

東京地裁令和7年5月7日決定 (ニデック社vs牧野フライス社事件)について

弁護士 草地 邦晴

1 初めに

2024年末、ニデック株式会社(以下「N社」と言う。)は株式会社牧野フライス製作所(以下「M社」と言う。)に対して、完全子会社化を目的とするTOB(以下「本件TOB」と言う。)の意向を表明した。事前の打診や交渉はなく、M社の同意がないまま本件TOBを開始したため、M社取締役会は対抗措置として差別的取得条項が付された新株予約権の無償割当てを決議し、N社はその差止を求める仮処分を申立てた。

企業買収に関しては、経産省が2023年8月に「企業買収における行動指針」¹を公表しており、金融庁が2024年10月に「公開買付けの開示に関する留意事項について」(公開買付け開示ガイドライン²)を公表した直後というタイミングにあって、両社ともこれらを強く意識した対応をとり、また主張を展開している。その主張の骨子や経過は速やかに公開されているが、それぞれ一定の説得力を有するものであり、裁判所がどのような判断を行うのか、その結論はもちろん、判断枠組み、他事案への射程など、他方面から注目された。

結論的には、東京地裁は2025年5月7日、申立てを却下する決定(以下「本決定」と言う。)を下した³。速やかに本件TOBは撤回され、本決定に対する即時抗告もすぐに取下げられたようである⁴。その真の理由は定かではなく、M社は別の会社によるTOBに賛同の意見表明に至るなど、どこかすっきりしない幕切れとなっているが、本決定は今後の実務にも影響があると思われることから、概略を紹介しておきたい。

2 対応方針導入までの経過の概略

2024年

12月27日 N社「企業価値の最大化に向けた経営統合に関する意向表明書」を提出⁵

M社の完全子会社を目的としたTOBを実施し、価格は前日終値に対して約42%に相当するプレミアムを加えた1株11,000円で、予定数の下限は所有割合の50%余り、上限設定はなしで、開始は2025年4月4日、期間は31営業日とされた(但し下限到達日から10営業日

確保できるよう延長)。

2025年

1月10日 M社は「特別委員会」を設置(独立役員である社外取締役4名)

1月15日 M社特別委員会は「要望書」をN社に提出⁶
買付開始日を5月9日まで延期すること、
買付予定株式数の下限を総議決権数の3分の2に引き上げることを要望

1月17日 N社はM社特別委員会と面談・要望に対する回答書(拒絶)

1月22日 M社特別委員会は「再要望書」をN社に提出

1月27日 N社は再要望に対する回答書(拒絶)・株主名簿の閲覧・謄写等請求

2月12日 M社は事業計画策定を公表
企業価値向上に向けた価値創造プロセスと数値目標等とともに株主還元の充実(2029年目標として総還元性向60%)などを謳う⁷

3月4日 M社経営陣とN社経営陣が面談

3月10日 M社が複数の第三者から完全子会社化を目的とした買収提案を受領した旨を公表し、N社に買付開始日を5月9日まで延期するよう再要請

3 対応方針の導入

同年3月19日、M社は、特別委員会からの答申を踏まえ、取締役会が「当社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針(会社法施行規則第118条第3号柱書)を決定し、本公開買付けへの対応方針を導入することを決議」したと公表した(以下「本対応方針」と言う。)⁸

本対応方針では、「株主の皆様及び当社が本提案と第三者提案を比較検討した上で本提案の是非につき適切な判断をするために合理的に必要な時間を確保することのみを目的とするものであって、本公開買付けの実施そのものを妨げることを目的とするものではありません。」と繰り返し述べている点が特徴である。有事導入型買収防衛策にあっては、対抗措置は「企業価値ひいては株主共同の利益の最大化を妨げられ、それらが毀損されるおそれ」⁹を有する大規模買付行為が前提にされるのが一般的であるが、本対応方針では株主が第三者による提案との比較検討をするための時間を確保することのみが目的とされ、そのため①N社が実際に同年5月9日以降に本公開買付けを開始した場合、又は②本公開買付けの開始前に、本提案よりも実

質的に有利な条件と合理的に判断される第三者提案に係る法的拘束力のある意向表明書を受領した場合には、本対応方針は直ちに廃止するものとされた。

そして、N社が本対応方針に定めた手続を遵守しない場合には、特別委員会からの答申を最大限尊重した上で取締役会による決議を行い、株主意思を確認する株主総会において株主が対抗措置の発動に賛同する意思を表明(議決権の過半数の賛成)することを条件として、対抗措置が発動されるものとした。

対抗措置の内容は、既存株主への新株予約権の無償割当てである。M社は、N社から第二新株予約権を対価として新株予約権を取得でき、それ以外の株主から普通株式を対価として新株予約権を取得できる差別的取得条項が付される。第二新株予約権には一定の行使条件が付されており、10年後も未行使の場合にはM社が取得時点の時価で取得できる(いわゆるクリーンアップ条項)。発動されれば、N社以外の保有株式が2倍になることで、N社の保有する株式の割合を大きく低下させることになる一方、経済的な損失を一定程度軽減できるように設計されている(脚注1でも言及がある方法である。)

4 新株予約権無償割当ての差止めを求める仮処分命令の申立て

同年4月4日、N社は予定通り公開買付を開始した¹⁰ため、同月10日、M社の取締役会は反対の意見を表明し、対抗措置の導入を決議した¹¹。

これに対し、N社は、株主平等原則違反または著しく不公正な方法により行われるものであり、株主であるN社が不利益を受けるおそれがあると主張し、新株予約権の無償割当ての差止請求権を被保全権利とする本件無償割当て差止めの仮処分を求めた。

N社は、新株予約権が1株に転換されることにより、TOBが成立しても、保有割合は最大3分の2に希釈化されてしまうことや、これによる損害を回避するためには、公開買付期間を6月の定時株主総会まで延長することを余儀なくされ、事実上取締役会限りで買収防衛策を発動させたに等しくなることなど、M社の真意は本TOBの阻止にあり、買収防衛策に他ならないと主張した。他方で、本TOBは、応募株式数が下限に達した場合には、その旨を公表して翌日から10営業日公開買付期間を延長することになっているなど強圧性¹²はなく、公表日から開始まで60営業日、買付期間まで含めると最短でも91営業日が確保されている以上、第三者提案の具体化等に必要な時間は確保されて

いる等と主張していた(詳細は脚注13)。

5 本決定の概要

(1) 本決定は、争点を次の4点と整理したが、判断はほぼ争点①で尽きており、③④は検討されていない。

争点①：本件無償割当てが株主平等原則に違反するか。

争点②：本件無償割当てが著しく不公正な方法により行われるものか。

争点③：本件無償割当てによりN社が不利益を受けるおそれがあるか。

争点④：保全の必要性

本決定は、争点②に関するいわゆる主要目的ルール(無償割当ての主要な目的が経営支配権の維持・確保にある場合は不公正発行に該当する)の枠組みから判断していくのではなく、争点①に関してブルドックスソース事件最高裁決定を前提に、必要性和相当性の観点から差別的取扱いが株主平等原則に違反するかを判断する枠組みを採用している。

(2) 本決定の要旨は次のとおりである。

i 「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、株主の共同の利益が害されることになるような場合には、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、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、株主自身により判断されるべきものであると解される。(最高裁平成19年8月7日第二小法廷決定民集61巻5号2215頁参照)」(注：ブルドックスソース事件最高裁決定)

ii そして、株主平等原則に違反するか否かは、「差別的な取扱いの是非について株主総会が予定されている場合には、当該株主総会において示されることとなる株主の意思が尊重されるべきことを前提に、①当該差別的取扱いによって確保されることになる株主共同の利益の有無やその内容、程度等に照らし、当該差別的取扱いが必要であるといえるか、②当該差別的取扱いによってもたらされることになる当該株主に生じる不利益の内容、程度等に照らし、当該差別的取扱いが、その必要性に見合う相当な範囲を逸脱しないものといえるか、をそれぞれ評価した上で判断すべき」とした。

(3) その上で、本決定は、本件無償割当ての差別的取扱

いのもたらす効果を、本来の効果(N社以外が普通株式の割当を受ける結果N社の株式が希釈化されることと、プレミアムを含む買付価格で購入した株式をプレミアムの含まれない価格で売却しなければならないこと)と、中間的效果(本件TOBの開始を5月9日以降に延期するか、買付期間を本件定時総会後の日まで延期することを事実上余儀なくされること)に整理した上で、それぞれ必要性和相当性について検討を加えた。

ア 必要性について

本件TOBについては、買付価格が少なくとも4割を超えるプレミアム加算の水準は株主に共同の利益をもたらすことを期待でき、開始日の約3か月までに本件提案を行って公表していることも一定の配慮がなされているとしながら、次のとおり必要性を肯定した。

(ア)中間的效果に関しては、

- ・「本件提案よりも有利な競合提案がなされることとなれば、当該競合提案自体によって、債務者の株主が享受しうる利益が拡大されるというだけでなく、債務者が債権者と交渉を行う上でも、より有利な立場に立つことにもつながる」。
- ・そうすると、「競合提案がなされるであろう一定の蓋然性が生じ、又は高まるといえる場合であって、本件TOBによる利益を享受しうる時期を同程度延期することが株主共同の利益の観点から合理性があると認められるときには、本件無償割当ての必要性を肯定することができる」。
- ・具体的にみると、①M社が事業計画を新たに策定し、競合提案候補者を探索し、②複数の競合提案候補者から意向表明書面の提出を受け、③デュー・ディリジェンスに応じるなどして、現に競合提案を検討中の競合提案候補者が存在し、交渉していることからすると、競合提案がなされる蓋然性が生じ、又は高まっていると認定できる。
- ・そのことによる株主共同利益の重要性に照らすと、当該期間の延長は株主共同利益の観点から合理性が認められる。

(イ)本来的效果に関しては、

- ・N社が合理的時間確保への協力を明示的に拒否している状況下では、M社が合理的時間確保のために取り得る手段は、N社が最後まで

合理的時間確保に応じず、かつ、損失回避のための合理的な行動もとらない場合には、本件取引の目的達成を阻害する仕組みを用意するほかない。

(ウ)N社の主張に関しては、

仮に情報提供と検討時間が確保されていたとしても、競合提案がなされていなければ比較検討ができないこと、M社の完全子会社化を提案するには少なくとも2572億円以上の資金を要することから、より条件のよい競合提案を受領するには5月9日まで延期させる時間が必要としたM社の判断が不合理とは言えないこと、M社がN社との直接交渉に消極的ではなかったからといって、N社の買収だけを阻止しようとする意図が明白とか、主要な目的が経営支配権の維持にあるとまでは推認できないこと、本件対応方針は、明確な廃止条件が定められており、債権者による買収自体を阻止することができるよう設計されているとは言えないこと等から、これを退けた。

イ 中間的效果に関する相当性について

概ね次の点からその必要性に見合う相当な範囲を逸脱しないとした。

- ・必要性の内容や程度等に照らして、中間的效果によりN社が甘受しなければならなくなる不利益の内容や程度等は限定的である
- ・M社の取締役らの判断の相当性は、本件定時総会における事後的な評価を受ける
- ・N社が買付開始延期要請に応じた場合には、競合提案が為される蓋然性が高まるところ、これによるN社の不利益は、株主共同の利益に劣後する
- ・中国競争法手続次第では、本件無償割当てとは関係なく買付期間を延長せざるを得なくなることも考えられる

ウ 本来的效果に関する相当性について

概ね次の点からその必要性に見合う相当な範囲を逸脱しないとした。

- ・希釈化等は、本件定時総会による承認決議があつて初めて具体化する
- ・保有割合が20%未満に収まる範囲であれば、本件新株予約権の行使により、経済的損失を一定程度は軽減し得る
- ・本件TOBの開始を5月9日以降に延期することにより、本件無償割当ては回避できた

- ・ 本件TOB期間を本件定時総会後の日まで延長することにより、本件無償割当ての承認に係る議案が否決される可能性を残しつつ、可決された場合には本件TOBを撤回して、保有する債務者株式の議決権割合が希釈化されるリスクを回避することもできる
 - ・ 本件TOBを一旦撤回した後は、再び債務者株式の公開買付けを試みることも不可能ではない
- エ 結論として、本件無償割当ては「企業買収に伴う正当な利益を債務者の株主が享受する機会を確保するための必要かつ相当な差別的取扱というべき」であり、株主平等原則に違反するとは言えないとした。

6 検討

本決定は、本件無償割当てについて、「本件TOBの阻止に向けられた伝統的な意味での買収防衛策ではなく、競合提案の具体化等に合理的に必要な時間を確保することを目的とした対応にとどまるものといえる」と評価した。M社の主張が全面的に容れられた形であり、争点②不公正発行の該当性に関しても、「債権者が損失を受けることを回避して合理的に行動する限り、結局のところ、競合提案を待つための時間を1か月程度確保できるにすぎず、債務者の一般株主にとって有利な競合提案が現れない限りは債権者による買収を阻止する効果を持ち得ないのであるから、本件無償割当ての主要な目的は合理的時間確保にあり、債務者の現取締役らの経営支配権維持は、本件無償割当ての主要な目的ではない」とした。

しかし、実際のところ、本件無償割当てが認められたことにより、N社は本件TOBを撤回するに至っており、実質的にN社による買収を阻止する効果を一定有していたことは否定できない(但し、撤回の真の理由が何であったかは定かではない)。

そもそも本件TOBは、強圧性に対する相応の配慮をし、開始までに一定期間も設けていて、ガイドラインにも則した対応を行っており、大規模買付の手續や手順に大きな問題を抱えていたわけでもない。本件TOBによって直ちに企業価値や株主共同の利益が毀損されるおそれがあると言えるだけの事情も明らかにされていない。つまり、企業価値が既存されるおそれを前提とした対抗措置を講じる必要性には乏しい事案であることが大きな特徴である。

その中で、「時間稼ぎ」という必要な効果に限定するための精緻な制度設計がなされていたと評すること

ができるが、逆から見れば、適法性を維持するためには適用場面や効果を極力限定する必要がある、また、具体的なホワイトナイトが想定できる状況がある中(同年6月5日に別のTOBとM社による賛同の意見表明が公表されている¹⁴)で、限定的な「時間稼ぎ」に絞り込むことで足りたケースだったと見ることもできるように思われる。

本件において、N社は事前の接触が全くないまま年末の営業最終日に意向表明を行ったとされている。その意図するところは不明であるが、そのことがM社の強い反発を招いたようにも見受けられた。M社も強力な布陣を整えて対応に当たり、両社ともインフォームド・ジャッジメント¹⁵の機会を確保すべく、適時に情報開示を行ってきたことも注目される。

本決定において、競合提案がなされる一定の蓋然性がある場合には、一定の時間確保が株主共同の利益に適うと述べた点や、取締役会決議自体により生じる中間的效果と、株主総会決議を条件に生じる本来的効果に分析して論じている点などは、非常に興味深く、今後の実務にも影響を与えよう。他方で、どの程度の時間確保であれば許容されるのか、事前交渉の有無、意向表明の時期や公開買付開始までの期間などがどの程度影響を与えるのか等は必ずしも明らかではなく、また、株主総会の議決に関して普通決議としたこと(ブルドックソース事件では特別決議)についても特段の言及がなかった。これらは今後も検討されることになるう。

- 1 「企業買収における行動指針」(経産省 2023年8月31日)
<https://www.meti.go.jp/press/2023/08/20230831003/20230831003-a.pdf>
- 2 「公開買付けの開示に関する留意事項について」(公開買付開示ガイドライン)(金融庁企画市場局令和6年10月)
https://www.fsa.go.jp/common/law/kaiji/20241001_guideline-tenderoffer.pdf
- 3 資料版商事法務No.495(2025.6)41頁～
- 4 「ニデック対牧野フライズ事件 東京地裁決定の分析と検討」(太田洋、商事法務No.2396(2025.7.15)4頁～)なお、筆者はM社の代理人である。
- 5 https://nidec.g.kuroco-img.app/v=1742474234/files/topics/17167_ext_2_0.pdf
- 6 <https://ir.makino.co.jp/news/pdf/2025/20250115.pdf>
- 7 <https://ir.makino.co.jp/news/pdf/2025/20250212.pdf>
- 8 <https://ir.makino.co.jp/news/pdf/2025/20250319.pdf>
- 9 一例として「株式会社フジ・メディア・ホールディングスによる大規模買付行為等への対応方針の導入に関するお知らせ」(2025年7月10日)
<https://www.fujimediahd.co.jp/pdf/jglwXaISebJyPvKr.pdf>
- 10 https://nidec.g.kuroco-img.app/v=1743743948/files/topics/18456_ext_2_0.pdf
- 11 <https://ir.makino.co.jp/news/pdf/2025/20250410.pdf>

-
- 12 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、買収に応じた場合と比較して不利益を被ると予想される場合には、たとえ多くの株主が買付価格は客観的な株式の価値より低いと考えている場合であっても、株主が買収に応じるような圧力を受けるという問題
 - 13 https://nidec.g.kuroco-img.app/v=1744877258/files/topics/18494_ext_2_0.pdf
 - 14 <https://ir.makino.co.jp/news/pdf/2025/20250603.pdf>
 - 15 株主の適切な判断を指し、行動指針¹の中でも、そのために株主への説明責任を果たすことが求められている。