

〔論 説〕

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——

黒 沼 悦 郎

- I 問題の所在
- II 東京機械製作所事件
 - 1 事実の概要
 - 2 判旨
- III 検 討
 - 1 強圧性を減じる必要性
 - 2 市場買付けと強圧性
 - 3 市場買付けと買付者の私的利益の追求
 - 4 市場買付けと公開買付け
 - 5 判旨の検討
 - 6 強圧性と MoM
- IV 今後の課題

I 問題の所在

株式取得により上場会社を買収する方法には、買付者が対象会社の株式を取引所市場で多くの小口の株主から順次買い付けていく「市場買付け」、市場外で少数の大株主から交渉により買い付ける「相対（あいたい）取引」、及び市場外で多くの小口の株主から一斉に買い付ける「市場外買付け」がある。市場外買付けには金融商品取引法（以下、条文番号を示すときは「金商法」という）上の公開買付規制が適用され、情報開示、公開買付期間の法定、公開買付価格の均一、別途買付け（公開買付以外の方法による買付け）の禁止、投資者の平等取扱いといった規制が適用される（金商法27条の2以下）。また、相対取引のうち、60日間で10人以下の者から買い付け、買付後に対象会社の株券等所有割合（議決権割合）が3分の1を超える場合には、公開買付けの方法によらなければならない（「3分の1ルール」と呼ばれる）。つまり、少数の大株主から相対取引により株式を取得することが禁止される。これらに対し、市場買付けにより上場会社の株式を買い付けていき株券等所有割合が2分の1を超えるような行為に、公開買付規制は適用されない。ただし、買付者は、株式取得が5%を超えた段階で、大量保有報告書を内閣総理大臣に提出して公表しなければならない（金商法27条の23）。大量保有報告書には、保有目的、取得・処分の状況、取得資金の出所等が記載され、記載事項に変更があった場合や株券等所有割合が1%以上変動した場合には、その都度、変動報告書を提出する（金商法27条の25）。

EU諸国では、市場外買付けが公開買付規制の対象となるほか、市場買付け、相対取引を問わず、買付者の所有割合が一定割合（たとえば30%）を超えた段階で、買付者に公開買付けを行う義務を課している。したがって、相対取引や市場買付けによる支配権の取得は禁じられ、上場会社の支配権の取得は公開買付けの方法に限定されることになる。

これに対しアメリカでは、市場買付けや相対取引は公開買付けの定義に該当せず、公開買付規制の対象とならない。このように公開買付規制の適用範囲はEUでは広く、アメリカでは狭く、日本はその中間にあるといえる。

日本では、敵対的買収は公開買付けの方法によって企図されることが多く、買収防衛策の適法性を検討した裁判例もそのような事例ばかりであった。ところが、令和3年に、市場買付けの方法により対象会社の支配権を取得しようと

する買付者が現れた（本件）。市場買付けの場合、市場で特定銘柄の株式を大量かつ急速に買い付けることになるため、株価が急騰してしまうが、最低 20 営業日（対象会社が反対した場合、最低 30 営業日に延長される）を要する公開買付期間よりも短期間に支配権を取得できる可能性があり、対象会社に買収防衛策の策定・発動の余裕を与えない点で問題があると一般に受け止められた。他方で、市場買付けによる支配権の取得が日本では許容されている点に鑑みると、買付者の行為はなんら問題がないことになる。買付者の市場買付けに対し、本件の対象会社は取締役会決議により差別的行使条件付新株予約権の無償割当てによる買収防衛策を導入し、買付者による差止仮処分申請中に、その防衛策について株主の意思を確認する株主総会決議（勧告的決議）を、買付者の議決権行使を除外した形で受けた。裁判所はいずれの審級においても新株予約権無償割当ての差止仮処分を認めなかったが、この事件は、①市場買付けに対して買収防衛策が認められた点、②買収防衛策の是非に関する株主の意思確認が、買付者とその関係者を除く、いわゆる MoM（Majority of Minority, 少数株主の過半数）要件の下で認められた点で初めてのケースであり、注目を集めている。

本件については、敵対的買収とその防衛策に関する会社法を含むさまざまな論点が検討の対象となるが、本稿では、①の点、つまり市場買付けに対して株主総会決議による買収防衛策を発動することが、そもそも正当化されるのかという点に絞って検討を加える。その理由は、(1) 市場買付けは公開買付けに比べて強圧性が高く、支配権取得の方法として不適切なため、(2) MoM という、より緩やかな要件による買収防衛策の発動が認められるとする論調が一般的であるところ、筆者は、まったく逆に、本件の市場買付けにはいわゆる強圧性がなく、株主総会決議による買収防衛策の発動は正当化されないと考えているからである。なお、筆者は、本件仮処分債権者の依頼を受けて、抗告審段階で裁判所に意見書を提出していることを付言しておく。

¹⁾ 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 2286 号（2022）4 頁以下参照。

II 東京機械製作所事件

1 事実の概要

Yは新聞用輪転機等の製造・販売を目的とする会社であり、その株式を東京証券取引所市場第一部に上場している。X1はファンドの運営等を目的とする株式会社であり、X2はX1の完全子会社である（以下、X1とX2を併せてXという）。Xは、令和3年6月9日（以下、年月日につき令和3年を省略）から市場内取引（立会取引、本稿にいう「市場買付け」と同義）によるY株式の共同取得を開始し、7月20日にXは大量保有報告書を提出したが、同報告書中の保有目的は「純投資」とされていた。

Xは、市場内取引によるY株式の取得を進め、7月21日に変更報告書を提出・公表したが、同報告書では保有目的が「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。」に変更された。その後もXは、同月26日付、同月29日付、同月30日付に変更報告書を提出・公表した。

Yの取締役会は、8月6日、有事導入型買収防衛策（本件対応方針）を決定し、これを公表した。本件対応方針では該当する買付者に意向表明書の提出、取締役が求めた情報の提供を求め、60日間の評価検討期間を設定し、買付者が手続を遵守しない場合には取締役会が独立委員会の勧告を受けたうえで対抗措置を発動するが、事後に株主意思確認総会の場で株主の承認を求める旨等が定められていた。

Xは引き続きY株式の取得を行うとともに、Yからの質問に対し、8月26日に、現経営陣に経営を委ね、取締役候補者を派遣することを予定していない旨、Y株式の上場維持を考えておりY株式の非公開化（二段階買収）は一切考えていない旨を回答するとともに、これを公表した。

Yの取締役会は、8月30日、独立委員会の勧告を受けて、本件対抗措置を取ることを決議した。本件対抗措置の主な内容として、①X及びその関係者（非適格者）による権利行使を認めない差別的な行使条件を付したA新株予約権を基準日時点の全株主に割り当て、②A新株予約権には、非適格者以外の株主からは普通株式と引き換えにこれを取得する一方、非適格者からは別のB新株予約権と引き換えにこれを取得する旨の差別的取得条項が付されていた。また、

本件対抗措置については、株主意思確認総会において本件対抗措置の発動が承認可決されなかった場合には、無償割当てを中止することとされ、また、当該議案は、X及びその関係者並びにXの取締役及びその関係者以外の出席株主の過半数をもって承認可決と取り扱うこと（MoM要件）とされた。このほか、本件新株予約権の効力発生日までに非適格者が、8月30日から6か月以内に株券等保有割合を32.72%以下まで減少させることを誓約する等した場合には、独立委員会の勧告に基づき、本件新株予約権無償割当ての実行を留保するものとされた。

8月30日以降もXは市場内取引によるY株式の取得を進め、9月10日時点におけるXの議決権割合は40.2%であった。Yが本件対抗措置について株主の意思を確認する臨時株主総会（本件株主意思確認総会）に係る基準日を9月14日とする公告を行ったところ、Xは、9月17日、Yに対し、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であり、また、株主平等原則に反すると主張して、会社法247条1号、2号の類推適用に基づく差止請求権を被保全権利として、本件新株予約権無償割当ての差止仮処分命令の申立てを行った。

Yは、10月6日に招集通知を発し、10月22日、本件株主意思確認総会を開催した。同総会では、議長から、本件対抗措置の発動に関する承認議案（新株予約権の無償割当ての件。本件議案）の説明等がされ、その後、X代表者による反対の意見陳述、X代表者及びX代理人からYに対する質疑並びにYによる応答、出席株主からXに対する質疑及びX代表及びX代理人による応答などがされた後、本件議案についての採決が行われた。Yは、基準日の議決権総数8万6668個、出席株主の議決権の総数3万8017個（X・Xの代表取締役及びその関係者の議決権3万5000個を除外した数）、そのうち賛成議決権数を3万0022個、反対議決権数を6794個、棄権議決権数を1211個と集計し、本件議案が過半数の賛成により可決されたものとした。なお、X2は株主から集めた委任状（議決権数は5580個）を提出したが、同委任状の記載に誤りがあったため、Yはこれを無効として議決権の数に算入しなかったが、同委任状を反対票と取り扱った場合、決議に賛成の議決権の割合は68.86%となる。

2 判旨

東京地裁決定²⁾（一審決定）は、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であるとはいえず、株主平等原則の趣旨に反するともいえないとして、差止仮処分を認めなかった。

抗告審である東京高裁決定³⁾（本決定）も、一審決定を引用しつつ、同じ理由で本件新株予約権無償割当ての差止めを認めなかった。本稿では、本決定の次の判旨を取り上げて検討する。

「有価証券報告書提出会社の株式の買付けについては、買付後の株券等所有割合が3分の1を超える場合等には、株券等の公開買付け（TOB）が強制されているが（金融商品取引法27条の2第1項）、市場における株式取得は、TOB強制的対象外とされている。」

「Xのように、TOB強制的対象外の市場内取引における株式取得を通じて、上記3分の1を超える株式を短期間のうちに買収する行為は、一般株主からすると、投資判断に必要な情報と時間が十分に与えられず、買収者による経営支配権の取得によって会社の企業価値がき損され、ひいては株主の共同利益が害される可能性があると考えれば、そのリスクを回避する行動をとりがちであり、それだけ一般株主に対する売却への動機付けないし売却へ向けた圧力（強圧性）を持つ行為と認められる。」

「・・・Xは、令和3年6月9日からY株式の買付けを開始すると、同年7月20日にY株式の保有状況（同月13日時点の株券等保有割合8.08%、保有目的「純投資」）を公表するまでの間にY株式231万3600株（株券等保有割合26.50%）を取得し、更に同月21日にはその保有目的を「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。」に変更したと公表し、Y株式の買付けの期間、価格及び買付予定数等は明らかにしないまま、Yから前記・・・のような要請・警告を受けた後も、同年9月10日まで市場内取引によるY株式の買付けを進め、同日、Y株式348万5900株（株券等保有割合39.94%）を保有するに至った・・・。しかも、Xは、上記の間頃、Yの経営支配権取得後の経営方針について、現経営陣に経営を委ね、議決権行使を通じてYの企業価値・株式価値の向上を図るなどと表明するだけで、それ以上に経営方針や事業

²⁾ 東京地決令和3年10月29日資料版商事453号107頁。

³⁾ 東京高決令和3年11月9日資料版商事453号94頁。

計画は具体的に明らかにせず、Y株式の非公開化（二段階買収）は考えていないことも表明し、Yに対しては具体的な事業計画の開示、A株式会社における固定資産譲渡、Yにおける希望退職者の募集についての質問に対する回答を要請していたのである・・・以上の諸点に照らすと、XによるY株式の上記買付行為は、Yの株主ら（Xを除く。）にとって強圧性（前記で述べた売却への動機付けないし売却への圧力。より具体的には、株主が十分な投資考慮をすることができない状況で、会社の企業価値のき損のリスクを回避し、また、市場内買付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）があることは否定できず、このような株主らがXによるY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となるか否か、それを防止するために本件対抗措置を発動することが必要か否かについて株主総会において当該株主のみの意思確認を行うことは、直ちに不合理であるとはいえない。

そうすると、Y取締役会が、本件株主意思確認総会において、MoM要件をもって本件対抗措置の発動に関する承認議案を可決する決議をする（すなわち、議決権を行使することができるYの株主のうち本件非利害関係出席株主以外の者の議決権の行使を制限する）こととしたことも、上記のような趣旨に照らして直ちに不合理であるとはいえない。」

Xは上告したが、最高裁は、原審の判断は正当として是認することができるとのみ述べて上告を棄却した⁴⁾。

III 検 討

1 強圧性を減じる必要性

本決定は、Yの株主が強圧性（株価の下落前に早く株式を処分してしまいたいという売却に向けたインセンティブ）に直面していることが、株主総会による買収防衛策の発動を正当化すると見ているようである（より詳しくは2で論じる）。この点、

⁴⁾ 最決令和3年11月18日資料版商事453号94頁。

一審決定は、強圧性とはなにか、なぜ強圧性を減じる必要があるのかについて全く触れず、単に Y の株主にとって「相応の強圧性がある」から買収防衛策の発動が正当化されるとしていた。

本決定も一審決定も、ブルドックソース事件最高裁決定⁵⁾に立脚している。同決定は株主総会決議による買収防衛策の発動が正当化される根拠を、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値が毀損され、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」ことに求めている。これは会社法の論理そのものであるが、後述のように、理論的に正しいとは限らないし、政策的に妥当だとも限らない。そこで、株主総会決議による買収防衛策の発動が正当化される根拠にさかのぼって検討を加える必要がある。

強圧性 (coercive, coerciveness) はこれまで公開買付けについて論じられてきた。そこでは、強圧性とは、個々の株主が、買付者による支配権の取得が成功せず、対象会社が独立でいた方が株主の利益になると考える場合であっても、公開買付けが成功すると自己がより不利な立場に置かれると予想し、同様の予想を立てる株主が多ければ公開買付けが成功すると考えて、株式を提供する圧力を受けることをいう。たとえば、対象会社の市場価格が 100 円、支配権の取得を目指す公開買付けの公開買付価格が 1 株 110 円であるところ、ある株主 A が、公開買付けが成功した場合に対象会社に残存する株主の有する株式の客観的価値 (残存価値) が 1 株 80 円になると予想するとする。この場合、株主 A は、たとえ対象会社が独立でいる場合の株式の客観的価値 (独立価値) が 1 株 120 円と考え、したがって公開買付けが成功しない方が利益になると考える場合であっても、もし他の株主が公開買付けに応じる結果、公開買付けが成功すれば、残存価値 (1 株 80 円) が買付価格 (1 株 110 円) よりも低いので不利益を被ることになるため、公開買付けに応じるインセンティブが生じる。株主 A が他の株主が公開買付けに応じると考える理由は、他の株主 B も自分と同じように計算し、B 以外の株主が公開買付けに応じると自己に不利となるため、公開買付けに応じるインセンティブがあるからである。このように、強圧性は、将来の企業価値

⁵⁾ 最決平成 19 年 8 月 7 日民集 61 卷 5 号 2215 頁。

についての個々の株主の情報不足から生ずるのではなく、情報に基づいた合理的な投資判断から生ずるのである。したがって、情報開示を充実させることにより強圧性を減じることはできず、むしろ情報開示を充実させると強圧性が増すことになってしまう。

このような強圧性は、買付者が株式全部の買付けを目指している場合であっても、買収後に残存株主を買付価格と同額で直ちに締め出さすことをせず、したがって買付けに応じない株主がいる限り、生じる。

そして、強圧性を減じる必要性は、買付けに強圧性があると、上の例のように企業価値を毀損するような買収が成功する可能性が高まるので、そのような企業価値の毀損を防ぐことにある。上の例において、株主が互いに協力し合い買付提案に応じないことで、企業価値の毀損を阻止することができる。ブルドックソース事件最高裁決定の理論的な根拠も、株主が株主総会決議という協同行動によって効率的な結果を実現できる点に求められている⁶⁾。つまり、強圧性を減じる必要は集合行為問題の解決により効率性を向上させることにある。

公開買付けには多かれ少なかれ強圧性がある。それでは、どの程度の強圧性が存在するときに株主の協同行為による対抗策が認められるべきだろうか。公開買付者が公開買付後に第二段階の買収を行うか否かを明らかにしなかったり、支配権取得後の経営方針や事業計画を明示しなかったりする場合に、公開買付けに強圧性があり対抗策が正当化されるとの見方もある。しかし、株主の情報不足から生じる不確実性は上の例における残存価値の予想を多少下方修正させるものの、特に憂慮すべき事情ではない。買収者による経営に不安を感じる株主は、独立価値を実現するために、公開買付けに応じなければよいのである。このような株主の情報不足から生じる問題の解決が必要であれば、金融商品取引法で対処すべきであり、経営者の保身を可能にする買収防衛策に安易に頼るべきではない⁷⁾。これに対し、買収者が第二段階の条件として低い対価（上の例では 80 円）を明示して公開買付けを行う場合には、独立価値がいくら高くても強圧性が生じる。このような構造的な強圧性が存在する場合にのみ、株主の協同行為による対抗策が認められるべきである⁸⁾。

⁶⁾ 田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務，2012）247—249 頁。

⁷⁾ 田中・前掲注 6) 65 頁。

⁸⁾ 筆者は、構造的強圧性のある公開買付けは端的に金商法 157 条（不公正行為の禁止）に違

筆者が、このように構造的な強圧性が存在する場合に限定して対抗策を認めるのは、公開買付けには「ただ乗り (free ride)」の問題もあるからである。ただ乗りの問題とは、買付者が会社の支配権を取得すると企業価値が増加すると予想される場合に、買付者の行為にただ乗りしようとして株主が公開買付けに応じないため、企業価値を増加させるような公開買付けが失敗してしまうという問題である。ある公開買付けが強圧性を生じるものなのか、ただ乗りを生じるものなのかは、判定するのが難しい。そのうえ、強圧性とただ乗りとはトレードオフの関係にあるため、強圧性を排除する方策はただ乗りを助長してしまう。少しでも強圧性があれば買収防衛策を認める（企業価値を減少させる可能性のある買収を広く阻止する）ことにすると、ただ乗りを過剰に助長してしまう（企業価値を増加させる可能性のある買収が広く阻止される）ことになる。強圧性とただ乗りを同時に解消する方策として、公開買付けが失敗した場合には買付者は1株も取得せず、公開買付けが成功した場合には残存株主のすべてを公開買付価格と同額で対象会社から締め出す立法論が主張されている⁹⁾。しかし、この立法論は、公開買付けの方法による部分的な企業買収を認めないことを意味するところ、筆者は、そのような立法論は企業買収の実務に照らして政策的に妥当でないと考えている¹⁰⁾。

2 市場買付けと強圧性

市場買付けについて、株主の協同行為による対抗策が認められるか否かは、市場買付けによって公開買付けと同様の強圧性が生じるかどうかによって決えられる。

買収者が市場買付けを行うとき、買付期間や買付予定株数を明らかにして行う場合と明らかにしないで行う場合とがある¹¹⁾。これらを明らかにせずに買付けを行うときは、買付行為によって対象株式の市場価格が上昇することはある

反し、禁止されると解している（拙著『金融商品取引法〔第2版〕』（有斐閣，2020）308頁，拙稿「公開買付規制の理論問題と政策問題」江頭憲治郎編『株式会社法体系』（有斐閣，2013）539—541頁）が，そう解することができない場合には，株主の協同行為による対抗策が認められるべきであると考えます。

⁹⁾ 田中・前掲注6) 420頁（注213）。

¹⁰⁾ 拙稿・前掲注8) 544—545頁，拙著・前掲注8) 309頁。

¹¹⁾ 買付期間や買付予定株数は大量保有報告書の記載事項とされていない。

ものの、対象株式の株主に対し市場で売却するような圧力が生じるわけではない。

この点について、特定の買収者によって大量の市場買付けが行われていることが明らかになると、買付けが予告なく終了すると市場価格が下落するため、株主は市場価格が下落する前に早く株式を売却してしまおうというインセンティブを持つから、株主に売却圧力が生じるとする見解¹²⁾や、市場取引を通じた買収は、その「早いもの勝ち」の性質から強圧性を与えやすいとする見解¹³⁾がある。本決定の強圧性の捉え方（売却に向けたインセンティブ）はこれらの見解に立脚しているようである。しかし、買付期間が明示されていない場合、買付けが予告なく終了するから売り急ぐ者もいるだろうが、買付けがまだ続くからできるだけ遅く（市場価格が十分上昇するのを待って）売ろうとする者もいるだろう。買付者が買収を意図している場合、買収者は支配権を取得する最後の一株にはいくらでも高額の対価を払うだろうから、「遅いもの勝ち」となる可能性もある。

以上に加えて、市場買付けによって一時的に上昇することを利用して利益を得ようとする株主は、企業買収の成功によって企業価値が毀損されることを恐れて株式を売却するのではないから、市場買付けの際の売り急ぎを公開買付けの強圧性と同列に論じることにはできない。ここでは、株主の売り急ぎによって非効率な買収が助長されるという状況にはないので、強圧性の解消によって非効率な買収を阻止する必要もない¹⁴⁾。

したがって、市場買付けによって強圧性が生じることは、原則としてないといえる。

市場買付けによって強圧性が生じる可能性が唯一あるのは、買収者が買付時に、買付期間及び買付予定株数を公表するとともに、買収後に悪い条件で株主を締め出す旨を公表する場合である。この場合には公開買付けを前置する二段階買収と同じ構造的な強圧性が生じる。この買収を実現するには、市場買付けによって対象会社の議決権の3分の2に相当する株式を取得する必要があるから、ハードルが高いようにも思えるが、株主が泥船から逃げ出すように市場で

¹²⁾ 飯田秀総『公開買付規制の基礎理論』（商事法務，2015）143頁。

¹³⁾ 田中・前掲注6）411—412頁。

¹⁴⁾ 拙稿・前掲注8）546頁。

株式を売却するようになるから、買付者が議決権の 3 分の 2 以上を取得する蓋然性はかなり高いともいえる。

本決定は、X が株式の買付期間、価格、及び買付予定株数等を明らかにしないことをもって市場買付けが強圧性を有する根拠としている。しかし、以上に論じたように、市場買付けから強圧性が生じることはなく、むしろ買付期間及び買付予定株数を明らかにする市場買付け（しかも第二段階の低い締出し条件を明示するもの）に限って強圧性が生じる可能性があるのである。

3 市場買付けと買付者の私的利益の追求

本決定は、買付者が買収後に支配株主となって少数株主を抑圧するなど私的利益を追求する手段として市場買付けを選択する可能性があることを問題視しているのかも知れない。しかし、それは買付者による私的利益追求の問題であって強圧性の問題ではない。

たしかに、買付者が私的利益を追求するために買収を企図する場合には企業価値を毀損する（又は増進しない）買収が行われる可能性がある。しかし、その可能性は公開買付けと市場買付けとでいずれが大きいということはなく¹⁵⁾、私的利益が追求される可能性があることは市場買付けの場合にのみ株主の協同行為による対抗策を認める根拠とはならない。

4 市場買付けと公開買付け

本決定は、市場買付けによる支配権取得では、買付者が支配権を取得することの是非について株主が判断する機会を与えられないまま支配権の取得が実現してしまうおそれがあることを憂慮したのかも知れない。公開買付けによる支配権取得の場面では、株主は買付けに応募するかどうかの判断によって、支配権取得への賛否を表明している。そうだとすると、第 1 に、強圧性がないことを前提とすれば、市場買付けが行われている期間に市場で株式を売却する判断をした株主は、買付者による支配権取得に賛同したと考えることができるであろう。第 2 に、大量保有報告書では買付期間、価格、買付予定株数が開示されないから、買付者が支配権を取得しようとしているかどうか分からないという

¹⁵⁾ 拙稿・前掲注 8) 549 頁, Tomotaka Fujita, *The Takeover Regulation in Japan: Peculiar Developments in the Mandatory Offer Rule*, 3 UT SOFT LAW REVIEW, 40 (2011).

問題はあつる。しかし、だからとつて、対象会社の経営陣が主導権を握る株主総会において株主に判断機会を与えることが直ちに正当化されるとはいへない。第3に、対象会社の経営陣は、支配権の取得を目指す市場買付けを公開買付けに変更させることができる。他者による公開買付期間中に、株券等所有割合が3分の1を超える者が5%を超える株券等の買付け等を行う場合には、公開買付けの方法によらなければならない（金商法27条の2、金商令7条5項6項）。ある者Aが公開買付けを行っている場合、その者は市場で対象会社の株式を買い付けることが禁止されるので（金商法27条の5）、支配権の取得を目指す他の者Bも公開買付けの方法によらなければならないと考へられたからである。そこで、本件でXの株券等所有割合が3分の1を超えそうな段階で、Yが友好的な第三者に依頼してY株式に対する公開買付けを開始してもらえば、Xは市場買付けを中止し、公開買付けに移行せざるを得なくなるのである。そして、公開買付けであれば、買付期間、価格、買付予定株数が固定される。このとき友好的な公開買付けはYの全株に対するものでなくてもよいし、公開買付価格も市場価格を下回るものであつてもよい。極端な話、Y社の役員Cが個人として、価格1円でY株式に対する公開買付けを開始すれば、そのような公開買付けには誰も応募しないであろうから、CもY株取得のための費用を負担することなく、Xの市場買付けを阻止することができる。もちろん、このような公開買付けは脱法として許されず、このような公開買付けによつてXの市場買付けは阻止されないという見方もあるだろう。しかし、市場買付けによる支配権取得は脱法的で問題であるという立場を前提とすれば、これを阻止する公開買付けが脱法的とはいへないであろう。

5 判旨の検討

判旨は、「投資判断に必要な情報と時間が十分に与えられず、買収者による経営支配権の取得によつて会社の企業価値がき損され」と述べ、あたかも投資判断に必要な情報と時間が十分に与えられないことと、株主において企業価値が毀損されると考へることとが何らかの関係があるように判示している。しかし、投資判断に必要な情報と時間が十分に与えられないことと、買収者による経営支配権の取得によつて会社の企業価値が毀損されると株主が考へるか否かは全然、別個の問題である。本件では、金融商品取引法が求める投資判断に必

要な情報は提供されていたし、もし、それでも不足するのであれば、それは金融商品取引法を改正すべき問題である。投資判断に必要な時間が与えられていたかという点、会社の組織再編のように株主の決定が必要な事項については決定までの間に十分な時間が与えられるべきであるが、市場で売買をするもしないも株主の自由であるから、市場取引にとって必要な時間が十分に与えられていなかったことにはならない。Xの市場買付けに関する情報が足りないと思う株主はY株式を売却しなければよいただけの話である。また、繰り返しとなるが、強圧性は、投資判断に必要な情報と時間が十分に与えられ、対象株式の残存価値が買付価格よりも低いと計算できる場合に生じるのであり(1)、情報不足の状態では強圧性は生じない。

以上に加えて、本決定が挙げる次の諸点は、いずれも強圧性が生じたとみる根拠とはならない。

第1に、本件のXは対象株式の買付けについて、買付期間及び買付予定株数を明らかにせずに市場買付けを行っている。これらの事項は、Xが金融商品取引法上の大量保有報告書を提出する義務を負う以前はもちろん、当該義務を負った後も開示する必要のない事項であり、これらの事項を開示しない市場買付けによって強圧性が生じないことは、2で述べた通りである。

第2に、本決定は、Xが、支配権取得後の経営方針について、現経営陣に経営を委ねる旨を表明するだけで、経営方針や事業計画を具体的に明らかにしていなかったことを挙げる。しかし、公開買付けに関連して1で述べたように、経営方針や事業計画を明示しないことが強圧性を生じるとは考えられない。それに加えて、現経営陣に経営を委ねることは一つの経営方針といえる。仮に経営方針・事業計画を明示しないことが株主に不安を与えるとしても、現経営陣に経営を委ねるのであれば、X支配下のY社の企業価値は現経営陣の下でのそれと変化しないはずである。Xが現経営陣に経営を委ねる旨を表明し、経営方針や事業計画を具体的に明らかにしていなかったことは、株主総会の決議による買収防衛策の発動を正当化するものではない。

第3に、XらはY株式の非公開化(二段階買収)は考えていないことを表明していた。本決定がこの点をどう捉えているのかは明らかでないが、二段階買収を考えていないことを表明していたことは、将来の不確実性を減じ、想定される強圧性を減じる方向に作用する事実である。Xの市場買付けが、2で述べた、

例外的に強圧性を生じる市場買付けに該当しないことは明らかである。

第4として、本決定は、Xらが、Yから要請・警告を受けた後もY株式を買進めたことを挙げる。しかし、そのことが、Yの経営陣に不安を与えたとしても、Yの株主に不安を与えることにはならないから、強圧性とは関係がない事情である。

結局、本決定は、情報不足の問題と強圧性の問題を混同してしまった点に大きな誤りがあるといえる。

6 強圧性と MoM

本決定は、XによるY株式の市場買付けが強圧性を有することを理由に、XによるY株式の買付行為が会社の企業価値の毀損ひいては株主の共同利益を害することとなるか否か、それを防止するために本件対抗措置を発動することが必要か否かについて、株主総会においてX以外のY社株主のみの意思確認を行うことは、直ちに不合理であるとはいえないとした。

筆者は、本件の市場買付けが強圧性を有するとは考えないので、そもそも株主総会決議による買収防衛策の発動は正当化されるとは考えていない。ここでは、仮に（強圧性の有無とは関わりなく）、株主の意思を確認して買付行為に対する対抗策を採用することを認めるとした場合に、株主意識確認総会の決議要件としてMoM要件（本件非利害関係出席者以外の者の議決権を制限すること）を用いることが適法かどうかを検討する。

MoM要件は、一般には「少数株主の過半数」要件のことであり、株主総会決議を要する議案について、法定の多数決要件に加えて少数株主の過半数が議案に賛成することを求める考え方である。MoM要件のアイディアは、少数株主の利益を保護するために用いられており、親子会社間の買収について子会社取締役の決定が経営判断の原則の適用を受けるための要件の一つとして、アメリカの判例で認められている¹⁶⁾ほか、従属上場会社の社外取締役の選任についてMoM要件を課すという意見¹⁷⁾として現れてきている。

¹⁶⁾ Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A. 3d 635 (Del. 2014).

¹⁷⁾ 東京証券取引所「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）9頁【意見の一つとして記載】。

<https://www.jpex.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/nlsgeu000004x9ug.pdf>

本件で問題となった取引（市場買付け）は、親子会社間の組織再編行為でも子会社取締役の選任でもなく、従来 MoM 要件が想定される場面とは大きく異なる。また、X は、本件株主意思確認総会の時点で、議決権割合にして 40% 程度の Y 株式を保有するに過ぎず、Y 社の支配株主ではない。本決定は、「売り急ぎ」のインセンティブが株主に生じていることを指摘するが、そのことからなぜ当該株主にのみ企業価値の棄損の有無や買収防衛策の適否を判断させることが正当化されるのか、説得的な理由が示されているとはいえない。

MBO において、支配権を有しない者が公開買付けを行い、第二段階として組織再編行為を行う場合、MoM 要件を満たしているかどうかは、組織再編行為に賛成した少数株主の数と公開買付けに応募した株主の数を合算して判断するのが一般的である。なぜなら、そうしないと、MBO の買付者が公開買付けにおいて賛同を得て多数の株式（たとえば 80%）を取得すればするほど、残部の過半数に当たる極めて少数の株主（上記例では 10%）の反対により MBO が阻止できてしまうからである¹⁸⁾。

X が公開買付けの代わりに市場買付けを行った本件にも同じ理が当てはまる。なぜなら、X の市場買付けに応じて Y 株式を売却した者は X の支配権取得に賛同したか、少なくとも反対しない趣旨で株式を売却したと考えることができるからである。もし、X の有する株式全部について議決権を排除すると、利害関係のない株主の意向を把握するという MoM 要件の趣旨が損なわれてしまうのである。

この点について、市場買付けの場合、買付者は、株主総会の基準日までに株式を買い増すことによって買収防衛策の発動を困難にすることが可能であり、そのような場合に対象会社の「株主の意思」をいかにして確認するかが重要な課題であるところ、本件でとられた MoM 要件は、まさに、そのような課題に応えるものであったとする見解がある¹⁹⁾。しかし、そうであるならば、対象会社を買収防衛策を採用した時点以降に買収者が市場で買い付けた株式についてのみ株主意思確認総会における議決権を認めなければ足りるといえる。この見解は、また、X の議決権行使を認めない理由として、強圧的な市場買付けに応

¹⁸⁾ 経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」(2019) 40 頁 (注 74)。

¹⁹⁾ 田中・前掲注 1) 10 頁。

じて Y 株式を売却した株主は、X による Y 社の支配権の取得に賛同する意思であったと評価することはできないという²⁰⁾。しかし、筆者は、上述のように、株式の市場買付けに強圧性はないと考えるので、公開買付けの場合と同様、市場買付けに応じた株主は X による Y 社の支配権の取得に賛同する意思であったと評価できると考えている。また、本決定のいうように Y 社株式を売り急いだ者はいると思われるが、その者は、X による Y 社支配権取得後の企業価値が上がるか下がるかといった予想に基づいて行動したのではなく、市場買付けが終了するより前に利益を得ようとして行動したに過ぎないので、せいぜい Y 社の支配権の取得に無関心であったに過ぎないと思われる。したがって、仮に X 以外の Y 株主の意思を確認する必要があるとしても、少なくとも、X が支配権の取得を表明して以降、Y 社取締役会が買収防衛策を決定するまでの間に X が取得した株式については議決権の行使を認めて株主の意思を確認すべきであった。

IV 今後の課題

本決定は、市場買付けの方法による支配権取得の試みに対する対象会社の防衛策は、MoM要件を満たす株主意思確認総会の決議で発動できるとした。市場買付けに対しては取締役会決議による買収防衛策の発動を認めるべきだとする見解もあったが、本決定はそこまでは踏み込んでいない。ただ、市場買付けに対しては取りあえず取締役会限りで買収防衛策を発動させ、後に開催する株主意思確認総会で承認を受ける（承認がされなければ、買収防衛策の発動は撤回される）ことができるから、対象会社は市場買付けに迅速に対応することができるようになった。そして、本判決の判断を正当として是認できるとの最高裁決定も出されたことから、今後は、上場会社の支配権の取得を市場買付けによって試みる者は出てこないだろうと予想される。

他方、本決定が正しいものとして、市場買付けは強圧性が高く企業買収の方法として不適當なものであることを認めると、EU のように、市場買付けによる会社支配権の取得を金融商品取引法で禁止すべきであるという立法論が力を

²⁰⁾ 田中・前掲注 1) 11 頁。

増してくると思われる。その場合、一定の株券等所有割合（たとえば3分の1）を超える場合に市場買付けを認めず、公開買付けを強制するだけではうまくいかないので、EUのように一定の買付者に公開買付義務を課す方式を採用しなければならないことになるだろう。このように企業買収の方法として公開買付けのみを認めるというのが一つの方向性である²¹⁾。

筆者は、公開買付規制の目的が投資判断に直面した投資者の保護にあるという立場から、企業買収の方法としては、公開買付けのほかに相対取引や市場買付けも認められるべきであると考えてきた²²⁾。しかし、企業買収のためには適切な買収方法が一つ用意されていれば足りるともいえるので、今後は企業買収方法としての公開買付規制の改善に取り組むことが重要であろう。

²¹⁾ 本決定により、市場買付けに対する買収防衛策が広く認められたから、市場買付けを放置してよいという立法政策も考えられなくはない。

²²⁾ したがって、相対取引を禁止する「3分の1ルール」（金商法27条の2第1項2号）には立法論として反対している（拙著・前掲注8）280-281頁）。