論 説

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

伊藤 吉洋

- 一 本稿の概要
- 二 東京機械製作所事件に係る先行評釈類の概要
- 三 一般株主の当初の意思が変化しないとして、その意思を尊重した場合
- 四 一般株主の当初の意思を尊重しない場合
- 五 一般株主の当初の意思が変化することがありうるとして、変化後の意思 を尊重した場合など
- 六 損害軽減措置との関係性
- 七 制約することを合理化しうる期間
- 八 おわりに

一 本稿の概要

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

⁽¹⁾ 紙幅の制約があることから、拙稿「株主意思確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての整理」関西大学法学論集72巻6号(2023年)(以下「前稿」という)において整理した裁判例および先行評釈類の全ての箇所について検討することはできない。本稿において検討することができなかった箇

うものである。具体的には、東京機械製作所事件におけるように MoM 要件⁽²⁾による株主意思確認総会において示された、と同事件に係る先行評釈類⁽³⁾が特定している株主の意思を尊重した場合に、(同事件における) 臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件(請求権を行使しないという誓約)を合理化しうるか、関連して、損害軽減措置が用意されていることを重視すべきかなど⁽⁴⁾について検討するものである。その上で、敵対的買収防衛策に当該留保条件が付されていたとしても、相当性は認められる、と判断されるべき場合もあるはずであると主張する。

なお、東京機械製作所事件および同事件に係る先行評釈類については、前稿⁽⁵⁾において整理している。また、本稿において用いる語句などの定義や、本稿の問題意識、検討にあたっての前提などについても、同稿に記載している。

二 東京機械製作所事件に係る先行評釈類の概要

前稿において整理したとおり、MoM 要件による株主意思確認総会において対抗措置の発動に係る承認議案が可決された東京機械製作所事件に係る先行評釈類には、可決された際の株主の意思を特定した上で、その意思を尊重しながら、ただし、その意思のみを尊重するのではなく、一定の基準によっ

所については別稿において検討する予定である。八参照。

⁽²⁾ 買収者などを除く買収対象会社の出席株主の議決権の過半数による議決要件を 意味することとする。なお、東京機械製作所事件においては、買収者に加え て、買収対象会社の取締役も除かれた。前稿二 (一)(1)(ア)参照。

⁽³⁾ 田中亘「防衛策と買収法制の将来〔上〕」商事法務 2286 号 (2022 年), 同「同 (下)」同 2287 号 (2022 年)。

⁽⁴⁾ 本文において言及した先行評釈類と同様に、株主の意思をも尊重して、敵対的 買収防衛策の内容の相当性について判断していると整理しうる(前稿二(一) (2)(イ),前稿三(一)(1)参照)東京機械地裁決定などについても若干の検 討を行う。後掲(注39)および(注42)参照。

⁽⁵⁾ 前掲(注1)参照。

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 て裁判所自らも追加的に審査する、という方法によって敵対的買収防衛策の 内容の相当性に係る審査を行うべきであると主張している、と整理しうるも のがある。そして、当該先行評釈類においては、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、対象会社の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戦を行い、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などにより、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、というものが挙げられていると整 理しうる。また、同事件における MoM 要件による株主意思確認総会におい て、「TKS の利害関係のない出席株主は、『ADC らが TKS の経営支配権を 取得すること。が、『会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害さ れることとなり、それを防止するために本件対抗措置を発動する必要がある と判断した』と認めるべきである」とし、「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」であるとして(6)、当該総会におい 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てい る (以上, 前稿二 (二) (1), 三 (一) (1) (ア) 参照)。

その上で、「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」という当該株主の意思を尊重して、(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(実施しないという誓約)(前稿二(一)(2)(イ)(a)参照)を合理化しようとしており、実際

⁽⁶⁾ ADC らは買収者であり、TKS は買収対象会社である。

に合理化しうると述べていると整理しうる(前稿二(二)(1)参照)。他方で、当該留保条件と共に同事件における対抗措置の発動に係る承認議案において明らかにされていた(三(一)参照)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(前稿二(一)(2)(イ)(a)参照)を合理化するために当該株主の意思を尊重することは(少なくとも)明示されておらず、その理由も明らかにされていない(前稿二(二)(2)(イ)(a)参照)。

なお、買収者が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を 遵守すれば、たとえ「株券等保有割合を、本件対抗措置が」取締役会におい て「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(7). その期間内に定時株主総会の開催が予定さ れていない以上、また、臨時株主総会の招集が会社側などからなされない限 りは、その期間内には株主総会は開催されないであろう。したがって、買収 者はその期間内には取締役選解任議案に係る「委任状勧誘戦を行」うことは できない状況にあったといえよう。そのような状況においては、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(「なお開かれている」かどうかと いう基準)が満たされていなかったということになるように思われる。とこ ろが、先行評釈類において、その論者は、(結論としては当該留保条件について 問題視しなかった〔前稿二(一)(2)(イ),(ウ),三(一)(2)(ア)(b)参照〕) 「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る」と 述べている。そのことに鑑みれば、この論者は、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(また

⁽⁷⁾ 買収者が「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」(減少させるという誓約)(前稿二(一)(2)(イ)(a)参照)を遵守すれば、本文において述べたような状況に至るであろう。

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はそれ以上の期間であっても一定期間経過後に「なお開かれているか」)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のかもしれない。ただ、もしそうだとしても、6か月が経過した後に「なお開かれている」かどうかなど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(以上、前稿二(二)(2)、三(一)(2)(4)参照)。

三 一般株主の当初の意思が変化しないとして、その意思を尊重し た場合

(一) 二において前述したとおり、東京機械製作所事件に係る先行評釈類の論者は、東京機械製作所事件の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るに際して示されたと特定している「買収者が大規模買付行為等を行うことによって、対象会社の経営支配権を取得する現実的可能性を生じさせることは、一般的に防止する必要がある」という株主の意思を、臨時株主総会招集権を制約する留保条件を合理化するために尊重することを(少なくとも)明示していない。

もっとも、(公開買付けによるものを含む) 今後大規模買付行為等を実施することを制約する留保条件も (6か月間の)(8) 臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件も、同事件における対抗措置の発動に係る承認議案において明らかにされていた条件である(9)。 そのような状況においては、当該株主の意思を尊重して前者の条件を合理化しうるかどうかを判断する、という枠組みに

⁽⁸⁾ 以下においては、まずはその期間を問わずに、「株主の当初の意思」を尊重したとしたら、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を合理化しうるかどうかについて検討する。その期間を含めた検討については、七において行う。

^{(9) 2021} 年 10 月 6 日付株式会社東京機械製作所「臨時株主総会招集ご通知」39 頁 ~40 頁,43 頁参照。この点は三ツ星事件とは異なる。前稿三(二)参照。

よるのであれば、同様に当該株主の意思を尊重して後者の条件を合理化しうるかどうかをも判断する、という枠組みによるのが自然であるように思われる。そこで、以下においてはまず、当該株主の意思を実際に尊重したとすれば⁽¹⁰⁾、後者の条件を合理化しうるかどうかについて検討する。なお、その検討にあたっては、当該株主の意思を「(一般)株主の当初の意思」ということとする。その後に示される意思と区別するためである(五参照)。

(二)確かに、(公開買付けによるものを含む) 今後大規模買付行為等をすることを制約する留保条件が遵守されていれば、「大規模買付行為等を行うこと」はできない状況にすでに至らしめられているようにみえる。つまり、当該留保条件の存在によって、「買収者が大規模買付行為等を行うことによって、対象会社の経営支配権を取得する現実的可能性を生じさせることは、一般的に防止」されているようにみえるのである(11)。したがって、そのような「可能性を生じさせることは、一般的に防止する必要がある」という「株主

⁽¹⁰⁾ ただし、そもそも敵対的買収防衛策の内容の相当性が認められるかどうかについて株主の意思を尊重して判断するべきであるかどうかについては疑問がある。八参照。なお、三ツ星事件高裁決定は、「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」と述べている(前稿二(三)(4)(ア)参照)。これは、本文において述べた判断の枠組みと同様に、株主の意思を尊重して、敵対的買収防衛策の内容の相当性が認められるかどうかを判断するべきである、という主張であると整理しえよう。

⁽¹¹⁾ もっとも、当該留保条件の存在によって、いつまで「大規模買付行為等を行うこと」ができない状況が維持されるのかは明らかではない。対抗措置の発動にあたっての根拠となる対応方針の有効期間(東京機械製作所事件においては原則として、次年度に開催予定の対象会社定時株主総会後最初に開催される取締役会の終結時までとされている〔東京機械地裁決定「理由」別紙3の8参照〕 までは維持される可能性が高いとは考えられようか。関連して、後掲(注33)参照。

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の当初の意思」に合致した状況が一見すれば確保されているようにも思われる。

このことからすれば、そのような可能性を生じさせることを防止するために、(公開買付けによるものを含む)今後大規模買付行為等をすることを制約する留保条件のみならず、それに加えて、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を遵守させる必要はないようにも思われる。つまりは、当該「当初の株主の意思」を尊重しても、当該(後者の)条件を合理化しえないようにも思われるのである。

(三) しかし、東京機械製作所事件の株主意思確認総会においては、MoM 要件により対抗措置の発動に係る承認議案が可決されている(前稿二 (一)(1)参照)。したがって、「株主の当初の意思」というのは、厳密にいえば、買収者である ADC らおよび買収対象会社である TKS の取締役を除く出席株主(以下便宜的に「一般株主」(12)という)の意思(以下、「一般株主の当初の意思」という)である。そのことを踏まえて検討すると、当該意思を尊重したとすれば、当該条件を合理化しうるように思われる。

まず、株主意思確認総会における対抗措置の発動に係る承認議案の決議については、その決議がいわゆる勧告的決議(13)であるがゆえに、MoM 要件のような議決要件を付すことも許容されるかもしれない(14)。対照的に、取締役選解任議案に係る決議については、そのような議決要件を付すことは許容

⁽¹²⁾ 東京機械高裁決定においても、少なくとも買収者である ADC らを除いた株主 という意味で「一般株主」という語句が用いられていると読みうる。

⁽¹³⁾ 東京機械高裁決定は、同事件における株主意思確認総会による決議が「勧告的 決議」であるということを前提に判断している。同決定「理由」第3の2(2) イ(キ)参照。

⁽¹⁴⁾ 東京機械製作所事件各決定が実際に許容したことや、それに対する批判も多い ことについては、拙稿「東京機械高裁決定判批」金融・商事判例 1652 号 (2022 年) 8 頁などを参照。

されないと思われる(15)。

そのような状況において、もし臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件が存在しなければ、MoM 要件により対抗措置の発動に係る承認議案が可決されたにもかかわらず、しかも、(公開買付けによるものを含む) 今後大規模買付行為等をすることを制約する留保条件が存在していたにもかかわらず、大規模買付行為等が実施されてしまう可能性が生じるように思われる。なぜならば、特に同事件における買収者である ADC らのように市場買集めによって高い持株比率に至っている(前稿二(一)(1)参照)買収者であれば、対抗措置の発動に係る承認議案が可決された後に(〔公開買付けによるものを含む〕今後大規模買付行為等を実施することを制約する留保条件など(16)を遵守しているがゆえに、対抗措置の発動が留保または中止されている状況で)、臨時株主総会招集請求権を行使し、取締役選解任議案を提案し、(当該議案に係る「委任状勧誘戦を行い」、)自身が賛成の議決権行使をすることによって「取締役の過半数を自己を支持する者に交替させること等により」「本件対応方針を変更」させることができる可能性が高いように思われる(17)。実際に変更されてしまえば、(公開買付けによるものも含む) 今後大規模買付行為等をすることを制

⁽¹⁵⁾ 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) 7 頁参照。関連して、後掲(注 26)参照。

^{(16)「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」(前掲(注7)参照)も含む。

⁽¹⁷⁾ 東京機械製作所事件における買収者である ADC らの持株比率と,対抗措置の発動に係る承認議案に係る議決権行使状況とに鑑みれば,MoM 要件によらなかった場合には当該承認議案は否決されていたと思われる。東京機械地裁決定「理由」第3の2(1)イ(エ)参照。また,「6か月以内に32.72%以下まで減少させるという留保条件」を遵守していたとしても,32.72%という持株比率に鑑みれば,同様にいえよう。したがって,本文において述べた取締役選解任議案についても同様の議決権行使が行われるとしたら,その結果として,実際に対応方針は変更されることになるように思われる。

他方で、ADCらとは異なり高い持株比率には至っていない買収者であれば、以上のような状況に至らしめることは難しいかもしれない。

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 約する留保条件について定めている対抗措置もその根拠を失うこととなるで あろう。その結果として、買収者は大規模買付行為等をすることを制約され なくなるからである(18)(19)。つまりは、(公開買付けによるものを含む)今後大 規模買付行為等をすることを制約する留保条件が遵守されていても、「大規 模買付行為等を行うこと」ができない状況に至らしめられない可能性がある のである。ひいては、当該留保条件の存在によって、「買収者が大規模買付 行為等を行うことによって、対象会社の経営支配権を取得する現実的可能性 を生じさせることは、一般的に防止」されるとは必ずしもいえないように思 われるのである。そして、実際にそのような可能性が生じるのであれば、そ のような「可能性を生じさせることは、一般的に防止する必要がある」とい う「一般株主の当初の意思」に合致しない状況に至ることになろう。

他方で、以上に鑑みると、もし臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件が存在していれば、「大規模買付行為等を行うこと」はできない状況に至らしめられるであろう。したがって、「買収者が大規模買付行為等を行うことによって、対象会社の経営支配権を取得する現実的可能性を生じさせること」を防止するために、(公開買付けによるものを含む)今後大規模買付行為等をすることを制約する留保条件のみならず、それに加えて、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を遵守させる必要はあるように思われる。つまりは、東京機械製作所事件の株主意思確認総会において示されたと特定されている「一般株主の当初の意思」を尊重したとすれば、当該(後者の)留保

⁽¹⁸⁾ 取締役選解任に係る議題は会社法が規定する事項に係る議題であるから,会社 法 294条4項に基づく株主総会の招集は許可されるであろう。関連する裁判例 として,名古屋地決令和3年7月14日資料版商事法務451号121頁参照。

⁽¹⁹⁾ 株主総会禁止・決議禁止の仮処分などが認められれば、本文において述べたような状況に至ることは一時的にはなくなるであろうが、実際に認められるかどうかについては検討を要しよう。なお、当該仮処分などについては、新谷勝『会社訴訟・仮処分の理論と実務(増補第3版)』(民事法研究会、2019年)202 頁以下参照。

条件を合理化しうるように思われるのである。

四 一般株主の当初の意思を尊重しない場合

三において検討したのは、「一般株主の当初の意思」を尊重したとすれば、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を合理化しうるかどうかについてである。ただ、そもそも当該留保条件を合理化するために株主の意思を(少なくとも)明示的には尊重してはいない先行評釈類の論者(二参照)が言及している他の箇所を踏まえると、株主の意思を尊重しないとしても、やはり当該留保条件を合理化しうるように思われる。

まず、この論者は、東京機械製作所事件において用いられた買収方法である「市場買集め」について、いわゆる強圧性があり、「多くの株主が企業価値を減少させると考える経営支配権の取得が、かえって実現しやすくなってしまうという」「効率性の観点から」の「問題がある」と指摘している。「つまり、強圧性のゆえに、①企業価値を低下させるような企業買収が成立したり、②株主が支配権プレミアムを得られなくなるために、事前の株式投資のインセンティブが阻害されるといった問題が生じる」とされている(20)。そして、そのことなどを踏まえて、「対抗措置が、対象会社の株主総会において、利害関係のない出席株主の議決権の過半数の賛成による承認決議(MoM決議)を得た場合には」当該対抗措置としての差別的新株予約権無償割当てを行うことは「許容されるべきである」という主張をしている(21)。

以上の主張からすれば、株主の意思を尊重しないとしても、臨時株主総会 招集請求権を制約する留保条件を合理化しうる、ということになるのではな いだろうか。なぜならば、当該留保条件が存在しなければ、結果的には、三

⁽²⁰⁾ その理由の詳細を含めて,田中〔上〕・前掲(注3)6頁~7頁,13頁(注13) 参照。

⁽²¹⁾ その理由の詳細を含めて、田中〔上〕・前掲(注3)10頁~12頁参照。

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 (三)において前述したのと同様に、MoM 要件により対抗措置の発動に係る 承認議案が可決されたにもかかわらず、しかも、(公開買付けによるものを含む)今後大規模買付行為等をすることを制約する留保条件が存在していたにもかかわらず、大規模買付行為等が実施されてしまう可能性が生じるように 思われる。つまりは、買収者は、「効率性の観点から」の「問題がある」市 場買集めによる買収方法によって大規模買付行為を実施 (再開)できるようになりかねないのである。他方で、もし臨時株主総会招集請求権を制約する 留保条件が存在していれば、そのような状況にはならないであろうからである。

五 一般株主の当初の意思が変化することがありうるとして,変化 後の意思を尊重した場合など

(一) 三において検討したのは、「一般株主の当初の意思」を尊重したとすれば、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を合理化しうるかどうかについてである。また、四において検討したのは、当該留保条件が存在しなければ、「効率性の観点から」の「問題がある」市場買集めによる買収方法によって大規模買付行為等を実施(再開)できるようになりかねないことに鑑みて、当該留保条件を合理化しうるかどうかについてである。

もっとも、先行評釈類の論者は、そもそも当該留保条件を合理化するためには株主の意思を(少なくとも)明示的には尊重しておらず、「なお開かれている」かどうかという基準によって(も)、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。その理由は明らかにされていないが(以上、二参照)、以下のとおり推測しうるかもしれない。すなわち、「買収者が大規模買付行為等を行うことによって、対象会社の経営支配権を取得する現実的可能性を生じさせることは、一般的に防止する必要がある」という株主の意思は当初の意思にすぎな

いものであり (三 (一) 参照), その後の状況に応じて変化することがありうるところ, 実際に変化したのであれば, 当該変化後の株主の意思を尊重すべきである。そして, そのような意思を尊重すべきなのであれば, まずは株主の意思が変化したかどうかを確認する必要がある。したがって, 「なお開かれている」かどうかという基準によって, 敵対的買収防衛策の内容の相当性が認められるかどうかについて判断する, という枠組みによるべきである。

もしそのような理由に基づいているとしたら、そもそも「一般株主の当初の意思」ではなく「一般株主の変化後の意思」を尊重すべきである、ということになるであろう。そして、当該(後者の)意思を尊重すべきであるとすれば、まずは一般株主の意思が変化したかどうかを確認する必要があるところ、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件は確認することを妨げることになるであろうから、東京機械製作所事件は「なお開かれている」かどうかという基準を満たしていない状況にあったとして、敵対的買収防衛策の内容の相当性が認められない、ということになりそうである。

(二) 先行評釈類の論者が (一) において推測したとおりの理由に基づいて「なお開かれている」かどうかという基準によっているとして、そもそも東京機械製作所事件において株主の意思が変化することは実際にありえたのだろうか。

この点について、この論者は、「一般株主の当初の意思」が MoM 要件による株主意思確認総会において対抗措置の発動に係る承認議案が可決された際に示されたと考える理由として(22)、「TKSの利害関係のない出席株主」は、「『ADC らが TKS の経営支配権を取得すること』が、『会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることとなり、それを防止するため

⁽²²⁾ 本稿二においても引用した箇所における「そうであるなら」という語句を参 照。

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」ということを挙げている。その箇所に鑑みると、当該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に示された「一般株主」(「TKSの利害関係のない出席株主」)「の当初の意思」は、「『ADCらがTKSの経営支配権を取得すること』が、『会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることとなり、それを防止するために本件対抗措置を発動する必要がある』」という意思でもあったということになるかもしれない(23)。

さらに、この論者は、同事件における株主意思確認総会に「対抗措置発動 を提案した TKS 取締役会は」、「ADC らが」①「情報」や②「時間」「を与 えないこと」や、③「買付方法の強圧性」だけを問題にしていたのではな く」、④「ADC の内部管理体制に重大な懸念があること」、⑤ 「ADC は継 続企業の前提に重要な疑義が存在し」。⑥「資金の調達経路も不透明である こと」、⑦「TKS の従業員や取引先(売上高の九割を占める新聞各社)が ADC らの株式買集めに対して反対や懸念を表明していること」「をも理由に挙げ て、株主に対し本件議案に賛成するように求めていた」ことに着目して、前 述したとおり一般株主は「『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。このことからすると、この論者は、一般株主が前述したとお り「『必要があると判断し』た」のは対抗措置の発動に係る承認議案を可決 するに際して①ないし⑦に係る状況にあったことを問題視したからであり, ひいては「買収者が大規模買付行為等を行うことによって、対象会社の経営 支配権を取得する現実的可能性を生じさせることは一般的に防止する必要が ある」という「一般株主の当初の意思」は実質的にみれば①ないし⑦に係る 考慮から示された、と考えていると整理しえよう。

⁽²³⁾ なお, 東京機械地裁決定も, 東京機械製作所事件においては同様の株主の意思が存在していたと考えている, と整理しえよう(前稿二(一)(2)(イ)(b), 三(一)(1)(イ)参照)。

もし実際にそのような考慮から示されたのだとすれば、当該「一般株主の当初の意思」が変化する可能性があるのは、①ないし⑦に係る状況ではなくなったと一般株主が考え始めた場合である、ということになろうか。例えば、①に関連して、買収者が(対抗措置の発動に係る承認議案が可決される前に提供した情報より多くの)情報を追加提供したり(24)、③に関連して、市場買集めを実施することを止め、今後は強圧性がない買付方法(公開買付けを一段階目とする方法)によって買収を進めるという予告がなされる場合がありえよう。もしそうだとすれば、(全ての状況がそうなるわけでもなく、短期間でそうなるわけではないにせよ〔(三)(2)(イ)参照〕、①ないし⑦に係る状況ではなくなり、その結果として、「一般株主の当初の意思」が変化することは実際にありうるといえるかもしれない(25)。

(三) しかし、実際に①ないし⑦に係る状況ではなくなり、その結果として「一般株主の当初の意思」が変化することがありうるとして、実際に一般株

⁽²⁴⁾ 実際に買収者である ADC らは、東京機械最高裁決定後に経営計画を公表している。2022年1月14日付アジア開発キャピタル株式会社・アジアインベストメントファンド株式会社「東京機械製作所の経営計画について」参照。

⁽²⁵⁾ ③に係る状況ではなくなれば、四において前述したことを問題視する必要はなくなる。ただし、この論者は、(公開買付けによるものを含む)今後大規模買付行為等を制約する留保条件は合理化しうると述べていると整理しうる。二参照。そのような留保条件からすれば、本文において述べたような、市場買集めを実施することを止め、今後は強圧性がない買付方法によって買収を進めるという予告をすること自体も制約される可能性があるかもしれない。もしそうだとすれば、③に係る状況でなくなることはないから、先行評釈類においては、③に係る状況でなくなることはないから、先行評釈類においては、という状況に実際に至ることはそもそも想定されていない、ということになろうか。ひいては、③に係る状況ではなくなることによって「一般株主の当初の意思」が変化することがありうることに鑑みて、まずは一般株主の意思が変化したかどうか確認する必要があるがゆえに、確認することを妨げることとなる臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件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、ということは難しくなるように思われる。関連して、後掲(注 33)参照。

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主の意思が変化したのであれば、当該「一般株主の変化後の意思」を尊重すべきである。ということには必ずしもならないように思われる。つまりは、尊重すべきであるとして、まずは一般株主の意思が変化したかどうかを確認する必要があるがゆえに、「なおも開かれている」かどうかという基準によって、敵対的買収防衛策の内容の相当性が認められるかどうかについて判断する、という枠組みによるべきである((一)参照)、ということには必ずしもならないように思われるのである。いいかえれば、確認することを妨げることとなるとしても、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を合理化しうる、といえる場合もないわけではないように思われる。以下においては、その理由を述べる。

- (1)「一般株主の当初の意思」が変化することがありうるとしても、実際に変化したかどうかを確認したところ、変化していたのは一般株主のうち一部であるにすぎず、MoM 要件を満たすほどには(一般株主全体でみれば)「一般株主の当初の意思」は変化していないと評価しうる場合もありえよう。そうであるにもかかわらず、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件が存在しなければ、三(三)および四において前述したのと同様の状況に至ってしまう。他方で、当該留保条件が存在していれば、そのような状況には至らない。したがって、以上のような場合がありうることのみに鑑みれば、依然として「一般株主の当初の意思」を尊重すべきであり、その結果として当該留保条件を合理化しうる、といえるように思われる。
- (2) (ア) もちろん, 実際に確認したところ, MoM 要件を満たすほどに「一般株主の当初の意思」が変化していたという場合もあろう。その場合があることを踏まえれば, まずは一般株主の意思が変化したかどうかを確認する必要があるということになるのかもしれない。また, 実際に確認したところ,

- (1) において前述したとおり、一般株主のうち一部の意思しか変化していなかった場合があるかもしれないが、その結果として至るであろう状況(三 (三) および四において前述した状況)に対処しうる制度が用意されているのであれば⁽²⁶⁾、その状況に至るであろうことを問題視する必要はない、ということになろう。もしそうだとすれば、確認することを妨げることとなる臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を合理化しえない、ということになる。
- (イ)しかし、実際に変化することがありうるとしても、そもそも「変化後の一般株主の意思」を尊重するのではなく、依然として「一般株主の当初の意思」を尊重すべきであるという場合があるように思われる。先行評釈類の論者が別稿において述べていること⁽²⁷⁾を参照すれば、依然として尊重すべきであるといえる「一般株主の当初の意思」として具体的には、以下のようなものが考えられるのではないだろうか。

まず、(二)において前述したとおり、「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「一般株主の当初の意思」は①ないし⑦に係る状況ではなくなることによって変化する可能性はあろう。例えば、③に関連して、市場買集めを実施することを止め、今後は強圧性がな

⁽²⁶⁾ 取締役選解任議案が MoM 要件を満たすほどの(買収者など以外の)一般株主 の賛成がなかったにもかかわらず、買収者が賛成の議決権行使をしたことによって(買収者が提案した)取締役選解任議案が可決された場合に、会社法 831 条 1 項 3 号などにより対処しうる可能性はあるかもしれない。しかし、可決された後短期間で対応方針が変更されてしまい、市場買集めが再開されてしまった場合にも同条などにより対処しうるかどうかについては検討を要しよう。

⁽²⁷⁾ 田中亘『企業買収と防衛策』(商事法務,2012年)66頁~103頁,172頁参照。もっとも、この箇所は、買収者が実際には現れていない時点で(いわゆる平時に)導入される事前警告型買収防衛策について述べているものである。なお、同・443頁~446頁と関連して、後掲(注43)参照。

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 い買付方法(公開買付けを一段階目とする方法)によって買収を進めるという 予告がなされる場合などが挙げられよう⁽²⁸⁾。そして、そのような予告がな された場合に同時に提示されることも多いであろう公開買付価格は、通常で あればその時点の株価を上回るもの(いわゆるプレミアムが付されたもの)であ ろう。そのような公開買付価格であれば、その時点の一般株主の多くが当該 公開買付けに応じたいと考えるかもしれない。実際に一般株主の多くがその ように考えるのであれば、その時点において、「一般株主の当初の意思」は 「買収者が大規模買付行為等を行うことによって,対象会社の経営支配権を 取得する現実的可能性を生じさせることは一般的に防止する必要」はないと いうものに変化している、といえよう。もしそうだとして、臨時株主総会招 集請求権を制約する留保条件が存在しなければ、実際にその変化した意思を 確認することとなるが、その結果として、取締役選解任議案は買収者による 賛成の議決権行使によるだけでなく MoM 要件を満たすほどの一般株主によ る賛成票をも集めて可決され、結果的には、大規模買付行為等のうち強圧性 がない買付方法(公開買付けを一段階目とする方法)によって買収が実施され ることになる。ひいては、その買収は成功することになろう。

しかし、そもそも公開買付価格のうちのプレミアムが、すでに人的投資を 行った買収対象会社の従業員の信頼を買収成功後に裏切ることによって得ら れる利益を原資として提示されているものなのであれば、買収が成功してし まうことを懸念する「従業員は人的投資をためらう恐れ」など⁽²⁹⁾がある。 そこで一般「株主としては、事前の段階で、自分たちが将来において賛成す

⁽²⁸⁾ ただし, 前掲(注25)参照。関連して, 後掲(注33)参照。

⁽²⁹⁾ 田中亘「従業員と会社法についての一試論―伊藤忠のデサントに対する公開買付け成立に寄せて」NBL1146号 (2019年) 12 頁は,実際にそのような状況に至った場合には,ためらうにとどまらず,「組織特殊的な人的資産を一斉に引き上げること,すなわち,一斉退職」という対抗措置を従業員がとる可能性があることを指摘している。

るような買収も成功させないような仕組みを作っておく (commitment を行 う) ことに、利益を見出す可能性がある」かもしれない。実際のところ東京 機械製作所事件においても、⑦のとおり従業員が買収者「の株式買集めに対 して反対や懸念を表明してい」た。しかも、その声明においては、①に関連 して買収者が「何ら具体的な経営理念や経営方針を示」していないということだけで はなく、)「会社の中長期的な成長が無視され、自らの利益のみを追求するの ではないか、結果として、我々労働者の雇用の維持・労働条件にも多大な悪 影響を与えるのではないかという不安もあります」という記載などがなされ ていた(30)。もし一般株主の多くがそのことに着目したのであれば(①に関連 して「具体的な経営理念や経営方針」が示されたとしても、④⑤に係る状況とも相ま って、その不安は容易に解消されないであろうし、その結果として、「従業員が人的 投資をためらう恐れがある」と考えたのであれば⁽³¹⁾). 市場買集めを実施するこ とを止め、今後は強圧性がない買付方法によって買収を進めるという予告が なされることが予想されるとしても(つまり③に係る状況ではなくなることが予 想されるとしても), ③に係る状況ではなくなることによって一般株主自身の 意思が変化したことを確認することをあえて妨げて、買収者が強圧性がない 買付方法ですら買収を実施できないようにするために(前記 commitment を行 うために) 臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を含む対抗措置の発 動に係る承認議案に賛成した可能性はあるといえるかもしれない。

実際にそうである場合には、その結果として当該承認議案が可決されるに際して示された「買収者が大規模買付行為等を行うことによって、対象会社

^{(30) 2021}年9月8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株式会社らによる当社株式を対象とした買集め行為への反対声明の受領に関するお知らせ」および9月13日付「同(2)」参照。

⁽³¹⁾ 厳密にいえば、ためらわれずに人的投資が促進されたとしたら、本文中で述べた買収者が提示してくるであろう公開買付価格で公開買付けに応じるよりも、 多くの利益が自身にもたらされる、と考えた場合である。

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 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「一般株主の当初の意思」は、厳密には、③に係る状況 ではなくなることによって意思が変化するまでそのように「防止する必要が ある」というものではなく、③に係る状況ではなくなることによって意思が 変化することがありうるとしても、そして、(さらには従業員が①のみを問題視 していたわけではないことからすれば(32), ①に係る状況ではなくなるとしても、) (7)に係る状況でなくなることはしばらくないであろうことを前提として、その ように「防止する必要がある」というものである、ということになろう。そ して、実際に「一般株主の当初の意思」がこのようなものである場合には、 (①や) ③に係る状況ではなくなることによる「変化後の一般株主の意思」 を尊重するのではなく、依然として当該「一般株主の当初の意思」を尊重す べきである、ということになるように思われる。ひいては、「一般株主の当 初の意思」が変化したかどうかを確認することを妨げることとなる臨時株主 総会招集請求権を制約する留保条件を合理化しえない、ということには必ず しもならないであろう。むしろ、「一般株主の当初の意思」を尊重すれば、 (①や) ③に係る状況ではなくなることによって「一般株主の当初の意思」 が変化したことを確認することをあえて妨げることとなる当該留保条件を合 理化しうる、ということになる可能性がなおもあるのではないだろうか⁽³³⁾。

⁽³²⁾ 前掲(注30)に対応する本文参照。

⁽³³⁾ なお、本文中で述べたような「一般株主の当初の意思」を尊重すればこそ、強圧性のない買付方法(公開買付けを第一段階目とする方法)を含む今後大規模買付行為等を制約する留保条件が、(永続的なものであればともかく)長期間制約するものであっても、合理化しうることになるように思われる。ひいては、③に係る状況ではなくなることはないから、③に係る状況がなくなることによって「一般株主の当初の意思」が変化する、という状況に実際に至ることがそもそもありえない、ということになろう。もしそうだとすれば、③に係る状況がなくなることによって「一般株主の当初の意思」が変化したかどうかを確認することを妨げるとして臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を問題視する必要はない、ということにもなろう。以上と関連して、前掲(注 25)

六 損害軽減措置との関係性

前稿において引用したとおり、「裁判所は、相当性の判断要素として、① 買収者に損害を回避する余地が残されているか(損害回避可能性)、②買収者に生じる損害を軽減する措置が講じられているか(損害軽減措置)」など「を 考慮している」と述べる見解がある(前稿一(二)(1)参照)。本稿の以上に おいて述べてきたのは、それを遵守することによって対抗措置の発動がなされることが留保されることとなる条件についてであるから、①に係るものであると整理しうる。そのような留保条件について三(三)および五(三)に おいて前述したことからすれば、②についてはそもそも考慮すべきではない (損害軽減措置が用意されていなくても、それを問題視すべきではない)という結論が導出されるように思われる。以下においてはその理由を述べる。

まず三(三)および五(三)において前述したとおり、「一般株主の当初の意思」を尊重したとすれば、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を合理化しうるように思われる。しかも、単に①の観点からして当該留保条件の存在が問題視されない(許容される)という状況が確保されるにとどまらず、当該留保条件を実際に遵守させるという状況に至らしめることが当該「一般株主の当初の意思」に合致するものであるということになるであろう。ところが、①の観点からして当該留保条件の存在が問題視されない(許容される)としても、②の観点から損害軽減措置(ここでは東京機械製作所事件において用いられた第二新株予約権による措置)が用意されている場合には、用意されていない場合と比較して、買収者が当該留保条件(を含む全ての留保条件)を遵守することを誓約する書面を差し入れなくなり、結果として、当該留保条件が実際には遵守されない可能性が高まるように思われる。なぜならば、当該書面を差し入れなければ、第二新株予約権を用いた対抗措置が実際に発

参照。

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動されることになろうが、実際に発動されたとしても、買収者は、それほど多大な損害を被ることなく(第二新株予約権を行使し、1株当たり1円を出資するだけで)閾値までは持株比率を回復しうる、という場合も多いであろう(34)。つまりは、当該書面を差し入れなくとも、それほど多大な損害を被ることなく当該書面を差し入れた場合と同じ比率(35)まで持株比率を回復しうるという場合も多いのである。実際に回復した後は、(当該書面を差し入れていないのであるから)臨時株主総会招集請求権を行使することが可能であり、実際に行使した場合には(36)、三(三)および五(三)において問題視したのと同様の状況に至らしめることができるからである。つまりは、①の観点からして当該留保条件の存在が問題視されない(許容される)状況が確保されていたとしても、②の観点から損害軽減措置が用意されている場合には、当該書面を差し入れないとしても、当該留保条件が問題視されて(許容されずに)存在しない状況(ひいては遵守されることもない)と同様の状況に至らしめることができてしまうからである。

他方で、実際に対抗措置が発動された場合には、多大な損害を被るように (第二新株予約権のような措置を用意せず、持株比率を回復するためには多額の金銭

⁽³⁴⁾ 前稿注 98 参照。

⁽³⁵⁾ 当然のことながら、「6か月以内に32.72%以下まで減少させるという留保条件」を遵守していたとしても、買収者は32.72%という持株比率を維持することはできる。

⁽³⁶⁾ この段階に至れば(第二新株予約権は「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た場合」でなければ行使しえないが〔東京機械地裁決定「理由」別紙 4-2 参照〕、行使し終えているから、)買収者は臨時株主総会招集請求権を行使するのではなく、大規模買付行為等を実施(再開)する可能性もある、といえるだろうか。この点について、まだ対応方針は変更されていないから、(具体的な大規模買付行為等次第では MoM 要件によることが許容されない可能性はあるが、いずれにしても、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れば)対象会社は対抗措置を再度発動することはできるかもしれない。もしそうだとすれば、買収者はまずは臨時株主総会招集請求権を行使して、対応方針を変更しようとするように思われる。

を要するように)すれば、買収者は、実際に発動されることを嫌気し、留保条件を遵守することを誓約する書面を差し入れ、実際に遵守しようとする可能性が高くなるのではないだろうか。つまりは、損害軽減措置が用意されていないほうが、「一般株主の当初の意思」に合致するように、当該留保条件を実際に遵守させるという状況に至らしめやすいように思われるのである(37)。つまりは、②についてはそもそも考慮すべきではない(損害軽減措置が用意されていなくても、それを問題視すべきではない(38))という結論が導出されるように思われるのである(39)。

⁽³⁷⁾ もっとも、東京機械製作所事件においては、損害軽減措置(第二新株予約権による措置)は用意されていたところ、そうであるにもかかわらず、買収者は留保条件を遵守することを誓約する書面を差し入れている。2021年11月25日付株式会社東京機械製作所「(開示事項の経過)当社が送付した書簡に対するアジアインベストメントファンドからの回答書の受領等についてのお知らせ」参照。したがって、本文においては、至らしめやすい、と述べるにとどめている。

⁽³⁸⁾ なお、日邦産業事件においては、「第二新株予約権方式のような特別な損害軽減措置は講じられていなかった」とも指摘されているが(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)39 頁、42 頁参照)、買収者は行使できないとされた新株予約権を買収者が対象会社取締役会の承認を得て第三者に譲渡することは可能であるとされていたところ(日邦産業地裁保全異議審決定「理由」第2の2(10) イ参照。松下ほか・38 頁も参照)、日邦産業地裁保全異議審決定は、それらの措置などがあることに着目して、買収者「に生じる経済的不利益を」「軽減させる措置が講じられているといえる」と評価している。日邦産業地裁保全異議審決定「理由」第3の2(5)参照。もっとも、日邦産業高裁決定は「相手方取締役会が承認する譲受人で、抗告人が取得した相手方株式の対価相当額を支払ってくれる第三者を見出せるかどうかは不透明であるという問題はある」とも指摘しており(日邦産業高裁決定「理由」第3の1(10)参照)、実際にその問題が顕在化するような場合には、実質的にみれば損害軽減措置は用意されていないと評価されることになろう。

⁽³⁹⁾ 前稿において引用・整理したとおり、二において前述した先行評釈類においては、いわゆる損害軽減措置についての言及がなされていない。その理由は明らかではないが、この論者は、結論として、損害軽減措置が用意されているかどうかを重視していない、とはいえるかもしれない(詳細については、前稿二(二)(2)(イ)(b)参照)。他方で、東京機械地裁決定・高裁決定は、損害軽

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 七 制約することを合理化しうる期間

「一般株主の当初の意思」を尊重したとすれば「臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件」を合理化しうるといえるとしても、どのくらいの期間まで制約することを合理化しうるのかについてはさらに検討する必要があろう。結論としては、 Ξ (Ξ) (および四) において前述したことからすれば、その期間が明示されて対抗措置の発動に係る承認議案が可決された場合には、その期間がその決議日以降に開催される定時株主総会開催日までの期間内にとどまるのであれば $^{(40)}$ 制約することを合理化しうるように思われる。また、「一般株主の当初の意思」が変化することがありうるとしても、五 (Ξ) において前述したことからすれば、当該「一般株主の当初の意思」が⑦に係る状況でなくなることはしばらくないであろうことを前提としていたものであった場合には $^{(41)}$ 、少なくとも同じくいえよう $^{(42)}$ 。

⁽⁴⁰⁾ その決議日以降に開催される定時株主総会においては取締役選解任議案が付議されることを妨げることは(株主提案権自体を制約しない限り、)難しいように思われる。実際に難しいのであれば、当該定時株主総会以降の期間についても制約することを合理化しうるかどうかについて検討しても意味がないであろう。もっとも、三ないし五において前述したことからは、「一般株主の当初の意思」を尊重したとすれば、株主提案権を制約する留保条件ですら合理化しうるという考え方もありうるということになるかもしれない。

⁽⁴¹⁾ ただし、本文において述べた場合に該当するというためには、少なくとも対抗 措置の発動に係る承認議案などにおいて、⑦に係る状況でなくなることはしば らくないであろうことなどを裏づける事実が明示されている必要があるかもし れない。

⁽⁴²⁾ なお、二において前述したとおり、先行評釈類の論者は、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(またはそれ以上の期間であっても一定期間経過後に「なお開かれているか」)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のかもしれない。他方で、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を問題視していない東

八 おわりに

本稿においては、東京機械製作所事件に係る先行評釈類において特定されている株主の意思を尊重した場合に(43)、(同事件における) 臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件を合理化しうるか、合理化しうるとすれば、いわゆる損害軽減措置が用意されていることを重視すべきであるか、どのくらいの期間までであれば合理化しうるかなどについて検討した。結論としては、損害軽減措置が用意されていなくとも、その期間が次期の定時株主総会までの期間内にとどまるのであれば、臨時株主総会招集請求権を制約する留保条件が付されている敵対的買収防衛策の内容の相当性は認められると判断すべきである場合もあるはずである、と主張した。

もっとも、定時株主総会開催日が到来すれば、結局は、以上のとおり主張するに際して問題視したのと同様の状況に至ってしまう(三ないし五参照)。そのような状況を問題視するのであれば、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すること(本稿における検討にあたっては実際に取得がなされてしまった場合であることを前提にした〔前稿三(二)参照〕)自体を規制する立法措置を講じることなどが必要となろう。その点についての検討は他日を期したい。また、本稿における検討にあたって前提としたのは、株主意思確認総会における対抗措置の発動議案に係る決議について MoM 要件のような議決要件が付された場合でもある(同参照)。他方で、三ツ星事件のように、そのような議決要件が付されていない場合については別稿にて論じる

京機械地裁決定・高裁決定は(前稿三(二)(2)(イ)参照)とりあえずは妥当である、ということになるように思われる。

⁽⁴³⁾ ただし、東京機械製作所事件における株主意思確認総会において議決権を行使した一般株主(とされる株主)の意思を尊重すること自体については疑問がある。詳細については、拙稿「市場内取引による敵対的買収に対する有事導入防衛策の発動に係る MoM 要件による株主意思確認総会決議についての検討(1)・(2)」関西大学法学論集72巻2号188頁・3号32頁(2022年)、前掲(注14)15頁を参照。

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 予定である。加えて、そもそも敵対的買収防衛策の内容の相当性が認められ るかどうかを判断するに際して、株主の意思を尊重すべきであるかどうか、 尊重すべきでないとしたら、どのような基準によって判断するべきであるか などについても、別稿にて論じる予定である。