

令和4年(許)第12号 許可抗告申立て事件
令和4年7月28日 最高裁判所第二小法廷決定

監修：青木 晋治
文責：前田 拓実

[決定の理由]

「本件の事実関係の下において、所論の点に関する原審の判断は、正当として是認することができる。論旨は採用することができない。」

[事案の概要]

抗告人（以下「債務者」という。）の株主である相手方（以下「債権者」という。）が、債務者取締役会の決議に基づき現に手続中の株主に対する新株予約権（以下「本件新株予約権」という。）の無償割当てについて、①株主平等の原則に違反するものであり、法令違反がある、②著しく不公正な方法によるものである旨主張して、会社法 247 条 1 号及び 2 号の類推適用に基づき、本件新株予約権の無償割当てを仮に差し止めることを求めた基本事件において、大阪地方裁判所が債権者の本件申立てに理由があると認め、これを認容する仮処分決定（原々決定）をした。これに対し、債務者が保全異議の申立てをして、原々決定の取消しを求めたが、原審裁判所が原々決定を認可する旨の決定をしたため、債務者が本件保全抗告をしたところ、抗告審は、現経営陣による本件新株予約権の無償割当てによって相手方が著しい損害を被るおそれがあることが認められ、本件において、保全の必要性についての疎明があるといえるとして、本件保全抗告を棄却した。かかる経緯で債務者が許可抗告をした事案であり、上記のとおり述べ、本件抗告を棄却した事案である。

本事案の事実関係は大要以下のとおりである。

1. 債権者は、令和3年10月4日までに債務者の発行する株式（以下「債務者株式」という。）を市場内で合計8万0300株取得し、（自己株式を除いたその持株比率は7.01%）これ以降取得していなかったが、その他関係者（債権者と実質的に共同して債務者株式の買付けを行っている個人及び法人をいい、債権者と合わせて「債権者関係者ら」という。）が債務者株式を取得し、令和4年3月31日時点で、債権者関係者らは合計21.63%の債務者株式を保有していた。また、債権者は、債務者に対し、現経営陣の解任等を求める株主総会の招集請求や株主名簿閲覧謄写請求をしていた。
2. これに対し、債務者取締役会は、同年4月8日、対象となる大規模買付行為等、対抗措置の発動までの手続を定めた上、大要下記の対抗措置（以下「本件対抗措置」という。）を内容とする買収防衛策（以下「本件買収防衛策」という。）の導入を決定した。
3. 債権者は、大規模買付行為等を開始していないなどとして本件買収防衛策の導入を争ったが、債務者取締役会は、同年5月18日、債権者関係者らの行為が大規模買付行為等に該当するとして、上記手続に従い、本件対抗措置を発動し、本件新株予約権の無償割当てを実施することについて株主意思確認総会を開催することを決議した。そして、かかる株主意思確認総会において、本件新株予約権の無償割当てが賛成54.46%で可決さ

れた。

[本件対抗措置の概要]

本件対抗措置では、いわゆる第二種新株予約権方式が採用された。具体的には、A 新株予約権及び B 新株予約権の二種類の発行が予定されており、A 新株予約権については、債権者関係者らを非適格者とし、行使条件を非適格者が保有する A 新株予約権は行使することができないとし、取得条項を債務者取締役会が決議した場合に、行使可能な A 新株予約権については債務者普通株式を対価として、その他の A 新株予約権については B 新株予約権を対価として、債務者が取得することができるとした。

そして、その B 新株予約権の行使条件については、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あって、かつ、株券等保有割合が 21.63%を下回っている場合又は債務者が認める証券会社に委託して債務者株式を処分し、処分後に 21.63%を下回った場合に、21.63%を下回る範囲内でのみ行使できるとし、B 新株予約権の取得条項を交付された日から 10 年を経過する日以降 11 年を経過する日までの間に B 新株予約権取得日時点の公正価額に相当する金銭を対価として取得することができるとした。

[論点]

本件の論点は、主に以下の 3 点である（以下「本論点」という。）。なお、③については判示されていない。

- ①本件買収防衛策導入以降には債務者株式を取得しておらず、その意向もない旨を表明している債権者に対し、本件買収防衛策は適用されるのか否か
- ②著しく不公正な方法によるものか否か
- ③株主平等の原則に反するか否か

[訴訟の経過]（下線は筆者による）

1 基本事件決定（大阪地裁 R4. 7. 1 決定）

(1) 対抗措置の発動条件である「大規模買付行為等が実施された場合」の該当性

債権者自身が債務者株式の買付行為をしたとは認められないとしたものの、本件買収防衛策の「大規模買付行為等」には共同協調行為も含まれ、債権者とその関係者の関係性をみると、その関係者の中には、債権者の元組合員やそれらの取締役などの役員であった者等、いずれも債権者と一定の関係性を有することがうかがわれること、債務者株式の取得開始時期が同時期であったことや債権者が開催を求めた臨時株主総会の基準日までに債務者株式を相当数取得したものであること、臨時株主総会においてその関係者がいずれも債権者の委任状勧誘に応じていること等の事情から共同協調行為がされたとの債務者の認定に不合理な点はなく、債権者関係者らが手続を遵守しなかったことから、本件買収防衛策に基づく対抗措置を発動する場合に当たるとした。

(2) 本件対抗措置の発動が不公正なものといえるか否か

ア 要旨

基本事件決定は、本件対応方針は、債権者が債務者株式を取得し終えた時点以降に導入

されたものであり不意打ちの恐れがあるほか、「債権者自身は対象会社である債務者株式の取得は既に終えており、今後も、取得を進める予定はない旨表明しているのであって、」
「共同協調行為があると認定された場合には、同行為が存在すると認定されたその余の株主とも共同して対応しなければ、本件対抗措置による不利益をそのまま甘受せざるを得ない立場にあるほか、いかなる行動を採れば不利益を回避することができるのかも問題となるところである。」とした上、「企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するという必要性がある場合」にはじめて許容される余地が生じると述べ、「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（以下「現経営陣」ということがある。）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は、対象企業の経営権の取得の目的が買収者の濫用的な目的によるものであり、その結果対象会社の企業価値に重大な悪影響が及ぶなど上記の買収防衛策を正当化するに足りる特段の事情のない限り、不公正な方法によるものと解すべきである。」とする。

そして、かかる場合に当たるか否かについては、買収者と現経営陣との間に経営支配権を巡って現に争いがある中であり、差別的である新株予約権の無償割当てがされると、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、「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のではなく、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。」と述べる。

イ 必要性

まず、必要性については、債権者が目指す債務者の経営方針として明確なものが示されておらず、債権者による債務者の経営支配権の取得が債務者の経営に対しどのような影響を与え得るかについては不確定な要素が多いこと、本件対応方針及び本件対抗措置の内容が一定の手続を買収者である債権者関係者らに採らせることで、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ものであり、目的は合理的であるとして、株主の共同の利益を維持するという観点から本件新株予約権の無償割当てを実施する必要性があるとした。

ウ 相当性

相当性については、「債務者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

を債務者に表明しているもので、債権者のみで捉えれば、上記の措置は債権者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債務者から明らかにされるまでは債権者に対する通知などもされておらず、債権者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」こと、債務者が本件審理中に債権者からの求釈明に基づき定めた撤回方法の内容が、「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といえるほか、債務者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、」「債務者においても、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、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、債権者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、少なくとも債権者による現経営陣によって行われる債務者の経営状況を監視する機能を大幅に減じさせるもの」であること、そして、「債権者が、その他債権者を実質的に支配しているような関係にあるものとまでは認められない上、債権者は債権者との他関係者との関係について『特定株主グループ』に該当しない旨債務者に表明しているのであるから、債務者においても、債権者のみならずその他関係者が、債権者グループとの共同協調行為の解消を含めた上記で債務者が示したような撤回方法を許容する見込みは極めて少ないものと判断している」と見受けられ、「債権者からすれば、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」できること、非適格者と認定された者の一部は「非適格者に該当すると認め難」く「共同協調行為の内容が極めて包括的な行為であることと相まって、委任状勧誘が行われた株主総会の基準日までに株式を取得し、かつ、現経営陣の経営支配権保持に反対した株主が、そのような投票行動を採った結果として、株主権が大幅に制限される結果を招来しかねないものであり、現経営陣による恣意的な判断がされる可能性が高いものといえるとともに、上記の非適格者の認定は、現経営陣による経営支配権の保持の目的を指し示すものとみることができる」こと、現経営陣から非適格者として認定された者は、その中でも保有株式が多い個人及び法人であり、債権者自身の議決権やその他関係者の議決権も含めると、現経営陣の解任等を目的とした本件各議案に賛成した株主（議決権）の84%程度が非適格者に該当するという結果となること等の事情に照らすと、非適格者との認定が現経営陣による恣意的な認定である可能性が否定できないと述べる。

また、本件買収防衛策の共同協調行為に関する規定が明確な基準とはいえない包括的な規定であって、根拠が薄弱な認定や恣意的な判断を招来するおそれがあり、それを担保する手段として、独立委員会の設置及びその勧告が予定されているものの、本件独立委員会の勧告の内容は公表されておらず、現経営陣による恣意性が排除されたと評価できないと述べる。

以上の本件における具体的事情や債務者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した。

2 異議審（原々審）（大阪地裁 R4. 7. 11 決定）

債務者は、①債権者関係者らの特殊な買い集め方法（信用買いで大量に買い集め、基準日直前に現引きを行って権利行使を行う）を十分に考慮していない、②債権者グループ内

の取引関係等の実質的な利害関係を看過している、③大量保有報告書の提出義務に違反した買付行為は法的保護に値するか疑問がある、④大規模買付行為の撤回方法について、共同協調行為が行われ得る状況に至る行為を一定程度制限することは合理的である、⑤株主意思確認総会において、株主は、債権者関係者らが債務者の経営支配権を取得することは債務者の企業価値、株主の共同利益を害することになると判断したもので、株主権の制限をすることも正当化される、⑥債権者関係者らの全容が明らかでなく、大規模買付行為等の撤回方法を事前に提示することはできなかった、⑦独立委員会は恣意的判断排除のために有効に機能している、⑧基本事件決定後に、大規模買付行為等の撤回行為等を見直したので、債権者関係者らの損害回避可能性が確保されたなどと主張した。

しかし、異議審（原々審）決定は、上記①～⑧の主張のいずれも採用せず、原決定を認可した。

3 抗告審（原審）（大阪高裁 R4. 7. 21 決定）

債務者は、①株主意思確認総会において、現経営陣と債権者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、対抗措置の必要性およ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る、対抗措置には相当性がある、②非適格者の認定に関し、現経営陣の主観的態様は強調すべきではなく、対抗措置の判断は客観的にされるべきである、③撤回方法および非適格者の範囲を見直したことにより、対抗措置の相当性は確保され、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、④独立委員会は現経営陣による恣意的な判断、運用を抑制するために機能しており、対抗措置発動の決議および非適格者の認定の決議は独立委員会の審議と勧告を経て行われたことは対抗措置の相当性を担保する事情になるなどと主張した。

しかし、抗告審（原審）は、上記①～③の主張のいずれも採用せず、保全抗告を棄却した。

4 本決定

債務者は、「最高裁判所平成 19 年 8 月 17 日第二小法廷決定・民集 61 卷 5 号 2215 頁（以下「ブルドックソース事件最高裁決定」という。）の示した買収防衛策の必要性及び相当性に関する判断と相反するものである。」などと主張したが、最高裁は、上記抗告理由について、抗告審の判断は正当として是認でき、論旨は採用することができないとして許可抗告を棄却した。

[解説]

1. はじめに

本件各決定は、有事導入型買収防衛策¹の発動の有効性について判断したものである。

¹ 事前警告型買収防衛策とは異なり、すでに具体化している公開買付けへの対応を目的としており、対象会社に対して実施される可能性のあるすべての大規模買付行為等に対して適用されるものではなく、適用対象が限定されている点に特徴がある。太田洋ほか「東芝機械の「特定標的型・株主判断型」買収防衛策について-いわゆる有事導入型買収防衛策の法的論点の検討-」別冊商事法務 470 号 3 頁

近時の裁判例においては、募集株式の発行等が現経営陣の経営支配権の維持・確保を主要な目的として行われる場合には、原則として不公正発行になるとする基準（主要目的ルール）を採用しており、対抗措置の発動の目的（必要性）及び対応措置の内容の相当性を検討し、経営支配権の維持・確保が主要目的であると認められない場合は差止めを認めず、経営支配権の維持・確保が主要目的であると認められる場合は、対抗措置を正当化する段階の事情の有無を判断し、それが認められなければ差止めを認めるという判断構造をとっているとされる。

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）においては、差別的新株予約権の取得の対価として買収者に公開買付価格に基づき算定された額の金員が交付されたため、裁判所はそれを前提として相当性を認めたが、買収者に対する金員の交付については、企業価値やその他の株主の利益を害するとして批判が強かった²が、ブルドックソース事件以降買収防衛策の発動に関する重要な裁判例は登場しない状況が続いていた。

もともと、近時、非友好的な買収に対して買収防衛策に基づく対抗措置の発動で対抗する事案が増え、事例が集積されたことにより、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、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ており、本件も同様の判断構造で判断されたものといえる。³

2. 本決定の意義・位置付け

本件では、これまでの裁判例と同様に、買収防衛策の導入が株主意思確認総会で可決され、買収防衛策の対抗措置の内容も富士興産事件（東京高裁 R3. 8. 10 決定）及び東京機械製作所事件（最高裁 R3. 11. 18 決定）で採用された相当性を高める一つの合理的な方法である第二新株予約権方式がとられており、買収防衛策の手続や内容に大きな差異はない。しかし、これらの事件では差止めが否定されたのに対し、本決定では差止めが肯定されている。

これらの事件との結論の差異が生じた事実関係としては、対抗措置の内容、特に大規模買付行為等の撤回方法は、債権者関係者らにより、債務者の事前の承認がない第三者に譲渡しないこと、当面の間、株主提案や委任状勧誘をしないこと、他の株主からの株主提案に賛成しないこと等を誓約させることであり、その内容が、株主権としての本質的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り、上場しているにもかかわらず譲渡が禁じられる点が、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目的を達成するために必要な程度を大きく逸脱していると評価でき、

² 平成20年企業価値研究会報告書3頁、田中亘「企業買収と防衛策」（商事法務、2012）258頁

³ 松下憲ほか「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〔上〕」旬刊商事法務2290号〔2022〕17頁、同「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〕・近時の裁判例を踏まえて」旬刊商事法務2292号〔2022〕36頁

債権者関係者らの関係性から、債権者関係者らが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いえることや、非適格者との認定が基準に沿ったものではないこと等が挙げられる。また、債務者が、株主意思確認総会の開催に当たり、その前に開催された臨時株主総会において現経営陣の解任する議案に賛成する旨の委任状を提出したことが非適格者として認定した理由である旨公表し、株主に株主意思確認総会において現経営陣の提案する議案に賛成しないと非適格者と認定され、不利益な扱いを受けるのではないかと懸念を生じさせたという事情（なお、債務者は本件株主意思確認総会において株主が債務者提案の議案に反対し、株主提案議案に賛成したとしても、その一事をもって非適格者認定を行うことはない旨公表しているが、その公表は本件株主意思確認総会のわずか2日前であった。）も相当性を否定する方向に働いたといえる。

本決定は、買収防衛策の内容を第二新株予約権方式とし、株主意思確認総会において買収防衛策の導入が可決されたとしても、買収防衛策の相当性の判断に関しては、大規模買付行為等の撤回方法の具体的内容や非適格者の認定のあり方等、買収防衛策の運用にかかわる事情が重視されることを示すものとして、実務的に重要な決定であるといえる。⁴

3. 最後に

本決定は、複数の投資主体による経営支配権の取得を目的とした行為に対し、その複数の投資主体を捉え、対抗措置を発動させた結果、相当性を欠くとして違法と判断されたケースであると考えられるが、本決定を踏まえ、対抗措置の適用範囲を明確に確定しておくことや、買収者が損害を回避するための要件、そもそも対抗措置の発動を中止するための要件やその要件の認定方法等について整理するとともに、共同協調行為を認定する場合には、現経営陣における恣意的な判断とならないよう、判断主体や判断方法等につき検討しておくことが重要であると考えられる。⁵

また、独立委員会の勧告内容については、本決定において独立委員会の判断過程が明らかでない等の理由で相当性を肯定する事情として大きく考慮されていない。したがって、今後の独立委員会の勧告内容をどの程度具体的に公表するかなど、そのあり方に影響を与えるものとして重要な決定であると考えられる。

以 上

⁴ 資料版商事法務 461号 143-146頁

⁵ MARR [対談・座談会] 2023年3月号 341号