

66 新株予約権を用いた平時の企業防衛策が不公正発行に当たるとされた事例―「ニレコ新株予約権発行差止仮処分命令申立事件抗告審決定」

(東京高裁平成17年(ラ)第942号新株予約権発行差止仮処分決定認可決定に対する保全抗告事件、平成17年6月15日決定 抗告棄却)

(原審=東京地裁平成17年(モ)第6329号、平成17年6月9日決定)

(基本事件=東京地裁平成17年(ヨ)第20050号、平成17年6月1日決定)

田 中 庸 介

一. 事実の概要

1. Y社(債務者)は、オートメーション装置等の製造、販売等を主たる事業とする株式会社であり、ジャスダック市場に上場している。

X(債権者)は、英領西インド諸島ケイマン諸島法に基づき設立され、投資を主たる事業とする有限責任会社(Limited Liability Company)であり、Y社の発行済株式の2.85%を保有している。

2. Y社は、平成17年3月14日の取締役会において、次の内容を持つ新株予約権(以下「本件新株予約権」という。)の発行による事前の企業防衛策(「セキュリティ・プラン」、以下「本件プラン」という。)の導入を決議し、これを公表した。

(一) 本件プランは、Y社に対する濫用的な買収等によってY社の企業価値が害されることを未然に防止し、Y社に対する買収等の提案がなされた場合に、その企業価値の最大化を達成するための合理的な手段として用いることを目的として、本件新株予約権を発行する。

(二) 平成17年3月31日現在の株主名簿上の株主に対し、1株につき2個の割合で本件新株予約権を割り当て、発行価額は無償とし、発行日は平成17年

6月16日とする。

- (三) 各新株予約権の行使に際して払い込むべき額は1円とするが、平成17年6月16日から同20年6月16日までに、次の手続開始要件が満たされた場合に、行使することができる。
- (四) 手続開始要件とは、公開買付者等であって、その者及びその者と一定の関係にある者がY社の発行済議決権付株式総数の20%以上を保有する者(「特定株式保有者」)の存在をY社の取締役会が認識し、公表したことを指す。
- (五) 但し、Y社は、手続開始要件が成就するまでの間、取締役会が企業価値の最大化のために必要があると認めた場合には、取締役会の決議により本件新株予約権を無償消却することができる。
- (六) 本件新株予約権の譲渡にはY社取締役会の承認を要するが、同取締役会は左の承認を行わない。

3. さらに、Y社の取締役会は、平成17年3月14日、取締役会が本件新株予約権の消却の是非について判断する際の指針としてガイドラインを決定し、同年5月20日、これを改正した。改正後のガイドラインの主たる内容は以下のとおりである。

- (一) 取締役会は、Y社の発行済株式の正当な価値、買取者の買取提案の内容やそれが少数株主に与える影響等を考慮して、企業価値の最大化のため、本件新株予約権を消却する又は消却しない旨の決議を行い、その際には、さらに、利害関係のない弁護士、学識経験者等で構成された特別委員会の勧告を最大限尊重する。
- (二) 取締役会が本件新株予約権を消却しない旨の決議は、次の場合(以下「不消却事由」という。)に行うことができる。
 - ① 「買取者等が、真に債務者の経営に参加する意思がないにもかかわらず、株価を上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる目的で債務者の株式の取得ないし買取提案を行っている場合(いわゆるグリーンメイラーである場合)」
 - ② 「買取者等が、債務者の事業経営上必要な知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先や顧客等を当該買取者等やそのグループ会社等に移譲させるなど、いわゆる焦土化経営を行う目的で債務者の株式の取得ないし買取提案を行っている場合」
 - ③ 「買取者等が、債務者の資産を当該買取者等やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で債務者の株式の取得ないし買取提案を行っている場合」

- ④「買取者等が、債務者の資産等の売却処分等による利益をもって一時的な高額の株主還元（略）をさせるか、あるいは一時的な高額の株主還元等による株価上昇に際して買取株式の高値売り抜けをする目的で、債務者の株式の取得ないし買取提案を行っている場合」
- ⑤「その他、買取者等が債務者の経営を支配した場合に、債務者株主、取引先、顧客、地域社会、従業員その他の債務者の利害関係者を含む債務者グループの企業価値が毀損される虞があることが明らかな場合など、債務者取締役会が、本件新株予約権を一齐に無償で消却しない旨の取締役会決議を行うことを正当化する特段の事情がある場合」

なお、本件新株予約権が消却されずに行使された場合には、割当基準日（平成17年3月31日）現在の株主はその保有株式1個につき2個の新株予約権を有するから、基準日以降にY社株式を取得した株主の株式は約3分の1に希釈されることとなる。

4. Xは、Y社が上記の平成17年3月14日の取締役会決議に基づいて現に手続中であった本件新株予約権の発行について、①商法が定める機関権限の分配秩序違反、株主平等原則違反、取締役の善管注意義務・忠実義務違反、株式の自由譲渡性（旧商法204条1項）等の法令に違反すること、②著しく不公正な方法による新株予約権の発行であることを理由として、その発行差止の仮処分を申し立てた。

二、東京地裁平成17年6月1日決定⁽²⁾（以下「仮処分決定」という。）の概要

1. 法令違反について（上記「一4」の①）

Xの申立を受けた東京地裁は、本件新株予約権の発行が法令に違反するとのXの主張については、新株予約権の発行差止の要件たる「法令」違反（旧商法280条ノ39第4項、同280条ノ10）とは、会社が新株等を発行する際に遵守すべき具体的な法令の違反を指すのに対し、Xが主張する上記諸原則は「株式会社に関する規定全体の趣旨から導き出せるもの」であってこれには該当しないとして、Xの主張を退けた。

しかしながら、不公正発行に該当するとのXの主張について、裁判所は、以下の理由に基づきその主張を認め、さらに、保全の必要性も肯定し、本件新株予

(1) 厳密には、割当基準日に株主名簿に株主として記載されるためには、基準日から起算して4営業日前までに株式を購入する必要があり、本件では、平成17年3月25日（金曜日）（本件各判決文においては「権利落日」と呼称されている。）までにY社株式を購入する必要があった。

(2) 金商1218号8頁

約権の発行の差止を認めた。

2. 不公正発行について (上記「一4」の②)

(一) 本件新株予約権発行の目的について

「本件新株予約権は、株式会社の経営支配権に現に争いが生じていない場面において、将来、敵対的買収によって経営支配権を争う株主が生じることを想定して、かかる事態が生じた際に新株予約権の行使を可能することにより当該株主比率を低下させることを主要な目的として発行されるものということができる。」

(二) 新株予約権発行が事前の対抗策として許容される要件について

(1) 機関権限の分配秩序について

「商法上、取締役の選任・解任は株主総会の専決事項であり (254条1項、257条1項)、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に、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定めた法意に明らかに反するものである。この理は、現経営者が、自己の経営方針が敵対的買収者の経営方針より合理的であると信じた場合であっても同様に妥当するものであり、誰を経営者としてどのような方針で会社を運営させるかは、株主総会における取締役選任を通じて株主が資本多数決によって決すべき問題といふべきである。」

(2) 有事の際の防衛策について

「……会社の経営支配権に現に争いが生じている場面についてみると、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発行がされた場合には、取締役会がその権限を濫用したものとして、原則として不公正な発行として差止請求が認められるべきである。もっとも、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のある場合、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場合には、取締役会は一種の緊急避難的行為として相当な対抗手段を講ずることが許容されるというべきであり、こうした事情を会社が疎明、立証した場合には、例外的に、手段の相当性が認められる限り、株主構成を変更すること自体を主要な目的とする新株予約権であっても、その発行を差し止めることはできない。」

(3) 平時の際の防衛策が許容される要件について

「……会社の経営支配権に現に争いが生じていない場面において、将来、株式の敵対的買収によって経営支配権を争う株主が生じることを想定して、かかる事

態が生じた際に新株予約権の行使を可能とすることにより当該株主の持株比率を低下させることを主要な目的として、当該新株予約権の発行がされる場合については、真摯に合理的な経営を目指すものではない敵対的買取者が現れ、その支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情は未だ存在しないのであるから、取締役会において一種の緊急避難的行為として相当な対抗手段を採るべき必要性は認められない。……」

「したがって、本件のような事前の対抗策としての新株予約権の発行は、原則として株主総会の意思に基づいて行うべきであるが、株主総会は必ずしも機動的に開催可能な機関とは言い難く、次期株主総会までの間において、会社に回復し難い損害をもたらす敵対的買取者が出現する可能性を全く否定することはできないことから、事前の対抗策として相当な方法による限り、取締役会の決議により新株予約権の発行を行うことが許容される場合もあると考えられる。……」

「……取締役会の決議により事前の対抗策としての新株予約権の発行を行うためには、①新株予約権が株主総会の判断により消却が可能なものとなっているなど、事前の対抗策としての新株予約権の発行に株主総会の意思が反映される仕組みとなっていること、②新株予約権の行使条件の成就が、取締役会による緊急避難的措置が許容される場合、すなわち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場合に限定されるとともに、条件成就の公正な判断が確保される……など、条件成就に関する取締役会の恣意的判断が防止される仕組みとなっていること（なお、敵対的買取者に対し事業計画の提案を求め、取締役会が当該買取者と協議するとともに、代替案を提示し、これらについて株主に判断させる目的で、合理的なルールが定められている場合において、敵対的買取者が当該ルールを遵守しないときは、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いことを推認することができよう。）……、③新株予約権の発行が、買取とは無関係の株主に不測の損害を与えるものではないことなどの点から判断して、事前の対抗策として相当な方法によるものであることが必要というべきであり、こうした事情を会社側が疎明、立証した場合は、将来における敵対的買取者の持株比率を低下させることを主たる目的とする新株予約権であっても、その発行を差し止めることはできない。」

（三）本件プランへのあてはめ

（１）株主総会の意思の反映について

「……本件新株予約権発行後に平成17年6月に開催が予定される株主総会においては、本件新株予約権の導入に関する定款変更は株主総会の議題として予定されていない。また、債務者の取締役の任期は全員平成18年6月であって、平成17

年 6 月期には新たな取締役の選任は予定されていないし、その他本件新株予約権の消却事由に株主総会が一定の決議を行うことなどは掲げられていない。したがって、平成 17 年 6 月に予定される次期株主総会において、本件新株予約権発行について、株主総会の意思を反映させる仕組みは設けられていないといわざるを得ない。」

(2) 取締役会の恣意的判断の防止について

「(Y 社のガイドライン中の不消却事由 (上記「一 3 (二)」) の内の①から④) までの基準は、特定の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場合を具体化したものとして合理的であるが、(上記不消却事由の⑤) の基準は、……取締役会の決議によって事前の対抗策としての新株予約権の発行を行う場合において、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場合に関する取締役会の恣意的判断を防止するための判断基準としては広範に過ぎ、明確性を欠く部分を含むことは否定できない。」

「また、本件プランにおいては、……取締役会は、特別委員会の勧告を最大限尊重するものとされているが、その勧告に従うことによって債務者の企業価値が毀損されることが明らかである場合はこの限りでない」とされている。

そうであれば、本件新株予約権は、その判断基準において、行使条件の成就が、特定の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場合に限定されるものとなっているとはいえないし、また、条件成就の判断において、……取締役会が特別委員会の勧告に従わない余地を残していることは否定できない。したがって、本件新株予約権が、その仕組みにおいて、取締役会の恣意的判断を防止するものとなっているとまでいうことは困難である。」

(3) 株主に対する不測の損害について

「……権利落ち日以降に債務者株式を取得した株主は、その持株比率が約 3 分の 1 まで希釈されるリスクを負担することになるが、将来において 20 パーセント以上の債務者株式を取得する買収者が登場するの否か、また、いつ登場するの、さらに、その場合に取締役会が企業価値の最大化のために新株予約権の無償消却を行わない旨の決議を行うか否かは、現時点では著しく予測困難な事象であること、したがって、そのリスクを合理的に算定することは困難であり、合理的な投資家であれば、こうした重大なリスクを内包した株式への投資には慎重になると考えられる結果、既存株主にとっては市場において高い評価での売却の機会を失うことになる……。」

……本件プランの発表前から債務者株式を保有する既存の株主にとっては、上

記のような本件新株予約権の発行による債務者株式の投資対象としての魅力の減少による価値の低下は看過できない不測の損害というべきである。」

「また、既存株主の保有する債務者株式の経済的価値は、その株式に化体された企業価値に変化がないと仮定すれば、本件新株予約権の発行により、実質的に、株式と本件新株予約権に二分されることになる。そして、本件新株予約権には譲渡制限が付されており、株式の譲渡との随伴性を有しないから、既存株主は、本件新株予約権の行使により新株を取得するまで、その保有株式の経済的価値のうち本件新株予約権に表象された価値部分について資本回収の手段が制限されている結果となっている。……この点についても既存の株主に不測の損害を与えていることは否定できない。」

三、東京地裁平成17年6月9日決定⁽³⁾（以下「保全異議決定」という。）の概要

1. 上記の仮処分決定を受けて、Y社は、仮処分異議の申立を行ったが東京地裁は、上記の仮処分決定と同様の理由に基づき、左の決定を認可する決定を行い、再度、本件新株予約権の発行は不公正発行に該当するとして、その差止を是認した。

特に、保全意義決定において新たに付加された理由は、以下の点である。

2. 平時の防衛策と有事のそれとの要件上の比較

「……現に株式会社の経営支配権に争いが生じている時期においては、取締役会において、株主総会の意思を問う時間的余裕がないことから、一種の緊急避難的行為として、取締役会限りでかかる目的を有する新株予約権の発行等を行うことに一定の合理性が認められるのに対し、そのような状況が発生していない時期においては、株主総会の意思を問う時間的余裕があるのが通常であるから、取締役会限りで、濫用的な買収防衛策としての新株予約権の発行をすることができる場合はより限定的に考えるのが相当である。」

3. 新株予約権発行時における株主総会の意思の反映について

「……本件新株予約権の発行について株主総会の意思を反映させたとしても、新株発行時における株主構成がこれと異なることもあり得ることから、現実に持株比率の変動の影響を受け得る株主の意思が反映されるものとは限られないことは、Y社の指摘するとおりであるが、前記のとおり、本件新株予約権の発行が新株発行時における株主構成の変動を直接の目的としている以上、かかる新株予約権の発行は、商法が機関権限の分配を定めた法意に照らせば、原則として株主総会の意思に基づいてなされるべきであり（なお、原決定は、株主総会の決議によ

(3) 金商1219号26頁

って新株予約権の発行をした場合であれば、新株予約権の発行後に株主総会の意思が反映される仕組みが一切不要となると断じているわけでもない。)、取締役会の決議により事前の対抗策として新株予約権の発行が許されるとしても、それが、原決定説示の3つの要素を考慮しても、事前の対抗策として相当な方法によるものであることが必要と解すべきである。

しかも、事前の対抗策として、このような濫用的な買収者以外の既存の株主に損失を与えるおそれのある新株予約権の発行を行おうとするのであれば、商法が、既存株主に不測の損害を与えるおそれがある株式の譲渡制限を行う定款変更を行う場合には、通常の定款変更の場合と異なり、同法348条の特殊決議により、かつ、同法349条の反対株主の株式買取請求権を認めて、株式の投下資本の回収の容易性を信頼して株式を取得した既存株主に不測の損害を及ぼすことがないように仕組みを採用していることなどに照らしても、同様の株式の投下資本の回収可能性など株主の利益にも配慮した仕組みの導入の可否なども考えながら、株主総会の意思を反映する慎重な手続によって行われるべきであって、このような新株予約権の発行を取締役会の決議のみによって発行できると解することが相当であるとはいい難い(ちなみに、新株予約権の発行を株主総会の決議事項とするためには、定款をもって定める必要がある(商法280条の20第2項ただし書)ので、新株予約権の発行を株主総会の決議に基づいて行う前提として、その旨の定款変更を要することとなる。))。

したがって、これらのいずれの観点からしても、本件プランのような内容の新株予約権を発行しようとする場合に、原則として、発行時における株主総会の意思を反映したものであることが必要である……。」

四、東京高裁平成17年6月15日決定(以下「抗告審決定」という。)⁽⁴⁾の概要

1. Y社は、本件異議決定の取消を求めて保全抗告を行い、これを受けて、東京高裁は、以下の理由に基づき、本件での新株予約権の発行は不公正発行に当たると結論づけ、Y社の抗告を棄却し、Xの求めた本件新株予約権発行差止の仮処分を認容する決定を行った。

2. 新株予約権の発行権限について

「取締役会は、株主割当ての方法で新株予約権を発行し……、また、新株予約権に譲渡制限を付する(同条同項8号)権限を有している。そして、新株予約権の権利内容(行使期間、権利行使の条件、消却の事由・条件)や利用方法について、商法上特段の制限は加えられていない。したがって、濫用的な敵対的買収に対す

(4) 判時1900号156頁

る防衛策として、新株予約権を活用することも考えられないではない。」

3. 本件プランの目的について

「本件プランは、……、これにより平成17年3月31日……以降、債務者の株式を取得した敵対的買収者（本件プランにいう特定株式保有者）が出現し、この者によって債務者の経営権を争奪される危険が生じた場合には、敵対買収者の有する議決権付株式の発行済株式総数に対する保有割合を希釈して、その議決権の数を相対的に減少し、現在の経営者ないし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債務者に対する経営支配権を維持することを目的として企画・設計された、いわゆるポイズン・ピルといわれる企業防衛策である。」

「本件プランによれば、例えば、平成17年3月31日現在において株主でなかった者が、その後、発行済株式総数の20パーセントの株式を保有するに至った場合に、本件プランに従って新株予約権が行使されて新株が発行された場合には、その保有割合は約7%程度に希釈されることになり、Y社の経営支配権に及ぼす影響力は一気に低下することになる。」

したがって、本件プランが、Y社の主張するように、本件新株予約権の付与制度によって、買収者をその買収実施前に一時停止させて、取締役会と買収条件等につき真摯に交渉することを動機づけ、買収者に交渉機会確保措置を講じさせる予防的機能を有することは一応認められる。」

4. 本件プランの問題点について

「取締役は会社の所有者である株主と信認関係にあるから、上記権限の行使に当たっても、株主に対しいわれのない不利益を与えないようにすべき責務を負うものと解される。」

ところが、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、次のとおり買収と無関係な株主が不利益を受けるおそれがあるものである。」

5. 買収と無関係な株主に生じる損害について

「新株予約権の権利落ち日（平成17年3月28日）以後にY社の株式を取得した株主は、平成20年6月16日までの間に本件新株予約権が消却されずに、新株予約権が行使され新株が発行されたときには、当該株主が濫用的な買収者であるかどうかにかかわらず、Y社株式の持株比率が約3分の1程度に希釈されるという危険を負担し続けることになる。そして、本件プランによれば、新株予約権の行使の要件が将来充足される事態が発生するか否か、いかなる時点において充足されることになるのかは予測不能であるから、その確率がかなり低いものであるとしても、いずれの日にか上記の新株予約権が行使されてY社株式の持株比率が約3分の1にまで希釈され、株価が大きく値下がりするという危険性を軽視するこ

とはできない。また、そのような事情が、今後約3年間にわたって株式市場におけるY社株式の株価の上昇に対し、上値を抑える強力な下げ圧力として作用することも否定できない。

そうすると、上記のような不安定要因を抱えたY社株式（その上、本件新株予約権がその適切な対価を払い込むことなく無償交付されるため、その価値に相当する分だけ価値が低下している。）は投資対象としての魅力に欠ける、買い意欲をそられない株式となり、購入を手控える傾向が高まるものと考えられ、その結果、当該株式の株価が長期にわたって低迷する可能性の高いことが想定されるところである。そして、そのことは、新株予約権を取得した既存株主にとっても、株価値下がり危険のほか、長期にわたってキャピタルゲインを獲得する機会を失うという危険を負担するものであり、このような不利益は、本件新株予約権の発行がなければ生じ得なかったであろう不測の損害というべきである。]

五. 抗告審決定に対する私見

結論には賛成するものの、理由は支持できない。

六. 検討

1. はじめに

本件は、敵対的企業買収に対する防衛策としての、いわゆる「平時導入型」としての新株予約権発行について、初めて司法判断が下された事件として、注目に値するものである。

本稿では、本件における上記3つの決定が示唆するところを分析し、かつ、その問題点にも触れながら、あるべき企業防衛策の内容を見出すことを試みる。

2. 機関権限の分配秩序について

- (1) 上記のとおり、東京地裁が下した仮処分決定においては、株主総会の取締役選任・解任権限を重視する、いわゆる「機関権限分配論」を前提に、平時の際の防衛策の導入に関し、原則として「株主総会の意思」に基づくべきことを述べ、例外として、取締役会決議により策定される防衛策が有効と認められるための要件を3つ定立し（上記「二2（二）（3）」）、本件プランがそれらのいずれの要件をも満たさないとし、それが不公正発行に該当すると結論づけており、同じく東京地裁が下した保全異議決定においても、この仮処分決定の取った構成が維持されている。

これに対して、東京高裁が下した抗告審決定では、上記の意味での機関権限分配論には一切触れられていない。

- (2) この点に関し、抗告審決定では「買収防衛策には株主総会決議を経た導入が求められる」という意味での権限分配論は否定されたとする指摘がある⁽⁵⁾。

しかしながら、抗告審決定の文言上は、あくまでも、この権限分配論については、肯定も否定もしない、すなわち判断を留保したものと解釈するのが自然であろう。本件での新株予約権の発行を「不公正発行である」とした原決定に対する不服申立てを受けた抗告審としては、原決定と異なり「不公正発行ではない」との結論付けを行う場合には、異なる判断を下した原決定の理由全てに対応する必要が生じようが、原決定と同様に「不公正発行である」との判断を下す場合には、そのような必要性はなく、単に結論に至るために必要十分な理由を示せば足りる。このような抗告審の取った態度に問題はあつたものの、これをもって上記のように権限分配論の否定を断じることが、後の司法判断を予見する意味で、非常にリスクの高い解釈論であると考えられる。

- (3) 従来、学説においては、会社の支配権に争いが存する場合に取締役会により行われた第三者割当による新株発行について、いかなる場合が不公正発行にあたるかという問題に関し、多くの主張がなされてきた⁽⁶⁾。

この内、①そのような場合の取締役会の権限を狭く解し、取締役がこのような株主間の争いに介入する目的で特定の第三者に新株を発行することは、たとえそれが企業経営上合理的であっても、不公正発行に当たるとする見解が、上記の東京地裁の2つの決定において採用された考え方に近い⁽⁷⁾。

しかしながら、他方において、②取締役会の権限を広く解し、上記のような場合にも新株発行を決定する権限を持つものとして、これに経営判断の原則を適用すべきであるとする見解や、上記2つの見解の中間的な見解⁽⁸⁾

(5) 武井一浩「『買収防衛指針』および『企業価値報告書』の解説」武井・中山龍太郎編著『企業買収戦略II』（商事法務・2006年3月30日）85頁・108頁

(6) 学説の整理については、吉本健一「会社支配権争奪と新株発行」家近正直編『現代裁判法体系（⑦ [会社法]）』（新日本法規出版・平成十一年）三九七頁、参照。

(7) 森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢104巻2号（京都大学法学会・1987年）17頁（但し、同教授は、後に、「反対株主を除外して当該第三者に割り当てることを必要とする企業経営上の特段の事由と株主の不利益とが比較衡量されるべきである。」（河本一郎等『第三者割当増資』（企業金融と商法改正2・有斐閣・1991年）226頁）とされ、やや中間的な見解も主張されている。）、青竹正一「現代会社法の課題と展開」（中央経済社・1995年）167頁

(8) 森田章『投資者保護の法理』（日本評論社・1990年）307頁

として、③資金調達の実現の必要性があり、それに合理性が認められるのであれば、結果として既存株主の持株比率に影響を与えても不公正発行にはあたらないとする考え方⁽⁹⁾や、④資金調達目的による新株発行は妨げられないが、その主たる目的ないし真の目的が支配目的である場合には不公正発行にあたる⁽¹⁰⁾とする考え方が主張されてきた。

これら学説はいずれも、株主間の支配権の争いに対して取締役にはいかなる権限が認められるべきかという、まさに機関相互の権限分配を論じるものであって、上記①の見解のみが「権限分配論」ではないことに留意すべきであろう。

- (4) 平時における防衛策は、現経営陣の意にそぐわない敵対的買収者という特定の株主の持株比率を減少させることを目的とするものであるから、その効力を判断する上で、上記の意味における権限分配論についていかなる立場を取るかという点は不可欠の論点であると考ええる。

すなわち、上記の学説の議論は第三者割当の場合に関わる議論であるのに対し、本件は株主割当の場合であるという点で相異なるものの、共に取締役(会)の行為により株主の持株比率に変動が生じる場合である点で共通するから、そのような取締役(会)の権限の範囲や取るべき手続に関する議論は、本件において触れるべき重要な原則論であるといえよう。

しかしながら、上記のとおり、抗告審決定はこの論点を不問に付し、要するに、本件プランにおける譲渡性のない新株予約権の発行により Y 社株式は希釈化のリスクを伴うものとなり、従って「投資対象としての魅力に欠ける」、つまりは、売りにくい株式となったという、既存株主(基準日前からの株主)の損害を重視して、不公正発行を結論づけたにとどまる。

確かに、本件プランにおいては、防衛策の対象たるべき買収者が未だ現れていない時点で既に新株予約権が発行されており、また現行法上、新株予約権は当然には株式の譲渡に随伴して移転しないから、その後実際に買収者が現れる時点までの比較的長期間、Y 社株式は希釈化のリスクが付着した株式として市場における評価を受けることになってしまう。

しかしながら、元来、株式の「投資対象としての魅力」は、本件プラン

(9) 鈴木竹男＝竹内昭夫『会社法 [第三版]』(有斐閣・1994年) 422頁(但し、「新株割当の相手方が取締役の一味の者ではない場合」には、不公正発行にはならない、との限定が付きされている。)、大隈健一郎＝今井宏『新版会社法論(中) II』(有斐閣・1983年) 628頁

(10) 田中誠二『三全訂会社法詳論(下巻)』(劉草書房・1994年) 1003頁(但し、支配権に争いがある場合の新株発行が正当化されるのは、資金の需要について「明白かつ緊急の必要がある場合に限る」とされている。)、吉本・前掲注 5・405頁

以外の Y 社の実績等や、さらには経済情勢等複雑な要因により決められるべき予見困難な事柄であるのみならず、それに対する本件プランの影響力ですら、新株予約権の発行時と買取者の出現によるその行使時との間隔の長短等により、一義的に決定することの困難な事柄である。

すなわち、上記抗告審決定の説示からは、あるべき防衛策の検討のためには、いわば「程度問題」としての上記の「株主の損害」を考慮すべきことのみが得られるにとどまる。従って、防衛策の策定においては、上記の仮処分決定及び保全異議決定の説示内容にも十分な配慮がなされるべきであろう。

- (5) 以上のとおり、抗告審決定は、上記の意味における機関権限論について明示的な説示をなさなかった点において、訴訟手続上の違法は無いものの、上級審の説示する理由として不十分であり、妥当な決定とは解しえない。

3. 防衛策が肯定されるための根拠

- (1) 従来、判例においては、株主間に支配権の争いが存する場合の取締役会による第三者割当による新株発行がいかなる場合に不公正発行となるかという点に関し、その新株発行における「主要目的」を検討し、現経営陣の保身目的が、資金調達目的という正当な目的を優越している場合には不公正発行となるという「主要目的ルール」が採用されてきた。

もともと、判例においては、会社側の不当な目的が採用されることはあまりなく、容易に資金調達目的が認定されてきた側面がある。これは、会社が第三者割当増資により対抗する事例においては、反社会的勢力が株式の高値買取りを要求してくるケースがあり、そのような場合に、裁判所としては、株主の属性という主観的事情を基礎に判断するよりは、新株発行の必要性・合理性といった客観的な基準を用いて、会社側の意図を実現させようとしたという事情が存していたものと解される。実際の事件の解決を迫られる裁判所にとっては、このようにある面において多義性をもつ

(11) 「宮入バブル事件」(東京地決昭和63年12月2日・判時1302号146頁、東京地決平成元年9月5日・判時1323号48頁)、「ネミック・ラムダ事件」(東京地決平成10年6月11日・商事法務(資料版)173号192頁)、「ベル・システム24事件」(東京高決平成16年8月4日・金商1201号4頁)

(12) 江頭憲治郎『株式会社法』(有斐閣・2006年9月10日)682頁(注(4))

(13) 河本一郎他「座談会・第三者割当増資をめぐる諸問題」『第三者割当増資(企業金融と商法改正2)』(有斐閣・1991年)44頁(河本発言)

「主要目的ルール」は有益なものであったといえよう。

- (2) しかしながら、ライブドア対ニッポン放送間の新株予約権差止事件において裁判所が示した判断は、上記の「主要目的ルール」に新たな意義を付与したものと考える。

すなわち、買取者に対抗する形で新株予約権が発行された場合であっても、「株主全体の利益保護」ないしは「企業価値の毀損の防止」のための手段としてなされたという「特段の事情」が存する場合には、たとえ特定の株主の持株比率を低下させることを主要目的とする場合であっても不正発行にはあたらないとの考え方が示された⁽¹⁴⁾。

ここにおいては、上記のように従来「主要目的ルール」においては判決文の背後において検討されてきたと思われる買取者の属性や意図、あるいは、買取者による企業経営の計画と現経営陣のそれとの比較考量等が明示的に判断要素として取り上げられ、株主間の支配権の移転の是非を実質的に判断しうる土俵が形作られたものと考ええる。

- (3) もっとも、上記のライブドア事件判決において裁判所が「特段の事情」ある場合として例示したものは、本件プランにおいて新株予約権の不償却事由として規定された上記「一 3 (二)」における①から④までの事情、すなわち、買取者が会社を「食い物」とすることが明らかなる場合にとどまる⁽¹⁵⁾。

また、本件においても、仮処分決定は、取締役会による平時の防衛策の有効要件として、新株予約権の行使条件が「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場合」に限定されているべきものとして、不償却事由の⑤(上記「一 3 (二)」)は妥当ではないと判示している。

従って、本件での抗告審決定の説示内容にかかわらず、現時点における司法判断においては、取締役会による平時の防衛策が肯定される条件としては、仮処分決定が定立した3つの要件(上記「二 2 (二) (3)」)を前提に、上記のように限定された買取策に対抗するもののみが容認されており、また、このような限定的な権限を取締役に認めることが、現在裁判所が採用する権限分配論であるといえよう。

- (4) しかしながら、私見としては、不当な意図をもった買取者により会社支

(14) 東京高決平成17年3月23日(判時1899号56頁)、拙稿「判例評釈」『法と政治』(関西学院大学法政学会・2005年12月)73頁・93頁

(15) 江頭・前掲注12・684頁

配権が掌握され、当該会社のもつ企業価値が著しく損なわれるような場合には、会社は、当然に、そのような買収に対抗する措置を発動させる正当な根拠があるものというべきであり、さらに、そのような不当な買収攻勢に遭遇した取締役は、会社経営において善管義務・忠実義務を負う者として、むしろ、このような買収に対する対抗策の策定をなす職務を負うもの⁽¹⁶⁾と考える。また、未だ買収者が現れていない「平時」においても、その「有事」の際に備えたルール作りとして、取締役会には一定の要件のもと、企業防衛策を策定する権限が認められよう。

元来、買収者と現経営陣のいずれに優劣を下すかは、最終的には株主の意思により判断すべき問題ではあるものの、公開大規模会社においては、会社支配権の移転の是非を株主の総体的判断が公正妥当になされるようなルール作りが模索されるべきである。そのようなルールの内実としては、裁判所がライブドア事件判決や本件での仮処分決定において示したような「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場合」にのみ、取締役会による防衛作の発動を容認し、また、会社側がこれを立証した場合にのみ、裁判手続においてその防衛策が有効とされるとの考え方は、余りにも限定的に過ぎる嫌いがあり、会社側に過度の立証の負担を要求しているもの⁽¹⁷⁾と考える。

確かに、買収者と現経営陣の事業計画のいずれが適切であるかという判断は、裁判所による判断にはなじまないものの、現経営陣の側が、適切な資料や手続に従い買収者が意図する会社経営が従来のそれよりも劣ることを判断しこれを主張・立証した場合⁽¹⁸⁾には、買収者による支配権取得は会社に損害を及ぼすものであることが一応推定され、次には買収者の側に立証の負担が移転されて、その事業計画によれば従来の経営陣による以上の利益と効率性が得られるべきことを証明しなければ、現経営陣の取った防衛策は公正なもの⁽¹⁹⁾と認められる、とのルールが望ましいと考える。

(16) 藤縄憲一「再検証・日本法下の買収防衛策論」商事1755号（2006年1月25日）30頁・32頁

(17) 英国においては、大規模な会社の買収、合併等について、裁判所とは別の特別の組織体（「Takeover Panel」）が、制定法（Financial Services and Markets Act 2000）の授權のもと、買収等において遵守すべきルールの策定、調査、勧告等行う重要な役割を担っている。わが国においても、このような組織体の設置が検討されるべきではないか。

(18) アメリカ、特にデラウェア州の判例法理においては、防衛策が有効とされるためには、会社側が投資銀行の助言等に従い当該買収が会社に「脅威」を与えるものと判断したか否かという、手続面が重視されている（田中巨「敵対的買収に対する防衛策についての覚書」前掲注5・武井＝中山・245頁（268頁注47）参照）。

このようなルールによれば、株主に利益となる買取の場合は、買取者側の事業計画が従来の経営陣のそれよりも優れていることが立証されるであろうから、適切な判断が導かれるものと考えられる。

4. あるべき防衛策について

- (1) 以下においては、本件における上記 3 つの裁判所の判断を前提に、現時点の司法判断上、防衛策の備えるべき要素について、検討する。

現在、実務上、提案され、また、いくつかの企業において既に採用されている、新株予約権を用いた「平時導入型」防衛策は、以下の 3 つの種類に類型化することができる。⁽¹⁹⁾

①信託型

敵対的買取者の出現前に、差別的行使条件（20%超の買取者は行使できない等）を付した新株予約権を発行して、これを信託に付し受託者（信託銀行等）に交付して、買取者が出現した時点でその時点の株主にこれを交付する方法

②条件付取締役会決議型

買取者の出現前に、取締役会において、買取者の出現等を停止条件として、そのような時点における全株主に差別的行使条件付新株予約権を発行する旨の決議を行う方法

③事前警告型

買取者の出現前に、取締役会において、当該会社の株式を大量に取得しようとする者が従うべきルール（事業計画の提出等）を決議し、これを公表して、警告しておく方法

- (2) 上記 3 つの種類のいずれにおいても、具体的内容については微妙な差異があるものの、本件プランにおける上記の「不償却事由」に相当するような、新株予約権が行使可能となるための要件（以下「発動条件」という。）が策定される。

また、各々の類型においては、防衛策の導入後の株式の移転に配慮して、防衛策の発動時の株主に新株予約権が交付されるような工夫（「随伴性の確保」と呼称されている。）が意識されている。⁽²⁰⁾

- (3) 他方、上記のとおり、本件における仮処分決定及び異議審決定によれば、防衛策の導入には原則として株主総会の意思によるべきものの、以下の要

(19) 石綿学他「日本型ライツ・プランの新展開〔上〕」商事1738号（2005年7月25日）30頁

(20) 大杉謙一「本件評釈」ジュリ1313号（平成17年度重判・2006年6月10日）112頁、114頁

件が満たされていれば、取締役会による防衛策の導入も認められることとされる。

- a. 株主総会の意思が反映させる仕組みが存すること。
- b. 防衛条件が妥当なものとして限定され、かつ、その成就の判断において取締役会の恣意的判断を防止する仕組みが存すること。
- c. 買収者とは関係のない株主への不測の損害が防止されていること。

(4) 導入時の株主総会決議の必要性

- (a) 株主総会の意思の反映について、仮処分決定は、上記のとおり（「二二（三）（1）」）、導入直後の株主総会において本件プランの導入に関する定款変更や新たな取締役の選任のための決議が予定されていないことを指摘している。また、これと並んで、本件プランには、株主総会決議による償却が予定されていないことも指摘した。

さらに、異議審決定においては、上記のとおり（「三三」）、新たに株式の譲渡制限手続を定める場合の株主総会の特殊決議（旧商法348条（会社法309条3項1号））や新株予約権の発行権限を株主総会とするためには定款変更手続が必要なこと（旧商法280条の20第2項但書）を示した後、新株予約権の発行時における株主総会の意思の反映が必要とされている。

- (b) 本件仮処分決定の直前（平成17年5月27日）に公表された、経済産業省・法務省による「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」⁽²¹⁾（以下「指針」という。）においては、「株主の総体的意思によって……廃止できる手続……を設けている場合」、すなわち、消極的かつ事後的な承認手続が存していれば、株主意思の原則に反しない、との立場が提案されている（「IV 2（2）②」）。

上記の「指針」ないし同じ日に公表された経済産業省・企業価値研究会による「企業価値報告書」⁽²²⁾（以下「報告書」という。）は、実務上大きな影響力を与えているが、これらは直接の法源とはなりえないから、本件各判決文が重視されるべきであろう。

- (c) 多くの論者により、取締役会決議のみによる防衛作の導入が提唱されている⁽²³⁾。

しかしながら、防衛策を要するような買収者の出現は、その者に対して自己の株式を売却するという一部の株主の意思によるものであり、防衛策

(21) 商事1733号（26頁）

(22) なお、「企業価値報告書2006」も公表されている。

(23) 川村正幸「本件評釈」金商1227号（2005年11月1日）67頁・71頁、武井他「日本における平時導入型買収防衛策の標準形」武井＝中山・前掲注5・47頁・51頁等

は一定の限度においてそのような株式の譲渡の自由を事実上制約する側面を持つ。⁽²⁴⁾さらには、防衛策を有するか否かの問題は、当該会社における支配権移転のためのルール作りの意味をも有している。

さらに、後述のとおり、仮処分決定・異議審決定は、取締役会により策定された防衛策における発動条件について、極めて厳格な態度を取っているから、発動条件について取締役会の一定の裁量を認めるためには、導入時において株主総会の承認を得ることが望ましい⁽²⁵⁾と考える。

このような解釈論は、上記仮処分決定が「事前の対抗策としての新株予約権の発行は、原則として株主総会の意思に基づいて行うべきである」との示示により合致するものといえよう。

- (d) 右の導入時における株主総会の「承認」とは、いかなる形態をとるべきか。

この点、実務的には、法令又は定款上の根拠を持たない決議として、事実上付議しその承認を得る方法が取られた例も多いが、そのような法令・定款に根拠を持たない決議を無効とした先例⁽²⁶⁾との関係が問題となる⁽²⁷⁾。

また、防衛策の効力の有無は経営陣の交代の可否を決することから、取締役の選任決議(会社法329条1項)と同視して、普通決議(同309条1項)によること、あるいは、抗告審決定が示すとおり、防衛策により既存の株式の経済的価値が低下することから、第三者に対する有利発行の場合(同199条3項)と同視して、特別決議(同309条2項5号)を要するとすることも考えられる⁽²⁸⁾。

しかしながら、「株主総会は、「法律に規定する事項及び定款で定めた事項に限り」(会社法295条2項)決議することができるから、防衛策の導入を定款決議事項とする定款変更のための特別決議(同466条・309条2項11号)を経ることが望ましいと考える。

上記のとおり、防衛策は当該会社における支配権移転のためのルール作りの意味を有するから、会社の自治規範としての定款に盛り込むことが望ましい。もっとも、これは、上記のとおり(「三.3」)異議審決定が示唆す

(24) 藤縄・前掲注15・31頁

(25) 社会全体における効率性という観点からの考察として、防衛策の導入には株主の事前の授権が望ましいことを示唆する見解として、田中・前掲注18・245頁、参照。

(26) 東京地判昭和27年3月28日(下民集3巻3号428頁)

(27) 石綿他・前掲注19・35頁

(28) 清水俊彦=猪木俊宏「ニレコ・ボイゾンビル差止めの衝撃」NBL812号(2005年7月1日)122頁・128頁

るような、新株予約権の発行権限を株主総会に移すことを目的とするものではない。一定の発動条件に従い、爾後に取り締役会の決定により新株予約権の発行をなしうることを盛り込んだ防衛策全体の承認を定款に記載することを意味する。さらに、株主総会の決議により防衛策を廃止できる条項も盛り込むことが望まれる。

(5) 事前警告としての性格

上記のとおり（「二二（二）（三）②」）仮処分決定においては、買取者が従うべきルールを策定してその遵守を求め、買取者がこれを遵守しない場合に会社が防衛策を発動するという仕組みに一定の評価を与えている。

従って、上記の3類型の中においては、「事前警告型」の防衛策がより司法リスクの低い防衛策の形態であるものと考ええる。

これにより、買取者と現経営陣が各々事業計画を提示することにより、株主がその優劣を有意的に行うことが可能となるといえよう。

この点、条件付取締役会決議型においても「事前警告」としての効果は存する旨の主張がある⁽²⁹⁾。しかしながら、この形態の防衛策においては、発動条件の成就により自動的に新株予約権の交付がなされる点に特色があるから、買取者との交渉次第では防衛策を発動しないことを選択しうるような柔軟的な発動条件を事前に取締役会において決議しうるか、仮にそれが可能となっても抽象的な発動条件として裁判所による違法判断を受けないかといった問題点があるものと考ええる。

(6) 発動条件の厳格性

上記のとおり（「二二（三）（二）」）、仮処分決定及び異議審決定においては、本件プランの不償却事由（「一三（二）」）の内の⑤は、不適切であると判断した。

しかしながら、実際には、企業を「食い物」にするような買取者が全て、上記不償却事由の①から④において網羅されているか否かは不明であり、実務的には、取締役会に一定の裁量を付与することが望ましいと考えられる。

従って、発動条件は、上記の①から④を中心としつつ、これと同視しうるような他の事由をも網羅し、かつ、上記のとおり、この点の株主総会の事前の承認を得ておく方法が望ましいと考える。

(7) 既存株主への損害の回避

上記のとおり（二二（三）（三））、仮処分決定及び異議審決定は、本件プ

(29) 武井他・前掲注23・57頁

ランにより、①希釈化リスクにより既存の株式の投資対象としての魅力が低下したこと、及び、②既存の株式の持つ価値が株式と新株予約権に二分され、後者について投下資本回収の途が閉ざされたことという、既存の株主に対する損害を重視し、抗告審決定は、上記①のみに着目した理由を述べている。

これらの損害は、新株予約権に随伴性が確保されていないことから生じるものといえるから、上記の3種類の防衛策のいずれにおいても、発動条件成就の時点における株主に対して新株予約権が発動されるような工夫がなされているところである。もっとも、いずれの類型においても、そのような株主を確定するための基準日を設定せざるを得ず、その日と実際に新株予約権との間には数日を要するから、希釈化のリスクは皆無とはならない⁽³⁰⁾。

従って、発動条件の成就の確定後はできるだけ早く新株予約権の発行を行えるような工夫が必要であるし、また、この点も適切に開示した上で、上記のとおり、導入時の株主総会の承認を得ておくべきであろう。

この点では、発動条件の成就後は信託に付された新株予約権を交付するだけにとどまる信託型が優れているともいいうる。

しかしながら、このタイプのうち、会社から信託会社等に直接新株予約権を交付する「直接方式」の場合、そもそもこのような新株予約権の発行について信託の成立を肯定できるのか、疑問がある。

すなわち、信託とは、委託者が受託者に対して「財産の譲渡、担保権の設定その他の財産の処分」をなし、かつ、受託者がこれを一定の目的のもと管理又は処分等をなすことを約することにより成立する⁽³¹⁾（信託法第3条1号）ところ、委託者たる会社が受託者たる信託会社に対して新株予約権を付与することについては、そのような形成権の付与が「処分」にあたる⁽³²⁾のか、また、受託者ないしは爾後の株主の下において初めて完全に権利として成立する新株予約権を上記「財産」と観念できるのか、明確ではないと考える。

(8) 新株予約権の差別的行使条件について

上記の随伴性を確保するためには、発動条件が成就した時点の全株主に対して、その内の排除すべき買収者が行使しえない条件を付した新株予約権を発行することが必要となる。

(30) 大杉謙一「本件評釈」ジュリ1313号（平成17年度重判・2006年6月10日）112頁・114頁

(31) 平成18年12月15日成立

(32) 石綿他・前掲注19（「下」）（商事1739号（2005年8月5日）91頁・92頁）

この点、株主平等原則に反するとするとの指摘も⁽³³⁾あるが、新株予約権は株式とは異なるから、株式におけるような厳格な平等原則とは異なる規律が⁽³⁴⁾可能であり、また、このような内容を持つ新株予約権の発行が後日ありうることを事前に株主総会の承認を得ることで、合理性が認められるもの⁽³⁵⁾と考える。

(9) まとめ

以上の検討により、いわゆる「事前警告型」を中心として、買取者が事業計画の提示等の一定のルールに従わない場合、及び、本件における不償却事由の①から④を中心とした事情が認められる場合を発動条件として、新株予約権を発行することを内容とし、かつ、これを定款に記載することをもって導入とする形の防衛策が最も妥当なもの⁽³⁵⁾と考える。

しかしながら、株主構成等、各企業の特徴に応じたバリエーションがありうるところであるが、その場合には、上述のような現時点における司法の考え方に留意するべきであろう。

5. 今後の問題点

会社法が施行された後の平成18年5月以降に開催された各社の株主総会においては、本件各決定の影響からか、防衛策については株主総会の承認を折り返すことが必要との認識の下、その導入を見送った会社が多いようである。⁽³⁵⁾

しかしながら、会社法施行規則は、会社がその「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」（127条柱書）を定めている場合には、「基本方針に照らして不適切な者によって当該株式会社の財務及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」（同条2号ロ）、すなわち、買取防衛策を事業報告において開示することを求めており、多くの3月期決算の会社においては、左の規定が本年6月総会から適用されることとなる（附則6条6号）。

上記のような規定がなされると、防衛策が事業報告に示されていない会社は防衛策を定立していないことを意味し、そのような方針に対する株主からの質問について会社側が対応しなければならぬ場面が想定され、そのような場面を嫌う企業が防衛策の定立に急ぐ事態も想定しうる。上記のとおり、防衛策に関する判例、学説は未確定といえる状況の下、上記のような法務省令の定立は、やや先走りの感をぬぐえない。

(33) 吉本健一「ポイズン・ピルと株主平等原則」阪大法学55巻3・4号（2005年11月）73頁・79頁

(34) 江頭・前掲注12・700頁（注（6））

(35) 株主総会白書（2006年版）商事1784号（2006年11月30日）9頁・126頁

しかしながら、上記の法務省令の規定にかかわらず、企業においては、新株予約権を用いた形態のみならず、会社法が新設した取得条項付種類株式や、安定株主対策等、自らの株主構成や事業形態、取引形態に合った防衛策の選択・策定の必要性が益々高まることとなろう。⁽³⁶⁾

(36) 企業側からの防衛策の提案として、金原洋一＝福谷尚久「大規模買付行為に対する実務対応 (仮題)」ビジネス法務42号 (2007年2月) 1頁 (掲載予定)