

判例研究

〔商法 六三五〕 富士興産新株予約権無償割当差止請求抗告事件

東京高決令和三年八月一〇日
令和三(三)第二〇〇八九号新株予約権無償割当差止仮処分命令申立事件
(確定)

金融・商事判例一六三〇号一六頁、資料版商事法務四五〇号一四三頁、
商事法務別冊四七〇号二四〇頁

〔判示事項〕

公開買付けが開始され、公開買付者による経営支配権取得の可能性が現に生じ、これに対応する措置として新株予約権無償割当が行われる場合であっても、対応方針の導入および当該新株予約権無償割当について株主総会の普通決議に諮り、いずれかが承認されなければ当該新株予約権無償割当を中止する方針であったときは、公開買付けの是非について、会社の利益の帰属主体である株主自身に

判断させるための機会を確保することを主たる目的としたものと評価することができる。

公開買付けによる買取に対する対抗手段の発動が必要か否かの判断は、現経営陣と買取者側のいずれに経営を委ねるべきかという株主の判断の問題であるから、株主総会の場で、株主の多数が、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り、必ずしも特別決議の要件を超える多数の

株主の賛成を得る必要性はない。

〔参照条文〕

会社法二四七条

〔事 実〕

Y社（債務者、相手方）は、石油類等の精製加工等を目的とする株式会社であり、東京証券取引所市場第一部上場の取締役会設置会社である。

X（債権者、抗告人）およびA（訴外。以下両者を「Xら」）は、日本の上場株式への投資等を目的とするファンドである。

Xらは、シンガポールの投資運用会社Bキャピタル（訴外、以下「B」との間で、投資一任契約を締結した令和二年八月七日以降、B名義でY社株式の取得を開始した。Bは、株式取得開始前後からY社と面談し、同年一月二六日には、マネジメント・バイアウト（MBO）により非公開化することなどを検討するよう提案したが、Y社はこれを断った。

Xらは、令和三年四月二八日、Y社株式の公開買付け（以下「本件公開買付け」）を行う旨、買付期間を同日から同年六月一四日までとし、買付予定数の上限は設定せず、下限を公開買付け成立後のXらの株券等所有割合が四〇%

となる株式数と設定する旨の公開買付届出書を財務局に提出した。同届出書で、Bは、本件公開買付け成立後Y社の株式全てを取得できなかった場合には、全ての株式を所有することとなるよう株式併合等の実施を要請し、株式併合により端数となる株式の買取価格は本件公開買付けに係る買付価格と同一の水準となるよう設定すること、Y社の経営は引き続き現経営陣に委ね、現経営陣が今後策定する経営計画を支持する予定であり、これと異なる独自の経営方針または計画は有していないことなどを説明していた。

Y社は、同年五月七日、独立委員会を設置した。同月七日、本件公開買付けに対する意見表明報告書を提出した。同報告書にはXらへの質問事項を記載したが、Xらからの回答は、具体的な内容を含むものではなかった。

Y社は、同月二四日、取締役会において、不適切な者によってY社の財務および事業の方針の決定が支配されることを防止するための取組みとして、本件公開買付けへの対応方針（以下「本件対応方針」）を導入することを決議し、その旨を公表した。

Y社は、同月二八日、同日付の書簡により、同年六月九日正午を期限として本件公開買付けの終了日を少なくとも同月二五日（定時株主総会開催予定日の翌日）まで延長す

ることを要請した。Y社は、取締役会において、本件公開買付けに対して反対の意見を表明すること、本件対応方針に基づく対抗措置（以下「本件対抗措置」）の発動について株主意思確認総会を開催することなどを決議し、その旨を公表した。

Xらは、同年六月八日、終了日の延長申請を拒絶する旨の回答書を送付した。

Y社は、同月一日、取締役会において、本件対応方針に従い新株予約権の無償割当て（以下「本件新株予約権無償割当て」）を行うこと、および、同月二四日開催の定時株主総会で、①本件対応方針の導入および②本件新株予約権無償割当てについて普通決議による承認が得られなければ、本件新株予約権無償割当てを中止することを決議し、その旨を公表した。本件新株予約権無償割当ては、その効力発生日を同年八月三一日とし、また、取締役会決議に基づき、権利行使期間開始日より前である同年九月一日にY社が新株予約権を取得することとし、Y社株式をその対価とすること、ただし非適格者に指定されているXらには新株予約権をその対価とすること（差別的取得条項）などとするものであった。

Xは、裁判所に、手続中の本件新株予約権無償割当てを

仮に差し止める申立てをした。

同年六月二四日開催の株主総会では、本件新株予約権無償割当ての承認を求める議案は、議決権行使総数の過半数を超える六六%の賛成を得て可決された。

原決定（東京地決令和三年六月二三日・金融・商事判例一六三〇号二三頁）は、Xの申立てを却下した。不正該当性については、（ア）Y社取締役とXらとの間の争いは、実質的にはY社株式の非公開化の是非であったこと、（イ）Y社取締役会による本件対応方針の導入と本件新株予約権無償割当ての決定は、Xらに情報提供を求め、株主に熟慮の時間を確保することを主要な目的とするものであったこと、（ウ）Xらには、本件新株予約権無償割当てによる不利益を免れる余地があること、（エ）本件対応方針の導入および本件新株予約権無償割当てのいずれかについて、株主の承認が得られなければ本件新株予約権無償割当ての撤回を予定していたことは、取締役会が、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株主自身に判断させようとするものであったこと、（オ）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こと、などの事情を挙げて、「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はいえない」とし

た。また、株主平等原則との関係については、右(イ)(ウ)(エ)(オ)の諸点に鑑みると、「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」ず、したがって、「株主平等の原則の趣旨に反するものではない」とした。

〔決定要旨〕 Xの抗告棄却

「当裁判所も、Xの本件公開買付けに対して、Y社には買取防衛策を導入する必要性が認められ、買取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、あるいは著しく不正な方法によるものともいえないと判断する。その理由は、原決定の「理由」中の第3の2に記載のとおりであるから、これを引用する。」

不正該当性について

「会社法247条2号にいう「当該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」とは、経営支配権の維持又は争奪などの不当な目的を達成する手段として新株予約権の発行がされる場合がこれに当たると解される。ところ、新株予約権の発行について複数の目的が併存しているような場合には、そのうち主要な目的により新株発行の公正性を判断するのが相当である。」

これを本件についてみると、本件新株予約権無償割当ては、本件公開買付けが開始され、XによるY社の経営支配権取得の可能性が現に生じたために、これに対応するため、に執られた措置であるものの、原決定の判示のとおり、Y社の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たる目的としてされたものと推認することはできない。特に、Y社は、本件対応方針の導入及び本件新株予約権無償割当ての承認について、本件株主総会の普通決議に諮り、これらのいずれかが承認されない場合には本件新株予約権無償割当てを中止する方針であったこと……からすれば、本件公開買付けの是非について、会社の利益の帰属主体である株主自身に判断させるための機会を確保することを主たる目的としたものと評価することができる。」

株主総会決議の要件について

「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(最決平成一九年八月七日・民集六一卷五号二二一五頁)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、買取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。すなわち、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、買収提案の具体的内容や、買収者側と現経営陣との交渉経過等も明らかにされ、株主が意見を述べる機会を与えられた株主総会の場で、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り、必ずしも特別決議の要件を超える多数の株主の賛成を得る必要性はないものというべきであるし、……Y社が株主総会の普通決議によることとした理由にも合理性があるものと認められる。」

〔研究〕

一 本件は、有事導入・有事発動の買収防衛策としての新株予約権無償割当てについて差止仮処分の申立てがされ、申立てが却下された事案である。やはり有事導入・有事発動の買収防衛策としての新株予約権無償割当てが認められた著名な事件として、ブルドックス事件（前掲・最決

平成一九年八月七日）がある。しかし、同事件では、新株予約権無償割当ては、定款の定めにより株主総会特別決議を要することとされ、これを得たものであり、株主総会の権限（会社法二九五条二項）においてされたものであった。同事件におけるブルドックススキームは手続としては最高度に手堅いものであったから、多くの会社にとって、同様の状況に直面したとしても同じスキームを採用して実施することは困難とみられ、現実的なものとはいい難かった。このため、有事導入・有事発動の買収防衛策としての新株予約権無償割当てが認められるとしても、どのような手続を経たものであれば許容されるのか明確ではなかった。本事件の判断は、この点に手がかりを与えるものとして、大きな意味を持つ。

本件のスキームは、公開買付け開始後に、これに対する対応方針の導入および対抗措置の発動としての新株予約権無償割当てを、独立委員会の勧告を得た取締役会が、その決議により行うものであったが、来たる株主総会において、導入および発動のいずれかについて株主の承認が得られなければ、新株予約権無償割当てを撤回することを予定するというものであった。株主の承認を諮る場合は定時株主総会であるから、法定の招集手続に応じて集まった株主の会議

に諮られることになるが、決議としてはいわゆる勧告的決議に止まるものである。また、この決議は普通決議の要件を充たせばよいとされた。本決定は定時株主総会が開催されその承認があつた後の判断であるのに対して、原決定は承認決議未了（定時株主総会開催前）の時点での判断であり、原決定にも独自の意義がある（太田洋「判批」商事法務二二七五号（令和三年）四〇〇四一頁）。

一方、同じく有事導入・有事発動の買取防衛策としての新株予約権無償割当てが問題となつた東京高決令和三年四月二三日・資料版商事法務四四六号一三〇頁（日本アジアグループ事件）では、差止仮処分が認められた。両事件で結論が分かれたのは、日本アジアグループのスキームでは、導入・発動について株主総会の承認を得ることが予定されていなかったことであつたといえそうである（弥永真生「判批」ジュリスト一五六二号（令和三年）三頁、太田・前掲四四頁、村田敏一「判批」私法判例リマックス六五号（令和四年）八三頁）。

二 前述のように、本決定は、本件対応方針の導入および本件新株予約権無償割当ての承認に係る株主総会の決議（以下「本件決議」）は、勧告的決議かつ普通決議でよいとした（村田・前掲八四頁）。買取者側への手続保障と株主

への情報提供の観点から、会議の場において諮られることを必要とするものようである。決議要件について本決定は、特別決議を要しないとす理由として、新株予約権無償割当ては、法律上、決議要件として特別決議を要するものとされていないことを指摘するほか、「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」とする。学説では、普通決議でよいとするものと、特別決議を指向するものとに分かれる。普通決議でよいとする学説は、取締役の選任や支配株主の異動を伴う募集株式の発行等などの決議要件（会社法三四一条、二〇六条の二、二四四条の二）を挙げ、支配権移転に関する判断と、現経営陣・買取者側の提案する候補者の選択の問題とは、同レベルの問題であるとする（飯田秀総「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——」商事法務二二四四号（令和二年）一〇頁（買取防衛策の有事導入に要する決議について）、武田典浩「判批」税務事例五四卷八号（令和四年）一〇九頁）。また、特別決議を必要とすると少数派の賛同しか得ていない支配権取得が実現してしまふ懸念があることを指摘するもの（田中亘「防衛策と買取法制の将来（上）」——東京機械製作所事件の法的検討——」商事法務二二八六号（令和四年）一四頁注三五）

がある。他方、普通決議でよいことに懸念を示す見解（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」民商法雑誌一五八巻二号（令和四年）三一六頁）は、防衛策発動は本来であれば株主に認められたはずの株式売却機会を奪い、あるいは株主平等原則（の趣旨）に反する事態が生じうることからすれば、会社法上特別決議が要求される場面と同程度に重要な意思決定となりうることを指摘する。困難な問題を含むが、普通決議で足りると解するとしても、後者の指摘を踏まえれば、できるだけ多数の株主の意思が反映されることが望ましいと考えられ、会議成立のための定足数についても十分な注意が払われるべきように思われる。上場会社の多くは、定款により定足数を排除（会社法三〇九条一項参照）したり、緩和（同条二項、二〇六条の二第五項など参照）したりしているものと推察される。勧告的決議にもそうした定款規定の適用（類推適用）が考えられなくはないが、説明は難しいであろう（例えば、役員選任決議について定足数緩和を定款上定めていたとしても、勧告的決議に当然には及ばない。逆に、定款で加重されている決議要件・定足数についても同様に及ばない）。勧告的決議に、定款による定足数規定が適用できないとすれば、会社法が定める原則

としての定足数（会社法三〇九条一項二項）の確保が求められるべきことになろう。本件においては、同じ株主総会で、取締役選任議案が、議決権を行使することができる株主の議決権の三分の一以上を有する株主が出席した場において過半数の賛成で可決したと認定されているので、定款で定足数を緩和していたことが推察される。本件決議もこの水準の定足数は充たしていたことにはなるが、決議要件について考える際には、定足数についても留意すべきであろう。

三 株主平等原則適合性と不公正性が問題とされた本件新株予約権無償割当てについて、本決定および原決定が、不公正該当性を先に検討し、平等原則についての判断を後回しとしたことについて批判がある（太田・前掲四一頁四七頁）。確かに、株主平等原則適合性違反があれば、問題の会社行為は違法となり、不公正性を問題とするまでもないという関係にある。ただ、本件では、結論として差止めは認められなかったから、検討順序の問題はさほど問題とするには及ばないように思われる。また、主要目的ルールをベースとした判断枠組みを採用したこと（太田・前掲四三頁、村田・前掲八四頁、武田典浩「判批」税理六五巻一号（令和四年）二四八頁）、および、その判断に当たっ

て、主要目的を公開買付けの是非を株主に判断させる機会の確保としたことにも批判がある(村田・前掲八四頁)。確かに、ブルドックソース事件の東京地裁(前掲最決の原々審)決定(平成一九年六月二八日・別冊商事法務三一 一四二四三頁)は、株主総会決議に基づく新株予約権無償割当ての判断には、取締役会権限でなされる場合の法理は妥当しないとしていた(同二五三―二五四頁)。また、ニッポン放送事件東京高裁決定(平成一七年三月二三日・判例時報一八九九号五六頁)は、主要目的は現経営者の支配権維持・確保にあるとしたりうえで、発行を正当化する特段の事情(濫用的買収者該当性)の有無を判断しうるとしたもので、特段の事情の判断は主要目的の秤の埒外で行うことを示したものであったと思われる。本決定の主要目的の認定は、ニッポン放送事件決定におけるものとは異なるようである。しかし、前掲・東京高決令和三年四月二三日も、株主が判断する機会の確保を「主要目的の判断に取り込む」(尾崎悠一「判批」ジュリスト一五七〇号(令和四年)八五頁)かのような説示をしており、さらに、学説にも、「経営支配権争いについて株主が適切に判断する機会を確保することを主要な目的」(田中・前掲一〇頁〔取締役会限りの決定で行う場合について〕)とすることで不公

正該当性を否定できるとの解釈の可能性を指摘するものがある。防衛策をめぐる議論の深化によって主要目的の運用が修正されつつあるということであろう(文脈は異なるが、松中学「主要目的のルールの検討(二・完)」阪大法学五八卷一号(平成二〇年)九二頁は、主要目的のルールが政策判断回避に使われてきたことを説明するなかで、会社防衛を正当目的に含めることも、反対に、濫用的買収を例外とすることも「論理的に」不可能でないとしていた)。

【付記】 経済産業省は、本年一月一八日、「公正な買収の在り方に関する研究会」の立上げを発表した。

本稿は、令和四年度慶應義塾学事振興資金による研究助成の成果の一部である。

杉田 貴洋