差別的新株予約権の無償割当の差止が認められなかった事例

- 【文献種別】 決定／最高裁判所第三小法廷
【裁判年月日】 令和3年11月18日
【事件番号】 令和3年（ク）第1046号、令和3年（許）第15号
【事件名】 新株予約権無償割当差止仮処分命令申立事件
【裁判結果】 棄却
【参照法令】 会社法109条1項・247条1号および2号
【掲載誌】 資料版商事453号94頁
◆ LEX/DB 文献番号 25591321

名古屋学院大学教授 坂東洋行

事実の概要**1 事案**

有価証券の運用等を事業活動とする子会社および関連会社に関する運営管理等を目的とする東証2部上場X₁およびその完全子会社であるX₂（X₁とX₂をあわせて「Xら」とする）は、2021年6月9日から東証1部上場の印刷機製造業であるYの株式を市場内取引（立会取引）（以下、「立会取引」とする）により買付を始め、同年7月21日までにY株式285万5900株（議決権割合32.72%）を取得し、同日Y株式の保有目的を純投資から支配権の取得に変更した旨を公表し、その後も立会取引で買付を進めた（同年9月10日時点が最大で39.94%）。これに対し、Yは2022年8月4日にXらに経営支配権取得後の経営方針等の情報提供を求め、回答がなかったことから同月6日にXらの回答がないことを指摘し、有事導入型買収防衛策（本件対応方針）を導入することを公表し、Xらに本件対応方針に従うことを求め、遵守しない場合には株主共同の利益を守ることを目的として対抗措置発動の可能性を警告した。その後、同月30日、Yの取締役会は独立委員会の勧告を受けて、XらによるY株式の大量買集めの是非について一般株主が十分な情報と時間を踏まえて適切な判断を行うための機会を確保し、かかる判断がされないまま大量買集めが継続することでYの中長期的な企業価値と株主共同の利益が毀損される事態を防ぐ目的として、対抗措置（差別的新株予約権無償割当）を決定した。対抗措置には、①Xら

を非適格者として権利行使は認めない差別的行使条件、②YがXら以外の株主からはY株式を引換えにA新株予約権を取得し、XらからはB新株予約権と引換えにA新株予約権を取得する差別的取得条項が付され、B新株予約権にはその保有者が大規模買付行為等を中止または撤回し、かつその後大規模買付行為等をしないことを誓約した場合であって、かつその保有者が保有割合が32.72%未満の場合に限り32.72%未満の範囲で行使できるとの差別的行使条件、および交付から10年後の日においてなお行使されていないB新株予約権があるときはYが時価に相当する金銭を対価としてB新株予約権を取得できる差別的取得条項が付されていた。

これらの対抗措置の発動は、Yの株主総会決議を経ずに取締役会決議のみで決定されたものであるが、Y取締役会は、2021年10月22日開催の株主意思確認総会において、Yの議決権を行使できる株主のうち、Xらおよびその関係者以外でYの独立委員会の勧告によりYが議決権行使を認めた出席株主（以下「非利害関係者株主」とする）の議決権の過半数をもって（以下、この議決要件を「MoM要件」とする）、対抗措置の発動に関する承認議案が可決されなかった場合には、対抗措置発動を中止することとしていた。同年10月22日、株主意思確認総会において、対抗措置の発動に関する承認議案を諮ったところ、Xら等を除く出席株主の総議決権数の過半数の賛成で可決された。

XらはYに対し、対抗措置について、①株主平等の原則（会社法109条1項）に違反する法令違

反がある、②著しく不公正な方法により行われるものである旨主張し、同法 247 条 1 号および 2 号（類推適用）に基づき、これを仮に差し止めることを申し立てたところ、原々審（東京地決令 3・10・29 資料版商事 453 号 107 頁）、原審（東京高決令 3・11・9 資料版商事 453 号 98 頁）ともにこれを棄却したため、Xらが特別抗告および許可抗告を申し立てたのが本事案である。

2 原審の判断

抗告棄却。

「株主平等の原則は、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り（会社法 109 条 1 項）、……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、……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（平成 19 年最決参照）」

「Xらのように、TOB 強制の対象外の市場内取引における株式取得を通じて、……3 分の 1 を超える株式を短期間のうちに買収する行為は、一般株主からすると、投資判断に必要な情報と時間が十分に与えられず、買収者による経営支配権の取得によって会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害される可能性があると考えれば、そのリスクを回避する行動をとりがちであり、それだけ一般株主に対する売却へ動機付けないし売却へ向けた圧力（強圧性）を持つ行為と認められる。……Y 取締役会が、本件株主意思確認総会において、MoM 要件をもって本件対抗措置の発動に関する承認議案を可決する決議をする（すな

わち、議決権を行使することができる債務者の株主のうち本件非利害関係出席株主以外の者の議決権の行使を制限することとしたことも、上記のような趣旨に照らして直ちに不合理であるとはいえない。」

「特定の株主による会社の経営支配権取得の現実的可能性が生じ、それによって会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることになるような場合に、それを防止するために行われる新株予約権無償割当て等の措置については、利益侵害を受けるおそれのある株主が、株主総会において、会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害されることを防止するために新株予約権無償割当て等の措置をとる必要があると判断し、かつ、新株予約権無償割当て等の措置が相当である場合（具体的には、[1] 株主平等の原則に反せず、[2] 緊急の事態に対処するためのものであり、[3] 特定の株主の損害を回避するための措置がとられていることが必要である。）には、当該新株予約権無償割当て等は、専ら取締役等の経営支配権の維持等を目的として（又はそれを主要な目的として）されるものではなく、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益が害されることを防止することを主要な目的としてされたものであり、『著しく不公正な方法』によるものではない……。」

「以上のとおり、抗告人らの本件申立ては、被保全権利（会社法 247 条 1 号及び 2 号（類推適用）の差止請求権）についての疎明がされていないので、抗告人らが濫用的買収者といえるか否か、また、保全の必要性の有無について判断するまでもなく理由がない。」

決定の要旨

本件抗告理由は違憲を主張するが、その実質は単なる法令違反で特別抗告の事由に該当せず、所論の点に関する原審の判断は正当として是認でき、抗告理由の論旨は採用できない。

判例の解説

一 本決定の意義

敵対的買収に対する有事の対抗措置の手続に株主意思の確認（株主総会決議または勧告的決議）を

を経て導入または発動する差別的新株予約権無償割当等を有効と判断する枠組みは、ブルドックソース事件の最高裁決定（最決平 19・8・7 民集 61 巻 5 号 2215 頁、本事案に原審が引用）を踏襲している。近時の企業買収を巡る対抗措置発動の是非に関する裁判例も下級審のみとなるが¹⁾、①取締役会決議のみによる買収防衛策については、裁判所はこれを差止（東京高判令 3・4・23 資料版商事 446 号 154 頁）、取締役会決議のみの対抗措置導入・発動であっても、②事前に株主総会決議で導入された対抗措置の手續を買収者が遵守しなかった事例（名古屋高判令 3・4・22 資料版商事 446 号 138 号）、③事後に株主総会による追認決議を予定した事例（東京高判令 3・8・10 金判 1630 号 16 頁）については、裁判所は対抗措置を認容した。本事案では、これらの株主による勧告的決議が対抗措置導入にあたって企業の内部統制上必要とされるとし、さらに立会取引における大量買付行為に強圧性が存在することを認め、かつ MoM (Majority of Minority) 要件の対抗措置へのあてはめを最高裁が適法と判断したことは注目に値する。したがって、本稿においては、立会取引における強圧性と MoM 要件についての判断の妥当性を論じる。

二 立会取引における強圧性

強圧性とは、一般に公開買付において対象会社の株主が公開買付の成功により自己がより不利な立場になると予想し、株式を提供せざるを得なくなる圧力を受けることをいう²⁾。公開買付においては、買付価格や買付期間が設定されることや、株主の締め出しを意図した二段階買収に公開買付を利用するなど、一般株主が心理的に株式の売り急ぎをせざるを得なくなる局面において問題となる³⁾。しかし、立会取引では市場参加者の自由なオークションにより値決めされ、企業買収の局面で売り急ぎがあるとすれば、企業買収にただ乗りし利益確定を急いで株式を売却するのであって、強圧性が存在しない⁴⁾。本事案における立会取引での強圧性の有無について実証分析の試みがなされているが⁵⁾、一般論として何らかの問題を抱え、株価が低迷する企業が敵対的買収の対象となり株価が急騰する場合、対抗措置そのものが株主への強圧性（対抗措置導入後の株価急落アノマリー⁶⁾への不安等）となり得る場合もある。さらに、裁判所は X 以外の株主のほとんどが X らの買付行為

によって相応の強圧性を受けるとするが⁷⁾、大量保有報告書を提出する大株主は Y 株式を政策目的で保有するため、株価変動があっても継続保有し強圧性の問題がなく、かつ取引関係を維持するために株主共同の利益に反する会社側の対抗措置に賛成する場合もある⁸⁾。また、機関投資家はもちろんのこと個人投資家であっても確立された投資プロセスや投資哲学による合理的な投資判断を行うものであり、すべての株主を一律に強圧性を受けの対象とし、対抗措置を設計することはそれら投資家をあまりに軽視しているといわざるを得ない。

三 MoM 要件

MoM 要件とは、企業買収の実務において、取締役の利益相反を防止するために特別委員会が条件を選定し、重要な利害関係者を除外した株主の過半数の承認を得ることを企業買収の成立の前提条件として事前に公表することをいい⁹⁾、本事案では X らおよびその関係者ならびに Y の取締役およびその関係者以外の出席株主（非利害関係株主）の議決権の過半数を承認要件とする。本事案では、独立委員会が取締役に利害関係株主の認定を勧告する手續をとり、Y の独立委員会は、C 保険会社の役職員を経験した Y の社外取締役 D、E 銀行の役職員を経験した Y の社外監査役 F、外部識者 G の 3 名で構成されている。しかし、C は大量保有報告書で保有目的を「営業上の取引関係の維持・強化」と届け出、E は Y の特別当座貸越契約を締結している主力銀行となり、Y の親密先となる C と E の役職員経験者である D および F が過半数を占める独立委員会の独立性には疑義があるといわざるを得ない。こういった利益相反を排除するには、個別事案ごとの個社の任意委員会ではなく英国のように恒久的な第三者機関で審議することが望ましい¹⁰⁾。

さらに、本事案においては、X らの Y 株式取得の目的は支配権取得であって、金銭等の経済的利益ではない。非利害関係株主とされる株主も、対抗措置に同意することで X らの議決権を制限し、議決権割合が変動することにより実質的に X らから議決権が移転する利益を無償で享受することになり、非利害関係株主もこの点において特別の利害関係を有する者に成り得る¹¹⁾。MoM 要件を対抗措置導入に適用できると解する立場に立つとし

ても、同要件のあてはめにあたっては、前提となる株主共同の利益を明確にし、買収者ばかりではなく会社の非利害関係者株主とされる者の属性、それらを選定し対抗措置導入・発動等を勧告する独立委員会の構成等、その公正性を厳格に審査すべきである。

本来、MoM 要件は取締役や多数派株主による利益相反行為の防止および少数株主の保護を目的とするものであり、本事案のように MoM 要件で株主の意思確認を得たところで、それら株主は特定株主の議決権行使を無償で享受できる利害を有することから、特定株主のみの議決権行使を制限することは株主平等原則に反し、法令違反による新株予約権無償割当の差止事由に相当するため、対抗措置導入に MoM 要件をあてはめることは妥当ではない。

四 おわりに

敵対的買収事案において対抗措置の是非が争われる場合、会社側は買収者を濫用的買収者と主張して排除しようとする傾向がある。下級審においては、買収者を濫用的買収者と認定（東京高決平 19・7・9 金判 1271 号 17 頁）またはその該当性を審査した事例（東京高決平 17・3・23 金判 1214 号 6 頁、前掲東京高決令 3・8・10 ほか）も存在し、また本事案においても Y の訴訟代理人は X を濫用的買収者と Y が疎明したことが裁判所の判断の基礎となっていることを主張するが¹²⁾、これまで最高裁は「原審のいう濫用的買収者に当たるといえるか否かにかかわらず（前掲最決平 19・8・7）」、「X が濫用的買収者といえるか否か……判断するまでもなく（本事案の原審の判断を是認）」といずれも買収者の属性については判断していない¹³⁾。会社側が買収者を濫用的買収者として議決権行使を制限するのならば、権利の濫用等を事由に買収者の株主総会での議決権行使を仮に差し止めることを裁判所に申し立てるべきである。議決権行使差止の手续に比し、本事案のような対抗措置には新株予約権の発行コスト、IR 会社や議決権行使助言会社等へのアクセス等、不必要かつ多大なコストがかかることから、対抗措置を選択することがかえって買収防衛の目的の妥当性に疑いを生じさせる。少なくとも株主には、対抗措置にかかる費用およびその関与者と会社との利益相反の有無等を適正に開示したうえで¹⁴⁾、意思確認または

承認手続をすべきであろう。

●—注

- 1) 近時の裁判例の整理について、倉橋雄作「近時の買収防衛策発動事案と権限分配論」資料版商事 453 号（2021 年）3 頁。
- 2) 黒沼悦郎『金融商品取引法〔第 2 版〕』（有斐閣、2020 年）304 頁。
- 3) 飯田秀総「公開買付規制における対象会社株主の保護」法協 123 巻 5 号（2006 年）1003 頁。
- 4) 黒沼悦郎「公開買付規制の理論問題と政策問題」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣、2013 年）546 頁。
- 5) 鈴木一功「TOB と市場買付けの『強圧性』に関する考察」Mergers & acquisitions research report 327 号（2022 年）33 頁。買収防衛策導入による株価の影響について、竹村泰＝白須洋子＝川北英隆「買収防衛策導入の株価への影響について」FSA リサーチ・レビュー 6 号（2010 年）158 頁。
- 6) 投資家が過去の類似のイベントをきっかけとした株価の乱高下を材料視し、イベント発生後に株価が急落または急騰する前に保有株式を処分または買戻しし、利益または損失確定の回避行動を行うための経験則。
- 7) 同旨として、田中亘「本件判批（上）」商事 2286 号（2022 年）9 頁。
- 8) 田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務、2012 年）444 頁。
- 9) 経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針（2019 年 6 月 28 日）」39 頁。また、先行研究として、飯田秀総「買収防衛策の有事導入の理論的検討」商事 2244 号（2020 年）4 頁。
- 10) 英国事例の先行研究について、渡辺宏之＝河村賢治＝上村達男「日本版テイクオーバー・パネルの構想」企業と法創造 4 巻 3 号（2008 年）103 頁。また、立会取引での大量買付行為への公開買付強制につき、田中亘「本件判批（下）」商事 2287 号（2022 年）40 頁。
- 11) 別冊商事法務編集部編『ブルドックソース事件の法的検討——買収防衛策に関する裁判経過と意義（別冊商事法務 311 号）』（商事法務、2007 年）339 頁 [黒沼悦郎]。
- 12) 太田洋「本件判批（上）」商事 2282 号（2022 年）27 頁。
- 13) 山下友信編『会社法コンメンタール 3 株式 (1)』（商事法務、2013 年）160 頁 [上村達男]。株主の属性を司法判断しない以上、対抗措置が許容される余地があるとす。
- 14) なお、筆者は本事案において意見書を提出する等の利害関係はいずれの訴訟当事者ともない。