三ツ星新株予約権無償割当差止仮処分命令申立事件

【文 献 種 別】 決定／最高裁判所第二小法廷
【裁判年月日】 令和 4 年 7 月 28 日
【事 件 番 号】 令和 4 年（許）第 12 号
【事　件　名】 許可抗告事件
【裁 判 結 果】 棄却
【参 照 法 令】 会社法 247 条
【掲　載　誌】 資料版商事 461 号 143 頁
◆ LEX/DB 文献番号 25593190

明治大学教授 **受川環大**

事実の概要

Ｙ（三ツ星）（債務者・債務者・抗告人）は監査等委員会設置会社であり、東京証券取引所スタンダード市場に上場している。有限責任事業組合であるＸ（債権者・債権者・相手方）は、令和 3 年 7 月 30 日からＹ株式を市場内で取得し始め、同年 10 月 4 日頃までに持株比率 7.01％に当たるＹ株式を取得した。また、Ｙ取締役会がＸの共同協調行為者と認定したＸ関係者（個人 1 名・法人 3 社）も令和 3 年 10 月 1 日頃から令和 4 年 3 月 31 日頃までにＹ株式を市場内で取得した。令和 4 年 3 月 31 日時点でＸおよびＸ関係者（併せて「Ｘら」という）の保有するＹ株式の持株比率は 21.63％であった。同日以降、ＸらはＹ株式の追加取得をしていない。

Ｘは、令和 4 年 2 月 22 日付けで、Ｙに対し、現任取締役の解任・新任取締役の選任を目的事項（本件各議案）とする株主総会の招集請求をしたのに対し、Ｙは、4 月 8 日、臨時株主総会の招集を決定した。また同日、Ｙは、取締役会決議において、ＸらによるＹ株式買集めがＹの企業価値・株主共同の利益に反するおそれがあるとした上で、Ｘらを対象に本件対応方針および独立委員会の設置を決議し公表した。本件対応方針においては、対象となる大規模買付行為等（特定株主グループの議決権割合を 20％以上とすることを目的とするＹ株券等の買付行為等）、対抗措置発動までの手続、大規模買付行為等が実施された場合の措置、対抗措置の内容が定められていた。Ｘらは大規模買付者に該当し、新たなＹ株式の取得等をすることは大規模買付行為等に該当するとされた。5 月 12 日、臨時株主総会が開催され、本件各議案は反対多数で否決された（賛成票は約 46％）。臨時株主総会に先立ち、Ｘは、Ｘ関係者およびＸグループ（14.39％）を含む 24 名から本件各議案に賛同する旨の委任状を取得していた。

Ｙは、5 月 18 日、取締役会において、本件対応方針に従い、独立委員会からの勧告を受け、株主意思確認総会の承認可決を条件に、以下の内容の本件対抗措置を発動する旨を決議し公表した。本件対抗措置（本件新株予約権無償割当て）は、大規模買付者などの非適格者とそれ以外の株主（適格者）とで行使条件・取得条項の内容が異なるＡ新株予約権の無償割当て（効力発生日は 7 月 29 日）をするものであり、Ｙが、取得条項に基づきＡ新株予約権を取得することにより、適格者には、その保有するＡ新株予約権 1 個につきＹ株式 1 株を、非適格者には行使条件の制限されたＢ新株予約権 1 個を、それぞれ交付するものであった。なお、6 月 24 日開催の株主意思確認総会において、本件対抗措置の発動は、賛成 54.46％（反対 45.52％）の賛成多数で可決された。

Ｘは、6 月 1 日、本件新株予約権無償割当てについて、株主平等原則に違反し、また著しく不公正な方法によるものであると主張して、会社法 247 条の類推適用に基づき差止仮処分の申立て（本件申立て）をした。申立審決定（大阪地決令 4・7・1 資料版商事 461 号 162 頁）は、本件新株予約権無償割当てが不公正な方法によるものであるとして本件申立てを認容する決定をした（申立審の審理においてＹは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撤回方法につき回答した）。Ｙは仮処分決定の取消しを求めて争ったが、異議審

決定（大阪地決令4・7・11同号158頁）、保全抗告審決定（大阪高決令4・7・21同号153頁）はいずれもYの主張を認めなかったため、Yが許可抗告を申し立てた。

決定の要旨

最高裁は「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」として本件許可抗告を棄却した。原審・保全抗告審決定は申立審決定を引用した上で付加説明を加えていることから、申立審決定の判断枠組みが本件各決定の基礎となっている。そこで以下では、申立審決定の要旨のみ引用し、保全抗告審決定の付加説明の要点は判例の解説で引用する。

「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（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」。現経営陣等の支配権維持目的の場合に当たるかについては、株主の共同の利益を維持するという観点から、現経営陣等の支配権維持という「結果を招来してでも対応策を導入する必要があり、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および程度、不利益を受ける買収者が撤退措置を採ることの可否およびその内容等に照らして相当といえるときには、……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」。

「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うことはできない。」「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。」

判例の解説

一　本件事案の特性と本件各決定の意義

本件は、XおよびX関係者が共同協調行為によってY株式を市場内で買い集めたのに対して、Y取締役会が事前警告型買収防衛策として導入し、株主意思確認総会の承認決議を経て発動した差別的行使条件・取得条項付き新株予約権の無償割当てが不公正発行に当たるか否かが争われた事案である。本件対抗措置は近時の標準的な買収防衛策の方式を採用したものであるが、Xらの大規模買付行為は、金商法のルールが適用される公開買付け（金商27条の2以下）ではなく、市場内買付けによるものであり、しかも複数のX関係者の間の共同協調行為によって行われていた点や、本件対応方針の導入時にはXらは既にY株式の取得を終えて追加取得をしなかった点に本件事案の特性が認められる。本件申立審・異議審・抗告審の各決定は、本件新株予約権の無償割当てについて、株主意思確認総会で承認されたにもかかわらず「相当性」を欠くとの理由で不公正発行に該当するとして仮の差止めを認めたものである。本件許可抗告審決定は、「本件の事実関係の下において」という留保付きではあるが、保全抗告審の上記判断を正当として是認した初めての最高裁決定として意義を有する[1)]。

二　本件申立審決定の判断枠組み

本件申立審決定（以下「本決定」という）の判断枠組みは、東京高決平17・3・23判時1899号56頁（以下「平成17年東京高決」という）［ニッポン放送事件］と最決平19・8・7民集61巻5号2215頁（以下「平成19年最決」という）［ブルドックソース事件］を組み合わせた複雑な構造になっている[2)]。まず主要目的ルールについては、差別

的条件付き新株予約権無償割当てが株主共同の利益維持のためではなく専ら経営支配権維持のためのものであるときは、それを正当化する特段の事情のない限り不公正発行に該当すること（平成19年最決の説示）を原則としつつ、株主全体の利益保護という観点から正当化する特段の事情がある場合には、例外的に経営支配権維持を主要目的としても不公正発行に当たらないという判断（平成17年東京高決の説示）を基礎とする[3]。その上で、新株予約権無償割当てが株主共同の利益の維持という観点から必要性があり、かつ、手段としての相当性が認められるときは、経営支配権維持のためではなく、株主共同の利益のためにされたものであり、不公正発行に当たらない（平成19年最決の説示）と説示している。

平成19年最決は、差別的条件付き新株予約権無償割当てについて、会社法247条の類推適用を認めた上で、対抗措置の必要性および相当性の要件を満たせば、(1) 株主平等原則の趣旨に違反せず、また (2) 不公正発行にも該当しないとして差止めを認めなかった。従来の学説は、平成19年最決が示した不公正発行該当性に関する判断は株主平等原則違反に関する判断と実質的には重なり合うものであり、(1) の問題とは別に (2) の問題を検討する実益はなく、対抗措置発動の必要性と相当性を要件として判断すればよいと解していた[4]。しかし、形式的には、株主が (1) および (2) の差止事由に該当する旨主張した場合、裁判所としては、双方の差止事由の存在を否定するときは、2つの差止事由の存否をそれぞれ審理しなければならない。また実質的にみても、平成19年最決は不公正発行該当性について明確に具体的な判断枠組みを明示したとはいえず、(1) と (2) の判断枠組みが完全に重なり合っているとはいえないことから、二段階審査の枠組みを堅持すべきとする見解が主張されている[5]。実際、令和3年（2021年）に公表された4件の裁判例[6]も、基本的には二段階審査の枠組みを採用したものと理解できよう。本決定は、平成19年最決およびそれを踏まえた近時の裁判例と同様に、二段階審査の枠組みを採用したものと考えられるが、本件新株予約権無償割当てにつき不公正発行該当性を認めたため、株主平等原則違反については判断していない。

三　本件新株予約権無償割当ての必要性・相当性

平成19年最決が株主平等原則違反について買収防衛策の必要性・相当性を判断したのに対して、本決定は不公正発行該当性についてそれを判断している。平成19年最決が株主平等原則の趣旨に反しない旨説示したことや、事前警告型買収防衛策として差別的条件付き新株予約権無償割当てが広く利用されている現状にかんがみると、株主平等原則（会社109条1項）違反という法令違反（会社247条1号）の認定よりも、不公正発行該当性（同条2号）の認定のほうが容易であることから、本決定は不公正発行該当性についてのみ判断したものと推察される。

まず「必要性」の判断について、本決定は、平成19年最決の判断を踏まえて、「株主の共同の利益を維持するという観点から」対抗措置が必要であるかを検討しているところ、次の各事情が認められるとして、本件新株予約権無償割当ての必要性を肯定した。各事情とは、（ア）XによるYの経営支配権の取得がYの経営に対しどのような影響を与えるか不確定の要素が多かったこと、（イ）株主が大規模買付行為等の適否を検討する十分な時間と情報を確保する必要があったこと、（ウ）株主意思確認総会において本件新株予約権無償割当ての議案が賛成多数で可決されたこと（相当性の点では問題視されている）である。本件では、Xらが明確な買収提案をすることなく市場内買付けによるY株式の大規模買付行為を行っていることから、（ア）と（イ）の事情は、公開買付けによる場合に比して、株主への情報提供・検討時間の保障がまったく法的に存在しないことを考慮したものと考えられる[7]。

次に、「相当性」の判断については、平成19年最決が買収者に対する経済的補償があったことを考慮して相当性を欠くものではないと説示したのに対して、本決定は、本件新株予約権無償割当てが（A）「買収者の受ける不利益の内容および程度」、（B）「不利益を受ける買収者が撤退措置を採ることの可否およびその内容等」に照らしてという独自の判断基準を示した上で、「相当性を欠く」根拠として以下の具体的事情等を挙げている。すなわち、①Xは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たこと[8]、②Yによる非適格者の認定が現経営陣による経営支配権の保持を目的とした恣意的な可能性があること、

③本件対応方針における「大規模買付行為等」に含まれる「共同協調行為」は明確な行為基準とはいえない包括的な規定であること、④本件独立委員会の存在およびその勧告によって現経営陣による判断の恣意性が排除されたと評価できないことである。また、本件抗告審決定の付加説明は、上記①②④の点をより詳細に説明したことに加えて、⑤僅差で可決された本件株主意思確認総会の手続が適正を欠き、株主の判断の正当性を失わせるような瑕疵が存在していたことを説示している。

本決定は、上記の諸事情を総合的に考慮して、本件新株予約権無償割当てが上記（A）（B）の判断基準に照らして相当といえず、株主の共同の利益のためにされたということができないことから、不公正発行に該当すると判断したものと考えられる。（A）の判断基準に対応する事情は②～④であり、（B）に対応するのは①の損害回避可能性であると一応理解できるが、（A）（B）の判断基準と①～④の各事情との関係はわかりにくい。また、対抗措置発動の必要性と相当性には相関関係があると指摘されているところ[9]、本決定は少なくとも本件新株予約権無償割当ての必要性を認める[10]一方で、その相当性の要件の最低水準を満たさないと判断したものであろう。

本件では、Yは、Xらがウルフパック戦術を採ろうとしており、Xらに加えてXグループも共同協調行為を採ったと主張したが、本決定は、当該共同協調行為の存在を否定してウルフパック戦術の有無自体については判断を示していない[11]。大量保有報告書の規制（金商27条の23以下）のエンフォースメントが不十分な中で、保全事件において、Xらの共同協調行為の存在等の疎明は非常に困難であり、Y側にも同情すべき点があると指摘されている[12]とはいえ、本件新株予約権無償割当てには少なからず不備が認められることから、その相当性を欠くとした本決定およびそれを支持する抗告審決定・最高裁決定の結論を支持せざるを得ないであろう。

●――注

1）本件の評釈等として、星明男「判批」資料版商事462号（2022年）110頁、太田洋「三ツ星事件の各決定に関する分析と検討」商事2307号（2022年）23頁、久保田安彦「判批」ジュリ1577号（2022年）2頁、本村健ほか「判批」商事2308号（2022年）62頁、松嶋隆弘「新株予約権無償割当てにおける相当性」税理65巻14号(2022年)199頁、堀井拓也「判批」法セ816号(2023年)132頁、大草康平「判批」ビジネス法務23巻3号(2023年）69頁、遠藤元一「判批」横法31巻3号（2023年3月刊行予定）等がある。

2）星・前掲注1）116頁。

3）このような判断枠組みについて、林史高＝高橋浩美「新株予約権発行差止請求をめぐる諸問題」判タ1497号（2022年）13頁参照。

4）田中亘「ブルドックソース事件の法的検討（上)」商事1809号（2007年）8～9頁、同「防衛策と買収法制の将来（下)」商事2287号（2022年）35頁、江頭憲治郎編『会社法コンメンタール(6)』（商事法務、2009年）124頁［洲崎博史］等。

5）遠藤元一「判批」法学研究95巻9号(2022年)50頁以下。

6）①日邦産業事件決定（名古屋高決令3・4・22資料版商事446号130頁)、②日本アジアグループ事件決定（東京高決令3・4・23資料版商事446号154頁)、③富士興産事件決定（東京高決令3・8・10金判1630号16頁)、④東京機械製作所事件決定（最決令3・11・18資料版商事453号94頁）が相次いで公表されている。①③④は差止めを否定したのに対し、②は差止めを肯定した。各決定の概要と比較検討については、久保田安彦「敵対的買収防衛策をめぐる近時の裁判例の動向（上）（下)」法教500号（2022年）27頁・501号（2022年）56頁、白井正和「近時の裁判例を踏まえた買収防衛策の有効性に関する判例法理の展開」民商158巻2号（2022年）1頁等参照。

7）東京高決令3・11・9資料版商事453号98頁は、短期間のうちに市場内で買い付ける行為が一般株主に対する売却への機会ないし売却に向けた圧力（強圧性）を持つと説示するが、本件では、Xらの市場内買付けは買収防衛策の導入時以降行われていないから一般株主への強圧性があったとは考えられない。

8）①については、大規模買付者がその持株割合を買収防衛策導入時点における持株割合まで復元させることを可能にするための条件である「大規模買付行為等の撤回方法」として議論されているが、正確には本件対抗措置の発動を中止するための「対抗措置発動中止要件」であると指摘されている。太田・前掲注1）26頁。

9）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（下)」商事2292号（2022年）39頁。

10）星・前掲注1）117～118頁は買収防衛の必要性自体を認めるべきでなかったとする。

11）Yの主張によれば、ウルフパック戦術とは複数の株主が協調関係にあるものの、それを隠匿した上で時機を見て一斉に対象会社に攻勢をかけ、その要求を実現させるものをいう。「日本版ウルフパック」の問題点について、太田・前掲注1）36～38頁参照。

12）太田・前掲注1）38頁。