

# 判例研究

## 〔商法四七二〕

買収防衛策としての新株予約権発行が著しく不公正な発行に当たるとしてその差し止めが認められた事例

### 〔判示事項〕

一 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権限を有しているが、濫用的な敵対的買収に対する防衛策として、新株予約権を活用する場合、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り、株主に對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。

二 株価の長期低迷をもたらす可能性の高い仕組みの譲渡禁止新株予約権が株主割当ての方法で発行された場合、その行使条件が成就し実際に新株の交付を受けない限り株価低迷による損失をてん補できないため、当該損失は敵対的

東京高決平成一七年六月一五日

平成一七年（ラ）第九四二号新株予約権発行差し止め処分決定認可決定に対する保全抗告事件、抗告棄却（確定）

判例時報一九〇〇号一五六頁、判例タイムズ一一八六号二五四頁、金融・商事判例一一一九号八頁、商事法務一七三五号四八頁

買収者以外の既存株主が受忍しなければならない損害であるとはいえず、かかる新株予約権の発行は著しく不公正な方法による発行に当たる。

三 既存株主は、本件新株予約権が発行されなければ生じなかったことであろう不測の損害を被ることから、事前に本件新株予約権の発行を差し止めることにつき保全の現実の必要性を有する。

### 〔参照条文〕

旧商法二八〇条ノ一〇、二八〇条ノ三九第四項（会社法二四七条二号）

〔事 実〕

本件債務者であるYは、ジャスダック上場のオートメーション装置・計測装置メーカーであり、本件債権者であるXは英領ケイマン諸島法に基づき設立された投資ファンドでYの株式の3%弱を保有していた。Yは、株価と一株あたりの純資産額との比率を示す株価純資産倍率(PBR)が低く、株価が割安であるため、買収の対象となりやすい会社であることがかねてから指摘されていた。Yの取締役会は、濫用的な買収等によりその企業価値が害されることを予防し、Yに対する買収等の提案がなされた場合、その企業価値最大化達成のための合理的手段として用いるためとして、新株予約権を利用したセキュリティ・プラン(いわゆる「ボイスンピル」の一種)の導入を決議・公表し、取締役会が当該新株予約権の消却等の是非について判断する際の指針としてのガイドラインも併せて決定した。後に改正されたガイドラインを反映させるとこのプランの概要は以下の(1)及至(6)のとおりとなる。

(1) 平成一七年三月三十一日最終の株主名簿上の株主に対し、一株につき二個の新株予約権を無償で割り当てる。(権利落ち日である三月二十八日以降の株式購入者は割当てを受けることができない。)

(2) 新株予約権の譲渡には取締役会の承認が必要だが、承認請求があっても取締役会は承認しない。(事実上譲渡不可)

(3) 新株予約権の割当てを受けた者は、三年以内に、Yの発行済議決権付株式総数の二〇%以上を取得した者が現れたと取締役会が認識して決議のうえ公表した場合には、新株予約権を行使し、新株を取得できる。

(4) 新株予約権行使の際の払い込み価額は一株あたり一円。

(5) Yの取締役会は、企業価値最大化のためなど必要があると認めた場合、上記(3)の手続開始要件の成就までは新株予約権の全部を一齐に無償で消却することを決議できる。無償消却しないことを決議できるのは以下の①乃至⑥に定める場合に限られる。

①買収者等が株価を吊り上げて会社関係者に高値で引き取らせようとする、いわゆるグリーンメイラーの場合。

②買収者等が経営上必要な知的財産権や取引先・顧客等を買収者等に委譲させる、いわゆる焦土化経営を企図している場合。

③買収者等が会社資産を買収者等の債務の担保や弁済原資として流用することを企図している場合。

③買収者等が一時的高配当をさせること又は株式の高値売り抜けを企図している場合。

④買収者等がYの経営を支配したならば、株主、取引先、顧客、地域社会、従業員その他のYの利害関係者を含むY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、Yの取締役会が、本件新株予約権を一斉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。

(6) 上記(5)の決議に際しては、社外の専門家三名による特別委員会の勧告を最大限尊重し、勧告に従うと企業価値が毀損されることが明らかな場合を除き、その勧告に従う。

Xは、こうしたYによる新株予約権発行は、機関権限分配の法意や取締役の善管注意義務・忠実義務等を定めた法令に違反し、かつ、著しく不公正な方法による発行に該当するとして、これを仮に差し止めることを求めた。本件の原審は、Xの主張する法令違反の部分についてはこれを退けた。しかし、被選任者たる取締役に選任者たる株主構成の変更を主な目的とする新株等の発行を一般的に許容することは、商法上の機関権限分配の法意に反し、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くべきであるが、それが必ずしも機動

的に開催可能ではないので、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が許容される場合もあるが、本件では、①株主総会の意思を反映させる仕組みに欠け、②行使条件成就に関する判断基準が限定的でないうえ、取締役会の恣意的判断防止が担保されておらず、③株価が下落して既存株主が不測の損害を被るおそれがある発行内容となっていることなどを理由に、本件新株予約権発行の差し止めを認める決定をした(東京地決平一七年六月一日・判例タイムズ一八六号二七四頁、商事法務一七三四号三七頁、金融・商事判例一二一八号八頁、以下「原審決定」と略称する。)

Yは、保全異議を申し立て、原審決定の取り消しを求めたが、異議審も原審決定とほぼ同様な理由で、仮処分決定を認可した(東京地決平一七年六月九日・判例タイムズ一八六号二六五頁、商事法務一七三五号四四頁、金融・商事判例一二一九号二六頁、以下「異議審決定」と略称する。)。Yは、さらに、保全抗告を申し立てたが、本稿で評釈の対象とする保全抗告審の決定(以下「本決定」と略称する。)では、これも棄却されている。Yは、本決定のあった日に直ちに本件新株予約権の発行中止を決定したが、それは当初の新株予約権発行予定日の前日というきわどき

であった。その後、東京高裁が更正決定（理由欄の裁判所判断の一部を修正）しているが判旨に実質的な変更はない。

## 〔判旨〕

### 抗告棄却（確定）

「取締役会は、株主割当ての方法で新株予約権を発行し（旧）商法二八〇条ノ二〇第二項一二号）、また、新株予約権に譲渡制限を付する（同条同項八号）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。…（中略）…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、株主に対して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。」

「本件新株予約権は、…（中略）…平成一七年三月三十一日時点の株主に対して無償で一株につき二個を割り当て、新株予約権の行使の要件が充たされたときには、一個当たり一円というほとんど無償に近い価額で債務者の株式一株を取得することができる権利であり、株式分割と同様に会社

資産に増加がないのに発行済株式総数だけが三倍に増加するという効果を生じさせるものである。したがって、将来、新株予約権が消却されることなく、現実これが行使されて新株が発行されたときには、債務者の株式の価額は、理論的にはその時点で時価の三分の一程度に下落する可能性が存在する…（中略）…。

…（中略）…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債務者株式の持株比率が約三分の一にまで希釈され、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三年間にわたって株式市場における債務者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債務者株式…（中略）…は投資対象としての魅力に欠ける、買い意欲をそ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-high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、株価値下がりへの危険のほか、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ふべきである。

債権者を含む既存株主にとっては、将来、敵対的買収者（特定株式保有者）が出現し、新株予約権が行使され新株が発行された場合には、その取得する新株によって、株価の値下がり等による不利益を回復できるという担保はあるものの、既存株主としても、本件新株予約権の譲渡が禁止されているため、敵対的買収者が出現して新株が発行されない限りは、新株予約権を譲渡することにより、上記のような株価低迷に対する損失をてん補する手立てはないから、既存株主が被る上記のような損害を否定することはできない。このような損害は、敵対的買収者以外の一般投資家である既存株主が受忍しなければならない損害であるといふことはできない。」

「そうすると、本件新株予約権の発行は、…（中略）…著しく不公正な方法によるものといふべきであり、しかも、上記のとおり債権者が本件新株予約権の発行によって不利

益を受けるおそれがあることも明らかである。」

「本件新株予約権が発行されれば、…（中略）…既存株主にとつては、本件新株予約権の発行がなければ生じなかったであろう不測の損害を被るものといえるから、既存株主の一人である債権者が、事前に本件新株予約権の発行を差し止めることにつき保全の現実の必要性を有することは明らかである。」

債務者は、本件新株予約権については、その行使段階である新株発行の差止め可否という形で司法審査によれば足り、本件新株予約権の発行自体を差し止める必要性はないと主張するが、本件新株予約権の発行自体によって、上記のような不測の損害が生ずると認められるのであるから、新株予約権の行使段階における新株発行差止めという方法によつては、このような損害を回避することができないことは明らかであつて、債務者の主張は理由がない。」

# 〔研究〕

判旨に賛成。

一 従来の不公正発行該当性判断の枠組みと原審決定・異議審決定におけるそれらの連続性

従来、新株等の発行が不公正発行に該当するか否かが争

われた事件では、経営権をめぐる争いが表面化した有事における第三者割当発行が不正発行に該当するか否かが主たる関心事となり、そこでは商法上の「機関権限分配の法意」や「主要目的ルール」が不正発行該当性の有無の判断基準として用いられてきた。

機関権限分配の法意によれば、被選任者たる取締役が選任者たる株主の構成を変化させることは一般的には許されない。一方で、第三者に対する有利発行の場合を除き（旧商法二八〇条ノ二第二項、二八〇条ノ二）、新株や新株予約権の発行は取締役会の権限となっているが、機関権限分配の法意が優先するとすれば、正当な事由がなければ取締役会は授權株式数の枠内であるとしても、新株等の発行により株主構成を変更することは認められないことになる。新株発行の不正発行該当性をめぐる争いの場合については、当該発行が正当か否かを判断するための基準として裁判上「主要目的ルール」が生成・展開されてきた。当該ルールによれば取締役会が新株発行を決定した種々の動機のうち、取締役側で議決権の過半数を確保して経営権を維持する等の不当目的達成動機が資金調達の一必要性的な動機に優越する場合に、新株の発行は不正な発行に該当することになる。そして、今までのところ資金調達の必

要性の有無にウェイトを置いた判断がなされてきたように見受けられる（大阪地堺支判昭四八年一月二九日・判例時報七三一八五頁、大阪地決昭六二年一月一八日・判例時報一二九〇号一四四頁、東京地決平元年九月五日・判例タイムズ七一―号二五六頁、東京地決平成一〇年六月一日・資料版商事法務一七三号一九二頁ほか）。

しかし、このルールが新株予約権の発行に関して適用されるかどうかについて学説はあまり明確ではない。学説の中には、会社支配の帰属をめぐる争いがある場合になされる新株予約権の特定の者への発行について適用を肯定するものや（江頭憲治郎『株式会社・有限会社法第四版』有斐閣平成一七年六六三頁、但し、同『株式会社法』有斐閣平成一八年七一四頁では、適用の有無につき言及していない）、かかる発行が不正発行にあたるか否かは具体的事例ごとに判断するしかないとするものがある（神田秀樹『会社法第八版』有斐閣平成一八年一四〇頁）。これは、新株予約権が新株とは異なり、資金調達目的以外であっても正当と判断できる目的、すなわち役員・従業員に対するストック・オプションや株主優待策に利用されるなど様々な用途で発行され得ることに起因するものであろう。

本件の直前に生じたニッポン放送事件の保全抗告審決定

は、支配権帰属をめぐる争いか表面化した有事において、特定の株主の持株比率を低下させ、現経営陣の支配権を維持しようとすることを主要な目的とする新株予約権の発行は原則として不正発行に当たると、例外的に、そのような場合であっても企業防衛目的（企業価値毀損防止）が正当目的と認められ、不正発行に当たらないと解される場合があることを認めている（東京高決平一七年三月二三日・判例タイムズ一七三号一二五頁、判例時報一八九九号五六頁、金融・商事判例一二一四号六頁、商事法務一七二八号四一頁）。従来の「新株発行」をめぐる事例と同様に、有事における第三者割当て発行が問題となつてはいるものの、そのまま主要目的のルールを適用すると、濫用的な敵対的買収者から他の株主や会社を守るためであっても株主構成を操作することになる新株予約権の発行は認められなくなることからこれを若干修正したものといえよう。しかし、本件は、経営をめぐる争いが現実化していない「平時」における新株予約権の「株主」割当てによる発行であるので、主要目的のルールが適用できるのか一層問題となる。原審決定は、会社支配権をめぐる争いが現実化していない平時には有事のような緊急性は認められず、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くべきであるか、株主総会は機動的に開催できないことから、次期総会までに会社に回復し難い損害をもたらす敵対的買収者が出現する可能性を全く否定することはできないとして、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が許容される場合があるとし、①株主総会の判断により消却が可能であるなど、当該新株予約権発行に株主総会の意思が反映される仕組みとなっており、②新株予約権の行使条件の成就が、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ところに、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おり、③新株予約権発行が買収と無関係な株主に不測の損害を与えるものとなっていないことなどをその要件として示している。この考え方はニッポン放送事件で修正を受けた主要目的の延長線上にある（清水俊彦「猪木俊宏「ニレコ・ポイズンピル差止め」の衝撃」NBL八一二号一二四頁、川村正幸「本件判批」金融・商事判例一二二七号七〇頁）、あるいは新たな主要目的のルールを提示したものといふことかてきよう（藤原俊雄「法的論点総まとめ 防衛目的の新株予約権発行」ビジネス法務五巻一〇号六七頁）。

上述した①の点につき、原審決定は、本件新株予約権発行後の平成一七年六月に開催予定のYの次期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議題として予定されていないこと、さらに、本件新株予約権は取締役会の決議により消却可能とされているから、株主総会における取締役の選任を通じて取締役会の構成を変更することにより、その消却を行うことが可能であるが、新たな取締役選任の予定もないことから、本件新株予約権発行については株主総会の意思を反映させる仕組みが設けられておらず、上記①の条件を満たしていないと判断している。

上述した②の点について、Yの取締役会が企業価値最大化のため新株予約権を無償消却しないことを決議できるのは上記「事実」の(5)において④乃至⑤として掲げられた事項に該当する場合であるが、そのうち④から⑤までの事項は、ニッポン放送事件保全抗告審決定において、企業価値を害する典型的な事項として例示されたものであり、一般的にもそのように考えられており特段問題はない。しかし、Yがそれらに付け加えた⑥について、原審決定は、本件新株予約権の行使条件の成就が、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

合に限定されていない旨指摘する。さらに、Yの取締役会による本件新株予約権を消却するか否かの決議に際しては、社外の専門家三名による特別委員会の勧告を最大限尊重するが、勧告に従うと企業価値が毀損されることが明らかな場合にはこの限りではないとされていることに對して、原審決定は、特別委員会が独立性を有することは認めながらも、かかる条件では取締役が特別委員会の勧告に従わない余地が残されていることも指摘する。原審決定は、これらの事情から本件新株予約権の仕組みは、取締役会の恣意的判断を防止するものとなっているとはいえないと結論付けている。

原審決定は、特別委員会の勧告を取締役会は無条件で受け入れるべきとするものであろうが、特別委員会は外部者を構成員とする非常設機関であるため、情報不足や会社及びその置かれた状況に対する理解が不完全であるなどとして、必ずしも適切な判断を下せるとは限らないであろう。また、法定機関でもないため、代表訴訟により株主が責任を追及できる対象ともならない。もちろん、会社から独立した立場にある専門家が客観的な見地から判断した「買収のは非」は尊重されるべきであり、特別委員会と取締役会双方の意見が一致することが最善ではあるが、取締役会が特別

委員会の勧告に従うと企業価値が毀損されることが明らかであると判断したときは、取締役会がその責任により消却の是非を決することができるというのが本筋ではなからうか（同旨、江尻隆<sup>11</sup>佐藤正孝<sup>12</sup>「ニレコ地裁・高裁仮処分決定の意義」ビジネス法務五巻九号一三頁、山田剛志<sup>13</sup>「本件判批」判例評論五六号五五頁、大杉謙一<sup>14</sup>山中真人<sup>15</sup>「買収防衛の法的論点はこう考える（前編）」ビジネス法務五巻一一号一四頁以下ほか）。したがって、この点の原審の判断には疑義が残る。

上述した③の点について、原審決定は、権利落ち日以降にYの株式を取得した株主は、その持株比率が約三分の一に希釈されるリスクを負担することになるか、その前提となる敵対的買収者が出現するか否か、いつ出現するか、さらにその場合に取締役会が企業価値最大化のためとして新株予約権の無償消却を行わない旨の決議をするか否かが、予測困難でリスク算定も困難なため、合理的投資家ならば、こうしたリスクを内蔵する株式への投資に慎重となると考えられる結果、既存株主は市場において高い評価で株式を売却する機会を失うが、これは看過できない不測の損害であるとする。また、本件では新株予約権に譲渡制限がついているため、既存株主は新株予約権の行使により新株を取

得するまでは、保有株式の経済的価値のうち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る結果となっており、この点も既存株主に不測の損害を与えているとする。

以上でみてきたように、原審決定は、従来通り機関権限分配の法理を踏まえて検討し、本件新株予約権発行は、平時において取締役会による発行が許容されうる場合に必要となる上記①乃至③の要件を全て欠くことになり、著しく不公正な発行に該当すると判断しており、異議審決定も原審決定を支持し、異議申立て理由に対する判断を付け加えるにとどまっている。

## 二 本決定の位置付け及び意義

本件は、新株予約権を活用した平時導入有事発動型買収防衛策の是非が司法の場で争われた本邦初の事件であり、問題となったセキュリティ・プランは、新株予約権を活用した有事導入型買収防衛策の是非が問われたニッポン放送事件における攻防戦が白熱化している最中に公表された。

平成一七年当時は、敵対的企業買収時代の到来が盛んに喧伝され、買収防衛策の導入を公表する企業が相次ぎ、経済産業省と法務省が共同で「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」（以下「買

「取防衛策指針」と略称する)を、経済産業省の企業価値研究会が買取防衛策のあり方に関する「企業価値報告書」を公表し、国会では企業買収に関する部分も含まれた会社法案が審議されるという、企業の買収とその防衛策をめぐって、実務、行政、立法、司法の各分野における動きがまさに同時に進行するというかつてない状況にあったといえよう(清水・猪木・前掲一二三頁以下)。

本決定は、原審決定や異議審決定と異なり、機関権限分配の法意については明言せず、原審決定・異議審決定が検討対象とした事項のうち、①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かという点と、②新株予約権の行使条件の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かという点には触れず、③新株予約権発行が買収と無関係な株主に不測の損害を与えるものとなっていないかどうかということに焦点を絞って論じている。

そもそも、基準日以降にYの株主となる者は将来持株比率が三分の一に希釈される危険があるということを予め承知でY株式を購入するとすれば、本件で一番考慮しなければならないのは既存株主の利益保護ということになる。本決定は、本件新株予約権の発行について、①発行価額を無

償、権利行使価格を一円とし、基準日現在の株主の保有株式一株につき、二割割り当てるため、権利行使条件が満たされると、会社財産がほとんど増加しないのに発行済株式総数だけが三倍に増え、その時点で株価が三分の一に下落する危険性が約三年間継続するため、株価は低迷し、既存株主は長期にわたって株式譲渡によりキャピタルゲインを得る機会を失い、②権利行使条件が満たされて新株を取得すれば、前述した株価下落の損失分をてん補できるという担保はあるものの、新株予約権の譲渡が許されないため、株価下落による損害を回収することが困難であると認定し、既存株主に受忍させるべきでない損害を生じさせ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える結論付けている。

本決定は、このように、いわゆる敵対的買収に対する事前の防衛策として取締役会決議による新株予約権の発行が正当化される余地があることを認めながらも、もっぱら、本件新株予約権が発行された場合、Yの会社資産の毀損やXを含む既存株主の支配権低下はなくとも、Xを含む既存株主が投資対象である株式の株価下落という予測し難い損害を被ることをもって、当該新株予約権発行はYの取締役会に与えられた権限を逸脱した著しい不公正な方法にあた

るとした点に特徴がある（大塚和成「買収防衛策と「企業価値」の意義―ニッポン放送事件およびニレコ事件を題材にして―」金融法務事情一七四九号八一頁、佐賀義史<sup>11</sup>澤村智子「本件判批」判例タイムズ一二一五号一六六頁）。

ここで示された既存株主の権利保護の必要性は、今後の平時導入有事発動型の敵対的買収防衛策を設計・導入するにあたり欠くことのできない要件の一つを具体的に示したものであるということができる。

「買収防衛策指針」が公表されたのは、本決定の数日前である平成一七年五月二七日であるが、そこでは買収防衛策には、「企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則」、「事前開示・株主意思の原則」及び「必要性・相当性確保の原則」といった三原則が必要であるとされている（買収防衛策指針のⅢ及びⅣ）。そして、買収防衛策指針は、機関権限分配の法意も主要目的のルールも取り上げることなく、取締役会により導入する防衛策は株主の総体的意思により廃止できる手段を設けている場合には株主意思の原則に反しないとし、買収者以外の株主を差別しないこと、発行時において株主に過度な財産的損害を生じさせないこと、取締役会の恣意的運用を排除するための措置の採用、客観的な買収防衛策廃止要件の設定、独立社外者の判断重視の

仕組みなどが必要であるとしている（買収防衛策指針のⅤの2）。原審決定・異議審決定と異なり、本決定が機関権限分配の法意について言及していないのは、本件の特殊性もさることながら、買収防衛策指針の影響を受けているためではないかと推測される（大杉謙一「本件判批」ジュリスト一三三三号一一四頁、川村・前掲六九頁）。

ところで、事前の買収防衛策導入に関して、新株予約権の発行は、第三者に対する有利発行を除き、取締役会に帰属し、取締役会が業務執行に関する意思決定機関として、新株予約権を活用した防衛策を採用することもその権限に含まれると解されることから、本決定は機関権限分配の法意を採用しなかったとする見解（判例時報一九〇〇号一五八頁・本決定に関する無署名記事）や、本稿の「判旨」で引用した冒頭の部分を文言通りに解すると、取締役会には、基本的に敵対的買収予防策としての新株予約権発行権限があり、原審決定・異議審決定とは違い、例外的に許容される場合に限られないことになるという見解もある（徳本穰「本件判批」私法判例リマックス三三三号一二二頁）。しかし、本決定は既存株主が不測の損害を被り不公正な発行に該当することが明確であり、その点だけを論じれば、すなわち解釈上導き出される機関権限分配の法意まで持ち出さなく

でも結論を出すことができるかと判断された特別な事例であると解すべきで、一般的に買収防衛策としての新株予約権の発行が公正なものといえるか否かを検討する際に機関権限分配の法意の適用がないとしたものとは言い切れないと思われる。なお、本件にも機関権限分配の法意の適用があるとした場合には、既存株主は授權資本枠を絞ること等により取締役が機関権限分配の法意に反することを予防できるのにもかかわらず、そうしていなかったことは取締役が株主構成を変更することを株主は消極的ながらも是認していたと解する余地はないのかといったことも検討されてよいであろう。

また、原審決定が本件のような事前の対抗策としての新株予約権の発行には、株主総会の意思を反映させる仕組みが必要と述べていることから、実務上は、本件のタイプのポイズン・ピルについては株主総会で信を問う方向に傾くものと思われる。しかし、株主総会の決議を得れば、取締役会限りで導入するよりは公正なものと判断されやすくなることは確かと思われるものの、その理論的根拠を明らかにすることや、新株予約権発行の内容に応じ、どの様な決議を何時すればよいのかなどこれから検討すべき課題が山積している。なお、旧商法二八〇条ノ三九第四項、二八

〇条ノ一の趣旨は会社法二四七条二号に引き継がれ、取締役会決議により株主に新株予約権の割当てを受ける権利を付与する場合（会社法二四一条）にも適用されるので、本決定は会社法施行後も先例としての意義を有するものといえよう（佐賀川澤村・前掲一六七頁）。

### 三 保全の必要性

保全の必要性（民事保全法二三条二項）について、Yは、新株予約権の行使段階である新株発行の差止めの可否を審査すれば足りるうえ、Xが主張する損害は事後の損害賠償によって償えるとして、その必要性がないと主張した。しかし、本決定は、①Yの主張によれば新株予約権発行差止請求権（旧商法二八〇条ノ三九第四項による二八〇条ノ一の準用）が認められている趣旨が没却されるうえ、②本件では、新株予約権が発行されると、直ちに株主は長期にわたる株価の下落の危険に見舞われ、事後に回復することが困難な著しい損害が発生するため、当該新株予約権の差止めにつき保全の現実の必要性を有する、として保全の必要性を認めた。

異議審決定によれば、Yは損害の性質や内容からすれば、事後的な損害賠償で償うことができることを理由に保全の必要性を認めなかった最高裁平成一六年八月三〇日決定

(民集五八巻六号一七六三頁、判例タイムス一一六六号一三二頁)を引き合いに出しているか、当該決定も事後的損害賠償で償えない損害の発生が不可欠とまで断定したものととは読めない(川村・前掲七二頁注八)。また、本件での新株予約権行使期間は最長約三年間であるから、Y主張のとおりの新株発行の段階でその差止めの可否を問えば足りるとしたのでは、新株予約権の発行により直ちに損害を被り、新株予約権行使条件が成就して新株の交付を受けぬ限り当該損害をてん補できないことになる既存株主に長期間不利益を甘受させなければならぬ結果となるおそれが高く不当である。したがって、本決定の判断は肯定され得るものであるが、本件の特殊事情を考慮すれば、新株予約権発行の差止めについて、その保全の必要性の要件に関する一般的基準を示したものとまていうことはできず、保全の必要性を既存株主の経済的利益だけで判断することの可否、判断材料として加えなければならないことがあるとすればそれは何かなどについては、今後の学説・判例の展開を待たざるを得ない。前述したように新株予約権の発行目的は多岐にわたり、買収防衛策としての利用法も様々なケースが創出されることが予想されるため、一般的な基準の確立は難しく、個別具体的に判断しなければならないものとなる

かもしれない。

#### 四 結びに代えて

以上でみてきたように、原審決定・異議審決定における判旨の一部には、理論付けに疑問が残る点があるうえ、主要目的ルールを本件に適用する場合、従来のそれを大幅に変更しなければならない。こういった点に踏み込まずとも、本件の新株予約権発行はその仕組みの特殊性ゆえに、既存株主に直ちに現実的損害を与えることをもって不公正発行に当たることを認め、差止めについても保全の必要性を認めた本決定は首肯できるものである。

結果としては不公正な発行にあたりと判断されたものの、Yが本件買収防衛策を設計した時点では、新株予約権をどのように利用すればよいか、またその発行につきいかなる機関の決定が必要となるかなどについては決定的といえる基準・ルールはなかった。Yは弁護士事務所や証券会社とも相談のうえ、買収防衛策を導入したものであり、Yの導入した型の買収防衛策を不当なものと指摘する買収防衛策指針も、Yが当該防衛策を導入した後で公表されたものであり、Yにとり気の毒な面もあった。

Yと同様、専門分野での高い技術力を誇り、財務体質も健全ではあるが活動分野・内容が目立たないためPBRが

低迷し、株式時価総額もそう大くない会社、特に技術革新による取引先関係の変化・バブルの後始末等で従来の安定株主が持株を放手してしまい、安定株主が少ない会社では、設立が相次いでいる企業買収ファンド等の標的となりやすくなっている。こうした会社が産業の基盤を支えていることもあるため、濫用的な敵対的買収によって、知的財産・技術・ノウハウ等が流出したり、優良資産が売却されたりして後の経営に支障を来たすようなことがあれば、広範囲に悪影響が及ぶおそれがある。ところが、濫用的な敵対的買収から身を守る防衛策に対する必要性は高い反面、株主総会でその導入につき承認を得ることも困難というジレンマに陥っている会社も少なくない。また、現在のところ、新株予約権を利用する場合には、信託型の買収防衛策が効果的で、かつ不公正なものと判断されるおそれも少ないといわれているが、導入に要する費用がかさむという問題を抱えている。

会社法では、買収防衛策に利用可能と思われる全部取得条項付株式等の発行も認められているものの、株主の権利を制限する効果の強い株式が多種・多数出回することは市場の混乱要因となり、あまり望ましいものとは思われない。究極的な買収防衛策と評されるマネジメント・バイアウト

(MBO) もそれ自体に要する必要資金が巨額化することがあるうえ、MBO が成功しても、上場廃止となって株式市場からの資金調達はできなくなるのが通常であろうから、そこまでして買収を防止しようとする場合は限定されることであろう。したがって、取締役会等の決議で機動的に導入可能であり、導入に要するコストが低く、かつ、濫用的な敵対的買収者以外の株主等にはできる限り不利益を与えないような防衛策を立法により可能にすることも検討に値すると思われる。なお、本件に言及した論稿は多数にのほるため、紙幅の関係上そのうちの一部しか本稿では紹介することができなかったことを付言しておく。

吉川 信將