高裁決定においては引用されていない。
- 23) 令和3年8月6日時点で公表されていた大量保有報告書の変更報告書では、XらのY社株式に係る株券等保有割合は32.72%であった。東京機械地裁決定「認定事実」2（1）参照。なお、本件対応方針によれば「大規模買付行為等」には市場買集めのみならず公開買付けも含まれる、と考えられている。田中〔下〕・前掲（注

- 3) 44頁(注66)参照。
- 24) おそらくは、Xらの「持株比率が大幅に低下するという不利益」を意味していると思われる。東京機械地裁決定「理由」第3の2(2)イ(ア)参照。
- なお、同決定において裁判所は、「Xらは、本件新株予約権無償割当てが、Xら以外の株主に対して本A新株予約権と引換えにY社株式が交付された場合には、Xらの持株比率が大幅に低下させ、本A新株予約権と引換えに交付される本B新株予約権には、金銭対価の取得条項の定めがないから、最終的にXらが被る経済的損失は莫大なものになるように設計がされている点で、Xらに過剰な不利益を被らせるものであり、相当性がないから、株主平等の原則に反する旨を主張するが、前記イで説示したところに照らし、Xらの上記主張を採用することはできない」とも述べている。この点については、後掲(注98)参照。
- 25) 前掲(注24)参照。
- 26) 本件対応方針とそれに基づく対抗措置が、いわゆる事前警告型買収防衛策であることは、(3)(イ)において引用する東京機械高裁決定の決定要旨に鑑みてもいえるであろう。
- 27) 具体的にどのようにして損害が軽減されることになるのかについては、後掲(注98)参照。もっとも、後掲(注36)において引用するとおり付加訂正した東京機械高裁決定とは異なり、同地裁決定は当該付加訂正された箇所において挙げられた事実をどの程度勘案して損害が軽減されることになると考えているかははっきりしない。
- 28) 対抗措置の発動について株主意思確認総会の場で承認を求めることがあることや、対応方針には有効期限が定められていたことも挙げられている。
- 29) なお、留保条件を満たすことによって「本件新株予約権無償割当ての実行(すなわち、本件新株予約権無償割当ての効力を発生させること)」が留保された場合であっても、6か月以内に閾値である32.72%以下まで持株比率を低下させなければならない。実際に低下させるのであれば、前掲(注24)において引用した、Xらの「持株比率が」「低下するという不利益」は生じてしまうことになろう。ただし、後掲(注31)参照。
- 30) もし問題視するのであれば、「余地はあ」るかもしれないが、実際に免れるためには当該留保条件を満たす必要があるところ、その留保条件を満たすように強いることは(何らかの観点からして〔(三)(2)(イ)(b)参照〕許容されるべきではないなどとして、「本件新株予約権無償割当てが、衡平の理念に反し、相当性を欠くものと」認められる、と判断することになろう。
- 31) 「本件新株予約権無償割当ての実行(すなわち、本件新株予約権無償割当ての効力を発生させること)」が留保されず、実際に実行がなされることによってXらの「持株比率が大幅に低下するという不利益」はいったんは生じるが(前掲(注29)参照)、閾値である32.72%まで持株比率を戻すことはできるし、実行がなされることによってXらは経済的損失を被るとしても、損害軽減措置が用意されていることによって莫大なものとはならない(過剰な不利益はもたらされない)、と裁判所は

## 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

考えているのかもしれない。もしそうだとすれば、裁判所が述べるとおり「本件新株予約権無償割当てによる不利益を」完全に「免れる余地」はないが、「可及的に免れる余地」がある、ともいえるかもしれない。

- 32) 東京機械高裁決定は、同地裁決定とは異なり、株主平等原則違反により法令に違反するか（会社法109条1項・会社法247条1号）どうかを判断するに際してのみならず、不公正発行に該当するか（会社法247条2号）どうかを判断するに際しても、敵対的買収防衛策（対応方針とそれに基づく対抗措置）の内容の相当性について言及している。

すなわち、「以上によれば、本件新株予約権無償割当ては、Xらに対し、その持株比率を相当程度低下させる不利益を与えるものであるが、Xらの相手方の経営支配権取得の現実的可能性が生じ、Y社には、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を防ぐ必要があり、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、かつ、新株予約権無償割当て等の措置の内容も相当性を欠くものではないというべきであるから（後記（3）のとおり、本件新株予約権無償割当ては、株主平等の原則に反するものではない。また、上記措置は、緊急の事態に対処するためのものであり、特定の株主等の損害を回避するための措置もとられている。）、本件新株予約権無償割当ては、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を防止することを主要な目的としてされたものと認められる（専ら経営を担当している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）行われたものではない。）。

そして、前記で認定したとおり、本件株主意思確認総会に重大な瑕疵があることの疎明はされていない」などと述べている。

- 33) 前掲（注32）において引用した決定要旨からすると、裁判所は、き損ひいては害されることを防止するために「当該特定の株主を差別的に取り扱」う必要がある、という株主の判断がなされていると評価しているように思われる。
- 34) 具体的な条件については、(2)(イ)(a)(β)参照。
- 35) 「本件新株予約権無償割当ては、Xらに対し、その持株比率を相当程度低下させる不利益を与えるものであると認められる」とされている。東京機械高裁決定「理由」第3の2(3)イ(ア)参照。
- 36) 東京機械高裁決定は「本件対抗措置は、緊急の措置として行われたものである（認定事実4(2)）。そして、前記のとおり、Xらは、一定の条件の下、本B新株予約権の行使によりY社株式を取得し、また、本B新株予約権取得日において、未行使の本B新株予約権が残存するときは、Y社は、当該本B新株予約権のすべてを、本B新株予約権取得時点における当該本B新株予約権の時価に相当する金銭を対価として取得し得るものとされており（原決定別紙4・別紙4-2）、Xらは、これらによって、投資を回収し、その経済的損失を回避することが可能な仕組みとされている」を原決定（東京機械地裁決定）に係る付加訂正としている。東京機械高裁

決定「理由」第3の2(2)イ(イ)参照。つまりは、東京機械高裁決定は、本文において引用したとおり、「本件対応方針は、Xらにおいて、投資を回収しその経済的損失を回避することが可能な仕組み」であると認定(評価)するにあたって、未行使の本B新株予約権を時価に相当する金銭を対価として取得しうるとされていることだけでなく、一定の条件の下、本B新株予約権の行使によりY社株式を取得することができることにも着目していることにも着目しているのである。この点については、後掲(注98)参照。

- 37) なお、留保条件を満たすことによって「本件新株予約権無償割当ての実行(すなわち、本件新株予約権無償割当ての効力を発生させること)」が留保された場合であっても、閾値である32.72%以下まで持株比率を低下させなければならない。実際に低下させるのであれば、前掲(注35)において引用した、Xら「の持株比率を相当程度低下させる不利益」は生じてしまうことになろう。このことに鑑みれば、裁判所が述べるとおり「本件対抗措置の不利益を回避し得る」とは言いづらいうに思われる。
- 38) 具体的にどのようにして損害が軽減されることになるのかについては、前掲(注36)および後掲(注98)参照。
- 39) もし問題視するのであれば、「本件対抗措置の不利益を回避し得る」かもしれないが、実際に回避するためには当該留保条件を満たす必要があるところ、その留保条件を満たすように強いることは(何らかの観点からして[(三)(2)(イ)(b)参照])許容されるべきではないなどとして、「Xらに対する上記の差別的取扱いが、衡平の理念に反し、また、相当性を欠くものである」と認められると判断することになろう。
- 40) 前掲(注36)参照。
- 41) 以上からすると、東京機械高裁決定は、(ア)において引用した箇所と同様に、同地裁決定のうち(2)(イ)(a)(a)において引用した箇所を引用することなく(前掲(注22)参照)、自ら(イ)(a)のとおり判示しているが、(若干の表現の差異はあるものの、)やはり(ア)において引用した箇所と同様に、結局のところ、同地裁決定とほぼ同様に考えているといえよう((2)(イ)(b)(a)において述べた点ではなく、(β)において述べた点についてはそういえよう)。
- 42) 実際に、32.72%以下に低下させさえすれば、6カ月が経過していなくとも、臨時株主総会招集請求権を行使することができる、ということを前提にした誓約ではないことについては、2022年1月17日付株式会社東京機械製作所「アジアインベストメントファンドらが開示した『東京機械製作所の経営計画について』と題する資料について」4頁参照。
- 43) この判示について、太田洋「東京機械製作所事件をめぐる一連の司法判断の概要と射程[下]」商事法務2284号(2022年)21頁~22頁は以下のとおり述べる。  
「これは、ADC」(X1)「らが原決定後にプレスリリース(注二二)で主張していたように、ADCらが持株割合を三二・七二%に減少させた後に今後はTOBによりTKS」(Y社)「の経営支配権を取得することまで許容したものと解し得な

## 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整理

いであろう。何故なら「③右の判示は、単に、本件対応方針および本件無償割当てはいわゆるデッド・ハンド型買収防衛策（取締役会メンバーの過半数が交替する等して、取締役会が従来の方針を変更しようとしてもなお対抗措置の発動を阻止できず、それ自体を廃止することもできない買収防衛策）ではないため、買収防衛策としての相当性がないとはいえないということ述べたにすぎないと解されるからである（注二三）。」

なお、「デッド・ハンド型買収防衛策（…）ではない」ということが、「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」とどのように関係するかについては後述する。さしあたりは、一（二）（2）（イ）参照。

- 44) （イ）（a）において引用した箇所からすれば、東京機械高裁決定における裁判所も本文において述べた状況に至ることを認識していないということはないはずである。
- 45) 他方で、損害軽減措置が用意されていない場合には、当該留保条件が満たさなければ「差別的行使条件及び差別的取得条項が付された新株予約権無償割当て」の実行（実施）が留保されないということを懸念してその留保条件を満たすように強いられる者がいるかもしれないことを問題視する可能性は依然としてあろうか。
- 46) ここまで述べてきたことによって、前掲（注4）に対応する本文において引用した見解について、一（二）（1）において述べたことが再確認される。
- 47) 上記猶予期間を超える期間の「臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件」についても、それに係る書面を相手方に差し入れれば、上記猶予期間に限り臨時株主総会招集権という少数株主権の行使が制約されることになるが、そもそも制約されたくないのであれば「Xらが自らの判断で」（（イ）（a）参照）当該権利の行使が上記書面（誓約書）によっては制約を受けないという状況を確保することも可能であり、しかも、その結果として「差別的行使条件及び差別的取得条項が付された新株予約権無償割当て」が実行されたとしても、損害軽減措置が用意されている、という点に鑑みれば、実際に実行がなされることが何ら問題視されることはないと言えるように思われるからである。
- 48) その他にも、先行評釈類は多数あるが、委任状勧誘に係る制約について言及しているものは、本文において引用・整理する、この見解のみである。また、その制約に関連する臨時株主総会招集請求権に言及している見解も、前掲（注43）において引用したもの以外は見当たらない。
- 49) 太田・前掲（注43）20頁も参照。
- 50) 以上、田中〔下〕・前掲（注3）36頁～37頁参照。なお、同頁は、実際には「本高裁決定」は「本件対抗措置発動の必要性が認められる理由を『十分な情報と時間が確保できないこと』に限定するかのような判示をし」ており、その「ことは、本件対抗措置の内容の相当性に関する判断の説得力をも弱めた可能性がある」として、前掲（注43）に対応する本文において引用した箇所に対して疑問を呈している。
- 51) なお、松中〔下〕・前掲（注13）38頁～39頁は、「対象会社の株主は、この買収が企業価値を毀損すると判断したととらえ」れば公開買付けによるものを含む「今後

の大規模買付行為等」が制約されるという効果も正当化されることを示唆している。この見解は、「なお開かれている」かどうかに着目している田中〔下〕・前掲（注3）とは異なり（（2）参照）、「なお開かれている」かどうかには言及していない。その限りにおいて、まさに本文において述べた枠組みによって整理しうるかもしれない。

- 52) 田中〔下〕・前掲（注3）37頁参照。
- 53) 松下ほか〔下〕・前掲（注4）37頁も同旨。
- 54) 一（二）（2）（イ）において引用した箇所からすれば、株主意思確認総会を経て発動する場合も、取締役会決議のみを経て防衛策を発動する場合と区別する必要はない、と考えているからなのだろうか。もっとも、この論者は、田中〔下〕・前掲（注3）41頁において、「株主意思の原則は、企業価値を高める買収が、経営陣の保身動機によって阻まれることなく実現することを確保する」などという利点がある、と述べている。この箇所に鑑みれば、「株主意思の原則」があれば「経営陣の保身動機によって阻まれ」ないようにすることができる可能性が高いということになるのであろう。実際にそのようにできるのであれば、その原則がなく取締役会決議のみを経て防衛策が発動されてしまい「経営陣の保身動機によって阻まれ」ることが懸念されるがゆえに「なお開かれている」ことに着目して「経営陣の保身動機によって阻まれ」ないようにするべきであるという考え方に、株主意思確認総会を経て防衛策が発動される場合も依拠するべきである、ということにはならないように思われる。
- 55) つまり、（1）（ア）において引用した箇所のみならず、（2）（ア）において引用した箇所にも鑑みるということである。
- 56) または、買収者が（いったんですら制約されることを拒むために）当該書面を差し入れないという判断をするということはあるえない、と考えているのかもしれない。もしそうであれば、無償割当てが実行されるという状況に至ることもないから、実行された場合に用いられる損害軽減措置に言及していないのは当然である、という可能性もあろう。
- 57) 他方で、（委任状勧誘に係る制約がないことから）委任状勧誘を実施したところ、対象会社の取締役の過半数を自己を支持する者に交替させられなかった場合には、大規模買付行為等を行うことが制約されたままになるが、それはあらかじめ確認された株主の意思に基づくものなのであるから、尊重すべきである、ということになるのだろうか。
- 58) 田中〔下〕・前掲（注3）35頁参照。
- 59) Y社の定時株主総会は毎年6月に開催されているようである。2022年6月10日付株式会社東京機械製作所「第165回定時株主総会招集ご通知」など参照。
- 60) この論者が臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件は一切許容されるものではなく、その帰結として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許容されない、と考えており、そうであるからこそ「なお開かれている」という語句を用いているのだとすれば、本件はこの論者が述べるところの「なお開かれてい

## 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についての整理

る」状況にはなく、「本高裁決定の判断は」「基本的に妥当であり、支持すべきものと考えて」ということにはならないであろう。

- 61) もし前掲（注60）において述べたとおり考えているとしても、その理由は明らかにされていないことについては、前掲（注54）およびそれに対応する本文参照。
- 62) 前掲（注17）参照。
- 63) 「X関係者らが合計してY社株式を24万7800株保有しており（以下、これらのX関係者らによるY社株式の取得を「本件買集め」という）、本件買集めはY社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、後記の大規模買付行為等がされることを受け入れるか否かについては、株主共同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社取締役会が評価し、上記大規模買付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」するものと認定されている。三ツ星地裁決定「理由」第3の2（4）参照。
- 64) なお、「同日時点でY社がY社の株主を含む特定の第三者からY社株式につき大規模買付けを行う旨の通告や提案等を受けている事実はなかった」とも認定されている。三ツ星高裁決定「理由」第3の2（4）参照。
- 65) なお、以下のとおり事実認定がなされている。すなわち、「Y社は、令和4年6月3日付で、本件株主意思確認総会の招集通知を行ったところ、本件新株予約権の無償割当てに係る議案の提案理由について、Y社は、X関係者らがY社株式の本件買集めを行ったことから本件対応方針を導入し、その後も、X関係者らは、本件対応方針に定められた手順を遵守していないことから、株主において適切な判断を下すための情報と時間が必要であると判断して、本件独立委員会の勧告を踏まえて、本件対抗措置を発動した旨記載している。なお、同総会における基準日は本件臨時株主総会と同一の令和4年3月31日とされている。また、Y社は、同年6月14日、本件株主意思確認総会における本件対抗措置の必要性やその内容についての説明資料を公表した（以下「本件説明資料」という。）。本件説明資料には、Xは株主提案を通じた乗っ取り行為を行おうとしており複数の関係者も買付けに参加していること、Xは、定時株主総会（本件株主意思確認総会）において、取締役2名の選任等の議案を上程したが、この提案は明確な経営戦略を示しておらず、Y社との十分な対話も行われなままされた一方的な主張で、これらの提案が承認可決された場合はY社の経営に深刻な支障を来し、株主その他ステークホルダーの利益を著しく毀損するおそれがあること、Xは、大量保有報告書開示義務に長期にわたり違反し続け、実体を隠したままY社株式の買付けを行っており、Y社からの質問に対して極めて不誠実、不合理な回答しかしておらず、Xは具体的な経営計画を有していないこと、買収防衛策として行われる新株予約権の無償割当てにおいて、Xら非適格者は条件を満たさない限り行使不可能な新株予約権を取得することになること、Y社は平成27年4月以降各種政策を積極的に実行して成果を挙げているところ現任の取締役はY社の事業に精通しており、Y社の経営に不可欠であること、Xの意見はY

社の経営実態を把握していない故のものであり、経営陣が交替した場合の企業価値毀損は明白であることなどが記載され、更に、『買収防衛策を実際に発動させ、Xらの手から当社を守るためには、5号議案を賛成多数でご承認いただくことが前提となります』と赤色の字で、『当社を守るためには株主の皆様のご協力が不可欠です。第5号議案（新株予約権の無償割当ての件）に【賛】の議決権行使をお願いいたします。』と紺色背景に白色の字で大書されていた。三ツ星高裁決定「理由」第3の2（12）参照。

- 66) なお、令和4年6月29日付株式会社三ツ星「臨時報告書」によれば、本件株主意思確認総会（定時株主総会）においては、Y社の現取締役5名の選任議案も可決されている。
- 67) Y社は、令和4年6月21日付けで、Xおよびその他関係者に対して、撤回方法の内容を通知していた。その内容については（2）（イ）（a）（ii）参照。
- 68) なお、X関係者らなどの令和4年6月30日時点の持株比率は20%を下回っていた、という事実認定がなされている。三ツ星高裁決定「理由」第3の2（16）参照。
- 69) なお、三ツ星地裁決定のみならず、三ツ星地裁保全異議審決定も三ツ星高裁決定も、同事件における様々な事実を列挙しながら下されたものであるが、本稿においてする各決定の整理は、本稿の課題などに関係する箇所を中心に行うことをあらためて付記しておく。一（三）（2）参照。
- 70) 星・前掲（注15）116頁～117頁は、「本決定の判断枠組みは」「買収防衛の必要性があり、かつ、防衛手段に相当性がある場合（……）が」「特段の事情」「に該当するという構成になっている。その上で、買収防衛の必要性の判断において、株主総会の判断結果を尊重するというものである。端的にいつてしまえば、株主総会の判断結果を尊重した上で、買収防衛の必要性と防衛手段の相当性が認められれば、経営支配権維持目的があっても、買収防衛策の発動は差し止められないという、比較的シンプルな判断基準なので」と述べる。
- しかし、三ツ星地裁決定「理由」第3の3（2）ア（ウ）および（エ）を併せ読む限り、「買収防衛の必要性があり、かつ、防衛手段に相当性がある」かどうかは、「特段の事情」があるかどうかについて判断するに際しての基準ではなく、「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（…）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」「に当たるか否か」について判断するに際しての基準であると読みうる。また、もしそうだとすれば、「経営支配権維持目的があっても」というのではなく、「経営支配権維持目的」はそもそもないから（「不公正な方法によるもの」ではないと解される結果、「買収防衛策の発動は差し止められない、という」ことになるように思われる。
- 71) 三ツ星地裁決定は、株主平等原則違反により法令に違反するか（会社法109条1項・会社法247条1号）どうかを判断するに際してではなく、不公正発行に該当するか（会社法247条2号）どうかを判断するに際して、敵対的買収防衛策（対応方



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整理

- 針とそれに基づく対抗措置)の内容の相当性について言及している。
- 72) 対応方針とそれに基づく対抗措置を意味しているものと思われる。三ツ星地裁決定「理由」第3の3(2)ア(イ)参照。
- 73) 結論としては、「以上の各事情によれば、本件新株予約権の無償割当には、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られることができる」とされている。三ツ星地裁決定「理由」第3の3(2)ウ(エ)参照。
- 74) (a)において引用した決定要旨からすると、三ツ星地裁決定において裁判所は、そのような株主の判断がなされていたと評価しているように思われる。
- 75) もしその判断をそのまま尊重するのであれば、「株主の共同の利益を維持する」「ための手段として差別的である新株予約権の無償割当を行うことが」当該判断に鑑みて「相当といえる」ということになり、その結果として、「不公正なものにあたらぬ」ということにならう。
- 76) 星・前掲(注15)118頁も、三ツ星地裁「決定は、株主総会の承認は買収防衛の必要性を肯定するための事情にとどまり、相当性の判断は裁判所に委ねられていると考えているようである」と述べる。
- 77) 前掲(注73)および対応する本文参照。
- 78) 三ツ星地裁決定「理由」第3の3(4)および(7)参照。
- 79) 関連して、星・前掲(注15)119頁は、(a)において引用した箇所について、「YがXに提示した本件撤回方法が、(i)株主のための情報と時間の確保という防衛策導入の目的に照らして、それ自体不相当と判断しているのか、(ii)これらの条件がXにとっておよそ受け入れがたい条件であるため、大規模買付行為等の撤回が実質的に閉ざされていると判断するための一要素として位置づけているのか、よくわからない表現になってしまっている」と述べる。
- 80) ①からすると、他に問題視されるべき事情や評価が存在していなくても(各条件を充足するように強いることになるという状況が問題視されるかどうかにかかわらず)、各条件が明示的に定められていなければ、「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」と評価されることになり、ひいては、(iii)または(iv)のとおり評価されることにならうか。この点について、太田洋「三ツ星事件の各決定に関する分析と検討」商事法務2307号(2022年)35頁も「保全抗告審決定により、特に市場内買上がり型の経営支配権奪取行為については、(対抗措置を発動すべき必要性、すなわち、『脅威』の強さとの相関関係次第ではあろうが)少なくとも対抗措置発動の時点までに、(大規模買付行為者らの株主権の不必要・不合理な制限までに至らない程度)対抗措置発動中止要件を明示しておくことが、対抗措置の相当性(ひいては、その発動の適法性)を確保するために重要であることが明確になったものと解される」と述べている。
- 81) 太田・前掲(注80)26頁参照。
- 82) なお、②において指摘されたような「長期間」(本文中の第一参照)ではなく「短期間」であれば、④という評価に至らないのかどうかも明らかではない。

- 83) 別稿などにおいては、本件などにおいて株主の意思がどのようなものであったと言えるかをも踏まえて、本文において述べた点に関連して株主の意思のみを尊重した場合について検討する予定である。
- 84) (2)(イ)(a)参照。
- 85) この撤回方法の下では「令和5年6月に開催予定の次期定時株主総会が開催される」((2)(イ)(a)参照)以前に臨時株主総会を招集し、現取締役の解任および自身が支持する取締役の選任議案について委任状勧誘を行うことができよう。
- 86) なお、東京機械製作所事件における留保条件とは異なる点はある。(一)(2)(イ)(a)参照。
- 87) 関連して、三ツ星地裁保全異議審決定は同決定「理由」第3の3(5)および(9)においては、明示的に変更後の撤回方法としての条件について言及した上で、そのことをもってしても相当性があるということとはできないとしている。
- 88) 星・前掲(注15)118頁は、三ツ星高裁「決定は、(直接にはYの主張に答えたものであるが)株主総会の承認があったことも考慮に入れる立場のようである」と述べる。
- 89) もっとも、三ツ星高裁決定は、そのように述べているにもかかわらず、三ツ星地裁保全異議審決定が(3)のとおり述べた箇所を引用しているとも読みうる。すなわち、三ツ星高裁決定「理由」第3の3(2)イ(ウ)のうちの「原決定引用の上説示した」という語句からすると、三ツ星地裁保全異議審決定「理由」第3の3(9)イ(イ)をも引用しているように思われる。
- 90) もっとも、三ツ星高裁決定は以下のとおり述べている。すなわち、「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%のかんりの僅差)で可決されたことをもって、株主らが真にY社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。」
- 91) 「そもそも本件では、Xが、本件株主意思確認総会前にY社に対し、X保有の株式の希釈化を防ぐためY社が大規模買付行為等と主張する各行為を全て撤回する旨通知している(…)にもかかわらず、Y社において、これに特段の対応をすることなく本件株主意思確認総会開催に至ったことがうかがわれ、このことからすると、Y社がその主張する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い上」と述べる。
- 92) 「X及びその他関係者が保有するY社株式につき、書面によるY社の事前承認がない限り第三者に譲渡しないよう求める」ことは、三ツ星地裁決定がなされる前に示された撤回方法であり、当該撤回方法は同決定発令後に変更されている((1)および(2)(イ)(a)参照)。
- 93) 前掲(注68)参照。
- 94) 前掲(注92)参照。
- 95) 星・前掲(注15)119頁参照。なお、この箇所は、後掲(注99)に対応する本文

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整理

においても引用する。

96) 前掲（注93）に対応する本文参照。

97) 星・前掲（注15）119頁は、前掲（注79）において引用した箇所引き続き、「下で述べる抗告審決定の付加理由にかんがみると、少なくとも（i）の理解のようである」と述べる。その「下で述べる」三ツ星高裁決定の付加理由に対応する箇所は、おそらく前掲（注93）に対応する本文において引用した箇所を含む（a）において引用した箇所であると思われる。しかし、前掲（注96）に対応する本文において述べたことからすれば、その箇所において、三ツ星高裁決定が（i）の理解（「YがXに提示した本件撤回方法が」「株主のための情報と時間の確保という防衛策導入の目的に照らして、それ自体不相当であるという理解）をしていると断言することは少なくとも難しいように思われる。

98) なお、星・前掲（注15）116頁は「本件では、防衛策が実際に発動されれば、適格者である一般株主は約2割の利益を得ることになり、非適格者（Xらなど）「は約4割の損害をこうむっていたであろう」と述べる。同・119頁も参照。また、同・119頁（注5）は、「第2新株予約権には、10年後も未行使であった場合には対象会社が公正価値で取得できる旨の取得条項も付されているが、保有者から見れば、債権とは異なり、必ず支払いを受けられるものでないため、価値のないものと評価することになろう」とも述べる。

以上を踏まえれば、本文において述べたとおり、本件では「いわゆる損害軽減措置が用意されている」ことを前提にして、そのように用意されているという点を重視しない、というのではなく、そもそも用意されていないということを前提にしてそのように用意されているという点を重視しようがない、と三ツ星高裁決定は考えているということになろうか。もしそうだとし、もし損害軽減措置が用意されているかどうかに着目して、本件対抗措置に相当性があるかどうかを判断するのであれば、「相当性があるということではできない」という結論に至ることになるのかもしれない。

しかし、太田・前掲（注80）39頁（注7）は、「非適格者は『大規模買付行為等を中止又は撤回し、かつ、その後大規模買付行為等を実施しないことを誓約』し、所定の方法によりその保有する三ツ星株式を市場で順次売却して、その持株割合をトリガー割合以下まで引き下げれば、本第二新株予約権を行使できる。つまり、最終的には、本第二新株予約権をすべて行使して、その経済的損害を回復することができる」と述べる。この見解を踏まえれば、そもそも「用意されていない」とはいえないように思われる。また、太田洋＝松原大祐＝政安慶一「東芝機械の『特定標的型・株主判断型』買収防衛策について〔下〕」商事法務2241号（2020年）42頁も参照。

99) この点については、(三)(4)(イ)(b)(β)も参照。

100) 星・前掲（注15）119頁参照。

101) ただし、前掲（注97）参照。

102) 後掲（注103）参照。

- 103) なお、前掲（注102）に対応する本文および本注に対応する本文において述べた基準からすれば、当該条件を充足するように強いた結果、実際に充足されるということになれば、「少なくともXによる現経営陣によって行われるY社の経営状況を監視する機能を大幅に減じさせるものといえ」る状況に至ることになる、と想定した上で、そのような状況に実際に至ることは、「現経営陣によるY社の経営支配権の維持という結果を招来するものといえ」という観点からして望ましくない、と考えているといえるように思われる裁判例もある（三ツ星地裁決定〔二（三）（2）（イ）（b）参照〕。
- 104) ただし、この裁判例は、そもそも（ア）の方法によっており、仮に（イ）の方法によつたした場合の株主の意思について本文のとおり述べているにすぎない。
- 105) 前掲（注90）参照。
- 106) なお、対抗措置の内容の相当性について判断するにあたり、株主の意思のみを尊重する方法を用いるべきであることを明示する裁判例や先行評釈類はないように思われる。ただし、三ツ星事件におけるY社による主張（二（三）（3）（ア）および（4）（ア）参照）はそのような方法で判断するべきであることを主張するものであったといえるかもしれない。三ツ星最高裁決定「最高裁への抗告許可申立て理由書」第5も参照。
- 107) 東京機械高裁決定に係る先行評釈類については、二（二）（2）（ウ）参照。
- 108) 三ツ星地裁決定「理由」第2の3（1）ウ（イ）参照。
- 109) 前掲（注80）参照。

※ 本稿は、JSPS科研費19K01413の助成を受けたものである。