

日本取引所金融商品取引法 研究

第 26 号

2022年10月28日 開催

最近の買収防衛策を巡る動向(1)

同志社大学法学部教授 伊藤靖史

1

2022年11月25日 開催

最近の買収防衛策を巡る動向(2)

京都大学大学院法学研究科教授 白井正和

61

2022年12月23日 開催

上場子会社に対する規律の現状と制度改正に向けた着眼点

同志社大学法学部教授 船津浩司

109

2024年3月

株式会社日本取引所グループ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会メンバー（五十音順）

2023年4月1日現在

氏名	所属
飯田 秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
石田 眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史	同志社大学法学部教授
梅本 剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木 晴彦	広島大学人間社会科学研究科実務法学専攻特任教授
加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口 恭弘	同志社大学法学部教授
北村 雅史	関西大学大学院法務研究科教授
久保 大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出 篤	早稲田大学法学部教授
齊藤 真紀	京都大学大学院法学研究科教授
志谷 匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井 正和	京都大学大学院法学研究科教授
洲崎 博史	同志社大学大学院司法研究科教授
高橋 陽一	京都大学大学院法学研究科教授
船津 浩司	同志社大学法学部教授
前田 雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井 秀征	立教大学法学部教授
松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下 徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行澤 一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林 泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

最近の買収防衛策を巡る動向（1）
—日邦産業事件、日本アジアグループ事件—

2022年10月28日（金）15:00～16:59

オンライン開催

出席者（五十音順）

石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

【報 告】

最近の買収防衛策を巡る動向（1）

同志社大学法学部教授
伊 藤 靖 史

目 次

I. はじめに	(3) 株主の承認の要件
II. 買収防衛策を巡るルールの形成と不明確性	(4) 経済的補償
1. ルール形成の動向	(5) 取締役会による情報提供・検討期間要求の限界
2. 2000年代の裁判例とルールの不明確性	(6) 結論の妥当性
(1) 2000年代の裁判例とその背後にある発想	IV. 日本アジアグループ事件
(2) ルールの不明確性（残された課題）とされてきたもの	1. 事案の概要と決定要旨
III. 日邦産業事件	2. 検討
1. 事案の概要と決定要旨	(1) 事案の特徴
2. 検討	(2) 裁判所の用いた枠組み
(1) 事案の特徴	(3) 本件無償割当てが特別委員会の勧告に基づくことをどう評価するか
(2) 本件買収防衛プランの効力と対抗措置の発動の差止め	(4) Xによる買収手法の強圧性
	V. 買収防衛策の平時導入の意味
	討論

○前田 定刻になりましたので、JPX 金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、既にご案内のとおり、同志社大学の伊藤靖史先生より、「最近の買収防衛策を巡る動向（1）」と題するご報告をいただくことになっております。

それでは、伊藤先生、よろしくお願いいたします。

○伊藤 同志社大学の伊藤です。本日はよろしくお願いいたします。

事前に配布いただいておりますレジュメに沿って、報告をさせていただきます。

I. はじめに

本研究会では、今回と次回の2回にわたって、2021年の買収防衛策に関する裁判例4件を扱うことになっています。今回は（1）として、日邦産業事件と日本アジアグループ事件を扱います。また、次回は（2）として、富士興産事件と東京機械製作所事件が扱われる予定です。

それぞれの事件の各審級の決定の掲載誌はレジュメに挙げたとおりです。

なお、買収防衛策については、2022年に入ってから三ツ星事件という重要な裁判例が現れました。しかし、同事件で扱われた問題点には、2021

年の裁判例ともまた異なるところがありますので、少なくとも今回は扱っておりません。

研究会での報告をどのようなアプローチで行うかということについては、次回ご担当の白井先生とも少し相談をさせていただきました。そこで共有できました認識としては、裁判所による事案の解決が、やはり事案ごとの具体的な事実関係に依存するということがあります。そのため、少なくとも今回の報告では、個別の裁判例の検討を中心に据えています。

ただ、今回は最初に、買収防衛策を巡るこれまでのルール形成の流れを確認させていただきたいと思います。

2013年10月以降の本研究会の研究テーマと、さらに2009年9月以降の大証金商法研究会の研究テーマを確認しましたところ、買収防衛策について正面から扱われたことはなかったようです。また、2021年の裁判例について検討をする基礎としても、それ以前の経緯を確認しておくことは無駄なことではないだろうと思います。

II. 買収防衛策を巡るルールの形成と不明確性

1. ルール形成の動向

レジュメには、日本のこれまでのルール形成の流れを確認するうえで重要であろうと思われる出来事を、次のように時系列に並べています。

【2005年】

ニッポン放送事件（3月）

法務省＝経済産業省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（企業価値防衛指針）（5月）

ニレコ事件（6月）

日本技術開発事件（7月）

【2006年】

公開買付規制の改正（6月）（市場内外等の取引を組み合わせる一定期間以内に一定割合を超える株券等の買付け等を行うことで株券等所有割合が3分の1を超える場合の規制、買付者が競合する場合における公開買付けの義務化、買

付条件の変更等の柔軟化、意見表明報告書提出の義務化、対象者の請求に基づく公開買付期間の延長、全部買付けの義務化）

【2007年】

ブルドックソース事件（8月）

【2008年】

ピコイ事件（5月）

企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（6月）

【2021年】

日邦産業事件（4月）

日本アジアグループ事件（4月）

富士興産事件（8月）

東京機械製作所事件（11月）

【2022年】

三ツ星事件（7月）

この年表からも分かりますように、日本の買収防衛策を巡る現在に続く法ルールは、2000年代の半ばに形成されました。その時期に買収防衛策を巡る重要な裁判例（特にニッポン放送事件、ブルドックソース事件）が相次ぎまして、さらに企業価値研究会による整理等が行われ、企業価値防衛指針が策定されています。その後は、ルール形成は一旦停滞しますが、その間に、事前警告型買収防衛策が一定程度普及しました。

そのような状況であったところ、2019年頃から、敵対的買収事例が目立つようになりまして、2021年に裁判例が相次ぎました。その背景としては、政策保有株の放出が進んだこと、買収防衛策廃止企業が増加したこと、そして株主アクティビズムが活発化したことが指摘されます。

2. 2000年代の裁判例とルールの不明確性

(1) 2000年代の裁判例とその背後にある発想

【2000年代の裁判例】

- ・ニッポン放送事件（東京高決平成17・3・23判時1899号56頁）
- ・ニレコ事件（東京高決平成17・6・15判時

1900号156頁）

- ・日本技術開発事件（東京地決平成17・7・29判時1909号87頁）
- ・ブルドックソース事件（最決平成19・8・7民集61巻5号2215頁）
- ・ピコイ事件（東京高決平成20・5・12判タ1282号273頁）

2000年代の重要な裁判例については、資料の【別紙1】にごく簡単に事案と決定要旨をまとめています。前掲の裁判例については、支配権争いの帰趨（買収の是非）は対象会社の株主が決すべきであるとの価値判断がベースにあるということがよく指摘されます。そして、そのような価値判断は、学説でも基本的には支持されていると言えます。

このように支配権争いの帰趨を株主が決するとして、それを公開買付けへの応募ではなく、株主総会決議の形であることがなぜ望ましいかということも問題になります。これを正当化する論理としては、強圧性のある買収が行われることがあり得て、そのような場合には、株主総会決議の形で株主の意思を問うことが望ましいのだという説明が行われます。

また、最近の藤田友敬先生のご論考ですと、企業価値防衛指針による理論的な整理も踏まえて、裁判例の立場が、以下のように、①企業買収ルール
②中間命題、③具体的なルールという3つのレベルに分けて整理されています。

- ①企業買収ルールの目的＝企業価値・株主共同の利益の確保・向上
- ②中間命題＝企業価値・株主共同の利益に関する判断は、原則として株主が行うべき
- ③具体的なルール
 - ・取締役会限りの判断で支配権の維持・確保を目的として株式・新株予約権の発行を行うことは原則として許されず（主要目的ルール、ニッポン放送事件）
 - ・株主総会の判断による防衛は、必要性・相当性

が認められるのであれば許される（ブルドックソース事件）

（2）ルールの不明確性（残された課題）とされてきたもの

以上のように、裁判例の背後にある大まかな発想は読み取れなくはありません。しかし、具体的なレベルでは、判例法ルールにはいろいろと不明な点もあります。

そもそも個別の裁判例は、あくまで個別の事案についての裁判所の判断ですから、事案から離れて一般的かつ具体的なルールをそこから抽出することは、必ずしも容易ではありません。また、これまでの日本の裁判は絶対数が少ないですし、裁判例が現れた時期にも偏りがあります。

例えば、ニッポン放送事件は、新株予約権の不正発行が問題になった事案です。裁判所は、主要目的ルールを基本的に維持し、そのことの根拠付けとして「機関権限の分配」ということを明確に打ち出しました。そのうえで例外的に、「株主全体の利益保護の観点から当該新株予約権発行を正当化する特段の事情があること、具体的には、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを会社が疎明、立証した場合」には、差止めは認められないとしました。

学説は、そのような特段の事情が認められる範囲を、一般には極めて狭いものと捉えます。他方で、例えばニッポン放送事件で用いられたものよりも目的や効果が限定された買収防衛策が許容される範囲についてはどう考えるべきかといったことが不明確な点として残されたと言われます。

日本技術開発事件は、株主による適切な判断を可能にするために、取締役会は買収者に情報提供・検討期間を要求することができ、合理的な要求に応じない買収者に相当な手段をとることが許容される場合もあり得るとしました。他方で、取締役会が情報提供・検討期間を要求できる限界はないのか、また、相当な対抗措置の内容がどのよ

うなものかといったことが、不明確な点として残されたと言われます。

ブルドックソース事件は、具体的な買収者・買収提案が現れた後で、買収防衛策を承認する株主総会決議が行われたという事案です。この事案でとられた承認の方法は、株主総会で定款変更をし、かつそれを前提とする新株予約権無償割当てを決議するというものです。

そのような事案を前提に、裁判所は、「本件議案は、議決権総数の約83.4%の賛成を得て可決されたのであるから、[買収者の]関係者以外のほとんどの既存株主が、[買収者]による経営支配権の取得が[対象会社]の企業価値をき損し、[対象会社]の利益ひいては株主の共同の利益を害することになると判断したものということができる」としました。

しかし、同事件についてもいろいろと不明確な点が指摘されます。例えば、具体的な買収者・買収提案が現れる前に株主総会の承認を得て事前警告型買収防衛策を導入していた場合に、具体的な買収者・買収提案の出現後に取締役会限りで買収防衛策を発動できるのかということ、また、株主自身の判断が尊重されるとして、具体的にどのような形でどのような割合の株主の判断が示されなければならないかということ、さらに、相当な対抗措置の内容はどのようなものか、特に、同事件と違って買収者への金員の交付がなければどうなるのかということが挙げられます。

このような議論状況を前提に、2021年に4つの裁判例、また2022年に三ツ星事件が現れたわけですが、以上のような不明確性はどの程度解消されたのかということが気になるところです。

これについて、今日扱います2つの事件だけではなく、その他の事件も含めて考えてみましても、従来言われてきた不明確な点が解消されたとは必ずしも言えないのではないかという印象を受けます。といいますのは、2021年から2022年にかけての裁判例の事案には偏りがあるからです。これらの裁判例では、いずれも事前警告型買収防衛策が用いられましたが、日邦産業事件も含めて、平

時導入とは言い難いものでした。

それでは、以下で今回扱う2つの事件について具体的に見ていきたいと思えます。

III. 日邦産業事件

まずは、日邦産業事件から検討していきます。

1. 事案の概要と決定要旨

同事件の事案の概要と決定要旨は【別紙2】の方にまとめてあります。ここでは事案の概要だけを読み上げまして、決定要旨は、検討のところで必要に応じて紹介します。

【別紙2】にまとめました同事件の事案の概要は以下のものです。

Y（日邦産業株式会社）はその発行する株式を東京証券取引所 JASDAQ 及び名古屋証券取引所第二部に上場していました。Yは平成19年と平成20年に株主総会で買収防衛プラン（その内容は後記のものと同様）を導入継続する旨の決議をしましたが、平成21年にY取締役会は同買収防衛プランを継続しない旨の決議をしました。

X（フリージア・マクロス株式会社）は平成31年3月25日にY株式について大量保有報告書を提出し、その後、その変更報告書を提出しました。これらの報告書で、保有目的は「純投資及び政策投資」とされていました。これらの報告書によれば、XのY株式保有割合は、平成31年3月18日、同月27日、同年4月26日当時、5.77%、9.92%及び12.10%でした。Xは、令和3年1月28日現在、Yの発行済株式総数の約19.73%を保有する筆頭株主です。

Y取締役会は、平成31年4月23日、株式等の大規模買付行為に関する対応策（以下「本件買収防衛プラン」といいます）を導入する旨の決議をしました。Yは、令和元年6月21日に開催された第68期定時株主総会と令和2年6月24日に開催された第69期定時株主総会において、本件買収防衛プランを導入継続する旨を決議しました（以下、これらの決議を併せて「本件各株主総会

決議」といいます）。

本件買収防衛プランでは、Y株式の保有割合が20%以上となる買付けや取得を行おうとする場合には、その実行に先立ち、Y取締役会に対して意向表明書を提出するとともに、必要かつ十分な情報を提出、提供することとされていまして、独立委員会は、買付者等が本件買付けルールが定める手続の重要な点に違反した場合で、取締役会がその是正を書面により要求した後5営業日以内に当該違反が是正されないときは、特段の事情がある場合を除き、取締役会に対して対抗措置の発動を勧告するものとされています（以下「本件手続ルール」といいます）。

Xは、令和3年1月28日（以下の日付けは特に断らない限り令和3年）、意向表明書の提出をしないまま、Y株式を対象として公開買付け（以下「本件公開買付け」といいます）を開始しました。本件公開買付けでは、買付予定数が71万4,800株とされました。Xはその理由を、公開買付け届出書において、Yが株主総会の特別決議によりXに不利益を生じさせる意思決定をすることを単独で阻止するため、Yの直近2事業年度の定時株主総会における議決権行使比率の平均値の3分の1を超える議決権数（発行済株式総数の約27.57%）を所有するためだと説明しました。

Y取締役会は、2月6日、本件買収防衛プランに基づき、独立委員会（Yの独立社外取締役2名と外部の弁護士1名で構成）に対して、本件公開買付けに対する対抗措置の発動の是非等について諮問しました。

Yは、2月10日、Xに対して本件手続ルール違反の是正を書面で求めましたが、Xは指定された期限までにその是正をしませんでした。独立委員会は、5回にわたって審議を行い、3月8日、Y取締役会に対して対抗措置の発動を勧告しました。

この勧告を受けてY取締役会は、3月8日、本件買収防衛プランに基づき新株予約権無償割当て（以下「本件新株予約権無償割当て」といいます）をする旨の決議をしました。これによって無償割

当てされる新株予約権は、X及びその関係者（例外事由該当者）は新株予約権を行使できないものとする差別的行使条件の付されたものであり、例外事由該当者はY取締役会の承認を得てこれを第三者に譲渡することが可能であるとされました。また、Yは、取締役会の定める取得日にX等の有するものを除く新株予約権をYの普通株式を対価として取得することができ、さらに、7月31日までの間はいつでもYが新株予約権を取得することが適切であると取締役会が認める場合には、全ての新株予約権を無償で取得することができるものとされました。

Xは、3月11日、本件新株予約権無償割当ての差止仮処分命令申立てをしました。名古屋地裁は、3月24日、これを認める旨を決定しました（以下「原決定」といいます）。これに対して、Yが保全異議の申立てをし、4月7日、名古屋地裁はYの保全異議申立てを認める決定をしました（以下「異議審決定」といいます）。これに対してXが抗告をし、4月22日、名古屋高裁はXの抗告を棄却する決定をしました（以下「抗告審決定」といいます）。これに対してXが許可抗告の申立てをしましたが、5月14日、名古屋高裁はこれを認めない決定をしました。

2. 検討

（1）事案の特徴

日邦産業事件の事案の特徴として、以下の点を挙げることができます。

①本件公開買付けの買付予定数は、Xの保有割合が発行済株式総数の27.57%になる数とされました。

②本件買収防衛プランの形式は事前警告型買収防衛策です。しかし、その導入は、Xによる大量保有報告書提出を受けて行われました。

③日邦産業の株主の承認は、1年ごとに、本件買収防衛プランの継続について与えられました（第68期定時株主総会・第69期定時株主総会）。

④本件買収防衛プランに基づく対抗措置の発動については、株主の承認は行われていません。

このうち特徴の②に関連して、抗告審決定は、「本件買収防衛プランは、XがY株式の大量保有報告書を提出したことを契機としてY取締役会が導入を決議したものであり……、平時において導入された純粋な事前警告型買収防衛策であるということとはできない」とします。

事前警告型買収防衛策とは、一般に、当該防衛策の導入会社を買収しようとする者（通常は導入会社の株式の20%以上を取得するか、公開買付けをする者とされる）に対して、買収後の事業計画等一定の情報提供を行うこと、及び導入会社の取締役会が当該提案を検討し、必要に応じて代替案を株主に提示するための期間（60日など）を確保するように求め、仮に買収者がそうした手続を履践せずに行買収を試みたときは、差別的な内容の新株予約権の無償割当て等の対抗措置を発動する旨を公表するものであると言われます。

このような事前警告型買収防衛策は、もともと具体的な買収者の出現前（平時）に導入されるものとして設計されたものです。しかし、近年では、形式は事前警告型買収防衛策であるものを、買収者の出現後（有事）に明示的に具体的な買収者への対抗策として導入する例も見られるようになりました。現在では、事前警告型買収防衛策とは平時に導入されるものであって、それが純粋な形であるというふうにも言えない状況になっています。

従来、事前警告型買収防衛策について、その導入時に株主総会の承認があったとしても、特別委員会の勧告を受けた取締役会決議のみで対抗措置を発動できるか（対抗措置として行われた新株予約権無償割当て等が差し止められず有効だとされるか）は、未解決の問題とされてきました。

日邦産業事件では、本件買収防衛プランの継続について株主の承認はありましたが、対抗措置の発動について株主の承認はありませんでした。そして結論として、裁判所は本件新株予約権無償割当ての差止めを認めませんでした。

このようなことから、レジュメに引用したように、「株主総会の普通決議によりその導入及び継続が承認されたいわゆる事前警告型買収防衛策に

基づき、当該防衛策が定める情報提供等のルールに重要な点で違反して大規模買付行為を行おうとする買収者に対して、独立委員会の勧告を受けて取締役会限りで対抗措置……を発動することが許されることは……実務法曹の間及び学界ではおおむね多数説となっていたものと考えられるが……（異議審決定及び）抗告審決定は、そのことを初めて正面から認めた司法判断として、重要な意義を有している」といった評価が述べられることがあります。

確かに、本件買収防衛プランは、後で検討します日本アジアグループ事件で問題になった買収防衛策と異なり、導入・継続時に、導入・継続の目的に関連して、Xを買収者（大規模買付行為を行おうとする者）であると名指しするわけではありません。しかし、日邦産業事件については、Y取締役会がXによる大量保有報告書提出を受けて本件買収防衛プランを導入したこと、及び本件買収防衛プラン継続についての2回の株主総会の承認時にも、Xによる大量の株式取得、Xへの本件買収防衛プラン適用の可能性がY株主に意識されていたことが重要であると考えられます。

そのことは、レジュメに引用したように、抗告審決定でもはっきりと述べられています。そうしますと、日邦産業事件から、一般的に、「事前警告型買収防衛策において、導入・継続について株主の承認があれば、取締役会限りで対抗措置を発動することが許されることが司法判断としても認められた」と評価することはできないだろうと思います。

（2）本件買収防衛プランの効力と対抗措置の発動の差止め

日邦産業事件の異議審決定及び抗告審決定の判断手法の特徴として、(a)本件買収防衛プランの効力の問題と(b)本件新株予約権無償割当て（対抗措置の発動）の差止めの可否の問題を分けていることが挙げられます。

異議審決定及び抗告審決定では、(a)について本件買収防衛プランが有効であることを前提に、

(b)については、主に本件手続ルールをXが遵守しなかったことに正当な理由があるかどうかの問題とされました。

より具体的には、まず(a)は、(a-1)本件買収防衛プランの目的及び内容に合理性があるかと (a-2)本件買収防衛プランがY株主の合理的意思に依拠するものであるかの2つの問題に分けられます。このうち前者については、本件買収防衛プランの目的は、株主に情報及び時間を確保し、大規模買付行為を行おうとする者との交渉の機会を確保することであること、濫用防止のための措置として、独立委員会の勧告を経たうえで、それを最大限尊重しながら対抗措置の発動の是非を判断することとされていること、さらに、大規模買付者が手続ルールを遵守すれば、原則として対抗措置を発動しないとされることから、本件買収防衛プランの目的及び内容に合理性があるとされました。

また、(a-2)については、独立委員会が対抗措置の発動を勧告した場合であっても、さらにその是非を株主総会に問えること、また、プランの有効期間は1年で、株主総会で1年ごとにプランの是非を問う機会が確保されることから、本件買収防衛プランは、Y株主の合理的意思に依拠するものであるとされました。

これらのことから、本件買収防衛プランが株主平等原則又はその趣旨に違反するとは認められず、無効ではないとされたわけです。

そのうえで、(b)について、本件買収防衛プランでは、本件手続ルール（対抗措置の発動を検討する過程）が明記されていること。また、Xは、仮に本件買収防衛プランの継続決議に瑕疵があると考えたとしても、ひとまずは決議が有効であることを前提に、本件手続ルールを遵守することは可能であったことから、Xにとって、本件手続ルールの遵守によって損害の発生を回避することが可能であり、これを遵守しなかったことに合理的な理由はないとされました。

以上のように、裁判所は、Xが本件手続ルールを遵守しなかったことに正当な理由があったかどうかに関心を合わせて、「本件手続ルールを遵守

せず公開買付けに乗り出したXがいけないのだ」ということを強調します。しかしながら、そのような理屈が説得力を持つのも、結局は、(1)で述べたような事情、つまり、Y取締役会がXによる大量保有報告書提出を受けて本件買収防衛プランを導入し、また、本件買収防衛プラン継続についての株主総会の承認時にも、Xによる大量の株式取得が意識されていたという本件の事案の特徴があつてこそ話なのではないかと思えます。

実際、後で検討します日本アジアグループ事件では、買収防衛策について株主による承認がありませんでした。そして同事件の抗告審決定は、レジメに引用したように、取締役会限りで導入された買収防衛策の手続ルールについて、買収者がこれに違反したことを重視しません。

(3) 株主の承認の要件

Xは、本件買収防衛プランについては、株主総会の特別決議による承認が必要だった、だから、それを欠く本件買収防衛プランは無効だと主張したようです。

この論点について考える前提として、第68期定時株主総会及び第69期定時株主総会での継続決議の法的性質を確認する必要があります。

Yの定款では、そのような決議をすることが株主総会の権限とはされていなかったようですので、そうだとしますと、これらの決議は勧告的決議だったこととなります。もちろん、勧告的決議についても、それが買収防衛策の承認として法的にどの程度重視されるべきかが問題になる際には、決議要件が問題となります。

従来、買収防衛策の導入及び対抗措置の発動について、株主の判断が尊重されるとして、具体的にどのような形でどのような割合の株主の判断が示されなければならないかは、未解決の問題とされていました。

Xが理由として挙げたのは、本件では、対抗措置発動時に経済的補償がなく、株主間の価値の移転を伴うものだから、これは第三者に対する有利発行と同様のものだという事です。しかし、そ

のような主張は、レジюмеに引用したように、裁判所には認められませんでした。

レジюмеで実線の下線を引いた会社法 206 条の 2 との均衡論というものは、従来から学説でも主張されていました。日邦産業事件以降の裁判例でも、買収防衛策の承認は普通決議でよい、あるいは事案によっては MOM (Majority of Minority) でよいという方向性が固まりつつありまして、学説ではそれを前提に、決議要件についてさらに細かい議論を展開するものがあります。

ただ、理論的には、この場合に特別多数を要するという考え方も、成り立たないではないのではないかと思います。

白井正和先生のご論考で述べられていますように、買収防衛策は、個々の株主の株式譲渡を制約するもので、株主間での不平等な取扱いをもたらすものですから、特別多数による承認が必要だという考え方も成り立たないわけではありません。また、会社法 206 条の 2 との均衡論については、同条が資金調達場面のルールであり、資金調達の便宜という考慮が含まれることを考える必要があります。

この問題は、突き詰めますと、会社法 206 条の 2 の立法論的な妥当性の問題につながるのだらうとも思います。平成 26 年会社法改正では、支配株主の異動を伴う募集株式の発行は、組織再編行為に準じるものとして規制するのではなく、取締役の選解任と類似したものとして規制するというスタンスが採用されています。しかし、それが本当によかったのかということです。

会社法のルール上、非公開会社では募集株式の発行について特別決議を要しますし、公開会社であっても有利発行の場合には同様に特別決議を要します。そのことと会社法 206 条の 2 のルールとの関係をどう説明できるのかが一つ問題になると思います。

非公開会社で特別決議を要するのは、既存株主の支配的利益の保護を図るためです。そして、支配株主の異動を伴う募集株式の発行について特別の規制が置かれているのは、公開会社であっても、

そのような場面では既存株主の支配的利益を保護する必要があるからです。

また、公開会社であっても、すでに述べたように有利発行なら特別決議を要します。そうしますと、X の主張するような有利発行との均衡論を、レジюмеの引用の点線の下線部のように簡単に排斥できるのかは、やや疑問にも思われるところです。

(4) 経済的補償

X は、本件新株予約権無償割当てにより、X が経済的補償を受けずに大きな経済的不利益を受けるのだ、したがって本件新株予約権無償割当ては、衡平の理念に反して相当性を欠き、株主平等の原則に違反するのだと主張したようです。

従来、相当な対抗措置の内容、特に買収者への経済的補償については、未解決の問題とされてきました。学説は、一般に経済的補償には否定的です。そして、買収者に撤退（損害回避）の可能性が確保されていれば、相当な対抗措置だともされます。

異議審決定及び抗告審決定は、X の主張を認めませんでした。裁判所は、レジюмеに記したような論理を展開します。すなわち、X は、本件公開買付けを開始した時点で本件買収防衛プランの内容を把握していた。したがって、対抗措置の発動による経済的不利益を予見できた。また、買収者への経済的補償にはマイナス面もあり、それが常に必要であるとまでは言い難い。さらに、本件新株予約権無償割当てにおいては、X に生じる経済的不利益を回避又は軽減させる措置が講じられている。以上のことからして、X が経済的補償を受けられないからといって、本件新株予約権無償割当てが株主平等の原則又はその趣旨に違反するとまでは認められないというわけです。

もともと、異議審決定が指摘する本件新株予約権の譲渡可能性（X は、Y 取締役会の承認を得て、これを第三者に譲渡することができる）だけでは、経済的不利益の回避・軽減措置としては十分ではないと思います。本件買収防衛プランには Y 取締

役会が譲渡を承認する条件等が記されておらず、Y取締役会が承認しなければ譲渡もできないからです。

レジュメに引用した抗告審決定が述べるように、大規模買付行為が中止されれば、取締役会が対抗措置の発動を停止し、全ての新株予約権を無償で取得するといったことが買収防衛策の導入時点で明確にされ、実際に対象会社がそのように行動して初めて、経済的利益の回避・軽減措置が講じられていたと評価できるのだらうと思います。

（5）取締役会による情報提供・検討期間要求の限界

Xは、本件買収防衛プランの定める情報提供要求期間には上限がないため、本件手続ルールを遵守する余地はなかったと主張したようです。従来、取締役会が情報提供・検討期間を要求できる限界がどこまでかは、未解決の問題とされていました。

これに関連して、抗告審決定は、レジュメに引用したように、「客観的に必要十分な情報を提供したにもかかわらず、Y取締役会がなお不十分であるとして情報提供完了通知を出さない場合には、買付者等は、その時点で本件手続ルールから離れてY株式の追加取得に動き、これについてY取締役会が対抗措置を発動しようとしたときは、買付者等がその差止めの仮処分命令の申立てをすれば、裁判所は当該仮処分命令を発出することになるものである」とします。

対象会社の取締役会が情報提供期間をいわずらに引き延ばした場合にまで、買収者がそれに付き合う必要はないというのはそのとおりであろうと思います。仮に対象会社取締役会が情報提供期間をいわずらに引き延ばしたとして、日邦産業事件の用いた枠組みを前提にすれば、裁判所は次のような論理で差止めを認めるのだらうと思います。

すなわち、情報提供期間がいわずらに引き延ばされたため、買収者が手続ルールを遵守しなかったことには正当な理由がある。したがって、その場合の対抗措置の発動は、株主が承認した買収防衛策からは認められない態様での発動であって、

株主の意思に基づかないものである。こういったことから、対抗措置としての新株予約権無償割当てが不公正発行とされるのだらうと思います。

（6）結論の妥当性

先行評釈等には、日邦産業事件については、結論の妥当性という点で批判するものはないようです。本件買収防衛プランは、1年ごとのYの株主総会で継続を承認されていまして、かつ、その承認の際にはXによる大量の株式取得、Xへの本件買収防衛プラン適用の可能性がY株主に意識されていきました。

買収防衛策の導入・発動について、株主総会決議という形で表現される株主の意思を尊重すべきだとする考え方からしますと、本件買収防衛プランに従って行われた本件新株予約権無償割当ての差止めを認めなかった異議審決定及び抗告審決定の結論は妥当だと評価されるのだらうと思います。

ただ、本件公開買付けの買付予定数は、Xの保有割合が発行済株式総数の27.57%になる数だと設定されていました。このことから、XはYの支配権取得を目指したわけではなかったとも言えそうです。

これに関連して、異議審決定は、レジュメに引用したように、本件買収防衛プラン上、本件公開買付けがその対象に含まれることは明らかだとします。

Xが大量保有報告書で述べた保有目的は、文字どおり読む限りは、対象会社における保有割合を増加させて、支配権取得とまでは言えないけれど、コミットメントを強めたい、提携交渉を強く求めていきたいというものです。このことと本件公開買付けでの上限の設定の仕方を重視するのであれば、そのような支配権取得に至らない数の株式を取得しようとする者に対して対象会社の株主が株式を譲渡することを、株主の多数決で阻害することが認められてよいかということの問題にすべきだとも言えそうです。

そうしますと、本件買収防衛プランが閾値を20%と定めているのだから、本件公開買付けが本

件買収防衛プランの対象に含まれるのは当然だという形式的な根拠付けだけで十分かということが気になるころではあります。

しかし、他方で、Xが将来的に保有割合を増やし、Yの支配権を取得しようとする可能性はないわけではありません。このことからしますと、Xを「買収者」だと捉えることも、おかしなことではないのかもしれないと思います。

IV. 日本アジアグループ事件

1. 事案の概要と決定要旨

日本アジアグループ事件の事案の概要と決定要旨は、【別紙3】にまとめてあります。ここでは、【別紙3】の事案の概要だけを読み上げまして、決定要旨は、検討のところが必要に応じて紹介します。

同事件の事案の概要は以下のようなものです。

Y（日本アジアグループ株式会社）は、その発行する株式を東京証券取引所第一部に上場しています。A（グリーンファンド）は、B（カーライル・グループ）に属する投資ファンドですが、令和2年11月5日、Yの代表取締役会長兼社長であるCによるYに対するマネジメント・バイアウト（以下「本件 MBO」といいます）の一環として、Cの依頼に基づき、Y株式の全部の取得を目的として、買付価格を1株600円とする公開買付け（以下「本件 MBO 公開買付け」といい、本件 MBO 公開買付けに係る買付価格を「本件 MBO 公開買付価格」といいます）を開始しました。Y取締役会は、本件 MBO 公開買付価格が、取引条件の公正さを担保する措置が十分に講じられたうえで、特別委員会が十分な交渉を重ねた結果合意された価格であること等を理由として、本件 MBO 公開買付けに賛同する意見を表明しました。

X（シティインデックスイレブンス）は、その試算によれば、本件 MBO は、他の株主の犠牲の下、Cらのみが莫大な利益を得ることとなる極めて不当なものであり、Y取締役会及びBに再考を促す交渉を行うためなどとして、令和2年11月10日、市場内取引によるY株式の買付けを開始し、X及

び共同保有者は、大量のY株式を取得しました。

Xは、Y取締役会やBと協議等を行った後で、令和3年1月14日（以下の日付は特に断らない限り令和3年）、買付価格を840円とするY社株式の公開買付け（以下「旧公開買付け」といいます）を行う方針を決定し、これを公表しました。Aは、1月26日、本件 MBO 公開買付価格を1,200円に引き上げることとし、これを公表しました。Xは、2月4日、買付価格を1,210円とし、買付予定数の上限、下限を設定しない旧公開買付けを開始しました。本件 MBO 公開買付けは、2月9日、応募株式数が買付予定数の下限に到達せず、不成立となりました。

2月19日開催のY取締役会において、Xから旧公開買付け後のYグループの具体的な経営方針が一切示されておらず、むしろ、XがYの経営権を取得した場合には、Yの企業価値ないし株主の共同の利益を毀損する可能性が否定できないこと等を理由として、旧公開買付けに対して反対の意見を表明することが決議され、その旨が公表されました。

Yは、3月1日、同年4月下旬開催予定の臨時株主総会（以下「本件臨時株主総会」といいます）における株主の承認を条件として、3月18日を基準日とするY株式1株当たり300円の特別配当（以下「本件特別配当」といいます）を実施する旨の公表をしました。

Xは、3月3日、本件特別配当の基準日に照らせば本件特別配当を受けることができず、配当落ち分だけY株式1株当たりの資産価値が減少するにもかかわらず、当初の高値での買付価格による株式取得を余儀なくされると考え、旧公開買付けを撤回しました。

X及び共同保有者は、3月4日から3月9日までの間に、市場においてY株式を取得しました。これによって、X及び共同保有者の保有割合は22.53%となりました。

Y取締役会は、3月9日、Xらが市場でY株式を買い集め、または、再度Y株式に対する公開買付けを開始するなどして、Yの経営権の取得を図

る具体的かつ切迫した懸念があることを理由として、株主への差別的行使条件及び取得条項付き新株予約権の無償割当てを用いた防衛策（以下「本件買収防衛策」といいます）を導入することを決議し、その旨を公表しました。

本件買収防衛策では、Yの株券等の保有割合が20.5%以上となる者によるYの株券等の買付け等が大量買付行為とされ、大量買付行為を行い、又は行おうとする者が大量買付者とされます。Yは、大量買付行為を行う具体的なおそれがある者に対して情報提供を要求し、Y取締役会の検討手続を経たうえで、株主総会の開催及び対抗措置の発動議案についての採決を行うものとされます。また、大量買付者が情報提供等の手続を遵守せず、そのような株主総会を開催する以前において大量買付行為を実行又は継続しようとする場合、Y取締役会は、株主総会を経ることなく、特段の事由がない限り対抗措置を発動するものとされます。

X及び共同保有者は、3月10日以降も市場及び市場外においてY株式を取得しました。これによって、X及び共同保有者の保有割合は30.77%となりました。

Xは、3月17日、買付価格を910円（旧公開買付価格から特別配当の額を控除したもの）とするY株式の公開買付け（以下「再公開買付け」といいます）を行う予定である旨、再公開買付けの開始前に市場又は市場外でY株式を買い付ける可能性があるが、それによって再公開買付け前のY及び共同保有者の議決権割合が3分の1を超えないようにする旨、再公開買付け終了後の議決権の割合が3分の2以上となったとき等には、株式併合等により、再公開買付けの買付価格と同額でY株式全てを取得する予定である旨等を公表しました。

Y取締役会は、3月22日、Xらが3月10日以降、Y株式を買い集めていることから、本件買収防衛策の手続に従わずに大量買付行為を実施したとして、新株予約権無償割当て（以下「本件新株予約権無償割当て」といいます）をする旨の決議をしました。これによって無償割当てされる新株

予約権（甲種新株予約権）は、大量買付者やその共同保有者等（特定株式保有者）は新株予約権を行使できないものとする差別的行使条件の付されたものであり、また、Yは、特定保有者以外の株主からはY株式、特定保有者からは乙種新株予約権を対価として、これを取得することができるとする差別的取得条項の付されたものでした。乙種新株予約権には、大量買付者が大量買付行為を継続しておらず、かつその後も実施しないことを誓約した場合であり、大量買付者の株券等保有割合が20.5%を下回っているといった行使条件が付されています。

Yは、3月22日、本件新株予約権無償割当てを行うことを公表するとともに、Xらが本件買収防衛策の導入後から本件臨時株主総会の基準日（3月18日）までの間に、本件買収防衛策に違反して強圧性の問題のある状態でY株式の追加取得をしているなどとして、本件臨時株主総会では対抗措置の発動の是非等の議案を付議することを予定していないこと等を公表しました。

東京地裁は、4月2日、Xによる本件新株予約権無償割当ての差止仮処分命令申立てを認める旨の決定（以下「原決定」といいます）をしました。これに対してYが保全異議の申立てをし、4月7日、東京地裁は仮処分決定を認可する決定（以下「異議審決定」といいます）をしました。これに対してYが抗告をし、4月23日、東京高裁はYの抗告を棄却する決定（以下「抗告審決定」といいます）をしました。

2. 検討

（1）事案の特徴

日本アジアグループ事件の事案の特徴としては、以下の点を挙げることができます。

①本件新株予約権無償割当てに至る経緯は、レジュメに挙げているとおりです。事の発端として、Bによる本件MBO公開買付けが行われまして、対抗買付けとしてXによる旧公開買付けが行われまして。

②本件買収防衛策は事前警告型買収防衛策です

が、その導入は、Xによる旧公開買付けが撤回された後もY株式の追加取得は継続されているという状況で行われました。本件買収防衛策は、導入の目的として、Xらによる大規模買付行為への対応である旨を明示します。

③本件買収防衛策についても、本件新株予約権無償割当てについても、Yの株主総会による承認は予定されていませんでした。

④旧公開買付け及び再公開買付けの以前に、Xらは市場内外取引によってY株式を大量に取得していました。

(2) 裁判所の用いた枠組み

日本アジアグループ事件では、原決定、異議審決定及び抗告審決定のいずれも、基本的にニッポン放送事件東京高裁決定（東京高決平成17・3・23判時1899号56頁）と同様の枠組みに依拠して、本件新株予約権無償割当てが著しく不公正な方法によるものかどうかを問題にします。詳しくはレジュメに引用したとおりです。

原決定、異議審決定及び抗告審決定のいずれにおいても、主に争点とされ、裁判所の判断も厚く記されているのは、本件新株予約権無償割当てが支配権維持を主要な目的として行われたかどうかです。

これに対して「特段の事情」については、Yが効果的な主張をできていないこともあって認められていません。既にお話ししたように、「特段の事情」については、これを狭く捉えるのが一般的です。そのため当事者の主張も、「特段の事情」ではなく、「主要な目的」の方に重点を置くのだらうと思います。同時にこのことは、主要目的ルールの問題点とも言えそうです。主要目的ルールでは、当該事案の様々な問題がどうしても「主要な目的」を巡って争われることとなります。

本件新株予約権無償割当ての「主要な目的」について、抗告審は以下のような判断を示します。

すなわち、Xは敵対的買収者であり、Y経営陣とXの対立は深刻かつ解消困難であったこと、Yは取締役会限りで本件買収防衛策を導入し対抗措

置を発動したこと、Yは現時点で株主総会の決議を経ることを予定していないこと、さらにXらの保有割合は本件買収防衛策導入時に22.53%、対抗措置の発動時に30.77%であり、対抗措置の発動によって20.5%までの低下を強いられることから、(a)Yの経営陣には、支配権を維持・確保する目的があったとされます。

また、Yは現時点で株主意思を確認することは予定しておらず、株主総会の結果を受けて本件新株予約権無償割当てを撤回する余地は予定されていないことから、(b)株主意思を確認する目的があったと言うことはできないとされます。

さらに、(c)強圧性のある買収手法を排除する目的があった可能性は否定できないが、仮にこれがあるとしても、その目的自体弱いものであるとされます。

そのうえで、(d)以下に記したような事情を総合しますと、本件新株予約権無償割当ては、支配権の維持確保を主要な目的とするものであったと推認するのが相当であるとされます。

- ・ Xは敵対的買収者であり、Y経営陣とXの対立は深刻かつ解消困難
- ・ Xらの保有割合は本件買収防衛策導入時に22.53%、また対抗措置の発動時に30.77%であり、対抗措置の発動によって20.5%までの低下を強いられる
- ・ 差別的行使条件・差別的取得条項が付された新株予約権の無償割当てによって、Xらの保有する株式の希釈化が起こることは確実であるとともに、XがYに対して敵対的買収を継続することが不可能ないし著しく困難に
- ・ Yには強圧性のある買収手法を排除する目的があった可能性は否定できないが、仮にこれがあるとしてもその目的自体弱いもの

このように(a)から(c)までで当事者が主張した本件新株予約権無償割当ての目的について検討されたうえで、(d)で支配権の維持・確保が主要な目的であるとされるわけですが、(d)で挙げられ

た事情の多くは、(a)及び(c)と重なります。

先行評釈等では、このような裁判所の結論は、これまでの買収防衛策を巡る裁判例と整合的だとされまして、実務への教訓としては、買収防衛策については基本的に株主意思を確認するプロセスを組み込むことが求められるとされています。

（3）本件無償割当てが特別委員会の勧告に基づくことをどう評価するか

Yは、本件買収防衛策の導入・対抗措置の発動について、東証の独立性基準を満たす構成員から成る特別委員会の諮問を経たことから、本件無償割当ての主要な目的は支配権の維持・確保ではないと主張したようです。しかし、裁判所はその主張を認めませんでした。

レジュメに引用したように、本件買収防衛策・対抗措置の発動について株主総会の決議を経ることは予定されていないこと、事後的にでも株主に決定させるのが望ましいこと、また、特別委員会があくまでも取締役会の判断を代替又は補完するもので、その判断を株主意思の確認に置き換えることはできないことが根拠として挙げられています。

このような裁判所の判断は、学説においても支持されています。現在の判例法ルールの基本的な発想は、支配権争いの帰趨は対象会社の株主が決すべきであるというものですから、それを前提にする限りは、裁判所が述べるように考えるのが自然であろうと思われます。

（4）Xによる買収手法の強圧性

Xによる買収手法の強圧性の問題は、抗告審決定で詳しく扱われます。以下に、この問題に関係しそうな出来事を時系列に並べています。

R2/11/06	本件MBO公開買付け開始
R2/11/10～R3/01/08	Xが市場内外でY株式取得（0%→20.24%）
R3/01/14	Xが旧公開買付けの方針決定を公表
R3/02/05	Xが旧公開買付け開始

R3/02/09	本件MBO公開買付け不成立
R3/03/03	旧公開買付け撤回
R3/03/04～R3/03/17	Xが市場内外でY株式取得（→30.77%）
R3/03/09	本件買収防衛策導入決議
R3/03/17	Xが再公開買付けの予定等を公表
R3/03/22	本件新株予約権無償割当て決議

本件新株予約権無償割当ての際の適時開示資料によりますと、本件買収防衛策導入の理由について、Yは次のように説明します。

すなわち、旧公開買付けは撤回されたけれど、Xらが①市場でY株式を買い集める、又は②再度公開買付けを開始する、具体的かつ切迫した懸念がある。そして、①の場合、Y株主が、XらがYの経営権を取得した場合にYの企業価値を毀損すると考えるときは、自らの意思に反して、かえってY株式を売却せざるを得なくなるし、②の場合、強圧性の懸念が存在する不利な条件設定がなされた公開買付けとなる可能性が高い。

このように、①では市場買付けの強圧性、②では公開買付けの強圧性が問題とされるわけです。

これについて抗告審決定は、レジュメに引用したように、一方で、Yに強圧性のある買収手法を排除する目的があったとの主張は、客観的には理解できないではないとします。しかし、結局は、下線部のある段落に記されたようなことから、そのような目的が仮にあるとしても、「その目的自体弱いものというべきである」とされました。

抗告審決定は、表現のうえでは目的の強弱を問題にしていますが、それはこの論点が「主要な目的が何か」というレベルで問題にされているからであろうと思います。実質的にここで問題になっているのは、取締役会限りでの対抗措置の発動を正当化できるほどの強圧性があったかということだと捉えられます。

レジュメの引用の下線部のうち、1つ目が①の市場買付けの強圧性に対応し、2つ目が②の再公開買付けの強圧性に対応します。ここでは、②について先に検討していきます。

裁判所は、確かに再公開買付けにおいて、公開買付けの予定数に下限は設定されていないけれど、買付予定数の上限がなく、議決権割合が3分の2以上になれば、公開買付け価格と同一価格での締出しが予定されていたということから、強圧性の程度は必ずしも高くないか、強圧性の減少のために相応の措置がとられているとします。

なお、認定事実には記されていませんが、再公開買付けについてのXの公表資料等によれば、議決権割合が3分の2に届かなかったとしても、株式併合議案を可決できる見通しとなった場合には、Xは締出しをするものとされていました。②の点についてのこのような裁判所の評価には、大きな問題はないのだろうと思います。

これについて、レジュメの(a)のように、再公開買付けの強圧性は高かったとする見解も存在します。この見解は、再公開買付けでは下限が設定されていないので、買付け後の議決権割合が3分の2未満にとどまった場合に、買付者がYの支配権を握り、応募しなかったY株主が少数株主として残される危険があるとします。このことから、Y株主には、再公開買付けに応募するか、それ以前の市場内外買付けに応じて株式を売却するよう動機付けられる危険があったとされるわけです。

これに対して、レジュメの(b)のように、再公開買付けには、取締役会限りでの対抗措置発動を正当化するほどの強圧性はなかったとする見解も存在します。再公開買付けでは、強圧性には相応の配慮がされていたと言えるし、それで不十分なのであれば、再公開買付けの買付下限を議決権の3分の2に設定すべきだということになるけれど、それは過剰規制だとされます。

私としては、過剰規制への懸念ということを重視する必要があると思ひまして、そうだとしますと、(a)よりも(b)の見解の方が説得的であろうと考えます。

ちなみに、次回の報告対象ですけれど、富士興産事件で問題になった公開買付けは、レジュメにまとめたようなものでした。上限は設定されず、下限は買収者の保有割合が40%になる数とされ、

2段階買収に関する事項はレジュメに引用したように記載されています。

そして、同事件について、(a)の論者は、強圧性の問題は生じないとします。そこで、日本アジアグループ事件の再公開買付けと富士興産事件の公開買付けがそれほど違うのかということですが、2つの公開買付けで主に違うのは、2段階買収に関する事項です。日本アジアグループ事件では、買付け後の議決権割合が3分の2以上になった場合、又は株式併合議案を可決できる見通しとなった場合に、株式併合のための臨時株主総会の開催を要請するとされました。これに対して富士興産事件では、そのような限定なく、株式併合のための臨時株主総会の開催を要請するとされました。しかし、両者の差はそこまで大きくないのではないかと思います。

一方で、日本アジアグループ事件の再公開買付けでも、買付け後の議決権割合が3分の2未満であっても、株式併合議案を可決できる見通しとなった場合には、キャッシュアウトに進むものとされました。他方で、富士興産事件の公開買付けでも、買付け後の議決権割合が3分の2未満なら、キャッシュアウトが必ず成功するとは言えません。

次に、決定文のうち①の市場買付けの強圧性に関する部分について検討します。

この部分には、適切ではないところもあるように思われます。裁判所は、Xが再公開買付けの実施予定を公表した際に、再公開買付け前の市場内外買付けを議決権の3分の1までしか行わず、その後の買付けは再公開買付けであることを明言したことから、強圧性について相応の配慮がされているとします。

しかし、①の市場買付けの強圧性について重要なのは、再公開買付けの実施予定の公表前にY株主に強圧性が働いていたかということなのではないかと思います。実際、旧公開買付けの撤回後、再公開買付けの実施予定の公表までにXが取得したY株式はかなりの数でして(2週間足らずで10%以上)、急速な買い上がりだとは言えそうです。

しかし、そうだとしましても、旧公開買付け撤回後に実際にどれだけの強圧性が生じたのかは、分からないのではないかと思います。

それ以前の経緯を確認しますと、まず、旧公開買付けの撤回前に、本件MBO公開買付けは不成立に終わっています。認定事実には記されていませんが、Aが提出した公開買付報告書によりますと、本件MBO公開買付けへの応募は、2020年9月30日現在のYの総株主の議決権数を基準にしますと、その約38%にとどまっています。このようなことからしますと、再公開買付けの実施予定の公表までの間に、Y株主のうちのどれだけが「XらがYの経営権を取得した場合、Yの企業価値を毀損する」と考える可能性があったのかは分からないのではないかと思います。

そうしますと、Xによる市場買付けの強圧性の可能性があるということが取締役会限りでの対抗措置を正当化するのかということ、それは疑問にも思うわけです。

さらに、Y取締役会の判断にバイアスがかかっていないと信頼できるかは怪しいのではないかと思います。すなわち、Y取締役会はもともと本件MBO公開買付けに賛成していました。しかし、本件MBO公開買付けの当初の買付価格は低過ぎた可能性があるとも言われています。そして、Xによる旧公開買付けの開始後に、Y取締役会が賛成していた本件MBO公開買付けは不成立に終わっています。

以上のようなことを考えてきますと、結局、Xの買収手法の強圧性が取締役会限りでの対抗措置を正当化するものではなかったとする裁判所の評価は妥当だったと言えそうです。

V. 買収防衛策の平時導入の意味

以上が、日邦産業事件と日本アジアグループ事件についての具体的な検討です。今日の報告の最後に、報告の準備をしている中で、2021年の裁判例全体を見て私が少し思ったこととお話したいと思います。

2021年の4つの裁判例の事案は、要するに、有

事に事前警告型買収防衛策が導入されたというものだと言えます。そうしますと、これらの4つの裁判例を通じて見たとしても、「事前警告型買収防衛策において、導入・継続について株主の承認があれば、対抗措置の発動は取締役会限りでもよい」ということが司法判断として一般的に認められたのだと評価することはできないのだろうと思います。

また、富士興産事件と東京機械製作所事件からは、買収防衛策の株主の承認は、事後的なものでもいいですし、場合によっては、承認の要件はMOMで足りるということになります。そうしますと、事前警告型買収防衛策をそもそも平時に取締役会の承認を得て導入することについて、法的にどのような意味を認めるべきなのかということが気になるわけです。

これについては、レジюмеに引用したように、事前警告型買収防衛策の平時導入には、やはり意味があるとする見解も存在します。しかし、このレジюмеの引用の下線部について言いますと、このようなことを日邦産業事件から導き出すことはできず、適切ではないと思います。

この問題について結局重要なのは、平時の株主総会の承認という事実から、買収防衛策の導入・発動について株主の承認があったと裁判所が評価すべきかどうかということだと思います。

これについて、少なくとも平時の株主の承認があったということが、すなわち発動は株主の意思に基づくものだと、そういうふうには評価してよいのだということにはならないだろうと思います。

そして、平時に事前警告型買収防衛策が株主に承認された際に、幾ら発動のための手続要件や防衛策の内容が具体的に特定されていて、それに一定の合理性があったとしましても、平時に行われた、買収者の姿を具体的に意識しない株主による承認と、有事になった後の、買収者の姿を具体的に意識したうえでの株主の承認とでは、法的な重要性がやはり異なるというべきではないかと思えます。やはり平時の株主総会の承認には大きな意味を認めるべきではないように思うわけです。

また、レジюмеに引用した記述の後半には、どのような場合にMOMの利用が認められるかがいまだ明確ではないといったことが言われています。しかし、MOMを株主の承認だと評価してよいかどうかは、結局は事案によると言うほかないように思います。これについては、買収手法の強圧性の程度などと相關的に考えるほかなさそうです。

以上が私からの報告です。いろいろとご教示をいただけますと幸いに存じます。

~~~~~

#### 【討 論】

○前田 伊藤先生、貴重なご報告をいただきまして、どうもありがとうございます。

#### 【平時導入のための株主の承認についての評価】

○前田 最後の方、資料 25 ページから 26 ページにかけてですが、平時に幾ら株主総会で承認して防衛策を入れていても、発動について株主の意思が確認されたことにはならないという伊藤先生のご主張は、私も全く同感です。ただ、伊藤先生のおっしゃることが、具体的に買収者の姿を認識してでなければ、およそ株主意思の確認はできないという趣旨なのだすると、少し行き過ぎのようにも思うのです。

例えば、買収者の姿はまだ見えていないけれども、しかし、会社が一定の手続を定めて、その一定の手続に従わないような買収者が将来現れたのであれば無償割当てを実行するという具合に、まだ姿は見えていなくても、取締役会の裁量が合理的に制約されていると見られるのであれば、意味のある株主意思の確認はできるのではないかと思います。結局、プランの内容次第ということになって、そうすると、平時の防衛策にも意味があるということになるのではないのでしょうか。

もし買収者の姿が見えていなければならぬということを徹底すると、平時の防衛策というのはほとんど意味がなくなってしまう気がします。平

成 17 年に法務省と経済産業省が示した指針も、平時を想定していろいろな要素を挙げていたのですが、ああいうものもほとんど意味を持たなくなってしまうのではないのでしょうか。伊藤先生のおっしゃるように、幾ら平時に株主の承認を得ていても、当然に発動できることにはならないという基本的な考え方には賛成なのですが、姿まで見えていなければおよそ発動できないというのは、行き過ぎのように入ります。平時の防衛策をあまりに限定しないかという懸念を持ったのですが、いかがでしょうか。

○伊藤 これは難しいところでして、私もいろいろと悩んだ末に、ひとまずはこのような結論になっております。

まず、前田先生のおっしゃった、取締役会の裁量が合理的に制約されているのであればそれであるから、事前警告型買収防衛策の定める手続についてのルールが適切で合理的なものであれば、有事においては、発動のために総会の承認を求めなくてもよいのではないかとこのところすけれど、重要なのは、発動のための手続ルールにおいて、どこまでのことを定めておけば、取締役の裁量を合理的に縛ることができるかということだと思います。

そこで、私としては、現状よくあるプランのように、基本的に形式的な手続だけを定めているようなものでは、取締役の裁量を本当に合理的に縛っていることになるのかということが、やや疑問に思うわけです。形式的なパーセンテージの閾値を超える者が現れれば、まずは連絡しなさいと。その上で、取締役会に聞かれたことに答えなさいと。それを無視してやってきた者については、取締役が、形式的に独立性があるようなメンバーで選ばれた特別委員会に諮問したうえで、独立委員会が勧告してくれれば対抗措置を発動できるというような、よくあるような事前警告型買収防衛策の仕組みでは、取締役の裁量の合理的な制約ができていないのではないかと、疑っているわけなのです。

そして、それ以上にどういふふうなものを手続

ルールとして定めればよいのかが、かなり難しいと思うわけです。例えば、現在の会社の事業経営の内容とその事業経営の進め方についての、基本的な、経営陣が定めた、あるいは株主から承認を受けた、我が社のポリシーというのが存在します。それに反することが明らかなような買収者が現れれば、こういう手続をとりますとか、そういうことを定めることも考えられなくはないわけですが、事業についてのポリシーは変化し得るものですし、また、我が社のポリシーはこうだということの定め方が狭く過ぎても、買収成功後に買収者がそのように狭く定められたポリシーに反する経営を行う可能性があるという説明はやりやすいでしょうから、逆に取締役会に広い裁量を認めることになってしまうと思うわけです。そこが難しいと思ひまして、悩んだところです。

繰り返しになりますけれども、私としては、現状のよくあるプランでは、取締役会にフリーハンドを与えているのとどこが違うのかが、先生がおっしゃった企業買収指針の頃から分からないところなのですね。

先生がおっしゃったように、私が報告したように平時の承認には法的に意味を認められないといったことを言ってしまうと、平時導入型の買収防衛策を全部否定したことと変わらないのではないということになるわけですが、正直申し上げて、私は、指針の公表の頃から、平時の買収防衛策導入には、ネガティブなスタンスなのです。

しかも、その指針の公表当時と現在では、企業買収についての判例法ルールの整備のされ方も全く違っています。例えば、報告でも申し上げたように、少なくとも昨年の裁判例を見る限りは、株主の承認は事後的なものでも足りるわけなのです。一旦取締役会限りで発動しておいて、合理的なスケジュールでその後の株主総会で承認をもらえば、それで足りるわけです。しかも、例えば買付者が猛烈に市場の買い集めをやっている、後で普通決議の決議要件で決議をしたとしたら負けてしまうかもしれないといったときにも、強圧性の強い買収手法がとられているのであれば、MOMに

よる承認でも裁判所に認めてもらえる可能性が高いです。

そういうことからしますと、確かに、全く株主の承認をやらないというときに比べればコストはかかりますけれども、事後的に発動について株主の承認を得ることはできるわけですから、指針が公表された当時に、まだルールが未発達な状態でいろいろと実務の方で知恵を絞って作られた平時導入型の事前警告型買収防衛策というものも、歴史的な役割を果たし終えかけているのではないかも感じたわけです。

○前田　　今、伊藤先生の言われた、事業についてのポリシーに反するかどうかというのは、非常にデリケートなのですけれども、私が思いましたのは、典型的に見られる事前警告型のように、株主総会で一定の手続が承認され、しかもその手続自体もさほど買収者にとって負担の重いものでもないときに、その手続すら遵守しないような者に対して発動するというのを、あらかじめ株主が承認するというぐらいのことは認めていいのではないかということなのです。

ただ、伊藤先生のおっしゃるように、株主総会決議は事後でもいいし、MOMの要件でもいいというのであれば、発動のときに承認をとればいいので、何も広く平時の承認を認める必要はないというご主張もよく理解できるころではあります。

○伊藤　　私も、先生のおっしゃるような考え方の方が多数を占めるのかなとも思っております。ただ、そういうふうと考えていくのであれば、少なくとも平時に導入された買収防衛策は、比較的短いサイクルで、継続についての株主の承認を得ていくべきではないかと思ひます。

○前田　　なるほど。

○伊藤　　事前警告型買収防衛策を導入したものの継続についての承認も得ずに放置しておくというのでは、さすがに具合が悪いかと思ひます。

○前田　　ありがとうございました。

#### 【買収防衛策についての議論の変化】

○梅本　　十分勉強していないので、初歩的な質

問を2つさせていただければと思います。

1つ目は、ブルドックス事件のときの買収防衛策については、ご報告にありましたように、形のうえでは法定決議事項の株主総会特別決議で導入され発動されましたが、最近の買収防衛策の発動は株主総会の勧告的決議、普通決議に基づいています。勧告的決議の普通決議が問題になり始めたのがいつ頃だったのかよく分からなかったのですが、今日のご報告からすると、日邦産業が一つの境目になったのかなと感じたのですけれども、そういう理解でよろしいでしょうか。

○伊藤　　そういう理解でよいのだらうと思います。買収防衛策を巡る裁判例の出現には、時期的に断絶があるのですね。2000年代半ばからぼんと飛んで最近の話になります。そして、その断絶があった間に、いろいろな議論が学界でも進んでいます。

例えばブルドックス事件の当時には、まだ勧告的決議が法的に認められるかどうかということすら、結構争われていたと思います。そのような問題も最近ではクリアされておりますので、最近になると、定款変更までしなくて勧告的決議でいこう、しかも、決議要件も普通決議でいこうということになっているのかなというふうに想像します。

#### 【「強圧性」が裁判所に重視されているか】

○梅本　　ありがとうございます。

もう一点、後半の日本アジアグループ事件等が出てきました「強圧性」という言葉ですけれども、これは買収防衛策あるいは支配権争いの中でどのように考えればいいのかというのが、私は依然としてよく分かりません。大雑把に言うと別に強圧性がなくても、総会決議を経れば原則的に防衛策は差し止めないというのが裁判所の立場ではないかなと思われるのです。

他方で、ご報告にありましたように、取締役会限りで発動した日本アジアグループ事件では、その強圧性が争われています。これはつまり、取締役会限りで対抗措置を発動するに当たっては、強

圧性が高い買収方法であれば、しかもそれがニッポン放送事件でいうところの濫用的買収者ではないけれども、強圧性は高いというものがもしあるとすると、それは取締役会限りでも防衛策・対抗措置は認められるという理解でいいのでしょうか。

裁判所が強圧性というものをどの程度重視しているのかというのが私にはよく分からないのです。当事者はそれなりに熱心に強圧性がある、ないと主張するのですけれども、裁判所は実はよほどのことがない限り評価対象としないのかなと、ぼんやりと思っていたもので、先生のお考えを聞かせていただければと思った次第です。

○伊藤　　私も、結論としては、梅本先生と同様の印象を受けています。

一方で、学界では強圧性を巡る議論は非常に盛んでして、例えば強圧性が強い買収手法については、正面から取締役会限りで防衛させることを認めようという主張は割と行われていたりします〔報告者注：例えば、田中亘「防衛策と買収法制の将来〔上〕—東京機械製作所事件の法的検討—」商事法務 2286号（2022年）9頁～10頁〕。

ただ、実際に裁判所で強圧性がどのように扱われているかですけれども、日本アジアグループ事件の場合は、事案を見てみると、報告でも申し上げたように強圧性はそこまで高くはないだろうと考えられますし、しかも取締役会限りで対抗措置を発動した事案ですので、それが差し止められたという結論に、強圧性があったかどうかということは大きくは影響していないわけです。

他方で、次回扱われます富士興産事件の方は、私から見ると、日本アジアグループ事件とさほど変わらない程度の公開買付けの強圧性があった事案だと思われるのですが、株主総会によって事後的に承認したうえで対抗措置を発動したという事案で、裁判所は対抗措置の発動を是認しています。そちらの方でも、やはり決定的だったのは、総会の承認があったことだと言えるわけですね。

理論上は、例えば強圧性が皆無の公開買付けが行われた場合には、総会決議で承認があった場合ですら、対抗措置が認められないという考え方も

ないではないと思います。強圧性がないということは、もう総会に諮るまでもなく、公開買付けの応募の成否だけで株主の意思は確認できるのだという理屈はありえないわけではないのですが、今のところ、そういうことを裁判例は正面からは述べておりません。そのあたりを含めても、まだ分からないところが多いという印象です。

ただ、繰り返しになりますが、2021年に出た裁判例の結論を見る限りは、事案の内容にもよるわけですが、強圧性の有無は論じられてはいるけれども、それは裁判所が結論を導き出すうえで、そこまで大きなファクターではなかったのではないかという印象を受けております。

○梅本 どうもありがとうございます。

#### 【対象会社の取締役会のバイアスと強圧性】

○久保 今回の梅本先生の強圧性の部分に関係して質問したいと思います。

レジュメの23ページから24ページの、市場外における買い進みによる強圧性があったのか、なかったのかという議論のところ、どれほどの強圧性があったのか分からないという点に加えて、Y側の取締役会の判断にバイアスがかかっていないと信頼できるかどうか怪しいのではないかという問題提起をされて、妥当だったのだという結論を導いていらっしゃいます。この強圧性の有無の判断のところにY取締役会の判断のバイアスがあるかどうかを要素としてかませるということにどういう意味があるのかというのがちょっと分からなくて、これがなぜ強圧性の有無の判断に影響してくるのかというところを教えていただけないでしょうか。

○伊藤 このY取締役会の判断にバイアスがかかっていたかもしれないという要素は、強圧性自体を薄めるという話とは違うものとして、ここに述べています。

ここで私が考えてみたことは、一方で強圧性の可能性があるとは言えるかもしれないけれども、この事件の事案を前提に強圧性が具体的にどれぐらい生じているのかはよく分からないということ

です。Y会社の株主が、本当にXがこのまま経営権を取得した暁には我が社の企業価値が毀損されると考えてしまっていて、それで売ってしまったのかということとはよく分からないなというのを、まず最初に考えました。それで、そのように強圧性がかかっている可能性があるというだけでは、恐らく取締役会限りでの対抗措置を正当化できないであろうとまず考えまして、さらに、そういう裁判所の結論を補強する事情としては、ここに書かれているように、そもそもY取締役会の判断にはバイアスがかかっていたのではないかということも挙げているのです。

ですから、論理的なつながりがあるというふうには、私は考えてはいないわけです。

○久保 なるほど。そうすると、どういう意味で補強するのかというのがまだちょっと分明ではないという部分はあるのですけれども、バイアスがかかっていない判断をもしY取締役会ができるのだとすると、どういうふうに結論に影響が出てくるのでしょうか。

○伊藤 少しYの側の言い分にも説得力が増すという程度でしょうかね。

○久保 ああ、なるほど。分かりました。ありがとうございます。

#### 【株主総会の承認が買収防衛策の発動を正当化する理由】

○松尾 ご報告ありがとうございました。

先ほど来出ているところですが、まずお聞きしたいのは、伊藤先生の立場でいくと、なぜ株主総会決議で承認を得ることによって買収防衛策をとることが肯定されるか、それはどういうふうに説明されるのかということです。

この点は、確かに裁判所がどう考えているのかというのはなお分からないところではあると思うのですが、先ほど出ておりました強圧性ということをもし根拠にして、強圧性の働かない状態で株主意思を確認するための総会決議なのだということになりますと、取締役会レベルでできるのは、強圧性の生じている状態で買収者が買い進

めることをストップさせることで、具体的な発動までのどこかの段階では株主意思を問わないといけないと思うのですね。強圧性の除去ということ論拠にする限りはそうなると理解しています。

そういう意味では、今日おっしゃったように、具体的な買収者、買収手法が明らかになっている時点で総会決議を経なければ、意思確認をしなければ意味がないということになるかと思えます。

一方で、強圧性というのを裁判所は重視していないのではないかとのご発言もあったので、だとすると、総会決議を採るということには、買収防衛策の発動を許容するうえで一体どういう理論的な位置付けができるのか、どのようにお考えかということをお教えいただきたいと思えます。よろしく願いいたします。

○伊藤 強圧性があるかもしれないということ以外に、株主総会で買収防衛策であるとか対抗措置の発動について承認を得ることに何か意味があるかとか、理論的な説明があり得るかということですが、そのところも個人的にはよく分からないのですね。

これまでに公表された論文を読みますと、公開買付けへの成否ではなく、総会決議で決めさせることを何か正当化できないかということ、それは恐らく強圧性の存在だろうとは言われていまして、それはそうかもしれないと思いましたから、ひとまずはそういうふうに説明を組み立てております。

そうなりますと、松尾先生がおっしゃったような話になってくるわけですね。取締役会としては、強圧性の強い手法で買収がかけられていると判断するのであれば、対抗措置を発動したうえで、それについて株主総会で承認を得ることになるでしょうと。

それで、裁判所が強圧性についてどこまで重視しているか分からないと申し上げましたのは、事案との対応で強圧性という議論が、少なくとも今回扱った2つの裁判例でどこまで効いているのか分からないなと思えたので、そういうふうに申し上げました。

○松尾 ありがとうございます。

一方で、ブルドックソース事件の判決文をそのまま読むと、企業価値を毀損するかどうかとか、共同利益を害するかどうかというのは株主の判断を尊重するべきであるとあって、そういう判断をさせるのだという説明は、成り立つかどうかは別として、あり得ると思うのですね。その辺を裁判所がどういうふう考えているのかというのが、おっしゃるようによく分からないのが困っているところなので、何か先生のお考えをお聞きしたかったということでした。

○伊藤 買収の実質的な当否の話ですよ。それは株主が究極的には判断するべきなのだろうとは思いますが、買収の実質的な当否という話になると、公開買付けの応募という形ではなく、総会で判断させた方が何か優れた結果が得られるというふうには直ちには考えづらいのです。公開買付けに賛成するかどうかでも株主の判断は示されますので、そこがよく分からないところです。

○松尾 おっしゃるように、私もよく分からないなと思っているように先生もお考えだということが分かりました。ありがとうございます。

#### 【買収防衛策の閾値】

○前田 資料 15 ページの後半部分で述べられました買収防衛プランの閾値の問題は、難しい問題だと思ってお聞きいたしました。伊藤先生は、「他方で」という段落のところで、別に20%でもそんなに不合理でもないというお考えもお示しになりました。そうすると、例えば2%とか5%とか比率は低いけれども、株主が必要だと考えるのであれば、そういう防衛プランも認められるのが問題になりえますが、単に2%とか5%の株主の発言力とか影響力をそれ以上増やしたくないというだけでは、幾ら株主が必要だと考えても、だめだと理解してよろしいでしょうか。ブルドックソース事件判決の考え方は、あくまで買収者が支配権を取得して、それで企業価値が毀損されるということを前提にしているのですよね。

閾値を何%に持ってくるかというのは確かに難

しいのですが、単に影響力をこれ以上増やしたくないというだけでは、買収防衛プランは認められないのではないかと思ったのですけれども、いかがでしょうか。

○伊藤 この報告をするために読んだ論文の中には、むしろ閾値は低い方がよいという論文もありました。それは、今の日本の法制では急速な買い上がりが可能なので、20%では手遅れになるというか、高過ぎるという趣旨でした。急速な買い上がりがされて防衛が間に合わないということを防ぐために、閾値をもっと低くすべきだという主張ですから、これも、支配権取得されれば企業価値が毀損されるという事態に対処しようとするものです〔報告者注：カーティス・ミルハウプト＝宍戸善一「東京機械製作所事件が提起した問題と新J-Pillの提案」商事法務2298号（2022年）20頁注47参照〕。

ただ、先生のおっしゃるとおり、そのように低い閾値を定めることを許すと、それが濫用されるおそれはあるかと思います。閾値を低くすることを認めるのであれば、やはり対抗措置発動の手続きとか条件をかなりきちんと定めるようにさせないといけない。そのような買収防衛策の導入について株主の承認があるからといって、そうそう簡単に取締役会限りでの対抗措置の発動を適法だとすることはできないようにも考えます。

何となく20%というのは、いいあんばいかも思えないとも思うのですね。

○前田 あくまで支配権取得につながるような割合でないといけないのであって、私が申し上げたような例えば2%とか5%程度で、単にそれ以上発言力や影響力が増したら困るというレベルの話ではないのでしょうか。ありがとうございました。

#### 【勧告的決議に瑕疵があった場合】

○前田 今日、特にご報告では触れておられなかったことで恐縮ですけれども、いわゆる勧告的決議に瑕疵があった場合についてお尋ねします。

勧告的決議に瑕疵があればどうなるかという問

題は、特に買収防衛策の場面に限らず、すでに議論があるようには思うのですけれども、買収防衛策の場面で、例えば日邦産業事件で、株主総会決議で招集通知漏れというようなことがあったら、決議取消しの訴えも使えませんので、どういうことになるのか、もし先生にお考えがあれば、お教えいただけますでしょうか。

○伊藤 もし日邦産業事件のような事案で勧告的決議を事前に採っていたけれど、それに瑕疵があった場合に買収者の側として何ができるのかということは、最近割と意識されているところだと思います。現状の日本の総会決議の瑕疵を争う訴えについての最高裁の判例法理からすると、勧告的決議自体の取消しというのはなかなか難しそうです。そうだとすると、あとは買収者としては、そのまま公開買付けに突き進んで、対抗措置を発動させたいとそれを争うしか、なかなか方法はなさそうだと思います。つまり、対抗措置が実際に発動されたときに、新株予約権の無償割当ての差止めを求めると。その手続の中で、買収者としては、もともとこの対抗措置の発動の基礎になった買収防衛プランを導入する勧告的決議には瑕疵があったのだから、この買収防衛プランは株主の意思に基づいたものではないのだというふうな主張をして、差止めを認めさせていくように行動することになる。それぐらいしか、今のところはやりようはなさそうですね。

裁判所としても、「株主の承認はあった」という会社側の主張を鵜呑みにするのではなく、買収防衛策を導入するなり継続をするなりした総会の勧告的決議に、その勧告的決議に株主の意思が反映しているとは言えないような瑕疵がないのかということを、きちんと審査すべきではないかなと考えます。

この問題は、今年の私法学会のシンポジウムでも少し話題になりまして、私もこれに関してシンポジウム報告者に対して質問をしました。勧告的決議が実際によく使われるようになったという状況を前提にしますと、何とか会社法のルールで立法上の手当てをできないのかということをもじめ



に考えるべき時期に来ているのではないかと考えているところでは、結構な数を買っているわけですから、その期間については、ということです。

ただ、勧告的決議について、例えばその決議の取消しを求めるとか無効を確認するという手続を会社法に作るとして、勧告的決議の手続のルールをどう考えるのかが、難しいと思うのです。勧告的決議というのは、会社がいわば好きでやっているもので、決議要件なども会社が決めてやるものですから、法律のルールで手続自体をどこまで規律できるかが難しいと思います。そうすると、幾ら勧告的決議の瑕疵があれば勧告的決議はなかったものとし、手続を入れようとしても、法ルールとして書けるのかが難しそうだなという印象を受けています。

○前田 現行法のままだと、瑕疵があれば、結局株主の確認はなかったと評価せざるを得ないのかなと私も考えておりました。ありがとうございました。

#### 【日本アジアグループ事件の市場買付けの強圧性】

○黒沼 初めの頃に議論していたところに戻ってしまって恐縮ですけれども、日本アジアグループ事件の市場買付けの強圧性について検討されているところについて質問させていただきます。

この事案では、「強圧性」というのをどういう意味で使っているかがよく分からないのです。市場内外の買付けを3分の1までしか行わず、その後の買付けは再公開買付けで行うということを明言していたのであれば、要するに、いつ市場買付けが終わってしまうかもしれないという売り急ぎもないだろうと思うのですけれども、どういう点に強圧性が見出しうるとお考えなのか、お聞かせいただければと思います。

○伊藤 3分の1までしか行わないということは、再公開買付けの実施予定を公表したときに述べられたことです。それ以前には、まだXはそのことを述べていないのです。しかし、株式の取得数などを見ますと、そのような再公開買付けの公表前にも、市場での買い集めはされているようです。再公開買付けを公表して、そのときに

Xは3分の1までしか買いませんよというのを言う前に、結構な数を買っているわけですから、その期間については、ということです。

○黒沼 おっしゃっている意味は分かりました。そのときの強圧性というのは、企業価値が毀損するから売ってしまおうという強圧性が生じていたということなのでしょう。それとも、いつ買付けが終わるか分からないから、高いうちに売っておこうという、そういう話ですか。

○伊藤 Yの側の主張としては、このまま市場買付けが進んでXが支配権を取得すれば、Yの企業価値が毀損されると考える株主がいるだろうという主張がされております。ただ、それとともに、公開買付けをやる予定であるということをも公表していませんから、黒沼先生のおっしゃるように、いつこの市場買い集めが終了されるか分からないという意味での強圧性も生じていたとも言えそうだと思います。

#### 【日本アジアグループ事件とレブロン義務】

○黒沼 ありがとうございます。

ついでに、もう一点だけお聞かせください。日本アジアグループ事件は、MBOが発端となって、MBOが安過ぎるから対抗買付けが始まったようなのですが、MBOに取締役会が賛成した時点で、これは会社の売却を決定していたということにはならないですか。そうすると、レブロン義務が発動されて、そもそも買収防衛策を導入すること自体が取締役の義務に反するとかいった議論はないのでしょうか。

○伊藤 この場合に、アメリカであればレブロン義務が問題になるような事案と捉えられるということは、例えば藤田先生もご論考の中で指摘されておりました〔報告者注：藤田友敬「事前警告型買収防衛策の許容性—近時の裁判例の提起する問題—」金融商品取引法研究会研究記録 79号（2021年）12頁〕。

○黒沼 では、その点はどういうふうにお考えに——裁判例では、その点は論点にならなかったということなのですか。

○伊藤　　そういう主張が行われていないようでして、決定文にもそういう話は出ておりませんでしたので、今回、私は特に扱ってはおりません。

先生のおっしゃったように、レブロン義務のような問題と捉えて、対抗措置をとること自体違法であるというふうに考える余地もあるということでしょうか。

○黒沼　　日本にはレブロン義務はないという裁判例がありますから、そこは裁判所が判断したらいいのですけれども、そういう可能性もあるかなと。

○伊藤　　なるほど。もしそういうふうなことを判例法として取り入れるとすると、主要目的ルールの中で、レブロン義務が生じるような状況で対抗措置をとることは、それ自体、支配権維持目的だとして差止めを認めるというふうにするか、主要目的ルールとは別に別個のルールを作るか、どちらかやりようはありそうだなと思います。

○黒沼　　分かりました。ありがとうございました。参考になりました。

#### 【公開買付けの強圧性】

○行澤　　基礎的なことで失礼になるかもしれませんが、どうも裁判所が、公開買付けにおいても強圧性がないわけではないと。特に買付予定数に下限が設定されていないような場合に、もし企業価値を毀損させるとされる買付者が支配権を取得する形で公開買付けが成立してしまうと、公開買付けに賛成しない株主も売りそびれて少数株主として残ってしまうから、そのような事態を回避するために結局公開買付けに応じてしまうというような強圧性がないとも言えないというのですけれども、この点はどうなのでしょう。

そういうこともあるのでしょうかけれども、しかし、それは公開買付けが持っている多数決という性格——それぞれの株主によって当該買収者をどのように評価し、どう行動するかが違う状況にあって、当該株主にとって売却が強圧されたといっても、それはあくまで他の多くの株主も自分と同じように考えて行動するという予測あるいは自己

責任に基づいて採った行動ということでもあると思うのです。そうすると、買付者が公開買付けによって3分の2以上取得して残存株主をいわゆるスクイズアウトする場合は、残存株主に公開買付けと同額のキャッシュアウトが補償される限り強圧性の程度は軽減されるけれども、そこに至らない場合にはそれもないという状況を強圧性として捉えること自体、正当なのでしょう。少し教えていただきたいのです。

○伊藤　　裁判所もそう言うておりますし、先行評釈を見ましても、そう言われておりますので、それは強圧性があると評価できるのかなと思っていました。

公開買付けの場合の強圧性というのは、応じなくて残された場合にむしろ状況が悪くなることから、公開買付けに応じるようなプレッシャーがかかるということですから、自分は応募せず、公開買付けは成立したが、締出ししてもらえなくて、支配権は移ってしまったという場合に、自分は企業価値の毀損による不利益を受けると考えると、売却圧力がかかるというふうには捉えられるかとは思うのです。

○行澤　　そうすると、公開買付けには内在的に本来そういう強圧性があるのだという評価ですかね。

○伊藤　　先生がおっしゃったように、強圧性が元から公開買付けという制度には内在していると考えられているような印象を受けました。

○行澤　　そうですね。それだったら、公開買付けの制度設計をちょっと変えていった方がいいという話にならないのですかね。

○伊藤　　少なくとも公開買付けをやるときに3分の2を下限にさせれば、そのような強圧性は生じないのだらうと思います。

ただ、そこまでを要求すべきではないだらうというのは、おっしゃるとおりかと思います。

○行澤　　そうですね。分かりました。ありがとうございます。

○前田　　立法論としては、強圧性の問題を解消するために、買付期間を延長するなどの議論はあ

りますね。

○伊藤 はい。

○前田 伊藤先生、どうもありがとうございました。

それでは、本日の研究会はこれで閉会とさせていただきます。

報告の中心は個別の裁判例に関する検討  
 ・裁判所による事案の解決は具体的な事実関係に依存  
 ・抽象化された議論は相当程度行われている

II 買収防衛策をめぐるルールの形成と不明確性

1. ルール形成の動向

- 2005年 ニッポン放送事件 (3月)  
 法務省＝経済産業省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(企業価値防衛指針) (5月)  
 ニレコ事件 (6月)  
 日本技術開発事件 (7月)  
 2006年 公開買付規制の改正 (6月) (市場内外等の取引を組み合わせて一定期間以内に一定割合を超える株券等の買付け等を行うことで株券等所有割合が3分の1を超える場合の規制、買付者が競合する場合における公開買付けの義務化、買付条件の変更等の柔軟化、意見表明報告書提出の義務化、対象者の請求に基づき公開買付期間の延長、全部買付けの義務化)  
 2007年 ブルドックソース事件 (8月)  
 2008年 ヒコイ事件 (5月)  
 企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」(6月)  
 2021年 日邦産業事件 (4月)  
 日本アジアグループ事件 (4月)  
 富士興産事件 (8月)  
 東京機械製作所事件 (11月)  
 2022年 三ツ星事件 (7月)

日本の買収防衛策をめぐる現在に続く法ルールは、2000年代半ばに形成される  
 ・買収防衛策をめぐる重要な裁判例 (特にニッポン放送事件、ブルドックソース事件)  
 ・企業価値研究会による整理等、企業価値防衛指針  
 →その後ルール形成は停滞、事前警告型買収防衛策が一定程度普及

最近の買収防衛策を巡る動向 (1)

20221028 日本取引所グループ金融商品取引法研究会  
 伊藤清史 (同志社大学)

I はじめに

報告「最近の買収防衛策を巡る動向」→2021年の買収防衛策に関する裁判例4件を扱う

- (1) (10月, 伊藤) = 日邦産業事件, 日本アジアグループ事件  
 (2) (11月, 白井) = 富士興産事件, 東京機械製作所事件  
 日邦産業事件【別紙2】参照  
 原決定 (名古屋地決令和3・3・24資料版/商事法務446号152頁)  
 異議審決定 (名古屋地決令和3・4・7資料版/商事法務446号144頁)  
 抗告審決定 (名古屋高決令和3・4・22資料版/商事法務446号130頁)  
 日本アジアグループ事件【別紙3】参照  
 原決定 (東京地決令和3・4・2資料版/商事法務446号166頁)  
 異議審決定 (東京地決令和3・4・7資料版/商事法務446号163頁)  
 抗告審決定 (東京高決令和3・4・23資料版/商事法務446号154頁)  
 富士興産事件【別紙4】参照  
 原決定 (東京地決令和3・6・23金判1630号23頁, 資料版/商事法務450号151頁)  
 抗告審決定 (東京高決令和3・8・10金判1630号16頁, 資料版/商事法務450号143頁)

- 東京機械製作所事件【別紙4】参照  
 原決定 (東京地決令和3・10・29金判1641号30頁, 資料版/商事法務453号107頁)  
 抗告審決定 (東京高決令和3・11・9金判1641号10頁, 資料版/商事法務453号98頁)  
 最高裁決定 (最決令和3・11・18金判1641号48頁, 資料版/商事法務453号94頁)

\* 2022年にも重要な裁判例は現れたが、少なくとも今月は扱わず

- 三ツ星事件【別紙4】参照  
 原決定 (大阪地決令和4・7・1資料版/商事法務461号162頁)  
 異議審決定 (大阪地決令和4・7・11資料版/商事法務461号158頁)  
 抗告審決定 (大阪高決令和4・7・21資料版/商事法務461号153頁)  
 最高裁決定 (最決令和4・7・28資料版/商事法務461号143頁)

2019年頃から敵対的買収事例が目立つようになり、2021年に裁判例が相次ぐ――背景

- ・政策保有株放出
- ・買収防衛策廃止企業の増加
- ・アクティビズムの活発化

2. 2000年代の裁判例とルールの不明確性

(1) 2000年代の裁判例とその背後にある発想

2000年代の裁判例【別紙1】参照

- ・ニッポン放送事件（東京高決平成17・3・23判時1899号56頁）
- ・ニレコ事件（東京高決平成17・6・15判時1900号156頁）
- ・日本技術開発事件（東京地決平成17・7・29判時1909号87頁）
- ・ブルドックス事件（最決平成19・8・7民集61巻5号2215頁）
- ・ビコイ事件（東京高決平成20・5・12判タ1282号273頁）

これらの裁判例

= 支配権争いの帰趨（買収の是非）は対象会社の株主が決すべきであるとの価値判断がベースにあると考えられる

→ そのような価値判断は学説でも支持される<sup>2</sup>

「株主が決する」として、公開買付けへの応募ではなく、株主総会決議の形をとることを正当化する論理

= 強圧性のある買収の存在<sup>3</sup>

企業価値防衛指針による理論的な整理も踏まえた裁判例の立場の整理<sup>4</sup>

- ① 企業買収ルールの目的 = 企業価値・株主共同の利益の確保・向上
- ② 中間命題 = 企業価値・株主共同の利益に関する判断は、原則として株主が行うべき
- ③ 具体的なルール

・取締役会限りの判断で支配権の維持・確保を目的として株式・新株予約権の発行を行うことは原則として許されず（主要目的ルール、ニッポン放送事件）

<sup>1</sup> 玉井＝岡野4頁、ミルハウプト＝共戸4頁。

<sup>2</sup> 田中149-173頁、356頁、白井289-291頁。

<sup>3</sup> 白井291-293頁。

<sup>4</sup> 藤田4-5頁。

・株主総会の判断による防衛は、必要性・相当性が認められるのであれば許される（ブルドックス事件）

(2) ルールの不明確性（残された課題）とされてきたもの

以上のように、裁判例の背後にあるおおまかな発想は読み取れなくはない

but 具体的なレベルでは、判例法ルールにはいろいろと不明な点も

- ・個別の裁判例＝個別の事案についての裁判所の判断
  - 事案から離れて一般的かつ具体的なルールを抽出することは必ずしも容易ではない
- ・裁判例の絶対数の少なさ・時期の偏り

ニッポン放送事件

- ・主要目的ルールを基本的に維持
- ・そのことの根拠付けとして、「機関権限の分配」
- ・例外的に「会社の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような新株予約権の発行を差し止めることはできない」場合＝「株主全体の利益保護の観点から当該新株予約権発行を正当化する特段の事情があること、具体的には、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを会社が疎明、立証した場合」

→ そのような特段の事情が認められる範囲を、学説は、きわめて狭いものと捉える  
 (例：対象会社またはその少数派株主の犠牲の下に、買収者が利益を得る目的で買収を行うケース<sup>5</sup>)

不明確な点として<sup>6</sup>

- ・対象会社があからさまに「支配権の維持・確保が目的だ」とは主張せず、資金調達目的等を主張すれば？（従来どおりの主要目的ルールが依然として妥当？）
- ・ニッポン放送事件で用いられた買収防衛策＝強力なもの（全部が行使されれば対象会社の議決権の過半数を与えるような新株予約権の第三者割当発行）
  - より目的や効果が限定された買収防衛策が許容される範囲についてはどう考える？

日本技術開発事件

・株主による適切な判断を可能にするために、取締役会は買収者に情報提供・検討期間を要

<sup>5</sup> 田中130頁、340-341頁。

<sup>6</sup> 田中342-346頁。

- III 日邦産業事件
1. 事案の概要と決定要旨
- 【別紙2】参照**
2. 検討
- (1) 事案の特徴
- 日邦産業事件の事案の特徴<sup>9</sup>
- ①本件公開買付けの買付予定数=Xの保有割合が発行済株式総数の27.57%になる数
  - ②本件買収防衛プランの形式は事前警告型買収防衛策 but その導入は、Xによる大量保有報告書提出を受けて行われた
  - ③日邦産業の株主の承認は、1年ごとに、本件買収防衛プランの継続について与えられた(第68期定時株主総会・第69期定時株主総会)
  - ④本件買収防衛プランにもとづく対抗措置の発動については、株主の承認なし

特徴②について、抗告審決定

「本件買収防衛プランは、XがY株式の大量保有報告書を提出したことを契機としてY取締役会が導入を決議したものであり……、平時において導入された純粋な事前警告型買収防衛策であるというこはできない」

事前警告型買収防衛策<sup>10</sup>

= 当該防衛策の導入会社を買収しようとする者（通常は、導入会社の株式の20%以上を取得するか、公開買付けをする者とされる）に対して、買収後の事業計画等、一定の情報提供を行うこと、および、導入会社の取締役会が当該提案を検討し、必要に応じて代替案を株主に提示するための期間（60日など）を確保するように求め、仮に買収者がそうした手続を履践せずに買収を試みたときは、差別的な内容の新株予約権の無償割当て等の対抗措置を発動する旨を公表するもの

→米国のライツ・プランに比べて、新株予約権の割当時点を、導入時から発動時に後ろ倒し  
 ∴日本の新株予約権＝随伴性確保できず（ニレコ事件では、防衛策として計画された株主

<sup>9</sup> 藤田7-9頁、白井299-300頁。  
<sup>10</sup> 田中12-15頁。

- 求することができる、合理的な要求に応じない買収者に相当な手段をとることが許容される場合もありうる
- 不明確な点として<sup>7</sup>
- ・取締役会が情報提供・検討期間を要求できる限界は？  
 →「できる限り多くの情報提供を要求する」という行動が許される？
  - ・相当な対抗措置の内容

ブルドックソンス事件

- ・具体的な買収者・買収提案が現れた後で、買収防衛策を承認する株主総会決議が行われた
- ・承認の方法は、「定款変更（特別決議）+それを前提とする新株予約権無償割当て（特別決議）」
- ・「本件議案は、議決権総数の約83.4%の賛成を得て可決されたのであるから、[買収者の]関係者以外のほとんどの既存株主が、[買収者]による経営支配権の取得が[対象会社]の企業価値をき損し、[対象会社]の利益ひいては株主の共同の利益を害することになると判断したものである」ということができる」

- 不明確な点として<sup>8</sup>
- ・具体的な買収者・買収提案が現れる前に株主総会の承認を得て事前警告型買収防衛策を導入していた場合に、具体的な買収者・買収提案出現後に取締役会限りで買収防衛策を発動できる？また、そのような発動の適法性の基準は？
  - ・株主自身の判断が尊重されるとして、具体的にどのような形でどのような割合の株主の判断が示されなければならないか？
  - ・株主自身の判断に重大な瑕疵があると評価されるのはどのような場合か？
  - ・相当な対抗措置の内容（買収者への金員の交付がなければ？）

2021年の4つの裁判例+2022年の三ツ星事件によって、それらの不明確性はどの程度解消された？

→あまり解消されていないのでは  
 ∴2021年～2022年の裁判例の事案には偏り（いずれも事前警告型買収防衛策が用いられているが、日邦産業事件も含めて、平時導入とはいいたい）

<sup>7</sup> 田中349-353頁。  
<sup>8</sup> 田中357-360頁。

割当てによる新株予約権の発行使が差し止められた)

このような事前警告型買収防衛策は、もともと、具体的な買収者の出現前(平時)に導入されるものとして設計されたもの  
 but形式は事前警告型買収防衛策であるものを、買収者の出現後(有事)に(明示的に具体的な買収者への対抗策として)導入する例も見られるように<sup>11)</sup>

→事前警告型買収防衛策とは平時に導入されるもの(それが純粹な形)ともいえない状況  
 従来、事前警告型買収防衛策について、その導入時に株主総会の承認があったとしても、取締役会決議(+特別委員会の勧告)のみで対抗措置を発動できるか(対抗措置として行われた新株予約権無償割当て等が差し止められず有効だとされるか)は、未解決の問題とされていた(II2(2))

日邦産業事件=本件買収防衛プランの継続について株主の承認あり、プランにもとづく対抗措置の発動について株主の承認なし  
 +結論としては、本件新株予約権無償割当ての差し止めが認められなかった

→「株主総会の普通決議によりその導入および継続が承認されたいわゆる事前警告型買収防衛策に基づき、当該防衛策が定める情報提供等のルールに重要な点で違反して大規模買付行為を行おうとする買収者に対して、独立委員会の勧告を受けて取締役会限りで対抗措置……を発動することが許されることは……実務法曹の間および学界ではおおむね多数説となっていたものと考えられるが……(異議審決定および)抗告審決定は、そのことをはじめ正面から認めた司法判断として、重要な意義を有している」<sup>12)</sup>

たしかに、本件買収防衛プランは、日本アジアグループ事件で問題になった買収防衛策と異なり、導入・継続時に、導入・継続の目的に関連して、Xを買付者等(大規模買付行為を行おうとする者)であると名指しするわけではない

but日邦産業事件については、Y取締役会がXによる大量保有報告書提出を受けて本件買収防衛プランを導入したこと、および、本件買収防衛プラン継続についての2回の株主総会の承認時にも、Xによる大量の株式取得・Xへの本件買収防衛プラン適用の可能性がY株主に意識されていたことが重要<sup>13)</sup>(株主総会の承認時には、そのような防衛策に従って

<sup>11)</sup> 太田ほか(上)12-13頁参照。

<sup>12)</sup> 太田(上)25頁。

<sup>13)</sup> 藤田7-8頁、白井303-304頁。

Xらに対して対抗措置が発動される可能性があることは意識されていたと考えられる)

抗告審決定

「本件買収防衛プランは、……第68期定時株主総会及び第69期定時株主総会の2回にわたり、Yの株主がXからの本件買収防衛プランはXを対象とするものであるなどとして導入継続に反対の議決権行使を勧誘する意見書の送付を受け、また、株主総会におけるXの反対意見の表明を受けた上で、それぞれ約66.46%、約64.64%の株主(出席株主のうちXを除く賛成者の議決権割合はそれぞれ約75.32%、約85.22%)により導入継続することが承認可決されているのであり、Yの株主は、XがY株式の大量取得を進めてその保有比率が20%を超える場合には、Yに対して本件買収防衛プランが適用されることになるとを十二分に認識した上で、本件買収防衛プランの導入を継続することが相当であると判断したということができる。」(下線は報告者)

「本件各株主総会決議において、X以外の大多数の株主が、XによるY株式の39%から45%程度の取得の意向があることなどが記載された意見書の送付や株主総会での意見表明を受けて、Xが本件手続ルールの対象となり得る具体的存在であることを十二分に認識した上で、それでもなお本件買収防衛プランの導入を継続すべきであると判断した」(下線は報告者)

→日邦産業事件から、一般的に、「事前警告型買収防衛策において、導入・継続について株主の承認があれば、取締役会限りで対抗措置を発動することが許されることが司法判断としても認められた」と評価することは、できないだろう<sup>14)</sup>

(2) 本件買収防衛プランの効力と対抗措置の発動の差止め

異議審決定・抗告審決定の判断手法の特徴

- ・(a)本件買収防衛プランの効力の問題と(b)本件新株予約権無償割当て(対抗措置の発動)の差止めの可否の問題を分ける
- ・本件買収防衛プランが有効であること(a)を前提に、本件新株予約権無償割当ての差止めの可否を判断する際には、主に、本件買収防衛プランの定める本件手続ルールをXが遵守しなかったことに正当な理由があるかどうかを問題に

(a)については

- ・(a-1)目的および内容に合理性がある
- ・株主に情報および時間を確保すること、大規模買付行為を行おうとする者との交渉の機会

<sup>14)</sup> 白井303頁。

しかし、そもそも、そのルールは、Yの取締役会限りで決議し、導入したものであって、Xらが同意したものでなければ、Xらの意見を問いたいものでもない。ルールに違反したことが特株比率の低下という不利益を招来することが正当化されるのは、当該ルールに合理性と相当性がある場合であり、そのような場合には、本件買収防衛策が経営支配権の維持・確保を主要な目的とするものでないといえることができると解されるが、本件において、ルールに違反したこと自体から、経営支配権の維持・確保が主要な目的でないといえることはできない。」

(3) 株主の承認の要件

Xの主張＝本件買収防衛プランについては、株主総会の特別決議による承認が必要  
→それを欠く本件買収防衛プランは無効

第 68 期定時株主総会・第 69 期定時株主総会での継続決議の法的性質は？  
＝勧告的決議(Yの定款ではそのような決議をすることが株主総会の権限とはされていなかった) <sup>15</sup>

もちろん、勧告的決議についても、それが買収防衛策の承認として法的にどの程度重視されるべきかが問題になる際には、決議要件(どのような範囲の、どの程度の割合の株主の賛成が必要か)が問題になる

従来、買収防衛策の導入・対抗措置の発動について、株主の判断が尊重されるとして、具体的にどのような形でどのような割合の株主の判断が示されなければならないかは、未解決の問題とされていた (II2 (2))

Xの前記主張の理由

＝対抗措置発動時に、経済的補償がなく、株主間の価値の移転を伴うものだから、これは第三者に対する(株式の?)有利発行と同様

異議審決定

「会社法上、取締役会設置会社においては、新株予約権無償割当てを取締役会決議で行うことができ(同法 278 条 3 項)、新株予約権無償割当てには、募集新株予約権の発行における特別決議が要求される有利発行規制(同法 240 条 1 項、238 条 3 項)のような規定が存在しないこと、株主割当てによる新株発行の場合には、募集割当ての場合に特別決議が

<sup>15</sup> 大田(上) 29 頁注 2。

を確保することが目的  
・濫用防止のための措置(独立委員会の勧告を経た上で、それを最大限尊重しながら対抗措置の発動の是非を判断することとされる)  
・大規模買付者が手続ルールを遵守すれば原則として対抗措置を発動しないこととされる(a-2)Y株主の合理的意図に依拠するものであること  
・独立委員会が対抗措置の発動を勧告した場合であっても、さらにその是非を株主総会に問える  
・プランの有効期間は1年、株主総会で1年ごとにプランの是非を問う機会が確保される  
→「本件買収防衛プランが株主平等原則又はその趣旨に違反するとは認められない。本件買収防衛プランが無効であるとのXの主張は採用できず、他にこれを認めるに足りる確実資料はない。」

(b)については  
・本件買収防衛プランでは、本件手続ルール(対抗措置の発動を検討する過程)が明記  
・Xは、仮に第68期株主総会・第69期株主総会での本件買収防衛プラン継続決議に瑕疵があると考えたとしても、ひとまずはこれらが有効であることを前提に、本件手続ルールを遵守することは可能

→Xは本件手続ルールを遵守することによって損害の発生回避が可能、本件手続ルールを遵守しなかったことに合理的理由なし  
＝「本件手続ルールを遵守すれば損害の発生回避が可能だったのに、Xはあえて遵守せず本件公開買付けを開始した」ことを強調

以上のように本件手続ルールの不遵守に正当な理由があったかどうかにかかわらず、「本件手続ルールを遵守せずに公開買付けに乗り出したXがいけないのだ」ということを強調する理屈が説得力を持つのも、結局、(1)で述べたような、Y取締役会がXによる大量保有報告書提出を受けて本件買収防衛プランを導入し、また、本件買収防衛プラン継続についての2回の株主総会の承認時にも、Xによる大量の株式取得が意識されていたという、本件の事案の特徴があつてこそその話なのでは

日本アジアグループ事件(IV)では、買収防衛策について株主による承認なし

→同事件抗告審決定

「Yは、Xらがルールに従っている限り特株比率が低下することはないなどとも主張する。」



要求される有利発行規制(同法199条3項)は適用が排除されていること(同法202条5項)、支配株主の異動を伴う募集株式の発行等において、株主総会決議が必要となる場合において、その決議要件は普通決議で足りるとされていること(同法206条の2第5項)などからすると、本件買収防衛プランの導入につき、株主総会の特別決議が必要であると解することはできない。(下線は報告者)

実線の下線部と同様のことは、学説でも主張されていた<sup>16</sup>  
 (買収防衛策の有事導入について株主の意思を確認する際の多数決要件に関する議論)  
 「多数決要件が……過半数でよいと考える実定法上の根拠としては、取締役の選任や支配株主の移動を伴う募集株式の発行等の場合……と同じく、過半数の賛成で足りると考えるべきだからである。……会社法206条の2は、支配株主を誰にするかについて株主総会の普通決議で決めるわけであるから、これと同様に、支配株主の変動を認めるかどうかを有事導入の買収防衛策の是非として決める際にも株主総会の普通決議によるものとするのが論理的であり、かつ、自然である。」

日邦産業事件以降の裁判例でも、買収防衛策の承認は普通決議でよい、あるいは、事実によつてはMOMでよいという方向性が固まりつつあり、学説でもそれを前提に決議要件についてさらに細かい議論を展開するものあり<sup>17</sup>

ただ、理論的に、特別多数を要するという考え方も、成り立たないではない<sup>18</sup>  
 ・買収防衛策は、個々の株主の株式譲渡を制約するものであり、株主間での不平等な取扱いをもたらすもの  
 ・会社法206条の2は募集株式の発行という資金調達場面のルール(資金調達の便宜という考慮が含まれる)

この問題は、会社法206条の2の立法論的な妥当性の問題につながるもの  
 →平成26年改正では、支配株主の異動を伴う募集株式の発行は、組織再編行為に準じるものとして規制するのではなく、取締役の選解任と類似したものとして規制するというスタンスが採用された<sup>19</sup>—それが本当に良かったのか?

会社法のルール上、非公開会社では(また、公開会社であっても有利発行の場合には)、募

<sup>16</sup> 飯田10頁。

<sup>17</sup> 藤田18-20頁。

<sup>18</sup> 白井315-318頁。

<sup>19</sup> 坂本編著147頁、会社法コンメンコ補巻272-273頁[藤田友範]。

募集株式の発行について特別決議を要する(会社法309条2項5号)  
 —これと会社法206条の2のルールとの関係をどう説明する?

- ・非公開会社で特別決議を要するのは、既存株主の支配的利益の保護を図るため<sup>20</sup>  
 →支配株主の移動を伴う募集株式の発行について特別の規制を置くのは、公開会社であってもそのような場面では既存株主の支配的利益を保護する必要があるからでは?
- ・公開会社であっても有利発行なら特別決議を要する  
 →Xの主張する有利発行との均衡論は、前記の異議審決定引用の点線の下線部のように簡単に排斥できるものか?

(4) 経済的補償

Xの主張=本件新株予約権無償割当てにより、Xは経済的補償を受けずに大きな経済的不利益を受ける  
 →本件新株予約権無償割当ては衡平の理念に反して相当性を欠き、株主平等の原則に違反

従来、相当な対抗措置の内容、また、買収者への経済的補償を要するのか(逆に、経済的補償を行うことは望ましくないのか)は、未解決の問題とされていた(II2(2))

- ・学説は、一般的に経済的補償には否定的<sup>21</sup>
- ・買収者に撤退(損害回避)の可能性が確保されていれば、相当な対抗措置とされる<sup>22</sup>

異議審決定・抗告審決定

- ・Xは本件公開買付けを開始した時点で本件買収防衛プランの内容を把握  
 →対抗措置の発動による経済的不利益を予見できた
- ・買収者への経済的補償にはマイナス面もあり、それが常に必要であるとまではいい難い
- ・本件新株予約権無償割当てにおいては、Xに生じる経済的不利益を回避または軽減させる措置が講じられている

→Xが経済的補償を受けられないからといって、本件新株予約権無償割当てが株主平等の原則またはその趣旨に違反するとまでは認められず

もつとも、異議審決定が指摘する本件新株予約権の譲渡可能性(Xは、Y取締役会の承認を得て、これを第三者に譲渡することができる)だけでは、経済的不利益の回避・軽減措置と

<sup>20</sup> 会社法コンメンコ(5)20頁[吉本健一]。

<sup>21</sup> たとえば、田中257-258頁。

<sup>22</sup> 買収防衛策の在り方14頁、田中261-264頁。

しては十分でない（本件買収防衛プランには Y 取締役会が譲渡を承認する条件等が記されず、Y 取締役会が承認しなければ譲渡もできず）

抗告審決定

「また、本件買収防衛プランにおいては、買収者等が Y 株式の大規模買付け等を中止すれば、Y 取締役会が対抗措置発動の停止の決議を行うものとするとされ……、これを受けて、本件新株予約権無償割当てにおいては、当該割当て後であっても令和 3 年 7 月 31 日までの間は、Y 取締役会が Y が新株予約権を取得することが適切であると認める場合には、Y は、全ての新株予約権を無償で取得できるとされており……、そうしなければ持株比率の希釈は中止されることになる。これらの措置のうち、新株予約権の第三者への譲渡については、譲渡可能期間が上記のとおり長めに設定されているものの、その期間内に、X が、Y 取締役会が承認する譲受人で、X が取得した Y 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が、これらの措置が用意されていることからすると」（下線は報告書）

→ 下線部のようなことが買収防衛策の導入時点で明確にされ、実際に対象会社がそのよう  
に行動して、はじめて、経済的不利益の回避・軽減措置が講じられていたと評価できるだ  
ろう

(5) 取締役会による情報提供・検討期間要求の限界

X の主張＝本件買収防衛プランの定める情報提供要求期間には上限がないため、本件手続  
ルールを遵守する余地はなかった

従来、取締役会が情報提供・検討期間を要求できる限界がどこまでかは、未解決の問題とさ  
れていた (II2 (2))

抗告審決定

「X は、本件買収防衛プランの定める情報提供要求期間には上限がないため、本件手続ル  
ールを遵守する余地はなかった旨主張するところ、確かに、……Y 取締役会によって情報提供  
期間がいたずらに引き延ばされるおそれがないとはいえない。しかしながら、客観的に必要  
十分な情報を提供したにもかかわらず、Y 取締役会がおお不十分であるとして情報提供完了  
通知を出さない場合には、買付者等は、その時点で本件手続ルールから離れて Y 株式の追  
加取得に動き、これについて Y 取締役会が対抗措置を発動しようとしたときは、買付者等  
がその差止め仮処分命令の申立てをすれば、裁判所は当該仮処分命令を発出することに  
なるものである。したがって、上記の点は、X が本件手続ルールを遵守しなかったことを正

当化するものではない。」

対象会社取締役会が情報提供期間をいたずらに引き延ばした場合にまで、買収者がそれに  
付き合う必要はないというのは、そのとおり

→ 一版に対象会社取締役会が情報提供期間をいたずらに引き延ばしたとして、日邦産業事件  
の判断枠組み（前記 (2)）を前提に、裁判所はどのような論理で対抗措置の差止めを認  
める？

- ・ 情報提供期間がいたずらに引き延ばされた
- ・ したがって、買収者が手続ルールを遵守しなかったことには正当な理由がある
- ・ したがって、買収者による手続ルール不遵守を理由とする対抗措置の発動は、株主が承  
認した買収防衛策からは認められない態様での発動  
＝対抗措置の発動は株主の意思にもとづかず
- ニッポン放送事件の判断枠組みから、不正発行？

(6) 結論の妥当性

先行評釈等には、異議審決定・抗告審決定について、結論の妥当性という点で批判するもの  
はないようだ

本件買収防衛プラン＝1 年ごとの Y の株主総会で継続を承認されており、かつ、その承認の  
際には X による大量の株式取得・X への本件買収防衛プラン適用の可能性が Y 株主に意  
識されていた（前記 (1)）

→ 買収防衛策の導入・発動について、株主総会決議という形で表現される株主の意思を尊  
重すべきだとする考え方からすれば、本件買収防衛プランに従って行われた本件新株  
予約権無償割当ての差止めを認めなかった異議審決定・抗告審決定の結論は妥当だと  
評価されるのだろう<sup>23</sup>

本件公開買付けの買付予定数は、X の保有割合が発行済株式総数の 27.57% になる数  
＝X は Y の支配権取得を目指したわけではなかったともいえる。大量保有報告書の保有目  
的も、「純投資及び政策投資として保有しておりますが、今後は、企業価値向上に向けた  
経営改善もお願いをしたい。」。さらに、「発行者の持分法適用会社化及び発行者との  
資本業務提携の交渉に際しての交渉力の強化を目的としている。」であり、支配権取得と  
はされていない

<sup>23</sup> 白井 303 頁参照。

## IV 日本アジアグループ事件

## 1. 事案の概要と決定要旨

## 【別紙3】参照

## 2. 検討

## (1) 事案の特徴

日本アジアグループ事件の事案の特徴<sup>24</sup>

- ①本件新株予約権無償割当てに至る経緯 (B による本件 MBO 公開買付け→対抗買付けとして X による旧公開買付け→本件 MBO 公開買付け不成立→本件特別配当実施の公表と旧公開買付け撤回→X による追加取得→本件買収防衛策導入→対抗措置の発動)
- ②本件買収防衛策の形式は事前警告型買収防衛策 but その導入は、X による旧公開買付けが撤回された後も、Y 株式の追加取得は継続されているという状況で行われた(本件買収防衛策は、導入の目的として、X らによる大規模買付けへの対応である旨を明示する)
- ③本件買収防衛策についても、本件新株予約権無償割当てについても、Y の株主総会による承認は予定されず
- ④旧公開買付け・再公開買付けの以前に、X らは市場内外取引によって Y 株式を大量に取得

## (2) 裁判所の用いた枠組み

原決定 (異議審決定もこれを引用)・抗告審決定とも、基本的にニッポン放送事件東京高裁決定 (東京高決平成 17・3・23 判時 1899 号 56 頁) と同様の枠組みに依拠して、本件新株予約権無償割当てが著しく不公正な方法によるものかどうかを問題にする

## 原決定

「株式会社 A の経営支配権に現に争いが生じている場面において、株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持分比率を低下させ、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ことを主要な目的として新株予約権無償割当てがされた場合は、上記……の場合に該当する(著しく不公正な方法によるものである)というべきであり、株式会社は、……特段の事情として、敵対的買収者が真摯に合理的

<sup>24</sup> 藤田 10-11 頁, 白井 305-306 頁。

## 異議審決定

「X は、本件新株予約権無償割当て(対抗措置の発動)には正当な理由はないと主張し、その理由として、……本件公開買付けは、買付け後に X の持分比率が 27.57% となるにすぎず、Y の現経営陣が法的な権限を持つ状態は変わらないのであるから、特定の株主による経営支配権の取得が生じる場合には当たらないこと……などを指摘する。

しかし、本件買収防衛プランは、……Y 株式の保有割合が 20% 以上となる買付けや取得(大規模買付け等)を対象としているのであって、Y 株式の保有割合を 27.57% とすることを指向する本件公開買付けがその対象に含まれることは明らかである。また、本件公開買付けの上限が Y の株主総会における総議決権数の 3 分の 1 未満であるからといって直ちに、対抗措置の発動につき正当な理由がないとはいえない。したがって、X の上記主張④は採用できない。」

大量保有報告書で述べられる保有目的(文字どおり就む限り、対象会社における保有割合を増加させて、支配権取得とまではいえないが、コミットメントを強めたい、提携交渉を強く求めていきたいというもの)と、本件公開買付けでの上限の設定の仕方を重視するなら、そのように対象会社の支配権取得に至らない数の株式を取得しようとする者に対して、対象会社の株主が株式を譲渡することを、株主の多数決で阻害することが認められてよいかということを問題にすべきだともいえそう

→「本件買収防衛プランが副値を 20% と定めているのだから、本件公開買付けが本件買収防衛プランの対象に含まれるのは当然だ」という形式的な根拠付けだけで十分か?

他方で、X が将来的に保有割合を増やし、対象会社の支配権を取得しようとする可能性はないわけではないことからすれば、X を「買収者」だと捉えることも、おかしなことではないだろう

な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による経営支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを表明すべきである。」

抗告審決定

「会社は経営支配権に現に争いがある場合において、現経営陣が、株主の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持分比率を低下させ、現経営陣又はこれを支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株予約権の無償割当てがされたときは、特段の事情のない限り、会社法 247 条 2 号の『新株予約権の発行が著しく不公正な方法により行われる場合』に該当するというべきである。」

\* 「特段の事情」の意味が原決定と同様であることは、あてはめ部分から分かる

→ 原決定・異議審決定・抗告審決定とも、主に争点とされ、裁判所の判断も厚く記されているのは、本件新株予約権無償割当てが「株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持分比率を低下させ、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ことを主要な目的として」行われたかどうか

⇨ 「特段の事情」については、Y が効果的な主張をできておらず、認められていない

(裁判所は、X が買収後の経営方針等につき具体的な回答をしなかったことをもって真摯に合理的な経営を目指すものではないと断ずることはできないとする)

ニッポン放送事件東京高裁決定については、同決定にいう「特段の事情」(敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があること)をきわめて狭く捉えるのが一般的(H2(2))  
→ 当事者の主張も、「特段の事情」ではなく、その前の新株予約権無償割当ての主要な目的に重点を置くのだろう。同時に、このことは、主要目的のルールが用いられる場合の問題点ともいえそう(当該事案の様々な問題がすべて「主要な目的」をめぐって争われる)

抗告審決定

(a) Y の経営陣には、支配権を維持・確保する目的があった  
・ X は敵対的買収者であり、Y 経営陣と X の対立は深刻かつ解消困難  
・ Y は取締役会限りで本件買収防衛策を導入・対抗措置を発動  
・ Y は現時点で株主総会の決議を経ることを予定せず  
・ X らの保有割合は本件買収防衛策導入時に 22.53%、また、対抗措置の発動時に 30.77% であり、対抗措置の発動によって 20.5% までの低下を強いられる

- (b) 株主意思を確認する目的があったということではできず
  - ・ Y は現時点で株主総会において本件買収防衛策の導入・対抗措置の発動について株主意思を確認することは予定せず
  - ・ 株主総会の結果を受けて本件新株予約権無償割当てを撤回する余地は残されず
  - (c) 強圧性のある買収手法を排除する目的があった可能性は否定できないが、仮にこれがあるとしてもその目的自体弱いもの ((4) で検討)
  - (d) 以下の事情を総合すれば、本件新株予約権無償割当ては、支配権を維持・確保することを主要な目的とするものであったと推認するのが相当
  - ・ X は敵対的買収者であり、Y 経営陣と X の対立は深刻かつ解消困難
  - ・ X らの保有割合は本件買収防衛策導入時に 22.53%、また、対抗措置の発動時に 30.77% であり、対抗措置の発動によって 20.5% までの低下を強いられる
  - ・ 差別的行使条件・差別的取得条項が付された新株予約権の無償割当てによって、X らの保有する株式の希釈化が起こることは確実であるとともに、X が Y に対して敵対的買収を継続することが不可能ないし著しく困難に
  - ・ Y には強圧性のある買収手法を排除する目的があった可能性は否定できないが、仮にこれがあるとしてもその目的自体弱いもの
- (a)~(c) で当事者が主張した本件新株予約権無償割当ての目的について検討した上で、  
(d) で支配権の維持・確保が主要な目的であるとす  
((d) で挙げられた事情の多くは (a)(c) と重なり、重なっていない事情が独自に重要な意味を有するのかが不明)

先行評釈等では、このような裁判所の結論は、これまでの買収防衛策をめぐる裁判例(取締役会限りの判断で支配権の維持・確保を目的として株式・新株予約権の発行を行うことは原則として許されず。H2(1))と整合的だとされ、実務への教訓としては、買収防衛策については基本的に株主意思を確認するプロセスを組み込むことが求められるとされる<sup>25</sup>

(3) 本件無償割当てが特別委員会の勧告に基づくことをどう評価するか

Y の主張 = 本件買収防衛策の導入・対抗措置の発動について、東証の独立性基準を満たす構成員から成る特別委員会の諮問を経た  
→ 本件無償割当ての主要な目的が支配権の維持・確保ではない

but 原決定・異議審決定・抗告審決定ともこれを認めず

<sup>25</sup> 太田 (下) 23 頁, 白井 312 頁。

(4) Xによる買収手法の強圧性

Xによる買収手法の強圧性の問題(強圧性ゆえに取締役会限りでの対抗措置発動は正当化されるか)は、抗告審決定で詳しく扱われる

|                   |                         |
|-------------------|-------------------------|
| R2/11/06          | 本件MBO公開買付け開始            |
| R2/11/10~R3/01/08 | Xが市場内外でY株式取得(0%~20.24%) |
| R3/01/14          | Xが旧公開買付けの方針決定を公表        |
| R3/02/05          | Xが旧公開買付け開始              |
| R3/02/09          | 本件MBO公開買付け不成立           |
| R3/03/03          | 旧公開買付け撤回                |
| R3/03/04~R3/03/17 | Xが市場内外でY株式取得(-30.77%)   |
| R3/03/09          | 本件買収防衛策導入決議             |
| R3/03/17          | Xが再公開買付けの予定等を公表         |
| R3/03/22          | 本件新株予約権無償割当て決議          |

本件買収防衛策導入の理由についてのYの説明

(本件新株予約権無償割当ての際の適時開示資料による)

= 旧公開買付けは撤回されたが、Xらが、①市場でY株式を買い集める、または、②再度公開買付けを開始する、具体的かつ切迫的な懸念あり

→①の場合、Y株主が、XらがYの経営権を取得した場合、Yの企業価値を毀損すると考えるときは、自らの意思に反して、かえってY株式を売却せざるをえなくなる

②の場合、強圧性の懸念が存在する不利な条件設定がなされた公開買付けとなる可能性が高い

= ①で市場買付けの強圧性、②で公開買付けの強圧性を問題に

抗告審決定

「Yは、株式の市場内外買付けを通じた買収では、対象会社の株主に対し、望まぬ株式売却を強い効果(いわゆる強圧性)があるので、Yにはこれを排除する目的があったなどと主張する。

たしかに、対象会社の株主が買収に応じないでいる間に買収が実現すると、当該株主は、買収に応じた場合と比べて不利益を被ると予想されるために、株主が買収に応じるような圧力を受けるといふ事態は、理論上想定される場所であり、そのような強圧性のある買収手法に一定の対処をすべきであるという主張自体は、理解できる面がある。したがって、Yに、強圧性のある買収手法を排除する目的があったとの主張は、客観的には理解できないで

異議審決定

「株式会社東京証券取引所が『上場管理等に関するガイドライン』において定める独立性基準を満たす構成員から成る特別委員会の諮問を結たとしても、上記……で説示したところ(本件買収防衛策・対抗措置の発動が取締役会の決議のみによって行われ、株主総会の決議を経ることは予定されていないこと)に加え、支配権争いが生じている状況で新株予約権無償割当てを行うのであれば、事後的にでも株主に決定させる措置を講じるのが望ましいというべきであることも考慮すれば、上記事情をもって直ちに上記推認を妨げるものとはいえない。」

抗告審決定

「取締役会により選定された委員により構成された特別委員会は、あくまでも取締役会の判断を代替又は補充する存在であって、その判断を株主意思の確認に置き換えることにはできないから、上記諮問を結た事実は前記認定を左右するものではない。」

学説でも、企業買収の対象会社で取締役会が果たすべき役割と株主が果たすべき役割は異なり、特別委員会は前者を代替するものにはすぎないとして、そのような裁判所の判断は支持される<sup>26</sup>

- ・取締役会の役割 = 広範な交渉・判断権限を適切に行使することで企業価値の向上・株主の利益保護を実現すること(←取締役会の情報優位)
- ・株主の役割 = 最終的な利益の帰属主体として取締役会による交渉・判断の結果を最終的に受け入れるか否かを判断すること(←取締役・株主間のエージェンシー問題)

現在の判例法ルールの基本的な発想(支配権争いの帰趨(買収の是非)は対象会社の株主が決すべき。II2(1)を前提にするかぎりは、取締役会・株主の役割や、特別委員会による代替可能性について、以上のように考えるのが一貫するのだろう

<sup>26</sup> 白井 308頁。

- しとなった場合も縮出しが予定されていた。以下ではこれについては省略) →強圧性の程度は必ずしも高くはないか、強圧性の減少のために相応の措置がとられる
- ②の再公開買付けの強圧性に関する裁判所の評価=大きな問題はなさそう
- (a)再公開買付けの強圧性は高かったとすると見解<sup>27</sup>  
再公開買付けでは、買付後の議決権割合が3分の2未満にとどまった場合に、買付者がYの支配権を握り、応募しなかったY株主が少数株主として残される危険  
=Y株主には、再公開買付けに応募するか、それ以前の市場内外買付けに応じて株式を売却するよう動機付けられる危険
- (b)取締役会限りでの対抗措置発動を正当化するほどの強圧性はなかったとすると見解<sup>28</sup>  
再公開買付けでは、強圧性には相応の配慮がされていたといえる(それで不十分というのなら、再公開買付けの買付下限を議決権の3分の2に設定すべきだということになるが、それは過剰規制)
- (b)の方が説得的ではないか(過剰規制への懸念)
- \* 富士興産事件の公開買付け
    - ・ 買付者はR2.0807~R3.0128に対象会社株式の14.83%を市場内外取引(同事件原決定の認定事実に基づき取得方法が記されていないが、アスリード・キャピタルが提出した大量保有報告書の記載から)で取得
      - ・ 公開買付け
        - [1]上限なし
        - [2]下限=保有割合が40%になる数
        - [3]二段階買収に関する事項=「本公開買付けにおいて対象者株式の全て……を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、公開買付者らが対象者株式の全て……を取得することになるように手続を行うことを予定しています。」「アスリード・キャピタルは、本公開買付け成立後、公開買付者らの所有する対象者の議決権が対象者の総株主の議決権の3分の2を下回る場合でも本臨時株主総会の開催を要請する予定です」「仮に対象者にご協力いただけない場合には、やむを得ず、公開買付者らに、会社法第297条の規定に基づき、株主としての地位に基づく本臨時株主総会の招集請求手続を実施

<sup>27</sup> 田中(上)16頁注43。  
<sup>28</sup> 白井309-310頁。

- はないところである。
- しかし、強圧性の程度を定量的に把握することは困難である上、買収手法等により強圧性の程度には差があり得ることが指摘されている。そして、前記認定事実によれば、本件において、Xは、再公開買付けを実施する予定である旨を公表した際、再公開買付け前の株式の市場内外買付けはY株式の議決権割合の3分の1までしか行わず、その後の買付けは再公開買付けにおいて行うことを明言しており、市場内外買付けによる強圧性については相応の配慮がされているものである。また、前記認定事実によれば、公表された上記再公開買付けは、買付予定数に下限が設定されていないが、他方、買付予定数には上限も設定されず、再公開買付け終了後の議決権割合が3分の2以上となった場合には、全株買付けとその後公開買付け価格と同額によるスクライズアウト(縮出し)が予定されており、強圧性の程度は必ずしも高くはないか、又は強圧性の減少のために相応の措置がとられているといえるものである。
- したがって、客観的には、Yに強圧性のある買収手法を排除する目的があった可能性は否定することができないが、仮にこれがあるとしても、その目的自体弱いものというべきである。」(下線は報告者)
- Xの買収手法の強圧性についての裁判所の評価  
=Yに強圧性のある買収手法を排除する目的が仮にあるとしても、その目的自体弱い
- \* 「目的自体弱い」=表現上は、目的の強弱(他の目的と比べてこれが主要な目的といえるか、他の目的が主要な目的であることと否定できる程度にこの目的が抱かれているか)を問題にしている
- but そのような表現がとられるのは、このことが「主要な目的が何か」というレベルで問題にされているから(実際にここで問題になっているのは、目的の強弱なのではなく、取締役会限りでの対抗措置の発動を正当化できるほどの強圧性があったかどうか)
- 1つ目の下線部=①の市場買付けの強圧性に対応  
→議決権割合の3分の1までしか行わず、その後の買付けは再公開買付けにおいて行うことを明言することで、相応の配慮がされている
- 2つ目の下線部=②の公開買付け(再公開買付け)の強圧性に対応  
→たしかに、買付予定数に下限は設定されていない  
しかし、買付予定数の上限なし+議決権割合が3分の2以上になれば公開買付け価格と同価格での縮出しが予定されていた(なお、認定事実に記されていないが、再公開買付けについてのXの公表資料等によれば、それに加えて、株式併合議案を可決できる見通

させる予定です。」

→同事件について、前記(a)の論者は、「このような予告付きの公開買付けでは、公開買付けに応募しない株主が、応募した場合よりも不利益を受けるおそれがないため、強圧性の問題は生じない」とする<sup>29)</sup>

日本アジアグループ事件の再公開買付けと富士興産事件の公開買付けの主な違い

＝二段階買取に関する事項

- ・日本アジアグループ事件＝買付後の議決権割合が3分の2以上になった場合、または、株式併合議案を可決できる見通しとなった場合に、株式併合のための臨時株主総会の開催を要請するとされる
- ・富士興産事件＝そのような限定なく、株式併合のための臨時株主総会の開催を要請するとされる

but 両者の差はそこまで大きくないのでは？

- ・日本アジアグループ事件でも、買付後の議決権割合が3分の2未満であっても、「株式併合議案を可決できる見通しとなった場合」には、キャッシュアウトに進むものとされる
- ・富士興産事件でも、買付後の議決権割合が3分の2未満なら、キャッシュアウトの成否は分からない

決定文のうち①の市場買付けの強圧性に関する部分＝適切ではないところもあるのでは

抗告審決定＝Xが、再公開買付けの実施予定を公表した際に、再公開買付け前の市場内外買付を議決権の3分の1までしか行わず、その後の買付けは再公開買付けであることを明言したことから、強圧性について相応の配慮がされているとする

しかし、①の市場買付けの強圧性について重要なのは、再公開買付けの公表前に、Y株主に強圧性が働いていたかということなので

実際、旧公開買付け撤回後、再公開買付けの公表までにXが取得したY株式はかなりの数(2週間足らずで10%以上)＝急速な買い上がりとはいえない<sup>30)</sup>

<sup>29)</sup> 田中(上)14頁注37。

<sup>30)</sup> 太田(下)23頁。

もともと、旧公開買付け撤回後に、実際にどれだけの強圧性が生じたのかは、分からない

- ・旧公開買付け撤回前に、本件MBO公開買付け不成立

・認定事実には記されていないが、Aが提出した公開買付報告書によれば、買付予定数下限が17915800株であるのに対して、応募株券総数が10398045株(2020年9月30日現在のY総株主の議決権数の約38%の応募)

・以上からすれば、旧公開買付け撤回後、再公開買付けの公表までの間の時点で、Y株主のうちどれだけが「XらがYの経営権を取得した場合、Yの企業価値を毀損する」と考える可能性があったかは分からないのでは

→Yによる市場買付けの強圧性の「可能性がある」ということが、取締役会限りの対抗措置を正当化するか？

さらに、Y取締役会の判断にバイアスがかかっていないと信頼できるかはあやしいのでは<sup>31)</sup>

- ・Y取締役会は本件MBO公開買付けに賛成していた
- ・本件MBO公開買付けの当初の買付価格は低すぎた可能性<sup>32)</sup>
- ・Xによる旧公開買付けの開始後、本件MBO公開買付けは不成立

→Xの買取手法の強圧性が取締役会限りの対抗措置を正当化するものではなかった(そのような説明がされていない)とする裁判所の評価は、結論としては妥当だといえそう

V 買取防衛策の平時導入の意味

日邦産業事件

＝事前警告型買取防衛策の継続について株主総会による承認あり

→防衛策にもとづく対抗措置の発動(新株予約権無償割当て)の差止めを認めず

but 平時導入とはいいたい

(Xが大量保有報告書を提出したことを受けてY取締役会が買取防衛策を導入、Xによる大量の株式取得・Xへの買取防衛策の適用は、同防衛策の継続についての株主総会による承認時にも意識されていた。III2(1))

日本アジアグループ事件

＝事前警告型買取防衛策を取締役会限りで導入、導入・発動について株主総会による承認は予定されず

<sup>31)</sup> 白井311頁注80参照。

<sup>32)</sup> 藤田11頁。

ともあり得る。東京機械製作所事件のように MoM 要件によって株主意思を確認することができれば、この問題は解消され得るが、……どのような場合に MoM 要件の利用が認められるかは明確ではない。」(下線は報告者)

下線部 = 日邦産業事件についての同論文の著者らの理解 (同事件から、平時導入型の事前警告型買収防衛策についても、III2 (2) のような判断枠組みが当てはまるとする<sup>34</sup>) がらくるもの

but 日邦産業事件からそこまでのことを引き出すことは適切ではない (III2 (1))

結局重要なのは、平時の株主総会の承認という事実から、買収防衛策の導入・発動について株主の承認があったと、裁判所が評価すべきかどうか

・少なくとも、「平時の株主総会の承認、すなわち、発動は株主の意思にもとづくもの」などと評価することはできず

・(平時において) いくら事前警告型買収防衛策に発動のための手続要件・防衛策の内容が具体的に特定されており、それらに一定の合理性があるとしても<sup>35</sup>、買収者の姿 (会社が買収される可能性) を具体的に意識しない株主による承認と、(有事になった後) それを具体的に意識した上での株主の承認とは (しかも導入時と発動時が時間的に離れていれば株主の顔ぶれも相当異なる可能性)、法的な重要性は異なるというべきでは

→ 個々の事案によるのだろうが、平時の株主総会の承認に、法的に、大きな意味を認めるべきではないのではないかと

「どのような場合に MoM 要件の利用が認められるかは明確ではない」という点

→ MOM を株主の承認だと評価してよいかどうかは、事案によるというほかはないのでは  
= 買収手法の強圧性の程度などと相関的に考えるほかなさそう<sup>36</sup>  
(そもそもこのような問題について、予測可能性を期待するべきではないのでは)

以上

<sup>34</sup> 松下ほか (下) 39-40 頁。

<sup>35</sup> 藤田 15 頁参照。

<sup>36</sup> 白井 322-324 頁参照。

→ 防衛策にもとづく対抗措置の発動 (新株予約権無償割当て) の差止めを認める

富士興産事件

= 事前警告型買収防衛策を取締役会限りで導入、発動について株主総会による事後的な承認が予定され、実際に承認

→ 防衛策にもとづく対抗措置の発動 (新株予約権無償割当て) の差止めを認めず

東京機械製作所事件

= 事前警告型買収防衛策を取締役会限りで導入、発動について MOM による事後的な承認が予定され、実際に承認

→ 防衛策にもとづく対抗措置の発動 (新株予約権無償割当て) の差止めを認めず

4 つの裁判例を通じて見ても、III2 (1) に述べたように、一般的に、「事前警告型買収防衛策において、導入・継続について株主の承認があれば、取締役会限りで対抗措置を発動することが許されることが司法判断としても認められた」と評価することはできない

富士興産事件・東京機械製作所事件

→ 買収防衛策についての株主の承認は、事後的なものでも (また、場合によっては、普通決議の要件を充たさず MOM でも) よい

→ 事前警告型買収防衛策を平時に株主総会の承認を得て導入することについて、法的にどのような意味を認めるべき?

事前警告型買収防衛策の平時導入には意味があるとするとする見解<sup>33</sup>

「事前警告型買収防衛策を導入する意義としては、近時の裁判例を前提とすれば、裁判所による買収防衛策の適法性の審査に際し、有事導入型の場合は主要目的の範囲内にあるかという相対的に緩やかな基準が適用され得ることが挙げられる。その結果、平時導入型のほうが、有事に株主総会の承認を得なくても、対抗措置の発動が認められる可能性も相対的に高くなる。有事の株主総会において対抗措置の発動について株主の承認が得られるかは、敵対的買収の内容やその他の関連する事実関係によるものの、不確実性が高いことを考慮する必要がある。

特に対抗措置の発動の承認に係る株主総会の基準日以前に買収者が市場買付け等により株式を対象に取得していた場合、株主総会で買収防衛策の承認を得ることが困難になるこ

<sup>33</sup> 松下ほか (下) 42-43 頁。



## 引用文献

- 飯田 飯田秀純「買取防衛策の有事導入の理論的検討—公開買付けの強圧性への対処—」  
商法務 2244号 (2020年) 4頁
- 太田 (上) (下) 太田洋「日邦産業事件および日本アジャグループ事件と買取防衛策の  
今後 (上) (下)」商法務 2264号 (2021年) 22頁, 2265号 (2021年) 17頁
- 太田ほか (上) (下) 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』買取防衛策について (上) (下) —いむゆる有事導入型買取防衛策の法的論点の検  
討—」商法務 2240号 (2020年) 10頁, 2241頁 (2020年) 38頁
- 会社法コンメンタール(5) 神田秀樹編『会社法コンメンタール(5) 株式(3)』(商法務, 2013年)
- 会社法コンメンタール(5) 岩原紳作編『会社法コンメンタール(5) 株式(3)』(商法務, 2013年)
- 坂本編著 坂本三郎編著『一問一答・平成26年改正会社法(第2版)』(商法務, 2015  
年)
- 白井 白井正和「近時の裁判例を踏まえた買取防衛策の有効性に関する判例法理の展開」  
民商法雑誌 158巻2号 (2022年) 283頁
- 田中 田中亘「企業買取と防衛策」(商法務, 2012年)
- 田中 (上) (下) 田中亘「防衛策と買取法制の将来 (上) (下)」—東京機械製作所事件の  
法的検討— 商法務 2286号 (2022年) 4頁, 2287号 (2022年) 32頁
- 玉井=岡野 玉井裕子=岡野辰也「M&A—非友好的買取を中心に—」商法務 2253  
号 (2021年) 4頁
- 買取防衛策の在り方 企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買取防衛策の在  
り方」(2008年)
- 藤田 藤田友敬「事前警告型買取防衛策の許容性—近時の裁判例の提起する問題—」金融  
商品取引法研究会研究記録 79号 (2021年)
- 松下ほか (上) (中) (下) 松下憲ほか「買取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) (中) (下) —近時の裁判例を踏まえて—」商法務 2290号 (2022年)  
17頁, 2291号 (2022年) 47頁, 2292号 (2022年) 36頁
- ミルハウプト=穴戸 カートイス・ミルハウプト=穴戸善一「東京機械製作所事件が提起  
した問題と新J-Pillの提案」商法務 2298号 (2022年) 4頁

## 【別紙1】2000年代の裁判例の概要

## ①ニッポン放送事件

## 事案

- ・フジテレビジョン (A) がニッポン放送 (Y) の経営権獲得を目指して公開買付けを開始、  
ニッポン放送取締役会がこれに賛同
- ・同公開買付期間中に、ライブドア (X) 従来 Y 株式の約 5.4% を保有) が子会社を通じて  
ToSTNet-1 を利用して Y 株式の約 29.6% を買い付け、その後の取得によって、Y の議決  
権の 37.85% を握る
- ・Y は取締役会で新株予約権 (全部行使によって発行される Y 株式は、Y の従来の発行済株  
式総数の約 1.44 倍、これによって X の保有割合は約 17% に、A の保有割合は約 59% に)  
を A に発行する旨を決議
- ・X が新株予約権の発行の差止仮処分命令申立て
- ・新株予約権発行の目的が支配権維持・確保目的であること (資金調達目的がないこと) を  
Y が正面から主張

## 東京高裁決定 (東京高法平成 17・3・23 判時 1899 号 56 頁)

「商法上、取締役の選任・解任は株主総会の専決事項であり……、取締役は株主の資本多数  
決によって選任される執行機関といわざるを得ないから、被選任者たる取締役は、選任者た  
る株主構成の変更を主要な目的とする新株等の発行をすることを一般的に許容することは、  
商法が機関権限の分配を前提としても、今後の立法によって、事前の対抗策を可能とする  
規定を設けることまで否定されるわけではない。また、後記のとおり、機関権限の分配も、  
株主全体の利益保護の観点からの対抗策をすべて否定するものではないから、新たな立法  
がない場合であっても、事前の対抗策としての新株予約権発行が決定されたときの具体的  
状況・新株予約権の内容 (株主割当か否か、消却条項が付いているか否か)・発行手続 (株  
主総会による承認決議があるか否か) 等といった個別事情によって、適法性が肯定される余  
地もある。」

「現に経営支配権争いが生じている場面において、経営支配権の維持・確保を目的とした新  
株予約権の発行がされた場合には、原則として、不正な発行として差止請求が認められる  
べきであるが、株主全体の利益保護の観点から当該新株予約権発行を正当化する特段の事  
情があること、具体的には、敵対的買取者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵  
対的買取者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを会社が  
疎明、立証した場合には、会社の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような新株予約権の発行  
を差止めすることはできない。」

(別紙 1) 1

27

東京地裁決定 (東京地決平成 17・7・29 判時 1909 号 87 頁)

「取締役会としては、株主に対して適切な情報提供を行い、その適切な判断を可能とするという目的で、敵対的買収者に対して事業計画の提案と相当な検討期間の設定を任意で要求することができるのみならず、合理的な要求に応じない買収者に対しては、証券取引法の趣旨や商法の定める機関権限の分配の法意に反しない限りにおいて、必要な情報提供と相当な検討期間を得られなれぬことを理由に株主全体の利益保護の観点から相当な手段をとることが許容される場合も存する」というべきである。この観点から、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情が認められないにもかかわらず、取締役会が公開買付けに対する対抗手段として、公開買付けを事実上不可能ならしめる手段を用いることは証券取引法の趣旨に反し、また、直ちに新株発行や新株予約権の発行を行うことは、商法の定める機関権限の分配の法意に反し、相当性を欠くおそれが高いということができ、他方、取締役会としてとり得る対抗手段が当該買収者の買収が適切でない旨の意見を表明する方法などにとどまるべきものであるということも適当ではない。したがって、取締役会が採った対抗手段の相当性については、取締役会が当該対抗手段を採った意図、当該対抗手段をとるに至った経緯、当該対抗手段が既存株主に与える不利益の有無及び程度、当該対抗手段が当該買収に及ぼす阻害効果等を総合的に考慮して判断するべきである。」

「本件株式分割を行った本件取締役会決議は、その経緯において批判の余地がないではないものの、取締役会が本件株式分割を決議した意図 (取締役会の保身を図るものとは認められず、経営権の帰属に関する株主の適切な判断を可能とするものであること)、既存株主に与える不利益の有無及び程度 (株主の権利の實質的変動をもたらすものではないこと)並びに本件公開買付けに対して及ぼす効果 (本件株式分割が本件公開買付けの効力の発生を定時株主総会以降まで引き延ばすものによらず、その目的の達成を法的に妨げる効果を有するものとは認められないこと)の観点からみて、本件株式分割が、証券取引法の趣旨や機関分配の法意に反するものとして、直ちに相当性を欠き、取締役会がその権限を濫用したものとまでいうことはできない。」

④ブルドックソース事件

事案

- ・ブルドックソース (Y) の株式の約 10.25% を保有していたステイール・パートナーズ (X) が、そのために設立した有限責任会社 (A) を通じて Y 株式の公開買付けを開始
- ・Y 取締役会はこの公開買付けに反対、下記の議案を Y 定時株主総会に提出
- ・Y 定時株主総会で、①一定の新株予約権無償割当てに関する事項を株主総会の特別決議事項とする定款変更議案、②同議案の可決を条件とする新株予約権無償割当て (X・A を含む) X 関係者は行使できないという差別的行使条件を付した新株予約権の無償割当て) を

(別紙 1) 3

②ニレコ事件

事案

- ・ニレコ (Y) は、安定株主が減少する一方、新たに大量の Y の株式を取得した企業 (ザ・エスエフイー・パブリック・リファイゼーション・マスター・ファンド (X) を含む) もあり、その持株比率が合計約 15 パーセント程度と高くなっており、敵対的買収者が不意打ち的に現れるのではないかとのおそれを抱くように
- ・Y は取締役会で、将来、敵対的買収に直面した場合の防衛策として、新株予約権を株主割当てで無償で発行する旨を決議
- ・X が新株予約権発行の差止仮処分命令申立て

東京高裁決定 (東京高決平成 17・6・15 判時 1900 号 156 頁)

「本件新株予約権は、その発行価額を無償、権利行使価格を 1 円とし、しかも、大量に発行されるものであって、……買収と無関係な株主が不利益を受けおそれがあるものである。」「本件新株予約権の発行は、既存株主に受忍させざるべきでない損害が生じるおそれがあるから、著しく不公正な方法によるものというべきであり、しかも、……X が本件新株予約権の発行によって不利益を受けおそれがあることも明らかである。」

③日本技術開発事件

事案

- ・夢真 HD (X) が日本技術開発 (Y) に Y 株式 51% を取得する意向を伝える
- ・X が Y 株式の 6% 超を取得
- ・Y の申入れにより XY 間で会談、X は業務提携の提案
- ・Y 取締役会が大規模買付けルール導入
- ・X が公開買付けを公表 (上限=X の所有比率が 53.71% になる数、下限=約 20% になる数、買付価格=3 か月の終値平均+プレミアム 68%、これらの価格は Y が株式分割をする場合にはそれに応じて調整される)
- ・Y が情報提供を求め、X は拒否
- ・Y 取締役会が株式分割を決議 (X の公開買付期間末日の前日が基準日、その約 2 か月後が効力発生日)
- ・X の公開買付開始 (公表時と違い、下限は付きず)
- ・X が株式分割の差止仮処分命令申立て (商 280 条ノ 10 類推適用による差止請求権等が本案)

(別紙 1) 2

受ける上記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ぬ。なお、Y が本件取得条項に基づき X 関係者の有する本件新株予約権を取得する場合に、Y は X 関係者に対して多額の金員を交付することになり、それ自体、Y の企業価値をき損し、株主の共同の利益を害するおそれのあるものということもできないわけではないが、上記のとおり、X 関係者以外のほとんどの既存株主は、X による経営支配権の取得に伴う Y の企業価値のき損を防ぐためには、上記金員の交付もやむを得ないと判断したものと見え、この判断も尊重されるべきである。」

#### ⑤ピコイ事件

#### 事案

- ・ピコイ (Y) とフリージアグループの業務提携・資本提携
- ・フリージアトレーディング (FT) 保有の Y 株式→弁護士法人にわ共同法律事務所 (X) に信託譲渡
- ・他の株主 (V) からの Y 臨時株主総会招集請求、FT と Y の対立 (FT は Y の株主提案に賛成の議決権行使を X に指図)
- ・Y 取締役会が新株予約権無償割当て (FT とその関係者に割り当てられた新株予約権は金員を対面として取得する旨の取得条項が付された新株予約権の無償割当て) を決議
- ・X が新株予約権の無償割当ての差止め処分命令を出した

東京高裁決定 (東京高決平成 20・5・12 判タ 1282 号 273 頁)

「株主提案により退陣 (解任) を求められた Y の現経営陣は、Y と業務提携及び資本提携をしている最大株主である FT……に対して協力を求めることにより臨時株主総会で同株主提案を否決することを目論んだが、これが奏効しない見込みとなったため、X の議決権行使を制約する別件仮処分申立てをしたものの、これも認容の見込みがないため取り下げ、急遽、Y 従業員らをして労働組合を結成させ (結成日、経緯に照らして、このように推認できる。)、臨時株主総会を開催不能とした上、本件新株予約権発行決議をして X の持株比率、議決権割合を大幅に希釈化する措置に出たものであり、これにより、今後、Y の現経営陣と対立することが見込まれる FT が Y の経営支配権を掌握することを阻止しようとしたものと認められるから、本件新株予約権無償割当ては、Y の現経営陣の経営支配権を維持するためのものであるというべきである。」

「フリージアグループに業務の実体がないという事情やフリージアグループの経営者……に Y の合理的な経営を目指す意思がないなどの事情をうかがうことはできず、フリージアグループが Y の経営に関与することにより、Y の企業価値がき損されるおそれがあるような事態が生じると認めるとするに足りる証拠はない。」

「本件新株予約権無償割当ては、株主平等の原則の例外として許容される場合に該当せず、

(別紙 1) 5

行う議案が、出席株主の約 88.7%、議決権総数の約 83.4% の賛成により可決  
 ・新株予約権の取得条項、X 関係者の有する新株予約権の取得対価 (金銭) の額は、前記の公開買付けの価格にもついで算定された。

- ・X が新株予約権の無償割当ての差止め処分命令を出した

最高裁決定 (最決平成 19・8・7 民集 61 卷 5 号 2215 頁)

「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主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、会社の存立、発展が阻害されるおそれがあるなど、会社による企業価値がき損され、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らざるやうな場合には、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、これを直ちに同原則の趣旨に反するものということはできない。そして、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、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らざるやうな場合には、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。」

「本件総会において、本件議案は、議決権総数の約 83.4% の賛成を得て可決されたのであるから、X 関係者以外のほとんどの既存株主が、X による経営支配権の取得が Y の企業価値をき損し、Y の利益ひいては株主の共同の利益を害することになると判断したものと認められる。そして、本件総会の手続に適正を欠く点があつたとはいえず、また、上記判断は、X 関係者において、発行済株式のすべてを取得することを目的としているにもかかわらず、Y の経営を行う予定はないとして経営支配権取得後の経営方針を明示せず、投下資本の回収方針についても明らかにしなかったことなどによるものであることとかがうかがわれるのであるから、当該判断に、その正当性を失わせるような重大な瑕疵は認められない。」  
 「本件新株予約権無償割当ては、X 関係者も意見を述べる機会のある本件総会における議論を経て、X 関係者以外のほとんどの既存株主が、X による経営支配権の取得に伴う Y の企業価値のき損を防ぐために必要な措置として承認したものである。さらに、X 関係者は、本件取得条項に基づき X 関係者の有する本件新株予約権の取得が実行されることにより、その対価として金員の交付を受けることができ、また、これが実行されない場合においても、Y 取締役会の本件支払決議によれば、X 関係者は、その有する本件新株予約権の譲渡を Y に申し入れることにより、対価として金員の支払を受けられることになる。上記対価は、X 関係者が自ら決定した本件公開買付けの買付価格に基づき算定されたもので、本件新株予約権の価値に見合うものということができる。これらの事実にかんがみると、X 関係者が

(別紙 1) 4

専ら経営を担当している取締役等（現経営陣）の経営支配権を維持するためのものであると認められるから、株主平等の原則の趣旨に反し、また、著しく不公正な方法によるものというべきである。」

【別紙2】日邦産業事件

1. 事案の概要

Y（日邦産業株式会社）はその発行する株式を東京証券取引所「JASDAQ および名古屋証券取引所第2部」に上場している。Yは平成19年と平成20年に株主総会で買収防衛プラン（その内容は後記のものと同様）を導入継続する旨の決議をしたが、平成21年にY取締役会は同買収防衛プランを継続しない旨の決議をした。

X（フリージア・マクロス株式会社）は平成31年3月25日にY株式大量保有報告書を提出し、その後、その変更報告書を提出した。これらの報告書で保有目的は「純投資及び政策投資」とされていた。これらの報告書によれば、XのY株式保有割合は、平成31年3月18日、同年4月26日当時、5.77%、9.92%および12.10%であった。Xは、令和3年1月28日現在、Yの発行済株式総数の約19.73%を保有する筆頭株主である。

Y取締役会は、平成31年4月23日、株式等の大規模買付行為に関する対応策（以下「本件買収防衛プラン」という）を導入する旨の決議をした。Yは、令和元年6月21日に開催された第68期定時株主総会と令和2年6月24日に開催された第69期定時株主総会において、本件買収防衛プランを導入継続する旨を決議した（以下、これらの決議を併せて「本件各株主総会決議」という）。

本件買収防衛プランでは、Y株式の保有割合が20%以上となる買付けや取得を行うとする場合には、その実行に先立ち、Y取締役会に対して意向表明書を提出するとともに、必要かつ十分な情報を提出、提供することとされており、独立委員会は、買付者等が本件手続ルールが定める手続の重要な点に違反した場合で、取締役会がその是正を書面により要求した後5営業日以内に当該違反が是正されないときは、特段の事情がある場合を除き、取締役会に対して、対抗措置の発動を勧告するものとされている（以下「本件手続ルール」という）。

Xは、令和3年1月28日（以下の日付けは特に断らない限り令和3年）、意向表明書の提出をしないまま、Y株式を対象として公開買付け（以下「本件公開買付け」という）を開始した。本件公開買付けでは、買付予定数が71万4800株とされた。Xはその理由を、公開買付け届出書において、Yが株主総会の特別決議によりXに不利を生じさせる意思決定を行うことを単独で阻止するため、Yの直近2事業年度の定時株主総会における議決権行使比率の平均値の3分の1を超える議決権数（発行済株式総数の約27.57%）を所有するためだと説明した。

Y取締役会は、2月6日、本件買収防衛プランに基づき、独立委員会（Yの独立社外取締役2名と外部の弁護士1名で構成）に対して、本件公開買付けに対する対抗措置の発動の是非等について諮問した。Yは、2月10日、Xに対して本件手続ルール違反の是正を書面で求めたが、Xは指定された期限までにその是正をしなかった。独立委員会は、5回にわた

って審議を行い、3月8日、Y取締役会に対して対抗措置の発動を勧告した。

この勧告を受け、Y取締役会は、3月8日、本件買収防衛プランに基づき新株予約権無償割当て（以下「本件新株予約権無償割当て」という）をすすめる旨の決議をした。これによって無償割当てされる新株予約権は、Xおよびその関係者（例外事由該当者）は新株予約権を行使できないうとする差別的行使条件の付されたものであり、例外事由該当者はY取締役会の承認を得てこれを第三者に譲渡することが可能であるとされた。また、Yは、取締役会の定める取得日にX等の有するものを除く新株予約権をYの普通株式を対価として取得することができる。さらに、7月31日までの間はいつでも、Yが新株予約権を取得することが適切であると取締役会が認める場合には、すべての新株予約権を無償で取得することができるものとされた。

Xは、3月11日、本件新株予約権無償割当ての差止反処分命令申立てをした。名古屋地裁は、3月24日、これを認める旨の決定（以下「原決定」という）をした。これに対して、Yが保全異議の申立てをし、4月7日、名古屋地裁はYの保全異議申立てを認める決定（以下「異議審決定」という）をした。これに対して、Xが抗告をし、4月22日、名古屋高裁はXの抗告を棄却する決定（以下「抗告審決定」という）をした。これに対して、Xが許可抗告の申立てをしたが、5月14日、名古屋高裁はこれを認めない決定をした。

## 2. 決定要旨

### (1) 原決定

Xの差止反処分命令申立てを認めたものの、実質的に理由を示さず

### (2) 異議審決定

#### (a) 本件買収防衛プランの効力について

「本件買収防衛プランに基づいて実施された本件新株予約権無償割当ては、割り当てられる新株予約権の内容につき、X等とそれ以外の株主とで差別的な行使条件及び取得条件が定められているところ、Xは、本件買収防衛プランは、その導入過程及び内容において株主平等の原則（会社法109条1項）に違反し、又は衡平の理念に反し相当性を欠くため株主平等の原則の趣旨に違反し、無効であると主張する。

しかしながら、……本件買収防衛プランの目的は、Yの取締役会の判断によって買収そのものを阻止することにあるのではなく、株主において、株式を買付者等（買収者）に譲渡するか、保持し続けるかの適切な判断をするために必要かつ十分な情報及び時間、大規模買付行為を行うおとす者との交渉の機会をそれぞれ確保することにあり、その目的自体は、基本的に株主共同の利益を確保し、向上させるものであるといえる。また、本件買収防衛プランは、取締役会とは別の独立性の認められる組織である独立委員会の勧告を経た上で、取締役会が同勧告を最大限尊重しながら対抗措置の発動の是非を判断することとされており、取締役会の恣意的な判断を排除し、経営陣の保身のための濫用を防止する措置が講じられているということができる。さらに、本件買収防衛プランは、Y株式の大規模買付けを行おうとする者に対し本件手続ルールの遵守を求めるとともに、これを遵守すれば、原則として対抗措置を発動しないこととしている。加えて、独立委員会が対抗措置の発動を勧告した場合であっても、その是非について取締役会がさらに株主総会に問うことも可能であるとされている上、本件買収防衛プランは、有効期間が約1年であり、約1年ごと（定期的）に株主総会において株主全体が本件買収防衛プランの是非を直接問う機会が確保され、株主の理解と納得を得るための措置が講じられている。

そして、……本件買収防衛プランは、本件各株主総会決議において、それぞれ約66.46%、約64.64%の株主の賛成により導入継続することが承認可決されている。出席株主のうちXを除く賛成者の議決権割合はそれぞれ約75.32%、約85.22%であり、本件買収防衛プランは、X以外の大多数の株主によって支持されているといえることができる。

以上の事実を総合すると、本件買収防衛プランは、その目的及び内容及び内容に合理性があり、Yの株主の合理的意旨に依拠するものであると一応認められる。」

(別紙2) 2

(別紙2) 3

「以上に対し、Xは、本件買収防衛プラン自体が無効であることの原因として、……②XがY株式を取得した後である有事に、上記取締役会決議及び本件各株主総会決議によって本件買収防衛プランが導入継続されているから、特定の株主であるXを差別する意図が明らかであり、経営陣の保身目的で導入されたものも相応性を欠く、……④本件買収防衛プランは、買収者に対する経済的補償がないものであり、株主間の価値の移転を伴うものであるから、第三者に対する有利発行と同様、株主総会の特別決議が必要とされるべきところ、これが欠けている、⑤対抗措置の発動の可否を株主の意思に委ねていない、⑥独立委員会には、Yの経営陣と特別の利害関係があり、客観的に中立的な判断ができる立場にはない者がいて独立性に欠ける、などと指摘する。」

「上記②については、本件買収防衛プランが導入された平成31年4月23日開催の取締役会決議の前である同年3月27日当時、本件買収防衛プランの導入継続が承認された第68期株主総会決議の前である同年4月26日当時、Xが保有するY株式の保有割合はそれぞれ9.92%、12.10%にすぎず……、第69期株主総会決議も含めて、本件買収防衛プランが導入継続されたのは本件公開買付けが開始される前であるから、Yにおいて、本件買収防衛プランの発動により特定の株主であるXを差別する意図が明らかであったとはいえない。上記に加え、本件買収防衛プランでは、Y株式の大規模買付けを行うおととする者が本件手続ルールを遵守する場合には、原則として対抗措置は発動されないものであるから、Yが専ら経営陣の保身を目的として本件買収防衛プランを導入したとはいえない。」

「④については、会社法上、取締役会設置会社においては、新株予約権無償割当てを取締役会決議で行うことができること（同法278条3項）、新株予約権無償割当てには、募集新株予約権の発行における特別決議が要求される有利発行規制（同法240条1項、238条3項）のような規定が存在しないこと、株主割当てによる新株発行の場合には、募集割当ての場合に特別決議が要求される有利発行規制（同法199条3項）は適用が排除されていること（同法202条5項）、支配株主の異動を伴う募集株式の発行等において、株主総会決議が必要となる場合においてもその決議要件は普通決議で足りるとされていること（同法206条の2第5項）などからすると、本件買収防衛プランの導入につき、株主総会の特別決議が必要であると解することはできない。

さらに、上記⑤については、本件買収防衛プランに基づく対抗措置（本件新株予約権無償割当て）の発動それ自体は、Yの取締役会決議によるものであるが、本件買収防衛プランは、対抗措置の発動の過程（本件手続ルールが遵守されない場合には、独立委員会を原則として対抗措置発動の勧告をし、改めて株主総会の決議を経ることなく取締役会決議により対抗措置を発動することが可能であること）も含めて、本件各株主総会決議により承認可決されたものである。このことにより、取締役会においてその必要性に応じて株主総会に對抗措置の発動を問う可能性が残されていることを併せ考慮すると、本件買収防衛プランにおいて、対抗措置の発動の可否が株主の意思に委ねられていないとはいえない。

上記⑥については、Yが本件買収防衛プランに基づく対抗措置の発動等について諮問した

（別紙2）4

独立委員会は、Yの社外取締役2名（公認会計士及び弁護士）及び弁護士1名の合計3名によって構成されている……。……独立委員会の構成につき、Yからの独立性の問題があることは認められない。」

「以上によれば、本件買収防衛プランが株主平等原則又はその趣旨に違反するとは認められない。本件買収防衛プランが無効であるとのXの主張は採用できず、他にこれを認めるに足りる説明資料はない。」

(b)本件新株予約権無償割当て（対抗措置の発動）について

「Xは、本件新株予約権無償割当ては、株主平等原則又はその趣旨に違反し、かつ著しく不公正な方法により行われるものであると主張する。この点、確かに、……X等は新株予約権を行使できないため、X等以外の株主が本件新株予約権無償割当てに基づいて新株予約権を行使した場合には、X等の持株比率及び1株当たりの経済的価値が希釈されることになる。」

「……しかしながら、本件買収防衛プランにおいては、……対抗措置の発動を検討する過程が明記されている。したがって、Xにおいては、本件公開買付けを実施する前に、本件手続ルールを遵守しない場合には不利益を被る可能性があることを認識し、本件手続ルールを遵守することにより損害の発生を回避することが可能であったといえる。そうであるにもかかわらず、Xは、……本件手続ルールを遵守せずに本件公開買付けを開始し、Yからその違反の是正を求められなくてもこれを是正しなかったため、Yの独立委員会は、本件買収防衛プランにあらからかじめ定められた手続に従い、本件公開買付けのYに対する企業価値や株主共同の利益への影響を検討判断するために必要十分な情報及び時間が確保されておらず、本件買収防衛プラン上の『Yの企業価値、株主共同の利益の確保や向上のために対抗措置を発動させないことが必要であることが明白であることその他の特段の事情がある場合』に該当するとはいえないとして、対抗措置を発動することとはやむを得ない旨Yの取締役会に勧告し、取締役会はこれを尊重して本件新株予約権無償割当てを行う旨判断したものである。」

「……Xとしては、本件買収防衛プラン又はこれを承認可決した本件各株主総会決議に瑕疵があると考え、その効力を争う訴訟を提起してはいたとしても、裁判所の判断がされていない段階においては、本件公開買付けを行うに当たって、ひとまずこれらが有効であることを前提に、本件手続ルールを遵守することも十分可能であったというべきである。そうすると、Xが本件手続ルールを遵守しなかったことにつき合理的な理由があったとは認められない。」

「確かに、公開買付届出書やYからの質問事項の回答によって、Y及びその株主に相当程度の情報提供がされたことは否定できない。」

しかし、本件買収防衛プランの目的は、株主が適切な判断をするために必要かつ十分な情報及び時間、大規模買付行為を行うおととする者との交渉の機会を確保することであり、本件手続ルールは、この目的に従い、大規模買付行為を行うおととする者に対し、大規模買付行為

（別紙2）5

な経済的不利益を受けながら、本件新株予約権無償割当ては、衡平の理念に反して相当性を欠き、株主平等の原則に違反すると主張する。

しかし、……Xは、本件公開買付けを開始した時点で、本件買取防衛プランの内容を把握しており、本件手続ルールを遵守しない場合には、特段の事情がない限り、対抗措置（本件新株予約権無償割当て）が執られることを認識していたにもかかわらず、合理的理由のないまま、本件手続ルールを遵守することなく本件公開買付けを開始し、Yからは正を求められなくてもこれに応じなかったのであって、本件新株予約権無償割当てによって経済的不利益を被ることを予見していたといえることができる。

また、買取者に対する経済的補償は、会社に経済的損失を与えるものであって、企業価値ひいては株主共同の利益を損なう面も否定できないことや、買取者へ経済的補償を交付することは、かえって過度かつ不必要な防衛策の発動を誘発し、株主が買取の是非を判断する機会を奪うおそれがあることなどからすると、買取者に対する経済的補償が常に必要であるとはいい難いといえるべきである。

さらに、……Xは、本件新株予約権無償割当てによりXに割り当てられた新株予約権を、Y取締役会の承認を得て、第三者に譲渡することによりその対価を得ることができるとされており、その行使期間も令和4年3月31日までとされていることからすると、本件新株予約権無償割当てにおいては、Xに生じる経済的不利益を回避又は軽減させる措置が講じられているといえる。

以上の事情を考慮すると、本件新株予約権無償割当てによりXが経済的不利益を受けるとしても、本件新株予約権無償割当てが株主平等の原則又はその趣旨に違反するとは認められない。

「以上によれば、本件新株予約権無償割当てが株主平等の原則又はその趣旨に反するものとはいえず、また著しく不公正な方法によるものでもない。」

### (3) 抗告審決定

(a)本件買取防衛プランの効力について

「また、本件買取防衛プランは、……XがY株式を大量保有したことを契機としてY取締役会が導入を決議したものであるが、……第68期定時株主総会及び第69期定時株主総会の2回にわたり、Yの株主がXからの本件買取防衛プランはXを対象とするものであるなどとして導入継続に反対の議決権行使を勧誘する意見書の送付を受け、また、株主総会におけるXの反対意見の表明を受けた上で、それぞれ約66.46%、約64.64%の株主（出席株主のうちXを除く賛成者の議決権割合はそれぞれ約75.32%、約85.22%）により導入継続することが承認決議されているのであり、Yの株主は、XがY株式の大量取得を更に進めてその保有比率が20%を超えた場合には、Yに対して本件買取防衛プランが適用されるこ

(別紙2) 7

の履行に先立って、必要かつ十分な情報を提供すべき旨を定めたものである。……Xは、……本件手続ルールを遵守することなく、……本件公開買付けを開始したため、Yの独立委員及び取締役会は、1か月余りという短期間のうちに、本件公開買付けがYの企業価値及び株主共同の利益の確保、向上に資するものか否かについて、評価・判断を求められたといわざるを得ない。そのような状況の下、Yの独立委員会は、質問事項に対するXの回答等を踏まえ、Xから提供された情報は、一定の参考になる情報に含まれているものの、業務面でのシナジーについて具体性を欠くところが多く、資本面での提携の必要性については回答がされていないとして、本件公開買付けがYの企業価値及び株主共同の利益の確保・向上を妨げないことが明白であるとはいえず、対抗措置の発動はやむを得ないと判断し、Yの取締役会も上記判断を尊重したものであり、Yの独立委員及び取締役会の上記各判断が恣意的であるとか、不合理であることとをうかがわせる事情は見当たらない。以上の事情に加えて、合理的な理由なく本件手続ルールを無視したXの手続違反の程度も軽微とはいえないことを併せ考慮すると、本件公開買付け開始後のXの情報提供によって、本件手続ルール違反の瑕疵が治癒されたといえることはできない。

「Xは、本件新株予約権無償割当て（対抗措置の発動）には正当な理由はないと主張し、その理由として、①本件公開買付けは、買付後にXの持株比率が27.57%となるにすぎず、Yの現経営陣が法的な権限を持つ状態は変わらないのであるから、特定の株主による経営支配権の取得が生じる場合には当たらないこと、②Xは濫用的買取者やいわゆるグリーンメーラーではなく、XとYの資本業務提携による機密情報の流出や取引先等との関係悪化のおそれはない上、Yと資本業務提携をすることによってシナジー効果を上げることができから、本件新株予約権無償割当て（対抗措置の発動）は、専ら経営陣の保身目的で行われたものであることを指摘する。

しかし、本件買取防衛プランは、……Y株式の保有割合が20%以上となる買付けや取得（大規模買付け等）を対象としているのであって、Y株式の保有割合を27.57%とすることを指向する本件公開買付けがその対象に含まれることは明らかである。また、本件公開買付けの上限がYの株主総会における総議決権数の3分の1未満であるからといって直ちに、対抗措置の発動につき正当な理由がないとはいえない。したがって、Xの上記主張①は採用できない。

また、Xが濫用的買取者やいわゆるグリーンメーラーでないことなど、Xの上記主張②の事実から直ちに、本件新株予約権無償割当てが専らYの経営陣の保身目的で行われたと推認することはできない。……本件買取防衛プランの目的は、基本的には株主共同の利益を確保し、向上させることにあるといえるところ、本件新株予約権無償割当ては、本件手続ルールを遵守することなく開始された本件公開買付けに対する対抗措置として実施されたものであり、その経緯や手続に照らし、本件新株予約権無償割当てが専らYの経営陣の保身目的で行われたとは認められない。したがって、Xの上記主張②も採用できない。」

「Xは、本件新株予約権無償割当てにより、例外事由該当者として、何ら補償がなく大き

(別紙2) 6

## (b)本件新株予約権無償割当て（対抗措置の発動）について

〔Xは、本件買収防衛プランの定める情報提供要請期間には上限がないため、本件手続ルールを遵守する余地はなかつた旨主張するところ、確かに、……Y取締役会による情報提供期間がいたずらに引き延ばされるおそれがないとはいえない。しかしながら、客観的に必要十分な情報を提供したにもかかわらず、Y取締役会がおお不十分であるとして情報提供完了通知を出さない場合には、買付者等は、その時点で本件手続ルールから離れてY株式を追加取得に動き、これについてY取締役会が対抗措置を発動しようとしたときは、買付者等がその差止めの仮処分命令の申立てをすれば、裁判所は当該仮処分命令を発出することになるものである。したがって、上記の点は、Xが本件手続ルールを遵守しなかつたことを正当化するものではない。〕

なお、Xは、買付者等が本件手続ルールを遵守した場合であっても、本件買収防衛プランにおいては、企業価値・株主共同の利益を著しく害するおそれがあるものとして従前の裁判例が対抗措置の発動を是認する4類型以外のものについても幅広く対抗措置の発動が予定されており、……しかも、独立委員会が対抗措置不発動の決議をすべき旨の勧告をしても、Y取締役会がこれに従わずに株主総会を招集することまでできている旨主張して、XがY株式の追加取得が可能でない旨を主張することとされている旨主張する。しかしながら、この株式の追加取得についての上記説示と同様であった、本件手続ルールを完全に無視点も、情報提供完了通知についての上記説示と同様であった、本件手続ルールを完全に無視し、その冒頭の手続である意向表明書の提出すら行わなかつたXの行動を正当化することのできるものではない。〕

〔なお、Xは、同日における本件買収防衛プラン導入のY取締役会決議以降もY株式の取得を更に進め、同日26日の時点で取得割合を12.10%、取得株数を110万4600株に増加させた上、本件買収防衛プランの導入継続を承認する本件各株主総会決議がされた後の令和3年1月28日に本件公開買付けを開始している……が、これらの本件買収防衛プラン導入後におけるXによるY株式の追加取得は、対抗措置発動のおそれがあることの事前警告がされた上で敢えて行われたものであるから、当該対抗措置が現実には発動されることになつたからといって、YがXに経済的補償をしなければならぬものではない（本件買収防衛プランの導入は、当該追加取得に対する関係では、純粹の事前警告型買収防衛策の導入としての意義・機能を持つものということができる。〕

〔また、本件買収防衛プランにおいては、買収者等がY株式の大規模買付け等を中止すればY取締役会は対抗措置発動の停止の決議を行うものとする……、これを受けて、本件新株予約権無償割当てにおいては、当該割当て後であっても令和3年7月31日までの間は、Y取締役会が、Yが新株予約権を取得することが適切であると認められる場合には、Yは、全ての新株予約権を無償で取得できるものとされており……、そうすれば持株比率の希釈は中止されることになる。これらの措置のうち、新株予約権の第三者への譲渡については、譲渡可能期間が上記のとおり長めに設定されているものの、その期間内に、Xが、Y取締

(別紙2) 9

とになることを十二分に認識した上で、本件買収防衛プランの導入を継続することが相当であると判断したということができる。〕

〔上記②については、確かに、本件買収防衛プランは、XがY株式の大量保有報告書を提出したことを契機としてY取締役会が導入を決議したものであり……、平時において導入された純粹な事前警告型買収防衛策であるということではできない。Xは、当該導入決議がされた……時点では、Yが買収防衛策を導入していないことを前提として、概算で約5億5550万円もの多額の資金を投入し、10%を超える118万株近いY株式を取得し終えていたものであり……、当該取得について対抗措置の発動リスクの事前警告が行われていなかったという点は、本件新株予約権無償割当ての適法性を検討するに当たっての問題点である。しかしながら、Xは、同年3月25日及び同日29日の各大量保有報告書において、保有目的を純投資及び政策投資とし記載していなかった……。……から、本件買収防衛プランの導入決議をした当時のY取締役会としては、XがY株式の取得を更に進める可能性があることは認識していたといえるものの、Xが20%を超える保有割合を有するY株主になることが確実であることまで認識していたとは一応にせよ認定することができないから、本件買収防衛プランの導入をもって、有事におけるXをターゲットとした買収阻止・経営陣保身のための導入であることとはできない。そして、Xが10%を超える118万株近いY株式を取得し終えるまで対抗措置の発動リスクの事前警告が行われなかつたという点については、本件各株主総会決議において、X以外の大多数の株主が、XによるY株式の39%から45%程度の取得の意向があることなどが記載された意見書の送付や株主総会での意見表明を受けて、Xが本件手続ルールの対象となり得る具体的存在であることを十二分に認識した上で、それでもなお本件買収防衛プランの導入を継続すべきであると判断したものであること（……なお、当該導入継続は、株主総会の普通決議によるものであるが、そのこと自体に問題はないことは上記④についての下記判断のとおりである。……）に照らすと、本件買収防衛プランの導入の合理性・相当性を失わせるほどの瑕疵であるとまで言うことはできない……。したがって、Xの上記②の主張を採用することはできない。〕

〔上記のとおり、Xが本件手続ルールの対象となり得る具体的存在であることが明らかにされた中で、大多数の株主による本件各株主総会決議によって導入継続が決議されたものであるから、少なくとも、本件手続ルールを遵守しないY株式を20%以上取得しようとする者に本件買収防衛プランの定める対抗措置を発動することは、株主総会決議によつて了承されていたということができる。〕

〔Xは、情報提供と検討期間の確保は金融商品取引法の公開買付け規制によって既に図られているから、私的なルールに過ぎない本件買収防衛プランで取締役の権限を拡大する必要はない旨主張するが、買収者による買収の是非判断のための時間・情報及び交渉機会の確保は同法の公開買付け規制で不十分と考え、買収防衛策を設けて情報提供を要請することには合理性があるというべきであった、Xの上記主張を採用することはできない。〕

(別紙2) 8



役会が承認する譲受人で、X が取得した Y 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が、これらの措置が用意されている」

3. 時系列 (裁判所が認定していない事実を含む)  
異議審決定での認定ベース+抗告審決定【抗】・開示資料等【開示】  
[ ] 内は主体

| 年   | 月日   | 事実                                                                                                                                                                |
|-----|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| H21 | 0515 | 買取防衛プラン不継続決議 [Y 取締役会]                                                                                                                                             |
| H31 | 0214 | 市場での取得開始 (それ以前は 0%) [X] 【開示】                                                                                                                                      |
|     | 0325 | 大量保有報告書 (0318 時点の保有割合=5.77%, 保有目的「純投資及び政策投資として保有しております。」) [X] 【抗】                                                                                                 |
|     | 0329 | 変更報告書 (0327 時点の保有割合=9.92%) [X] 【抗】                                                                                                                                |
|     | 0408 | 変更報告書 (0402 時点の保有割合=11.02%) [X] 【開示】                                                                                                                              |
|     | 0423 | 本件買取防衛プラン導入決議 [Y 取締役会]                                                                                                                                            |
| R01 | 0510 | 変更報告書 (0426 時点の保有割合=12.10%) [X] 【抗】                                                                                                                               |
|     | 0517 | 変更報告書 (0510 時点の保有割合=13.45%) 【開示】                                                                                                                                  |
|     |      | 変更報告書 (0513 時点の保有割合=14.46%) 【開示】                                                                                                                                  |
|     |      | 変更報告書 (0515 時点の保有割合=16.09%) 【開示】                                                                                                                                  |
|     | 0524 | 変更報告書 (0517 時点の保有割合=18.69%) 【開示】                                                                                                                                  |
|     | 0613 | 変更報告書 (0612 時点の保有割合=19.68%, 保有目的「純投資及び政策投資として保有しておりますが、今後は、企業価値向上に向けた経営改善も願いたい。」) 【開示】                                                                            |
|     | 0621 | 本件買取防衛プラン継続決議① (第 68 期株主総会決議) [Y 株主総会]<br>反対の意見を開陳, また、これ以前に本件買取防衛プラン導入に反対の議決権行使を勧誘する意見書 [X] 【抗】                                                                  |
| R02 | 0624 | 本件買取防衛プラン継続決議② (第 69 期株主総会決議) [Y 株主総会]<br>反対の意見を述べる, また、これ以前に本件買取防衛プラン継続に反対の議決権行使を勧誘する意見書 [X] 【抗】                                                                 |
|     | 0923 | 継続決議②の取消訴訟 (別件訴訟) 提起 [X]                                                                                                                                          |
| R03 | 0128 | 変更報告書 (保有目的「発行者の時分法適用会社化及び発行者との資本業務提携の交渉に際しての交渉力の強化を目的としている。」) 【開示】                                                                                               |
|     | 0128 | 本件公開買付け開始 [X]<br>期間=0128~0312<br>買付上限・下限=71 万 4800 株・2 万 5000 株 【開示】<br>買付予定数=71 万 4800 株<br>(これにより発行済株式総数の 27.57%を上限として所有)<br>買付価格=930 円 (0126 の終値+プレミアム 74.16%) |

(別紙 2) 10

(別紙 2) 11

|      |                                                                                                             |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 0610 | 変更報告書(保有目的「発行者の特分法適用会社化、発行者との資本業務提携の交渉に際しての交渉力の強化及び買収防衛策の廃止にかかるとの提案その他の重要提案行為等を行うことを目的として保有している。」) [X] 【開示】 |
| 0617 | 公開買付期間変更 (0128～0630) [X] 【開示】                                                                               |
| 0617 | 行使適格新株予約権有償取得 (+0625 までに本件公開買付けを撤回すれば全株予約権の無償取得) の通告 [Y] 【開示】                                               |
| 0624 | 本件買収防衛プラン継続決議③ (第70期株主総会決議) [Y 株主総会] 【開示】                                                                   |
| 0625 | 公開買付期間変更 (0128～0709) [X] 【開示】                                                                               |
| 0628 | 公開買付期間変更 (0128～0712) [X] 【開示】                                                                               |
| 0628 | 有償取得に向けた手続着手の通告 [Y] 【開示】                                                                                    |
| 0709 | 公開買付期間変更 (0128～0727) [X] 【開示】                                                                               |
| 0713 | 決議取消訴訟 (第69期株主総会決議) 棄却 [名古屋地裁] 【開示】                                                                         |
| 0714 | 本件新株予約権有償取得 (取得日=0730) +0728 までに本件公開買付けが撤回されれば無償取得 (取得日=0730) の決議 [Y 取締役会] 【開示】                             |
| 0714 | 臨時株主総会招集請求許可申立て却下 [名古屋地裁] 【開示】                                                                              |
| 0715 | 本件新株予約権の有償取得・行使による普通株式の発行の差止め仮処分命令申立て [X] 【開示】                                                              |
| 0720 | 公開買付期間変更 (0128～0805) [X] 【開示】                                                                               |
| 0727 | 本件新株予約権無償割当ての差止め仮処分命令申立て・本件新株予約権の有償取得・行使による普通株式の発行の差止め仮処分命令申立ての取下げ [X] 【開示】                                 |
| 0727 | 決議取消訴訟 (第69期株主総会決議) 控訴 [X] 【開示】                                                                             |
| 0728 | 本件公開買付け撤回 [X] 【開示】                                                                                          |
| 0730 | 本件新株予約権無償取得 [Y] 【開示】                                                                                        |
| 0824 | 本件新株予約権消却 [Y] 【開示】                                                                                          |
| R04  | 0218 決議取消訴訟 (第69期株主総会決議) 控訴棄却 [名古屋高裁] 【開示】                                                                  |
|      | 0302 決議無効確認訴訟 (第69期株主総会決議) 棄却 [名古屋地裁] 【開示】                                                                  |
|      | 0303 決議取消訴訟 (第69期株主総会決議) 上告 [X] 【開示】                                                                        |
|      | 0312 決議無効確認訴訟 (第69期株主総会決議) 控訴 [X] 【開示】                                                                      |
|      | 0624 本件買収防衛プラン継続決議④ (第71期株主総会決議) [Y 株主総会] 【開示】                                                              |
| 0728 | 決議無効確認訴訟 (第69期株主総会決議) 控訴棄却 [名古屋地裁] 【開示】                                                                     |
| 0806 | 決議無効確認訴訟 (第69期株主総会決議) 上告 [X] 【開示】                                                                           |

|      |                                                            |
|------|------------------------------------------------------------|
| 0206 | 独立委員会に諮問 (対抗措置の発動の是非等) [Y 取締役会]                            |
| 0209 | 本件公開買付けに対する意見表明留保 [Y 取締役会]                                 |
| 0210 | 本件手続ルール違反の是正要求 [Y 取締役会]                                    |
| 0210 | 決議無効確認訴訟 (第69期株主総会決議) 提起 [X] 【開示】                          |
| 0218 | 対質問回答報告書 [X]                                               |
| 0225 | 対質問回答報告書への追加の質問事項 [独立委員会]                                  |
| 0304 | 追加質問への回答書 [X]                                              |
| 0308 | 勧告 (対抗措置発動) [独立委員会]                                        |
| 0308 | 本件公開買付けに対する意見表明 (反対) [Y 取締役会]                              |
| 0308 | 本件新株予約権 (第2回新株予約権) 無償割当て決議 [Y 取締役会]<br>基準日・効力発生日=0331・0401 |
| 0310 | 公開買付期間変更 (0128～0325) [X] 【開示】                              |
| 0311 | 本件仮処分命令申立て [X]                                             |
| 0319 | 公開買付期間変更 (0128～0402) [X] 【開示】                              |
| 0324 | 原決定 (差止め仮処分命令) [名古屋地裁]                                     |
| 0325 | 保全異議申立て [X]                                                |
| 0326 | 公開買付期間変更 (0128～0409) [X] 【開示】                              |
| 0327 | 無償割当て基準日・効力発生日の変更決議 [Y 取締役会]<br>基準日・効力発生日=0423・0424        |
| 0407 | 異議審決定 (差止め仮処分決定取消) [名古屋地裁]                                 |
| 0409 | 公開買付期間変更 (0128～0423) [X] 【開示】                              |
| 0422 | 抗告審決定 (抗告棄却) [名古屋高裁]                                       |
| 0423 | 公開買付期間変更 (0128～0513) [X] 【開示】                              |
| 0424 | 本件新株予約権無償割当て効力発生 【開示】                                      |
| 0426 | 公開買付期間変更 (0128～0514) [X] 【開示】                              |
| 0513 | 公開買付期間変更 (0128～0527) [X] 【開示】                              |
| 0514 | 許可抗告申立てに係る抗告不許可決定 [名古屋高裁] 【開示】                             |
| 0517 | 公開買付期間変更 (0128～0531) [X] 【開示】                              |
| 0520 | 公開買付期間変更 (0128～0603) [X] 【開示】                              |
| 0520 | 公開買付けの撤回の勧告等 [Y] 【開示】                                      |
| 0524 | 特別抗告申立て [X] 【開示】                                           |
| 0603 | 公開買付期間変更 (0128～0617) [X] 【開示】                              |
| 0604 | 臨時株主総会招集請求 [X] 【開示】                                        |

## 【別紙3】日本アジアグループ事件

## 1. 事案の概要

Y (日本アジアグループ株式会社) はその発行する株式を東京証券取引所第一部に上場している。A (グリーンファンド) = B (カーライル・グループ) に属する投資ファンド) は、令和2年11月5日、Yの代表取締役会長兼社長であるCによるYに対するマネジメント・バイアウト (以下「本件MBO」) の一環として、Cの依頼に基づき、Y株式の全部の取得を目的として、買付価格を1株600円とする公開買付け (以下「本件MBO公開買付け」といい、本件MBO公開買付けに係る買付価格を「本件MBO公開買付価格」という) を開始した。Y取締役会は、本件MBO公開買付価格が、取引条件の公正さを担保する措置が十分に講じられた上で、特別委員会が十分な交渉を重ねた結果合意された価格であること等を理由として、本件MBO公開買付けに賛同する意見を表明した。

X (シテイインヴェックス・インベンス) は、その試算によれば、本件MBOは、他の株主の犠牲のもと、Cらのみが莫大な利益を得ることとなる極めて不当なものであり、Y取締役会およびBに再考を促す交渉を行うためなどとして、令和2年11月10日、市場内取引によるY株式の買付けを開始し、Xおよび共同保有者は、大量のY株式を取得した。

Xは、Y取締役会やBと協議等を行った後で、令和3年1月14日 (以下の日付は特に断らない限り令和3年)、買付価格を840円とするY社株式の公開買付け (以下「旧公開買付け」という) を行う方針を決定し、これを公表した。Aは、1月26日、本件MBO公開買付価格を1200円に引き上げることとし、これを公表した。Xは、2月4日、買付価格を1201円とし、買付予定数の上限・下限を設定しない旧公開買付けを開始した。本件MBO公開買付けは、2月9日、応募株式数が買付予定数の下限に到達せず、不成立となった。

2月19日開催のY取締役会において、Xから旧公開買付け後のYグループの具体的な経営方針が一切示されおらず、むしろ、XがYの経営権を取得した場合には、Yの企業価値ないし株主の共同の利益を毀損する可能性が否定できないこと等を理由として、旧公開買付けに対して反対の意見を表明することが決議され、その旨が公表された。

Yは、3月1日、同年4月下旬開催予定の臨時株主総会 (以下「本件臨時株主総会」という) における株主の承認を条件として、3月18日を基準日とするY株式1株あたり300円の特別配当 (以下「本件特別配当」という) を実施する旨の公表をした。

Xは、3月3日、本件特別配当の基準日に照らせば本件特別配当を受けることができず、配当落ち分だけY株式1株あたりの資産価値が減少するにもかかわらず当初の高値での買付価格による株式取得を余儀なくされると考え、旧公開買付けを撤回した。

Xおよび共同保有者は、3月4日から3月9日までの間に、市場においてY株式を取得した。これによって、Xおよび共同保有者の保有割合は、22.53%となった。

Y取締役会は、3月9日、Xらが市場でY株式を買い集める、または、再度Y株式に対す

(別紙3) 1

る公開買付けを開始するなどして、Yの経営権の取得を図る具体的かつ切迫した懸念があることを理由として、株主への差別的行使条件および取得条項付き新株予約権の無償割当てを用いた防衛策 (以下「本件買取防衛策」という) を導入することを決議し、その旨を公表した。

本件買取防衛策では、Yの株券等の保有割合が20.5%以上となる者によるYの株券等の買付け等が大量買付行為とされ、大量買付行為を行いまはは行おうとする者が大量買付者とされる。Yは、大量買付行為を行う具体的なおそれがある者に対し、情報提供を要求し、Y取締役会の検討手続を経た上で、株主総会の開催および対抗措置の発動議案についての採決を行うものとされる。また、大量買付者が情報提供等の手続を遵守せず、そのような株主総会を開催する以前において大量買付行為を実行または継続しようとする場合、Y取締役会は、株主総会を保有することなく、特段の事由がない限り、対抗措置を発動するものとされる。

Xおよび共同保有者は、3月10日以降も市場および市場外においてY株式を取得した。これによって、Xおよび共同保有者の保有割合は、30.77%となった。

Xは、3月17日、買付価格を910円 (旧公開買付価格から特別配当の額を控除したもの) とするY株式の公開買付け (以下「再公開買付け」という) を行う予定である旨、再公開買付けの開始前に市場または市場外でY株式を買い付ける可能性があるが、それによって再公開買付け前のYおよび共同保有者の議決権割合が3分の1を超えないようにする旨、再公開買付け終了後の議決権の割合が3分の2以上となったとき等には、株式併合等により、再公開買付けの買付価格と同額でY株式すべてを取得する予定である旨等を公表した。

Y取締役会は、3月22日、Xらが3月10日以降、Y株式を買い集めていることから、本件買取防衛策の手続に従わずに大量買付行為を実施したとして、新株予約権無償割当て (以下「本件新株予約権無償割当て」という) をする旨の決議をした。これによって無償割当てされる新株予約権 (甲種新株予約権) は、大量買付者やその共同保有者等 (特定株式保有者) は新株予約権を行使できないものとする差別的行使条件の付されたものであり、Yは、特定保有者以外の株主からはY株式を対価として、特定保有者からは乙種新株予約権を対価として取得することができるとする差別的取得条項の付されたものであった。乙種新株予約権には、大量買付者が大量買付行為を継続しておらず、かつ、その後も実施しないことを誓約した場合であり、大量買付者の株券等保有割合が20.5%を下回っているといった行使条件が付されている。

Yは、3月22日、本件新株予約権無償割当てを行うことを公表するとともに、Xらが本件買取防衛策の導入後から本件臨時株主総会の基準日 (3月18日) までの間に、本件買取防衛策にして強圧性の問題のある状態であるY株式の追加取得をしているなどとして、本件臨時株主総会では対抗措置の発動の是非等の議案を付議することを予定していないこと等を公表した。

東京地裁は、4月2日、Xによる本件新株予約権無償割当ての差止仮処分命令申立てを認める旨の決定 (以下「原決定」という) をした。これに対して、Yが保全異議の申立てをし、

(別紙3) 2

4月7日、東京地裁は仮処分決定を認可する決定（以下「異議審決定」という）をした。これに対して、Yが抗告をし、4月23日、東京高裁はYの抗告を棄却する決定（以下「抗告審決定」という）をした。

## 2. 決定要旨

### （1）原決定

「ア 株主に割り当てられる新株予約権の内容に差別のある新株予約権無償割当てが、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、専ら経営を担っ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は、その新株予約権無償割当ては、株主の共同の利益の保護という観点から新株予約権無償割当てを正当化する特段の事情がない限り、著しく不公正な方法によるものと解すべきである。」

イ そして、株式会社Aの経営支配権に現に争いが生じている場面において、株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持分比率を低下させ、経営を担っ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ことを主要な目的として新株予約権無償割当てがされた場合は、上記Aの場合に該当するというべきであり、株式会社は、上記Aの特段の事情として、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による経営支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを疎明すべきである。」

「本件買収防衛策は、……対抗措置を伴う仕組みを定めたものであるところ、Yの株主総会の決議を経ずに、取締役会の決議により導入されたものであり……、その対抗措置の発動についても、取締役会の決議のみによって行われ、当該対抗措置の発動の是非等につき、株主総会の決議を経ることは予定されていない……というのである。」

そうすると、本件新株予約権無償割当ては、上記対抗措置の発動の是非等に関する株主の意思が明らかでなく、事後的にこれが明らかにされる状況もない中で、経営を担っ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という事実上の効果を有するものであることは否定し難い。

……以上の事情を総合すれば、本件新株予約権無償割当ては、Yの経営支配権に現に争いが生じている場面において、Y株式の敵対的買収によって経営支配権を争うXらの持分比率を低下させ、経営を担っ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ことを主要な目的としてされたものと推認することができる。

本件買収防衛策は、上記のような仕組みに照らし、株主が大量買付行為の是非を適切に判断できるようにするY(取締役会)の意図、目的及び効果があることは否定できないものの、現に取締役会の決議のみで発動された対抗措置が……Y株式の敵対的買収によって経営支配権を争うXの持分比率を低下させる効果を有することに鑑みると、この一事をもって上記推認を妨げることはできない。また、Yが本件買収防衛策の導入及び対抗措置の発動(本件新株予約権無償割当ての実施)を決定するに当たり、特別委員会の諮問を経たこと等も、上記……も併せてみれば、上記推認を妨げるものとはいえない。さらに、Xらが……本件買

取防衛策の導入後にY株式を市場内外で追加取得したこと……、Xが同月17日に買付予定数の上限及び下限の設定をなすとす再公開買付けを行う予定を公表したこと……は、たとえYの株主に対する強圧性を有するものであったとしても、上記推認を妨げるものとはいえない。」

「Xが、Yとの書翰のやりとり等……において、Y株式取得後の具体的な経営方針等に関し、Yからみて十分な回答をしていなかったとしても、Xが入手できるYに関する情報が限られていたこと等をも併せ考慮すれば、そのことから直ちに、XらによるY株式の追加取得行為が、会社の資産の切り売りによる株主還元を目的とした解体的買収であるとか、Xが真摯に合理的な経営を目指すものではないと断じることができない。他に、敵対的買収者であるXが真摯に合理的な経営を目指すものではなく、Xによる経営支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情の疎明があったとはいえない。」

「以上の事情を総合すれば、本件新株予約権無償割当ては、Yの経営支配権に現に争いが生じている場面において、Y株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持分比率を低下させ、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ことを主要な目的とするものであるから、株主に割り当てられる新株予約権の内容に差別があり、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と認められ、他方、……特段の事情は認められない。」

したがって、本件新株予約権無償割当ては、著しく不公正な方法によるものというべきである。」

## (2) 異議審決定

「その対抗措置の発動についても、本件買収防衛策の予定した手続が遵守されず、大量買付行為が株主総会前に実行又は継続されようとする場合は取締役会の決議のみによって行われ、これにより新株予約権の無償割当ての効力が直ちに生じるものとされ、当該対抗措置の発動は是非等につき、株主総会の決議を経ることは予定されず……、株主総会の結果による撤回の余地を認めていなかったというのである。」

「株式会社東京証券取引所が『上場管理等に関するガイドライン』において定める独立性基準を満たす構成員から成る特別委員会の諮問を経たとしても、上記……で説示したところ〔本件買収防衛策・対抗措置の発動が取締役会の決議のみによって行われ、株主総会の決議を経ることは予定されていないこと〕に加え、支配権争いが生じている状況で新株予約権無償割当てを行うのであれば、事後的にでも株主に決定させる措置を講じるのが望ましいというべきであることも考慮すれば、上記事情をもって直ちに上記推認を妨げるものとはいえない。」

「Yは、本件買収防衛策について、①大原則として株主総会で株主意思を問うことが予定

(別紙3) 5

されており、取締役会限りで対抗措置(新株予約権無償割当て)を発動することは基本的に予定されていない上、②上記対抗措置の発動によって持株比率を低下させる効果も、Xらによる株主意思の確認を有名無実化する行為が開始される前の比率(20.5%)まで暫定的に低下させる限度とされ、かつ、Xらは、それによる経済的損失をほぼ被ることもなく、株主意思の確認を経た上で改めて買収を実施することができよう設計されていることからすれば、本件買収防衛策自体は、買収者の持株比率を低下させる効果も、現経営陣の経営支配権を維持する効果も有しておらず、買収者であるXらの違反行為の結果として発動された上記対抗措置も、経営支配権を維持する効果を有していないと主張する。

しかし、①については、本件では、……実際に取締役会の判断で対抗措置が発動され、……本件臨時株主総会の議題ともされていない……のであるから、Yの主張する本件買収防衛策の構造は、本件新株予約権無償割当てが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ことを主要な目的としてされたものと推認すること妨げる事情であるというだけではできない。

また、②については、XらのY株式に係る株券等保有割合は、本件買収防衛策が発動された……時点で30.77%であり、これが導入された同月9日時点でも22.53%であったのである……、上記対抗措置の発動によって、Xらはこれらを下回る20.5%まで株券等保有割合を低下させることを強いられることとなるのであるから、本件買収防衛策がXらの持株比率を低下させる効果を有していることを否定することはできず、本件買収防衛策自体がそのような効果を有していないことを理由として、上記対抗措置が経営支配権を維持する効果を有していないということではできない。」

「Xは、本件買収防衛策が導入された後の令和3年3月17日、再公開買付けの開始前に市場又は市場外でY株式を買付けける可能性があるものの、それによって再公開買付けのXらのYに対する議決権割合が3分の1を超えないようにする旨を公表した上で、……同月22日まではY株式の追加取得を行わず、その結果、同日時点でのXらの株券等保有割合は同月17日時点のそれと同じ30.77%にとどまっており、Xらの最終的な株券等保有割合は3分の1を超える水準までには至っていない……。このようなXによるY株式の追加取得の状況及び株券等保有割合に照らせば、Xらが株主総会での株主意思の確認を有名無実化させたといえる程度に至るまでY株式の追加取得を続けていたと断じることができない。いから、上記対抗措置の発動がY主張の目的で行われたものと認めることはできない。」

## (3) 抗告審決定

(a)ニッポン放送事件東京高裁決定の枠組みを前提とした判断

「会社の経営支配権に現に争いがある場合において、現経営陣が、株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営陣又はこれを支持し事実

(別紙3) 6

上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株予約権の無償割当てがされたときは、特段の事情のない限り、会社法247条2号の『新株予約権の発行が著しく不公正な方法により行われる場合』に該当するといふべきである。」

「XはYの経営陣から見れば敵対的買収を行う者であり、Yの経営陣とXとの対立は深刻かつ解消困難な程度に至ることに加え、前記認定事実によれば、①Yは、取締役会限りの決議により本件買収防衛策を導入し、その後、Xやこれを支援する特定株主グループが大量買付行為を継続していることを理由として、取締役会限りの決議により対抗措置の発動を決めたこと、②Yは、現時点において、本件買収防衛策の導入の可否やこれに基づく対抗措置の発動の是非について、株主総会の決議を経ることを予定していないこと、③X及び共同保有者の株券等保有割合は、Yが取締役会の決議により本件買収防衛策を決めた……時点点で22.53%、本件買収防衛策に基づく対抗措置の発動を決めた……時点点で30.77%となっていたこと、④本件買収防衛策に基づく対抗措置の結果、Xらの株券等保有割合は20.5%まで低下させられることからすると、Yの経営陣には、本件買収防衛策及びこれに基づく対抗措置により、Xらの株券等保有割合を低下させ、経営を担当している取締役等又はこれを支持して事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保する目的があったと認定するのが相当である。」

「本件買収防衛策は取締役会限りの決議で導入され、現時点で、株主総会において本件買収防衛策の可否につき株主意思を確認することは予定されていないこと、対抗措置の発動としての本件新株予約権無償割当てについても取締役会限りの決議でその実施が決定されており、現時点で、株主総会においてその発動の是非につき株主意思を確認することは予定されていないこと、本件買収防衛策では、本件新株予約権無償割当ての効力は効力発生日に直ちに生じることとされており、株主総会の結果を受けてこれを撤回する余地は残されていないことが一応認められる。したがって、Yに、Xらによる買収の是非(本件買収防衛策の可否や対抗措置の発動としての本件新株予約権無償割当ての是非)について、株主総会において株主意思を確認する目的があったといふことはできない。」

「Yは、本件買収防衛策に基づく対抗措置の発動としての本件新株予約権無償割当てに於いて、Xらが市場等でY株式を買い集めることにより、株主総会における株主意思の確認が有名無実化されることを回避するとの正当な目的があると主張する。しかし、Xらが市場等でY株式を買い集めることにより、なぜ株主総会での株主意思の確認が有名無実化されることになるのかは、必ずしも明らかでない。」

「……Yは、過去3年間の議決権行使割合の平均値……を前提としたXらの実行議決権割合は、……株主総会の普通決議をほぼ単独で可決させることができ得る程の数字であるから、Xらが市場内外でY株式を買い集める行為は、株主総会での株主意思の確認を有名無実化させるものであると主張する。」

しかし、このような意味での「株主総会での株主意思の確認の有名無実化」の回避の目的

(別紙3) 7

は、結局のところ、Xらが市場内外でY株式を買い集めることにより、実行議決権割合が過半数に肉薄して現経営陣の経営支配権が脅かされることになるので、その前の水準までXらの議決権割合を低下させる目的であるというに等しく、正に現経営陣又はこれを支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保する目的と共通するものである。」

「Yは、Xらがルールに従っている限り持株比率が低下することはないなどとも主張する。

しかし、そもそも、そのルールは、Yの取締役会限りで決議し、導入したものであって、Xらが同意したものでなければ、Xらの意見を聞いたものでもない。ルールに違反したことが持株比率の低下という不利益を招来することが正当化されるのは、当該ルールに合理性と相当性がある場合であり、そのような場合には、本件買収防衛策が経営支配権の維持・確保を主要な目的とするものでないということができ得るものと解されるが、本件において、ルールに違反したと自体から、経営支配権の維持・確保が主要な目的でないとはできない。」

「Yは、株式の市場内外買付けを通じた買収では、対象会社の株主に対し、望まぬ株式売却を強いる効果(いわゆる強圧性)があるので、Yにはこれを排除する目的があったなどと主張する。

たしかに、対象会社の株主が買収に応じないでいる間に買収が実現すると、当該株主は、買収に応じた場合と比べて不利益を被ると予想されるために、株主が買収に応じようとする圧力を受けるといふ事態は、理論上想定されるところであり、そのような強圧性のある買収手法に一定の対処をすべきであるといふ主張自体は、理解できる面がある。したがって、Yに、強圧性のある買収手法を排除する目的があったとの主張は、客観的には理解できないとはいふところである。

しかし、強圧性の程度を実証的かつ定量的に把握することは困難である上、買収手法等により強圧性の程度には差があり得ることが指摘されている。そして、前記認定事実によれば、本件において、Xは、再公開買付けを実施する予定である旨を公表した際、再公開買付け前の株式の市場内外買付けはY株式の議決権割合の3分の1までしか行わず、その後の買付けは再公開買付けにおいて行うことを明言しており、市場内外買付けによる強圧性については相応の配慮がされているものである。また、前記認定事実によれば、公表された上記再公開買付けは、買付予定数に下限が設定されていないが、他方、買付予定数には上限も設定されず、再公開買付け終了後の議決権割合が3分の2以上となった場合には、全株買付けとその後の公開買付け価格と同額によるスクイーズアウト(締出し)が予定されており、強圧性の程度は必ずしも高くないか、又は強圧性の減少のために相応の措置がとられているといえるものである。

したがって、客観的には、Yに強圧性のある買収手法を排除する目的があった可能性は否定することができないが、仮にこれがあるとすると、その目的自体弱いものといふべきであ

(別紙3) 8

経営方針等につき具体的な回答をしなかったことをもって、真摯に合理的な経営を目指すものではないと断ずることはできない。」

「以上によれば、本件新株予約権無償割当ては、Yの経営支配権に現に争いがある場合において、Y株式の敵対的買収によって経営支配権を争うXらの株券等保有割合を低下させ、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・確保することを主要な目的とするものであり、新株予約権の無償割当てに類推適用される会社法247条2号の「新株予約権の発行が著しく不正な方法により行われる場合」に該当するといふべきであるところ、それによりXが不利益を受けるおそれがあると一応認められるのであるから、Xはその差止請求権を有する。」

#### (b)日本技術開発事件東京地裁決定の枠組みを前提とした判断

「本件買収防衛策に基づいて対抗措置が発動された場合においては、株主総会において株主意思を確認することが予定されていない(……本件臨時株主総会においても本件買収防衛策及びこれに基づく対抗措置の是非については予定されていない。)と認めるに足りる疎明資料もないから、本件新株予約権無償割当ての当否を同事件決定が示した枠組みに従って判断することは、適当とは解されない。」

る。」

「①Xは、Yの経営陣から見れば敵対的買収を行う者に当たること、②Yの経営陣とXとは互いに会社法上許容される方策をちゅうちよく実行している状況にあり、両者の対立は深刻かつ解消困難な程度に至っていること、③X及び共同保有者のY株式に係る株券等保有割合は、本件買収防衛策に基づく対抗措置の発動が決議された……時点で30.77%であり、本件買収防衛策の導入が公表された……時点でも22.53%であったが、本件買収防衛策に基づく対抗措置としての本件新株予約権無償割当てにより、Xらは上記の各割合を下回る20.5%まで株券等保有割合が低下することを強いられること、④本件新株予約権無償割当てにより、差別的行使条件等及び差別的取得条項等が付された甲種新株予約権を全株主に對して割当て、Yは一定の日においてこれを取得するが、取得の対価として、Xグループ以外の株主に対しては普通株式を、Xグループに対しては、今後大量買付行為を実施しないことを誓約するなどし、かつ、株券等保有割合が20.5%を下回る範囲内でのみ行使できるとの差別的行使条件の付された乙種新株予約権を交付することとされ、Xらの保有する株式の希釈化が起こることは確実であるとともに、Yが甲種新株予約権を取得する対価として普通株式を交付する相手方は、Xグループ以外の株主に限られること、⑤XはこれによりYに対して敵対的買収を継続することが不可能ないし著しく困難になったことが一応認められるところであり、他方、Yには、客観的には、強圧性のある買収手法を排除する目的があった可能性を否定することができないが、仮にこれがあるとしても、その目的自体強いものであることは、前記認定・説示のとおりである。」

これらの事情を総合すれば、本件新株予約権無償割当ては、経営を担当している取締役等又はこれを支持して事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的とするものであったと推認するのが相当である。」

「Yは、本件買収防衛策の導入及びそれに基づく対抗措置の発動について、株式会社東京証券取引所が『上場管理等に関するガイドライン』において定める独立性基準を満たす構成員から成る特別委員会を諮問を要し、あくまでも取締役会の判断を代替又は補充する存在であつて、その判断を株主意思の確認に置き換えることはできないから、上記諮問を経た事実が前記認定を左右するものではない。」

「前記認定事実及び以上の認定・説示によれば、前記……の特段の事情があると認めるとはできず、他にこれを認めるに足りる疎明資料はない。」

Yは、Xが、Yとの書簡等のやり取りにおいて、Y株式取得後の具体的な経営方針等につき、Yから再三にわたる問合せを受けたにもかかわらず十分な回答をしなかったことからすれば、本件においては、……特段の事情があると主張する。しかし、……Yは持ち株会社であつて、XがYの会社法上の公妻資料等から得られる情報には限りがあること、YがXから要求されたデューデリジェンスに応じなかったこと、Xが入手できるYに関する情報には制約があったことが一応認められ、これらの事情に徴すると、Xが、買収後の

(別紙3) 10

(別紙3) 9

3. 時系列 (裁判所が認定していない事実を含む)

抗告審決定での認定ベース + 開示資料等【開示】

[ ] 内は主体

| 年   | 月日   | 事実                                                                           |
|-----|------|------------------------------------------------------------------------------|
| R02 | 1105 | 本件MBOについて公表【A】                                                               |
|     | 1105 | 本件MBO公開買付けへの応募推奨決議【Y取締役会】                                                    |
|     | 1106 | 本件MBO公開買付け開始【A】<br>期間=1106~1221(当初)【開示】<br>買付下限=1830万3000株【開示】<br>買付価格=600円  |
|     | 1110 | 市場での取得開始(それ以前は0%)【開示】                                                        |
|     | 1119 | 大量保有報告書(1112時点の保有割合=6.10%〔市場外を含む〕、保有目的「投資及び状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと。」)【開示】 |
|     | 1120 | 変更報告書(1113時点の保有割合=7.44%〔市場外を含む〕)【開示】                                         |
|     | 1124 | 変更報告書(1116時点の保有割合=8.64%〔市場外を含む〕)【開示】                                         |
|     | 1125 | 変更報告書(1117時点の保有割合=9.71%〔市場外を含む〕)【開示】                                         |
|     | 1126 | 変更報告書(1118時点の保有割合=10.71%〔市場外を含む〕)【開示】                                        |
|     | 1127 | 変更報告書(1119時点の保有割合=12.62%〔市場外を含む〕)【開示】                                        |
|     | 1201 | 変更報告書(1124時点の保有割合=13.68%)【開示】                                                |
|     | 1211 | 変更報告書(1204時点の保有割合=14.91%)【開示】                                                |
|     | 1217 | 変更報告書(1210時点の保有割合=16.54%)【開示】                                                |
|     | 1224 | 変更報告書(1217時点の保有割合=17.91%)【開示】                                                |
| R03 | 0108 | 変更報告書(1228時点の保有割合=19.05%)【開示】                                                |
|     | 0114 | 旧公開買付けの方針決定を公表【X】                                                            |
|     | 0118 | 変更報告書(0108時点の保有割合=20.24%)【開示】                                                |
|     | 0126 | 本件MBO公開買付け価格変更(1200円)【A】                                                     |
|     | 0202 | デュレディリジェンス実施拒否の書簡【Y】                                                         |

|      |                                                                               |
|------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 0205 | 旧公開買付け開始【X】<br>期間=0205~0322<br>買付上限・下限=なし<br>買付価格=1210円(本件MBO公開買付け価格+10円)     |
| 0209 | 本件MBO公開買付け不成立【A】                                                              |
| 0210 | 旧公開買付けに対する意見表明留保【Y取締役会】                                                       |
| 0215 | 対質問回答報告書【X】                                                                   |
| 0219 | 旧公開買付けに対する意見表明(反対)【Y取締役会】                                                     |
| 0301 | 本件特別配当(1株300円。基準日は0318)の実施公表(4月下旬予定の本件臨時株主総会における株主の承認が条件)【Y】                  |
| 0301 | 国際航業・JAG国際エナジー株式の売却方針公表【Y】【開示】                                                |
| 0303 | 旧公開買付け撤回【X】                                                                   |
| 0304 | 市場で追加取得(0309に22.53%に)【X】                                                      |
| 0309 | 本件買収防衛策導入決議【Y取締役会】                                                            |
| 0310 | 市場内外で追加取得(0316に30.77%に)【X】                                                    |
| 0312 | 変更報告書(0305時点の保有割合=21.47%)【開示】                                                 |
| 0316 | 変更報告書(0309時点の保有割合=22.53%)【開示】                                                 |
| 0317 | 再公開買付け予定等を公表【X】                                                               |
| 0319 | 変更報告書(0312時点の保有割合=24.20%)【開示】                                                 |
| 0322 | 本件新株予約権無償割当て決議。本件臨時株主総会での付議を予定していない旨を公表【Y取締役会】<br>基準日・効力発生日=0412・0413         |
| 0323 | 変更報告書(0316時点の保有割合=25.87%)【開示】                                                 |
| 0324 | 変更報告書(0317時点の保有割合=30.77%〔市場外を含む〕)【開示】                                         |
| 0402 | 原決定(差止仮処分命令)【東京地裁】                                                            |
| 0407 | 異議審決定(仮処分決定認可)【東京地裁】                                                          |
| 0408 | 無償割当て基準日・効力発生日の変更決議【Y取締役会】<br>基準日・効力発生日=0427・0428                             |
| 0423 | 抗告審決定(抗告棄却)【東京高裁】                                                             |
| 0427 | 再開公開買付け開始【開示】<br>期間=0427~0611<br>買付上限・下限=なし<br>買付価格=910円(旧公開買付け価格-本件特別配当300円) |
| 0428 | 臨時株主総会で本件特別配当承認【Y株主総会】【開示】                                                    |



【別紙4】 その他の事件の時系列（裁判所が認定していない事実を含む）

1. 富士興産事件

原決定での認定ベース+抗告審【抗】・開示資料等【開示】

[ ] 内は主体

|      |                                                                                                        |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 0514 | 再開公開買付けに対する意見表明留保 [Y 取締役会] 【開示】                                                                        |
| 0602 | 再開公開買付け期間変更 (0427~0616) 【開示】                                                                           |
| 0615 | 再開公開買付け価格・期間変更 (960円・0427~0629) 【開示】                                                                   |
| 0618 | 再開公開買付けに対する意見表明 (中立) [Y 取締役会] 【開示】                                                                     |
| 0629 | 再開公開買付け期間変更 (0427~0715) 【開示】                                                                           |
| 0714 | 再開公開買付け価格・期間変更 (970円・0427~0730) 【開示】                                                                   |
| 0714 | 再開公開買付けに対する意見表明 (賛同) [Y 取締役会] 【開示】                                                                     |
| 0703 | 公開買付け成立 (買付後の所有割合74.74%) [X] 【開示】                                                                      |
| 0831 | 臨時株主総会 [Y 株主総会] 【開示】<br>・株式併合決議 (135万株→1株)<br>・子会社株式譲渡決議<br>国際航業株式会社 (→ジオ社)<br>JAG 国際エナジー株式会社 (→グリーン社) |
| 1114 | 臨時株主総会 [Y 株主総会] 【開示】<br>承継事業 = 子会社管理事業<br>承継会社 = 株式会社 JAG                                              |
| 1115 | 吸収分割の効力発生 [Y] 【開示】                                                                                     |

(別紙3) 13

| 年   | 月日   | 事実                                                                |
|-----|------|-------------------------------------------------------------------|
| R02 | 06頃  | 債権者と面談 [アスリートキャピタル]                                               |
|     | 0807 | 取得開始 (それ以前は0%) 【開示】                                               |
|     | 0821 | 大量保有報告書 (0814 時点の保有割合=5.07% [市場外を含む]、保有目的「純投資」) [アスリートキャピタル] 【開示】 |
|     | 0827 | 変更報告書 (0820 時点の保有割合=6.35% [市場外を含む]) [アスリートキャピタル] 【開示】             |
|     | 0904 | 変更報告書 (0828 時点の保有割合=7.44% [市場外を含む]) [アスリートキャピタル] 【開示】             |
|     | 0911 | 変更報告書 (0904 時点の保有割合=8.48% [市場外を含む]) [アスリートキャピタル] 【開示】             |
|     | 0930 | 債権者と面談 [アスリートキャピタル]                                               |
|     | 1014 | 変更報告書 (1007 時点の保有割合=10.18% [市場外を含む]) [アスリートキャピタル] 【開示】            |
|     | 1126 | MBO による非公開化を提案 [アスリートキャピタル]                                       |
|     | 1203 | 交渉に移行するのは難しい旨を回答 [債権者]                                            |
|     | 1218 | 変更報告書 (1211 時点の保有割合=11.36%) [アスリートキャピタル] 【開示】                     |
| R03 | 0104 | 変更報告書 (1222 時点の保有割合=12.39%) [アスリートキャピタル] 【開示】                     |
|     | 0129 | 変更報告書 (0122 時点の保有割合=13.41%) [アスリートキャピタル] 【開示】                     |
|     | 0204 | 変更報告書 (0128 時点の保有割合=14.83%) [アスリートキャピタル] 【開示】                     |
|     | 0319 | 債権者と面談 [アスリートキャピタル]                                               |
|     | 0414 | 債権者と面談 [アスリートキャピタル]                                               |
|     | 0426 | 債権者に通知文 [アスリートキャピタル]                                              |

(別紙4) 1

|      |                                                                     |
|------|---------------------------------------------------------------------|
| 0804 | 本件公開買付け開始 [債権者] 【開示】                                                |
| 0810 | 抗告審決定 (抗告棄却) [東京高裁]                                                 |
| 0811 | 本件公開買付け期間変更 (0428～0825) [債権者] 【開示】                                  |
| 0824 | 本件公開買付け期間変更 (0428～0907) [債権者] 【開示】<br>本件公開買付け撤回 [債権者] 【開示】          |
| 0831 | 変更報告書 (保有目的「投資及び経営陣への助言、重要提案行為等を行うこと。」) [アスリードキャピタル] 【開示】           |
| 1111 | 変更報告書 (1108 時点の保有割合=16.02% [信用買いを含む]) [アスリードキャピタル] 【開示】             |
| R04  | 変更報告書 (0131 時点の保有割合=16.49% [信用買いを含む]) [アスリードキャピタル] 【開示】             |
| 0207 | 変更報告書 (0307 時点の保有割合=15.42% [信用買いを含む]) [アスリードキャピタル] 【開示】             |
| 0314 | 変更報告書 (0314 時点の保有割合=15.34% [信用買いを含む]) [アスリードキャピタル] 【開示】             |
| 0324 | 変更報告書 (0317 時点の保有割合=2.14% [信用買いの記載なし]、保有目的=「純投資」) [アスリードキャピタル] 【開示】 |

|      |                                                                                                                                               |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 0428 | 本件公開買付け開始 [債権者]<br>期間=0428～0614<br>買付上限・下限=なし・185万3100株 (保有割合が40%になる数)<br>買付価格=1250円 (0426の終値+プレミアム7.21%)<br>本件独立委員会の設置を決議 [取締役会]             |
| 0507 | 変更報告書 (0427 時点の保有割合=15.27%、保有目的「純投資並びに支配権の取得及び発行者の非公開化 etc.」) [アスリードキャピタル] 【開示】                                                               |
| 0513 | 本件独立委員会に諮問 [取締役会]                                                                                                                             |
| 0514 | 勧告 (意見留保、基本方針・対応方針導入は適切) [本件独立委員会]<br>期末配当の修正 (金額未定) を発表 [債権者]                                                                                |
| 0517 | 本件公開買付けに対する意見表明留保 [取締役会]                                                                                                                      |
| 0524 | 対質問回答報告書 [債権者]<br>基本方針決定・本件対応方針導入決議 [取締役会]                                                                                                    |
| 0527 | 勧告 (反対意見表明、本件対応方針導入・対抗措置発動について株主意思確認総会の開催) [本件独立委員会]                                                                                          |
| 0528 | 以下の事項を決定・公表 [取締役会]<br>・本件公開買付けに対する意見表明 (反対)<br>・本件公開買付け終了日延期要請 (0609 正午が期限)<br>・債権者が要請に応じた場合<br>・期末配当 (普通配当 23 円、特別配当 80 円)<br>・長期ビジョン、中期経営計画 |
| 0603 | 本件公開買付け終了日延期要請拒否 [債権者]                                                                                                                        |
| 0609 | 勧告 (対抗措置の具体的内容) [本件独立委員会]                                                                                                                     |
| 0611 | 本件新株予約権無償割当て決議 (0624 開催の定時株主総会で承認が得られなければ中止する旨も) [取締役会]<br>本件仮処分命令申立て [債権者] 【開示】                                                              |
| 0614 | 本件公開買付け期間変更 (0428～0709) [債権者] 【開示】                                                                                                            |
| 0623 | 原決定 (仮処分命令申立て却下) [東京地裁]                                                                                                                       |
| 0624 | 定時株主総会で以下を承認 [株主総会] 【抗】<br>・期末配当 (103 円)<br>・取締役選任                                                                                            |
| 0709 | 本件公開買付け期間変更 (0428～0728) [債権者] 【開示】                                                                                                            |
| 0720 | 本件公開買付け期間変更 (0428～0805) [債権者] 【開示】                                                                                                            |

2. 東京機械製作所事件

原決定での認定ベース+抗告審決定【抗】・開示資料等【開示】

[ ] 内は主体

| 年   | 月日   | 事実                                                                                            |
|-----|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| R03 | 0609 | 取得開始(それ以前は0%)【開示】                                                                             |
|     | 0720 | 大量保有報告書(0713時点の保有割合=8.08% [信用買いを含む]、保有目的「純投資」)【債権者】【開示】                                       |
|     | 0721 | 変更報告書(0714時点の保有割合=15.01% [信用買いを含む]、保有目的「支配権の取得。ただし、現時点で、発行者に取締役候補者を派遣することは予定していない。」)【債権者】【開示】 |
|     | 0726 | 変更報告書(0715時点の保有割合=21.16% [信用買いを含む])【債権者】【開示】                                                  |
|     | 0729 | 変更報告書(0719時点の保有割合=23.79% [信用買いを含む])【債権者】【開示】                                                  |
|     |      | 変更報告書(0720時点の保有割合=26.50% [信用買いを含む])【債権者】【開示】                                                  |
|     | 0730 | 変更報告書(0721時点の保有割合=32.72% [信用買いを含む])【債権者】【開示】                                                  |
|     | 0803 | 債権者に対して質問書送付【取締役会】<br>・情報提供を求める<br>・買増しを行わないよう求める                                             |
|     | 0806 | 本件対応方針導入決議【取締役会】<br>独立委員会設置【債権者】                                                              |
|     | 0810 | 変更報告書(0802時点の保有割合=34.06% [信用買いを含む])【債権者】【開示】                                                  |
|     |      | 回答書送付・公表【債権者】                                                                                 |
|     | 0813 | 「貴社らの回答書について」送付・公表【債権者】                                                                       |
|     | 0816 | 回答書(2)送付・公表【債権者】                                                                              |
|     | 0818 | 変更報告書(0811時点の保有割合=35.47% [信用買いを含む])【債権者】【開示】                                                  |
|     | 0819 | プレスリリース(債権者らの本件対応方針不遵守)【債権者】                                                                  |
|     | 0820 | 変更報告書(0813時点の保有割合=36.86% [信用買いを含む])【債権者】【開示】                                                  |

(別紙4) 4

|      |                                                                                                                                                |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 0823 | 変更報告書(0816時点の保有割合=38.64% [信用買いを含む])【債権者】【開示】                                                                                                   |
| 0824 | プレスリリース(本件対応方針に則り対応)【債権者】<br>「貴社らによる当社株式の追加取得について」送付・公表【債権者】                                                                                   |
| 0826 | 回答書(3)送付・公表【債権者】                                                                                                                               |
| 0827 | 面談(対抗措置発動、債権者代表取締役社長ら)                                                                                                                         |
| 0830 | 勧告(対抗措置発動、これについて株主意思確認総会の開催、株主意思確認総会の決議要件)【独立委員会】<br>本件新株予約権無償割当て決議(10月下旬開催の臨時株主総会で承認が得られなければ中止する旨も)【取締役会】<br>連結子会社の固定資産譲渡、希望退職者募集を決議・公表【取締役会】 |
| 0831 | 臨時株主総会の基準日(0914)決定・公表【債権者】<br>差止仮処分命令申立て予告【債権者】                                                                                                |
| 0902 | 連結子会社の固定資産譲渡、希望退職者募集についての通知書送付・公表【債権者】                                                                                                         |
| 0903 | 通知書への反論公表【債権者】                                                                                                                                 |
| 0910 | 質問状送付・開示【債権者】                                                                                                                                  |
| 0913 | 変更報告書(0906時点の保有割合=39.94% [信用買いの記載なし])【債権者】【開示】<br>質問状への回答等表明【債権者】                                                                              |
| 0915 | 訂正報告書(0906時点の保有割合=39.52%)【債権者】【開示】                                                                                                             |
| 0917 | 本件仮処分命令申立て【債権者】                                                                                                                                |
| 0922 | 議決権行使許容仮処分命令申立て【債権者】                                                                                                                           |
| 0924 | 本件株主意思確認総会のための検査役選任決定【東京地裁】                                                                                                                    |
| 0927 | 追加質問状送付・公表【債権者】                                                                                                                                |
| 0928 | 質問状・追加質問状について10月上旬までの公表約束表明【債権者】                                                                                                               |
| 0929 | 本件株主意思確認総会の開催日(1022)・決議事項・本件新株予約権無償割当ての詳細決定【取締役会】                                                                                              |
| 1001 | 0910付け質問状への回答送付・公表【債権者】<br>誓約書送信・公表【債権者】                                                                                                       |
| 1005 | 質問状送付・公表【債権者】                                                                                                                                  |
| 1006 | 0927付け質問状への回答送信・公表【債権者】<br>本件株主意思確認総会招集通知、委任状勧誘のための補足資料【債権者】<br>委任状勧誘【債権者】                                                                     |
| 1009 | 債権者の経営方針等を説明する文書【債権者】                                                                                                                          |

(別紙4) 5

3. ツッ星事件

原決定での認定ベース+開示資料等【開示】

[ ] 内は主体

| 年   | 月日   | 事実                                                                 |
|-----|------|--------------------------------------------------------------------|
| R03 | 0730 | 取得開始 (それ以前は 0%) [債権者] 【開示】                                         |
| R04 | 0222 | 株主総会招集請求 (取締役解任、新取締役選任、監査等委員である取締役選任) [債権者]                        |
|     | 0308 | 臨時株主総会招集許可申立て [債権者]                                                |
|     | 0311 | 大量保有報告書 (0916 時点の保有割合=5.04%、保有目的 [純投資]) [債権者] 【開示】                 |
|     |      | 変更報告書 (0929 時点の保有割合=6.16%) [債権者] 【開示】                              |
|     | 0314 | 訂正報告書 (保有目的 [経営参画、長期保有]) [債権者] 【開示】                                |
|     | 0315 | 変更報告書 (0222 時点の保有割合=6.34%) [債権者] 【開示】<br>* 1004 頃までに取得、同日以降取得しておらず |
|     | 0316 | 0222 の請求を受けた基準日設定公告 [債権者]                                          |
|     | 0317 | 株主名簿閲覧請求 (目的: 委任状勧誘) [債権者]                                         |
|     | 0325 | 質問事項を記載した書面を送付 [債権者]                                               |
|     | 0331 | 債権者関係者らの持株比率 21.63%<br>その他関係者はこの日以降債権者株式を取得しておらず                   |
|     | 0401 | 株主名簿閲覧照会返分命令申立て [債権者]                                              |
|     | 0408 | 臨時株主総会招集決定・公表 [債権者]<br>本件対応方針決議・公表 [取締役会]<br>本件独立委員会設置決議・公表 [取締役会] |
|     | 0411 | 株主名簿閲覧照会返分命令申立認容決定 [大阪地裁]<br>→債権者から保全異議申立て、その後合意成立により申立事件取下げ       |
|     | 0424 | 定時株主総会 (本件株主意思確認総会) における株主提案 [債権者]<br>→後に撤回                        |
|     | 0426 | 回答書送付 [債権者]                                                        |
|     | 0502 | 警告書送付 (株式会社三ツ星株主委任状勧誘担当事務局) との名称を用いた委任状勧誘をしないよう求める) [債権者]          |
|     | 0506 | 警告書送付 (本件買収提案を停止するよう求める) [債権者]                                     |
|     | 0509 | 嚴重抗議書送付、債権者株式を買い進める予定がない旨公表 [債権者]                                  |
|     | 0509 | 回答書受領を公表 [債権者]                                                     |

(別紙 4) 7

|          |                                                                                                                                                                                                                                                         |
|----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1011     | 追加質問状を送付したこと等を記載した文書公表 [債権者]<br>追加質問状に対する対応方針等公表 [債権者]                                                                                                                                                                                                  |
| 1015     | 追加質問状に対する回答の文書公表 [債権者]<br>本件仮処分命令申立てにかかる審尋期日における合意 [債権者・債務者]<br>・債権者の A 新株予約権の無償割当てに係る基準日・効力発生日の再設定<br>・債権者・債務者の委任状勧誘について<br>・本件株主意思確認総会での行動<br>本件新株予約権無償割当ての基準日・効力発生日・A 新株予約権と B 新株予約権の行使期間の始期 (1118・1119・0208) 等修正 [取締役会]<br>議決権行使許容仮処分命令申立て取下げ [債権者] |
| 1018     | 面談記録公開 [債権者]                                                                                                                                                                                                                                            |
| 1019     | 更なる追加質問状を交付したこと等を記載した文書公表 [債権者]                                                                                                                                                                                                                         |
| 1020     | 更なる追加質問状に対する対応方針・債権者経営陣に対する追加質問を記載した文書公表 [債権者]                                                                                                                                                                                                          |
| 1021     | 更なる追加質問状に対する回答の文書公表 [債権者]<br>債権者株式の取得方法を説明する文書公表 [債権者]                                                                                                                                                                                                  |
| 1022     | 債権者の質問に対する債権者の回答状況をとりまとめたリスト公表 [債権者]<br>本件株主意思確認総会 [株主総会]<br>・本件議案可決                                                                                                                                                                                    |
| 1029     | 原決定 (仮処分命令申立て却下) [東京地裁]                                                                                                                                                                                                                                 |
| 1105     | 誓約書差し入れ [債権者] 【抗】                                                                                                                                                                                                                                       |
| 1109     | 抗告審決定 (抗告棄却) [東京高裁]                                                                                                                                                                                                                                     |
| 1118     | 最高裁決定 (抗告棄却) [最高裁]                                                                                                                                                                                                                                      |
| 1210     | 変更報告書 (提出者・共同提出者の住所変更。同報告書の記載から、0910 時点の保有割合=39.94%) [債権者] 【開示】                                                                                                                                                                                         |
| R04 0107 | 変更報告書 (保有目的 [発行者の株式を中長期的に保有し、株主総会の取締役人事権 (会社法 329 条 1 項、339 条 1 項) に係る株主権を行使することを通じて、発行者の企業価値及び株式価値の向上を目指す etc.)] [債権者] 【開示】                                                                                                                            |
| 0303     | 変更報告書 (0225 時点の保有割合=7.94%) [債権者] 【開示】                                                                                                                                                                                                                   |

(別紙 4) 6

|      |                                                                                                          |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 0512 | 臨時株主総会（本件各議案否決）【株主総会】                                                                                    |
| 0517 | 経営陣との協議の場を持つことを提案【債権者】                                                                                   |
| 0518 | 本件対抗措置発動決議・公表【取締役会】                                                                                      |
| 0603 | 本件株主意思確認総会招集通知【債権者】                                                                                      |
| 0614 | 本件株主意思確認総会における本件対抗措置の必要性・内容についての資料公表【債権者】                                                                |
|      | 本件独立委員会の勧告を踏まえ、債権者グループを非適格者に該当すると認定【取締役会】・公表【債権者】                                                        |
| 0624 | 本件株主意思確認総会【株主総会】<br>・本件新株予約権無償割当て可決                                                                      |
| 0701 | 原決定（差止仮処分命令）【大阪地裁】                                                                                       |
| 0711 | 異議審決定（仮処分決定認可）【大阪地裁】                                                                                     |
| 0721 | 抗告審決定（保全抗告棄却）【大阪高裁】                                                                                      |
| 0728 | 最高裁決定（抗告棄却）【最高裁】<br>本件新株予約権無償割当て中止決定【取締役会】【開示】<br>株主総会招集請求（本件対応方針廃止、取締役解任、新取締役選任、監査等委員である取締役選任）【債権者】【開示】 |
| 0816 | 0728の請求を受けた基準日設定公告【債権者】【開示】                                                                              |
| 0920 | 債権者との合意書締結公表【債権者】【開示】<br>臨時株主総会の日時・会社提案（取締役選任、監査等委員である取締役選任（同議案の承認可決を停止条件として現任取締役らは辞任）等決定）【取締役会】【開示】     |
| 1025 | 臨時株主総会【株主総会】【開示】                                                                                         |

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

最近の買収防衛策を巡る動向(2)  
—富士興産事件、東京機械製作所事件—

2022年11月25日(金) 15:00~17:12

オンライン開催

出席者(五十音順)

|    |    |                          |
|----|----|--------------------------|
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授              |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授               |
| 梅本 | 剛正 | 甲南大学共通教育センター教授           |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授 |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授        |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授               |
| 北村 | 雅史 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授         |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授          |
| 齊藤 | 真紀 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 白井 | 正和 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 高橋 | 陽一 | 京都大学大学院法学研究科准教授          |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授               |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授         |
| 山下 | 徹哉 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授           |
| 若林 | 泰伸 | 早稲田大学大学院法務研究科教授          |

【報 告】

## 最近の買収防衛策を巡る動向（２）

### －富士興産事件、東京機械製作所事件－

京都大学大学院法学研究科教授

白 井 正 和

#### 目 次

- |                                     |                                         |
|-------------------------------------|-----------------------------------------|
| I. はじめに                             | 断)                                      |
| II. 判例法理における買収防衛策の有効性の判断枠組み         | IV. 東京機械製作所事件                           |
| 1. 判例法理の体系的な理解                      | 1. 事案の概要と裁判所の判断                         |
| 2. 買収防衛策の必要性に関する判断枠組み               | 2. MoM 要件による株主意思の確認と勧告的決議               |
| 3. 判例法理が実務に与えた影響と勧告的決議の増加           | 3. 本件で MoM 要件による決議を選択したことの当否            |
| III. 富士興産事件                         | (1) 問題の所在                               |
| 1. 事案の概要と裁判所の判断                     | (2) ADC らによる株式買い集めの手法と MoM 要件による株主意思の確認 |
| 2. 取締役会による買収防衛策の発動決議後の株主総会による承認     | (3) 市場内買い集め（一般）と MoM 要件による株主意思の確認       |
| 3. 買収防衛策の必要性を判断する際の株主総会決議の決議要件      | 4. 時間及び情報の確保と企業価値毀損との関係                 |
| 4. 公開買付けに強圧性の問題は生じていない旨の主張と買収防衛策の発動 | 5. その他（部分買付けと MoM 決議）                   |
| 5. その他（不公正発行該当に関する判                 | 討 論                                     |

○伊藤 定刻になりましたので、11月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、「最近の買収防衛策を巡る動向（２）－富士興産事件、東京機械製作所事件－」というテーマで白井先生からご報告をいただきます。

よろしくお願ひします。

○白井 京都大学の白井です。本日は、どうぞよろしくお願ひ致します。

#### I. はじめに

前回と今回の JPX 金融商品取引法研究会では、前回の研究会の際に伊藤靖史先生からご説明がありましたように、「最近の買収防衛策を巡る動向」と題しまして、2021年に実際に試みられました4件の敵対的買収の事例、具体的には日邦産業事件、日本アジアグループ事件、富士興産事件、そして東京機械製作所事件の4つの事件の分析・検討を行います。

前回の研究会における伊藤靖史先生のご報告では、このうちの日邦産業事件と日本アジアグループ事件について詳細な検討・報告が示されまして、その後に質疑応答が行われました。本日の私の報告では、残りの2つの事件、すなわち富士興産事件と東京機械製作所事件を扱いたいと思います。

本日の報告の概要ですが、まずは、2000年代の後半に大枠が固まった我が国の判例法理における買収防衛策の有効性の判断枠組みというものを簡潔に確認するとともに、その背後にあると考えられる価値判断（ポリシー）を考察します。そのうえで、項目Ⅲ. では富士興産事件について、項目Ⅳ. では東京機械製作所事件について、それぞれ検討していきたいと思います。

検討に当たりましては、従来の判例法理との整合性や、これらの事件につき裁判所の判断を読み解く際の私が考える留意点などについても、言及をさせていただきたいと考えております。

## Ⅱ. 判例法理における買収防衛策の有効性の判断枠組み

### 1. 判例法理の体系的な理解

敵対的買収の場面における買収防衛策の有効性の判断枠組みを巡りましては、とりわけ2000年代の半ば以降、我が国でも判例法理の大幅な進展が見られます。その中でも、理論的な観点及びその後の実務への影響という点で特に重要な裁判例であると位置付けられますのが、ニッポン放送事件の東京高裁決定（東京高決平成17年3月23日判時1899号56頁）及びブルドックソース事件の最高裁決定（最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁）になります。とりわけブルドックソース事件の最高裁決定によって、買収防衛策の必要性及び相当性という観点からその有効性を判断するという枠組みが採用されることが明確にされました。

そのうえで、買収防衛策の有効性を判断する際の裁判所の姿勢、言い換えますと審査の際の厳格さの程度という点では、一見すると対照的であるようにも見えるニッポン放送事件の東京高裁決定

とブルドックソース事件の最高裁決定ではあるのですが、いずれの決定においても、買収防衛策の導入・発動に当たっては、買収対象会社の株主総会決議を通じた株主の意思を問うべきであるという価値判断、すなわち、敵対的買収の場面における買収の是非は、買収対象会社の株主が判断すべきであるという価値判断がその背後にあると考えられる点では、まさに共通するものと言えます。

そして、こうした裁判所の価値判断というのは、両決定以後の我が国の買収防衛策を巡る裁判例においても明確に承継されているものと考えられます（東京高決平成20年5月12日金判1298号46頁〔ピコイ事件〕、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〕など）。

### 2. 買収防衛策の必要性に関する判断枠組み

本日扱います富士興産事件及び東京機械製作所事件の内容を理解するに当たりましては、買収防衛策の必要性と相当性に関する判断枠組みのうち、とりわけ必要性に関する判断枠組みに注目する必要があります。前述のように、我が国の買収防衛策の必要性を巡る判例法理の背後には、買収防衛策の導入・発動に当たっては、買収対象会社の株主総会決議を通じた株主の意思を問うべきである（裁判所としては買収防衛策の導入・発動が必要か否かの判断に当たっては株主の意思を尊重すべきである）という価値判断が強く根付いていることがうかがえます。

それでは、我が国の判例法理の背後にあると考えられる以上の価値判断につきまして、理論的な観点からどのように評価することができるのだろうか。

まず、敵対的買収の場面において、買収対象会社の取締役会限りの判断で自由に、すなわち何の制約もなく買収防衛策を導入・発動できると解することは、買収対象会社の取締役の保身によって効率的な買収が妨げられたり、敵対的買収の脅威を通じた経営に対する規律付けの機能が弱められ



たりするなど、弊害が生じるおそれが否めないところでありまして、是認することは難しいと思われれます。少なくとも理論的には、経営に対する改善機能や規律効果を通じて、敵対的買収は買収対象会社またはその株主に利益をもたらす可能性が認められ、買収防衛策に関する法制度は敵対的買収を完全に阻止できるようなものであってはならないからです。

他方で、ブルドックス事件最高裁決定にいうところの「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、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、すなわち当該事案における買収対象会社の企業価値という観点から見た買収防衛策の必要性について、裁判所が、差止めの仮処分事件における限られた時間の中で主体的・積極的に判断するということには、通常は大きな困難を伴うものと考えられます。

したがって、買収防衛策の導入・発動に関して、買収対象会社の取締役に完全な裁量を与えるという考え方も、敵対的買収を通じた買収対象会社の企業価値の増減について裁判所による主体的・積極的な判断を期待するという考え方も、やはり現実にはいずれも問題が多く、そのような考え方の採用は難しいと言わざるを得ません。

以上の点を踏まえますと、買収防衛策の導入・発動の是非を巡り、会社の利益の最終的な帰属主体である株主の判断を尊重するという我が国の判例法理が採用する価値判断には、恐らくは次善の策という位置付けにはなるのでしょうが、その限りで基本的には合理性が認められると考えてよいように思われます。このように、株主の判断を尊重し、取締役会限りの判断による買収防衛策の導入・発動は原則として許さないというのが我が国の裁判所の基本的なスタンスであると評価できるところ、今日では、学説上も、買収防衛策の導入・発動に当たっては、買収対象会社の株主の意思を問うべきであるという以上のスタンスを支持する見解が少なくありません。

もっとも、ここで考えなければならない点とし

まして、裁判所としては買収対象会社の株主の判断を尊重すべきであるとしても、なぜその判断を株主総会で行う必要があるのかについては議論の余地があるのではないかと考えられます。

例えばブルドックス事件について言いますと、同事件では、敵対的買収者による買収対象会社の全株式を対象とした公開買付けが開始されていたわけですから、買収対象会社が買収防衛策として差別的な行使条件等が付された新株予約権の無償割当てを実施しなければ、公開買付けへの応募状況を通じて、敵対的買収に対する買収対象会社の株主の評価・判断が示されるとも考えられないではありません。具体的には、買収対象会社の株主は、現在の経営陣の下で今後実現される企業価値から計算される1株当たりの価値（割引現在価値）よりも敵対的買収者が提示する公開買付け価格の方が高いと考えるのであれば、買収を支持して公開買付けに応募する一方で、そのようには考えないのであれば、買収に反対して公開買付けには応募しないという対応をする可能性があり、こうした株主の対応が実際にとられるのであれば、公開買付けへの応募状況を通じて買収に対する株主の評価・判断が示されるといえるわけです。そのことを踏まえますと、ブルドックス事件で最高裁が、公開買付けへの応募を通じた株主の判断ではなく、買収防衛策の発動に関する株主総会決議を通じた株主の判断を尊重することとしたことは、一体どのように理解したらよいのかというのが、理論的な観点からは問題となるわけです。

そして、この問題を考えるうえで併せて指摘すべき点として、株主総会決議を通じた株主の判断には、基準日の株主と株主総会時点の真の株主との間にずれが生じ得るという問題があることを踏まえますと、買収対象会社の株主の意思を確認する方法として、株主総会決議を通じた判断の方が公開買付けへの応募を通じた判断よりも優れているとは断言できないということは、頭の片隅に置いておく必要があると思われれます。

そうするとおさら、なぜブルドックス事件で最高裁は、公開買付けへの応募を通じた株主

の判断ではなく、買収防衛策の発動に関する株主総会決議を通じた株主の判断を尊重することとしたのかという点が問題になるのですが、この問題について学説からは、公開買付けの強圧性の観点から一応の説明を試みる事が可能であると指摘されています。

公開買付けの強圧性 (coercion) とは、公開買付けの提案を受けた株主に公開買付け価格に対する不満があったとしても (具体的には、公開買付け価格が買収対象会社の現在・将来の企業価値を反映した株式価値よりも低いと考え、公開買付けに応募することは望ましくないと判断したとしても)、自分以外の他の株主の多くが当該公開買付けに応募することにより、当該公開買付けが応募多数で成立し、少数株主として会社に取り残されて不当な扱いを受けるのではないかという不安、又は事後に公開買付け価格よりも低い価格で締め出されてしまうことへの不安から、不本意ながらも当該公開買付けに応募するようになることをいいます。

すなわち、株主の判断が公開買付けに応じる方向でゆがめられてしまうという状況を指して用いられる言葉といえます。そのため、公開買付けに強圧性が認められる場合、株主による公開買付けへの応募の判断に、公開買付けに応じる方向での圧力、つまり売却の圧力がかかることで、公開買付けの応募状況を通じた敵対的買収に対する株主の評価・判断は正しくは示されないという状況、言い換えますと、株主の多くが敵対的買収に反対の立場であっても、公開買付けが応募多数で成立してしまうという状況が生じ得るわけです。そのことは、より大きな問題としては、企業価値を毀損させる望ましくない買収であっても、公開買付けが応募多数により成立してしまうことにもつながりかねないと指摘されることがあります。例えば飯田秀総先生がそのご著書の中で指摘されているところです (飯田秀総『公開買付け規制の基礎理論』(商事法務、2015年)195頁参照)。

これに対しまして、買収防衛策としての新株予約権の無償割当ての実施に関する株主総会の判断について言いますと、株主は敵対的買収に賛成な

らば実施に反対し、敵対的買収に反対ならば実施に賛成すればよいわけですから、強圧性の問題は通常は生じないと考えられます。ある株主が株主総会で買収防衛策に賛成票を投じたものの、仮にそれが反対多数で可決承認されなかったとしても、そのことに起因して、当該株主が敵対的買収者による公開買付けへの応募に関して不利益に扱われるということはないからです。

このように、ブルドックソース事件で最高裁が、公開買付けへの応募を通じた株主の判断ではなく、買収防衛策の発動に関する株主総会決議を通じた株主の判断を尊重することとしたことは、公開買付けの強圧性の問題を踏まえれば、理論的には一応の説明が可能であると考えられます。

### 3. 判例法理が実務に与えた影響と勧告的決議の増加

買収防衛策の有効性を巡る判例法理が我が国の実務に与えた影響としまして、買収防衛策を導入・発動しようとする場面 (平時の事前警告型買収防衛策の導入の場面を含む) では、そのことの是非を巡る株主総会における株主の判断をできるだけ得ようとする実務慣行が形成されてきたということが挙げられます。

こうした実務慣行の例として、近年では、買収対象会社における株主意思を確認する観点から、買収防衛策の導入・発動の是非や敵対的買収者による株式の大量取得の是非に関し、買収対象会社の株主総会決議、中でも勧告的決議の形で株主総会決議が採られる事例が広く観察されるようになっています。

取締役会設置会社において、株主総会の権限事項に含まれない事項について行われる決議のことを、一般に「勧告的決議」と呼んでいます。この勧告的決議については、株主総会の権限外の事項に係る決議であるため、それが可決承認されても、当該会社における多数株主の意思が明らかになるだけであり、勧告的決議によって新たな法律関係が生じるわけではなく、また、勧告的決議は、取締役会などの会社の機関を法的に拘束するもので

はないと解されています。

近年の裁判例におきましても、勧告的決議については、会社法上の株主総会の権限事項には含まれない、したがって法的効力が認められない決議であることを前提に、勧告的決議の無効確認の訴えにおける確認の利益を否定したり（東京地判平成26年11月20日判時2266号115頁）、勧告的決議を求める株主提案権の行使を否定したり（東京高決令和元年5月27日資料版商事法務424号118頁）するものが散見されるようになっていきます。

以下では、今日では多くの場合、買収防衛策の導入・発動を巡る株主総会決議は勧告的決議であるという事情も頭の片隅に置きながら、富士興産事件と東京機械製作所事件について、それぞれ検討を試みたいと思います。

### Ⅲ. 富士興産事件

#### 1. 事案の概要と裁判所の判断

富士興産事件の事案は、アスリード・ストラテジック・バリュー・ファンド（アスリード）らによる富士興産株式会社に対する敵対的公開買付けが開始された場面で、2021年6月11日に、富士興産の取締役会が買収防衛策（対抗措置）として差別的な行使条件等が付された新株予約権の無償割当ての実施を決議したというものです。富士興産事件の事案の詳細につきましては、レジュメの19ページ以下に〔参考1〕という形で整理しておきましたので、こちらも必要に応じてご確認いただければと思います。

2021年4月28日に開始されたアスリードらによる富士興産株式会社に対する公開買付けは、買付予定数の上限の定めのないいわゆる全部買付けであるとともに、買付予定数の下限は、公開買付け終了後のアスリードらの株券等所有割合が40%になるよう設定されていました。また、公開買付けの終了後に、公開買付価格と同額の金銭を対価としたキャッシュアウトの実施（株式の併合）も予告されていたという事案です。

富士興産事件の事案の私が考える重要な特徴と

しましては、次の2点があります。

- ①取締役会による当該無償割当ての実施に係る決議後であって当該無償割当ての効力発生日前に、富士興産の株主総会において当該無償割当ての実施等の是非を巡る株主意思を確認する機会が設けられており、実際に当該無償割当てを実施するかどうかは株主総会における株主意思に委ねられていたこと
- ②当該無償割当ての実施等の是非を巡る株主総会（勧告的決議）における決議要件は、普通決議とされていたこと

なお、当該無償割当ての効力発生日（2021年8月末日）前に当たる同年6月24日に開催された富士興産の定時株主総会では、当該無償割当ての実施等に係る議案につきまして、議決権行使総数の過半数を超える約66%の株主の賛成を得て可決承認されています。

原審決定に当たる東京地決令和3年6月23日（資料版商事法務450号151頁）は、以上の富士興産の取締役会の対応につきまして、同社の株主総会における株主の承認が得られなければ当該無償割当ての実施の撤回が予定されていたことを指摘したうえで、アスリードらによる「公開買付けについて適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保することができないことにより、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、会社の利益の帰属主体である株主自身により、判断させようとするものである」と述べまして、当該無償割当ては不公正発行には該当せず、株主平等原則の趣旨にも反しないとして、当該無償割当ての差止めを認めませんでした。

そのうえで、抗告審決定である東京高決令和3年8月10日（資料版商事法務450号143頁）も、原審決定で示された内容を基本的に引用したうえで、「抗告人〔アスリード〕の本件公開買付けに対して、相手方〔富士興産〕には買収防衛策を導入する必要性が認められ、買収防衛策の手段としての本件新株予約権無償割当ては、株主平等原則に違反するとも、あるいは著しく不公正な方法に

よるものともいえない」とし、原審決定と同様に、当該無償割当ての差止めを認めませんでした。

その際に抗告審では、(a)当該無償割当ての実施の是非を判断する株主総会決議は「普通決議によるもので、その賛成は議決権行使総数の66%にすぎない」ことを問題視するアスリードの主張、及び(b)買収の是非を巡る「株主意思の確認は、株主総会決議によるのではなく、個々の株主の公開買付けへの応募の有無によるべきである」とするアスリードの主張が正面から取り上げられました。抗告審決定は、比較的詳細な理由を付したうえで、(a)、(b)のアスリードの主張をいずれも退けています。

まず、(a)の主張に対しましては、「新株予約権無償割当てについては、法律上、決議要件として特別決議を要するものとはされておらず、平成19年最決（ブルドックソース事件最高裁決定）は、対象となっていた会社において、定款で特別決議を要するものと定められていたという事実関係の下における判断であり、買収防衛策として新株予約権無償割当てを行う場合に、常に株主総会の特別決議を要すると解すべき合理的な理由があるとはいえない」と述べ、買収防衛策の必要性を判断する際の株主総会決議につき、普通決議による判断であっても尊重されるべきであるとしています。

次に、(b)の主張に対しましては、「本件公開買付けには強圧性の問題が全く生じないとはいえない」ということを指摘したうえで、「株主総会において、本件公開買付けについての株主意思を確認することが不相当であるとはいえない」としています。

## 2. 取締役会による買収防衛策の発動決議後の株主総会による承認

富士興産事件では、取締役会により買収防衛策の発動（差別的行使条件等が付された新株予約権の無償割当ての実施）が決議された後で、その効力発生日の前に買収対象会社の株主総会における株主意思が諮られ、実際に買収防衛策を発動するか否かについては、株主総会における株主意思に

委ねられていました。

このような順序で株主意思を問うタイプの買収防衛策の発動というのは、少なくとも私が認識している限り、富士興産事件よりも前の時点で他に例を見ないところではないかと思われるのですが、取締役会による買収防衛策の発動決議後に株主の判断が示されるとしても、株主総会決議を通じた株主意思が買収防衛を是としない限り、買収防衛策の発動がその効力発生日前に中止（撤回）されることが十分に確保されているのであれば、そのことは、従来の我が国の判例法理の背後にある価値判断、すなわち買収防衛策の必要性の判断に当たっては株主総会決議を通じた株主の判断を重視すべきとする価値判断に何ら抵触するものではなく、問題ないものと思われます。

そのように評価するのであれば、富士興産事件では、買収防衛策の発動に際して買収対象会社の株主総会における株主の承認が実質的に要求されており、この点が、前回の研究会で扱われました日本アジアグループ事件と、買収防衛策の有効性を巡る裁判所の結論が正反対のものとなった最大の理由であると考えられます。

繰り返しになりますが、我が国の裁判所は、買収防衛策の有効性を判断するに当たり、当該防衛策の導入・発動が株主総会における株主の判断を経たうえで行われるものか、それとも取締役会限りの判断で行われるものかという点を重視していることがうかがわれることからしますと、以上の両事件における裁判所の結論がまさに正反対であるということは、我が国の従来の判例法理とも整合的に理解することができるようと思われます。

## 3. 買収防衛策の必要性を判断する際の株主総会決議の決議要件

この点に関しましては、前回の伊藤靖史先生のご報告の中でも取り上げられていまして、既に前回扱った論点であるという位置付けになりそうですので、報告時間との関係もございまして、ここでは省略をさせていただければと思います。私の見解は、レジュメの方に記載しておりますので、

ご確認いただければ幸いです。

#### 4. 公開買付けに強圧性の問題は生じていない旨の主張と買収防衛策の発動

富士興産事件でアスリードは、全部買付けであってその後の公開買付け価格と同額の金銭を対価としたキャッシュアウト（株式の併合）の実施も予告している同事件の公開買付けには、強圧性の問題は生じていないと主張し、かかる主張の当否が争われました。

仮にアスリードらが主張するとおり、同事件の公開買付けには強圧性の問題が何ら生じていないのだとしますと、同事件は、公開買付けへの応募を通じた株主の判断ではなく、買収防衛策の導入・発動に関する株主総会決議を通じた株主の判断を尊重することとしている判例法理の正当化根拠が当てはまらない事案であるということもできますので、たとえ株主総会における株主の賛同を得た場合であっても買収防衛策の導入・発動は許されないとの議論、言い換えますと、株主による公開買付けへの応募の状況を通じて買収の是非が判断されるべきであるとの議論も、理論的には成り立ち得る事案であるということになります。

しかしながら、この問題につきましては、同事件の公開買付けにおける買付予定数の下限は、公開買付け終了後のアスリードらの株券等所有割合が40%になるよう設定されており、株主総会の特別決議を確実に成立させるのに必要となる3分の2ではないことからしますと、「本件公開買付けに強圧性の問題が全く生じないとはいえない」とする抗告審の判断は妥当と言えるのではないかと考えています。

富士興産事件の株主としては、たとえアスリードらによる買収は富士興産事件の企業価値を毀損すると考えて反対の立場であっても、公開買付け終了後のキャッシュアウトの成否が公開買付けへの応募状況次第、又はキャッシュアウト議案に他の株主がどれだけ賛成票を投じるか次第であって確実とは言えない状況下では、アスリードらが会社支配権を取得した後の富士興産に少数株主とし

て取り残されることへの不安から、不本意ながらも公開買付けに応募するという判断をする可能性がやはり認められるからです。

したがって、公開買付けへの応募を通じた株主の判断ではなく、買収防衛策の導入・発動に関する株主総会決議を通じた株主の判断を尊重することとしている判例法理の正当化根拠は、富士興産事件においても基本的には当てはまると言うことができ、そうであるとすれば、「株主総会において、本件公開買付けについての株主意思を確認することが不相当であるとはいえない」旨の判断を抗告審が示したことは、適切であると言えるのではないかと思います。

以上の理解に対しましては、あり得る反論として、富士興産事件で観察される程度の公開買付けの強圧性であれば、買収対象会社の株主意思を確認する方法として公開買付けへの応募を通じた株主の判断の方を優先することとし、たとえ株主総会における株主の賛同を得たとしても、買収防衛策の発動を認めないとするのも、確かに可能であるのかもしれませんが。

理論的な観点からは、個々の事案ごとに強圧性の程度を精緻に評価し、それが公開買付けへの応募を通じた株主の判断をゆがめてしまう程度というものを考察したうえで、買収対象会社の株主意思を確認する方法として、公開買付けへの応募と株主総会決議のいずれが当該事案の下でより望ましいかを検討するという考え方にも、十分に合理性が認められるからです。

もっとも、実際の問題として、裁判所が仮処分事件の限られた時間の中で、微妙な強圧性の強弱の程度等を正確に判断し、どちらの方法がより望ましいかを当該事案の下で評価をするということは、現実には容易ではないようにも思われます。

そうであるならば、株主総会決議を通じた株主の判断を尊重するという判例法理が採用する考え方は、強圧性の程度がゼロ又は無視してよい程度に明らかに小さいと評価できる場合を除き、基本的には広く当てはまると考える方が、予見可能性

や法的安定性を確保することにつながり望ましいと言えるようにも思われます。

なお、私自身が以前公表した論考（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」民商法雑誌 158 巻 2 号（2022 年）309-311 頁）の中では、日本アジアグループ事件における公開買付けについて、取締役会限りの判断に基づく買収防衛策の導入・発動を正当化するほど「強い」強圧性があるとは言い難いという評価を述べたことがありますが、富士興産事件に関する以上の議論は、そのような日本アジアグループ事件における公開買付けの評価と矛盾するものではないと考えています。

日本アジアグループ事件では、取締役会限りの判断に基づく買収防衛策の発動が問題になっていたことからしますと、そのような発動は我が国の判例法理からすれば原則として認められず、例外的に発動が許容されるかどうかを判断する中で、同事件の公開買付けの強圧性の程度が問題となったものと整理することができます。

これに対しまして、今議論している富士興産事件は、株主総会決議を通じた株主意思に基づく買収防衛策の発動事案であり、公開買付けへの応募を通じた株主の判断ではなく、買収防衛策の導入・発動に関する株主総会決議を通じた株主の判断を尊重することとしている判例法理の正当化根拠が当てはまる事案かどうか、つまり正当化根拠が当てはまらない例外的場面に当たるかどうかを考察する中で、同事件の公開買付けの強圧性の有無が問題となっているわけです。

このように、公開買付けの強圧性を根拠として展開されようとしている議論の内容や位置付けが大きく異なると考えられますので、日本アジアグループ事件では強圧性の強弱を問題にする一方で、富士興産事件の方では強圧性の有無を問題にすることとしても、議論の整合性の点で何か問題があるとは言えないのではないかと考えています。

## 5. その他（不公正発行該当性に関する判断）

富士興産事件の原審決定は、同事件における新

株予約権の無償割当ての不公正発行該当性を否定するという結論を導き出すに当たりまして、「本件新株予約権無償割当てが、債務者〔富士興産〕の経営支配権に現に争いが生じている場面において、債務者株式の敵対的買収によって経営支配権を争う債権者〔アスリード〕らの持株比率を低下させ、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ことを主要な目的としてされたものと推認することはできない」とします。すなわち、ブルドックスソース事件のように買収防衛策の必要性と相当性を満たすことを理由に不公正発行該当性を否定するのではなく、主要目的ルールの判断枠組みに基づき、当該無償割当ての主要な目的が経営支配権の維持・確保にあるわけではないと判示し、不公正発行該当性を否定したわけです。

恐らくこの富士興産事件の原審決定は、当該無償割当ては株主に十分な情報と時間を確保するための措置であって、経営支配権の維持・確保を目的とする措置ではないと判断したのではないかと考えられるところです。また、富士興産事件の抗告審決定も、原審決定と同様に、当該無償割当てにつき、「経営支配権を維持することを主たる目的としてされたものと推認することはできない」とします。

しかしながら、このような認定に対しては、主要目的ルールの判断枠組みを差別的行使条件等が付された新株予約権の無償割当ての場面で適用すること自体にいささか無理があるとする実務家からの指摘もあるところです（太田洋「富士興産事件原審決定と抗告審決定の検討と分析」旬刊商事法務 2275 号（2021 年）43 頁）。当該無償割当てがアスリードらの持株比率の低下を意図した行為であることは明らかであると言えるのではないかと考えられて、そうであるとなれば、アスリードらによる敵対的買収を阻止する（すなわち経営支配権を維持する）ための措置であるということは認めらうで、買収防衛策を発動する必要性が認められるかどうかを富士興産の定時株主総会における株主の意思を踏まえつつ判断する方がより

適切であったのではないかと考えられます。

仮にですが、十分な情報と時間を確保することが富士興産事件における当該無償割当ての主要な目的であると考えられる場合、富士興産事件で株主総会決議を通じた株主意思を問うことの位置付けそれ自体がやや不明瞭になるようにも考えられます。アスリードらによる公開買付けには情報と時間が不足すると株主自身が評価したことの一つの証拠になり、そのような株主の評価を裁判所としては尊重すべきであるという議論は可能ではあるのですが、そのように考える場合、情報と時間が不足するという株主の評価が当該無償割当ての速やかな実施を果たして正当化できるのかについて疑問の余地が生じるように考えられます。達成しようとする目的（脅威）に比して、手段が相当ではない可能性が生じ得るからです。

確かに、富士興産事件では、目的を達成するために今後選択する手段、つまり対抗措置の発動についても株主意思を確認しているとは言えるのですが、その点を踏まえるとしても、目的に比した手段の相当性について株主意思に委ねるといえることは果たして適切なのか。たとえ過剰な手段であっても、株主の多数が是とすれば問題なく選択できるという考え方は、少なくとも私が理解している限り、従来の判例法理の考え方からすると異質であるようにも考えられます。

このように、当該無償割当ての主要な目的を情報と時間を確保するという点にあると理解しますと、いろいろと釈然としない問題が残ると言わざるを得ず、そうであるならば、買収防衛策を発動する必要性が認められるかどうかを富士興産の定時株主総会における株主意思を踏まえつつ判断するという、ブルドックソース事件の判断枠組みの方がより適切であったのではないかと考えているところです。

#### IV. 東京機械製作所事件

##### 1. 事案の概要と裁判所の判断

東京機械製作所事件の事案は、アジア開発キャピタル及びその100%子会社であるアジアインベス

トメントファンド（以下「ADCら」という）による東京機械製作所に対する市場内（立会取引）における同社株式の買い集めを通じた敵対的買収の場面において、2021年8月30日に、買収対象会社である東京機械製作所の取締役会が、同社の株主総会決議を通じた株主の承認を得ることを条件に、買収防衛策として差別的な行使条件等が付された新株予約権の無償割当ての実施を決議したというものです。この新株予約権の無償割当ての実施につきましては、以下では「本件対抗措置の発動」と呼びたいと思います。また、東京機械製作所事件の事案の詳細につきましては、レジュメ21～23ページにおいて〔参考2〕として表の形でまとめていますので、こちらにも必要に応じてご確認いただければと思います。

東京機械製作所事件の事案の重要な特徴としましては、①ADCらによる東京機械製作所株式の短期間で株式の買い集め、具体的には3か月弱の期間で約4割の株式を買い集めたという事案だったわけですが、この短期間で大量の株式の買い集めは、公開買付けを通じて行われたのではなく、市場内での買い集めであったこと、及び②当該無償割当ての実施の是非を判断する株主総会において、ADCら及びその関係者と東京機械製作所の取締役及びその関係者（以下、これらの者を総称して「利害関係者」といいます）の議決権行使は認めないとされていたことが挙げられます。すなわち、いわゆるMoM要件による決議が選択されたという点が、重要な特徴の一つであると考えられるところです。

なお、2021年10月22日に開催された東京機械製作所の臨時株主総会では、②に掲げた利害関係者を除く形で出席株主による議決権行使結果を集計したところ、78.96%の株主の賛成をもって本件対抗措置の発動（当該無償割当ての実施）は承認されています。

原審決定に当たる東京地決令和3年10月29日資料版商事法務453号107頁は、ADCらによる東京機械製作所株式の買い集めには相応の強圧性があると言ふべきであると指摘し、「そうすると、

債務者〔東京機械製作所〕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……こととしたことも、……直ちに不合理であるとはいえない」と述べたうえで、結論として、「本件新株予約権無償割当ては、著しく不公正な方法によるものということはできず、「株主平等原則の趣旨に反するものではない」と判示しました。

また、抗告審決定に当たる東京高決令和3年11月9日（資料版商事法務453号98頁）も、MoM要件による決議を選択したことの妥当性に関し、ADCらによる東京機械製作所株式の買い集めには強圧性があることは否定できないと指摘したうえで、「本件株主意思確認総会の手続に適正を欠く点があったとはいえず、……上記判断〔本件対抗措置の発動が必要である旨の株主総会における株主の判断〕にその正当性を失わせるような重大な瑕疵は認められない」と述べまして、原審決定と同様に、新株予約権の無償割当ての差止めを認めませんでした。

以上の抗告審決定に対し、ADCらは特別抗告及び許可抗告の申立てをしましたが、最決令和3年11月18日（資料版商事法務453号94頁）は、特別抗告については特別抗告の事由に該当しないとして棄却するとともに、許可抗告についても、所論の点に関する抗告審の判断は正当として是認することができるとして棄却しています。

## 2. MoM要件による株主意思の確認と勧告的決議

東京機械製作所事件における最大の争点は、買収防衛策の導入・発動の是非を判断する株主総会決議において、敵対的買収者であるADCら及びその関係者と買収対象会社である東京機械製作所の取締役及びその関係者、すなわち利害関係者が保有する株式の議決権行使を認めない形で行使結果の集計をした東京機械製作所の対応が許容され、買収防衛策の導入・発動を巡る同社の株主総会の判断を、ブルドックソース事件最高裁決定に代表される我が国の判例法理に従い、裁判所として尊

重してよいかどうかという点にあると考えられます。

この問題に関しまして、確かに会社法は、株主総会決議につき特別の利害関係を有する株主であってもその者の議決権行使を否定せず、ただしその者の議決権行使により著しく不当な決議がされた場合についてのみ、決議取消訴訟の対象になると規定しています（会社法831条1項3号）。

もっとも、勧告的決議につきましては、会社法上の株主総会決議に関する規律は当然には及ばないと考えられることからしますと、敵対的買収者に代表される利害関係者の議決権行使を認めない形で行使結果の集計をするという扱いも、問題となっている個別具体的な事案の下でそうすることの合理性が認められる限りは、許容される余地はあるのではないかと思います。勧告的決議とは、その法的効力という点では、やや乱暴な言い方をしますと、株主を対象としたアンケート調査を株主総会という場を通じて行っているにすぎないとも言えることからしますと、当該事案の下でアンケート調査の手法として合理的である場合には、会社法上は許されていない対応であっても許容される余地はあると解されるからです。

したがって、そのように考えていきますと、問題は、本件でMoM要件による決議を選択したということに、本件の個別具体的な事案の下において合理性が認められるかどうかという点にあると考えられます。

## 3. 本件で MoM 要件による決議を選択したことの当否

### (1) 問題の所在

東京機械製作所事件のように買収防衛策の必要性の判断が問題となる場面で、敵対的買収者に代表される利害関係者の議決権行使を認めない形で行使結果の集計をするという扱いが許容されるかどうか、すなわちMoM要件による決議に合理性が認められるかどうかを検討するに当たりましては、問題となっている事案を精査することで、利害関係者が保有する株式の議決権行使を認めない形で



集計をしたこの集計結果について、買収防衛策の必要性に関する株主総会決議を通じた多数株主の意思の適正な発現であると評価できるかどうか判断の分かれ目になるように思われます。

我が国の判例法理が採用する判断枠組みは、原則として、勧告的決議を含む株主総会決議を通じた多数株主の意思が買収防衛を是とする場合に買収防衛策の必要性を認めるというものであるため、当該事案の下で株主総会決議を通じた株主意思の適正な発現であると評価できる場合には、利害関係者が保有する株式の議決権行使を認めずに集計された決議、すなわちMoM要件による決議であっても、その内容を裁判所としては尊重すべきということになるからです。

## （2）ADCらによる株式買い集めの手法とMoM要件による株主意思の確認

それでは、東京機械製作所事件の事案において、敵対的買収者であるADCら及びその関係者が保有する株式の議決権行使を認めない旨の扱いをすることは、集計結果が株主総会決議を通じた多数株主の意思の適正な発現となることを後押しする事情と位置付けられるのだろうか。それとも、適正な発現であるということを経験にする事情に当たるのだろうか。

この問題を考えるに当たり本件で特に注目すべきであると思われる事情は、本件の原審決定及び抗告審決定においても詳細に認定されているところではあるのですが、短期間に市場内で東京機械製作所株式の約4割を買い集めたADCらの買収手法であるといえそうです。

これに対しまして、以上の議論、すなわちADCらの買収手法に着目して本件でMoMが正当化されるかどうかを考察するという議論とは別の議論として、買収者と残りの株主とはそもそも利害状況が異なることを理由に、MoM要件による決議の合理性を見出そうとする立場が紹介されることもあります（山下徹哉「市場内取引による支配権取得・株主意思確認・MoM要件」ジュリスト 1572号（2022年）98頁参照）。しかし、買収者によ

る買収に賛同して、又は少なくとも現経営陣による経営が継続するよりも望ましいと考えて、当該買収者に株式を売却するという選択をする株主の存在を踏まえたと、そのような株主から当該買収者に対して売却された株式については、当該買収者による買収防衛を否とする議決権行使を認めることこそがむしろ株主意思の適正な発現に資すると考えることができますので、単に利害状況が異なるというだけでは、MoM要件による決議を正当化する必要十分な理由にはならないのではないかと解されます。

したがって、利害状況が異なるというのは確かに一つの指摘だとは思いますが、それだけでは理由としては足りず、プラスアルファの事情として、株式の買い集めの手法に問題があることなどを理由に、当該買収者に売却された株式については必ずしも買収に賛同して売却されたわけではないということが、MoM要件の採用を正当化するためには指摘される必要があると考えます。

そうすると、本件でやはり着目して議論しなければならない点は、本件におけるADCらの買収手法ということになりますが、具体的には、本件でADCらは、市場内での買い集めを通じて3か月弱の期間で東京機械製作所株式の約4割を買い集めているわけです。そして、①上場を維持する予定であることや二段階買収による非公開化については特に予定していないことを明言しているという点に加えまして、②東京機械製作所の支配権取得後の経営方針や事業計画について具体的に明らかにしていない点、つまりADCらは、支配権取得後の経営方針について現経営陣に引き続き経営を委ね、議決権行使を通じた東京機械製作所の企業価値・株主価値の向上を図ることなどを表明するだけで、それ以上に経営方針や事業計画について具体的に明らかにしていないわけですが、これら①、②の点を踏まえたと、ADCらによる株式の買い集めについては、相当程度の強圧性を有し得ると言えるのではないかと考えています。先行評釈の中にも、このような理解を示すものが少なくありません（田中亘「防衛策と買収法制の将来

(上) 旬刊商事法務 2286号(2022年)7頁、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(下)」法学教室 501号(2022年)59頁、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)」旬刊商事法務 2292号(2022年)43頁等)。

これに対しまして、本件の市場内での株式買い集めには強圧性はないとする分析もあります(黒沼悦郎「市場買付けは買収防衛策を正当化するか—東京機械製作所事件を題材に—」Law and Practice 16号(2022年)51頁)。こうした見解の相違は、強圧性の問題というのは結局のところ、一般株主の受け止め方の問題に究極的には帰着するように思われまして、そうすると、①、②が一般の投資者の行動にどのような影響を与え得るか(どのように受け止められる可能性が高いといえるか)に関する論者による認識の違いに、主として起因するものであるとも考えられそうです。

ですから絶対に正しい答えというものがあられるわけではなく、大変悩ましい問題ではあるのですが、私の現時点での認識としましては、ADCらによる支配権取得後の経営に関する情報等が十分ではない中で、東京機械製作所の企業価値の毀損を懸念し、もしくは少数株主の利益をないがしろにするような経営が行われるのではないかということ懸念し、同社に少数株主として取り残されることへの不安から、不本意ながら保有株式をいち早く市場で売却するという行動に出る投資者がいても不自然ではないと考えまして、ADCらの市場内での株式買い集めは、やはり強圧性を有し得る態様のものではあったと考えています。

そのように考えますと、ADCらが市場内で買い集めた東京機械製作所株式会社について、当該株式の元株主、すなわち売主がADCらによる買収に賛同しているから当該株式を売却したと一般に推認することは必ずしも適切ではない事案であるということが出来ますので、当該株式について株主総会でADCらが買収防衛策に反対する方向で議決権行使をすることを認めるべきではないという議論が成り立ち得るように思われます。強圧性が相当程

度認められる状況下で買い集められた株式であると解されることからすれば、買い集められた株式の全てについて、買収者による買収を是とする方向での(すなわち買収防衛を否とする方向での)議決権行使を認めることは、多数株主の意思の適正な発現を阻害する要因であって、適切ではないと考えることができるからです。

そうしますと、本件の原審決定及び抗告審決定は、ADCらによる株式の買い集めにおける強圧性の存在やその程度を中心的な理由として、利害関係者が保有する株式の議決権行使を認めない形で集計された株主総会決議であっても、その内容を裁判所としては尊重すべきという立場を示していますが、妥当な判示であると評価できるとともに、そのような立場は、従来の我が国の買収防衛策を巡る判例法理及びその背後にある考え方からしても異質なものではないと解されます。

こうした分析に対しましては、ADCらによる買収の試みという事実関係が大量保有報告書の提出を通じて公表される前に市場内で買い集められた分については、以上の分析、すなわちADCらによる買収手法に着目をすることで本件ではMoMを正当化することができるという分析は成り立たず、したがって公表前の時点で26%強もの株式を買い集めていた本件では、以上の分析に基づく限り、むしろ結論は逆になるはずであり、「本件におけるMoM要件の利用ですら過剰であるという評価になるだろう」とするかなり強い批判があるところです(山下・前掲98-99頁)。

しかし、この批判に対しましては、ADCらによる買収の試みの事実関係が公表される前の市場内における短期間での株式の買い集めについては、公表後の買い集めの場合と比べますと、むしろより明確に、元株主、すなわち売主がADCらの買収に賛同しているから当該株式を売却したと推認することはできないと考えることができるように思われます。買収の意図が市場に伝わっていない中で株式の売却であるためです。

したがいまして、公表前に短期間に市場内で買い集められた株式については、株主意思確認総会

でADCらが買収防衛策に反対する方向で議決権行使をすることを認めるべきではないという議論は、むしろ逆により説得力を持つと言えるのではないかと考えていまして、上記の批判が指摘する公表前の時点でADCらが（3か月弱の期間で）26%強もの株式を買い集めていたという事実関係は、本件におけるMoM要件による決議の合理性を否定する方向で働く事情には当たらないと私は考えています。

話がややこしくなりましたので少し整理をしますと、MoM要件による決議が正当化されるうえで、株式の買い集めの場面における強圧性の議論が必要となるのは、買収の試みが公表された後の株式の買い集めについてであると考えます。すなわち、買収の試みが公表された後の株式の買い集めについては、仮に強圧性の問題がゼロ又は極めて小さいと言えるのであれば、当該買収者に株式を売却する元株主、すなわち売主の意図として、当該買収者による買収に賛同するから当該株式を売却した、言い換えますと現経営陣の経営により今後実現される価値よりも高い対価で買い取ってくれると考えているから当該株式を売却したと通常は評価することができ、そうであるならば、買い集めた株式について、当該買収者による買収防衛を否とする議決権行使を認めることこそがむしろ株主意思の適正な発現に資すると考えることができるわけです。

したがって、そのような推論を否定するためのロジックとして強圧性の議論が必要になると位置付けられまして、これに対し、買収の試みが公表される前の短期間での株式の買い集めについては、当該買収者による買収に賛同して株式を売却したという推論自体がそもそも成り立たないことから、MoM要件による決議を正当化する上で強圧性の議論は必ずしも必要ではないといえそうです。このような位置付けで強圧性の議論を整理しますと、上記の批判が述べるように、確かに本件では、26%強もの株式が買収の意図が公表される前に（3か月弱の期間で）買い集められていたという事情がありますが、こうした事情を踏まえた

としても、本件におけるADCらによる株式の買い集めの手法を全体で見ると、そのような買収手法は本件でMoM要件による決議を正当化する事情に当たると整理ができるのではないかと考えています。

### （3）市場内買い集め（一般）とMoM要件による株主意思の確認

本件では、原審決定及び抗告審決定において、MoM要件による株主意思確認決議が是認されましたが、これまで見てきましたように、本件の敵対的買収者、すなわちADCらによる株式の買い集めの態様の特殊性とその評価に起因して、買収防衛策の発動を巡る株主意思確認決議においてADCらの議決権行使を認めないという対応が正当化されると考えられる点には、やはり十分に留意する必要があるように思われます。

こうした点を踏まえますと、本件の原審決定や抗告審決定に関して、買収防衛策の導入・発動を巡る株主総会決議を採る際に、買収者が保有する株式については議決権行使を認めないという対応が広く許容されたとした先例であるなどと評価することは、避けなければならないだろうと考えています。東京機械製作所事件に関する先行評釈の中には、本件の抗告審決定について、「強圧性がある場合でなければ、MoM要件を利用することができないと述べているわけではないことをとらえて、買収防衛策に関する株主意思の確認に際し、MoM要件を利用することが広く認められ得ると解することもあり得よう」とするものもありますが（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(中)」旬刊商事法務 2291号（2022年）48-49頁）、私自身の立場としては、上で述べました理由から、本件の抗告審決定について、このようにMoM要件の利用を広く認めるものとして理解することには賛成できないと考えています。

より問題となりそうな点としましては、本件の原審決定及び抗告審決定について、一般に、市場内で大量の株式を買い集める形で買収を行う場合

にMoM要件による株主意思確認決議を是認した先例として評価してよいかという点であるように思われます。

先行評釈の中には、そのような方向性の理解を示すものが少ないところ（久保田・前掲 61頁、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)」旬刊商事法務 2284号（2022年）22頁等）。もっとも、この問題につきまして、私自身の立場としては、あくまで事案次第であって、市場内での大量の株式の買い集めと一くくりにして論じることは必ずしも適切ではないと考えています。市場内で大量の株式を買い集める場合であっても、強圧性の程度が極めて小さいと考えられるケースというのも想定できないわけではないからです。

例えば、現在の買収対象会社の経営陣と友好的な買収者による公開買付けが全部買付けの形で既に開始されている中で、当該公開買付けの買付価格が買収対象会社の企業価値に比して低いと考えられることなどを理由に、新たな買収候補者が当初の公開買付けに反対する旨を公表したうえで、当初の公開買付けの公開買付期間中にまずは市場内で株式を買い集めるとする事例を考えてみますと、この場合、公開買付けに応じるのではなく、新たな買収候補者に市場内で買収対象会社の株式を売却するという選択をした株主は、当該買収候補者による市場内での買い集めに強圧性があったから不本意ながら同人に株式を売却せざるを得なかったとは考え難いように思われます。むしろ、非公開化を目的とした当初の公開買付けの低額な買付価格による公開買付けに不満を覚えて、市場内で新たな買収候補者に株式を売却することを選択した可能性の方が高いのではないかと考えられるわけです。

ですので、市場内で株式を買い集めるタイプの買収については強圧性が認められるから MoM 要件による決議が正当化できるという議論は、そこまで一般化して理解することには疑問の余地があるようにも思われまして、私自身の立場としては、あくまで事案次第で考える必要があるのではない

かと考えています。

#### 4. 時間及び情報の確保と企業価値毀損との関係

東京機械製作所事件の抗告審決定では、「抗告人〔ADC〕ら以外の株主の大多数において、当該株主が抗告人らによる相手方〔東京機械製作所〕株式の上記買付行為について適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保することができないことが、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害することになり、それを防止するために本件対抗措置〔差別的な行使条件等が付された新株予約権の無償割当て〕を発動することが必要と判断したものということができる」と判示されていますが、抗告審決定におけるこの部分の判示については疑問があります。株主が十分な情報と時間を確保することができないことが、直ちに企業価値の毀損や株主共同の利益の侵害を生じさせるとすることには論理の飛躍があると言わざるを得ず、説得的ではないからです。

また、本件では、差別的な行使条件等が付された新株予約権の無償割当てを実施する旨の議案について、MoM要件に基づく決議により約 79%の株主の賛同を得ているわけですが、これらの株主が当該議案に賛同した理由は、十分な情報と時間を確保できないということに限定されるわけではないとも考えられそうです。実際には、情報と時間の不十分性だけではなく、当時、東京機械製作所の取締役会が問題視していたその他の様々な事情（東京機械製作所の取締役会は、例えば、ADCの内部管理体制には重大な懸念があること、ADCは継続企業的前提に重大な疑義があり資金の調達経路も不明確であること、東京機械製作所の従業員や取引先がADCらによる株式の買い集めに対して反対や懸念を表明していることなども理由に挙げて、当該事案への賛同を株主に対して呼びかけていました）も考慮したうえで、企業価値又は株主共同の利益が害されるかどうかに基づいて検討し、当該議案に賛同したと考える方が自然であるように思われます。

## 5. その他（部分買付けと MoM 決議）

最後に、本件の原審決定及び抗告審決定の判示内容の分析という観点からは少し離れることにはなるのですが、部分買付けと MoM 要件による決議という問題について少しだけ述べさせていただきたいと思います。

近年の学説上は、公開買付けにおける部分買付けと全部買付けとを区別したうえで、部分買付けの場合には、強圧性の問題への対処という観点から、買収防衛策の導入・発動の是非を巡る株主総会決議において、買収者及びその関係者が保有する買収対象会社の株式については議決権行使を認めるべきではないとする見解が有力に主張されています（飯田秀総「買収防衛策の有事導入の理論的検討」旬刊商事法務 2244 号（2020 年）10 頁）。

この見解は、飯田先生のご論文で主張されている見解ですけれども、強圧性の問題への対処という観点から MoM 要件による決議を肯定するという点で、この見解と本件の原審決定及び抗告審決定とは共通する面があると言うことができまして、そのことからしますと、本件の原審決定及び抗告審決定を踏まえて、今後は部分買付けの場面で MoM 要件による決議が許容されるか否かといったあたりが争点となる事案が出てくることも予想されると思います。

もっとも、部分買付けの場面で MoM 要件による決議が許容されるかどうかにつきましては、市場内での大量の株式買い集めの場合とは異なり、慎重に検討すべきであるとする見解もあります（田中亘「防衛策と買収法制の将来(下)」旬刊商事法務 2287 号（2022 年）38-39 頁）。この見解は、部分買付けについては、市場内での買い集めに比べれば強圧性の程度は深刻ではないことや、別途買付けが禁止されるため、株主意思確認総会の基準日までに株式を買い増すことができないことなどを理由として挙げます。

それでは、部分買付けの場合の MoM 要件の採否という問題について私自身はどう考えるのかということですが、市場内での株式買い集めの際に議論したことと同様ということになるのですけれど

も、あくまで事案次第であって、部分買付けとくくりにして論じることは必ずしも適切ではないと考えているところです。部分買付けと一言言っても、例えば買付け後の議決権割合や買収後の買収者の行動についての情報といった要素によって、実際には強圧性の程度は変わり得ると考えられるからです。

とはいえ、近年の学説が指摘するように、部分買付けと市場内での株式の買い集めとで、類似する点と異なる点があるということは確かではありますので、こうした異動に着目しつつ、建設的な議論を積み重ねていくことの必要性を否定するつもりはありません。そうした議論の積み重ねというのはもちろん必要であって、有益であると考えています。

以上で報告を終えさせていただきたいと思います。どうぞよろしくお願いいたします。

~~~~~

【討 論】

○伊藤 ありがとうございます。

それでは、ご報告の内容について、まとめて議論させていただければと思います。ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

【市場内買い集めにおける強圧性の問題】

○黒沼 いきなり東京機械製作所の方の質問をして申し訳ないのですが、この判決は、市場内取引での強圧性の問題を、株主が十分な投資考慮をすることができない状態で、会社の企業価値の毀損のリスクを回避し、また市場内買付けによって上昇した株価が下落する前に早く株式を処分してしまいたいとする売却に向けたインセンティブというふうに定義をしているのですね、抗告審ですけれども。これって、前段と後段では別のことを言っているんじゃないかと思うのです。

前段は、企業価値の毀損のリスクを回避するために売却する。後段は、株価が上がっているから、下がらないうちに早く売却する。これはどっちも

強圧性の問題なのですか。本来、強圧性の問題として議論すべきは前段であって、後段ではないように思うのですけれども、その点はどのようにお考えですか。

○白井 その点は私も黒沼先生のお考えに同感でして、あくまで強圧性の問題というのは、企業価値または株主価値が今後毀損されてしまう可能性について不安を覚え、そのような会社に取り残されてしまうことへの不安から、株式売却に関する判断が（売り方向での圧力がかかる形で）ゆがめられてしまう問題をいうと考えていますので、前段こそが強圧性の問題だと考えています。

○黒沼 ありがとうございます。

そうしたら、この事件で裁判所は、先生のレジュメにもあるように、上場を維持する予定であるということや、二段階買収について特に予定していないと明言していることとか、取得後の経営方針や事業計画について具体的に明らかにしないで市場で買い集めているから、強圧性があるというふうにとっていると思うのですね。

○白井 はい。

○黒沼 そのことは、この買収者が支配株主になったら企業価値が毀損するかもしれないと投資家が不安を覚えて売却する圧力を受けるところにつながっていると思うし、そのことは白井先生も指摘されているのではないかと思います。しかし、買収者がどのような者であるとか、支配権を取得した後にどうするかが分からないということは、逆に言えば、いい経営をしてくれて企業価値が上がるかもしれないというふうに思う投資家もいるのではないかと思います。

その不確実性というのはどちらの方向にも働くように思うのですけれども、そうすると、株式を売らないとか、さらに株式を買い増す株主がいてもおかしくないのも、私は、このこと自体は強圧性の源泉にはならないと思っているのですけれども、この点はどのようにお考えでしょうか。

○白井 ご指摘ありがとうございます。不十分にしか支配権取得後の経営に関する情報を出さない、しかもキャッシュアウトもする予定はないと

いう買収者なので、私自身は、そういった買収者が支配権を取得した後に少数株主として会社に取り残されるということは、少数株主の利益をないがしろにするような今後経営が行われるのではないかとということなどを株主は懸念せざるを得なくなり、不安に思うから今のうちに市場で株式を売りたいという方向で圧力がかかるのではないかと考えたわけです。けれども、確かに黒沼先生のおっしゃるように、可能性としては、情報がない以上は、企業価値を高めてくれる買収者なのかもしれないと考えて、あえて会社に残りたいという選択をする株主もいるかもしれないということは、考えられないではないところだとは思いますが。

そうしますと、あとは、不十分にしか支配権取得後の経営に関する情報を出さないという買収者について、そのことが支配権取得後の企業価値または少数株主が享受することになる株主価値に与える影響という観点から、一般株主にどのように受け止められるかといった一般株主の受け止め方（一般株主の認識に対する評価）の問題になりそうです。なお、仮に企業価値を高めることができるとしても、日本の場合、支配株主に信認義務のような少数株主に対する衡平法上の義務が課されていませんので、従属会社が得た利益を支配株主が搾取し独占してしまうというケースもあり得ると思います。この場合、たとえ企業価値が向上しても、少数株主にとっては利益が損なわれるという事態になると思うのですけれども、そのような可能性が懸念される場合には、たとえ企業価値が向上するとしてもやはり株主には強圧性が生じ得るように思われます。したがって、不十分にしか支配権取得後の経営に関する情報を出さないという買収者について、支配権取得後に対象会社の企業価値が損なわれるのではないかと懸念、又は、仮に企業価値自体は損なわれないとしても、不適切な搾取が行われるのではないかと懸念を、多くの一般株主に対して生じさせ得るかどうか、言い換えれば、そのように懸念を抱く株主が多いといえるかどうかという、結局のところは、一般株主の認識に対する評価の問題になると思う

のです。

○黒沼 そうなんです。

○白井 その上で、評価の問題としては、私自身は、東京機械製作所事件の買収者はあまりに情報開示の程度が不十分であり、そうしますと、一般株主にとっては、そのような者が会社支配権を取得することは、取得後に何をするか分からない、少数株主の利益を害しかねないという不安を与えることが予想される事情であると評価しまして、売り圧力がかかるのではないかと考えました。

○黒沼 TOBの強圧性というのは、情報を出せば出すほど強化されるんじゃないのですか。オール・オア・ナッシングのTOBではない場合を前提にすると、買収者の情報が出れば出るほど、買収者に関する情報が明確であれば明確であるほど、強圧性が高まるのではないですか。

つまり、よい買収者であるほど買収は成功せず、悪い買収者であるほど買収は成功してしまう。

○白井 どのような情報が出されるのか次第の面もあると思いますが、オール・オア・ナッシングのTOBでない場合を念頭に置けば、一面ではそうなり得るとは思います。

○黒沼 だから、TOBでは、情報が出れば出るほど強圧性が高まると考えられていると思うのです、少なくとも学説では。しかし、この裁判所は、情報がないことが強圧性を高めると考えているように思うのです。

○白井 前段部分が常にそういう理解になるかということでは少し疑問がありまして、情報を出せば出すほど強圧性が高まるというのは、企業価値又は株主価値を毀損するような買収者である旨の情報の開示が念頭に置かれているように思われますが、その一方で、情報が出ないこと自体が、報告で申し上げたように一般株主に不安を生じさせるという意味で強圧性の原因になることも十分に考えられるように思います。また、企業価値を高める経営を行う旨の情報の開示を考えますと、情報が出されることが強圧性を高めることにはならないわけです。

○黒沼 いや、そうしたら残ろうとするでしょ

う、全部買付けでない限り。

○白井 ですから、そのようなフリーライドの可能性を考慮すれば、企業価値・株主価値を高める旨の情報を開示することができる買収者としては、多くの場合、二段階買収の仕組みを採用しキャッシュアウトすることが予想されるように思います。

○黒沼 本件では、二段階買収は考えていないと言っているわけですから、二段階買収でないということを前提にすると、TOBと市場内買付けのどちらが強圧性が高いかということ、TOBの方が強圧性が高いのではないですか。

○白井 確かに本件では、二段階目のキャッシュアウトを全く考えていない旨を買収者が宣言しています。今後対象会社の企業価値を高めることに自信があり、その旨の情報につき説得力を持って開示することができる買収者であれば、少なくとも予定（TOBへの応募次第の面がある）という意味では、キャッシュアウトを予定することが想定されるわけです。その場合、どんどん情報を出していけばいいという話で閉じると思うのですが、本件のようにキャッシュアウトはやらないし、そもそも上場も維持すると言っている買収者でありながら、企業価値を高めることに自信がある、しかし市場内買い集めであってTOB規制はかからないため情報は出さないとする者については、一般株主が今後不安を抱き株式の売り圧力が生じ得ると考えることは不自然ではないと思います。キャッシュアウトをせず上場を維持するという点につき、東京機械製作所事件の買収者が一体何を意図してそういうことを言っているのかよく分からないのですけれども、対象会社の企業価値を本当に高めることができると思っているのであれば、そのことは株主に対してフリーライドを促すことになるので、そもそもの議論の前提自体がやや不自然だなあとも思うのですが……。その意味では、東京機械製作所事件の事案に依拠しつつ、一般論として市場内買い集めにおける強圧性の問題（TOBの場合との比較）を論じることに、私自身、違和感があるのかもしれませんが。

【買収者以外の株主についての株主総会における特別利害関係人の該当性】

○黒沼 分かりました。その部分買付けを認めるかどうかというところから分岐しますから、いろいろな意見があると思うのです。

もう一点だけお願いします。MoM要件の話ですが、MoM要件も最終的には、本件では強圧性の有無や程度によって判断が異なってくるという結論なので、その点、私はある意味では賛成するのですけれども、そもそも特別利害関係人とかいう話が出てくるのであれば、特別利害関係人というのは株主総会決議によって利益を受ける者であって、不利益を受ける者はおよそ特別利害関係人にならないのではないかと思うのです。

そして、本件の東京機械製作所の買収防衛策は、もし買収者が突っ走ると買収者に経済的損害が生じるという防衛策だったと思うのですが、仮に買収者が撤退しなくても、直ちに経済的損害が生じるような買収防衛策であれば、買収者以外の株主が全員特別利害関係人に当たるのではないかと思うのです。そもそも先生が特別利害関係人に当たるかどうかという議論から出発されたので、その点をどういうふうにか考えるかということも教えていただければと思います。

○白井 すみません。あまり考えていなかった論点なので、先生のご議論にちょっと頭がついて行っていないのですが、特別利害関係人に当たるかどうかという観点で出発したというつもりはなく、勧告的決議は会社法上の株主総会決議ではなく法的効力の点ではアンケート調査のようなものなので、当該事案の下でアンケート調査の手法として合理的といえるなら認められてよいだろうという発想だったのですが……。

○黒沼 本件でもし定款変更して株主総会決議でやるとしたら、誰が特別利害関係人に当たるかどうかというのを考えなければいけないという、そういうお考えですよ。

○白井 仮に株主総会決議で定款変更してやるとした場合には、特別利害関係人の該当性は、会

社法 831 条 1 項 3 号が存在する以上、一応は問題になり得るように思います。

○黒沼 そうしたら、買収者以外の株主全員が特別利害関係人になるのではないのでしょうか。

○白井 買収者以外の株主全員が会社法 831 条 1 項 3 号の特別利害関係人になるというのは、考えていなかったのですが、すみません、ちょっと頭がついて行っていません。本件の決議によって買収が阻止されるのではなく、買収者が突っ走る場合のことですかね……。

○黒沼 もし買収者が突っ走れば、買収を強行しようとする、買収者に経済的不利益が生じ、その分、他の株主は経済的な利益を得ますよね。

○白井 それは確かに得ると思います。

○黒沼 そうすると、決議が成立すれば、成立しない場合に比べて他の株主は経済的利益を受ける可能性が高まりますよね。それで特別利害関係性を生じさせないのでしょうか。

○白井 確かにそうかもしれませんが、そこで得られる利益というのは、一般に全株主が享受できる利益ですよ。

○黒沼 いや、他の株主が。

○白井 確かに買収防衛策が発動されれば、買収者だけが損をして、買収者以外の全株主は得をするという関係にはありますね。とはいえ、その問題は、究極的には、株主平等の原則又はその趣旨に反する内容の決議を株主総会で行うことができるか、すなわち株主総会で多数決をもって株主間の富の移転を認めてよいのかという問題に、究極的にはなっていくと思うのですけれども、買収防衛の必要性と相当性が認められれば是認してよいというのが判例の立場で、そうである以上、特別利害関係人の問題も生じないと解してよいのではないかと思われるのですが……。

○黒沼 本件の場合、他の株主について、特別利害関係性はないとすれば、このような判断は正当化できるとは思うのですが。

○白井 本日の報告では全く考えていなかった論点ですが、黒沼先生のおっしゃるとおり、考えなければいけない大事な点だと思います。配当決

議のように全株主が一律に利益を受ける内容のものであれば、特に問題にする必要はないけれども、一部の株主だけが損をして、残りの全株主が利益を受ける内容の決議を株主総会で採った場合には、得をする大多数の株主について会社法 831 条 1 項 3 号の特別利害関係と言えるのではないかという議論は、確かにあり得るところかもしれないですね。

ただ、そうすると、株主平等の原則又はその趣旨に抵触し得るような、一部の株主だけに不利益を課す可能性のある内容の決議を株主総会の多数決で正当化するということが、そもそも認められてよいのかという問題になっていくと思うのですけれども……。

○黒沼　私は、ブルドックソース事件の判決が出たときに、買収者に経済的損害を与えないような防衛策は役に立たないと、買収者に経済的損害を与えるような防衛策は平等原則違反だというふうに思ったのですが、そういうところから来ているものですから、こういう質問をさせていただきました。

○白井　結局のところ、現実問題として、買収の是非を巡る適切な判断主体が株主以外には考えられないという点が、以上の問題を検討する前提としてあるように思われます。裁判所が買収の是非を適切に判断できればよいのでしょうかけれども、それは現実には難しいわけで、また保身の可能性から対象会社の取締役にも自由に判断させるわけにはいかない中で、株主が買収の是非を判断するという次善の策をとる以上は、株主の多数決を持って平等原則に抵触する行為も是認できることは、それが相当な手段である限りは、ある種の割り切りとして仕方ないということかなとは思いますが、確かに、従来の考え方、すなわち従来の株主総会における特別利害関係とか株主平等の原則といった考え方からして釈然としない面があるという点は私も同感でして、先生のご指摘の点はよく分かるところです。もう少し考えてみたいと思います。ご指摘ありがとうございました。

○黒沼　ありがとうございました。

【株主総会における意思確認の対象】

○松尾　ご報告ありがとうございました。

私も今の点にちょっと関係することで、東京機械製作所に関するところですが、今のお話を聞いていても、株主の意思確認というのは、何の点についての意思確認なのかというところでやはりいろいろ違ってくると思っていて、レジュメ 17 ページの脚注 60、松中学先生のご論文で主に扱われていたところかと思うのですが、仮に十分な情報と時間を確保することだけが対抗措置発動の目的だとすると相当性に欠けるのではないかというのは、現にやっている買収方法以外の方法でも買ってはならないと言っていたからと、そういうご趣旨ですか。

今回の対抗策が発動されてしまうと、今買っているその方法をやめなさいだけではなくて、他の方法による、例えばその後強圧性の問題がない形で公開買付けをしようとしても、それも封じるようなものになっていたので、相当性が欠けると、そういうご趣旨という理解でよろしいでしょうか。

○白井　ご指摘ありがとうございました。報告の際には、東京機械製作所事件の事案の説明のところでは省略してしまったのですが、具体的には、同事件では、買収者が対象会社に対して誓約書を提出すれば、株主意思を確認するための総会決議を経た買収防衛策であっても、実際には発動しない（発動を留保する）ことが事前に対象会社によって明らかにされていたところ、その誓約書の内容については、買収者が今後公開買付けによる場合も含めて、今後対象会社株式の買付けをしない（大規模買付行為等を実施しない）ことを誓約することを求めていました。ですので、仮に株主総会で示された株主の意思の内容が、十分な時間と情報を確保するために対処しなきゃいけないということだけだとすると、そのような対抗措置を発動する目的（必要性）に照らして、同事件でとられた対抗措置の内容は行き過ぎだ（相当性を欠く）という評価になり得るように思われます。したがって、松尾先生のおっしゃるとおりの理解

でいます。この点につきまして、報告の中でも申し上げたように、私自身の理解としては、実際には、同事件の株主意思の内容としては、時間と情報の不十分性だけを問題視したのではなく、企業価値又は株主共同の利益が害されるおそれがあるかどうかに基づいて検討し、買収防衛策に賛成したとする方が自然であると考えています。

○松尾 逆にそこを対応して、強圧性のない形での買収なら阻止しないという内容であれば、つまり強圧性の問題にだけ対応するのですと、この買収者が好ましい買収者かどうか、企業価値を向上させるか、毀損するかということについては判断しない、今はとにかくこの強圧性のある買収を止めなさい、その点だけについて株主に総会決議という形で意思確認するのだと、こういう防衛策というのはあるのか、ないのかということをお尋ねしたいと思います。

もしあるとすると、私は、MoMというのは当然その強圧性にさらされている人だけが意思確認の対象になるというのは自然な論理的必然の流れで、今日のご報告は、この買収者が企業価値を毀損するかどうかという点も含めて株主の意思を確認しているのだという前提で基本的にはお話しされたと理解したのですけれども、そうではない、とにかく今この強圧性のある状況での買付けを20%なら20%まで止めなさい、そうしないと無償割当てで希釈化しますよというような防衛策はあり得るかどうかということをお尋ねしたいと思います。よろしくお願ひします。

○白井 設計としてはあり得るとは思います。ですから、対象会社としては買収者が短期間で市場内で大量に株式買い集めるという行為態様だけが問題であると捉え、そのために株主の株式売却の判断に強圧性がかかっていると考えるのであれば、その点についてだけ株主に株主総会決議という形で意思確認をし、決議を受けて今後は強圧性のない態様での買収を求めていくことは、現実問題として対象会社の経営陣がそのようないわば限定された形での株主意思の確認をとりたいと考えるかどうかはさておき、設計としてはあり得るの

ではないでしょうか。例えば、株主総会決議を経て買収防衛策の発動が是認された場合であっても、買収者から市場内での短期間の大量の株式の買い集めを今後は実施しない旨の誓約書が出されれば発動は中止する旨をあらかじめ対象会社が宣言し、株主総会決議後に決議内容を踏まえて今後は公開買付けの実施により株式を買い集める選択肢はあらかじめ許容しておくことは設計としては1つ考えられるところだと思います。中でも、その場合の公開買付けについてはオール・オア・ナッシングオファーの形で行うことをあらかじめ求めておくなど、強圧性が極めて小さい形で株式の買い集めが行われるのであればそのような買い集めは許容することを株主総会前にあらかじめ株主に周知した上で株主総会決議をとり、仮に市場内での短期間の大量の株式の買い集めに対する対抗措置として買収防衛を是とする旨の株主意思が示されたとしても、その後に行われる強圧性が極めて小さい形で株式の買い集めについては買収防衛を発動しないという設計で買収防衛策を用意し、株主にきちんと終始した上で株主意思を確認するのであれば、十分な時間や情報の確保のみを目的とした買収防衛策も考え得るとは思います。

もともと、東京機械製作所の事案における買収防衛策はそのような設計のものではなくて、そのような設計ではないけれども買収防衛策の有効性（特に相当性）を認めるという裁判所の結論を正当化するためには、やはり同事件では、株主総会で当該買収者による買収が望ましくないという株主意思が示されたのだらうと考えることが必要になりそうです。また、そのような同事件の株主意思の理解は、同事件では株主総会の開催に当たり、対象会社の取締役会が時間と情報の不十分性の点以外にも、買収者の内部管理体制の懸念や資金調達経路の不明確性など、いろいろと詳しく理由を示した上で買収防衛策の発動について株主の賛同を募っていたことからすると、同事件では、そのような株主意思の理解は十分にあり得るところかなと思った次第です。

○松尾 ただ、判決文には一切、濫用的な買収

者というのか、そういうようなことを認定する部分というのではないですね。

○白井 それはそのとおりですね。ですから、あくまで以上の私の指摘というのは、相当性に関する裁判所の判断を理論的に正当化するためには、決定文の文言とは少し離れるかもしれないけれども、以上のような決定文の理解があり得るだろうという指摘に過ぎないともいえます。

○松尾 会社側はそこを主張したというのはそうだと思うのですけれども。ただ、一方で、強圧性に対応するというだけだとすると、おっしゃるように相当性の方で引っかかってくるのではないかというのもあるので、読み方をどうしたものかというのが正直迷ってしまっていて、私はできたら強圧性に対処するのみの防衛策だという方向で読みたかったということです。一応そういうものも、理論的には、設計としてはあり得るということを確認できたので、十分です。ありがとうございました。

○伊藤 今の松尾先生のご質問ですが、たしか前回にも同じような話が少し出たかと思うのですね。仮に意思確認総会で行われる意思決定が、当該買収者による買収が対象会社の企業価値を毀損するものであるかどうかについての意思確認だとすると、MoMではなくて、やはり全株主が議決権を行使しなければいけないようにも考えられます。

松尾先生としては、そういう方向でお考えなのでしょうか。

○松尾 恐らく全株主になるのが前提で、白井先生がおっしゃったように、その総会の時点で特定の買収者が買い付けた方法に問題がある、要するに強圧性のある状態で買い付けたような株式が含まれている場合に、それを含むのか、含まないのかみたいなこと、除くべきかどうかというのは言えるかもしれません。

ただ、これは、先ほど黒沼先生とのご議論でもあったように、特別利害関係という枠組みにはおよそなじまないものなのかなというように思いますので、特別利害関係の枠組みで考えると、先ほど黒沼先生がおっしゃったとおりかと思います。

特別利害関係という枠組みではなくて別の枠組みで一部の株主の議決権を除くというのは、正規の総会決議では、難しいのでしょうか。

○伊藤 買収手法としても問題のある買収手法がとられていて、かつ、そのような買収手法をとる買収者による買収対象会社の企業価値を毀損するかどうかということについて意思決定しているのだとすると、そのような意思決定全てについて要件が MoM でよいのかどうか気がなるころではありますね。

【主要目的ルールの判断枠組みの適否】

○前田 感想のようなことだけなのですけれども、不公正発行該当性について、レジュメ 11 ページで分析されましたように、富士興産事件、そして東京機械製作所事件でも、裁判所が主要目的ルールを持ち出したことを私も疑問に思いました。主要目的ルールというのは、取締役会限りで新株発行等をする場合に適用されてきたルールですよ。

○白井 はい。

○前田 つまり、取締役会が株主から授けられた権限を濫用していないかどうか、それを判断するために主要目的を見ようという考え方だっと思いますので、株主意思の確認がある場合まで使えるルールではないはずだと思うのですね。そして、このように差別的行使条件を付けて新株予約権の無償割当てをするのは、白井先生のお話のとおり、まさに支配権維持目的にほかならないですよ。

そうしますと、裁判所は、従来の主要目的ルールのような表現を使っているのですが、言いたいことは、支配権維持目的ではあるけれども、何のための支配権維持目的か、いわば支配権維持目的のそのまた目的は何かということ、決して現経営陣の保身目的ではなくて企業価値の維持のためであるということなのではないか。善解すれば、そのように読むべきようにも思うのです。

つまり、支配権維持目的であってもいいのだけれども、保身目的であれば不公正発行に該当する

ので、そのことについて裁判所が答えた。このように読まないと、株主意思の確認がされているケースに主要目的ルールが適用されることには、違和感を持ちます。何かコメントをいただくことがあれば、よろしくお願ひいたします。

○白井 前田先生、ありがとうございます。私も先生と同じ意見でして、買収防衛策の有効性を判断した先例としてニッポン放送事件があるために、裁判所としても、当事者から主要目的ルールの判断枠組みに基づく主張が示されている中で、どのように主張を整理しどのような理由付けで結論を導いたらよいかについて少し悩んでいるのかもしれないとは感じているところです。その意味で、裁判所の悩み自体は理解できないわけではないのですけれども、富士興産事件や東京機械製作所事件の事案において、差別的な行使条件等が付された新株予約権無償割当ての目的として支配権維持目的を正面から否定する、すなわち敵対的買収を阻止することが主要な目的ではないと言い切ってしまうのは、導入された新株予約権無償割当ての内容からすると、やはり無理があるように思われます。そのような判断よりも、やはり支配権維持目的については認めたとえで、支配権維持目的によるものではあるけれども、企業価値・株主共同の利益を確保するうえで必要な措置であって株主がその必要性を認めている措置であるところから正当化していく方が、説得力は高いのだらうとは思いますが。

こうした議論の枠組みは、前田先生がおっしゃった支配権維持目的のそのまた目的が保身なのか、それとも企業価値の維持や株主の共同利益の確保なのかという議論の枠組みとおそらくは同じような話であるとは思いますが、目的の目的が経営者の自己保身にあるのかどうかというのを株主総会決議を通じて株主が判断したというのは、推測にはなりますが、直接には決定文において書きにくかったのではないかと思います。実際に、富士興産事件においても東京機械製作所事件においても、株主総会決議の内容は買収防衛策の発動に賛成するかどうかという点にあり、経営

者の自己保身という点は株主の投票行動における様々な判断要素の1つに過ぎないわけです。そうしたこともあって、支配権維持目的のそのまた目的を裁判所が直接に認定するのではなく、このような決定文の表現になったのかもしれないとは思いますが、そうであるとすれば、もはや従来の主要目的ルールの判断枠組みにあまり強くこだわる必要はないのかもしれないと、支配権維持目的は認めたとえで、これらの事件では、ブルドックソース事件最高裁決定のように、株主総会決議を通じて株主が企業価値・株主共同の利益の観点から必要性を認めている措置であって、かつ当該必要性に照らして相当な措置なのだから有効性が認められるという説明の方が、より説得力は増すのかなと考えています。

○前田 ありがとうございます。

○伊藤 主要目的ルールの判断枠組みを採ったことの適否に関連することですけれども、私はもうちょっと冷めた見方をしてしまっていて、どちらの枠組みを採っても、結局裁判所が判断している実質は変わらないのではないかと思います。主要目的ルールの判断枠組みがとられたとしても、裁判所が行っている判断の実質は、必要性和相当性についての判断なのではないかと思うわけです。実務家の文章を見ると、主要目的ルールの判断枠組みが採られるか、あるいはブルドックソース事件型の必要性和相当性の判断枠組みが採られるかということにかなりこだわって、ブルドックソース事件型の判断枠組みが採られた方が防衛側に有利だと捉えているようなものがよくあるのですが、私は、どちらの枠組みでも、結局裁判所がやっていることは変わらないと思います。

もちろん、ブルドックソース事件型の判断枠組みを採った方が裁判所の実質的な判断の内容が決定文の日本語表現と合致するというメリットはあるかと思うのですが、それを越えた実質的な意味のようなものは、判断枠組みの選択にはあるのでしょうか。あるいは、そのようなものはないと考えておいてよろしいのでしょうか。

○白井 あくまで私個人の意見といたしますか感

想に過ぎない話ですけれども、決定文における表現の違いに過ぎず、すなわち裁判所が示した議論の説得力に与える影響の違いに過ぎず、実質的に裁判所が見ることになる内容におそらく違いは生じないと思っています。確かに、ニッポン放送事件東京高裁決定では、主要目的ルールの枠組みを原則維持したうえで、例外的に取締役会発動が許容されるかという議論の枠組みを採用しています。そのため、ニッポン放送事件の判断枠組みが主要目的ルールで、ブルドックソース事件ではそれとは違う枠組みを採用しているのだから、ブルドックソース事件の判断枠組みの方が防衛側である会社に有利な枠組みであるというような伊藤先生のご指摘の実務家の意見が出てきているのかもしれないのですが、結局のところ、ニッポン放送事件東京高裁決定で裁判所が見ている内容は何かといいますと、要するに買収防衛の必要性を見ているわけです。すなわち、例外的に支配権維持目的の発行が許容される4要件を立てていますが、その4要件の内容が適切かどうかは議論の余地があるものの、裁判所の判断の大枠としては、支配権維持目的の発行だけでも、そのような発行について（4要件に該当するかどうかなどの形で）当該事案の下での発行の必要性が認められるかどうかを見ているといえるわけです。そのうえで、ニッポン放送事件東京高裁決定では裁判所によって必要性が認められなかったのが、ブルドックソース事件最高裁決定で示されたところの相当性の議論まで進むことなく、発行が差し止められた事件であるというふうに整理することができるわけです。そのように考えていくと、買収防衛の必要性と相当性の枠組みで防衛策の有効性を判断するというブルドックソース事件の判断枠組みは、実はニッポン放送事件でも基本的には同じであったと捉えることができるわけです。

あとは、日本の裁判所が採用する価値判断（ポリシー）に基づいて、株主総会決議における株主意思を踏まえたうえでの措置か、それとも取締役会限りの判断に基づくものなのかというところで、必要性の判断に当たり、裁判所が判断を尊重する

かどうかが変わり得るという次元では確かに違いがあるのですけれども、それはニッポン放送事件のように主要目的ルールの判断枠組みを採ったうえで企業価値・株主共同の利益の観点から必要性を判断する場合でも同じことが言えますので、表現の問題はさておき、実質的に裁判所が見ることになる内容におそらく違いは生じないと思っています。

ただ、富士興産事件の裁判所の決定に関しては、株主に十分な時間や情報を確保させることを主要な目的とした買収防衛策の発動は許されるのだというロジックについては気になるところでして、仮にそのような目的の買収防衛策だとすると、相当性の観点からは、その目的を達成するために相当な内容でないといけなわけなので、同事件のような強力な買収防衛策が正当化できるのだろうかという疑問はやっぱり出てくるのかなと思います。

以上まとめますと、ニッポン放送事件かブルドックソース事件かといった枠組み自体の差異に基づいて、実質的に裁判所が見ることになる内容に関して何か大きな違いがもたらされることはないという点は伊藤先生のおっしゃるとおりで、私も同感です。とはいえ、ニッポン放送事件の枠組みに基づく場合、どうしても目的の認定に目が行ってしまいがちになりますが、その目的として裁判所が何を認定するのかというところで、会社側の言うことを裁判所が基本的には鵜のみにして判断することになりますと、相当性は必要性との関係でも見ることになりますので、相当性の部分で正当化が困難になるなど、目的部分に拘泥することで自分たちが決定文において示した判断の説明が困難になってしまいかねないリスクというのは、裁判所にとってもあり得るところかもしれないと感じた次第です。

○伊藤 どうもありがとうございます。

【株主による買収の是非の判断——TOBへの応募か株主総会決議か】

○梅本 ご報告、どうもありがとうございます

た。とても分かりやすかったです。ただ、私はこの「強圧性」という言葉についてずっとしっくりこないものがあります。

買収防衛策を導入するに当たり会社側が買収者の強圧性ということを最近よく主張するのは、恐らく田中亘先生や飯田秀総先生のご研究でとても整理された理論枠組みが示されたため、会社側も防衛策を正当化する根拠として、それに乗っかうということなのでしょう。けれども、田中先生や飯田先生のモデルというのは、もともと買収が失敗したら企業価値が上がる、現経営陣に任せていけば企業価値は高くなるのだけれども、買収者の公開買付価格は経営者が実現するはずの企業価値よりも低いよねと、あるいは端的に買収者に任せたら企業価値は損なわれるということを前提にしているようです。

でも、現実に行われている敵対的買収の対象企業というのは、多くはPBR1倍割れで、現経営陣に任せていたって企業価値は上がりっこないだろうというもので、それを前提に「強圧性」と言われると、非常に違和感があるのです。理論モデルと現実とのズレとっていいかもしれません。これはコメントですけれども。

先生がおっしゃっていた強圧性と株主意思についてですが、株主の意思をTOBで問うべきか、株主総会なのかという場合に、TOBに強圧性の問題があるなら、株主総会の方が合理的な意思決定ができるというご議論、これも分かりますし、また多くの先生方もそのように説明していらっしゃると思います。しかし、TOBで株主の意思が示されるというのは、TOBに応じることで買収者の買収に賛成していることを意味するのかなのかということ、これは私はよく分からないところです。TOBに応じるということは、価格が十分納得できるということであると同時に、場合によると、買収者にせよ、現経営陣にせよ、これ以上の株価を付けることはできないだろうと市場参加者が考えて応じているという側面もあると思うのです。また、応じないというのは、現経営陣を支持するというのではなくて、単に公開買付価格に満足できないから

応じないという場合もあるかもしれない。

つまり、株主の意思が公開買付けで示されるとするのはTOB価格に対する投資家の値ごろ感を意味するだけで、株主総会における買収防衛策の是非の判断とは異なるのではないかと、ということですね。質問になるのか、コメントになるのか分からないのですが、先生のお考えをお聞かせいただければ幸いです。

○白井 結局のところ、最初の黒沼先生との議論に戻ってしまうのかもしれないのですが、買収するときにまずは全株式を対象とした公開買付けを実施したうえで、その後にキャッシュアウトをして同じ対価で株主を締め出すことを想定している買収であれば、話は比較的単純だと理解しています。その場合、公開買付価格でありキャッシュアウトの対価でもある価格が買収者の提供する価格であるということができ、買収が成功した場合には株主は会社に残ることはできません。そうすると、当該価格と、現経営陣が対象会社において今後実現できるであろう企業価値ひいては株式価値とを見比べて、株主としては買収に応じるかどうかを判断すればよいので、仮に公開買付けに強圧性の問題がないといえるのであれば、買収者が提案した価格と、現経営陣により今後実現されるであろう株式価値（の割引現在価値）のどちらが高いと株主が考えるかについては、公開買付けの応募状況を通じて示されることになるという考え方が出てくるわけです。

つまり、公開買付価格でありキャッシュアウトの対価の額でもある価格を、現経営陣が一株当たりの株式価値（割引現在価値）として対象会社において今後実現できないと株主が考えるのであれば、強圧性の問題が生じていない状況であれば当該株主は公開買付けに応じるでしょうし、そうは考えない（現経営陣の下で今後実現される株式価値の方が公開買付価格よりも高いと考える）のであれば応じないという判断になるので、公開買付けの応募状況を通じて、企業価値という観点から見た買収の是非に関する株主の判断が示されるということになるわけです。そのため、株主意思を

確認する手法間の優劣・望ましさという点で、仮に強圧性の問題が生じていないのであれば、株主総会決議を通じた株主意思の確認の場合には基準日株主と真の株主との間にずれが生じてしまうという問題があり、これに対して公開買付けの場合にはそのようなずれの問題は生じないわけですから、公開買付けの応募状況を通じて買収の是非に関する株主意思を確認すればよいのであり、買収防衛策は禁止すればよいという議論も成り立ち得るということになりそうです。

これに対して、難しいのは、梅本先生も先ほどご指摘されたように思うのですが、株主のフリーライドの問題です。公開買付け後のキャッシュアウトが予定されておらず、株主にはフリーライドの選択肢がある場合には、現経営陣よりも買収者の方が対象会社における企業価値を高めることになるとは考えているけれども、買収が成功した後は、公開買付価格よりも高い株式価値を買収者の下で実現されることになると予想することで、企業価値を高める買収であってもあえて公開買付けには応じないというフリーライドの問題があり得るところでして、この問題を考えていくと、公開買付けへの応募に関する株主の対応から買収の是非の評価をどのように読み解くべきかという話は、単純には議論できなくなります。

フリーライドの選択肢をなくすという意味では、買収者が買収後に対象会社の企業価値を高めることに自信があるのであれば、多くの場合、その後キャッシュアウトをして株主を締め出そうと思うのです。公開買付けが開始される前の段階でその後の同額でのキャッシュアウトの予告をしておけば、フリーライド狙いで不応募の選択をする株主はいなくなります。これに対して、東京機械製作所事件のように、支配権取得により対象会社の企業価値を向上させる予定であるとする一方で、キャッシュアウトはしないし上場も維持する、株主には自由に会社に残ってもらって構わないということ（東京機械製作所事件では公開買付けは行われませんでした）が、仮に同事件の事案で公開買付けによる株式の買い集めがされたとし

て）公開買付けの開始前の時点で株主に広く周知する場合には、株主による公開買付けの応募・不応募という対応が、買収の是非に関するどのような株主意思を意味するのかについて、単純には議論することはできず、話が難しくなるというのはおっしゃるとおりだと思います。

すなわち、公開買付けに応じなかったという株主の対応が、現経営陣の下で今後実現される株主価値の方が公開買付価格よりも高く、買収に反対だから応じなかったと明確に言えるかと問われると、フリーライドの問題を念頭に置く場合には、実はそうではない（買収には賛成だがフリーライドしたいので応募しなかった）という可能性が出てくるとは思います。それは本当にそのとおりで思うのですが、従来、株主意思を確認する手法間の優劣・望ましさという点で、株主総会決議と公開買付けへの応募とを比較する場面で前提としていた取引のスキームは、オール・オア・ナッシングオファーで、その後のキャッシュアウトが公開買付けの開始前の時点で予定されているというものであるように思いますので、そのため、フリーライドの可能性も踏まえて応募状況を通じた株主意思をどのように読み解いたらよいかという問題は、完全に私の感想ですが、あまり考えられてこなかったというのが実情なのではないかなと思います。

【強力な買収防衛策の正当化根拠】

○梅本 ありがとうございます。

あと、もう1点。公開買付価格絡みの議論で、私は外国の事情に十分通じていないのですが、アメリカの買収防衛の議論で、経営陣は、時間を稼いでいる間に買収者との間で買付価格を引き上げるなど買収条件を有利にするよう交渉することが多いという話を聞いたことがあります。公開買付価格を上げて、それによって既存株主の利益を図るというのは、買収防衛を正当化する理由として私はとても納得感があるのですけれども、日本における買収防衛策というのは、単に相手方を退けるというのだけで、公開買付価格を引き上げるた

めに交渉するという発想がそもそもない。株主のために判断材料を提供しろとか、もっと時間が必要だという主張ばかりするのではなく、公開買付価格を引き上げろという交渉があってもしかるべきではないかなと思うのですが、わが国でそれが行われていないというのはどうしてなのか疑問に思っています。何か先生にお考えがあったらお聞かせいただければと思います。よろしくお願いします。

○白井 梅本先生が今ご指摘されたアメリカの買収防衛の話、具体的には公開買付価格を引き上げるために買収防衛策を採用し対象会社の交渉力を高めるという議論についてですけれども、おっしゃるとおりアメリカでは、そのような形で強力な買収防衛策の採用を正当化する議論が存在します。株主利益の観点から強力な買収防衛策の採用を正当化する根拠として、アメリカでも当初指摘されていたのは公開買付けの強圧性の問題、すなわち構造的強圧性や実質的強圧性がもたらす問題だったわけですが、近年のアメリカでは、強力な買収防衛策の採用を支持する論者の中心的な根拠は、従来の公開買付けの強圧性の問題から、いわゆる交渉力仮説 (bargaining power hypothesis) に移ってきたと指摘されているところです。

交渉力仮説とは、強力な買収防衛策を採用している会社では、事実上敵対的買収という選択肢を買収者から奪うことになり、買収を実現するためには現経営陣との合意を必要とする友好的買収を選択せざるを得なくなるため、買収者に対する対象会社の交渉力が高められ、その結果として対象会社は、友好的買収に関する交渉を通じて、買収者からより多くの利益を引き出すことが可能になるという議論をいいます。そして、友好的買収が敵対的買収よりも数の上ではるかに多く行われているという実態を踏まえれば、友好的買収を含む企業買収を全体で見れば、強力な買収防衛策の採用が対象会社の株主の利益を向上させていると指摘するわけです。

このように、近年のアメリカで、株主利益という観点から見た強力な買収防衛策の採用の正当化

根拠につきまして、従来の強圧性の議論から交渉力仮説に議論の焦点がシフトしていった主な理由としましては、これはハーバード大学のサブラマニアン教授の論文の中で指摘されていることではありますが (Guhan Subramanian, *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*, 113 YALE L. J. 621 (2003))、近年のアメリカに関していえば、公開買付けの強圧性の議論は、強力な買収防衛策の採用を正当化する根拠として妥当性を失いつつあることが挙げられます。具体的には、強圧性のうち構造的強圧性については、ウィリアムズ法の制定やその後の SEC 規則の改正、州の反企業買収法の制定などにより、1990年代には構造的強圧性が認められるような買収はほとんど見ることがなくなったとサブラマニアン教授の論文において指摘されています。また、実質的強圧性については、実質的強圧性とは株主が現経営陣の下で実現される会社の真の経済的価値に関する説明を信頼しないために誤って不十分な価格の買収提案を受け入れてしまうリスクをいうわけですが、サブラマニアン教授の論文によれば、実質的強圧性を根拠とした買収防衛を認めない方が、平均的には対象会社の株主の利益になることが実証研究によって示されており、実質的強圧性を根拠とした強力な買収防衛策の採用も今日では妥当性を欠くと分析されています。こうした議論は、日米の違いはありますが、先ほど梅本先生がご指摘された実際には多くの場合 PBR 1 倍割れの企業が日本で敵対的買収のターゲットとなっている話ともつながってくるところだと思うのですが、そうだとしますと、感想めいた話で恐縮ですが、強力な買収防衛策を採用する正当化根拠として実質的強圧性の議論は弱いという点は、日本でも同様にいえるところなのかもしれません。

話をアメリカに戻しますと、強力な買収防衛策の採用の正当化根拠として交渉力仮説に近年では注目が集まり、こうした学説の議論の状況を実務も踏まえることで、恐らくは、強力な買収防衛策を採用するのであれば、対象会社の経営陣としては、それにより高められた対象会社の交渉力を利

用して、ちゃんと対価の引き上げのための交渉を試みなければならないという感覚（行為規範）が、近年のアメリカではある程度は根付いているところなのかもしれません。なぜ強力な買収防衛策の採用が正当化できるのかについて、その根拠としまして、それにより対象会社の買収者に対する交渉力を高め、より高額の対価を買収者から引き出すことが可能になるからであるということが、正面から認識されているからです。

これに対して、日本では、今日においても、強力な買収防衛策の採用の正当化根拠について、強圧性の問題が正面から取り上げられている段階にあり、交渉力仮説といった発想は学説においてもあまりメジャーなものとはなっていないように思われます。そうだとしますと、日本の実務においても、強力な買収防衛策の採用を正当化する根拠として、それにより敵対的買収という選択肢を封じることで対象会社の交渉力を高め、友好的買収において買収者と交渉して対価を引き上げるためであるという発想があまり見られないということは、さほど不自然なことではないようにも思われます。

なお、近年のアメリカにおいても、交渉力化仮説による強力な買収防衛策の正当化については、全ての学者が賛同しているわけでは当然なくて、そうした議論に疑問を呈する論者も見られるところです。先ほど紹介したサブ라마ニアン教授の論文によれば、交渉力仮説に基づいて強力な買収防衛策の採用を正当化するロジックが成り立つためには、幾つかの前提条件を満たす必要があるとされておりまして、中でも、対象会社の経営陣が、強力な買収防衛策の採用によって高められた対象会社の交渉力を利用して自己利益を図り、株主の利益を蔑ろにすることがないという前提条件が現実問題として十分に満たされているかどうかは疑わしいともいえそうです。すなわち、買収者との交渉の場面で、対象会社の経営陣が株主利益のために自らの権限を忠実に行使するという前提条件が満たされるのであれば、強力な買収防衛策の採用は交渉力仮説のいうように友好的買収を通じた

対価の向上をもたらし、株主の利益になるともいえそうなのですが、現実には、強力な買収防衛策の採用により高められた対象会社の交渉力を利用して、現経営陣が買収者に対して買収後における自らの地位の確保を求めたり、顧問契約の締結や退職金の割増しを求めたりする可能性も、実際には容易には否定できないところではないかと思われれます。アメリカにおける実証研究に関するものではありませんが、友好的買収の場面において、対象会社の経営陣が自己利益を追求する動機に基づいて低いプレミアムの買収提案を実際には受けて入れている可能性が、データからは強く示唆されているところでもあります（こうした米国の実証研究の概要については、白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』（商事法務、2013年）43-48頁参照）。

話が横道に逸れました。梅本先生のご質問との関係で私の感触を述べるとすれば、近年のアメリカでは、学説において、強力な買収防衛策の採用の正当化根拠として、強圧性の議論から徐々に交渉力仮説に焦点が当てられるようになってきたことが、先生がご指摘された日米の実務における防衛側の態様に違いをもたらしている原因の一つといえるのではないかという感想を持ちました。交渉力仮説による買収防衛策の正当化の議論は、日本では今日においても強圧性の議論が中心であることもあって、あまり普及していないといえますか、少なくとも実務においては交渉力仮説の議論は定着していないように思われますので、強力な買収防衛策により高められた対象会社の交渉力を利用して株主のために価格の引き上げを交渉するといった防衛側の発想は弱いのかもしれず、単純に買収者に退出を迫るタイプの買収防衛策が一般化しているのかもしれなないと感じているところです。もちろん、仮に日本でも今後は、強圧性の議論では強力な買収防衛策を正当化することは困難であるといった議論が展開されるのであれば、新たな正当化根拠として交渉力仮説に焦点を当てざるを得なくなり、それによって実務における防衛側の態様や発想も変わっていく可能性はあるとは

思うのですが……。

すみません、感想めいた話で恐縮です。

○梅本 いえ、とても勉強になりました。ありがとうございました。

【買収意図の公表前の買い集めと MoM の是非】

○山下(徹) 非常に分かりやすいご報告をいただき、誠にありがとうございます。よく分からなかった部分も含めて、頭がクリアに整理できました。

白井先生のレジュメの15ページから16ページまでで、私が書いたものに言及してくださったおかげで、先生のお考えが私の中でよりよく理解できたように思います。

まず、釈明がてら申し上げると、「強い批判がある」と評価くださった部分についてなのですが、実は、私としては、主観的にはそこまで強い批判というつもりはなかったのです。というのは、MoM要件において、ADCらによる買収の試みが公表される前に市場内で買い集められた26%部分は議決権行使から排除できないのではないかと、つまりADCらが保有する株式の全部について議決権行使させないというのは、難しいのではないかとこのつもりでした。それで、その26%部分を反対票に加えても、この決議は成立するのだったら、実際上の結論には変わらないので、それ次第というか、結論が変わるのだったら非常に強い批判ということになると思うのですけれども……。

○白井 報告の中で強い批判と申しましたのは、東京機械製作所事件に関する田中亘先生のご論稿と私の論稿について、買収手法に着目し同事件における強圧性の存在を指摘する見解とした上で、これらの見解は東京機械製作所事件の事案に関してはMoMを是認するが、公表前に買収者が買い集めていた26%分の存在を踏まえれば、結論は逆になるのではないかとのご指摘が先生の文献の中にあっただけで、そう申しました。

○山下(徹) ありましたっけ。そうでしたか。

○白井 はい。山下先生のジュリストのご論稿の中では、MoM要件の利用を正当化できるかどうか

かという文脈の中で、「第2の考え方（田中先生と私の論稿が指摘する分析枠組み）によるなら、本件におけるMoM要件の利用ですら過剰であるという評価になるだろう」（山下・前掲99頁）と記述されております。つまり、田中先生や私のような個々の事件における買収手法に着目してMoMの是非を評価する立場に立つ場合、その分析枠組みによるならば、（田中先生や私が主張する結論とは逆で）東京機械製作所事件ではむしろMoMの利用は過剰であるという評価になるはずだ、すなわち許容されるべきではないという結論が導かれるべきだというご指摘と受け止めました。

○山下(徹) 私は、MoM決議の利用自体や決議結果を私は批判しているわけではなくて、MoM決議をするとしても26%部分を外したのはやり過ぎだったんじゃないかという趣旨でした。

○白井 そういうことなのですか。分かりました。

○山下(徹) 分かりにくい文章だったかもしれません。すみません、書き方が悪かったですね。

○白井 山下先生のジュリストのご論稿におけるご指摘は、田中先生や私のように個々の事案における買収手法に着目して分析する場合、東京機械製作所事件ではMoMの利用ですら過剰になるだろうとあり、この「過剰」という言葉の意味がやや分かりにくいところではありますが、MoMの利用を正当化できるかどうかという先生のご論稿のそこでの文脈からすれば、同事件ではMoMを認めてはいけなかったはずだというご指摘だと受け止めたので、そうすると、田中先生や私が採用する分析枠組みからすれば同事件で逆の結論が導かれるはずだというのは、強い批判、すなわち買収手法に着目すべきという立場をとる以上は対応しなければいけない批判であると考えられますので、論者としては反論する必要があり、本日は報告の中で取り上げさせていただきました。

○山下(徹) 私は、MoM決議において、田中先生や白井先生の議論を前提にすれば、26%を除く部分は、外してもいいということになるのだろうというつもりで書いてはおりました。ただ、……。

○白井 報告の中でも申し上げましたが、公表前に買い集めた26%分を考慮しても、私自身の理解としましては、東京機械製作所事件ではMoM要件は許容されてもよいだろうという理解でいました。

○山下(徹) はい、そうですね。今回、白井先生のご報告を伺って、「ああ、そうだったのか」と思ったのですが、要するに、当該買収者による買収に賛成でも反対でもない部分は外してよいというお考えだということでしょうか。

○白井 そうですねえ。あまり単純化して述べることは正確性を欠きそうで難しいのですが、究極的には、買収の是非を判断する株主とはどの時点の株主であるべきかという問題になりそうで、その点で、東京機械製作所事件では、それまで対象会社株式を保有していなかった買収者が、3か月弱という短い期間で市場において買い集めていた約4割という大量の株式のうち、26%分については、買収に関する事実関係が公表される前に買収者に（買収という事実関係を知らずに）売却された可能性が高いわけですね。

○山下(徹) はい、そうです。

○白井 そうしますと、東京機械製作所事件では、買収者による市場における短期間の株式の買い集めは全て対象会社の支配権を取得するための買収者による一連の行為（支配権取得行為）であると位置づけることができそうです。そのため、一連の支配権取得行為が行われる前の株主の意思が重要であると考えることができ、公表前の26%分についても、これを全て買収防衛に反対する方向で、株主総会において買収者が議決権を行使してよいとすることは、多数株主の適正な意思の発現とは言えないのではないかと考えましたので、山下先生のご論稿におけるご指摘を踏まえたとしても、個々の事案の買収手法に着目する立場からは、やはり結論は変わらないのだろうと考えたわけですね。

○山下(徹) そこで、その話の限界について、ちょっとお伺いしたいのですが……。

○白井 限界がどこかというのはかなり難しい

問題で、何か一言でいうことはできないのですが……。買収の是非を判断する株主とはどの時点の株主であるべきかという問題で、東京機械製作所事件については、一連の支配権取得行為が行われる前の株主の意思を確認すべきだと考えたというところですね。

○山下(徹) もともと大株主だった人が、突然強圧的な買収を始めたというような場合ですと、もともと大株主として買収の開始前から持っていた持株分は外すべきということになるのでしょうか。

○白井 いや、その場合には基本的には外すべきとはならないと思いますが、とはいえあくまでケース・バイ・ケースであって、例えば大株主となるために株式を取得した際の意図やその取得とその後の買収までの時間的間隔などによる面が大きく、一概にこうだとは申し上げられません。本日の報告で取り上げた東京機械製作所事件については、3か月弱という短い期間で市場において買い集めた行為を一連の行為と捉えることができそうですので、買収の是非の判断主体として、同事件ではその一連の行為が行われる前の株主の意思を重視すべきだと考えたわけですが、それを超えて、何か一般的な枠組みを指し示すことまでは、申し訳ありませんが考えが詰まっております。結局のところ、最初の黒沼先生とのやり取りの部分に戻ってしまう面もあると思うのですけれども、買収防衛の是非を株主総会で株主の多数決によって判断することとする場合に、じゃあその場合の株主意思の発現主体である株主というのはいつの時点の株主であるべきなのかという問題は、容易には正解を導き出すことができない難しい問題であることは確かであるように思われます。本来は、裁判所などの第三者が客観的に買収の是非を判断できるのであればその方が望ましいのかもしれませんが、報告の中でも申し上げたように、これは少なくとも現在の日本では現実には困難です。そこでせめて、次善の策として株主が判断すればよいという枠組みが採用されていると考えられそうです。

そのように考える場合に難しい問題となりそうなのは、その場合の株主とはいつの時点の株主を指すと解すべきかという問題で、特に東京機械製作所事件のように短期間で市場において大量の株式が買い集められている場合には、どのように考えたらよいかという問題は避けては通れないように思われます。同事件では、市場における株式の買い集めは最初から最後まで一連の支配権取得行為であると捉えやすい事案でしたので、私としては一つの立場を示すことができたのですが、その場合の議論の限界はどこかと問われますと、結局、いつの時点の株主意思を重視すべきかという問題は事案ごとにケース・バイ・ケースの面が強いので、これが正解ですといった内容を一般論として示すことは難しいと思います。例えば、半年前から既に買収者が40%の対象会社株式を買い集めていたらどう考えるべきか。その半年前に買収者が株式を買い集めたときの買い集めの意図については、どのような影響を与え得るのか。個々の事案によって変わってくると思うのですが、結局のところ、買収の是非を株主に判断させるというときに、いつの時点の株主に判断させるべきなのかという問題に向き合う必要が出てきそうなのですが、一般論としてこうだとはなかなか答えを出しにくい問題であるように思われます。

さらに言うと、そこで株主が判断することになる内容について、企業価値という観点から見て買収の是非を判断するのか、それとも時間と情報が足りないなど手続的な部分で不足するところがあるから補ってほしいという形の判断が示されるのかによっても、変わってくる可能性があるのかもしれませんが。ですから、やはり一概には言えないですし、限界がどこまでかというのも安易に一般論を示すことはできないのですが、東京機械製作所事件に関しては、買収者が直近で急速に買い集めていた部分については、公表前の部分も含め一連の支配権取得行為に当たり、取得前の株主意思を重視すべきと考えるのであれば、売却株主は買収を認識せずに売却している以上、除いてもいいのかなとは思った次第です。

公表前の26%分について買収者による議決権行使を認めてしまうと、急速な株式の買い集めを市場内でして、総会決議でそのような支配権取得の是非についての株主意思を問う場合に、買収者によって買収防衛に反対の方向で議決権を全て行使できてしまうわけですが、東京機械製作所事件では是非の判断に当たり支配権取得前の株主意思を重視すべきという立場に立てば、そのような議決権行使は多数株主の意思の適正な発現という観点からはちょっと問題かなと思うのです。

○山下(徹)　そこで、しかし、強圧性を理由に外すということだとすると……

○白井　いえ、ですから私は、強圧性が理由で外すべきだとは思っていません。

○山下(徹)　ああ、そうか。

○白井　東京機械製作所事件の買収手法が理由だと考えたわけです。つまり、東京機械製作所事件では一連の支配権取得行為と評価できるので、その一連の支配権取得行為が行われる前の株主の意思を、その是非の判断においては重視すべきだというロジックです。

○山下(徹)　買収手法か、なるほど。政策的にその買収手法を抑止すべきだということですね。

○白井　はい、その面もあります。ただ、個人的には政策的に抑止すべきというよりも、どの時点の株主意思を重視すべきかの問題の方を重視して捉えているのですが、おっしゃるように政策的な抑止効果は副次的には生じ得るところかもしれませんが。いずれにせよ、同事件の買収手法のうち、①買収の意図を公表した後に買収者が市場で買い集めた部分については、売却株主の意図として、強圧性の問題が生じていないのであれば通常は、現在の経営陣ではなく、新たに買収候補者として名乗りを上げた人に株式を売却するという選択をしているわけで、そのことは買収に賛同しているだろうという推認が働きそうです。梅本先生とのやり取りの中でも申し上げましたように、この場合、現経営陣の下で今後実現される価値よりも高い対価が提供されていると評価して、売却の判断をしているわけですから。そしてそのような場面

において、以上の推認を否定し、売却株主の立場を買収の是非について少なくとも中立の立場にまで戻すためには強圧性の議論が必要となるわけです。これに対して、②買収の意図を公表する前の株式の買い集めについては、これが山下先生のご論稿で指摘されている26%分の買い集めに当たるわけですが、買収の意図が公表されていない以上、買収の是非について売却株主の意思として賛成か反対かが基本的には分からないということになりそうで、そうすると、買い集め前の株主意思を重視する以上は、その全てを買収防衛に反対の方向で買収者に議決権行使させるのは適切ではなく、むしろ売却株主の意思が分からない以上は議決権行使を認めないという結論が望ましいといえそうで、よってMoMは基本的には許容され、その部分の議論においては強圧性の問題というのは必要とはなりません。この点が、山下先生のご論稿におけるご指摘に対する私からの反論ということになります。

その意味では、近年の学説において議論されている強圧性のある買収に対する政策的な観点からの議論とは、ちょっと違う議論をここではしてしまして、ここでは、企業価値を毀損する買収を減少させ、強圧性の強い買収を抑止する観点からMoMの問題を位置づける立場に依拠して議論を組み立てているわけではありません。本日の報告の中で私が述べさせていただいたのは、伊藤靖史先生からご指定いただいた本日の報告テーマがあくまで判例の分析をするということなので、まずは日本の買収防衛を巡る判例法理の考え方を掘り下げることとし、そこでは、株主の意思をもって買収の是非を判断し、それを裁判所が尊重するという枠組みであるといえるわけですが、東京機械製作所事件に関していえば、一連の株式買い集め前の株主に意思を重視すべきという立場に立ち、その立場から、MoM要件の採用が当該事案において適正な株主意思の発現を後押しする事情に当たるのか、それともそれを阻害する事情に当たるのかを考えていったわけです。その際には、同事案における買収手法に着目する必要があると私は考え

ましたが、強圧性はあくまでその一要素にすぎないと理解しているところです。強圧性の問題だけで全てを説明し尽くすつもりはありませんでした。

すみません、私のレジュメで示した議論の内容が分かりにくかったと思うのですが。

○山下(徹) ありがとうございます。私の論稿も非常に分かりにくいので、申し訳ないのですが、私は、実は本件事案がどう解決されるべきだったかという判断を余りしていません。それはしてなくて、裁判所の判断を正当化する理由として、こういう可能性があるというものを列挙して、それぞれから論理的に導かれる結論はこうかな、ということを書いたつもりでした。その関係で、仮に売却株主の意思を推認し買収者による買収に賛成の趣旨で売却された株式は、MoM決議における議決権行使が可能な株式から外すという議論だとすると、売却した株主の意思として当該買収者による買収に賛成とも反対ともいえない部分については、賛成でも反対でもないのだったら、外せないんじゃないかなあというふうに思い、そういうことを書いたわけです。

そのうえで、そういった不当な買収手法を使う買収者の抑止というのはまた別途の考慮要素として考え得るので、それを加味すると、白井先生のおっしゃるような結論もあり得るかなと思っております。これは、しかし、そのあたりの議論が自分の頭の中でうまく整理できておりませんでした。それが、本日、先生のご報告を聞いて整理できて、理解できたかなと、自分の中では思っております。ありがとうございました。

○白井 ありがとうございます。

○伊藤 今のところをもう一回確認させていただいていいですか。15ページ以下のところの白井先生のご報告の論理ですが、要は、ADCが市場内で買い集めた東京機械製作所株式会社について、その売主がADCによる買収に賛同しているから株式を売却したのだと一般に推認することは適切ではないというところから白井先生はスタートされるのですね。

ただ、それは売主がどういう意図で株式を売っ

たかは分からないというだけで、全ての売主が強圧性にさらされたがゆえに株式を売ったのだと推認できるとか、そういう話ではないはずなのですね。そうすると、なぜADCが買い集めた株式全てについて議決権を排除することが正当化されるのかということを考えなければいけなくなるはずで、そこで強圧性の程度が強い買収手法を抑止するためにはそれが必要なのだから、そういうふうなロジックになるのかなとも思ったのです。そのような読み方でいいのでしょうか。

○白井 伊藤先生、ご確認くださいますありがとうございます。実は、先ほどの山下先生の最後のご発言のところで申し上げようかどうか迷っていた点なのですが、私自身は、①買収意図の公表後の買い集めについては、議決権を排除するためには強圧性の議論が必要になると考えておりますが、東京機械製作所事件の買収手法を前提とすれば、②公表前の買い集めについては、どういつもりで株式を売ったのかが分からないという点を根拠に、MoMは是認してよいと考えております。同事件については、その買収手法からして、一連の支配権取得行為が行われる前の対象会社における株主の意思を重視すべきだと考えたからです。

伊藤先生のご質問との関係でより問題となるのは②公表前の買い集めの方ですが、②で買い集められた26%分の株式につき、仮にMoMを是認し議決権行使を排除すれば残りの株式で買収の是非を判断することになり、仮に議決権行使を認めれば買収者が議決権を行使するわけですので、その全てについて買収防衛に反対する議決権行使がされることに当然になります。そうすると、どちらがより望ましいか、すなわち多数株主の意思の適正な発現という点から見てどちらの方がより適切な投票結果が実現できそうかという問題といえそう。私のように、東京機械製作所事件では一連の支配権取得行為が行われる前の株主の意思を重視すべきであると考えるのであれば、26%分については、議決権行使を認めて買収者による買収防衛に反対の議決権行使を是認するよりも、除いて残りの株主で買収の是非を判断の方が、より

適切な株主意思の発現が実現できるのではないかとこの発想でした。

○伊藤 なかなか難しいですね。

【ニッポン放送事件の法理の延長上の理解】

○齊藤 せっかくの機会なので、お聞きしてみたいことがございます。

今回の事案においては、急激な市場内での買い集めという点に何らかの問題があるという認識が差止めを支持する方向に議論を向かわせがちなのですが、現在の公開買付規制は、市場内買付けについては、議決権3分の2以上の場合を除いて公開買付規制の外に置くという立法判断をしたわけなので、そのように法で許されている範囲内で実施される市場内買付けの手法を採用したことを否定的な評価の根拠とするということは、現在の公開買付規制の解釈論の域にとどまっているといえるのか、それはむしろ立法論と解すべきではないのか、それとも、法の欠缺として、司法がルール形成すべきと考えられているのか、という点が気になっています。この点について、先生はどのようにお考えでしょうか。

もう一点は、本件のようなケースは、株主総会で株主の意思が確認されたという事案ではなく、取締役会の判断のみで発動された事案ではあるが、その判断の妥当性を裏付ける根拠として、買収者以外の株主の多くが買収の成功を望んでいないという意思が確認された、というケースとして捉えるべきではなかったか、という点です。裁判所は、ブルドックソース事件の判断枠組みで判示をしているので、このような捉え方をしていないことは確かなのですが、そのような捉え方をすべきであったのか、むしろニッポン放送事件などの延長として、取締役会の判断で発動された事案ではあるが、同事案で用いられた、濫用的買収者かどうか、という判断基準では捕捉できない新しいケースが登場した、と位置づける余地もあったのではないかと、とも思われます。このような立場からは、MOMは、株主総会と位置づける必要もなく、アンケート調査として捉えてもよい、という点は、と

ても納得がいくものなのですが、白井先生は、このような位置づけ方の可能性についてどのようにお考えでしょうか。

○白井 すみません、2つ目の点について先生のご質問の趣旨を少し確認させて頂きたいのですが、ブルドックソース事件ではなく、ニッポン放送事件の延長として取締役会限りの判断で買収防衛策が発動された事案と捉えるべきというのは、東京機械製作所事件のどのような事実関係を指してのことでしょうか。勧告的決議だから、もしくはMoM要件を不当に採用したから、同事件では対象会社の株主意思は確認されていない（だから取締役会限りの判断に基づく発動事案である）という理解に基づくのでしょうか。

○齊藤 株主意思がないというよりも、白井先生のご議論は、株主意思もこういう場合だったらMoMで確認できるのだという、そういうご議論でしたね。なので、ブルドックソース事件の延長上で議論されているのですけれども……

○白井 はい。おっしゃる通りで、そのような理解に基づいて、私はブルドックソース事件の延長上で同事件を理解しています。

○齊藤 ブルドックソース事件の延長上で議論しないで、例えばニッポン放送事件の延長上で、望ましくない買収手法という場合には差止めを認められるような新しい類型と位置付ける余地はないかお伺いしたいのですが、いかがでしょうか。

○白井 ご質問の趣旨を理解できました。ご説明いただきありがとうございます。そうですね、考え方としてはあり得ると思います。つまり、短期間に市場内で大量の株式を買い集めるというのは禁止すべき望ましくない買収手法なので、取締役会限りの判断であっても買収防衛策を発動することができる。だから、MoM要件による決議が多数株主の意思の適正な発現と評価できようが、評価できなからうが、本件では買収防衛策を発動することが認められるのだという議論は、可能性の問題としてはできないことはないと思います。

もっとも、市場内での株式の買い集めについて、取締役会限りの判断による買収防衛策の発動を是

認できるほど不適切な買収手法だと評価することにつきましては、そのように評価する場合には取締役会限りで常に買収防衛策を発動できるようになりますので、市場内における株式の買い集めを通じた買収が日本では今後一切できなくなってしまうことを意味しかねないところ、そうすると結局、市場内取引であっても支配権を取得する場合には公開買付けの実施が事実上強制されることになりかねませんので、現在の金商法上の公開買付規制との整合性も踏まえれば、果たしてそういう整理でよいのだろうかというのはかなり疑問があるところではあります。ですので、私個人としましては、株主意思に基づいて買収防衛策の発動の是非を判断した事例として捉える方が、より説得力を持ち得る判断として東京機械製作所事件の裁判所の決定を評価することができ、同決定の理解の仕方としてベターだろうという価値判断に立っています。

【金商法の公開買付規制との抵触関係】

○白井 その上で、齊藤先生の最初のご質問の方に移りたいと思いますが、東京機械製作所事件で裁判所が、MoM要件の採用という文脈においてはありますが、市場内における株式の買い集めについて否定的ともいえる評価を示したことについては、私の理解としましては、多数株主の意思の適正な発現といえるかどうかという会社法上の買収防衛策の有効性を巡る判例法理の下における一判断であって、そこで一定の否定的な評価が市場における株式の買い集めに対して示されたとしても、金商法上の公開買付規制と直接に抵触するような問題を何か引き起こすわけではないのだろうと考えています。同事件の裁判所の決定に対する私の理解ということになります。市場内での株式の買い集めなのだから当然に買収防衛策が認められるべきだというような文脈で捉えるべきではないと考えています。

この点について、近年の会社法研究者の中には、市場での大量の株式の買い集めを通じた買収は手法として不適切であり、基本的にはそれを抑止する方向で制度を構築すべきであるという政策的な

観点に基づく議論も見受けられます。もっとも、そのような見解への賛否はさておき、本日の報告における私自身の立場というのは、仮にそのような政策的な観点を除くとしても、会社法上の買収防衛策の有効性を巡る判例法理の考え方にに基づき、東京機械製作所事件の事案の下では MoM を認めた方が多数株主の意思の適正な発現を促すことになるといえるため、同事件では MoM 要件の採用が許されてよいだろうというもので、政策的な評価がどうかというよりも、どのような形で株主意思を問うことが多数株主の意思の適正な発現につながりそうかという点を重視し、その観点から同事件における MoM 要件の採用の是非を論じています。

ですので、結局のところ、私の立場というのは事案次第、ケース・バイ・ケースであって、何か一般化して論じることに適した議論ではないように感じています。市場での株式の買い集めと一言でいっても、報告の中でも紹介しましたように（レジュメ 17 頁参照）、例えば強圧性の程度が小さい態様のもも十分に考えられますので、そういう場合には買収の意図が公表された後に買い集められた株式について MoM を認めないことこそが多数株主の意思の適正な発現につながると思いますし、そこは本当に事案次第なのだと思います。

そのことを踏まえつつ、齊藤先生の最初のご質問の内容が、市場での株式の買い集めについては強力な買収防衛策の発動を認めるべきだという議論に対してどう思うのかという問いだと捉えますと、その点につきましては、私はそこまで割り切ることはできないなと感じている次第です。市場での株式の買い集めと一括りで論じることに、やや抵抗感があるからです。

○齊藤 ありがとうございます。

後者については、やはりブルドックソース事件の延長上で、株主にその要否を判断させるべきであると。先生のご議論の核となる部分は、やはりそれは裁判所が判断し得ないからということになるのでしょうか。判断能力の観点から、株主にアンケート調査をとるという手法の方が適切であると。

○白井 何を判断するのかという判断対象次第なのかもしれませんが、例えば時間と情報の充分性の判断であれば裁判所に任せてもよいのかもしれないのですが、買収者による買収と現経営陣による今後の経営とでどちらが対象会社の企業価値に資するのかといった判断は、裁判所が仮処分事件における限られた時間と情報の中で適切に判断を示すことは難しいだろうと私は考えています。そうすると、誰が判断するかということになりますが、次善の策にはなるのでしょうか、株主に委ねることになるのだらうと考えます。

○齊藤 ありがとうございます。大変よく分かりました。商事法務に掲載された宍戸＝ミルハウプト論文（カーティス・ミルハウプト、宍戸善一「東京機械製作所事件が提起した問題と新 J-Pill の提案」旬刊商事法務 2298 号（2022 年）4 頁）においては、構造上売り急ぎを強いるような構造的な強圧性があるかどうかは、裁判所自体が判断できることであり、場合によっては、買収者以外の株主の反応を参照することもありうるが、買収の企業価値に与える影響の判断については、MOM に委ねるべきではないという指摘がありました。これに対して、白井先生は、そうではなく、企業価値を高めるかどうかという判断でも MOM でよい、という認識を出発点とされておられますでしょうか。

○白井 いえ、私はそのような一律の議論はしていないつもりです。MoM 要件の適否は、判断対象が何かというよりも、勧告的決議においてそのような株主意思を集計する手法を採用することが、多数株主の意思の適正な発現と評価できるかどうかという文脈で理解すべきだというのが私の立場で、そうしますと、いつの時点の株主意思を確認すべきかを含めて事案ごとにケース・バイ・ケースであって、買収が企業価値を高めるかどうかの判断については MoM 要件が適している・適していないという判断枠組みは採用していません。

○齊藤 大変よく分かりました。つまり、今回は買収者の議決権は完全に排除されたけれども、今回はそれがふさわしい事案だったからで、議決

権を買収者に認めるべきかどうかは、それは、具体的にケース・バイ・ケースで考えるべきだと。先生としては、これまでおっしゃっていたことを改めて繰り返しいただいただけになってしまい、誠におそれいます。おかげで、私も理解できたような気がいたします。

○白井 分かりにくい報告で恐縮です。

○齊藤 誠にありがとうございました。

○伊藤 齊藤先生のご質問の1点目ですけれども、市場買い集めという手法の話ではなくて、市場買い集めに伴う強圧性というものを法的に問題があるものと評価して、それを理由に防衛策を認めるといいますか、それを理由に株主総会が承認したということに意味を認めるということが、国会の金商法についての立法権を侵害しているといったご議論なのかなとも思いました。

既に2006年の公開買付規制の改正のときに、市場買い集めの強圧性を理由として、市場取引にも公開買付規制の適用範囲を含めようという議論は一度敗れているということもありますので。

○白井 伊藤先生、ご指摘いただきありがとうございました。立法権の侵害をしているというような評価を、東京機械製作所事件で裁判所が強圧性を認定したことについて言えるかどうかですけれども、議論の余地はもちろんあると思うのですが、買収防衛の必要性の判断において裁判所がMoM要件による株主意思を尊重したということですから、そのことは、市場での株式の買い集めに金商法で対応すべき法的問題があるという評価とは必ずしも直結しないのではないかと考えています。あくまで多数株主の意思の適正な発現として、どのような株主意思の集計方法が望ましいかという次元における評価の問題であって、もちろんその問題自体、いつの時点の株主の意思を尊重すべきかという問題も相俟って難問ではあるのですが、その際にMoMを許容したことで、市場での株式の買い集めについては公開買付規制を課さないとする立法の態度とは、特に矛盾する関係にあるとはいえないように思われるからです。

また、東京機械製作所事件について、広く市場

における株式の買い集めの場面一般を対象に、買収防衛策発動の株主意思確認総会においてMoM要件の採用を是認した判断と捉えるべきであるとも私は考えておりませんので（レジュメ16-17頁参照）、そのような評価に立つのであれば、同事件の裁判所の決定と公開買付規制の抵触関係というのは、やはりさほど問題視しなくてよいのではないかと結論になりそうです。

○伊藤 ありがとうございます。

それでは、今日は時間が超過して申し訳ありません。これで本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。どうもありがとうございました。

最近の買収防衛策を巡る動向(2)
—富士興産事件、東京機械製作所事件

- 一 はじめに
 - ・ 前回と今回のJFX金融商品取引法研究会：2021年に実際に試みられた4件の代表的な敵対的買収の事例(日邦産業事件、日本アジアグループ事件、富士興産事件、東京機械製作所事件)の4つの事件)の分析・検討を行う
 - 今回の報告：富士興産事件と東京機械製作所事件を取り上げる

白井 正和(京都市大)

2 買収防衛策の必要性に関する判断枠組み

- ・ 富士興産事件および東京機械製作所事件の内容を理解するに当たっては、とりわけ買収防衛策の必要性に関する判断枠組みに注目する必要がある
- 買収防衛策の導入・発動に当たっては買収対象会社の株主総会決議を通じた株主の意思を問うべきであるという価値判断：理論的にはどのように説明?

- ・ 買収対象会社の取締役会限りの判断で自由に買収防衛策を導入・発動できると解することは、買収対象会社の取締役の保身により効率的な買収が妨げられたり⁷、敵対的買収の脅威を通じて経営に対する規律づけの機能が弱められたりするなど、弊害の生じるおそれがないところであり、是認することは難しい⁸
- ・ 他方で、ブルドックソース事件最高裁決定⁹における「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、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることとなるか否か」について、裁判所が限られた時間の中で主體的・積極的に判断することには、通常は大きな困難を伴うものと考えられる⁹

⁵ 飯田秀徳ほか『会社法判例の読み方』(有斐閣、2017年)117頁(白井正和)。田中亘『会社法(第3版)』(東洋館出版、2021年)725頁、松井・前掲注1)605頁も参照。

⁶ 例えば、取締役会のみでの判断で導入・発動しようとした買収防衛策(新株予約権の無償割当て)の差止めを命じた裁判例として、東京高決平成20年5月12日金判1298号46頁(ピコイ事件)、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)などがある。

⁷ 敵対的買収の場面で買収対象会社の取締役が自己保身のために行動する可能性については、わが国の学説上も古くから指摘のあるところである(淵崎博史「不正な新株発行とその規制(2)・完」民商法雑誌94巻6号(1986年)723頁、川瀧昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動の規制(1)」民商法雑誌95巻2号(1986年)170頁等)。こうした自己保身の点に加えて、近年では、買収対象会社の取締役が自尊心のゆえに自らが従来とってきた経営政策が覆されることを避けるために行動する可能性も指摘されている(田中亘ほか編『論究会社法』(有斐閣、2020年)332頁(久保田安彦))。

⁸ 理論的には、経営に対する改善機能や規律効果を通じて、敵対的買収は買収対象会社またはその株主に利益をもたらす可能性があることから、買収防衛策に関する法制度は完全に敵対的買収を阻止できるようなものであってはならない(柳川範之『法と企業行動の経済分析』(日本経済新聞社、2006年)60-64頁)。学説上も、敵対的買収の場面に於ける買収防衛の是非をめぐる取締役の判断は、通常の経営判断とは区別され(江頭憲治郎『株式会社法(第8版)』(有斐閣、2021年)24頁参照)、取締役の裁量と企業価値を与えるべきではないとする見解が多数である(田中亘『企業買収と防衛策』(商事法務、2012年)441-442頁、田中ほか編『前掲注7)332頁(久保田)等)。

⁹ 飯田秀徳「企業価値基準における買収防衛策に関する裁判所の役割」吉本健一先生古稀記念論文集『企業金融・資本市場の法規制』(商事法務、2020年)258-259頁、松井秀征「判批」平成19年度重要判例解説(ジュリスト臨時増刊1354号)(2008年)110頁、田中ほか編『前掲注7)333頁(久保田)。同様の指摘として、田中・前掲注5)727頁も、敵対的買収が企業価値を高める良い買収か、買収者の過信あるいは利害関係者からの利益剥奪を

最近の買収防衛策を巡る動向(2)
—富士興産事件、東京機械製作所事件

- 一 はじめに
 - ・ 前回と今回のJFX金融商品取引法研究会：2021年に実際に試みられた4件の代表的な敵対的買収の事例(日邦産業事件、日本アジアグループ事件、富士興産事件、東京機械製作所事件)の4つの事件)の分析・検討を行う
 - 今回の報告：富士興産事件と東京機械製作所事件を取り上げる

白井 正和(京都市大)

2 買収防衛策の必要性に関する判断枠組み

- ・ 富士興産事件および東京機械製作所事件の内容を理解するに当たっては、とりわけ買収防衛策の必要性に関する判断枠組みに注目する必要がある
- 買収防衛策の導入・発動に当たっては買収対象会社の株主総会決議を通じた株主の意思を問うべきであるという価値判断：理論的にはどのように説明?

- ・ 買収対象会社の取締役会限りの判断で自由に買収防衛策を導入・発動できると解することは、買収対象会社の取締役の保身により効率的な買収が妨げられたり⁷、敵対的買収の脅威を通じて経営に対する規律づけの機能が弱められたりするなど、弊害の生じるおそれがないところであり、是認することは難しい⁸
- ・ 他方で、ブルドックソース事件最高裁決定⁹における「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、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることとなるか否か」について、裁判所が限られた時間の中で主體的・積極的に判断することには、通常は大きな困難を伴うものと考えられる⁹

⁵ 敵対的買収とは、端的には、買収対象会社の現在の経営陣の同意を得ることなく進められる企業買収をいう。近年では、上場会社を対象とした敵対的買収の可能性がわが国でも現実味を帯びるようになっており、その背景として、上場会社における株式の相互保有の構造が近年大きく揺らぎつつあることや、敵対的買収に対して資金を提供する金融機関が増加する傾向にあることなどが指摘されている(松井秀征「敵対的企業買収と防衛策」江頭憲治郎編『株式会社法大系』(有斐閣、2013年)562頁参照)。特にここ数年は、敵対的公開買付けが増加傾向にあり、それに伴い敵対的公開買付けの成立件数も増加している(茂木美樹ほか「敵対的買収防衛策の導入状況とその動向」旬刊商事法務2276号(2021年)19頁)。

² 東京高決平成17年3月23日判時1899号56頁。

³ 東京高決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁。

⁴ 具体的には、当該事案の下で買収防衛策の必要性および相当性が認められる場合には、差別的な行使条件等が付けられた新株予約権の無償割当てについて、株主平等原則に反するものでも不正発行に該当するものでもないとする判断枠組みを採用した。学説は一般に、ブルドックソース事件最高裁決定について、買収防衛策の有効性を判断するに当たり、その必要性と相当性の観点から審査・分析を加えたものと評価している(田中亘「ブルドックソース事件の法的検討(上)」旬刊商事法務1809号(2007年)89頁、近藤光男「ブルドックソース最高裁判決に見る企業防衛のあり方」金融法務事情1833号(2008年)16-17頁、大杉謙一「買収防衛策の現在・過去・未来」法律時報80巻3号(2008年)42頁、北村雅史「判批」私法判例リマックス97号(2008年)94頁、鳥山恭一「差別的な条件付き新株予約権無償割当ての適法性」早稲田法学85巻3号(2010年)879頁、白井正和「買収防衛策の有効性の判断枠組み」(最決平成19・8・7)法学教室471号(2019年)26頁、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)」法学教室500号(2022年)29頁、神田秀樹「会社法(第24版)』(弘文堂、2022年)181-182頁等)。

りも低い価格で締め出されることに対する不安から、本意ながらも当該公開買付けに応募するようになること¹⁴

→ 一株主による公開買付けへの応募の判断に公開買付けに応じる方向での圧力(売却圧力)がかかることで、公開買付けへの応募状況を通じた敵対的買収に対する株主の評価・判断は正しくは示されないという状況が生じうる¹⁵

・ これに対して、買収防衛策としての新株予約権の無償割当ての実施に関する株主総会の判断: 強圧性は通常は生じないと考えられる(ある株主が株主総会で買収防衛策に賛成票を投じたものの仮にそれが反対多数で可決承認されなかったとしても、そのことに起因して当該株主が敵対的買収者による公開買付けへの応募に関して不利益に扱われることはない)

3 判例法理が実務に与えた影響と勧告的決議の増加

- ・ 買収防衛策の有効性をめぐる判例法理がわが国の実務に与えた影響: 買収防衛策を導入・発動しようとする場面では、そのことは是非をめぐる株主総会における株主の判断をできるだけ良好とする実務慣行が形成
- ・ 実務慣行の例: 買収対象会社における株主意識を確認する観点から、買収防衛策の導入・発動の是非や敵対的買収者による株式の大量取得の是非に関し、買収対象会社の株主総会決議(勧告的決議)の形で株主総会決議がとられる事例が広く観察
- 勧告的決議: 取締役会設置会社において株主総会の権限事項に含まれない事項について行われる決議¹⁶
- 株主総会の権限「外」の事項に係る決議であるため、それが可決承認されても当該会社における多数株主の意思が明らかになるだけであり、勧告的決議によって新たな法律関係が生じるわけではなく¹⁷、また、勧告的決議は取締役会などの会社の機関を法的に拘束するものではないと解されている¹⁸
- 近年の裁判例: 勧告的決議については会社法上の株主総会の権限事項には含まれない決議であることを前提に、勧告的決議の無効確認の訴えにおける確認の利益を否定するものや¹⁹、②勧告的決議を求める株主提案権の行使を否定するもの²⁰

¹⁴ 公開買付けの強圧性については、田中亘編著『数字でわかる会社法(第2版)』(有斐閣、2021年) 255-256頁(飯田秀総)参照。
¹⁵ 企業価値を毀損させる望ましくなく買収であっても公開買付けが応募多数により成立してしまうことにもつながる(飯田秀総『公開買付けの基礎理論』(商事法務、2015年) 195頁参照)。
¹⁶ 伊藤靖史「株主総会に関する近年の裁判例——決議の効力を争う訴えに関する論点」旬刊商事法務 2175号(2018年) 32頁等。
¹⁷ 伊藤・前掲注16) 34頁。
¹⁸ 酒巻俊雄「龍田節編集代表『逐条解説会社法(4)』(中央経済社、2008年) 38頁(前田重行)」。
¹⁹ 東京地判平成26年11月20日判時2266号115頁。
²⁰ 東京高決令和元年5月27日資料版商事法務424号118頁。

・ 買収防衛策の導入・発動の是非を巡り、会社の利益の最終的な帰属主体である株主の判断を尊重するという判例法理が採用する価値判断には、改善の策という位置づけにはなるだろうが、その限りでは合理的に認められると考えてよいだろう¹⁰

→ 株主の判断を尊重し、取締役会限りの判断による買収防衛策の導入・発動は原則として許さないというのがわが国が国の裁判所の基本的なスタンスであると評価できること¹¹、今日では学説上も、買収防衛策の導入・発動に当たっては買収対象会社の株主の意思を問うべきであるという以上のスタンスを支持する見解が少なくない¹²

・ もっとも、裁判所としては買収対象会社の株主の判断を尊重すべきであるとしても、なぜその判断を株主総会で行う必要があるか?

→ 例: 買収対象会社が買収防衛策として差別的な行使条件等が付された新株予約権の無償割当てを実施しなければ、公開買付けへの応募状況を通じて、敵対的買収に対する買収対象会社の株主の評価・判断が示されることも考えられないではない

→ ブルドックソンス事件で最高裁が、公開買付けへの応募を通じた株主の判断ではなく、買収防衛策の発動に関する株主総会決議を通じた株主の判断を尊重することとしたことは、どのようなように理解したらよいか理論論的な観点からは問題となる

CF. 基理日株主と株主総会時点の真の株主との間にズレが生じようとするという問題

→ 買収対象会社の株主の意思を確認する方法として、株主総会決議を通じた判断の方が公開買付けへの応募を通じた判断よりも優れているとは断言できない

- ・ 学説: 公開買付けの強圧性の観点から一応の説明を試みることも可能である¹³
- ・ 公開買付けの強圧性 (coercion): 公開買付けの提案を受けた株主に公開買付け価格に対する不満があったとしても、自分以外の他の株主の多くが当該公開買付けに応募することにより当該公開買付けが応募多数で成立し、少数株主として会社に取り残されて不当な扱いを受けるのではないかという不安、または事後に公開買付け価格より理由とする悪い買収であることを、裁判所が審査することは極めて困難であると述べる。¹⁰ 飯田・前掲注9) 247頁は、「企業価値基理の現理として株主の判断を信用することは常に完璧に機能するとは限らないけれども、改善の策として妥当であり、裁判所が介入することは改善の策よりも劣る解決となる可能性がある」旨を指摘する。¹¹ 江頭憲治郎編『会社法コンメンタール(6)』(商事法務、2009年) 123頁(淵崎博史)、藤田友敬「事前警告型買収防衛策の許容性」金融商品取引法研究会研究記録79号(2021年) 5頁も参照。¹² 森本滋「支配株式の取得と取締役会・株主総会」旬刊商事法務 1882号(2009年) 11-12頁、田中・前掲注5) 726-727頁、白井・前掲注4) 28頁、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(下)」法学教室 501号(2022年) 60-61頁等。¹³ 田中亘「ブルドックソンス事件の法的検討(下)」旬刊商事法務 1810号(2007年) 16頁、中東正文「ブルドックソンス事件と株主総会の判断の尊重」ジュリスト 1346号(2007年) 23頁等。

三 富士興産事件

1 事案の概要と裁判所の判断

- ・ 事案：アスリード・ストラテジック・バリュー・フアンド（アスリード）らによる富士興産株式会社に対する敵対的公開買付けが開始された場面で、2021年6月11日に、富士興産の取締役会が買収防衛策（対抗措置）として差別的な行使条件等が付された新株予約権の無償割当ての実施を決議した→事案の詳細については〔参考1〕参照（19頁～）→2021年4月28日に開始されたアスリードらによる公開買付けは、買付予定数の上限の定めのない全部買付けであるとともに、買付予定数の下限は公開買付け終了後のアスリードらの株券等所有割合が40%になるよう設定
- + 公開買付けの終了後に、公開買付け価格と同額の金銭を対価としたコミュニケーションの実施（株式の併合）も予告
- ・ 事案の重要な特徴：

① 取締役会による当該無償割当ての実施に係る決議後であって当該無償割当ての効力発生日前に、富士興産の株主総会において当該無償割当ての実施等の是非を巡る株主意思を確認する機会が設けられており、実際に当該無償割当てを実施するかどうかは株主総会における株主意思に委ねられていたこと²¹

② 当該無償割当ての実施等の是非をめぐる株主総会（勧告的決議）における決議要件は普通決議とされていたこと

→ 当該無償割当ての効力発生日（2021年8月末日）前に当たる同年6月24日に開催された富士興産の定時株主総会では、当該無償割当ての実施等に係る議案について、議決権行使総数の過半数を超える約66%の株主の賛成を得て可決承認

- ・ 東京地決令和3年6月23日資料版商事法務450号151頁（原審決定）：富士興産の株主総会における株主の承認が得られなければ当該無償割当ての実施の撤回が予定されていたことを指摘した上で、アスリードらによる「公開買付けについて適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保することができないことにより、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、会社の利益の帰属主体である株主自身により、判断させようとするものである」と述べ、当該無償割当ては不正発行には該当せず株主平等原則の趣旨にも反しないとして、当該無償割当ての差止めを認めなかった

- ・ 東京高決令和3年8月10日資料版商事法務450号143頁（抗告審決定）も、原審決定で示された内容を基本的に引用した上で、「抗告人〔アスリード〕の本件公開買付けに對

²¹ 具体的には、富士興産の株主総会において当該無償割当ての実施等に係る議案が可決承認されなかった場合には、富士興産の取締役会は（2021年6月11日に取締役会として実施の決議をした）当該無償割当てを中止することとされていた。なお、富士興産の定時株主総会は同日24日に開催される予定であったことから、同総会の場で当該無償割当ての実施等に係る議案がかわせて諮られることが予定されていた。

して、相手方〔富士興産〕には買収防衛策を導入する必要性が認められ、買収防衛策の手段としての本件新株予約権無償割当ては、株主平等原則に違反するとも、あるいは著しく不公正な方法によるものともいえない」とし、原審決定と同様に当該無償割当ての差止めを認めなかった

→ 抗告審では、(a) 当該無償割当ての実施の是非を判断する株主総会決議は「普通決議によるもので、その賛成は議決権行使総数の66%にすぎない」ことを問題視するアスリードの主張、および(b) 買収の是非をめぐる「株主意思の確認は、株主総会決議によるのではなく、個々の株主の公開買付けへの応募の有無によるべきである」とするアスリードの主張が正面から取り上げられたが、いずれの主張も退けられた

- ・ (a)の主張→「新株予約権無償割当てについては、法律上、決議要件として特別決議を要するものとはされおらず、平成19年最決〔ブルドックソース事件最高裁判定〕は、対象となっていた会社において、定款で特別決議を要するものと定められていたという事実関係の下における判断であり、買収防衛策として新株予約権無償割当てを行う場合に、常に株主総会の特別決議を要すると解すべき合理的な理由があるとはいえない」

- ・ (b)の主張→「本件公開買付けには強圧性の問題が全く生じないとはいえない」ことを指摘した上で、「株主総会において、本件公開買付けについての株主意思を確認することが不相当であるとはいえない」

2 取締役会による買収防衛策の発動決議後の株主総会による承認

- ・ 富士興産事件：取締役会により買収防衛策の発動が決議された後で、その効力発生日の前に買収対象会社の株主総会における株主意思が諮られ、実際に買収防衛策を発動するか否かについては株主総会における株主意思に委ねられていた

→ このような順序で株主意思を問うタイプの買収防衛策の発動は、富士興産事件より前の時点で他に例を見ないところではないか

→ もっとも、株主総会決議を通じて株主意思が買収防衛を是としない限り買収防衛策の発動がその効力発生日前に中止（撤回）されることが十分に確保されているのであれば、そのことは、判例法理の背後にある価値判断と何ら抵触するものではなく、問題ないといえるだろう

→ 富士興産事件では、買収防衛策の発動に際して買収対象会社の株主総会における株主の承認が実質的に要求されており、この点が、前回の研究会で扱われた日本アジアグループ事件と買収防衛策の有効性をめぐる裁判所の結論が正反対のものとなった最大理由であると考えられる²²

²² 大田洋「富士興産事件原審決定と抗告審決定の検討と分析」旬刊商事法務2275号（2021年）45頁も、両事件における裁判所の判断の差は、「主として、差別的取得条項等付新株予約権無償割当ての後に、株主意思確認総会の結果を受けてそれを撤回する余地が存するか否かに基づくものではないかと推測される」とする。藤田・前掲注11）13-14頁も参照。

→ 確かにそのように考えることも可能であるかもしれないが、買収防衛策の発動の是非をめぐめる判断は、本来であれば個々の株主に認められているはずの公開買付けへの応募を通じて買収者に保有株式を売却する機会を実質的に奪うという側面があり、株主平等原則 (の趣旨) に反する事態が引き起こされるといえる側面もある²⁸

→ 概しといえるところであるが、普通決議で足りないと解することも可能と解する余地もあり²⁹、抗告審決定の理由づけは必ずしも決定的なものとはいえないとも

・ 学説上は、支配株主の異動を伴う募集株式の発行等の場面において、株主総会決議の決議要件が普通決議とされている (会社法 206 条の 2 第 5 項) ことを指し、それとの平仄から、買収防衛策の発動の是非をめぐめる株主総会決議の決議要件も普通決議とするのが論理的かつ自然であると見解がある³⁰

→ ブルドックソース事件最高裁決定の当時はさておき、少なくとも現在では、平成 26 年会社法改正により、同法 206 条の 2 が新設されたことで、買収防衛策の導入・発動の是非の判断を含む支配株主の異動に関する判断については普通決議で足りるとする立法的判断が示されたことと解することになるだろうか (重要な指摘と思われる)

→ ただし、若干ではあるが疑問の余地がないわけではない；会社への資金の流入を伴う募集株式の発行等の場合と他の株主からの株式の買い集めの場面とは区別して考えるべきであるともいえる、(後者の場合に当たる) 買収防衛策の必要性の判断における株主総会決議の決議要件を、(前者の場面に当たる) 会社法 206 条の 2 第 5 項の決議要件とバラレレに考えることは必ずしも適切とはいえないとも考えられる

案する候補者と買収者の提案する候補者のどちらを選ぶのかという問題と同レベルの問題といえる」と指摘する。藤田・前掲注 11) 18-19 頁も参照。

²⁸ 江頭・前掲注 8) 823 頁は、ブルドックソース事件最高裁決定について、買収防衛策としての差別的な行使条件が付された新株予約権には株主平等原則の趣旨が及ぶことをその出ている可能性があると解することからすれば、防衛側 (買収対象会社の側) によって厳しい要件が想定されている可能性があるとする。

²⁹ さらに、せいぜい補足的な考慮要素にとどまるものではあるが、買収防衛策の必要性の判断に当たっては、株式の持合いその他の安定株主工作により株主総会における判断が歪められてしまう問題が懸念されており、仮に裁判所において株主総会の判断が歪められていないことを十分に確認することは難しいのだとすれば、慎重を期す観点から特別決議を要求するといえる考え方もとりえないであろう。なお、株主総会の判断が歪められてしまう危険については、例えば株主総会の開催前の段階で強圧性のある形で買収者が株式を買い集めることなどを通じ、買い集めた株式の議決権を行使することによって買収者に有利な形に歪められてしまうケースも考えられないが、この場合には、すぐ後に紹介する東京機械製作所事件で実際に行使されたように、買収対象会社としては、買収防衛策の発動の是非をめぐめる株主総会において買収者グループが保有する株式について議決権行使を認めないという対応をすることも可能であり、そのことを踏まえれば、ここでは買収対象会社の現在の経営陣に有利な形で株主総会の判断が歪められてしまう危険の問題に思われる。

³⁰ 飯田・前掲注 26) 10 頁。

3 買収防衛策の必要性を判断する際の株主総会決議の決議要件

- ・ 抗告審決定：買収防衛策の発動をめぐめる株主総会決議 (勧告的決議) の決議要件が問題となり、裁判所が普通決議で足りる旨の判断を示したという点で、注目される²³

→ ブルドックソース事件：株主総会特別決議を経て導入・発動された買収防衛策の有効性が問題→買収防衛策の必要性を判断する際の株主総会決議の決議要件を巡り、普通決議をもって買収防衛策の有効性を判断する事例にも同事件の最高裁決定の射程は及ぶと解するか、それとも同事件の最高裁決定の射程が及ぶために決議要件として特別決議を要すると解すべきかが未解決の問題として残されていた²⁴

→ ブルドックソース事件最高裁決定後に示された学説：

- ・ 同決定につき特別決議が決議要件であったことを重視しているとする見解²⁵
- ・ 決議要件として普通決議で足りると明言する見解²⁶、

- ・ 普通決議で足りるとする理由 (抗告審決定)：「公開買付けによる買収に対する対抗手段の発動が必要か否かの判断は、現経営陣と買収者側のいずれに経営を委ねるべきかという株主の経営判断の問題であるから、……株主総会の場で、会社の利益の帰属主体である株主の多数が、当該買収に対して対抗手段の発動が必要であると判断した場合には、その判断は合理性があるものとして尊重されるべきである」

→ こうした理由づけ：決議要件として普通決議で足りる旨を主張する学説においても従来その根拠として主張されていたもの²⁷

²³ 例えば、太田・前掲注 22) 48 頁は、富士興産事件の抗告審決定について、ブルドックソース事件最高裁決定以降はじめて、決議要件として少なくとも普通決議の要件をクリアすればよいとの判断を示したものであり、重要な意義を有すると述べる。

²⁴ 江頭・前掲注 8) 838 頁、龍田節＝前田雅法『会社法大要 (第 3 版)』(有斐閣、2022 年) 231 頁、高橋美加ほか『会社法 (第 3 版)』(弘文堂、2020 年) 539 頁等。ブルドックソース事件最高裁決定の調査官解説においても、同決定は決議要件について具体的・一般的な基準を示すものではないとの理解が示されている (森富義明「判解」法曹時報 62 巻 6 号 (2010 年) 135 頁)。

²⁵ 代表的な見解として、ブルドックソース事件最高裁決定については、株主総会の特別決議による承認を尊重すべきであつと、圧倒的多数の株主の支持があつたことからその判断に問題はないとしたのであつて、決議要件が特別決議であつたことを重視しているとする見解がある (森本滋「支配株式の取得と取締役会・株主総会」旬刊商事法務 1882 号 (2009 年) 67 頁)。また、ブルドックソース事件最高裁決定では、株主総会の特別決議にとられたことが結論を左右する上で重要である (法的意味を有する) との理解を示す見解として、浜田道代「差別的行使条件・差別的取得条項新株予約権無償割当てによる買収防衛策と株主平等原則 (2・完)」民商法雑誌 139 巻 3 号 (2008 年) 315-317 頁、北村・前掲注 4) 95 頁がある。清水俊彦「不都合な真実(2)」金融・商事判例 12689 号 (2007 年) 7-8 頁も参照。

²⁶ 代表的な見解として、飯田秀経「買収防衛策の有事導入の理論的検討」旬刊商事法務 2244 号 (2020 年) 10 頁。

²⁷ 例えば、飯田・前掲注 26) 10 頁は、「買収防衛策の有事導入の是非を判断するということは、支配権の移転の是非を判断することと同様に、取締役の選任に際して、現経営陣の提

→キヤッシュアウトの成否が公開買付けへの応募状況次第(またはキヤッシュアウト協議案に他の株主がどれだけ賛成票を投じるか次第)であって確定とはいえない状況下では、アスリートが支配権を取得した後に少数株主として取り残されることへの不安から、不本意ながら公開買付けに応募する可能性が認められるから³⁴

→一時的に評価が低下する可能性がある公開買付けの応募に対する反論: 富士興産事件で観察される程度の公開買付けの強圧性であれば、買収対象会社の株主意思を確認する方法として公開買付けへの応募を通じて株主の判断の方を優先することとし、株主総会決議における株主の賛同を得たとしても買収防衛策の発動を認めないとするべき³⁵

→理論的な観点からは、個々の事案ごとに強圧性の程度を精緻に評価し、それが公開買付けへの応募を通じて株主の判断を歪めてしまう程度を考察した上で、買収対象会社の株主意思を確認する方法として公開買付けへの応募と株主総会決議のいずれがより望ましいかを検討するという考え方にも十分に合理性が認められる

→とも、実際の問題としては、裁判所が仮処分事件の限られた時間の中で、微妙な強圧性の強弱の程度等を正確に判断しどちらの方法がより望ましいかを評価することは容易ではないように思われる

→そうであるならば、株主総会決議を通じて株主の判断を尊重するという判例法理が採用される考え方は、強圧性の程度がゼロまたは無視してよい程度に明らか小さいと評価できる場合を除き、基本的には広く当てはまると考えられる方が、予見可能性や法的安定性を確保することにつながり望ましいといえるのではない

CF. 日本アジアグループ事件の公開買付け: 取締役会限りの判断に基づく買収防衛策の導入・発動を正当化するほど「強い」強圧性があるとはいえない³⁶

→富士興産事件に関する以上の議論はそのことと矛盾するものではない: 公開買付けの強圧性を根拠として展開されようとしている議論の内容や位置づけが大きく異なるから³⁷

³⁴ この点に関して、田中巨「防衛策と買収法制の将来〔上〕」旬刊商事法務 2986号(2022年) 14-15頁は、公開買付けに応募しなかった株主は、株主総会でキヤッシュアウト議案に賛成すれば公開買付けと同額のキヤッシュアウト価格を確実に得られるのだから、アスリートらによる公開買付けには強圧性の問題は生じないとする。しかし、他の株主が自分と同じように評価して議決権行使するとの確信が持てない限りは、株主総会でキヤッシュアウト議案が成立しない可能性は残るといわざるをえず、そのことが公開買付けへの応募の判断において強圧性の問題を生じさせるといえるのではないだろうか(前回の研究会における伊藤靖史先生のレジュメ 23頁参照)。

³⁵ プルドクソース事件を題材とした検討であるが、例えば近藤・前掲注 4) 19頁は、公開買付けの強圧性の問題がそれほど深刻でないならば、株主総会の判断が公開買付けによる判断よりも特に優れているとはいえないかと指摘する。

³⁶ 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」民商法雑誌 158巻 2号(2022年) 309-311頁。

³⁷ 同様の理解を示すものとして、藤田・前掲注 11) 24頁、松下憲ほか「買収防衛策に関する

* 募集株式の発行等の場面では、発行等を通じて事業に必要な資金が会社に入ってくるため、会社の資金調達の便宜を図るといふ観点から、資金調達の円滑をむやみに害してはならないという価値判断が生じることから³¹、取締役会の裁量を尊重する必要がある、普通決議で判断するというルールを採用したとも解しうる³²

→これに対し、買収防衛策の必要性が問われる場面: 事業に必要な資金が会社に入ってくるという資金調達の側面はない→会社の資金調達の便宜を図るといふ観点から、取締役会の判断を尊重すべきとする政策的な観点からの要請は存在しない

→買収防衛策の必要性を判断する際の株主総会の決議要件につき、会社法 206 条の 2 第 5 項の決議要件よりも厳しい決議要件が課されるべきと解する余地もないわけではないだろう³³

4. 公開買付けに強圧性の問題は生じていない旨の主張と買収防衛策の発動

・ アスリートの主張: 全部買付けであってその後の公開買付け価格と同額の金銭を対価としたキヤッシュアウト(株式の併合)の実施も予告している本件の公開買付けには、強圧性の問題は生じていない

→仮に本件の公開買付けには強圧性の問題が何ら生じていないのだとすれば、買収防衛策の導入・発動に関する株主総会決議を通じて株主の判断を尊重することとしている判例法理の正当化根拠が当てはまらない事案ということもできる

→たとえ株主総会における株主の賛同を得た場合であっても買収防衛策の導入・発動は許されないとの議論も、理論的には成り立ちうる事案とも解しうる

・ しかし、本件の公開買付けにおける買付予定数の下限は公開買付け終了後のアスリートらの株券等所有割合が 40% になるよう設定されており、3分の2ではないことからすれば、「本件公開買付けに強圧性の問題が全く生じないとはいえない」とする抗告審の判断は妥当であろう

³¹ 会社法 206 条の 2 の規定に関しては、会社の資金調達の円滑(機動性)を損なわないように配慮することを前提としてルールを設定しようとする姿勢が強くなる(坂本三郎編著『一問一答 平成 26 年改正会社法(第 2 版)』(商事法務、2015 年) 142 頁参照)

³² 換言すれば、募集株式の発行等の場面では会社法 206 条の 2 第 5 項が特別決議を決議要件としなかったのは、資金調達の必要性や緊急性については会社の内部情報に精通しているために判断主体として(集団としての)株主よりも取締役会の方が通常は優れていることから、取締役会の裁量を一定程度は尊重する必要があると考えられたためである。

³³ 今後は普通決議で足りるということを前提に実務が積み重なっていくことになると思われるが(藤田・前掲注 11) 18 頁)、勧告的決議であって会社法上の株主総会決議ではないとすれば、明確な価値を根拠に評価を優えるべきか自体が自明ではないという指摘もあり(松中学「敵対的買収防衛策に関する懸念と提案〔上〕」旬刊商事法務 2295号(2022年) 13頁注 19)、普通決議で足りると決め打ちしてしまうことには若干の躊躇を覚える。

5 その他 (不正発行該当性に関する判断)

- ・ 原審決定：新株予約権の無償割当ての不正発行該当性を否定するという結論を導き出すに当たり、「本件新株予約権無償割当てが、債務者〔富士興産〕の経営支配権に現に争いが生じている場面において、債務者〔富士興産〕株式の敵対的買収によって経営支配権を争う債務者〔アスリード〕らの持株比率を低下させ、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ことを主要な目的としてされたものと推認することはできない」とする
- ブルドックス事件のように買収防衛策の必要性と相当性を満たすことを理由に不正発行該当性を否定するのではなく、主要目的のルールの判断枠組みに基づき、当該無償割当ての主要な目的が経営支配権の維持・確保にあるわけではないと判示し、不正発行該当性を否定³⁸
- 抗告審決定も原審決定と同様に、当該無償割当てにつき「経営支配権を維持することを中心たる目的としてされたものと推認することはできない」とする

↓

- ・ このような認定に対しては、主要目的のルールの判断枠組みを差別的行使条件等が付された新株予約権の無償割当ての場面で適用すること自体にいささか無理があるとする実務家からの指摘がある³⁹
- アスリードらによる敵対的買収を阻止する (経営支配権を維持する) ための措置であることは認められた上で、買収防衛策を発動する必要性が認められるかどうかを富士興産の株主総会における株主の意思を踏まえつつ判断する方が適切ではないか
- 仮に十分な情報と時間を確保することが当該無償割当ての主要な目的であると考えられる場合、富士興産事件で株主総会決議を通じた株主意思を問うことの位置づけは不明瞭となる
- アスリードらによる公開買付けには情報と時間が不足すると株主自身が評価したことの一つの証拠となり、そのような株主の評価を裁判所としては尊重すべきであるという議論は可能であるが、そのように考える場合、情報と時間が不足するという株主の評価が当該無償割当ての速やかな実施を果たして正当化できるのかについて疑問の余地あり (達成しようとする目的に比して手段が相当ではない可能性が生じうるから⁴⁰)

裁判所の判断枠組みと実務からの示唆 [中] 旬刊商事法務 2291 号 (2022 年) 48-49 頁、久保田・前掲注 12) 58 頁注 5 等。

³⁸ おそらく原審決定は、当該無償割当ては株主に十分な情報と時間を確保するための措置であって、経営支配権の維持・確保を目的とする措置ではないと判断したのではないかと考えられる。

³⁹ 太田・前掲注 22) 43 頁。

⁴⁰ 松中・前掲注 33) 10-11 頁参照。確かに富士興産事件では、目的を達成するために今後選択する手段についても株主意思を確認しているとはいえるが、目的に比した手段の相当性について株主意思に委ねることは果たして適切なのか (たとえ過剰な手段であっても株

四 東京機械製作所事件

1 事案の概要と裁判所の判断

- ・ 事案：アジア開発キャピタルおよびその 100%子会社であるアジアインベストメントフアンド (以下「ADC ら」という) による東京機械製作所に対する市場内 (立会取引) における同社株式の買い集めを通じた敵対的買収の場面で、2021 年 8 月 30 日に、東京機械製作所の取締役会が、株主総会決議を通じて株主の承認を得ることを条件に、買収防衛策として差別的な行使条件等が付された新株予約権の無償割当ての実施 (本件対抗措置の発動) を決議 (事案の詳細については [参考 2] 参照、21 頁～)

→事案の重要な特徴：

- ① ADC らによる東京機械製作所株式の短期間での大量の買い集め (3 か月弱の期間で約 4 割の株式を買い集め⁴¹) は公開買付けを通じて行われたのではなく、市場内での買い集めであったこと
- ② 当該無償割当ての実施の是非を判断する株主総会において、ADC らおよびその関係者と東京機械製作所の取締役およびその関係者 (以下、これらの者を総称して「利害関係者」という) の議決権行使は認めないとされたこと (MoM 要件) による決議が選択

→同年 10 月 22 日に開催された東京機械製作所の臨時株主総会では、②に掲げた利害関係者を除く形で出席株主による議決権行使結果を集計したところ、78.96%の株主の賛成をもって本件対抗措置の発動 (当該無償割当ての実施) が承認

- ・ 東京地決令和 3 年 10 月 29 日資料版商事法務 453 号 107 頁 (原審決定)：ADC らによる東京機械製作所株式の買い集めには相応の強圧性があるというべきであり、「そうすると、債務者〔東京機械製作所〕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……こととしたことも、……直ちに不合理であるとはいえない」

→「本件新株予約権無償割当ては、著しく不公正な方法によるものということができず、「株主平等原則の趣旨に反するものではない」と判示

- ・ 東京高決令和 3 年 11 月 9 日資料版商事法務 453 号 98 頁 (抗告審決定)：MoM 要件による決議を選択したことの妥当性に関し、ADC らによる東京機械製作所株式の買い集めには強圧性があることは否定できないと指摘した上で⁴²、「本件株主意思確認総会の

主の多数が是とすれば問題なく選択できるといえる考え方は、少なくとも従来判例法理の考え方からすれば異質ではないか。

⁴¹ ADC らは、2021 年 6 月に市場内で東京機械製作所株式の買い集めを開始し、東京機械製作所の取締役会が対抗措置の発動を決議した 2021 年 8 月末の時点で、株券等保有割合にして約 4 割の東京機械製作所株式を市場内で買い集めていた。

⁴² 抗告審決定では、「抗告人 [ADC] らは、TOB の適用対象外である市場内取引における株式取得を通じて、株券等所有割合が 3 分の 1 を超える株式を短期間のうちに買収しており、このような買収行為は、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

一問題となっていない事実を精査することで、利害関係者が保有する株式の議決権行使を認めない形で集計した結果につき、買収防衛策の必要性に関する株主総会決議を通じて多数株主の意思の適正な発現であると評価できるかどうかを判断の分かれ目⁴⁵

一当該事実の下で株主総会決議を通じて多数株主の意思の適正な発現であると評価できるときは、利害関係者が保有する株式の議決権行使を認めずに集計された決議であっても、その内容を裁判所としては尊重すべきといえる

(2) ADC による株式買い集めの手法と MoM 要件による株主意思の確認

・ 本件で、敵対的買収者 (ADC ら) およびその関係者が保有する株式の議決権行使を認めない旨の取いをすることは、集計結果が株主総会決議を通じて多数株主の意思の適正な発現となることを後押しする事情と位置づけられるのだろうか、それとも適切な発現であるということを困難にする事情に当たるのだろうか

一注目すべきであると思われる事情：市場内で東京機械製作所株式の約4割を買い集めた ADC らの買収手法⁴⁶

Cf. 以上の議論とは別に、買収者と残りの株主とは利害状況が異なることを理由に、MoM 要件による決議の合理性を見出そうとする立場を紹介する見解⁴⁷

→もともと、買収者による買収に賛同して (少なくとも現経営陣による) 経営が継続するよりも望ましいと考えて) 当該買収者に株式を売却するという選択をする株主の存在を踏まえれば、そのような株主から当該買収者に対して売却された株式については、当該買収者による (買収防衛を否とする) 議決権行使を認めることこそが株主意思の適正な発現に資すると考えられる

→単に利害状況が異なるというだけでは、MoM 要件による決議を正当化する必要十分な理由にはならないだろう (+αの事情が必要であると解される)

・ ADC らの買収手法：①上場を維持する予定であることや二段階買収による非公開化については特に予定していないことを明言している点⁴⁸、②東京機械製作所の支配権取得後の経営方針や事業計画について具体的に明らかにしていない点⁴⁹

→ADC らによる株式の買い集めについては相当程度の強圧性を有するといえそう⁵⁰

⁴⁵ 白井・前掲注 36) 322 頁。

⁴⁶ 田中・前掲注 34) 7 頁、白井・前掲注 36) 323 頁、伊藤雄司 [判批] 法学教室 498 号 (2020 年) 117 頁等。

⁴⁷ 山下・前掲注 44) 98 頁。

⁴⁸ ADC らは、公開買付けについて将来的な実施を検討する可能性を示すのみであって、東京機械製作所株式の約4割を取得した際に、買付予定数の上限の無い公開買付けを今後速やかに実施することなどは特に示していない。

⁴⁹ ADC らは、支配権取得後の経営方針について、現経営陣に引き継ぎ経営を委ね、議決権行使を通じて東京機械製作所の企業価値・株主価値の向上を図ることなどを表明するだけ、それ以上に経営方針や事業計画について具体的に明らかにしていない。

⁵⁰ 田中・前掲注 34) 7 頁は、「これは、TKS [東京機械製作所] 株主が、ADC らが経営

手続に適正を欠く点があったとはいえず、……上記判断 [本件対抗措置の発動が必要である旨の株主総会における株主の判断] にその正当性を失わせるような重大な瑕疵は認められない」→原審決定と同様に新株予約権の無償割当ての差止めを認めなかった

・ 以上の抗告審決定に対し、ADC らは特別抗告および許可抗告の申立てをしたが、最終令和 3 年 11 月 18 日資料版商事法務 453 号 94 頁は、特別抗告については特別抗告の事由に該当しないとして棄却することにも、許可抗告についても、所論の点に関する抗告審の判断は正当として是認することができることとして棄却している

2 MoM 要件による株主意思の確認と勧告的決議

・ 本件における最大の争点：買収防衛策の導入・発動の是非を判断する株主総会決議において、利害関係者が保有する株式の議決権行使を認めない形で行使結果を集計した東京機械製作所の対応が許容され、買収防衛策の導入・発動をめぐると同社の株主総会の判断を裁判所として尊重してよいかどうか⁴³

→会社法：株主総会決議につき特別の利害関係を有する株主であってもその者の議決権行使を否定せず、ただしその者の議決権行使により著しく不当な決議がされた場合に、⁴⁴ についてのみ決議取消訴訟の対象になると規定 (会社法 831 条 1 項 3 号)

→もともと、勧告的決議については会社法上の株主総会決議に関する規律は当然には及ばないと考えられることからすれば⁴⁴、敵対的買収者に代表される利害関係者の議決権行使を認めない形で行使結果を集計するという取扱いも、そうすることの合理性が認められる限りは許容される余地がある

→問題は、本件で MoM 要件による決議を選択したことに合理性が認められるかどうか

3 本件で MoM 要件による決議を選択したことの当否

(1) 問題の所在

・ 買収防衛策の必要性が問題となる場面で、敵対的買収者に代表される利害関係者の議決権行使を認めない形で行使結果を集計するという取扱いが許容されるかどうか

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の動機付けにくい売却への圧力 (強圧性) を持つものと認められる」と判示されており、短期間での市場内における大量の株式の買い集めに伴い生じうる強圧性の内容について (原審決定で述べられた内容を補う形で) 言及されている。

⁴³ 太田洋「東京機械製作所事件をめぐるとの司法判断の概要と射程(上)」旬刊商事法務 2282 号 (2021 年) 30 頁は、東京機械製作所事件について、「わが国で MoM 決議に法的な意味合いを正面から認めた初の公衆裁判例である」とする。

⁴⁴ 近年の裁判例を見る限り、わが国の裁判所は、勧告的決議については、基本的には会社法上の株主総会決議ではない (ので、会社法の定めにも必ずしも拘束されるわけではない) とする理解に立っているようである。山下徹哉「市場内取引による支配権取得・株主意思確認・MoM 要件」ジュリスト 1572 号 (2022 年) 98 頁も、勧告的決議については、「その手続に会社法規定を厳密に適用する必然性はな」とする。田中・前掲注 34) 11 頁も参照。

- ・ 以上の分析に対する批判：ADC らによる買収の試みという事実関係が公表される前に市場内で買い集められた分については、以上の分析は成り立たず、したがって公表前の時点で 26%強もの株式を買い集めていた本件では、以上の分析に基づく限り、「本件における MoM 要件の利用ですら過剰であるという評価になるだろう」⁵⁵
- しかし、買収の試みの事実関係が公表される前の株式の買い集めについては、公表後の買い集めの場合と比べてむしろより明確に、元株主（売主）が ADC らによる買収に賛同しているから当該株式を売却したと推測することはできない
- 公表前に市場内で買い集められた株式については、株主意識確認総会で ADC らが買収防衛策に反対する方向で議決権行使をすることを認めるべきではないという議論はより説得力を持つといえる（上記の批判が指摘する公表前の時点で ADC らが 26%強もの株式を買い集めていたという事実関係は、本件における MoM 要件による決議の合理性を否定する方向で働く事情には当たらないと考えられる）

(3) 市場内買い集め（一般）と MoM 要件による株主意識の確認

- ・ 本件の原審決定および抗告審決定：MoM 要件による株主意識確認決議が是認
- ADC らによる株式の買い集めの態様の特異性とその評価に起因して、買収防衛策の発動を巡る株主意識確認決議において ADC らの議決権行使を認めないという対応が正当化されると考えられる
- 本件の原審決定や抗告審決定に関して、買収防衛策の導入・発動をめぐる株主意識決議をこの際に行う買収者が保有する株式については議決権行使を認めないという対応が広く許容されるとした先例であることと評価することは、避けなければならない⁵⁶
- ・ より問題となりそうなる点として、本件の原審決定および抗告審決定について、一般に、市場内で大量の株式を買い集める形で買収を行う場合に MoM 要件による株主意識確認決議を是認した先例であると評価してよいか⁵⁷

⁵⁵ 山下・前掲注 44) 98-99 頁。

⁵⁶ 松下ほか・前掲注 37) 52 頁は、本件の抗告審決定について、「強圧性がある場合でなければ、MoM 要件を利用することができないと述べているわけではないことをとらえて、買収防衛策に関する株主意識の確認に際し、MoM 要件を利用することが広く認められ得ると解することもあり得よう」とする（ただし、積極的にこのような理解が望ましいと主張しているわけではないようである）が、報告者の立場としては、上で述べた理由から、本件の抗告審決定についてこのように理解することには賛成できない。MoM 要件の一般的な利用は敵対的買収に対して過剰なコストを課すおそれがあるため、少なくとも、全部買付けの開始およびその後の公開買付け価格と同額での縮出しの実施をあらかじめ公表するなど、強圧性を減らすための相応の措置がとられているといえる場合には、買収者が保有する株式の議決権行使は基本的に否定すべきではないだろう。

⁵⁷ 先行評察の中にはそのような理解を示すものが少なくない。例えば久保田・前掲注 12) 61 頁は、本件の原審決定および抗告審決定を踏まえ、「買収者が市場買集めの方法によって支配株式を取得しようとするような場合には、MoM 要件による決議が許されてよいと解される」とする。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解程(下)」旬刊

←→本件の市場内での株式の買い集めには強圧性はないとすると見解もある⁵¹
→こうした見解の相違は、①②の点が一般の投資者の行動にどのような影響を与えるのかに関する認識の違いに主に起因するものと考えられる

→報告者としては、ADC らによる支配権取得後の経営に関する情報が十分ではない中で東京機械製作所の企業価値の毀損を懸念し、同社に少数株主として取り残されることへの不安から不本意ながら株式を売却する行動に出る投資者がいても自然ではないと考えている

・ そうであるとするれば、ADC らが市場内で買い集めた東京機械製作所株式について、当該株式の元株主（売主）が ADC らによる買収に賛同しているから当該株式を売却したと一般に推認することは適切ではないため、当該株式について株主意識確認決議が買収防衛策に反対する方向で議決権行使をすることを認めるべきではないという議論が成り立ちうる⁵²

→本件の原審決定および抗告審決定は、ADC らによる株式の買い集めにおける強圧性の存在・程度を中心的な理由として、利害関係者が保有する株式の議決権行使を認めない形で集計された株主意識決議であっても、その内容を裁判所としては尊重すべきという立場を示しているが、妥当な判断であると評価できるとともに⁵³、そのような立場は従来のが国の買収防衛策をめぐる判例法理（およびその背後にある考え方）からしても異質なものであると解される⁵⁴

支配権を取得すれば、TKS の企業価値が毀損され、ひいては株価の低落を招いて株主の利益が害されるおそれがあるとの懸念を抱き、保有株式をいち早く市場で売却するという行動に出ても無理からぬ状況である」とする。久保田・前掲注 12) 59 頁も、本件では「強圧性の問題が深刻であった」とする。また、松下ほか「買収防衛策に関する裁判所の判断」と実務からの示唆「下」旬刊商事法務 2292 号 (2022 年) 43 頁も、「東京機械製作所事件は、一般株主に対する強圧性の強い事案であった」とする。

⁵¹ 黒沼悦郎「市場買付けは買収防衛策を正当化するか——東京機械製作所事件を題材に」Law and Practice 16 号 (2022 年) 51 頁。

⁵² 強圧性が相当程度認められる状況下で買い集められた株式であることから、買収者は、買い集められた株式の全てについて、買収者による買収を是とする方向での（すなわち買収防衛を否とする方向での）議決権行使を認めることは、多数株主の意思の適正な発現を阻害する要因であって適切ではないと考えられるからである（田中・前掲注 34) 11 頁、白井・前掲注 36) 323 頁）。

⁵³ 本件の抗告審決定（の結論）を支持する見解として、田中巨「防衛策と買収法制の将来」[下] 旬刊商事法務 2287 号 (2022 年) 35 頁、久保田・前掲注 12) 59 頁、白井・前掲注 36) 324 頁等。

⁵⁴ また、以上とは少し異なる観点に基づく議論として、強圧性の程度が相当に強い態様で買収が行われることを一般に抑止する（それにより企業価値を低下させる望ましくない買収を生じにくくする）という政策的な観点から、MoM 要件による決議を正当化する方向性も考えられる。ただし、こうした政策的な観点を重視することは、公開買付けに伴うただ乗り（free ride）問題を助長する側面も否定できないところでもあり（黒沼・前掲注 50) 58 頁）、評価の分かれうるところであろう。

問題視していたその他の様々な事情⁶¹も考慮して、企業価値または株主共同の利益が害されるおそれがあるかどうかに基づいて検討し、当該決議に賛同したと考える方が自然であるように思われる⁶²

5 その他(部分買付けとMoM決議)

- 近年の学説上は、公開買付けにおける部分買付けと全部買付けを区別した上で、部分買付けの場合には、強圧性の問題への対処という観点から、買収防衛策の導入・発動の是非をめぐる株主総会決議において、買収者およびその関係者が保有する対象会社株式については議決権行使を認めるべきではないとする見解が主張されている⁶³
- 強圧性の問題への対処という観点から MoM 要件による決議を肯定するという点で、この見解と本件の原審決定および抗告審決定とは共通する面がある
- 本件の原審決定および抗告審決定を踏まえて、今後は部分買付けの場面でMoM 要件による決議が許容されるか否かが争点となる事案が出てくることも予想される
- もっとも、部分買付けの場面でMoM 要件による決議が許容されるかどうかについては、市場内で大量の株式の買い集めの場合とは異なり、慎重に検討すべきであるとする見解もある⁶⁴
- 部分買付けについては、市場内での買い集めに比べれば強圧性の程度は深刻ではないことや、別途買付けが禁止されるため株主意識確認総会の基準日までに株式を買い増すことができないうことなどを理由として挙げる
- 報告者の立場：市場内での株式の買い集めの際に議論したことと同様に、あくまで事案次第であって、部分買付けと一括りにして論じることが必ずしも適切ではないと考えている⁶⁵(とはいえ、学説の指摘するように、部分買付けと市場内での株式の買い集めで似た点と異なる点があることは確かであり、こうした異動に着目しつつ、建設的な議論を積み重ねていくことの必要性を否定するつもりはない)

⁶¹ 東京機械製作所の取締役会は、ADC の内部管理体制に重大な懸念があること、ADC は継続企業の前提に重大な疑義があり資金の調達経路も不明確であること、東京機械製作所の従業員や取引先が ADC による株式の調集集い集めに対して反対や懸念を表明していることなど理由に挙げて、当該議案への賛同を株主に呼びかけていた。
⁶² 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 年) 23 頁。
⁶³ 飯田・前掲注 26) 10 頁。
⁶⁴ 田中・前掲注 53) 38-39 頁。
⁶⁵ 部分買付けと一言で言っても、例えば買付け後の議決権割合や買収後の買収者の行動についての情報といった要素によって、実際の強圧性の程度は変わらうと考えられるからである(松中・前掲注 60) 40 頁参照)。

→あくまで事案次第であって、市場内での大量の株式の買い集めと一括りにして論じることには必ずしも適切ではないと考える(市場内で大量の株式を買い集める場合であっても、強圧性の程度が極めて小さいと考えられるケースも想定できないわけではないから)

→例：現在の対象会社の経営陣と友好的な買収者による公開買付け(全部買付け)が開始されている中で、当該公開買付けの買付価格が対象会社の企業価値に比して低すぎることなどを理由に、新たな買収候補者が当初の公開買付けに反対する旨を公表した上で(公開買付け期間中に)まずは市場内で株式を買い集める事例⁶⁸

4 時間および情報の確保と企業価値毀損との関係

- 抗告審決定：「抗告人[ADC]ら以外の株主の大多数において、当該株主が抗告人らによる相手方[東京機械製作所]株式の上記買付行為について適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保することができないことが、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害することになり、それを防止するために本件対抗措置[新株予約権の無償割当て]を発動することが必要と判断したものである」ということができる
- 抗告審決定におけるこの部分の判断については疑問あり
- 株主が十分な情報と時間を確保することができないことが、直ちに企業価値の毀損や株主共同の利益の侵害を生じさせるとすることは論理の飛躍があるといわざるを得ず、説得的ではない⁶⁹
- 本件では、差別的行使条件等が付けられた新株予約権の無償割当ての実施の決議について約 79%の株主の賛同を得ているが、株主が当該決議に賛同した理由は、十分な情報と時間を確保できないことに限定されるわけではないだろう⁶⁹
- 実際には、時間と情報の不十分性だけではなく、東京機械製作所の取締役会が

商事法務 2284 号(2022 年) 22 頁も、「少なくとも、市場内での短期間における大量買上がりに対しては、株主意識確認総会で MoM 決議が取得できれば、差別的取得条件等付新株予約権無償割当てを用いて、大規模買付者等の持株割合を、有事導入型買収防衛策導入時に置いて判明していた持株割合まで押し下げることが認められ得ることが明らかになった」と指摘する。

⁶⁸ 2022 年 3 月～4 月にかけて Yamauchi-No.10 Family Office が東洋建設株式会社を株式を市場内で約 27%買い集めた事例は、まさにこのような事例に該当すると思われる。
⁶⁹ 黒沼・前掲注 60) 61 頁、白井・前掲注 36) 324 頁等。天田・前掲注 57) 20 頁も、この部分の判断について、株主総会における「株主の判断の正当性を喪失させる重大な瑕疵となつたりしない理由……と、本総会において TKS [東京機械製作所]の非利害関係出席株主が何について判断したのかという問題とを混同した結果」であらうと指摘し、「特段の意味はないと解すべきように思われる」とする。
⁶⁹ 田中・前掲注 53) 36 頁。仮に十分な情報と時間を確保できないことだけが本件対抗措置発動の目的であると、ADC による今後の大規模買付行為等を制約する本件対抗措置の発動は相当性を満たすものといえるかどうかについても懸念を生じさせるだろう(松中学「敵対的買収防衛策に関する懸念と提案」(下) 旬刊商事法務 2256 号(2022 年) 38 頁参照)。

富士興産事件の概要

〔参考1〕

2020年10月7日	アスリードらが富士興産株式を10.18%まで取得
2020年11月26日	アスリードらは富士興産に対してMBOを提案
2020年12月3日	富士興産はアスリードらによるMBOの提案を拒否 →アスリードらは富士興産株式の買い集めを継続
2021年3月19日	アスリードらと富士興産との間で面談（今後の経営方針等につき意見交換）
2021年4月14日	アスリードらは富士興産株式を15.27%まで取得 アスリードらと富士興産との間で面談（今後の経営方針等につき意見交換）
2021年4月28日	アスリードらは富士興産の非公開化を目的に同株式の公開買付けを開始 ・上限なし、下限は40%（株券等所有割合） ・公開買付け価格は1250円 ・公開買付期間は2021年6月14日まで（30営業日） ・公開買付け後にキャッシュアウトの実施を予定（公開買付け価格と同額の予定）
2021年5月7日	富士興産が独立委員会を設置し、その旨を公表
2021年5月24日	富士興産において買収防衛策（対応方針）を導入する旨の取締役会決議 ・事前警告型買収防衛策の形式をとるが有事導入（大規模買付者を対象とするもの）ではあるが実際にはアスリードらを念頭に置くものといえる
2021年5月28日	富士興産の取締役会がアスリードらによる公開買付けに反対する旨の意見表明 →アスリードらに対して公開買付期間の延長を要請し、拒否した場合には取締役会限りの判断で対抗措置を發動する（ただし、6/24開催予定の富士興産の定時株主総会で対抗措置の発動につき株主意思を諮ることとする）旨を公表 富士興産の定時株主総会における剰余金配当議案につき、1株当たり（当初の16円という配当予想から）103円に大幅増額する旨を取締役会にて決議し、公表
2021年6月8日	アスリードらは富士興産による公開買付期間の延長要請を拒否
2021年6月9日	富士興産の独立委員会が対抗措置の発動を勧告
2021年6月11日	富士興産の取締役会において、アスリードらによる公開買付期間の延長要請の拒否が6/24に導入された（事前警告型）買収防衛策に定める手続きに違反することを主な理由として、対抗措置の発動を決議 →対抗措置の内容：差別的行使条件等が付された新株予約権の無償割当て ・富士興産株式1株につき1個の新株予約権が無償で割当てられる ・割当てられた新株予約権1個の行使で1株を取得（行使価額は1円） ・割当基準日は7月末日、効力発生日は8月末日 ・大規模買付者とその関係者は新株予約権を行使できない →ただし、6/24開催予定の富士興産の定時株主総会で、買収防衛策（対応方針）の

	導入および対抗措置の発動につき株主意思を確認し、いずれかについて普通決議による承認が得られなければ、対抗措置の発動を中止する旨が明言された アスリードらは対抗措置発動の差止めを求めて仮処分命令を申立て
2021年6月11日	アスリードらは公開買付期間を延長
2021年6月14日	アスリードらは公開買付期間を延長
2021年6月23日	東京地裁にて新株予約権無償割当て差止めの仮処分申請が却下（原審決定）
2021年6月24日	富士興産の定時株主総会において買収防衛策の導入および対抗措置の発動が承認 →賛成割合：買収防衛策（対応方針）の導入 約66.08% 対抗措置の発動 約66.18% あわせて、期末配当を1株当たり103円とする大幅増額の議案も可決承認
2021年7月9日	アスリードらは公開買付期間を延長
2021年7月20日	アスリードらは公開買付期間を延長
2021年8月10日	東京高裁が抗告を棄却（抗告審決定）
2021年8月24日	アスリードらが公開買付けを撤回
2021年8月25日	富士興産の取締役会が対抗措置の発動の中止を決定

2021年8月24日	機械製作所株式を取得した旨をプレスリリースで公表 東京機械製作所は、ADCらの東京機械製作所株式の買い集めに対しては本件対応方針に則り対応する旨をプレスリリースで公表
2021年8月24日	東京機械製作所は、ADCらに対し、「貴社らによる当社株式の追加取得について」と題する書面を送付し、公表 ・本件対応方針の導入以降の東京機械製作所株式の追加取得は、通知も意向表明書の提出もされていないことから、本件対応方針に定める手続を遵守せずに行われたものである ・ADCらに対し、本件対応方針に違反する態様で株式の追加取得をしない旨の警告書の提出を求める ・従わない場合、本件対応方針に則り対抗措置の発動を検討せざるを得ない
2021年8月26日	ADCらは「回答書③」と題する書面を送付し、公表 ・東京機械製作所の現経営陣に経営を委ねる（取締役候補者の派遣は予定せず） ・現経営陣の経営方針・事業計画について建設的な対話を行いたい ・東京機械製作所株式について上場を維持する ・東京機械製作所株式の非公開化（二段階買取）は一切考えていない ・対抗措置の発動につき株主総会を開催し、株主意思を確認するよう要請 ・警告書提出の要請には応じない
2021年8月27日	東京機械製作所の代表取締役社長らが面談
2021年8月30日	東京機械製作所の取締役会において、ADCらは本件対応方針に定める手続を遵守していないとする独立委員会の報告を踏まえ、東京機械製作所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ため、対抗措置の発動を決議 →対抗措置の内容：差別的行使条件等が付された新株予約権の無償割当て ・東京機械製作所株式1株につき1個の新株予約権が無償で割り当てられる ・割り当てられた新株予約権1個の行使で1株を取得（行使価額は1円） ・割当基準日は10月28日、効力発生日は10月29日 ・ADCらとその関係者は非適合者として新株予約権を行使できない →ただし、10月下旬開催予定の東京機械製作所の臨時株主総会（株主意思確認総会）で対抗措置の発動につき株主意思を確認し、株主の承認が得られなければ、対抗措置の発動を中止する旨が明言された *その際の決議要件：ADCらおよびその関係者と東京機械製作所の取締役およびその関係者（これらの者を総称して「利害関係者」という）には議決権行使を認めず、利害関係者以外の出席株主の議決権の過半数の賛同をもって可決承認とする＝MoM要件による決議
2021年8月30日	東京機械製作所の取締役会において、保有する固定資産の譲渡と特別退職金の支給を伴う希望退職者の募集を行うことを決議

東京機械製作所事件の概要

[参考2]

2021年6月9日	ADCらが市場内取引により東京機械製作所株式の買い集めを開始
2021年7月13日	ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が8.08%に上昇
2021年7月14日	ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が15.01%に上昇
2021年7月15日	ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が21.16%に上昇
2021年7月20日	ADCらは7/13に株券等保有割合が5%を超えたことによる大量保有報告を提出 ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が26.50%に上昇
2021年7月21日	変更報告書におけるADCらの東京機械製作所株式の保有目的が「純投資」から「支配権の取得。ただし、現時点で、発行者に取締役候補者を派遣することを予定していない。」に変更 ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が32.72%に上昇
2021年8月8日	東京機械製作所はADCらに対して質問書を送付 ・ADCらが支配権を取得した後の経営方針等についての情報提供を求める ・一般株主の考慮期間を確保するため株式の買増しを行わないことを求める
2021年8月6日	東京機械製作所の取締役会は、ADCらの株券等保有割合が32.72%に達したことおよび質問書への回答がないことに鑑み、買収防衛策（本件対応方針）の導入を決議するとともに、独立委員会を設置し、これらの事実を公表 ・事前警告型買収防衛策の形式をとるが有事導入（大規模買付者を対象とするもの）ではあるが実際にはADCらを念頭に置くものといえる ・本件対応方針に定める手続を遵守しない場合は対抗措置の発動もありうる
2021年8月10日	ADCらが8/9付け質問書に対する回答書を作成・送付し、公表 ・東京機械製作所の現経営陣に経営を委ねる（取締役候補者の派遣は予定せず） ・東京機械製作所からの情報提供の要請には適正に対応する ・東京機械製作所の経営陣との建設的な対話を行う機会を設けることの申入れ
2021年8月11日	ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が35.47%に上昇
2021年8月13日	東京機械製作所は「貴社らの回答書について」と題する書面を送付し、公表 ・ADCらの面談の求めに応じる ・面談では、買い集めの経緯や支配権を取得した後の経営方針等を尋ねる ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が36.86%に上昇
2021年8月16日	ADCらは「回答書②」と題する書面を送付し、公表 ・東京機械製作所の現経営陣に経営を委ねる（取締役候補者の派遣は予定せず） ・現経営陣の経営方針・事業計画について建設的な対話を行いたい
2021年8月19日	ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が38.64%に上昇 東京機械製作所は、ADCらが本件対応方針に定める手続を遵守することなく東京

2021年8月31日	東京機械製作所は臨時株主総会における議決権行使の基準日を9/14と決定・公表
2021年9月2日	ADCからは、固定資産の譲渡および希望退職者の募集が買収防衛策の一環であるとの疑いがあるとして、東京機械製作所に対し、これらの行為についての質問への回答を求める
2021年9月3日	東京機械製作所は、固定資産の譲渡および希望退職者の募集について、6月以前から検討・準備を進めていた経営合理化策の一環であると説明
2021年9月6日	ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が39.52%に上昇
2021年9月10日	東京機械製作所は、ADCらに対して質問状を送付（97項目の質問） ・買付けの目的、買付け手法や買付資金の裏付け、役員派遣の方針、ステークホルダーとの関係性の変更の可能性等
2021年9月10日	ADCらの東京機械製作所株式の株券等保有割合が39.94%に上昇（総株主の議決権に占める割合は40.2%）
2021年9月17日	ADCら是对抗措置発動の差止めを求めて仮処分命令を申立て
2021年9月24日	東京地裁において、株主意識確認総会のための検査役選任決定
2021年9月27日	東京機械製作所は、ADCらに対して追加の質問状を送付し、公表
2021年10月1日	ADCらには9/10付け質問状に対する回答書を送付し、公表 ADCらには、保有する東京機械製作所株式を短期で売却せず、中長期的に保有することなどを誓約する誓約書を送付し、公表
2021年10月5日	ADCらには9/27付け追加質問状に対する回答書を送付し、公表
2021年10月6日	10/22開催の株主意識確認総会の招集通知および委任状勧誘のための資料が発送 ADCらも委任状勧誘を開始
2021年10月15日	ADCらと東京機械製作所との間で、株主意識確認総会の手続や議事運営の混乱を可及的に回避することを目的として、次の合意が成立 ・当該無償割当ての基準日と効力発生日を当初の日の21日後に再設定 ・委任状勧誘の態様（不公正な行為をしない） ・株主意識確認総会での行動（議長の権限を尊重する、修正動議を出さない）
2021年10月22日	東京機械製作所の臨時株主総会（株主意識確認総会）で対抗措置の発動が承認 →賛成割合：78.96%（ただし、利害関係者の議決権行使は認めない、MoM要件）
2021年10月29日	東京地裁にて新株予約権無償割当て差止めの仮処分申請が却下（直審決定）
2021年11月9日	東京高裁が抗告を棄却（抗告審決定）
2021年11月18日	最高裁が抗告を棄却（上告審決定）
2021年11月24日	ADCらは、今後は東京機械製作所株式の買い集めを行わず、2021年8月30日頃から6か月以内にその持株比率を32.72%以下まで減少させることを誓約
2021年11月25日	東京機械製作所が対抗措置発動の中止を決定

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

上場子会社に対する規律の現状と制度改正に向けた着眼点

2022年12月23日(金) 15:00~16:58

オンライン開催

出席者(五十音順)

石田	真得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

【報 告】

上場子会社に対する規律の現状と制度改正に向けた着眼点

同志社大学法学部教授

船 津 浩 司

目 次

はじめに	(2) 投資後の支配株主の登場への対応の要否
I. これまでの議論の簡単な整理	(3) “投資は自己責任”論の限界
1. 江頭憲治郎の分析枠組み	3. 保護の内容はどのようなもので、それは誰が決めるべきか
(1) 運営の局面	(1) 投資家の期待は「独立運営」一択か？
(2) 形成の局面	(2) 取引所による規律の許容性
(3) 解消の局面	(3) 「各企業グループが設定できる」とすることはだめか
2. 宮島＝新田＝宍戸の実証研究	(4) 現行制度の取引所の立場はどのようなものか
II. 近時の議論の(再)隆盛の背景	4. 想定される落としどころとその際の検討の視点
1. グループ経営という親会社への圧力	(1) 運営の局面の規律の難しさ
2. 親子間対立が鮮明となった事例	(2) 重大イベントについての事前規制の合理性
III. 上場制度の現状	(3) 事前規制の態様
1. 東京証券取引所の基本スタンス	(4) 親会社から独立した立場の者への期待と限界
2. 前回報告時における状況	5. 改めて、子会社上場制度存続の可否
(1) 子会社上場審査	討論
(2) 上場管理	
3. 2020年以降の制度改正	
(1) 2020年の上場規則等の改正	
(2) 2021年CGコードの改訂	
4. 上場子会社の現状	
IV. 規律の在り方に関する着眼点(試論)	
1. 「上場」子会社固有の要素	
2. 規律の要否	
(1) いわゆる自己責任論と開示の充実	

○前田 定刻になりましたので、JPX 金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、既にご案内のとおり、同志社大学の船津浩司先生より「上場子会社に対する規律の現状と制度改正に向けた着眼点」という表題でご報告

をいただくことになっております。

それでは、船津先生、どうぞよろしくお願いいたします。

○船津 同志社大学の船津でございます。私か

ら、「上場子会社に対する規律の現状と制度改正に向けた着眼点」ということでご報告をさせていただければと思います。

はじめに

2019年11月29日の本研究会で「有価証券上場規程の具体的検討(6)～子会社上場審査と上場子会社管理～」という報告をさせていただいています(以下、「前回報告」という)。これは、子会社を上場する際にどのような点がポイントになるのか、上場会社が別の会社の子会社である場合に子会社及び親会社の体制に関する規律内容はどのようなものかということについて、金融商品取引所が定める有価証券上場規程を中心に概観するものでした。

今回は、近時再び盛り上がりを見せている上場子会社の規制の在り方につきまして、前回報告以降の動向も踏まえつつ、より根本的というか、具体的な検討を行ううえでの着眼点を私なりに整理することを目的としてご報告をさせていただきたいと思います。

この点に関しましては、上場子会社の規律の議論と言いながら、最終的には会社法の議論に行き着く論考が結構多いわけですし、それ自体は正しいことかもしれませんが、あくまで上場子会社に限定して考えた場合には、株式の上場制度自体が金融商品取引所の制度である以上は、株式を上場している子会社について議論をするということですから、やはり金融商品取引所の制度枠組みに触れざるを得ないと思います。というよりも、今回も金融商品取引所による制度整備に関してかなり議論をすることになるかと思いますが、したがって、前回報告と重複する部分があるかとは思いますが、その点をご容赦いただければと思います。

I. これまでの議論の簡単な整理

これまで、上場子会社という存在についてはたびたび議論の的とされてきました。その際には、とりわけ会社法の文脈におきましては、より広く

は、支配株主を有する会社における支配株主と少数株主との間の利害対立の問題として捉えられてきたわけです。ここでは、これまでになされてきた議論を大まかに整理しておきたいと思います。

1. 江頭憲治郎の分析枠組み

まず、親会社と子会社、あるいは支配会社と従属会社という関係ですが、その親会社と子会社少数株主との利害対立の会社法上の問題の分析は、江頭先生の『結合企業法の立法と解釈』(有斐閣、1995年)が金字塔として立っています。刊行から30年経過しますが、今なおその議論内容は、参照に値するものであると考えています。また、これまでの学説の議論枠組みにつきましても、江頭先生のご著書を元に議論しているところもあるかと思しますので、江頭先生の分析自体は上場子会社に限るものではありませんが、上場子会社に関係しそうな議論について、いま一度簡単に紹介しておきたいと思います。

(1) 運営の局面

ご存じかとは思いますが、江頭先生の分析枠組みの特徴というのは、会社間の支配従属関係を形成・運営・解消という一連の流れとして捉えたうえで、それぞれについて総合的かつ精緻な分析を行うという点に特徴があるかと思えます。とはいっても、江頭先生の分析において最も分量が割かれているのは、運営の局面であると思えます。

そこでは、支配・従属会社間において平常の事業として行う取引について、従属会社から支配会社への利益移転を生じさせるような不利益を従属会社たる上場子会社に与えるという類型と、事業分野の調整等、今の言葉で言えば事業ポートフォリオの組替えということになるかと思えますけれども、その際に支配会社が従属会社に不利な何らかの働きかけを行うといった類型が取り上げられています。

ここで問題とされている従属会社少数株主の不利益というのは、支配株主との取引によって従属

会社に損害が生じる結果として従属会社の少数株主が害されるという、いわゆる間接損害という被害を念頭に置いた類型であるという点には、まず注意が必要かと思えます。

(2) 形成の局面

江頭先生の分析では、支配・従属関係の形成の局面というのは、従属会社において少数株主と支配会社との両方の株主が併存することになるプロセスを指していると思います。具体的には、①完全子会社であった従属会社が株式を上場する場合、②第三者割当増資によって支配会社が登場する場合、③支配会社となる会社が従属会社の株式を取得する場合、という3つの類型があるかと思えます。

ここで注意を要するのは、この3つの局面全てが支配会社と従属会社少数株主との間の利害対立の問題となる局面とは位置付けられていないという点かと思えます。とりわけ完全子会社の株式上場のプロセスにつきましては、そのプロセスそのものによって従属会社・子会社少数株主に不利益が生じるという問題意識から議論が展開されているわけではありません。上場後展開される運営の局面で従属会社の少数株主が不利益を被ることを予防するという観点から、少数株主が生ずることになる段階で既に独立性の要件を満たしていることを確保する、そういう制度となっているかを検証するのがこの段階での議論の狙いかと思えます。

(3) 解消の局面

支配従属関係の解消の局面というのは、江頭先生の分析の枠組みでいきますと、少数株主と支配会社という両方の株主を伴っていた従属会社において、支配会社が支配権を放棄するか、あるいは従属会社において少数株主が存在しなくなるプロセスを指しているものと思われます。

この支配会社が支配権を放棄するという場合については、支配会社による従属会社株式の売却等によって従属会社が完全に独立することが想定されている一方で、少数株主が存在しなくなる方の

プロセスにつきましては、従属会社から少数株主を締め出すことが想定されていたわけですが、これは1995年の本で平成11年改正以前の商法が前提とされていますので、締出しは合併を用いることを前提に議論されていました。

従属会社が支配会社の支配から離れて完全に独立するという点については、法的にはそれほど問題はないけれども、従属会社の少数株主の締出しに関しては、前述のように1995年の本ですので、締出しの適法性そのものの検討からスタートしているということになります。この点に関して注目すべきであるのは、江頭先生は、支配従属関係の形成の局面において、株式の買収によって形成をしたか、それとも支配会社の持株の売却、要するに子会社上場という形で子会社を売却したという場合か、この2つの場合を区別します。

とりわけ後者の場合については、解消の局面との関係で極めて重要な要素となります。すなわち、支配会社が全く出て行くことを望んでいない少数株主がいるにもかかわらず締出しを実施することは、著しく不当と解すべき場合が多いとしています。これはなぜかという点につきましては、「株式公開等により少数株主に期待を持たせておいて、しかもその長期投資の期待を奪う、支配会社の禁反言又は信義則違反の行為である可能性が高い」という認識を示しておられます。この点は少し注目しておく必要があるのかなと思えます。

このような形で、江頭先生の法的分析の枠組み、それから従属会社少数株主保護の必要性という主張内容につきましては、広く共有されているものと思われます。そして数度にわたって、上場子会社を制度的に禁止すべきだといった議論も高まることがあったわけですが、それにもかかわらず、相変わらず上場子会社が存在し、また、新規上場も少なくなっているかもしれませんがなお行われているという点からしますと、江頭先生が典型的に示されているような懸念を超えたメリットもあるのではないかという点が指摘されています。

2. 宮島＝新田＝宍戸の実証研究

その際に特によく引用されているのが、宮島英昭、新田敬祐、宍戸善一の3先生の実証研究かと思えます（「親子上場の経済分析」宮島英昭編著『日本の企業統治』（東洋経済新報社、2011年）289-337頁）。

この研究内容のうち、子会社少数株主の利益状況に関連する内容としては、①子会社の新規上場時における投資家の搾取懸念からくるアンダープライシングの有無、②成熟上場子会社におけるパフォーマンスを独立した類似企業と比較した場合の優劣、③劣悪な子会社の上場や第三者割当てを用いた親会社による搾取的取引、いわゆるトンネリングに該当し得るものがどれくらいあるか、という3つの実証ということになるかと思えます。

具体的な手法としては、①のアンダープライシングに関しては、新規上場時における初期収益率の大きさが不確実性の大きさを表しているとして、収益率が独立した会社よりも子会社上場の方が低ければ、親会社による搾取があるのではないかという懸念が出てくるということ。

②については、成熟上場子会社と類似した規模の企業とのROA、それからトービンのQを比較し、上場子会社の方が劣後するというのであれば、それは親会社による搾取が原因ではないかと推測されるということになる。

③については、劣悪な子会社の上場に関しては、高騰した公開価格で上場した後に短期間のうちに公開価格よりも低い価格で完全子会社化等をする事例が多ければ、トンネリングをかなりしているのではないかという疑いが持たれるということですし、また第三者割当てに関しても、親会社にディスカウントされた発行価格で第三者割当てを行う事例が多ければ、やはり少数株主から多数株主である親会社に利益移転がされているという推測が働くということになるわけです。

研究結果として、①については、独立した会社よりも子会社上場の方が初期収益率が有意に低いことが示されていて、これは親会社による搾取懸念というものが上場の時点でそんなにあるわけではないことが示されているということ、②につい

ては、親会社による子会社の搾取がこれまで市場で強く懸念されたことはなく、また搾取があったとしても、会計情報に現れるほどの規模ではなかったということが示されており、③については、トンネリングに該当し得る事例というのはごくわずかで、その危険性が深刻であるという証拠はない、という形で、いずれも、上場子会社だから少数株主が害されているという証拠はないという結果になっています。

この実証研究は、②において、成熟企業を前提としたものですが、江頭先生の運営の局面における懸念に、そうではないんだよということを示している。また、①においては、そのような運営の局面における懸念というものを上場当初から投資家はあまり問題としていない、ということを示していることになりしますので、その限りにおいて、江頭先生が指摘したような懸念に対して、実際はそうではないという一応の回答にはなっているかもしれないということになります。

しかしながら、そういった実証研究の存在をもってしても、だから現状の制度でいいのだということには当然ならないわけです。実証研究というのは、ヒストリカルデータを用いているということですから、過去のデータが搾取の傾向を示していないからといって、将来的にもそのような形で運用される保証はないということになるかと思えます。

ということで、現にこの3先生連名の実証研究の論文におきましても、当時における「近時の傾向」ということになりすけれども、近時の傾向としては、新興企業グループによる親子上場が増加していることに対応すべく、制度の再設計として、情報開示を含む事前手続の導入と、事後的な利益相反の内容を審査する制度の導入を提言しておられます。

以上が少し前における議論だったということですが、では、今改めて上場子会社の問題がクローズアップされて規律の在り方を議論する必要性が叫ばれている理由はどこにあると考えられるのかということで、前回報告前後からの状況の変化を

少しおさらいしておきたいと思います。

II. 近時の議論の（再）隆盛の背景

1. グループ経営という親会社への圧力

この点に関して、近時の公的な場における議論として上場子会社の問題が改めてクローズアップされた代表例としては、経済産業省が設置したCGS 研究会の報告書があるかと思えます。これを少し参照してみますと、この研究会の第2期のテーマの一つとしてグループガバナンスを取り上げ、その際に上場子会社の問題にも触れています。これは、第1期の研究会が2016年から2017年3月に行われて、そこでの積み残しということで、第2期においてグループガバナンスが取り上げられたということです。

ここでのグループガバナンスの関心の高まりというのは、恐らくですけれども、企業グループの親会社が、自社のみではなく、当該企業グループに属する会社までを含めて企業価値の向上を図るべしという意識、いわゆるグループ経営の意識というものがより強まった点にあると考えられます。

この点に関しては、平成26年会社法改正の法制審議会の会社法制部会における議論で、親会社取締役には何らかの形で子会社を管理すべき義務が存在していることが確認されたということと、親会社から違法な指図があった場合などでなければ親会社の子会社に対する管理義務はないというような下級審判例を否定する意味を込めて、従来、会社法施行規則のみに規定されていた企業集団内部統制システムの決定義務が会社法本体に格上げされたといった、このあたりの法制の影響が大きいと思われます。

このような形でグループ経営の意識が強まってくると、必然的に親会社が子会社への介入を行う局面が増えることが想定されるわけですが、そのような親会社による介入は、親会社自身の利益のみを考慮する限りにおいて、子会社を害するものとなる危険性があります。

もっとも、完全子会社については、そこで損失を生じさせたとしても、その全てを親会社が負担

することになることが一応想定されますが、子会社に少数株主が存在する場合には、子会社の少数株主保護の観点から、親会社が子会社に行うべき介入にも限界があるということが想定されることになります。そこで、前述のCGS研究会におきましても、グループガバナンスを議論する際には、完全子会社だけではなくて、少数株主のいる会社についても分けて検討する必要があるのではないかとということで、特に上場子会社の章を別立てにして、結果的に議論がまとめられたということになります。

CGS研究会の報告書（2019年6月28日）の上場子会社に関する規律の結論的な部分としてどういふ記述が提案されているかといいますと、親会社からも独立した人物としての独立社外取締役を3分の1や過半数までに増やし、あるいはそのような独立社外取締役（又は独立社外監査役）を中心とした委員会で重要な利益相反取引の審議・検討を行う仕組みを導入するということが提言されています。

2. 親子間対立が鮮明となった事例

加えて、そのCGS研究会の報告書公表前後に、いわゆるヤフー（現・Zホールディングス）対アスクルの問題が出てきたわけです。この事案は、ヤフーがアスクルの株主総会において、アスクルの社長の取締役としての再任を拒否する議決権行使をするということで話題になったということが騒動の恐らく第一歩かと思えます。

その後、ヤフーの動きに対してアスクル側が独立性の侵害であると反発して、ヤフーとの業務・資本提携開始時点で締結された契約に定められているアスクル及びLOHACO（ロハコ）事業の独立性を尊重する旨の規定とか、契約違反があった場合にはヤフーが保有するアスクル株式を第三者に売り渡すことをアスクルが請求できるという条項とか、そういったものがあることを公表して、アスクルがこの株式の売渡請求権を行使するかどうかということが話題になったわけです。

結局、親子会社を解消するような売渡請求権は

行使されずに、2019年8月のアスクルの定時株主総会において社長の取締役の再任が否決されたわけですが、そのときに同時に、それまでアスクルが東証に独立役員として届け出ている社外取締役3名についても、ヤフーの議決権行使によって再任が拒否されました。

以上のヤフー・アスクル事件の事実経過から、3つの問題点が浮かび上がってくるわけです。

まず、本件におけるヤフーの動向というのは、親会社が少数株主の存在する子会社に対して子会社事業を親会社に譲渡するように迫ったことを契機として、親子会社間での対立が先鋭化した点において、これまで我が国において親子会社関係における会社法的規律の在り方を論ずる際に見られていたような、子会社経営陣が親会社の意向に従うという協調的関係の前提が崩れつつあることを示したという点に大きな特徴があるかと思えます。

また、CGS 研究会の報告書に見られるように、子会社少数株主の保護は子会社の独立役員が担うというのが解決策として考えられていたところに、本件では、親会社が子会社の社長のみならず、そのような一般株主の利益の保護の役割を期待された子会社の独立社外取締役までを再任拒否によって事実上解任したことも問題となりました。

さらに、本件の特徴として、資本提携契約中の独立性の尊重条項ですとか、株式の売渡請求権などといったものの存在がそのときまで公にされてこなかったという点があります。このような親子会社間の関係性を根本的に決定付けるような取り決めというのは、子会社の少数株主にとっては投資リスクを検討するうえで極めて重要な情報であるにもかかわらず、これを投資家が知ることのできる制度となっていない点が問題とされたわけです。

これらの問題の一部については、2020年以降の上場制度の改正で一定の対応がされていますが、未対応の部分も残されていますし、またその対応自体も、その適切性や実効性を改めて検証する必要があると思えます。

ということで、今回の報告のテーマである「上

場子会社」について議論をするうえでは、金融商品取引所の制度枠組みをも踏まえた規制体系といったものも意識する必要があると思えます。江頭先生の議論にも見られましたけれども、上場というプロセスを通じてその株式を取得した子会社少数株主には何らかの期待が生じて、それを保護する必要性から何らかの規律が必要であるという考え方もあり得るわけですし、それには一定の合理性もあり、成り立ち得る議論であると思えます。

III. 上場制度の現状

そこで、前回報告と重複する部分もありますが、現在における金融商品取引所の上場制度において、上場審査がどのようにされていて、上場管理がどのようにされているかということを見ておきたいと思えます。

ただ、時間の関係上、網羅的にご説明することもできませんので、この部分は簡単に済ませたいと思えます。

1. 東京証券取引所の基本スタンス

まず、現在の東京証券取引所の子会社上場に関する基本姿勢を示すものとして、「親会社を有する会社の上場に対する当取引所の考え方について」（2007年6月25日）という文書があります。ここでは、子会社上場には一定程度の意義がある一方で、子会社の株主の権利や利益を損なう企業行動がとられるおそれや一体的な連結経営を行ううえでの阻害要因となることなど、子会社上場には独自の弊害があることから、子会社上場を一律的に禁止するのは適当でない反面、投資者をはじめ多くの市場関係者にとっては必ずしも望ましい資本政策とは言い切れないという基本姿勢が示されています。

これは、現在も進行中であると思えます「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」——東京証券取引所が設置しているものですが、その「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」（2020年

9月1日)においても踏襲されている考え方ということで、現在も有効な東証のスタンスということになるかと思えます。

2. 前回報告時点における状況

(1) 子会社上場審査

次に、上場審査と上場管理についてどのようなことが行われているかということですが、一言で言いますと、上場審査に関しては、2019年の前回報告時においても、また、現時点においても、子会社上場審査の観点というのは、親会社からいかに独立した会社として運営させるかに主眼があると言えます。

[上場審査等に関するガイドラインⅡ 3 (3)・Ⅲ 3 (3)・Ⅳ 3 (3)]

- a. 新規上場申請者の企業グループの事業内容と親会社等の企業グループの事業内容の関連性、親会社等の企業グループからの事業調整の状況及びその可能性その他の事項を踏まえ、事実上、当該親会社等の一事業部門と認められる状況にないこと。
- b. 新規上場申請者の企業グループ又は親会社等の企業グループが、通常取引の条件(例えば市場の実勢価格をいう。以下同じ。)と著しく異なる条件での取引等、当該親会社等又は当該新規上場申請者の企業グループの不利益となる取引行為を強制又は誘引していないこと。
- c. 新規上場申請者の企業グループの出向者の受入れ状況が、親会社等に過度に依存しておらず、継続的な経営活動を阻害するものでないと認められること。

健全性の審査のところでは、親会社の一事業部門と認められる状況にないこととすとか、グループの不利益となる取引行為を強制又は誘引していないこととすとか、人事的な独立性ということが審査されていることになるかと思えます。親会社の一事業部門と認められる状況か否かという点に関し

ては、申請子会社が自ら意思決定を行い、親会社等からの指示を排除し、独自の開発力や営業活動を自ら行うなどの事業運営能力を有しているかという点が審査されています。

(2) 上場管理

前述のように、上場審査の段階では、親会社からの独立性についてかなり突っ込んだ審査をすることが少なくとも制度上は予定されているのに対して、上場された会社が子会社である場合の上場管理の規律については、独立性を取引所が審査するという形を取ってはいませんで、むしろ開示を充実させることによって投資家に注意を向けさせるという方向での規律ということになっているかと思えます。

具体的な開示の媒体としては、コーポレート・ガバナンス報告書における「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方針に関する指針」、それから、上場審査の段階から作成が必要となります「支配株主等に関する事項」という2つの開示があります。

具体的な記載内容につきましては、前回報告からそれほど変わっていません。ガバナンス報告書の記載事項として、後ほどご説明します2021年のコードの改正によって補充原則4-8③に新たな規定が付け加わりまして、支配株主からの独立性を有する独立社外取締役の選任についての規定ですけれども、その選任状況、あるいは特別委員会の設置状況を記載することが望まれるという規律が加わっているという点が特徴的かなというぐらいです。

それから、これも前回報告と重複しますので詳細は申し上げませんが、開示だけが上場管理ではなくて、特定のイベントについてはこういう義務が課されているということで、具体的には、有価証券上場規程441条の2において、「支配株主との重要な取引に係る遵守事項」として、重要な取引をする場合については、その事項の決定が当該上場会社の少数株主にとって不利益なものではないことに関して利害関係のない者の意見の入手

をせよということになっています。

この意見の入手というのは、適時開示ガイドブック等によりますと、買収防衛策等に関する特別委員会や第三者委員会のような利害関係のない社外取締役や社外監査役などによって手続とかプロセスといったものについて検討したうえで、少数株主にとって不利益なものでないことについて言及をした意見を出しなさいといった記述も盛り込まれているわけです。

3. 2020年以降の制度改正

以上が前回報告の内容だったわけですが、前回報告以降に行われた制度改正の大きなものとしては、2020年2月7日施行の「上場子会社のガバナンスの向上等に関する上場制度の整備に係る有価証券上場規程等の一部改正」と、2021年のコーポレートガバナンス・コードの改訂があります。

(1) 2020年の上場規則等の改正

まず、2020年の上場規則関係の改正ですが、これは「上場子会社における独立した意思決定を確保し、少数株主の利益を保護するために、独立役員の独立性基準を見直すとともに、上場子会社を有する場合におけるグループ経営の考え方及び方針を踏まえた上場子会社を有する意義及び上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策の開示の充実を図るもの」であるとされています。

a. 親会社＝上場子会社関係の開示

この改正は、親会社側にも子会社側にもそれぞれ改正点があるわけですが、まず親会社側の改正点から見ますと、施行規則415条1項1号に定められた「上場会社に関する基本情報」を説明する括弧書きの中に、コーポレート・ガバナンス報告書の中に書く内容として、新たに「上場子会社を有する場合は、グループ経営に関する考え方及び方針を踏まえた上場子会社を有する意義及び上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策」が含まれるということが明記されたうえで、

記載上の注意としてどういうことを書けばいいかに関しては、「グループ経営に関する考え方及び方針を記載するとともに、それらを踏まえた上場子会社を有する意義及び上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策を記載してください」という形になっています（CG報告書の「I基本情報」の「5. その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与える特別な事情」の記載上の注意）。

ここで注意を要するというか、私として気になる点は、「上場子会社を有する意義」として、記載上の注意においては、「グループとしての企業価値の最大化の観点から踏まえて記載」というふうに言われている点です。それからもう一つ、「上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策」の内容としては、「上場子会社におけるガバナンス体制の構築及び運用に対する親会社としての関与の方針並びに少数株主保護の観点から必要な上場子会社における独立性確保のための方策等を記載」と書かれています。

これが親会社側の規律ですが、上場子会社側としても、意味があるのかどうか分かりませんが、記載上の注意が前回報告からちょっと変わっているということで一応挙げています。コーポレート・ガバナンス報告書の「I基本情報」の「5. その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与える特別な事情」の記載上の注意として、改正前は、「当該会社が、①親会社を有している場合には当該親会社からの独立性確保に関する考え方・施策等について……記載することが望まれます」となっていたものが、「親会社（非上場会社を含みます。）を有する場合には、少数株主保護の観点から必要な当該親会社からの独立性確保に関する考え方・施策等について記載してください」という形に変わっています。

以上が上場子会社側ですが、親会社にせよ、子会社にせよ、両方に適用される記載事項として、親会社と上場子会社間でグループ経営に関する考え方及び方針等に関連した契約の内容を併せて「記載することが望まれます」という記述も

加わっています。これは恐らく、レジュメのⅡの2で見たアスクル・ヤフー事件において子会社の運命を大きく左右するような契約についての開示がなされていなかったことに対する対応と見られます。ただ、「望まれます」となっているニュアンスをどう考えるかというところがあるかと思えます。

b. 独立役員の支配株主からの独立性の強化

上場子会社の独立役員については、独立役員として就任する以前の10年以内に親会社とか兄弟会社の業務執行者であった者は独立役員としないという改正になっています。

(2) 2021年CGコードの改訂

次に、2021年のコーポレートガバナンス・コードの改訂について見ておきたいと思えます（「コーポレートガバナンス・コードの一部改訂に係る有価証券上場規程等の一部改正」（2021年6月11日施行）資料2）。

かつては、コーポレートガバナンス・コード自体、企業グループの視点というものはあまり見られていませんでしたが、2021年の改訂によって、企業グループや親子会社関係への一定の言及がなされることになりました。

まず、「第4章 取締役会等の責務」の基本原則4に付された「考え方」の欄に、「支配株主は、会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならないのであって、支配株主を有する上場会社には、少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制の整備が求められる」という記述が付け加わっています。

それから、補充原則4-3④において、コンプライアンス・内部統制・リスク管理体制の規定ですけれども、この規定において、「グループ全体を含めた」体制構築をせよという形で、グループの観点が明記されています。

さらに、補充原則4-8③において、「支配株主を有する上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なく

とも3分の1以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任するか、または支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきである」という規定が追加されています。

4. 上場子会社の現状

次に、本報告が対象とする現在の上場子会社の実態について簡単に見ておきたいと思えます。

東京証券取引所にご協力いただきまして、2022年7月14日時点のデータをいただきました。結果として、上場会社3770社中の319社が親会社を有する上場会社ということになっています。その内訳は、プライム109社、スタンダード175社、グロース35社となっています。

また、親会社も上場している会社（いわゆる親子上場）は258社です。

業種については、情報通信60、小売46、サービス38、卸売19、不動産19、建設18、電気機器17、化学15、機械12、食料品12、輸送用機器11などですが、かつては電気機器等のメーカーが子会社上場の有力な利用者というイメージを少なくとも私は持っていたわけですが、現在は情報通信とか小売、サービスといったメーカー以外のところはかなり多いということが言えるかと思えます。

319社のうち、私が開示等を見ましてカウントしたところ、どうも創業家の資産管理会社のような、実質的には個人オーナーのような会社というものも20社前後含まれているように思われます。

さらに、319社につきまして会社のホームページで沿革等を参照しつつ、会社四季報等も見ながら、上場ですとか店頭登録をした後に現在の親会社が登場した会社というのは、私が確認できる範囲でも137社あるということです。

これはオーナー系企業を除けば——除かなくてもいいのかもしれませんが、半数近くがいわゆる純然たる子会社が上場したというような形ではなくて、何らかの形で親会社が株式が流通した後か

ら登場しているというあたりは、今後の制度を考えるうえではかなり重要になってくるデータではないかと思っています。

IV. 規律のあり方に関する着眼点（試論）

ここまで、支配・従属関係における従属会社少数株主保護という一般的な議論を踏まえつつ、近時の実務動向を踏まえた現時点での東京証券取引所での制度的対応を今まで概観してきたわけですが、以下では、繰り返しになりますけれども、上場子会社を対象を絞って規律の在り方を考えるうえでの着眼点を考えてみたいと思います。

1. 「上場」子会社固有の要素

まず、対象を上場子会社に絞った場合に、子会社が上場しているという点において、そうでない会社、すなわち非上場の子会社といったものとは異なる要素としてどういうものが考えられるでしょうか。この点につきましては、要するに、その会社の株式が市場において売買されているわけですから、①子会社の少数株主といえども、市場における売却機会が存在しているということ。②株式の売買が容易であることから、その売買を受けて敵対的買収を含めて「親会社」が変化しやすいだろうということ。③株価という形で市場の評価にさらされているということ。この3つが特徴的かと思います。

2. 規律の要否

このような上場子会社の固有の要素を踏まえつつ、近時のグループ経営の要請と子会社少数株主保護の要請を、上場子会社においてはどのように調和させるかというその内容と、それをどのような形で実現するかという規律の方法というのが問題になります。

その規律の内容とか方法を論ずる以前の問題として、そもそも何らかの規律を置く必要があるのかという点が問題となります。これは、上場子会社であることを前提とした場合には、①の要素から、少数株主には市場における売却機会が存在す

ること、要するに流動性があるという点をどのように考えるかによって、少数株主保護の要否というそもそもの問題に対する考え方が分かれると思われれます。

(1) いわゆる自己責任論と開示の充実

最も典型的な議論は、投資の自己責任論と呼んでいいのでしょうか、そういうものだと思っています。これは、投資家が市場で子会社の株式を購入した以上は、仮に購入時点で、例えば子会社が独立した会社と同様に運営されるというような何らかの信頼を抱いていたとしても、それに法的な裏付けがないというのであれば、その法的な裏付けがないことを前提として、親会社による上場子会社の搾取といった信頼の裏切り行為の可能性までを考慮に入れて適正な値付けを行うはずだということです。これは先に述べた上場子会社の特徴のうちの③の要素に関係していることになるかと思っています。

要するに、搾取の危険性までをディスカウントしたうえで売買しているでしょう、ということになるわけですが、そのような形で適正にディスカウントして購入した投資家には損失というものは発生しないだろうし、仮に親会社による搾取がないことを信頼して適正な値付けよりも高い値段で購入した投資家がいたとすれば、その者は株価の割高・割安の相場観を誤ったということと同じなのだから、それによって被った損失は自己責任としてその投資家が負担すべきだという論理展開になるのではないかと思います。

このような自己責任論を極限まで突き詰めますと、少数株主保護の制度は、少なくとも上場子会社に関してはないということになるかもしれません。もっとも、このような自己責任を重視する見解からも、自己責任を問う前提となる価格付けが適正となる情報が必要になるだろうということで、情報開示の充実という形の規律を主張する見解も多いように思われます。

(2) 投資後の支配株主の登場への対応の要否

今申し上げたような自己責任論というのは、少なくとも子会社上場が盛んだった 1990 年代までにおいては、明示的に主張されることは少なかったかもしれませんが、かなり根底に流れていた、有力に根付いていた考え方であるように思われます。そういう考え方は、子会社の上場が多かった時代においては一定程度の説得力を持っていたと思いますし、逆にそれではだめなのだという異論を唱えたのが江頭先生だったと言えるかもしれません。

それはともかくとして、そういった自己責任論というものは、子会社株式を購入したつもりのない株主がいる場合、例えば、株主が株式を取得する時点においては子会社ではなく独立した会社であったものが、買収や第三者割当て等によって上場を維持しつつ子会社化された場合には、子会社であることが分かっている当該株式を取得したという意味での自己責任論のロジックは当てはまらないと思われま

す。もっとも、これに対しては、子会社化する以前も上場会社であったということであれば、上場会社である以上は、②の特性、すなわち売買が容易であるから敵対的買収を含めて親会社に変化するという点を考えますと、全ての上場会社はおおよそ上場子会社となり得る危険性を秘めている以上、その危険性までを織り込んだ価格で売買するのが投資家の自己責任だという論理展開もないわけではないと思います。

しかしながら、そこまでの割引計算をするというのはかなり複雑なことになることが想定されますので、そのこともあってなのかはよく分かりませんが、経済学的な立場からも、ここまでの自己責任論を徹底する主張はあまり見られないように思われます。

話を元に戻しまして、仮に事後的な支配関係の変化の危険に対して自己責任を超えた何らかの保護を与える必要があると考えれば、少なくとも事後的な子会社化の場合については、一定のルールによる対応の必要性が肯定されることになるかもしれません。

そしてその対応策としては、入り口段階の規制、すなわち、a. 買収による上場子会社化をそもそも認めないという方法と、入り口後の規制、すなわち、b. 買収による上場子会社化は認めつつ、子会社化後に新たに親会社となった会社による搾取を禁止するような規律を導入するという方法が考えられるかと思

います。具体的には、入り口規制であれば、買収時の全部買付義務の導入、それから入り口後であれば、第三者割当てによる支配権異動後の支配株主との取引報告制度に類似するようなものを、売買による支配権異動についても適用するといった方法が考えられるかと思

います。また、いうまでもないことですがけれども、ここでも注意しておくべきであるのは、いわゆる運営の局面において子会社少数株主が害されることから保護する施策として、運営の局面における規律だけではなくて、形成・解消の規律として整備することも考慮に値するということかと思

(3) “投資は自己責任”論の限界

(2) は、事後的に親会社が登場する場合は自己責任論には限界があるのではないかという話でしたけれども、そういった事後的な親会社の変化といったものに限らず、自己責任論を貫徹できない、あるいは貫徹することが望ましくないというような株主・投資家が増加していることも考慮する必要があります。

確かに、個別株投資を念頭に置く限りは、適正に割引計算をして、株価が割高であれば購入しなければいいし、割引計算が複雑化して適正価格が算出できなければ、やはり購入しなければいいと言えるわけですがけれども、インデックス投資等のパッシブ運用につきましては、上場がされている限りは嫌でも買わされるわけですし、嫌になっても売れないという、そういう銘柄があるわけですし、そういった運用スタイルというものの合理性もあるわけですから、そのあたりを考えると、やはり「投資は自己責任」ということを貫徹するのはなかなか難しいという部分もあるのではないか

と思います。

3. 保護の内容はどのようなもので、それは誰が決めるべきか

ということで、自己責任論に一定の限界を認めて、上場子会社に投資する株主——ここには図らずも上場子会社に投資することになってしまった株主も含むわけですが——に何らかの実体的な、すなわち情報開示以外の何らかの行為規範等のルールを用いて保護を図る必要があると考えた場合に、その保護の内容はどのようなものとして規律すべきかが問題となります。

(1) 投資家の期待は「独立運営」一択か？

この点に関しましては、江頭先生のご研究にも現れていますように、上場している会社にとっては、その会社に対する期待、いわゆる投資家の期待を保護するという基本方針が鍵となるように思われます。それが唯一ではないでしょうが、かなり有力な考え方になるかと思えます。そして、これまた江頭先生をはじめとしてこれまで有力に主張されてきたのは、子会社があたかも独立した会社であるように振る舞うことへの期待を保護するという考え方かと思えます。

このような考え方は、独立していた会社に投資していたら、いつの間にか親会社が現れていたというような買収の場合だけではなく、少なくとも現行の上場審査の項目を見る限りにおいては、子会社の上場のときに株式を取得した株主についても、やはり独立性といったものを審査している以上は、引き続き独立運営をしてほしいという期待を持つことには、それなりに理由があるように思われます。しかしながら、投資家の期待の保護を図るとしても、かつてはともかく、現在の投資家の期待は、必ずしも独立運営だけではないように思われます。

それと同じぐらい近時有力に、少なくとも表面上主張されるようになった期待として、親会社の保証機能と呼ばれるもの、あるいは親会社による指導・助言機能があると思われます。端的には、

上場子会社は、より人的資源や資金等の豊富な親会社が指導・助言等を行うことによって、独立した会社以上のパフォーマンスを上げられるという期待であるかと思えます。以下、このようなものを、適切な用語かどうか分かりませんが、「ペアレンティング」と呼ぶことにしたいと思います。

このようなペアレンティングへの期待は、近時の親会社取締役の子会社管理義務が上場子会社にもそのまま妥当すると考える限りにおいては、一層高まっていると考えることもできるかもしれません。

ここで注意を要するのは、ペアレンティングは子会社への意思決定への介入を必然的に内包しますので、理論的には、ある特定の局面において独立運営への期待とペアレンティングの期待の両方を保護することはできないと思われる点です。

(2) 取引所による規律の許容性

そうしますと、それぞれの局面でどちらの期待を保護するかを選択する必要がありますけれども、私が思いますに、両者いずれも有力に主張されていて、どちらか一方が法的に保護に値するほど圧倒的な優位に立っているものとは考えられないのが現在の我が国の状況かと思えます。そのような状況においては、どちらを保護するかというのは、ポリシーの選択の問題であって、法的な問題とはならないのではないかと考えています。

では、そのポリシー選択を誰が行うべきかですが、この点に関しては、近時の取引所の役割の拡大を前提とした場合、取引所が決めるということも許されるのではないかと思われます。すなわち、上場会社と取引所との間の上場契約という私人間の自由意思を基礎とする上場制度を前提とする限りは、会社にも上場をするかしないかを選択する自由が与えられていることの裏返しとして、取引所には、その取り扱う商品としての上場株式の品質基準を比較的自由に設けることができ、そのような品質の中身として、支配株主を有する会社における支配株主からの独立性の程度といったものを組み込むことは許されるように思われます。

(3) 「各企業グループが設定できる」とすることではだめか

もっとも、このような考え方に対しては、ある子会社について独立した運営を行うか、ペアレンディングを重視するかは、各企業グループが自律的に決めるのが望ましいのであって、取引所が全ての企業グループに当てはまるような「あるべき親子会社関係」を設定すべきではないという批判があり得るかもしれません。

このような考え方からは、各当事会社グループ自身が定義した「あるべき親子会社関係」を公表する形でリスクを開示すれば、投資家はそのような開示に基づいて投資判断を行うことが可能となるのだから、それによって自衛も可能である、という、いわば自己責任論への回帰によって投資家保護の問題に見切りを付けることも可能かもしれません。

しかしながら、企業グループごと、厳密には各親子会社のペアごとに「あるべき親子会社関係」を設定可能であるとする考え方に対しては、まず、多数の投資家への投資商品を提供する場としての上場制度という観点から望ましくない可能性があるかと思えます。すなわち、個別の銘柄ごとに親会社との関係性を探らなければならないとすれば、上場子会社がわずかとは言えない現状において、その調査コストは無視できないものとなると考えられます。

近時の独立役員義務付けに見られるような上場株式の品質の均質化を志向する取引所の在り方を是とする限りは、「あるべき親子会社関係」の選択肢を絞ることで品質を均質化し、取引コストを削減するという方策が望ましいように思われます。

さらに、より根本的な問題としては、そのような形で個々の企業グループごとに「あるべき親子関係」を提示し開示すべきだという制度を組んだとしても、それは投資家の期待の保護には不十分なものとなる可能性がある点です。

まず、そのようなあるべき親子会社関係の開示

が可能であり、それにより何らかのコミットメント効果がもたらされるためには、これについて親会社と子会社とが合意している必要があるかと思えます。双方の言い分が矛盾する内容をばらばらに開示していたのでは、ただ単に混乱するだけです。

そうしますと、「あるべき親子会社関係」を当事会社が決めて開示することに意味があるのは、親子会社が協調関係にあり、かつ当分はその関係が揺るがないことが保障されている場合だけであるかと思えます。

逆に、あるべき親子会社関係に当事会社双方が合意するという姿は、敵対的買収によって成立した親子会社関係では想定しづらいということになるかと思えます。

そして何よりも、あるべき親子会社関係の定義そのものが親会社の都合のよいように作られる危険性をどのように排除するかという問題がやはり存在するように思われます。全てを自己責任に委ねるのでない限りは、そのようなあるべき親子会社の定義のみに限定したとしても、最低限の決定手続のあるべき姿といったものは設定せざるを得ないように思われます。

(4) 現行制度の取引所の立場はどのようなものか

仮に、(2)で述べたような考え方から、上場子会社に対する期待の内容、あるべき親子関係の内容を金融商品取引所が定めて品質管理することができるということを前提とした場合に、現在の制度枠組みはどのように評価できるでしょうか。すなわち、取引所としてあるべき親子関係を定義しているのでしょうか。定義しているとしたら、それはどのような内容でしょうか。

この点に関しては、取引所があるべき親子関係の内容を表明していない、あるいは表明していたとしても、曖昧さが残るような形でしか表明していないというように私には見受けられます。いわば、あるべき親子関係のポリシーを決定する主体たることを取引所自らが選択したのかどうか

制度的には判然としないように思われます。

まず、これまで概観しましたように、上場審査の段階では、少なくとも明文の規定としてはかなり厳格な独立性が要求されており、独立への期待が表明されていると評価し得るのに対して、上場管理の段階では、その要求は緩いものとなっていますので、明確に独立性を維持すべきことへのメッセージが出されている状況にはありません。

さらに、そのような曖昧さに拍車をかけるものとして、2020年の規則改正があるかと思えます。例えば、親会社側の開示に係る「上場子会社を有する意義」に関する記載として、「グループとしての企業価値の最大化」の観点も踏まえよということが書いてありますので、一見すると、上場子会社への介入も積極的に行うべきことを取引所として推奨しているかのようにも見えます。

さらに言いますと、グループ経営に影響を及ぼす重要な契約の開示を求めるという制度も、それまで秘密裏に行われ野放しだったこれらの契約の在り方をまずは投資家に開示させるという点において、経過措置的には極めて重要な制度ではあると思えますが、これを半恒久的な制度だと理解しますと、親子会社間の距離感といったもの、あるべき親子関係といったものは当事会社間で決めてこれを開示しさえすれば、いかようにでも定められるといった(3)で述べたような理解も生じさせるものだと言えるかと思えます。

いずれにせよ、私としては、取引所がポリシーを決める立場に立つのかどうか。そして、仮にその立場に立つと決めたのであれば、取引所としてより具体的な内容に踏み込んで親子会社関係の明確化をする必要があると考えています。今行われている上場子会社の研究会に関しては、まさにそのようなものとして位置付けて検討がなされるべきではないかと思われますが、このあたりについての実態は、参加されているメンバーの先生にぜひともお伺いしたいところです。

時間が来ましたので、以下、簡単に申し上げます。

4. 想定される落とし所とその際の検討の視点

ここでは、規範的なあるべき論というよりも、むしろ現行制度の延長線をたどるとどのようなところが現実的な落とし所として考えられるかという点について分析しています。

(1) 運営の局面の規律の難しさ

運営の局面について、現在はあまり規律がされていないという状況ですが、その点については、少なくとも規律のコストという観点から、それもやむを得ないことかと私は考えています。少なくとも取引所の規律戦略としては、運営の局面への原則不関与というのはあり得てよいと思えます。

これは、取引は日常に大量に生じるものであるということに鑑みますと、これに対して取引所自らが審査に乗り出すと、規制のコストは莫大になりますし、自らでなくても、親子どちらか(あるいは両方)に行為規範といった規律の上乗せをすれば、それはコスト倒れで、子会社少数株主の利益にかえってかなわないという可能性も出てくるかと思えます。

そして何よりも、日常取引に関しては、親子会社の固有のリスクというよりも、むしろ会社一般における不正取引といった一般的な仕組みで解決すべき問題という見方も不可能ではないように思われます。

そういった意味で、運営の局面において何らかの規律を置くということは、基本的に取引所としてすることはできないだろうと私は思うわけです。ただ、日常取引によって子会社少数株主が害されることがあるとすれば、恐らくそれは、そのような日常取引の前提となる枠組みの設定などに親会社の不当な関与があるケースというものは考えられるかと思えます。その限りで、例えばキャッシュ・マネジメント・システム(CMS)など、日常取引の枠組みを設定する重要な契約についても、何らかの形で事前のチェック機能を働かせることを検討する余地はあるかもしれません。

(2) 重大イベントについての事前規制の合理性

他方で、とりわけ親会社と関係した重要イベントについては、Ⅲの2の(2)のbで述べましたように、事前の意見入手義務が課されています。

(3) 事前規制の態様

会社法の原則では、事業譲渡等の重大なイベントについては株主総会決議という形で保護をしているわけですが、そのような会社法上の保護措置に至らないものについて、事前に上乗せで取引所が規制を置くということについても望ましいのではないかということが前提にあります。問題は、事前の仕組みとしてどのようなものを想定するかですが、内容規制を置くことは恐らく難しく、手続規制でやるのが現実的だろうと思います。

そのような観点から、支配株主等の取引に際しての意見入手制度のように、親会社の利害から切り離された立場から評価させるという仕組みは、それが適切に運用される限りにおいては有効な現実的保護策と評価できると思います。

(4) 親会社から独立した立場の者への期待と限界

問題は、そのような独立者による意見がいかにか実効的なものとなるか、すなわち、真に子会社株主利益にかなった観点から評価させるための仕組みを作れるかという点にあるかだと思います。

この点に関しては、独立社外取締役に期待をするということで、取締役会の構成として独立社外取締役の数を増やすといったことが行われているわけです。ただ、ヤフー・アスクル事件に見られますように、取締役が株主総会によって選解任されるという原則がある限りは、親会社支配株主の圧力に屈することなく少数株主の保護を図ろうとしても、親会社にすぐに首にされてしまうといったことは、会社法の制度としては起こるわけです。

そこで、いわゆる「独立人事論」と言われるような、子会社独立社外取締役に対する親会社の選解任権の制約といった議論がなされているわけです。しかしながら、この点に関しては、利益相反

の危険が大きい有事のみならず、平時にも関与する独立社外取締役の選任を一般的に制約するという点については批判があるところです。

このように考えますと、取締役の選解任権を通じた親会社のコントロールを利かせつつ、なお重要な取引において親会社から独立した判断を行うためには、有事において選任される独立者により形成される委員会の方法の方が望ましい可能性があるように思います。

しかしながら、他方で、そのような第三者委員会の在り方そのものの法的位置付け、とりわけ会社あるいは株主に対する義務と責任が不明確であることから、その委員が真に子会社少数株主の利益のために行動するインセンティブ構造となっているかどうかは疑問のあるところです。したがって、選任プロセスを含めて規律をすることも考慮に値するように思われます。

5. 改めて、子会社上場制度存続の当否

この部分につきましては、私の素朴な感想を申し上げる予定でしたが、時間の都合上、この点につきましては省略させていただきまして、私の報告は以上とさせていただきます。ご指導のほど、よろしく願いいたします。

~~~~~

### 【討 論】

○前田 船津先生、どうもありがとうございます。

それでは、ただいまのご報告につきまして、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見をよろしく願いいたします。

### 【海外からの評価向上という視点】

○高橋 大変貴重なご報告をありがとうございました。大変勉強になりました。

私の方から一点質問させていただきたいと思います。7ページから8ページにかけての「規律の要否」というところで、船津先生は、少数株主保

護の要否という観点をそもそも問題にする必要があるのかということ論じておられて、自己責任論というものもあるけれども、それは限界もあるので難しいというご意見だと思のですが、私もそこは同様に考えています。自己責任を推し進めていくと、親子上場の話だけではなくて、上場会社に関するあらゆる問題が自己責任で片づけられかねないというような懸念もしているところです。

質問したいのは、自己責任ですとか少数株主保護の要否というのとはちょっと異なる観点です。搾取の懸念から株価がディスカウントされることがあるということですが、全上場会社の10%ぐらいを占める上場子会社において、そのようなディスカウント自体が行われることが日本の株式市場全体のパフォーマンスの低下にもなっているという意見もあるかと思えます。また、特に海外投資家などは、親子上場の問題を日本のコーポレート・ガバナンスの問題の一つの重要なテーマだと位置付けていると思えます。

そこで、市場パフォーマンスや海外の投資家からの評価を改善するというような観点から親子上場について何か改革をするということもあり得ると思えます。これは少数株主保護の観点とは若干ずれるのですが、船津先生のお言葉を借りるなら、「嫌なら買わない」というところの、そもそも嫌だと思われないようにするような観点から、改革をするということもあり得ると思えます。

会社法でそういう観点からの規制を作るのは難しいかもしれませんが、取引所の規則であれば、当該取引所における市場全体の魅力を高めるという観点から説明もしやすいのかなと考えています。実際そういう議論もあるように思うのですが、その点について船津先生のご見解がございましたら、お聞かせ願えればと思います。よろしく願いいたします。

○船津 そのあたりが、まさに上場制度についての考慮要素の一つであるかと思えます。その点に関して、私の報告の中でいくと、結局のところ、投資家として何を期待しており、それを保護すべきなのかどうかということなのかなと。その投

資家の一類型として外国人投資家を考えるかどうかではないかと考えております。

そして、高橋先生がおっしゃった外国人投資家からの評価の改善というのものも、上場規則できちんと対応できることではないかと思っております。

そのうえで、現在の問題点は、会社が好き勝手をして何をやり出すか分からないというのを投資家は不安に思うということだと思のです。この会社が何をやらすか分からないということの一端は、上場会社としてどこまでやっていいかという意味での品質を取引所としてまだ管理できていないということではないか。

したがって、一定の投資家に対するアピールの点も含めて、取引所が、きちっとこの部分については独立性を確保します、この部分についてはペアレコーディングの自由を与えますということをはっきりとポリシーとして打ち出すということをするれば、多少なりとも投資家は、「あっ、この部分は日本特有の部分だな。この部分は独立性だな」ということが分かって投資判断ができるようになるから、買いやすくなるのではないか。そこまで一応カバーできるのではないかという感じでご報告申し上げたつもりでおります。

○高橋 ありがとうございます。よく分かりました。

#### 【東証のスタンスの明確性】

○前田 レジュメの9ページの下の方で、船津先生は、取引所があるべき親子関係像を明らかにしていないという評価をなされました。確かに、上場後は開示規制が主にはなっていますけれども、少なくとも上場審査の時点では、いわゆる独立運営が重視されていますよね。そして、取引所がとっている様々な施策を全体として見れば、やはり取引所としては独立運営を狙っているのではないのでしょうか。

例えば、独立社外取締役という制度も、その者にグループの利益最大化というような微妙な判断を求めているのではなくて、とにかく上場子会社

が親会社から独立して運営されることを狙ってのことではないかと思うのです。

確かに船津先生が挙げておられますように、親会社側の開示のところでは、上場子会社を有する意義に関する記載を求め、またグループ運営に影響を及ぼす重要な契約も開示を求めるだけであるという具合に、やや取引所の姿勢が分かりにくい面があるとは思いますが、これらも特に独立運営を否定しているわけではないと思うのです。

やはり取引所が求めるのは、全体として見れば独立運営であるというように、ご報告全体をお聞きして感じたのですが、船津先生としては、取引所のスタンスはなお明らかでないとお考えでしょうか。

○船津 前回報告でもたしかそのように申し上げたと思うのですが、私も、全体を通して見たら、独立運営の方向の規律はされているのだろーと思えます。確かに規定自体は、特定の部分について、ここでは独立が大事、ここでも独立は大事というふうには言っているわけです。しかしながら、そのすき間をどういうふうにするかが問題だと思っています。

恐らく実務的にそこを都合よく解釈している部分があるのではないかという気がしています。現在は独立を確保すべきところのみをがっとう挙げていて、すき間部分が生じているように思われるのですけれども、そうではなく、この場面とこの場面は独立である必要はないけれども、それ以外は全部独立性を確保しないといけない、といった形で宣言しておかないと投資家としても判断ができないのではないかと、空白部分が残っていること自体が投資家の不安をあおっているのではないかと、いう趣旨で申し上げていました。ですので、すき間部分もやはり独立なのだということであるならば、ぜひとも取引所にはそのすき間部分を埋めてほしいという、そういうニュアンスでございませぬ。

○前田 分かりました。どうもありがとうございました。

#### 【親会社による子会社社外取締役解任の是非】

○梅本 ご報告ありがとうございます。とても勉強になりました。

特に、先ほど来、話に挙がっていますレジューム9ページのペアレンティングというお話、独立性ばかりじゃなくて、親会社も子会社の企業価値を高めるために経営に関与するというお話はとても示唆的でした。それに関連するかどうか分かりませんが、3ページのヤフーとアスクルの問題についてちょっとお尋ねしたいと思います。

私は業務提携契約の内容が対外的に明らかになっていなかったという点については問題だと思っておりますが、ヤフーがアスクルの代表取締役、それから社外取締役を排除したということについてはどう考えるべきでしょうか。

先ほどのペアレンティングではないのですけれども、たしかヤフーというのは、もともと子会社を放置しておく、よくも悪くもほったらかしている会社だと当時まで言われていました。アスクルについては、経営関与までの2018年前後は株価が2,000円近くで、経営関与を始めた2019年初頭は1,000円近くまで下がってきていたと思うのですね。株価が半分まで下がってしまうと、親会社というか、大株主としてもそれは放置してられないということで、何か手を打たなきゃいけないと思うのは当たり前だと思うのです。

ペアレンティングではないけれども、親会社としての経営関与は、株主としての当然の権利行使ではないかと私には思えたのですが、いかがでしょうか。先生はどういうふうにご覧になるのかという、これが一点です。

○船津 それは社長の解任という話だけでしょうか。それとも、取締役全般という話になるのでしょうか。

○梅本 かなり難しいところですが、経営が悪化する事態を社外取締役も放置していたとするなら責任を問題にすることもあり得ることで、ヤフーとしては、代表取締役を支持してきた社外取締役にも責任ありと、だから一掃しなきゃいけないと考えたのではないかと、そうであれば、社外取締

役も併せて排除するという事は、あってもいいことではないかと、私は考えます。もちろん、当時はヤフーの行為は厳しく批判されたので、多くの方の考え方とは違うとは思いますが。

○船津 私も、基本的にはそうであってよいのではないかと思います。それが独立性の侵害だと言うべきかどうかということ自体をまず問うべきではないかなと私も思っております。

#### 【市場区分による対応の可否】

○梅本 ありがとうございます。

もう一つ、こちらは比較的単純な話ですが、上場子会社の問題について先生の御議論もよく分かるのですが、私はもう少しシンプルに、例えば上場子会社かどうかというのを市場区分でまずはっきりさせた方がいいのではないかなと考えております。

現状は、ご承知のようにプライム市場で求められる流通株式比率が35%ですから、上場子会社であってもプライム市場に上場できるという形になっている。また、インデックスも今度新しくなるのでしようけれども、TOPIXにも上場子会社が入っていると。先生もインデックスのところで、嫌なら買わなければよいが、買わなきゃいけない場合があると指摘しておられます。しかしインデックスから上場子会社を外してしまえば、買う必要はないわけですね。

取引所としてインデックスに上場子会社を入れない、あるいはプライム市場には上場子会社を入れないという形でルールを作ってしまうという方法もあるとは思いますが、先生はどうお考えでしょうか。

○船津 JPX 日経 400 のうち、カウントしたら40社が上場子会社というのをレジュメに書いていたと思いますが…

○梅本 8 ページですね。

○船津 恐らくは、市場区分による規律付けというもの、ある種の限定的な自己責任論に基づくものであると思っております、そこに詰め込まれたものについてはその市場に特徴的なリスクがあ

るのだよということだと思います。

ただ、そこに詰め込まれた中身が均質であれば、投資判断としては分かりやすいのですけれども、均質でないところが一番問題なのではないかということになると、やはりある程度の均質化というのがあった方がいいのではないかということです。

あと、市場を丸ごと買うということになると、上場されている限りは買わなければならないという、そういう人たちがいるので、やはりそれだけでは解決できない部分もあるのかなと、そういうふうには思っております。

○梅本 ありがとうございます。

#### 【上場子会社が維持可能な日本固有の事情】

○川口 今日のご報告には直接は関係ないかもしれない抽象的な質問で恐縮です。親子上場についてメリットとデメリットがあり、そしてその優劣が決定的でない、こういうことが、現状日本において親子上場が維持されている背景にあるかと思えます。

他方で海外において、一般論として子会社上場に否定的な立場が多いように思われます。例えばアメリカでは、明示的に子会社上場が禁止されているわけではないのですが、その数は非常に少数です。そこでは、スピノフをするときの臨時的なものにとどまっているようなことも言われているようです。

そう考えますと、子会社上場のメリットやデメリットというのは日本特有の議論なのでしょう。あるいは普遍的というか、外国でも妥当するものなのでしょう。もし妥当するとすれば、なぜ海外では子会社上場に否定的で、日本のみが維持されているということになるのでしょうか。

日本の親子上場というのは、子会社上場をする際に親会社の上場を要件にしていたという歴史的な事実が背景にあるのですが、日本と海外の違いに関して、これ以外に何か理由があるのでしょうか。このあたりを教えていただければ幸いです。

○船津 正直、海外でどういう実態があるのかということまではちょっと分からないところでは



あります。ただ、私自身思っているところですし、あと、東証の元社長の斉藤惇氏が——アスクルの社外取締役だったこともあって、かなりバイアスの入った意見かもしれませんが——おっしゃっていたのが、ポストが要るところがやはり大きいと。経営スタイルとして、自律的な組織を作るといえるときに、すぐに会社の形にするということがあり、それによって処遇として社長のポストというものができる。かつ、それが上流のよりよい天下り先として、子会社を上場するという実務が起こったというようなことをおっしゃっていて、かなりそれが大きな要素なのではないだろうかと考えるところではあります。

そうしたときに、少なくとも日本の中だけでも、そういう一国一城の主というような意識で、そこに気持ちとしてのプラスの要素が働くということである限りは、そういうものもあり得る話ですので、逆に言うと、そういう意識が変わらない限りは、やめなさいというのもなかなか難しい。実態としては難しいのだろうという気がしております。すみません、お答えになっておりませんが。

○川口 報告にないことを聞いて申し訳なかったのですが、例えば、子会社上場に対してかなり批判があるわけですね。この批判は日本も海外も同じかと思えます。しかし、市場からの圧力が海外と日本では違って、日本は緩いというようなことが日本で子会社上場が維持されている一つの理由としてあり得るのでしょうか。先ほどの高橋先生との議論でそういうことを思ったのですが、いかがでしょうか。

○船津 少数株主のフィデューシャリー・デューティーを入れるべきだということを議論されている方は、海外にはフィデューシャリー・デューティーがあるから、中途半端な状態にしていると責任追及されるから中途半端な状態がないのだと、そういう論調で語られることが多いわけです。

なので、実態がどういう規律なのか自体、私は支配株主のフィデューシャリー・デューティーというものをよく分かっていませんので何とも言え

ないのですが、仮にそのような圧力があるということであれば、そういう違いが恐らく出てくるのだろうと思います。

それに関連してですけれども、大阪大学の津野田一馬先生が独立人事論の当否について論じておられる中で、独立人事論というのは、子会社の少数株主の利益を保護するために独立役員とすべきだという議論のように見えるけれども、実は、そういう形で人事を独立させることによって規制のコストをぐんと上げるので、コストに見合わないから上場をやめようという、むしろそういうふうに関与させる機能を有するのだということをおっしゃっていて、全くそのとおりだと私自身は思っているところです。

そのようなご意見も考慮しますと、もしかしたら、規制によって発生する上場コストが低いということが、日本でなお子会社上場があるということの一つの説明になるのかなと思っています。ただ、だから支配株主のフィデューシャリー・デューティーだという論理関係には恐らくないのだろうというのも、また一つ思っているところです。

○川口 ありがとうございます。

#### 【少数株主を保護する役割を担う者の選任権者】

○前田 レジューメ 10 ページ下の方、「親会社から独立した立場の者への期待と限界」というところですが、船津先生は独立社外取締役にはさほど重きを置いておられないというようにお聞きしました。

確かに、改訂されたコーポレートガバナンス・コードの補充原則については、取締役の一定割合を独立社外取締役にすると、ご指摘のように平時に弊害が生じるということは分かるのですが、他方、独立社外取締役を含む特別委員会の設置は、ある程度有用な対応策になるようにも思うのです。

先生は委員の義務・責任が不明確だとおっしゃいましたけれども、もし独立運営を目指すのであれば、特別委員会の委員は、とにかく上場子会社の利益になるかどうかを独立運営の観点からチェ

ックすることが求められ、委員になったからには、上場子会社との間に委任契約があって、それに基づく善管注意義務を負うでしょうから、義務と責任もそう不明確なこともなく、この制度はそれなりに機能するようにも私は思ったのです。船津先生は、やはり独立社外取締役にはさほど期待できないとお考えでしょうか。

○船津 その点に関しては、その特別委員会の中が誰で構成されているのかというところがまず一つありまして、社外取締役とか、要するに取締役の肩書が付いている者であれば、それは支配株主が選ぶ者になります。他方で、先ほど言ったような支配株主からの独立性が求められている人が、支配株主との取引等のやりとりにおいて本当に独立なのかという点がある。そうすると、支配株主の選解任権から切り離された人になってくるのでなければいけない。あるいは、支配株主から一定の身分保障があるという人でなければならないということになるのではないかと。

そうすると、例えばスポットでの本当の第三者委員会というか、広い意味での社内でない人という意味で、取締役でもない人を呼んでくるということも、実は選解任から切り離すという観点からすると合理的ではないかと思うわけです。しかし、そうなってくると、その人を選ぶのは一体誰なのだという話になってくる。その人を選ぶのが経営者だったら、結局意味がないということになるわけで、要するに、どこまで行っても選解任権の呪縛からは逃れられないわけです。

したがって、最後、省略いたしましたレジュームの5のところになるわけですが、支配株主との取引で特に大きなものだと、最終的には子会社の重要な財産を譲渡するとか、非公開化するとか、そのような話になったときには、真に子会社の少数株主の利益を図ってくれるのは、やはり少数株主が選んだ人なのではないか。もっとも、そこまでまじめにやったら、先ほどの川口先生との議論ではないですけれども、かなり規制のコストが上がり、そこまでしてやりたくないという人たちが増えてきて、結局、上場子会社自体が廃れて

いくのかもしれませんが。

いずれにせよ、上場子会社を維持しつつ、独立取締役とか株主の選解任権を維持しつつそういうような運営をしていって利益相反を回避するということはかなり難しいのではないかと、そういう発想でした。したがって、特別委員会を作るのであれば、少数株主が選任した者が論理的には正しいのではないかと、そういう趣旨でございます。

○前田 ありがとうございます。

【運営の局面においてディスカウントを解消する方策の有無】

○片木 よく分からない立場から、初歩的などころで教えていただけたらと思います。

非常に簡単な発想でいくのですけれども、市場での株式が安くなっていて、これはだめだと思ったらさっさと売ればいだろうというのは、一つの市場の機能だろうと思うのです。普通の独立の会社の場合には、市場の機能というのは、まさに経営によって潜在的な能力が阻害されているといえますか、そういった場合においては、敵対的買収という手段によって経営が取得されるということによる規律といえますか、そういう可能性による規律というのが恐らく大きいだろうと思うのです。

親子会社において親会社、子会社のシナジーがうまく働いて、子会社にとっても有利な場合にはいいのでしょうかけれども、どちらかという子会社が親会社の都合だけで置かれていて、むしろ独立させておいた方がよっぽど子会社としての潜在価値は高められると思われるような場合においても、例えば子会社のキャッシュフローが魅力でそのまましておきたいとか、そういう支配的な要因が出てくる場合があると思うのです。

そういう場合に、敵対的買収に対応する手段といえますか規律というのが、何分親会社が完全に株を支配していますから働かないというところで、子会社の株価といえますか企業価値が抑圧されているときの救済として非常に弱いというのが、恐

らく上場子会社のガバナンスの一番大きな問題なのだろうというふうに素人的には見ておりました。

子会社の少数株主による株の売渡請求権という議論がしょっちゅうされてはいるのでしょうかけれども、これはそう簡単に実現しないだろうなと思うのです。今おっしゃっていただいたいろんな制度の中で、そこまで根本的な手段ではないけれども、何らかの意味でのそういう子会社の株価に対する規律の働きかけというのは何かあるのでしょうかというのが私の質問です。

○船津 それは現行制度としてという意味でしょうか。それともアイデアということでしょうか。

○片木 現行制度でなくてもということです。もちろん、一番根本的にはそういう売渡請求権になるのでしょうか。

○船津 そうですね、そこが恐らくはないですし、そこをどうするか……。どうしても株価評価との関係でいきますと、投資の段階でどういうリスクを織り込んでいたかということになっているので、そうだとすると、支配会社が現れたら搾取によって投資のリスクが変わる、それでいきなりがくんとディスカウントされてしまうということになりそうですので、そういう意味では、支配株主に全部買付義務を一旦負わせておいたら、その段階で適正な価格を与えて退出させるということは恐らく可能なのだろうとは思いますが。

例えば、あくまで思いつきのレベルですけれども、上場廃止要件として全部買付けのオファーをせずに支配権を取得した場合というようなものを組み込めば、取引所で完結できる制度として設計できなくはないのかなと思いました。

○片木 いわゆる注意義務とかそういったものは、個別の取引の公平性を見るのには一つの手段にはなるのでしょうかけれども、今言ったような意味での企業全体としての価値が抑圧されているということについては、やはり救済手段は少ないという理解でよろしいのでしょうかね。

○船津 そうですね、やはり市場のディスカウントですから、価格で解決するほかないのかなという気は何となくしております。

○片木 ありがとうございます。

【あるべき親子会社の姿の決めることの意味とその決定主体】

○伊藤 レジュメ 8 ページから 9 ページにかけて検討されています、「保護の内容はどのようなもので、それは誰が決めるべきか」という問題についての質問です。

ご報告を聞いて思いましたのが、一方で、企業グループにどういうふうな親子の距離感を求めるかということは、別に近時の取引所の役割の拡大を是とすることを前提にしくなくても、そもそも最初から取引所の事業戦略の問題なのではないかということです。

どのような上場商品を用意するかは取引所が決めることのはずですので、それを徹底させますと、レジュメに書いてあるような、各企業グループが自律的に決めることが望ましいといった反論も、原理的にはできないことになりそうなのですね。各企業グループに自律的に決めさせるかどうか自体が、取引所によるポリシー選択の問題だと言えるでしょうから。

ただ、昨今の親子上場を巡る議論というのは、取引所のルールがただの取引所のルールではなくて、会社法秩序の一翼を担うべきだという認識に基づくのかなというふうにも感じます。もしそういう認識に基づいて議論をするのであれば、やはり会社法秩序の問題として、あるべき親子の距離感を、何か特定の狭いイメージに限定すべきなのかという形で、同様のことが問題になるかなとは思いますが。

そのような問題設定に立つ場合、私個人は、親子の距離感は、やはり基本的には各企業グループが自律的に決めるのが望ましいのではないかなと、ずっと思っているのですね。

こういう観点からしますと、3の(3)のご報告内容の一部については、なお十分ではないように思うところがあるのです。例えば、個別の銘柄ごとの親子間の関係性を探ることの調査コストがすごくかかるというお話ですが、そうは言いまし

ても、会社の事業内容についての調査コストがかかるのだから、あるべき事業内容を設定せよとか、そういう議論がされることはありません。そうしますと、どうして親子間の距離感については、あるべき距離感を設定せよといった議論をしなければならないのかということ、もう一段考える必要はあるかなと思います。

あるいは、あるべき親子関係を合意できるのかという点。特に敵対的買収で無理やり親会社になってしまったらどうするのだというお話があったのですが、私、究極的には合意をする必要はないのではないかと思います。資本多数決の原理からすると、親子関係を決めるのは根本的には親会社のはずで、私はそれでよいのではないかも感じているところです。

○船津 伊藤先生にご指摘いただいた市場運営者としての戦略というもので割り切るべきなのか、そうではなくて、会社法秩序の一部を形成する主体として振る舞うべきだと考えるのかというところは、私自身悩んでいるところがあります。

しかも、現在の議論だと、上場子会社の議論をしたら、すぐに支配株主の忠実義務の話が出てきます。このあたりが、まさに取引所の設定するルールは会社法秩序を形成するのだという認識だと思うのですが、私は、それは少なくともこのレベルではまだそうではないのではないかと思います。ですので、伊藤先生がおっしゃったように、まさに個別の戦略でよいのではないかということで、今回の報告はそういう方針で申し上げました。

では、そのあたりの切り分けはどう線を引くのかというあたりがなかなか難しいわけですが、結局、国の政策として会社法秩序を決めるのはどこだと設定しているか、という、そういう主体の問題ということになるのかなと思います。これまでのところは、会社法的規律は会社法で決めるのだ、立法を通すのだということだったわけですが、それが揺らいできているわけです。

ただ、私はどちらかという古い頭なので、やっぱり基本的には会社法秩序は立法によって形成

されるべきではないかと思っています。会社法の対象となる経済領域からすれば、上場会社というのはかなり小さくて、さらにその子会社上場というのはもっと小さいという、そのごくごく部分的な領域の秩序を規律することを会社法の立法の一部だと理解して、取引所を縛る必要はないのではないかと考えています。

あと、個別銘柄の調査コストがかかることをなぜ気にしなければいけないのかということに関しては、最初の高橋先生のご議論が恐らく根本なのではないかなと私は思っていて、どういう事業をやるかということは、化学なら化学、小売なら小売で、何となく海外投資家も理解ができる。しかしながら、川口先生のお話にもなりますけれども、上場子会社というのは特有であるとしたときに、一体その指揮命令系統はどういう形になっているのかというところが海外の投資家にとってはかなり怪しい。だからちゃんと調べたい、でも調べられない、だからやめておこうかという議論につながっているのではないかという気がしています。

したがって、高橋先生と伊藤先生のご質問をお受けして、そのあたりが結構今回の議論のコアになっているのではないかなという気がしてきました。

○伊藤 どうもありがとうございます。

○前田 取引所に会社法秩序維持の一翼を担わせるかどうかといった議論がありましたけれども、金融商品取引所は、投資者保護を目的とする、金融商品取引法に基づく自主規制機関ですから、その自主規制は、投資者保護に資するものである必要はあると思うのです。単なる感想ですが、投資者保護の観点から、何らかの制約はあるのかなというように思いました。

【子会社少数株主保護において子会社社外取締役が果たする役割とその限界】

○黒沼 2点のコメントと1点の質問をさせていただきます。

まず、親子上場の問題と支配的株主がいる従属

上場会社の問題は、分けて議論をする方がいいのではないかと感じました。というのは、アメリカでは、親子上場はないですけれども、支配株主のいる上場会社が最近が増えてきていて、そういった会社での社外取締役の在り方についても若干議論があるようです。これは感想です。

第2に、今日は独立人事論との関係はあまり詳しく議論されなかったのですが、もしそういうことが今一番の問題であるとするれば、そのときには、子会社の経営陣の選解任の問題と、監督に当たるような取締役の選解任の問題とは、やっぱり分けて議論する必要があるのではないかと感じています。

第3点目は質問ですが、そういうふうに議論を分けていった場合に、支配株主あるいは支配的な株主がいる従属上場会社の社外取締役の選任について、いわゆる少数株主の過半数の賛成を要件とするというアイデアが出ているのですけれども、船津先生はそういう論点についてどうお考えか、ご意見をお聞かせいただければと思います。

○船津 前回報告のときに少し申し上げたのですが、子会社少数株主の保護というのは、基本的には監査・監督の問題なのではないかという気がしています。そういう観点からすると、むしろ監査役の方がよいのではないかという趣旨でご報告をしました。それは基本的には変わっておりません。

要するに、上場子会社であろうと、独立社外取締役に何を期待するのかというところが一番の問題でして、経営戦略まで含めてその会社としてきちんと運営ができていくのかという意味での監督をする機能を担う人は、やはり株主全体の利益を考える人であるべきではないかという、そういう考え方をしております。

他方で、少数株主の保護については、こういう言い方をすると非常に古い形になるかもしれませんが、やはり検査役的な位置付けの人を作らない限りはなかなか難しいのではないかと。したがって、マジョリティー・オブ・マイノリティーとか、少数株主が選任をするというのはいいのだけれど

も、それが取締役であるということにはかなり抵抗がある。まさに少数株主保護のためだけを任務としている人を少数株主が選任するというのが理想なのではないかというのが、私の今のところの意見です。

○黒沼 最後の点について自分の意見を述べさせていただくと、これは企業グループの価値全体を増進させるのがいいのか、上場子会社である以上、子会社の企業価値を増進させるのがいいのかという問題とも関係するのですけれども、子会社の少数株主が送り込む代表というのは、別に子会社少数株主の利益を保護することだけが目的ではなくて、子会社少数株主の利益と企業価値とが比例している限りは、企業価値の向上を目的として行動することになるのではないかと個人的には思っています。

○船津 今の点に関しては、どういう局面を想定しているかということになるのかなと思いました。レジユメの最後に書きましたけれども、会社の命運を決するようなタイミングで、独立社外取締役がいるからその人たちが決めればオーケーだということになるのを私は恐れていまして、その場合は、もはや、もしかしたらレブロン義務とかそういうものを観念した方がいいのかもしれないけれども、そういう極めて重要な利害対立の局面においては、やはり完全に独立した人がいいのではないかという趣旨でして、恐らく黒沼先生とは若干想定している局面が違うような気はしました。

○黒沼 分かりました。ありがとうございました。

○前田 先ほど特別委員会についてのお話の中にもありましたように、船津先生のお言葉を借りれば、選解任権の呪縛があるのですね。いかに独立した者を入れよと言っても、支配株主たる親会社が選解任できる以上、独立性を高めてみたところであまり意味がないという問題がある。

ただ、それを言い出しますと、親子関係を離れた一般の会社でも、社外取締役の役割に今期待が集まっていますけれども、社外取締役だって、い

かに社外性とか独立性を高めるよう工夫をしてみましたところで、結局、指名委員会等設置会社でない限りは、株主総会に提出する候補者の議案は取締役会で作るわけであって、やはり現実には、現経営陣が実質的に選解任の権限を握っているのに近いこととなります。選解任権の呪縛の問題は、親子関係を離れた一般の社外取締役制度の根幹にも関わる問題なのでしょうね。

船津先生、本日は大変有益なご報告をいただきまして、どうもありがとうございました。

これで閉会とさせていただきます。

## 上場子会社に対する規律の現状と制度改革に向けた着眼点

同志社大学 軟津浩司

### はじめに

本研究会 2019年11月22日報告「有価証券上場規程の具体的検討（6）～子会社上場審査と上場子会社管理～」(以下「前報告」という)＝子会社を上場する際にどのような点がポイントとなるのか、および、上場会社が別の会社の子会社である場合の子会社および親会社の体面に関する規律内容について、金融商品取引所が定める有価証券上場規程を中心に概観

今回＝前報告以降の動向を踏まえつつ、より根本的な検討を行う上での着眼点を報告者なりに整理

### I. これまでの議論の簡単な整理

#### 1. 江頭憲治郎の分析枠組み

江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』（有斐閣、1995年）……会社間の支配・従属関係を、形成・運営・運営・解消を総合的に捉える

#### (1)運営の局面

- ・ 日常取引
- ・ 事業分野の調整等
- ……ここでの従属会社少数株主の不利は、いわゆる間接損害を想定

#### (2)形成の局面

形成の局面＝従属会社において少数株主と支配会社との両方の株主が併存することになるプロセス

- ・ 完全子会社の株式上場 ← それ自体、従属会社少数株主に不利益が生じる局面として捉えているわけではない。むしろ運営の局面での不利益の予防。
- ・ 第三者割当増資による支配会社の登場
- ・ 支配会社となる会社による従属会社の株式取得

### (3)解消の局面

解消の局面＝支配会社の支配権放棄 or 従属会社少数株主が存在しなくなるプロセス

- ・ 支配会社による従属会社株式の売却等による従属会社の完全独立
- ・ 従属会社からの少数株主の縮出し ← もっぱら合併の議論。また、縮出しの適法性に関する議論も展開。「株式公開等により少数株主に期待を持たせておいてしかもその長期的投資の期待を奪う、支配会社の禁反言または信義則違反の行為である可能性が高い」との認識。

### 2. 宮島＝新田＝矢野の実証研究

宮島英昭＝新田敬祐＝矢野善一「親子上場の経済分析」宮島英昭編著『日本の企業統治』（東洋経済新報社、2011年）289-337頁

- ① 子会社の新規上場時における投資家の権取懸念からくるアンダープライシングの有無……独立した会社よりも子会社上場の場合の方が、初期収益率が有意に低い
  - ② 成熟上場子会社におけるパフォーマンスの、独立した類似企業と比較した優劣……親会社による子会社の権取がこれまで市場で強く懸念されたこととはなく、権取があったとしても会計情報に現れるほどの規模ではない
  - ③ 劣悪な子会社の上場や第三者割当てを用いた親会社による権取的取引（トンネリング）の事例の多寡……トンネリングに該当する事例はごく僅かであり、その危険性が深刻であるという証拠はない
- もつとも、近時の傾向として、新興企業グループによる親子上場が増加していることなどに対応すべく、制度の再設計として、情報開示を含む事前手続の導入と、事後的な利益相反の内容を審査する制度の導入を提言

### II. 近時の議論の（再）隆盛の背景

#### 1. グループ経営という親会社への圧力

CGS研究会（第2期）報告書（2019年6月28日）  
グループガバナンスへの関心の高まり（←平成26年会社法改正およびその際の議論）  
→親会社による子会社への介入

→少数株主が害される危険性の増大？

……完全子会社と上場子会社とを切り分けて検討  
上場子会社については、親会社からも独立した人物としての独立社外取締役を1/3や過半数までに増やし、あるいはそのような独立社外取締役（または独立社外監査役）を中心とした委員会等重要な利益相反取引の審議・検討を行う仕組みを導入する提言

……従属上場会社における少数株主保護の在り方に関する研究会「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」(2020年9月1日)においても踏襲

2. 前回報告時点における状況

(1)子会上場審査

親会社から独立した会社として運営しているかに主眼  
 上場審査ガイドラインⅡ3(3)・Ⅲ3(3)・Ⅳ3(3)。  
 a. 新規上場申請者の企業グループの事業内容と親会社等の企業グループの事業内容の関連性、親会社等の企業グループからの事業調整の状況及びその可能性その他の事項を踏まえ、事実上、当該親会社等の事業部門と認められる状況にないこと。  
 b. 新規上場申請者の企業グループ又は親会社等の企業グループが、通常の取引の条件(例えば市場の実勢価格をいう。以下同じ。)と著しく異なる条件での取引等、当該親会社等又は当該新規上場申請者の企業グループの不利益となる取引行為を強制又は誘引していないこと。  
 c. 新規上場申請者の企業グループの出向者の受入れ状況が、親会社等に過度に依存しておらず、継続的な経営活動を阻害するものでないことと認められること。「親会社等の一事業部門と認められる状況か否か」……申請者会社「自らの意思決定」を行い、「親会社等からの指示」を排除し、「独自の開発力等」や「営業活動」を自ら行うなどの事業運営能力が有していること。

a. 親子会社間での対立が先鋭化したこと←これまでの親子協働関係の前提からの脱却の必要性  
 b. 子会社の独立取締役を親会社が事実上の解任したこと  
 c. 親子会社関係の根幹に関わる取り決めが明らかとされていないこと  
 これらの問題の一部(特にa)については、2020年以降の上場制度の改正(Ⅲ3(1)参照)で一定の対応……なお、未対応・要検討の問題も

Ⅲ. 上場制度の現状

1. 東京証券取引所の基本スタンス  
 東京証券取引所「親会社を有する会社の上場に対する当取引所の考え方について」(2007年6月25日)  
 「子会上場は、その国民経済上の意義及び投資者に多様な投資物件を提供するという証券取引所に期待される役割に照らして、一律的に禁止するのは適当ではない反面、投資者をはじめ多くの市場関係者にとっては必ずしも望ましい資本政策とは言い切れない」

2. 親子間対立が鮮明となった事例

|            |                                                                                                        |
|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2012年5月20日 | ヤフー(現・Zホールディングス)対アスクルのLOHACO(ロハコ)事業をめぐる攻防業務・資本提携契約に基づき、ヤフーがアスクルの第三者割当増資を引き受け、42.60%を保有する筆頭株主に。         |
| 2015年8月27日 | アスクルによる自己株式買付けにより、ヤフーの採用する国際会計基準上アスクルがヤフーの子会社(連結対象)に                                                   |
| 2019年1月15日 | ヤフー、アスクルに対しロハコ事業の譲渡を申し入れ                                                                               |
| 2019年2月26日 | アスクル、独立役員会の見解を踏まえて取締役会でロハコ事業の譲渡しない旨を決定し、同日ヤフーに回答                                                       |
| 2019年6月27日 | ヤフー、業績低迷を理由にアスクルのA社長の交代を要求                                                                             |
| 2019年7月12日 | アスクル、業務提携の解消を申し入れ。ヤフー、同日拒否。                                                                            |
| 2019年7月17日 | アスクル、両社間の資本・業務提携契約中に、独立性尊重条項、および、一定の要件を満たす場合アスクルに売渡請求権が発生する旨の条項が盛り込まれていること、および、この売渡請求権の行使を検討していることを公表。 |
| 2019年7月24日 | ヤフー、アスクルの定時株主総会のA社長および独立社外取締役3名の取締役の再任議案に反対の議決権行使をした旨を発表                                               |
| 2019年8月1日  | アスクル、売渡請求権行使の審議を行う取締役会開催を延期                                                                            |
| 2019年8月2日  | アスクル定時株主総会開催。A社長および同社独立社外取締役3名の取締役再任議案を否決                                                              |



・ 「支配株主等に関する事項」：a.親会社等の企業グループにおける上場子会社の位置付けについて、親会社等やそのグループ企業との取引関係や人的関係、資本関係などの面から記載→b.親会社等の企業グループに属することによる事業上の制約、リスク及びメリット、また、上場会社が、親会社等やそのグループ企業との取引関係や人的関係、資本関係などの面から受ける経営・事業活動への影響等について記載→c.bに記載した親会社等の企業グループに属することによる事業上の制約、親会社等やそのグループ企業との取引関係や人的関係、資本関係などの面から受ける経営・事業活動への影響等がある中における、親会社等からの一定の独立性の確保に関する考え方やそのための施策について記載→d.a~cを踏まえて、親会社等からの一定の独立性の確保の状況について、理由を含めて記載

**b.企業行動規範（支配株主との取引の意見聴取義務。規程 441 条の 2）**

「支配株主との重要な取引等に係る遵守事項」：トリガーイベントに該当する場合は、当該「事項の決定が当該上場子会社の少数株主にとって不利益なものでないことに関するし、当該支配株主との間に利害関係を有しない者による意見の入手を行う」

- ・ トリガーイベント＝第三者割当や合併など、基本的には軽微基準までを含めた適時開示の水準
- ・ 意見の入手＝例えば、買収防衛策導入会社の実務において実施されている特別委員会に相当するよう な第三者委員会や、支配株主と利害関係のない社外取締役又は社外監査役など」による、「例えば、取引等の目的、交渉過程の手続き（合併比率等に係る算定機関選定の経緯、決定プロセスにおける社外取締役又は社外監査役の関与など）、対価の公正性、上場子会社の企業価値向上などの観点から総合的に検討を行ったうえで、当該決定が少数株主にとって不利益なものでないことについて言及したもの」を想定

**3. 2020 年以降の制度改正**

**(1)2020 年の上場規則等の改正**

「上場子会社のガバナンスの向上等に関する上場制度の整備に係る有価証券上場規程等の一部改正」（2020 年 2 月 7 日施行）**資料 1**：「上場子会社における独立した意思決定を確保し、少数株主の利益を保護するために、独立役員の実効性を確保する」とともに、上場子会社を有する場合におけるグループ経営の考え方や方針を踏まえた上場子会社を有する意義及び上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策の開示の充実を図るもの」

**a.親会社＝上場子会社関係の開示**

親会社側：施行規則 415 条 1 項 1 号に定められた「上場子会社に関する基本情報」を説明するカッコ書きの中に、「上場子会社を有する場合は、グループ経営に関する考え方や方針を踏まえた上場子会社を有する意義及び上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策」を特記……「グループ経営に関する考え方や方針を記載するとともに、それらを踏まえた上場子会社を有する意義及び上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策を記載してください」（CG 報告書の「1 基本情報」→「5. その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与える特別な事情」の記載上の注意）

- ・ 「上場子会社を有する意義」＝「グループとしての企業価値の最大化の観点を踏まえて記載」する
- ・ 「上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策」＝「上場子会社におけるガバナンス体制の構築及び運用に対する親会社としての関与の方針並びに少数株主保護の観点から必要な上場子会社における独立性確保のための方策等を記載」する

上場子会社側：「1 基本情報」→「5. その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与える特別な事情」の記載上の注意

(旧)「当該会社が、①親会社を有している場合には当該親会社からの独立性確保に関する考え方や施策等について……記載することが望まれます」

⇒(新)「親会社（非上場会社を含みます。）を有する場合には、少数株主保護の観点から必要な当該親会社からの独立性確保に関する考え方や施策等について記載してください」

親会社・上場子会社とも：親会社＝上場子会社間で、グループ経営に関する考え方や方針等に関連した契約の「内容を併せて記載することが望まれます」

**b.独立役員の実効性確保の強化**

有価証券上場規程 436 条の 2 の「独立役員」1 名以上確保義務→独立役員の実効性の判断基準を定める上場管理ガイドライン III 5 が改正……独立役員として就任する以前の 10 年以内に当該親会社・兄弟会社の業務執行者であった者は独立性なし

**(2)2021 年 CG コードの改訂**

「コーポレートガバナンス・コードの一部改訂に係る有価証券上場規程等の一部改正」（2021 年 6 月 11 日施行）**資料 2**

(旧) 企業グループの拠点はあまり表に出ていなかった

- (新) 企業グループや親子会社関係への一定の言及
- ・ 第4章 取締役会等の責務の基本原則4に付された「考え方」の欄に、「そして、支配株主は、会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならないのであって、支配株主を有する上場会社には、少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制の整備が求められる。」との記述を付加
  - ・ 補充原則4③(コンプライアンス・内部統制・リスク管理体制)において、「グループ全体を含めた」これらの体制構築が取締役会の職責として明記
  - ・ 補充原則4⑧において、「支配株主を有する上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも3分の1以上(プライム市場上場会社においては過半数) 選任するか、または支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者が構成された特別委員会を設置すべきである。」との規定を追加

4. 上場子会社の現状

- 2022年7月14日時点の上場子会社(親会社を有する上場会社)の数は3770中319社
- ・ プライム109社・スタンダード175社・グロース35社
  - ・ 親会社も上場している会社(いわゆる親子上場)は258社
  - ・ 業種は、情報通信60、小売46、サービス38、卸売19、不動産19、建設18、電気機器17、化学15、機械12、食料品12、輸送用機器11、など。
  - ・ 創業家の資産管理会社等も20社前後含まれている点に注意
  - ・ 会社のHPの沿革欄の記述等に拠る限りにおいて、上場・店頭登録後に現在の親会社が登場した会社は、報告者が確認できる範囲でも137社に上る……オーナー系企業を除けば半数近くが純然たる「子会社上場」とはいえない
- ※2014年7月14日時点での上場子会社は3414社中389社(親子上場は325社)

IV. 規律のあり方に関する着眼点(試論)

1. 「上場」子会社固有の要素
- ① 少数株主には市場における売却機会が存在
  - ② 株式の売買が容易であることから、敵対的買収を含めて「親会社」が変化しやすい
  - ③ 株価という形で市場の評価にさらされている
2. 規律の要否
- ① の要素から、少数株主保護の要否というそもそもその問題に対する考え方が分かれる

(1) いわゆる自己責任論と開示の充実

親会社による上場子会社の株取といった信頼の裏切り行為の可能性までを考慮に入れた適正な値付け(ディスカウント)を行うはずである(③の要素)

- ・ 適正な値付けにより購入した投資家には何らの損失も生じない
- ・ 親会社による株取しないことを信頼して適正な値付けよりも高い値段で購入した投資家がいたとすれば、その者は株価の割高・割安の相場感を誤って投資判断しただけ→それによって被った損失は自己責任として当該投資家が負担して然るべき

自己責任を問う前提となる価格付けが適正となる基礎となる情報開示の充実が主張されることも

(2) 投資後の支配株主の登場への対応の要否

子会社上場が盛んだった1990年代においては自己責任論がかなり有力に根付いていた可能性(→「子会社」の「上場」が多かった)

→しかし、「子会社」の株式ではないと思って購入した投資家には妥当しない

※おおよそ「上場会社」である以上、子会社化の危険も織り込むべし?

→事後的な支配関係の変化の危険(②の要素)に対して保護を与えた方が良い可能性

対応策

- a. 買取による上場子会社化を認めない=買取時の全部買付義務の導入
- b. 買取による上場子会社化は認めつつ、子会社化後に新たに親会社となった会社による株取を禁止する=第三者割当てによる支配権異動後の支配株主との取引報告制度類似の規制の導入

※aのように運営の局面の保護を念頭に置いて、形成・解消の規律を整備することも考慮に値する

(3) “投資は自己責任”論の限界

「投資は自己責任」⇔「嫌なら買わない」「嫌になったら売れ」

嫌でも買わなければならない、嫌でも売れない投資家・投資家・投資スタイルの存在

※JPX日経インデックス400銘柄のうち、親会社が存在している会社は40(?)社

3. 保護の内容はどのようなもので、それは誰が決めるべきか

(1) 投資家の期待は「独立運営」一択か?

「投資家の期待」を保護するという基本方針に立った場合の投資家の期待の内容とは?

- ・ 独立運営への期待＝あたかも独立した会社であるかのように振る舞う→買収による子会社化や“子会社上場”時の審査項目
- ・ 親会社によるペアラテンディングへの期待＝上場子会社は、より人的資源や資金等の豊富な親会社が指導・助言等を行うことにより、独立した会社以上のパフォーマンスを上げられるはず→近時のグループ経営、子会社管理義務論の隆盛（ある1つの局面において）両者を同時に保護することはできないと考えられる

**(2)取引所による規律の許容性**

両者がいずれも有カリー法的レベルで決め打ちできない問題ではない＝ポリシーの問題そのポリシー選択を取引所が行うことも許される（ただし、近時の取引所の役割の拡大を是とすることが前提）

**(3)「各企業グループが設定できる」とすることではだめか**

親子の距離感とは各企業グループが自律的に決めるのが望ましいのであり、取引所が全ての企業グループに当てはまるような「あるべき親子会社関係」を設定すべきではない（各当事者グループ自身が定義した「あるべき親子会社関係」を公表する形でリスクを開示すれば足りる）という批判

- ・ 個別の銘柄（上場子会社のみならず、上場親会社も含む）ごとに親子間の「関係性」を探ることの調査コスト
- ・ 「あるべき親子関係」を合意できるのか（例：敵対的買収による親子関係の形成）
- ・ 合意プロセスの問題（合意時に親会社が圧力をかけている可能性）→最低限、合意プロセスの「あるべき姿」の設定は必要

**(4)現行制度の取引所の立場はどのようなものか**

現行制度から読み取れる取引所の態度  
「あるべき親子関係」の内容を表明していないor表明していても誤解が生じうる内容

- ・ 上場審査と上場管理の非対称……上場してしまえば後は独立性を気にしなくていい？
- ・ 親会社側の開示にかかる「上場子会社を有する意義」に関する記載として、「グループとしての企業価値の最大化」への言及……上場子会社もグループの一員として親会社グループの企業価値最大化に貢献すべき？
- ・ グループ経営に影響を及ぼす重要な契約の「開示」を求めるのみの状況……親子の距離感とは当事者間で決めてこれを開示しさえすればどのようなようでも定められる？

いずれにせよ、取引所がポリシーを決める立場に立つのかどうか、立つのであれば、より具体的な内容に踏み込んで親子会社関係の明確化をする必要があるのではないかと「従属上場会社における少数株主保護の在り方に関する研究会」がまさにそのような位置付け？

**4. 想定される落とし所とその際の検討の視点**

ここでは、規範的なあるべき論というよりも、むしろ、現行制度の延長線を辿るとどのような現実的な落とし所になりそうかという観点からの分析

**(1)運営の局面の規律の難しさ**

運営の局面への原則不関与……少なくとも取引所の規律戦略としてはありえてよい

- ・ 取引所自らが日々審査に乗り出すことの規律のコスト
- ・ 親子どちらからか（あるいは両方）への規律の上乗せも、コスト倒れで子会社少数株主の利益に合わない可能性
- ・ 日常取引に関して生じる会社への加害は、一般的な仕組みで解決すべき問題という見方でも不可能ではない

※日常取引により子会社少数株主が害されるとすれば、そのような日常取引の前提となる枠組みの設定に親会社の不当な関与がある可能性……例えばCMSなど、日常取引の枠組みを設定する重要な契約についても、何らかの形で事前のチェック機能を働かせることを検討する余地はある

**(2)重大イベントについての事前規制の合理性**

親会社と関係した重大イベントの事前規制（意見入手義務）……株式の流通という観点からは、会社法の一般的救済手段の発動間値への到達を待たずに、予防的規制を行うことにも合理性

**(3)事前規制の態様**

事前の仕組みとしてどのようなものがあるか

- ・ 内容規制（例：第三者割当てにおける日証協指針）
- ・ 手続規制……こちらが現実的か←客観的な指標（株価）を参照可能な縮出し取引であったとしても、裁判所ですら価格の内容に踏み込まずに決定プロセスに着目する規律方針

**(4)親会社から独立した立場の者への期待と限界**

・ 親会社からも独立した取締役が3分の1or過半数 ←「平時」の弊害

JPX 金融商品取引法研究会報告資料

上場子会社のガバナンスの向上等に関する上場制度の整備に係る  
有価証券上場規程等の一部改正新旧対照表

- ・ 独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会の設置 ←委員  
の役割（義務・責任）の不明確さ

5. 改めて、子会社上場制度存続の可否

いつでも子会社の命運を決することができるという最強オプションに真に対応しようとした場合のコストは、相当大きいのではないかと

以上

目 次

|                              |    |       |
|------------------------------|----|-------|
| 1. 有価証券上場規程の一部改正新旧対照表        | 1  | (ページ) |
| 2. 有価証券上場規程施行規則の一部改正新旧対照表    | 7  |       |
| 3. 上場審査等に関するガイドラインの一部改正新旧対照表 | 19 |       |
| 4. 上場管理等に関するガイドラインの一部改正新旧対照表 | 21 |       |

| 新                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 旧                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>目次</p> <p>第1編 (略)</p> <p>第2編 株券等</p> <p>第1章・第2章 (略)</p> <p>第3章 新株券等の上場及び市場区分の変更等</p> <p>第1節～第4節 (略)</p> <p>第4節の2 指定替え、市場変更等の特例 (第315条の8)</p> <p>第5節・第6節 (略)</p> <p>第4章～第7章 (略)</p> <p>第3編～第7編 (略)</p> <p>(一部指定の形式要件)</p> <p>第308条 市場第二部銘柄である上場株券等の市場第一部銘柄への指定に係る次条に定める審査は、次の各号に適合するものを対象として行うものとする。この場合における当該各号の取扱いは施行規則で定める。</p> <p>(1)～(6) (略)</p> <p>(7) 虚偽記載又は不適正意見等</p> <p>a 上場会社が、最近2年間に終了する各事業年度若しくは各連結会計年度の財務諸表等又は各事業年度における四半期連結会計期間の四半期連結会計期間における四半期財務諸表等が記載又は参照される有価証券報告書等に虚偽記載を行っていないこと。</p> <p>b 上場会社の最近2年間に終了する各事業年度及び各連結会計年度の財務諸表等に添付される監査報告書並びに各事業年度における四半期連結会計期間の四半期財務諸表等に添付される四半期レビュー報告書において、公認会計士又は監査法人の「無限定適正意見」若しくは「除外事項を付した限定付適正意見」又は「無限定の結論」(特許)が記載されている旨の意見(を含む。)が記載されていること。ただし、施行規則で定める場合は、この限りでない。</p> | <p>目次</p> <p>第1編 (略)</p> <p>第2編 株券等</p> <p>第1章・第2章 (略)</p> <p>第3章 新株券等の上場及び市場区分の変更等</p> <p>第1節～第4節 (略)</p> <p>第4節の2 指定替え、市場変更等の特例 (第315条の8)</p> <p>第5節・第6節 (略)</p> <p>第4章～第7章 (略)</p> <p>第3編～第7編 (略)</p> <p>(一部指定の形式要件)</p> <p>第308条 市場第二部銘柄である上場株券等の市場第一部銘柄への指定に係る次条に定める審査は、次の各号に適合するものを対象として行うものとする。この場合における当該各号の取扱いは施行規則で定める。</p> <p>(1)～(6) (略)</p> <p>(7) 虚偽記載又は不適正意見等</p> <p>a 上場会社が、最近5年間に終了する各事業年度若しくは各連結会計年度の財務諸表等又は各事業年度における四半期連結会計期間の四半期連結会計期間における四半期財務諸表等が記載又は参照される有価証券報告書等に虚偽記載を行っていないこと。</p> <p>b 上場会社の最近5年間に終了する各事業年度及び各連結会計年度の財務諸表等に添付される監査報告書並びに各事業年度における四半期連結会計期間の四半期財務諸表等に添付される四半期レビュー報告書において、公認会計士又は監査法人の「無限定適正意見」若しくは「除外事項を付した限定付適正意見」又は「無限定の結論」(特許)が記載されている旨の意見(を含む。)が記載されていること。ただし、施行規則で定める場合は、この限りでない。</p>                                                                                                                               |
| <p>第1編 (略)</p> <p>第2編 株券等</p> <p>第1章・第2章 (略)</p> <p>第3章 新株券等の上場及び市場区分の変更等</p> <p>第1節～第4節 (略)</p> <p>第4節の2 指定替え、市場変更等の特例 (第315条の8)</p> <p>第5節・第6節 (略)</p> <p>第4章～第7章 (略)</p> <p>第3編～第7編 (略)</p> <p>(一部指定の形式要件)</p> <p>第308条 市場第二部銘柄である上場株券等の市場第一部銘柄への指定に係る次条に定める審査は、次の各号に適合するものを対象として行うものとする。この場合における当該各号の取扱いは施行規則で定める。</p> <p>(1)～(6) (略)</p> <p>(7) 虚偽記載又は不適正意見等</p> <p>a 上場会社が、最近5年間に終了する各事業年度若しくは各連結会計年度の財務諸表等又は各事業年度における四半期連結会計期間の四半期連結会計期間における四半期財務諸表等が記載又は参照される有価証券報告書等に虚偽記載を行っていないこと。</p> <p>b 上場会社の最近5年間に終了する各事業年度及び各連結会計年度の財務諸表等に添付される監査報告書並びに各事業年度における四半期連結会計期間の四半期財務諸表等に添付される四半期レビュー報告書において、公認会計士又は監査法人の「無限定適正意見」若しくは「除外事項を付した限定付適正意見」又は「無限定の結論」(特許)が記載されている旨の意見(を含む。)が記載されていること。ただし、施行規則で定める場合は、この限りでない。</p>           | <p>bの2 最近1年間に終了する事業年度及び連結会計年度の財務諸表等に添付される監査報告書並びに最近1年間に終了する事業年度における四半期連結会計期間及び各連結会計期間における四半期連結会計期間の四半期財務諸表等に添付される四半期レビュー報告書において、公認会計士等の「無限定適正意見」又は「無限定の結論」(特許)が記載されている旨の意見(を含む。)が記載されていること。ただし、施行規則で定める場合は、この限りでない。</p> <p>c (略)</p> <p>(8) (略)</p> <p>第4節の2 指定替え、市場変更等の特例 (指定替え、市場変更等の特例)</p> <p>第315条の8 一部指定等の申請 (第307条第1項、第312条第1項、第313条の5第1項又は第315条の2第1項に規定する申請をいう。以下この条において同じ。)に基づき当該一部指定等の承認を受けた上場会社が、当該一部指定等の申請に係る宣誓書(第307条第2項、第312条第3項、第313条の2第3項、第313条の5第3項又は第315条の2第3項又は第315条の2第3項の規定により提出した宣誓書をいう。以下この条において同じ。)において宣誓した事項について違反を行ったときは、当取引所は、当該宣誓書の提出時点で当該上場会社が上場している市場区分への内訳区分の変更を行う。</p> <p>(1) 特設注意市場銘柄の指定</p> <p>当取引所が、当該違反に起因して、当該上場会社が発行主である上場株券等を、第501条第1項各号の規定により特設注意市場銘柄に指定する場合は、</p> <p>(2) 改善報告書の提出</p> <p>当取引所が、当該違反に起因して、当該上場会社に対して、第502条第1項各号の規定により改善報告書の提出を求める場合(施行規則で定める場合を除く。)</p> <p>2 前項による指定替え、市場の変更又は内訳区分の変更の時期及びその取扱いは、施行規則</p> |

| 新                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 旧                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>目次</p> <p>第1編 (略)</p> <p>第2編 株券等</p> <p>第1章・第2章 (略)</p> <p>第3章 新株券等の上場及び市場区分の変更等</p> <p>第1節～第4節 (略)</p> <p>第4節の2 指定替え、市場変更等の特例 (第315条の8)</p> <p>第5節・第6節 (略)</p> <p>第4章～第7章 (略)</p> <p>第3編～第7編 (略)</p> <p>(一部指定の形式要件)</p> <p>第308条 市場第二部銘柄である上場株券等の市場第一部銘柄への指定に係る次条に定める審査は、次の各号に適合するものを対象として行うものとする。この場合における当該各号の取扱いは施行規則で定める。</p> <p>(1)～(6) (略)</p> <p>(7) 虚偽記載又は不適正意見等</p> <p>a 上場会社が、最近2年間に終了する各事業年度若しくは各連結会計年度の財務諸表等又は各事業年度における四半期連結会計期間の四半期連結会計期間における四半期財務諸表等が記載又は参照される有価証券報告書等に虚偽記載を行っていないこと。</p> <p>b 上場会社の最近2年間に終了する各事業年度及び各連結会計年度の財務諸表等に添付される監査報告書(最近1年間に終了する事業年度及び連結会計年度の財務諸表等に添付されるものを除く。)において、公認会計士等の「無限定適正意見」又は「除外事項を付した限定付適正意見」が記載されていること。ただし、施行規則で定める場合は、この限りでない。</p> | <p>目次</p> <p>第1編 (略)</p> <p>第2編 株券等</p> <p>第1章・第2章 (略)</p> <p>第3章 新株券等の上場及び市場区分の変更等</p> <p>第1節～第4節 (略)</p> <p>第4節の2 指定替え、市場変更等の特例 (第315条の8)</p> <p>第5節・第6節 (略)</p> <p>第4章～第7章 (略)</p> <p>第3編～第7編 (略)</p> <p>(一部指定の形式要件)</p> <p>第308条 市場第二部銘柄である上場株券等の市場第一部銘柄への指定に係る次条に定める審査は、次の各号に適合するものを対象として行うものとする。この場合における当該各号の取扱いは施行規則で定める。</p> <p>(1)～(6) (略)</p> <p>(7) 虚偽記載又は不適正意見等</p> <p>a 上場会社が、最近5年間に終了する各事業年度若しくは各連結会計年度の財務諸表等又は各事業年度における四半期連結会計期間の四半期連結会計期間における四半期財務諸表等が記載又は参照される有価証券報告書等に虚偽記載を行っていないこと。</p> <p>b 上場会社の最近5年間に終了する各事業年度及び各連結会計年度の財務諸表等に添付される監査報告書並びに各事業年度における四半期連結会計期間の四半期財務諸表等に添付される四半期レビュー報告書において、公認会計士又は監査法人の「無限定適正意見」若しくは「除外事項を付した限定付適正意見」又は「無限定の結論」(特許)が記載されている旨の意見(を含む。)が記載されていること。ただし、施行規則で定める場合は、この限りでない。</p> |



|  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|--|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  | <p>1 この改正規定は、令和2年2月7日から施行する。</p> <p>2 改正後の第308条第1項第7号の規定は、この改正規定施行の日（以下「施行日」という。）以後に市場第一部銘柄への指定の申請を行う者から適用する。</p> <p>3 改正後の第315条の8の規定は、施行日以後に市場第一部銘柄への指定、本則市場への市場変更、マザーズへの市場市場の変更、JASDAQへの市場市場の変更及び内訳区分の変更に係る承認を受けた者から適用する。</p> <p>4 施行日から起算して1年を経過する日より前に最近4連結会計年度における営業利益及び営業活動によるキャッシュ・フローの額が負である場合における最終連結会計年度の末日が到来する上場会社に対する改正後の第604条の2第1項第2号（第604条の3第1号、第604条の4第1項第1号又は第604条の5第1号の規定による場合を含む。）の適用については、「1年以内」とする。</p> <p>5 施行日から起算して1年を経過する日より前に上場申請連結会計年度の営業利益の額が負であり、かつ当該上場会社の上場後9連結会計年度の営業利益の額が負である場合における最終連結会計年度の末日が到来する改正後の第604条の3第1号（第604条の4第1項第1号）の適用については、「1年以内」とする。</p> |
|--|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

|  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|--|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  | <p>施行規則で定める。</p> <p>(1) 第604条の2第1項第1号及び第2号のいずれかに該当した場合（第2号にあっては、最近4連結会計年度に新規上場申請日の属する連結会計年度から起算して5連結会計年度が含まれる場合を除く。）</p> <p>(2) (略)</p> <p>(3) 利益計上<br/>上場申請連結会計年度（上場会社がJASDAQへの上場に係る上場申請を行った日の属する連結会計年度（連結財務諸表を作成すべき会社でない会社）の営業利益の額が負であり、かつ当該上場会社の上場後9連結会計年度の営業利益の額が負である場合において、1年以内に当該上場会社の属する企業集団の営業利益（連結財務諸表を作成すべき会社でない会社）にあっては、当該上場会社の営業利益の額が負でなくなるとき。</p> | <p>施行規則で定める。</p> <p>(1) 第604条の2第1項第1号及び第2号のいずれかに該当した場合（第2号にあっては、最近4連結会計年度の翌連結会計年度から起算して5連結会計年度が含まれる場合を除く。）</p> <p>(2) (略)</p> <p>(3) 利益計上<br/>上場申請連結会計年度（上場会社がJASDAQへの上場に係る上場申請を行った日の属する連結会計年度（連結財務諸表を作成すべき会社でない会社）の営業利益の額が負であり、かつ当該上場会社の上場後9連結会計年度の営業利益の額が負である場合において、1年以内に当該上場会社の属する企業集団の営業利益（連結財務諸表を作成すべき会社でない会社）にあっては、当該上場会社の営業利益の額が負でなくなるとき。ただし、施行規則で定める基準に適合すると当該引所が認められた場合は、この限りでない。</p> |
|  | <p>2 (略)</p> <p>(上場廃止に係る審査の申請等)</p> <p>第605条 (略)</p> <p>2 (略)</p> <p>(新設)</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                  | <p>2 (略)</p> <p>(上場廃止に係る審査の申請等)</p> <p>第605条 (略)</p> <p>2 (略)</p> <p>(新設)</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|  | <p>3 当該引所は、第604条の2第1項第2号（第604条の3第1号、第604条の4第1項第1号又は第604条の5第1号の規定による場合を含む。）及び第604条の4第1項第3号（第604条の5第1号の規定による場合を含む。）に規定する施行規則で定める基準に適合するかどうかの審査は、上場会社からの申請に基づき行うものとする。</p>                                                                                                                                                                                        | <p>3 当該引所は、第604条の2第1項第2号（第604条の3第1号、第604条の4第1項第1号又は第604条の5第1号の規定による場合を含む。）及び第604条の4第1項第3号（第604条の5第1号の規定による場合を含む。）に規定する施行規則で定める基準に適合するかどうかの審査は、上場会社からの申請に基づき行うものとする。</p>                                                                                                                                                                                                                        |
|  | <p>4 前2項の申請を行う場合は、当該上場会社は、幹事取引参加者が作成した当該引所所定の「確認書」を提出するものとする。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                              | <p>4 前2項の申請を行う場合は、当該上場会社は、幹事取引参加者が作成した当該引所所定の「確認書」を提出するものとする。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|  | <p>5 当該引所は、第1項から第3項までの審査のため必要と認めるときには、上場会社に対し参考となるべき報告又は資料の提出その他当該審査に対する協力を求めることができるものとする。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                 | <p>5 当該引所は、第1項及び第2項の審査のため必要と認めるときには、上場会社に対し参考となるべき報告又は資料の提出その他当該審査に対する協力を求めることができるものとする。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

有価証券上場規程施行規則の一部改正新旧対照表

| 新                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 旧                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>目次</p> <p>第1編 (略)</p> <p>第2編 株券等</p> <p>第1章・第2章 (略)</p> <p>第3章 新株券等の上場及び市場区分の変更等</p> <p>第1節～第4節 (略)</p> <p>第4節の2 指定替え、市場変更等の特例<br/>(第315条の6)</p> <p>第5節・第6節 (略)</p> <p>第4章～第7章 (略)</p> <p>第3編～第7編 (略)</p> <p>(上場承認時の提出書類)</p> <p>第211条 (略)</p> <p>2・3 (略)</p> <p>4 規程第204条第12項第1号に規定する施行規則で定めるコーポレート・ガバナンスに関する事項とは、次の各号に掲げる事項をいう。ただし、第2号及び第6号にあっては、新規上場申請者が内国株券の発行者である場合に限る。</p> <p>(1) コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方や資本構成、企業属性その他の新規上場申請者に関する基本情報（支配株主を有する場合は、当該支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針を含む。）、上場子会社を有する場合は、<u>グループ経営に関する考え方や方針を踏まえた上場子会社を有する意義及び上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策を含む。</u>)</p> <p>(2) ～ (7) (略)</p> | <p>目次</p> <p>第1編 (略)</p> <p>第2編 株券等</p> <p>第1章・第2章 (略)</p> <p>第3章 新株券等の上場及び市場区分の変更等</p> <p>第1節～第4節 (略)</p> <p>(新設)</p> <p>第5節・第6節 (略)</p> <p>第4章～第7章 (略)</p> <p>第3編～第7編 (略)</p> <p>(上場承認時の提出書類)</p> <p>第211条 (略)</p> <p>2・3 (略)</p> <p>4 規程第204条第12項第1号に規定する施行規則で定めるコーポレート・ガバナンスに関する事項とは、次の各号に掲げる事項をいう。ただし、第2号及び第6号にあっては、新規上場申請者が内国株券の発行者である場合に限る。</p> <p>(1) コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方や資本構成、企業属性その他の新規上場申請者に関する基本情報（支配株主を有する場合は、当該支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針を含む。）、上場子会社を有する場合は、<u>グループ経営に関する考え方や方針を踏まえた上場子会社を有する意義及び上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策を含む。</u>)</p> <p>(2) ～ (7) (略)</p> |

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>る。</p> <p>(1) コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方や資本構成、企業属性その他の新規上場申請者に関する基本情報（支配株主を有する場合は、当該支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針を含む。）、上場子会社を有する場合は、<u>グループ経営に関する考え方や方針を踏まえた上場子会社を有する意義及び上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策を含む。</u>)</p> <p>(2) ～ (7) (略)</p> <p>(上場承認時の提出書類)</p> <p>第229条の10 (略)</p> <p>2・3 (略)</p> <p>4 規程第216条の2第12項に規定する施行規則で定めるコーポレート・ガバナンスに関する事項とは、次の各号に掲げる事項をいう。ただし、第2号及び第6号にあっては、新規上場申請者が内国株券の発行者である場合に限る。</p> <p>(1) コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方や資本構成、企業属性その他の新規上場申請者に関する基本情報（支配株主を有する場合は、当該支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針を含む。）、上場子会社を有する場合は、<u>グループ経営に関する考え方や方針を踏まえた上場子会社を有する意義及び上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策を含む。</u>)</p> <p>(2) ～ (7) (略)</p> <p>(一部指定の形式要件の取扱い)</p> <p>第310条 (略)</p> <p>2～6 (略)</p> <p>7 規程第308条第7号に規定する虚偽記載又は不適正意見等の取扱いは、次の各号に定めるところによる。</p> <p>(1) (略)</p> <p>(2) 第212条第7項第1号及び第5号の規定は、規程第308条第7号の場合について準用する。この場合において、第212条第7項第1号a中「監査報告書」とあるのは「監査報告書又は四半期レビュー報告書」</p> | <p>る。</p> <p>(1) コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方や資本構成、企業属性その他の新規上場申請者に関する基本情報（支配株主を有する場合は、当該支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針を含む。）、上場子会社を有する場合は、<u>グループ経営に関する考え方や方針を踏まえた上場子会社を有する意義及び上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策を含む。</u>)</p> <p>(2) ～ (7) (略)</p> <p>(上場承認時の提出書類)</p> <p>第229条の10 (略)</p> <p>2・3 (略)</p> <p>4 規程第216条の2第12項に規定する施行規則で定めるコーポレート・ガバナンスに関する事項とは、次の各号に掲げる事項をいう。ただし、第2号及び第6号にあっては、新規上場申請者が内国株券の発行者である場合に限る。</p> <p>(1) コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方や資本構成、企業属性その他の新規上場申請者に関する基本情報（支配株主を有する場合は、当該支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針を含む。）、上場子会社を有する場合は、<u>グループ経営に関する考え方や方針を踏まえた上場子会社を有する意義及び上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策を含む。</u>)</p> <p>(2) ～ (7) (略)</p> <p>(一部指定の形式要件の取扱い)</p> <p>第310条 (略)</p> <p>2～6 (略)</p> <p>7 規程第308条第7号に規定する虚偽記載又は不適正意見等の取扱いは、次の各号に定めるところによる。</p> <p>(1) (略)</p> <p>(2) 第212条第7項第1号及び第5号の規定は、規程第308条第7号の場合について準用する。この場合において、第212条第7項第1号a中「監査報告書」とあるのは「監査報告書又は四半期レビュー報告書」</p> |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|



|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>取引所が、市場内国株券又は上場外国株券等の指定替え、市場変更又は内訳区分の変更を決定した日の翌日から起算して1か月を経過した日とする。</p> <p>3 当取引所が、規程第315条の8第1項の規定に基づき、マザーズへの市場市場の変更を行った上場会社に対する規程第316条第1項、第317条第1項及び第318条第1項の規定が、マザーズに継続して上場していったものとみなし、これを取り扱うものとする。</p> <p>4 前項の規定により、マザーズに継続して上場していたものとみなされ、マザーズへの市場市場の10年を経過した又はマザーズにおける上場の継続を選択してから5年を経過したと取り扱われる場合に於ける第316条第1項及び第317条並びに第317条の適用については、「上場後10年を経過した日」及び「マザーズにおける上場が継続してから5年を経過した日」とあるのは、「規程第315条の8第1項の規定に基づき、マザーズへの市場市場の変更を行った日」と読み替える。</p> | <p>(コーポレート・ガバナンスに関する報告書の取扱い)</p> <p>第415条 規程第419条第1項に規定する施行規則で定めるコーポレート・ガバナンスに関する事項とは、次の各号に掲げる事項をいう。ただし、第2号及び第6号については、上場会社が内国株券の発行者である場合に限る。</p> <p>(1) コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え及び資本構成、企業属性その他の上場会社に関する基本情報（支配株主を有する場合は、当該支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針を含む。）</p> <p>(2) ～ (7) (略)</p> <p>2 (略)</p> <p>(上場契約違約金の取扱い)</p> <p>第504条 規程第509条第2項に規定する上場契約違約金については、次の各号に定めるところによるものとする。</p> |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>と、同号b中「監査報告書」とあるのは「監査報告書(直前事業年度及び直前連結会計年度の財務諸表等に添付されるものを除く。)」又は四半期レビュー報告書」と読み替える。</p> <p>(新設)</p> <p>(新設)</p> <p>第4節の2 指定替え、市場変更等の特例</p> <p>〔指定替え、市場変更等の特例の取扱い〕</p> <p>第315条の6 規程第315条の8第1項第2号に規定する施行規則で定める場合は、次の各号に掲げる監査書の区分に従い、当該各号に掲げる規定に適合していた場合をいう。</p> <p>(1) 規程第307条第2項の規定により提出した宣誓書</p> <p>規程第308条</p> <p>(2) 規程第312条第3項の規定により提出した宣誓書</p> <p>規程第313条第1項の規定において適用する規程第205条(第7号の2を除く。)、規程第206条及び規程第308条第7号並びに規程315条第1項及び第2項</p> <p>(3) 規程第313条の2第3項の規定により提出した宣誓書</p> <p>規程第313条の4第1項において適用する規程第212条(第6号の2を除く。)、及び規程第213条</p> <p>(4) 規程第313条の5第3項の規定により提出した宣誓書</p> <p>規程第313条の7第1項において適用する規程第216条の3及び規程第216条の4</p> <p>(5) 規程第315条の2第3項の規定により提出したクロスからスタンダードへの内訳区分の変更申請に係る宣誓書</p> <p>規程第315条の4第1項において適用する規程第216条の3及び規程第216条の4</p> <p>(6) 規程第315条の2第3項の規定により提出したスタンダードからクロスへの内訳区分の変更申請に係る宣誓書</p> <p>規程第315条の5第1項において適用する規程第216条の6及び規程第216条の7</p> <p>2 規程第315条の8第2項に規定する指定替え、市場変更又は内訳区分の変更の時期は、当</p> | <p>と、同号b中「監査報告書」とあるのは「監査報告書(直前事業年度及び直前連結会計年度の財務諸表等に添付されるものを除く。)」又は四半期レビュー報告書」と読み替える。</p> <p>(新設)</p> <p>(新設)</p> <p>第4節の2 指定替え、市場変更等の特例</p> <p>〔指定替え、市場変更等の特例の取扱い〕</p> <p>第315条の6 規程第315条の8第1項第2号に規定する施行規則で定める場合は、次の各号に掲げる監査書の区分に従い、当該各号に掲げる規定に適合していた場合をいう。</p> <p>(1) 規程第307条第2項の規定により提出した宣誓書</p> <p>規程第308条</p> <p>(2) 規程第312条第3項の規定により提出した宣誓書</p> <p>規程第313条第1項の規定において適用する規程第205条(第7号の2を除く。)、規程第206条及び規程第308条第7号並びに規程315条第1項及び第2項</p> <p>(3) 規程第313条の2第3項の規定により提出した宣誓書</p> <p>規程第313条の4第1項において適用する規程第212条(第6号の2を除く。)、及び規程第213条</p> <p>(4) 規程第313条の5第3項の規定により提出した宣誓書</p> <p>規程第313条の7第1項において適用する規程第216条の3及び規程第216条の4</p> <p>(5) 規程第315条の2第3項の規定により提出したクロスからスタンダードへの内訳区分の変更申請に係る宣誓書</p> <p>規程第315条の4第1項において適用する規程第216条の3及び規程第216条の4</p> <p>(6) 規程第315条の2第3項の規定により提出したスタンダードからクロスへの内訳区分の変更申請に係る宣誓書</p> <p>規程第315条の5第1項において適用する規程第216条の6及び規程第216条の7</p> <p>2 規程第315条の8第2項に規定する指定替え、市場変更又は内訳区分の変更の時期は、当</p> |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

|               |           |         |           |         |           |         |
|---------------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| 5,000億円を超えるもの | 9,120万円   | JASDAQ  | 市場区分等     | 1,680万円 | 8,640万円   | 1,680万円 |
| 市場区分等         | JASDAQ    | 市場区分等   | JASDAQ    | 市場区分等   | JASDAQ    | 市場区分等   |
| 上場時価総額        | 1,000億円以下 | 上場時価総額  | 1,000億円以下 | 上場時価総額  | 1,000億円以下 | 上場時価総額  |
| 1,000億円       | 2,000万円   | 1,000億円 | 2,000万円   | 1,000億円 | 2,000万円   | 1,000億円 |
| 0億円           | 0万円       | 0億円     | 0万円       | 0億円     | 0万円       | 0億円     |
| 以下            | 以下        | 以下      | 以下        | 以下      | 以下        | 以下      |

注: 上場時価総額は次の各号に定めるところにより計算する。

a 国内株券等  
 上場契約違約金の徴求を決定した日の直前に到来する12月の売買立会の最終日における最終価格(当該日の売買立会において売買が成立していない場合には、売買が成立した直近の日の売買立会における最終価格)と毎年12月末日の上場内国株券等の数を用いて計算する。ただし、上場契約違約金の徴求を決定した日が上場後最初に到来する12月の売買立会の最終日より前の場合は、上場日における上場時価総額を用いて計算するものとする。なお、株式分割、株式無償割当て又は株式併合がある場合の調整は、当取引所が定めるところによる。

b 外国株券等  
 上場契約違約金の徴求を決定した日の直前に到来する各上場外国会社の事業年度の末日の売買立会における最終価格(当該日の売買立会において売買が成立していない場合は、当該日における基準値段)と当該日の上場外国株券等の数を用いて計算する。ただし、上場契約違約金の徴求を決定した日が上場後最初に到来する事業年度の末日より前の場合は、上場日における上場時価総額を用いて計算するものとする。

12

|               |           |         |           |         |           |         |
|---------------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| 5,000億円を超えるもの | 9,120万円   | JASDAQ  | 市場区分等     | 1,680万円 | 8,640万円   | 1,680万円 |
| 市場区分等         | JASDAQ    | 市場区分等   | JASDAQ    | 市場区分等   | JASDAQ    | 市場区分等   |
| 上場時価総額        | 1,000億円以下 | 上場時価総額  | 1,000億円以下 | 上場時価総額  | 1,000億円以下 | 上場時価総額  |
| 1,000億円       | 2,000万円   | 1,000億円 | 2,000万円   | 1,000億円 | 2,000万円   | 1,000億円 |
| 0億円           | 0万円       | 0億円     | 0万円       | 0億円     | 0万円       | 0億円     |
| 以下            | 以下        | 以下      | 以下        | 以下      | 以下        | 以下      |

(1) 上場契約違約金の金額は、次の表により上場株券等の銘柄ごとに算出される金額とする。

| 市場区分等               | 市場第一部    | 市場第二部    | マザーズ    | 外国株券等(当取引所を主たる市場とする場合及びJASDAQの上場会社を除く) |
|---------------------|----------|----------|---------|----------------------------------------|
| 上場時価総額              | 1,920万円  | 1,440万円  | 960万円   | 2,400万円                                |
| 50億円以下              | 3,360万円  | 2,880万円  | 2,400万円 | 4,800万円                                |
| 50億円を超え250億円以下      | 4,800万円  | 4,320万円  | 3,840万円 | 9,600万円                                |
| 250億円を超え500億円以下     | 6,240万円  | 5,760万円  | 5,280万円 | 12,480万円                               |
| 500億円を超え2,500億円以下   | 7,680万円  | 7,200万円  | 6,720万円 | 15,360万円                               |
| 2,500億円を超え5,000億円以下 | 9,120万円  | 8,640万円  | 8,160万円 | 18,240万円                               |
| 5,000億円以上           | 10,560万円 | 10,080万円 | 9,600万円 | 21,120万円                               |

(1) 上場契約違約金の金額は、次の表により上場株券等の銘柄ごとに算出される金額とする。

| 市場区分等               | 市場第一部    | 市場第二部    | マザーズ    | 外国株券等(当取引所を主たる市場とする場合及びJASDAQの上場会社を除く) |
|---------------------|----------|----------|---------|----------------------------------------|
| 上場時価総額              | 1,920万円  | 1,440万円  | 960万円   | 2,400万円                                |
| 50億円以下              | 3,360万円  | 2,880万円  | 2,400万円 | 4,800万円                                |
| 50億円を超え250億円以下      | 4,800万円  | 4,320万円  | 3,840万円 | 9,600万円                                |
| 250億円を超え500億円以下     | 6,240万円  | 5,760万円  | 5,280万円 | 12,480万円                               |
| 500億円を超え2,500億円以下   | 7,680万円  | 7,200万円  | 6,720万円 | 15,360万円                               |
| 2,500億円を超え5,000億円以下 | 9,120万円  | 8,640万円  | 8,160万円 | 18,240万円                               |
| 5,000億円以上           | 10,560万円 | 10,080万円 | 9,600万円 | 21,120万円                               |

11

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>うかの確認のため必要と認めるときには、上場会社に対し当該書類のほか参考となるべき報告又は資料の提出その他の協力を求めることができないものとする。</p> <p>(9) 第311条第4項第1号a、b及びdの規定は、第7号に規定する時価総額の取扱いについて準用する。この場合において、「次の(a)又は(b)に掲げる額」とあるのは、「次の(a)及び(b)に掲げる額」と、「20億円未満」とあるのは「40億円以上」と、「月間平均時価総額」とあるのは「直前事業年度の末日の属する月の月間平均時価総額」と、「月末時価総額」とあるのは「直前事業年度の末日の属する月の月末時価総額」と読み替えるものとする。</p> <p>5・6 (略)</p> <p>(スタンダード上場内国会社等の上場廃止基準の取扱い)</p> <p>第603条の2 (略)</p> <p>2 規程第604条の2第1項第2号の規定については、次の各号のとおり取り扱うものとする。</p> <p>(1)～(4) (略)</p> <p>(5) 規程第604条の2第1項第2号に規定する施行規則で定める場合は、同号に規定する最近4連結会計年度に新規上場申請日又は次号に定める基準に適合すると当該引所が認められた日が属する連結会計年度が含まれる場合をいう。</p> <p>(6) 規程第604条の2第1項第2号に規定する施行規則で定める基準とは、規程第216条の3及び規程第216条の5第1項に準じた基準をいうものとする。</p> <p>3 (略)</p> <p>4 第2項第6号の規定にかかわらず、規程第604条の3第1号により適用される規程第604条の2第1項第2号に規定する施行規則で定める基準とは、規程第216条の4及び規程第216条の5第1項に準じた基準をいうものとする。</p> <p>(グローバル上場内国会社等の上場廃止基準の取扱い)</p> <p>第603条の3 規程第604条の4第1項第1号において適用する規程第604条の2第1項第2号に規定する施行規則で定める基準とは、</p> | <p>(新設)</p> <p>5・6 (略)</p> <p>(スタンダード上場内国会社の上場廃止基準の取扱い)</p> <p>第603条の2 (略)</p> <p>2 規程第604条の2第1項第2号の規定については、次の各号のとおり取り扱うものとする。</p> <p>(1)～(4) (略)</p> <p>(新設)</p> <p>(新設)</p> <p>3 (略)</p> <p>(新設)</p> <p>(グローバル上場内国会社の上場廃止基準の取扱い)</p> <p>(新設)</p> |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>泰等の数を用いて計算する。</p> <p>(2)～(4) (略)</p> <p>(上場内国会社の上場廃止基準の取扱い)</p> <p>第601条 (略)</p> <p>2～16 (略)</p> <p>(新設)</p> <p>17 規程第601条第18号の3に該当する日は、上場会社から、株式併合に関する株主総会決議についての書面による報告を受けた日とする。</p> <p>18 (略)</p> <p>(マザーズの上場廃止基準の取扱い)</p> <p>第603条 (略)</p> <p>2・3 (略)</p> <p>4 規程第603条第1項第4号に規定する売上高の取扱いは次の各号に定めるところによる。</p> <p>(1)～(4) (略)</p> <p>(5) 第212条第5項第6号の規定は、規程第603条第1項第4号に規定する売上高及び利益の額について、それぞれ準用する。この場合において「新規上場申請日の直前四半期会計期間」とあるのは、「審査対象期間」と読み替える。</p> <p>(6) (略)</p> <p>(新設)</p> <p>(7) 規程第603条第1項第4号に規定する高い成長可能性を有するものとして施行規則で定める場合は、直前事業年度に係る決算(上場会社が連結財務諸表を作成すべき会社である場合には連結会計年度、連結財務諸表を作成すべき会社でない場合には事業年度に係る決算とする。)の内容を規程第404条の定めるところにより開示するまでの間に次のa及びbに掲げる書類を当該引所に提出した場合(その内容が明らかに不十分であると当該引所が認めるときを除く。)又は時価総額が40億円以上である場合をいう。</p> <p>a 当該引所所定の「高い成長可能性に関する説明書面」</p> <p>b 当該上場会社以外の者であつて、企業価値又は株価の評価に係る専門的な知識及び経験を有するものが作成した当該引所所定の「高い成長可能性に関する説明書」</p> <p>(8) 当該引所は、前号に規定する書類の内容が明らかに不十分であると認められるかどうか</p> | <p>(2)～(4) (略)</p> <p>(上場内国会社の上場廃止基準の取扱い)</p> <p>第601条 (略)</p> <p>2～16 (略)</p> <p>(新設)</p> <p>17 規程第601条第18号の3に該当する日は、上場会社から、株式併合に関する株主総会決議についての書面による報告を受けた日とする。</p> <p>18 (略)</p> <p>(マザーズの上場廃止基準の取扱い)</p> <p>第603条 (略)</p> <p>2・3 (略)</p> <p>4 規程第603条第1項第4号に規定する売上高の取扱いは次の各号に定めるところによる。</p> <p>(1)～(4) (略)</p> <p>(5) 第212条第5項第6号の規定は、規程第603条第1項第4号に規定する売上高及び利益の額について、それぞれ準用する。この場合において「新規上場申請日の直前事業年度」とあるのは、「審査対象期間」と読み替える。</p> <p>(6) (略)</p> <p>(新設)</p> <p>(7) 規程第604条の2第1項第2号に規定する施行規則で定める基準とは、同号に規定する最近4連結会計年度に新規上場申請日又は次号に定める基準に適合すると当該引所が認められた日が属する連結会計年度が含まれる場合をいう。</p> <p>(8) 規程第604条の2第1項第2号に規定する施行規則で定める基準とは、規程第216条の4及び規程第216条の5第1項に準じた基準をいうものとする。</p> <p>(グローバル上場内国会社等の上場廃止基準の取扱い)</p> <p>第603条の3 規程第604条の4第1項第1号において適用する規程第604条の2第1項第2号に規定する施行規則で定める基準とは、</p> |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>第216条の6及び規程第216条の8第1項に準じた基準をいうものとする。</p> <p>2 前項の規定にかかわらず、規程第604条の2第1号により適用される規程第604条の2第1項第2号に規定する施行規則で定める基準とは、規程第216条の7及び規程第216条の8第1項に準じた基準をいうものとする。</p> <p>3 (略)</p> <p>4 (略)</p> <p>5 (略)</p> <p>6 (略)</p> <p>7 規程第604条の4第1項第3号に規定する施行規則で定める基準とは、規程第216条の6及び規程第216条の8第1項に準じた基準をいうものとする。</p> <p>(上場廃止に係る審査の申請等の取扱い)</p> <p>第603条の4 上場会社が規程第605条第3項の申請を行うことができる期間は、規程第604条の2第1項第2号(規程第604条の4第1項第1号の規定により適用される場合を含む。)及び規程第604条の4第1項第3号に規定する1年以内の最終日とする。</p> <p>(上場廃止日の取扱い)</p> <p>第604条 規程第609条に規定する上場廃止日は、原則として、次の各号に掲げる区分に従い、当該各号に定めるところによる。</p> <p>(1)～(6)の2 (略)</p> <p>(6)の3 規程第601条第1項第18号の3(規程第602条第1項第1号、同条第2項第3号、規程第603条第1項第6号、規程第604条第2号、同条第2項第1号、規程第604条の2第1項第3号、規程第604条の3第2号、規程第604条の4第1項第2号又は規程第604条の5第2号による場合を含む。)に該当する上場株券等(株式併合がその効力を生ずる日の2日前(休業日を除外する。)の日</p> <p>(7)～(10) (略)</p> <p>(監理銘柄指定の取扱い)</p> <p>第605条 当取引所は、上場株券等が次の各号のいずれかに該当する場合は、当該上場株券等を規程第610条に規定する監理銘柄に指定す</p> | <p>ることができる。この場合において、第12号の2、第12号の3、第14号、第14号の3、第15号、第21号の3又は第22号に該当する場合は監理銘柄(審査中)に指定し、それ以外の場合は監理銘柄(確認中)に指定する。</p> <p>(1)～(21)の2 (略)</p> <p>(新設)</p> <p>(21)の3 (略)</p> <p>(22)～(25)の4 (略)</p> <p>(新設)</p> <p>(25)の6 JASDAQの上場会社が、規程第604条の4第1項第3号本文(規程第604条の5第1号による場合を含む。以下この号において同じ。)に該当すると、当該引所が確認した場合であつて、規程第604条の4第1項第3号ただし書に定める基準に適合しないかどうかの審査を行っているとき</p> <p>(25)の6 JASDAQの上場会社が、規程第604条の4第1項第3号本文(規程第604条の5第1号による場合を含む。以下この号において同じ。)に該当すると、当該引所が確認した場合であつて、規程第604条の4第1項第3号ただし書に定める基準に適合しないかどうかの審査を行っているとき</p> <p>(26) (略)</p> <p>2～4 (略)</p> <p>(上場廃止に係る審査料)</p> <p>第706条 (略)</p> <p>2 上場会社は、規程第605条第2項及び第3項に規定する審査を申請するときは、審査料として、次の各号に掲げる場合の区分に従い、当該各号に定める金額を、当該申請日が属する月の翌月末日までに支払うものとする。</p> <p>(1)～(4) (略)</p> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>第603条の3 (略)</p> <p>2 (略)</p> <p>3 (略)</p> <p>4 (略)</p> <p>(新設)</p> <p>(25)の5 JASDAQの上場会社が、規程第604条の3第1号、規程第604条の4第1項第1号又は規程第604条の5第1号による場合を含む。以下この号において同じ。)に該当すると、当該引所が確認した場合であつて、規程第604条の4第1項第3号ただし書に定める基準に適合しないかどうかの審査を行っているとき</p> <p>(25)の6 JASDAQの上場会社が、規程第604条の4第1項第3号本文(規程第604条の5第1号による場合を含む。以下この号において同じ。)に該当すると、当該引所が確認した場合であつて、規程第604条の4第1項第3号ただし書に定める基準に適合しないかどうかの審査を行っているとき</p> <p>(26) (略)</p> <p>2～4 (略)</p> <p>(上場廃止に係る審査料)</p> <p>第706条 (略)</p> <p>2 上場会社は、規程第605条第2項及び第3項に規定する審査を申請するときは、審査料として、次の各号に掲げる場合の区分に従い、当該各号に定める金額を、当該申請日が属する月の翌月末日までに支払うものとする。</p> <p>(1)～(4) (略)</p> | <p>ることができる。この場合において、第12号の2、第14号、第14号の3、第15号、第21号の3又は第22号に該当する場合は監理銘柄(審査中)に指定し、それ以外の場合は監理銘柄(確認中)に指定する。</p> <p>(1)～(21)の2 (略)</p> <p>(新設)</p> <p>(21)の3 (略)</p> <p>(22)～(25)の4 (略)</p> <p>(新設)</p> <p>(25)の6 JASDAQの上場会社が、規程第604条の3第1号、規程第604条の4第1項第1号又は規程第604条の5第1号による場合を含む。以下この号において同じ。)に該当すると、当該引所が確認した場合であつて、規程第604条の4第1項第3号ただし書に定める基準に適合しないかどうかの審査を行っているとき</p> <p>(25)の6 JASDAQの上場会社が、規程第604条の4第1項第3号本文(規程第604条の5第1号による場合を含む。以下この号において同じ。)に該当すると、当該引所が確認した場合であつて、規程第604条の4第1項第3号ただし書に定める基準に適合しないかどうかの審査を行っているとき</p> <p>(26) (略)</p> <p>2～4 (略)</p> <p>(上場廃止に係る審査料)</p> <p>第706条 (略)</p> <p>2 上場会社は、規程第605条第2項及び第3項に規定する審査を申請するときは、審査料として、次の各号に掲げる場合の区分に従い、当該各号に定める金額を、当該申請日が属する月の翌月末日までに支払うものとする。</p> <p>(1)～(4) (略)</p> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>定されたものとみなす。</p> | <p>1 この改正規定は、令和2年2月7日から施行する。</p> <p>2 改正後の第504条第1項第1号の規定は、この改正規定施行の日(以下「施行日」という。)以後に行われた行為によって規程第509条第1項に該当する場合から適用するものとし、施行日より前に行われた行為については、なお従前の例による。</p> <p>3 施行日から起算して1年を経過する日までに直前事業年度に係る決算の内容を第404条の定めるところにより開示する上場会社に対する改正後の第603条第4項の規定の適用については、「直前事業年度に係る決算(上場会社が連結財務諸表を作成すべき会社である場合には連結会計年度、連結財務諸表を作成すべき会社でない場合には事業年度に係る決算とする。)」の内容を第404条の定めるところにより開示するまで」とあるのは、「施行日から起算して1年を経過する日まで」とする。</p> <p>4 前項の場合において、施行日から起算して1年を経過する日の5営業日前までに、規程第603条第1項第4号ただし書(規程第604条第1項第1号又は同条第2項第4号による場合を含む。)に該当するかどうかを確認できないうときは、前項の適用を受ける上場会社の発行する上場株券等を監理銘柄(確認中)に指定する。</p> <p>5 施行日から起算して1年を経過する日より前に最近4連結会計年度における営業利益及び営業活動によるキャッシュ・フローの額が負である場合又は上場申請連結会計年度の営業利益の額が負であり、かつ当該上場会社の上場後9連結会計年度の営業利益の額が負である場合における最終連結会計年度の末日が到来する上場会社に対する改正後の第603条の4の規定の適用については、「1年以内の最終日」とあるのは、「1年以内の最終日から起算して1年を経過する日」とする。</p> <p>6 施行日において現に第605条第1項第22号の規定により監理銘柄(確認中)に指定されている上場株券等(特定の者以外の株主の所有するすべての株式を1株に満たない端数となる割合で株式併合が行われるおそれがある)と当該引所が認め、当該指定を行ったもの)に係る。)は、改正後の同項第21号の33の規定により監理銘柄(確認中)に指</p> |
|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

上場審査等に関するガイドラインの一部改正新旧対照表

| 新                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | 旧                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>IV 一部指定の審査及び上場市場の変更審査<br/>(一部指定の審査)</p> <p>1. 規程第309条第1項に定める上場株券等の市場第一節銘柄への指定に係る審査は、IIに準じて行う。この場合において、当取引所は、本則市場への新規上場時から会社の事業内容、コーポレートガバナンス及び内部管理体制等に著しい変更のないときは、その状況を勘案して、上場後の企業内容等の開示実績等を中心に審査を行うことができるものとし、最近5年間(「最近」の計算は、一部指定申請日を起算日としてさかのぼる。)において、規程第501条第1項の規定に基づく特設注意市場銘柄の指定を行ったとき又は規程第502条第1項若しくは第2項(第503条第7項において準用する場合を含む。)若しくは第503条第6項の規定により改善報告書の提出を求めたときは、それらに関連して策定された改善措置が適切に履行されているかについて審査を行うものとする。</p> <p>(上場市場の変更審査等)</p> <p>2. 上場市場の変更審査及び内訳区分の変更審査については、次の(1)から(6)までに定めるところにより行う。</p> <p>(1)～(5) (略)</p> <p>(6) (1)から(5)までの審査にあつては、最近5年間(「最近」の計算は、上場市場の変更申請日を起算日としてさかのぼる。)において、規程第501条第1項の規定に基づく特設注意市場銘柄の指定を受けた場合又は規程第502条第1項若しくは第2項(第503条第7項において準用する場合を含む。)若しくは第503条第6項の規定により改善報告書の提出を求められた場合にあつては、それらに関連して策定された改善措置が適切に履行されているかについて審査を行うものとする。</p> | <p>IV 一部指定の審査及び上場市場の変更審査<br/>(一部指定の審査)</p> <p>1. 規程第309条第1項に定める上場株券等の市場第一節銘柄への指定に係る審査は、IIに準じて行う。この場合において、当取引所は、本則市場への新規上場時から会社の事業内容、コーポレートガバナンス及び内部管理体制等に著しい変更のないときは、その状況を勘案して、上場後の企業内容等の開示実績等を中心に審査を行うことができるものとする。</p> <p>(上場市場の変更審査等)</p> <p>2. 上場市場の変更審査及び内訳区分の変更審査については、次の(1)から(5)までに定めるところにより行う。</p> <p>(1)～(5) (略)</p> <p>(新設)</p> <p>(新設)</p> |

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| <p>認められた場合に該当するかどうかの審査(規程第604条の4第1項第1号の規定により適用される場合を除く。)は、IIIの2に定めるところに準じて行う。この場合において、当取引所は、企業内容、リスク情報等の開示の適正性の審査については、上場後の企業内容等の開示実績等を勘案して審査を行うことができるものとし、企業の存続性における損益及び財政状態の見通しの審査については、上場後の経営活動の状況などを勘案して行うことができるものとする。</p> <p>(グロース上場内国会社に対する業績及び利益に上に係る上場廃止基準における審査)</p> <p>2. 規程第604条の4第1項第1号の規定により適用される規程第604条の2第1項第2号に規定する施行規則で定める基準に適合すると当取引所が認めた場合に該当するか及び規程第604条の4第1項第3号に規定する施行規則で定める基準に適合すると当取引所が認めた場合に該当するかの審査は、IIIの3に定めるところに準じて行う。この場合において、当取引所は、上場後の企業内容等の開示実績等を勘案して審査を行うことができるものとし、企業の成長可能性の審査については、上場後の経営活動の状況などを勘案して行うことができるものとする。</p> | <p>付 則</p> <p>この改正規定は、令和2年2月7日から施行する。</p> |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|

(新設)

| 上場管理等に関するガイドラインの一部改正新田対照表 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 目                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|---------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 新                         | <p>III 実効性の確保に係る審査<br/>(企業行動規範違反に対する措置)</p> <p>5. 上場会社が規程第4章第4節第1款の規定に違反した場合における規程第508条第1項の規定に基づく公表及び規程第509条の規定に基づく上場契約違約金の徴収の判断は、次の(1)から(8)までに掲げる区分に従い、当該(1)から(8)までに掲げる事項のほか、違反の内容、当該違反が行われた経緯、原因及びその状況並びに当該違反に対して当該引所が行う処分その他の措置の実施状況その他の事情を総合的に勘案して行う。</p> <p>(1)～(3) (略)</p> <p>(3)の2 規程第436条の2の規定<br/>a・b (略)</p> <p>c. 最近においてa又は前bに該当していた者</p> | <p>III 実効性の確保に係る審査<br/>(企業行動規範違反に対する措置)</p> <p>5. 上場会社が規程第4章第4節第1款の規定に違反した場合における規程第508条第1項の規定に基づく公表及び規程第509条の規定に基づく上場契約違約金の徴収の判断は、次の(1)から(8)までに掲げる区分に従い、当該(1)から(8)までに掲げる事項のほか、違反の内容、当該違反が行われた経緯、原因及びその状況並びに当該違反に対して当該引所が行う処分その他の措置の実施状況その他の事情を総合的に勘案して行う。</p> <p>(1)～(3) (略)</p> <p>(3)の2 規程第436条の2の規定<br/>a・b (略)</p> <p>c. 最近において次の(a)から(c)までのいずれかに該当していた者</p> <p>(a) a又はbに掲げる者<br/>(b) 当該会社の親会社の業務執行者(業務執行者でない取締役を含み、社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、監査役を含む。)</p> <p>(c) 当該会社の兄弟会社の業務執行者(新設)</p> |
|                           | <p>cの2 その就任の前10年以内のいずれかの時において次の(a)又は(b)に該当していた者</p> <p>(a) 当該会社の親会社の業務執行者(業務執行者でない取締役を含み、社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、監査役を含む。)</p> <p>(b) 当該会社の兄弟会社の業務執行者</p> <p>d 次の(a)から(f)までのいずれかに掲げる者(重要でない者を除く。)の近親者</p> <p>(a) aから前cの2までに掲げる者<br/>(b)～(f) (略)</p> <p>(3)の3～(8) (略)</p>                                                                             | <p>d 次の(a)から(f)までのいずれかに掲げる者(重要でない者を除く。)の近親者</p> <p>(a) aから前cまでに掲げる者<br/>(b)～(f) (略)</p> <p>(3)の3～(8) (略)</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|                           | <p>この改正規定は、令和2年2月7日から施行し、同年3月31日以後に終了する事業年度に</p> <p style="text-align: center;">付 則</p>                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

係る定時株主総会の日の翌日から適用する。

改訂前からの変更点

コーポレートガバナンス・コードについて

本コードにおいて、「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する。

本コードは、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものであり、これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる。

コーポレートガバナンス・コード  
～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～



2021年6月11日

株式会社東京証券取引所



基本原則

【株主の権利・平等性の確保】

1. 上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。  
また、上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。  
少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

【株主以外のステークホルダーとの適切な協働】

2. 上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。  
取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。

【適切な情報開示と透明性の確保】

3. 上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。  
その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。

【取締役会等の責務】

4. 上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、
  - (1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと
  - (2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと
  - (3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと
 をはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。  
こうした役割・責務は、監査役設置会社（その役割・責務の一部は監査役及び監査役会が担うこととなる）、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社など、いずれの機関設計を採用する場合にも、等しく適切に果たされるべきである。

【株主との対話】

5. 上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。  
経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正當な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

## 第1章 株主の権利・平等性の確保

## 【基本原則1】

上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。

また、上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。

少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

## 【考え方】

上場会社には、株主を含む多様なステークホルダーが存在しており、こうしたステークホルダーとの適切な協働を欠いては、その持続的な成長を実現することは困難である。その際、資本提供者は重要な要素であり、株主はコーポレートガバナンスの規律における主要な起点でもある。上場会社には、株主が有する様々な権利が実質的に確保されるよう、その円滑な行使に配慮することにより、株主との適切な協働を確保し、持続的な成長に向けた取組みに邁進することが求められる。

また、上場会社は、自らの株主を、その有する株式内容及び数に応じて平等に取り扱う会社法上の義務を負っているところ、この点を実質的にも確保していることについて広く株主から信認を得ることは、資本提供者からの支持の基盤を強化することにも資するものである。

## 【原則1-1. 株主の権利の確保】

上場会社は、株主総会における議決権をはじめとする株主の権利が実質的に確保されるよう、適切な対応を行うべきである。

## 補充原則

1-1-① 取締役会は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなつた原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである。

1-1-② 上場会社は、総決議事項の一部を取締役に委任するよう株主総会に提案するに当たっては、自らの取締役会においてコーポレートガバナンスに関する役割・責務を十分に果たし得るような体制が整っているかを考慮すべきである。他方で、上場会社において、そうした体制がしっかりと整っていると判断する場合には、上記の提案を行うことが、経営判断の機動性・専門性の確保の観点から望ましい場合があることを考慮に入れるべきである。

1-1-③ 上場会社は、株主の権利の重要性を踏まえ、その権利行使を事実上妨げることのないよう配慮すべきである。とりわけ、少数株主にも認められている上場会社及びその役員に対する特別な権利（違法行為の差止めや代表訴訟提起に係る権利等）については、その権利行使の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

## 【原則1-2. 株主総会における権利行使】

上場会社は、株主総会が株主との建設的な対話の場であることを認識し、株主の視点に立つて、株主総会における権利行使に係る適切な環境整備を行うべきである。

## 補充原則

1-2-① 上場会社は、株主総会において株主が適切な判断を行うことに資すると考えられる情報については、必要に応じ適確に提供すべきである。

1-2-② 上場会社は、株主が総決議案の十分な検討期間を確保することができるよう、招集通知に記載する情報の正確性を担保しつつその早期発送に努めるべきであり、また、招集通知に記載する情報は、株主総会の招集に係る取締役会決議から招集通知を発送するまでの間に、TDnet や自社のウェブサイトにより電子的に公表すべきである。

1-2-3 上場会社は、株主との建設的な対話の充実や、そのための正確な情報提供等の観点を考慮し、株主総会開催日をはじめとする株主総会関連の日程の適切な設定を行うべきである。

1-2-4 上場会社は、自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率等も踏まえ、議決権の電子行使を可能とするための環境作り（議決権電子行使プラットフォームの利用等）や招集通知の英訳を進めるべきである。

特に、プライム市場上場会社は、少なくとも機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォームを利用可能とすべきである。

1-2-5 信託銀行等の名義で株式を保有する機関投資家等が、株主総会において、信託銀行等に代わって自ら議決権の行使等を行うことをあらかじめ希望する場面に対応するため、上場会社は、信託銀行等と協議しつつ検討を行うべきである。

**【原則 1-3. 資本政策の基本的な方針】**

上場会社は、資本政策の動向が株主の利益に重要な影響を与え得ることを踏まえ、資本政策の基本的な方針について説明を行うべきである。

**【原則 1-4. 政策保有株式】**

上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針、考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。

**補充原則**

1-4-① 上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない。

1-4-② 上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない。

**【原則 1-5. いわゆる買収防衛策】**

買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策は、経営陣・取締役会の保身を目的とするものであってはならない。その導入・運用については、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。

**補充原則**

1-5-① 上場会社は、自社の株式が公開買付けに付された場合には、取締役会としての考え方（対抗提案があればその内容を含む）を明確に説明すべきであり、また、株主が公開買付けに応じて株式を手放す権利を不当に妨げる措置を講じるべきではない。

**【原則 1-6. 株主の利益を害する可能性のある資本政策】**

支配権の変動や大規模な希釈化をもたらし資本政策（増資、MBO等を含む）については、既存株主を不当に害することのないよう、取締役会・監査役は、株主に對する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。

**【原則 1-7. 関連当事者間の取引】**

上場会社がその役員や主要株主等との取引（関連当事者間の取引）を行う場合には、そうした取引が会社や株主共同の利益を害することのないよう、また、そうした懸念を惹起することのないよう、取締役会は、あらかじめ、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続を定めてその枠組みを開示するとともに、その手続を踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うべきである。

第2章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働

【基本原則2】

上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。

取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。

考え方

上場会社には、株主以外にも重要なステークホルダーが数多く存在する。これらのステークホルダーには、従業員をはじめとする社内の関係者や、顧客・取引先・債権者等の社外の関係者、更には、地域社会のように会社の存続・活動の基盤をなす主体が含まれる。上場会社は、自らの持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成するためには、これらのステークホルダーとの適切な協働が不可欠であることを十分に認識すべきである。

また、「持続可能な開発目標」(SDGs)が国連サミットで採択され、気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)への賛同機関数が増加するなど、中長期的な企業価値の向上に向け、サステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)が重要な経営課題であるとの意識が高まっている。こうした中、我が国企業に於いては、サステナビリティ課題への近時のグローバルな社会・環境問題等に対する関心の高まりを踏まえれば、いわゆるESG(環境・社会・統治)問題への積極的・能動的な対応を一層進めていくことが重要であるこれらに含めることも考えられる。

上場会社が、こうした認識を踏まえて適切な対応を行うことは、社会・経済全体に利益を及ぼすとともに、その結果として、会社自身にも更に利益がもたらされる、という好循環の実現に資するものである。

【原則2-1. 中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定】

上場会社は、自らが担う社会的責任についての考え方を踏まえ、様々なステークホルダーへの価値創造に配慮した経営を行いつつ中長期的な企業価値向上を図るべきであり、こうした活動の基礎となる経営理念を策定すべきである。

【原則2-2. 会社の行動準則の策定・実践】

上場会社は、ステークホルダーとの適切な協働やその利益の尊重、健全な事業活動倫理などについて、会社としての価値観を示しその構成員が従うべき行動準則を定め、実践すべきである。取締役会は、行動準則の策定・改訂の責務を担い、これが国内外の事業活動の第一線にまで広く浸透し、遵守されるようにすべきである。

補充原則

2-2① 取締役会は、行動準則が広く実践されているか否かについて、適宜または定期的にレビューを行うべきである。その際には、実質的に行動準則の趣旨・精神を尊重する企業文化・風土が存在するか否かに重点を置くべきであり、形式的な遵守確認に終始すべきではない。

【原則2-3. 社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題】

上場会社は、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティ(持続可能性)を巡る課題について、適切な対応を行うべきである。

補充原則

2-3① 取締役会は、気候変動などの地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な取引、自然災害等への危機管理など、サステナビリティ(持続可能性)を巡る課題への対応は、重要なリスク管理リスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題の一部であるとして認識し、中長期的な企業価値の向上の観点から、適宜に対処するとともに、近時、こうした課題に対する要請・関心が大きく高まりつつあることを勘案し、これらの課題に積極的・能動的に取り組みよう検討を深めるべきである。

【原則2-4. 女性の活躍促進を含む社内多様性の確保】

上場会社は、社内異なる経験・技能・属性を反映した多様な視点や価値観が存

### 第3章 適切な情報開示と透明性の確保

#### 【基本原則3】

上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を行うに当たるとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。

その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。

#### 考え方

上場会社には、様々な情報を開示することが求められている。これらの情報が法令に基づき適時適切に開示されることは、投資家保護や資本市場の信頼性確保の観点から不可欠の要請であり、取締役会・監査役・監査役会・外部会計監査人は、この点に関し財務情報に係る内部統制体制の適切な整備をはじめとする重要な責務を負っている。

また、上場会社は、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。

更に、我が国の上場会社による情報開示は、計表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性に優れている一方で、会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆるESG要素）などについて説明等を行うに乏しい場合が少なくない、との指摘もある。取締役会は、こうした情報を含め、開示・提供される情報が可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に開示を行う必要がある。

法令に基づく開示であれそれ以外の場合であれ、適切な情報の開示・提供は、上場会社の外側において情報の非対称性の下におかれている株主等のステークホルダーと認識を共有し、その理解を得るための有力な手段となり得るものであり、「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版ステークホルダーシップ・コード》を踏まえた建設的な対話にも資するものである。

在することは、会社の持続的な成長を確保する上での強みとなり得る、との認識に立ち、社内における女性の活躍促進を含む多様性の確保を推進すべきである。

#### 補充原則

2-4④ 上場会社は、女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等、中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況を開示すべきである。

また、中長期的な企業価値の向上に向けた人材戦略の重要性に鑑み、多様性の確保に向けた人材育成方針と社内環境整備方針をその実施状況と併せて開示すべきである。

#### 【原則2-5. 内部通報】

上場会社は、その従業員等が、不利益を被る危険を懸念することなく、違法または不適切な行為・情報開示に関する情報や疑念を伝えることができよう、また、伝えられた情報や疑念が客観的に検証され適切に活用されるよう、内部通報に係る適切な体制整備を行うべきである。取締役会は、こうした体制整備を実現する責務を負うとともに、その運用状況を監督すべきである。

#### 補充原則

2-5① 上場会社は、内部通報に係る体制整備の一環として、経営陣から独立した窓口の設置（例えば、社外取締役と監査役による合議体を窓口とする等）を行うべきであり、また、情報提供者の秘匿と不利益取扱の禁止に関する規律を整備すべきである。

#### 【原則2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮】

上場会社は、企業年金の積立金の運用が、従業員の安定的な資産形成に加えて自らの財政状態にも影響を与えることを踏まえ、企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのステークホルダーシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである。

【原則3-1-1. 情報開示の充実】  
 上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うことに加え、会社の意思決定の透明性・公正性を確保し、実効的なコーポレートガバナンスを実現するとの観点から、(本コードの各原則において開示を求めている事項のほか) 以下の事項について開示し、主体的な情報発信を行うべきである。

(i) 会社の目指すところ (経営理念等) や経営戦略、経営計画  
 (ii) 本コードのそれぞれの原則を踏まえ、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方や基本方針  
 (iii) 取締役会が経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続  
 (iv) 取締役会が経営陣幹部の選解任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続  
 (v) 取締役会が上記(iv)を踏まえ、経営陣幹部の選解任と取締役・監査役候補の指名を行う際の、個々の選解任・指名についての説明

補充原則

3-1① 上記の情報の開示(法令に基づく開示を含む)に当たって、取締役会は、一般的な記述や具体性を欠く記述を避け、利用者にとって付加価値の高い記載となるようにすべきである。

3-1② 上場会社は、自社の株主における海外投資家等の比率も踏まえ、合理的な範囲において、英語での情報の開示・提供を進めるべきである。

特に、プライム市場上場会社は、開示書類のうち必要とされる情報について、英語での開示・提供を行うべきである。

3-1③ 上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである。

特に、プライム市場上場会社は、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みであるTCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである。

【原則3-2. 外部会計監査人】  
 外部会計監査人及び上場会社は、外部会計監査人が株主・投資家に対して責務を負っていることを認識し、適正な監査の確保に向けて適切な対応を行うべきである。

補充原則

- 3-2① 監査役会は、少なくとも下記の対応を行うべきである。
- (i) 外部会計監査人候補を適切に選定し外部会計監査人を適切に評価するための基準の策定
  - (ii) 外部会計監査人に求められる独立性と専門性を有しているか否かについての確認
- 3-2② 取締役会及び監査役会は、少なくとも下記の対応を行うべきである。
- (i) 高品質な監査を可能とする十分な監査時間の確保
  - (ii) 外部会計監査人からCEO・CFO等の経営陣幹部へのアクセス(面談等)の確保
  - (iii) 外部会計監査人と監査役(監査役会への出席を含む)、内部監査部門や社外取締役との十分な連携の確保
  - (iv) 外部会計監査人が不正を発見し適切な対応を求めた場合や、不備・問題点を指摘した場合の会社側の会社側の対応体制の確立

第4章 取締役会等の責務

つてはならないのであって、支配株主を有する上場会社には、少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制の整備が求められる。

【基本原則4】  
 上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、(1)企業戦略等の大きな方向性を示すこと  
 (2)経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと  
 (3)独立した客観的な立場から、経営陣(執行役及びいわゆる執行役員を含む)・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと  
 をはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。  
 こうした役割・責務は、監査役会設置会社(その役割・責務の一部は監査役及び監査役会が担うこととなる)、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社など、いずれの機関設計を採用する場合にも、等しく適切に果たされるべきである。

考え方

上場会社は、通常、会社法(平成26年改正後)が規定する機関設計のうち主要な3種類(監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社)のいずれかを選択することとされている。前者(監査役会設置会社)は、取締役会と監査役・監査役会に統治機能を担わせる我が国独自の制度である。その制度では、監査役は、取締役・経営陣等の職務執行の監査を行うこととされており、法律に基づく調査権限が付与されている。また、独立性と高度な情報収集能力の双方を確保すべく、監査役(株主総会で選任)の半数以上は社外監査役とし、かつ常勤の監査役を置くこととされている。後者の2つは、取締役会に委員会を設置して一定の役割を担わせることにより監督機能の強化を目指すものであるという点において、諸外国にも類例が見られる制度である。上記の3種類の機関設計のいずれを採用する場合でも、重要なことは、創意工夫を施すことによりそれぞれその機関の機能を実質的かつ十分に発揮させることである。

また、本コードを策定する大きな目的の一つは、上場会社による透明・公正かつ迅速・果斷な意思決定を促すことにあるが、上場会社の意思決定のうちには、外部環境の変化その他の事情により、結果として会社に損害を生じさせることとなるものがないとは言いが切れない。その場合、経営陣・取締役が損害賠償責任を負うか否かの判断に際しては、一般的に、その意思決定の時点における意思決定過程の合理性が重要な考慮要素の一つとなるものと考えられるが、本コードには、ここでいう意思決定過程の合理性を担保することに寄与すると考えられる内容が含まれており、本コードは、上場会社の透明・公正かつ迅速・果斷な意思決定を促す効果を持つこととなるものと期待している。

そして、支配株主は、会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不正に取り扱

【原則4-1. 取締役会の役割・責務(1)】  
 取締役会は、会社の目指すところ(経営理念等)を確立し、戦略的な方向付けを行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、具体的な経営戦略や経営計画等について建設的な議論を行うべきであり、重要な業務執行の決定を行う場合には、上記の戦略的な方向付けを踏まえるべきである。

補充原則

4-1-1 取締役会は、取締役会自身として何を判断・決定し、何を経営陣に委ねるのかに関連して、経営陣に対する委任の範囲を明確に定め、その概要を開示すべきである。

4-1-2 取締役会・経営陣幹部は、中期経営計画も株主に対するコミットメントの一つであるとの認識に立ち、その実現に向けて最善の努力を行うべきである。仮に、中期経営計画が目標未達に終わった場合には、その原因や自社が行った対応の内容を十分に分析し、株主に説明を行うとともに、その分析を次期以降の計画に反映させるべきである。

4-1-3 取締役会は、会社の目指すところ(経営理念等)や具体的な経営戦略を踏まえ、最高経営責任者(CEO)等の後継者計画(プランニング)の策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう、適切に監督を行うべきである。

【原則4-2. 取締役会の役割・責務(2)】  
 取締役会は、経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、経営陣からの健全な企業家精神に基づく提案を歓迎しつつ、説明責任の確保に向けて、そうした提案について独立した客観的な立場において多角的かつ十分な検討を行うとともに、承認した提案が実行される際には、経営陣幹部の迅速・果斷な意思決定を支援すべきである。  
 また、経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである。

補充原則

4-2-1 取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブと

して機能するよう、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。

4-2② 取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定すべきである。

また、人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の特長的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである。

【原則4-3. 取締役会の役割・責務(3)】

取締役会は、独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、適切に会社の業績等の評価を行い、その評価を経営陣幹部の人事に適切に反映すべきである。

また、取締役会は、適時かつ正確な情報開示が行われるよう監督を行うとともに、内部統制やリスク管理体制を適切に整備すべきである。

更に、取締役会は、経営陣・支配株主等の関連当事者と会社との間に生じ得る利益相反を適切に管理すべきである。

補充原則

4-3① 取締役会は、経営陣幹部の選任や解任について、会社の業績等の評価を踏まえ、公正かつ透明性の高い手続に従い、適切に実行すべきである。

4-3② 取締役会は、CEOの選解任は、会社における最も重要な戦略的意思決定であることを踏まえ、客観性・透明性・透明性ある手続に従い、十分な時間と資源をかけて、資質を備えたCEOを選任すべきである。

4-3③ 取締役会は、会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEOがその機能を十分に発揮していないと認められる場合に、CEOを解任するための客観性・透明性・透明性ある手続を確立すべきである。

4-3④ ノンブライアンズや財務報告に係る内部統制や先を見越した全社的リスク管理体制の整備は、適切なノンブライアンズの確保とリスクの裏付けとなり得るものであるが、取締役会は、グループ全体を含めたこれらの体制を適切に構築し、内部監査部門を活用しつつ、その運用状況を有効に行わなければならないか否かの監督に重点を置くべきである。より、個別の業務執行に係るノンブライアンズの審査に終始すべきではない。

【原則4-4. 監査役及び監査役会の役割・責務】

監査役及び監査役会は、取締役の職務の執行の監査、監査役・外部会計監査人の選解任や監査報酬に係る権限の行使などの役割・責務を果たすに当たって、株主に対する受託者責任を踏まえ、独立した客観的な立場において適切な判断を行うべきである。

また、監査役及び監査役会に期待される重要な役割・責務には、業務監査・会計監査をはじめとする「守りの機能」があるが、こうした機能を含め、その役割・責務を十分に果たすためには、自らの守備範囲を過度に狭く捉えることは適切でなく、能動的・積極的に権限を行使し、取締役会においてあるいは経営陣に対して適切に意見を述べらるべきである。

補充原則

4-4① 監査役会は、会社法により、その半数以上を社外監査役とすること及び常勤の監査役を置くこととの双方が求められていることを踏まえ、その役割・責務を十分に果たすとの観点から、前者に由来する強固な独立性と、後者が保有する高度な情報収集力とを有機的に組み合わせることで実効性を高めるべきである。また、監査役または監査役会は、社外取締役が、その独立性に影響を受けることなく情報収集力の強化を図ることができるよう、社外取締役との連携を確保すべきである。

【原則4-5. 取締役・監査役等の受託者責任】

上場会社の取締役・監査役及び経営陣は、それぞれ株主に対する受託者責任を認識し、ステークホルダーとの適切な協働を確保しつつ、会社や株主共同の利益のために行動すべきである。

【原則4-6. 経営の監督と執行】

上場会社は、取締役会による独立かつ客観的な経営の監督の実効性を確保すべく、業務の執行には携わらない、業務の執行と一定の距離を置く取締役の活用について検討すべきである。



【原則 4-7. 独立社外取締役の役割・責務】  
 上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。  
 (i) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと  
 (ii) 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと  
 (iii) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること  
 (iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること

【原則 4-8. 独立社外取締役の有効な活用】  
 独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するよう役割・責務を果たすべきであり、プライム市場上場会社はそのような責務を十分に果たした独立社外取締役を少なくとも2名3分の1（その他の市場の上場会社においては2名）以上選任すべきである。  
 また、上記にかかわらず、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、少なくとも3分の1以上過半数の独立社外取締役を選任することが必要と考えられるプライム市場上場会社（その他の市場の上場会社において少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考えられる上場会社）は、上記にかかわらず、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

補充原則

4-8① 独立社外取締役は、取締役会における議論に積極的に貢献するとの観点から、例えば、独立社外者のみを構成員とする会合を定期的に開催するなど、独立した客観的な立場に基づく情報交換・認識共有を図るべきである。

4-8② 独立社外取締役は、例えば、互選により「筆頭独立社外取締役」を決定することなどにより、経営陣との連絡・調整や監査役または監査役会との連携に係る体制整備を図るべきである。

4-8③ 支配株主を有する上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも3分の1以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任するか、または支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきである。

【原則 4-9. 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質】  
 取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示すべきである。また、取締役会は、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できる人物を独立社外取締役の候補者として選定するよう努めるべきである。

【原則 4-10. 任意の仕組みの活用】  
 上場会社は、会社法が定める会社の機関設計のうち会社の特性に応じて最も適切な形態を採用するに当たり、必要に応じて任意の仕組みを活用することにより、統治機能の更なる充実を図るべきである。

補充原則

4-10① 上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達しない場合には、経営陣幹部・取締役の指名（後継者計画を含む）、報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会など、独立した指名委員会・報酬諮問委員会を設置することにより、指名や報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり、ジェンダー等の多様性やスキルの観点を含め、これらの委員会の独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである。

特に、プライム市場上場会社は、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきである。

【原則 4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】  
 取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性、職歴、年齢の面を含む多様性と適正な規模を両立させる形で構成されるべきである。また、監査役には、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する者が選任されるべきであり、特に、財務・会計に関する十分な知見を有している者が1名以上選任されるべきである。  
 取締役会は、取締役会全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである。

補充原則

4-11① 取締役会は、経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したいわゆるスキル・マトリックスをはじめ、経営環境や事業特性等に応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきである。その際、独立社外取締役に、他社での経営経験を有する者を含めるべきである。

4-11② 社外取締役・社外監査役をはじめ、取締役・監査役は、その役割・責務を適切に果たすために必要となる時間・労力を取締役・監査役業務に振り向けるべきである。こうした観点から、例えば、取締役・監査役が他の上場会社の役員を兼任する場合には、その数は合理的な範囲にとどめるべきであり、上場会社は、その兼任状況を毎年開示すべきである。

4-11③ 取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである。

【原則 4-12. 取締役会における審議の活性化】  
取締役会は、社外取締役による問題提起を含め自由闊達で建設的な議論・意見交換を導ぶ気風の醸成に努めるべきである。

補充原則

4-12① 取締役会は、会議運営に関する下記の取扱いを確保しつつ、その審議の活性化を図るべきである。

- (i) 取締役会の資料が、会日に十分に先立って配布されるようにすること
- (ii) 取締役会の資料以外にも、必要に応じ、会社から取締役に対して十分な情報が(適切な場合には、要点を把握しやすいように整理・分析された形で)提供されるようにすること
- (iii) 年間の取締役会開催スケジュールや予想される審議事項について決定しておくこと
- (iv) 審議項目数や開催頻度を適切に設定すること
- (v) 審議時間を十分に確保すること

【原則 4-13. 情報入手と支援体制】

取締役・監査役は、その役割・責務を実効的に果たすために、能動的に情報入手すべきであり、必要に応じ、会社に対して追加の情報提供を求めるべきである。また、上場会社は、人員面を含む取締役・監査役の支援体制を整えるべきである。

取締役会・監査役会は、各取締役・監査役が求める情報の円滑な提供が確保されているかどうかを確認すべきである。

補充原則

4-13① 社外取締役を含む取締役は、透明・公正かつ迅速・果敢な会社の意思決定に資するとの観点から、必要と考える場合には、会社に対して追加の情報提供を求めるべきである。また、社外監査役を含む監査役は、法令に基づく調査権限を使用することを含め、適切に情報入手を行うべきである。

4-13② 取締役・監査役は、必要と考える場合には、会社の費用において外部の専門家の助言を得ることも考慮すべきである。

4-13③ 上場会社は、取締役会及び監査役会の機能発揮に向け、内部監査部門と取締役・監査役との連携を確保すべきである。また、上場会社は、例えば、社外取締役・社外監査役の指示を受けて会社の情報を適確に提供できるように社内との連絡・調整にあたる者の選任など、社外取締役や社外監査役に必要な情報を適確に提供するための工夫を行うべきである。

【原則 4-14. 取締役・監査役のトレーニング】

新任者をはじめとする取締役・監査役は、上場会社の重要な統治機関の一翼を担う者として期待される役割・責務を適切に果たすため、その役割・責務に係る理解を深めるとともに、必要な知識の習得や適切な更新等の研鑽に努めるべきである。このため、上場会社は、個々の取締役・監査役に適合したトレーニングの機会を提供・斡旋やその費用の支援を行うべきであり、取締役会は、こうした対応が適切にとられているか否かを確認すべきである。

補充原則

4-14① 社外取締役・社外監査役を含む取締役・監査役は、就任の際には、会社の事業・財務・組織等に関する必要な知識を取得し、取締役・監査役に求められる役割と責務(法的責任を含む)を十分に理解する機会を得るべきであり、就任後においても、必要に応じ、これらを継続的に更新する機会を得るべきである。

## 第5章 株主との対話

4-14② 上場会社は、取締役・監査役に対するトレーニングの方針について開示を行うべきである。

### 【基本原則5】

上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。  
経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

### 考え方

『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》の策定を受け、機関投資家には、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行うことが求められている。

上場会社にとっても、株主と平素から対話を行い、具体的な経営戦略や経営計画などに対する理解を得るとともに懸念があれば適切に対応を講ずることは、経営の正統性の基盤を強化し、持続的な成長に向けた取組みに邁進する上で極めて有益である。また、一般に、上場会社の経営陣・取締役は、従業員・取引先・金融機関とは日常的に接触し、その意見に触れる機会には恵まれているが、これらはいずれも買金債権、貸付債権等の債権者であり、株主と接する機会には限られている。経営陣幹部・取締役が、株主との対話を通じてその声に耳を傾けることは、資本提供者の目線からの経営分析や意見を吸収し、持続的な成長に向けた健全な企業家精神を喚起する機会を得る、ということも意味する。

## 補充原則

5-2① 上場会社は、経営戦略等の策定・公表に当たっては、取締役会において決定された事業ポートフォリオに関する基本的な方針や事業ポートフォリオの戻直し  
の状態について分かりやすく示すべきである。

## 【原則5-1. 株主との建設的な対話に関する方針】

上場会社は、株主からの対話（面談）の申込みに対しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに対応すべきである。取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、開示すべきである。

## 補充原則

5-1① 株主との実際の対話（面談）の対応者については、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえ、合理的な範囲で、経営陣幹部または、社外取締役を含む取締役または監査役（社外取締役を含む）が面談に臨むことを基本とすべきである。

5-1② 株主との建設的な対話を促進するための方針には、少なくとも以下の点を記載すべきである。

- (i) 株主との対話全般について、下記(ii)～(v)に記載する事項を含めその統括を行い、建設的な対話を実現するように目配りを行う経営陣または取締役の指定
- (ii) 対話を補助する社内のIR担当、経営企画、総務、財務、経理、法務部門等の有機的な連携のための方策
- (iii) 個別面談以外の対話の手段（例えば、投資家説明会やIR活動）の充実に係る取組み
- (iv) 対話において把握された株主の意見・懸念の経営陣幹部や取締役会に対する適切かつ効果的なフィードバックのための方策
- (v) 対話に際してのインサイダー情報の管理に関する方策

5-1③ 上場会社は、必要に応じ、自らの株主構造の把握に努めるべきであり、株主も、こうした把握作業にできる限り協力することが望ましい。

## 【原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの戻直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関する具体的な何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

日本取引所金融商品取引法研究 第26号 2024年3月

ISSN 2188-2150

---



株式会社日本取引所グループ

<https://www.jpx.co.jp/>

〒103-8224 東京都中央区日本橋兜町2番1号

本冊子の内容につきましては、ホームページ

(<https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/01.html>)

でもご覧になれます。

本出版物は著作権法によって保護されており、株式会社日本取引所グループに無断で転用、複製又は販売を行うことは固く禁じます。

---

※ 本冊子における報告者及び出席者の肩書は、特に断りのない限り、各研究会当時のものです。