

《論 文》

会社買収防衛策における 新株予約権の活用

金 田 充 広

- I はじめに
- II 会社買収防衛策
- III 新株予約権の割当て
- IV 株主の持株比率の保護
- V おわりに

I はじめに

新株予約権は、2001年（平成13年）の第153回国会において成立した「商法等の一部を改正する法律」（平成13年法律128号）により導入された制度である。同年の改正により創設された新株予約権の主な活用方法として、⁽¹⁾資金調達以外に、一つは取締役・従業員のインセンティブ報酬としてのストック・オプションがある。もう一つは、新株予約権の割当てによる会社買収防衛策としての活用である。

会社買収に対する対抗措置としては、従来より株式の持ち合い、いわゆる企業グループで相互に株式を保有し合うことにより、敵対的な会社買収から会社を防衛することが行われてきた。しかし株式を相互に保有することから資本の空洞化が生じ、あるいは議決権に基づく相互の監督機能が十分に機能しないなどの点が指摘され解消傾向を強めるなか、合併制度の簡素合理化手続きの創設とともに独禁法改正による純粹持株会社の解禁（1997

年)、その後、株式交換・株式移転の制度創設(1999年)、会社分割制度の創設(2000年)、会社法の現代化作業の仕上げとして会社法が制定(2005年)され、組織再編の仕組みが整備されるなど矢継ぎ早に制度改革が進められた。それとともに議決権制限株式の整備や新株予約権の創設(2001年)も実現している。これらと歩調を合わせるように、M&Aの件数は上昇傾向にあった。

日本企業同士のM&Aの件数は、2006年の約2200件をピークに減少し2011年には約1100件とほぼ半減している⁽²⁾。ただし日本企業の海外におけるM&Aは、これも2006年をピークに減少傾向にあったところ、2011年には折からの円高の影響もありその勢いを増している。このような状況において、株式会社は会社買収防衛策に関する何らかの対応を迫られてきたといえることができる。本稿では、主として新株予約権の割当てによるいわゆる平時導入型の会社買収防衛策を概観したうえで若干の検討をするものである。

II 会社買収防衛策

1 会社買収防衛策の導入

(1) 会社買収防衛策の指針

M&Aがもっとも活発であった頃、経済産業省及び法務省は、2005年5月27日に、「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「指針」という。)を公表した。指針は、前文においてその目的を次のようにいう。

「経済産業省及び法務省は、企業価値、ひいては、株主共同の利益を害する買収に対する合理的な会社買収防衛策について、それが満たすべき原則を提示することにより、企業買収に対する過剰防衛を防止するとともに、買収防衛策の合理性を高め、もって、企業買収及び企業社会の公正なルール形成を促すことを目的として」、指針を定めるとしている。

指針では、用語の意義を次のように定義している。

- 1 買収：会社に影響力を行使しう程度の数の株式を取得する行為をいう。
- 2 買収防衛策：株式会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせずに新株又は新株予約権の発行を行うこと等により自己に対する買収の実現を困難にする方策のうち、経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前に導入されるものをいう。
- 3 導入：買収防衛策としての新株又は新株予約権の発行決議を行う等買収防衛策の具体的内容を決定することをいう。
- 4 発動：買収防衛策の内容を実行することにより、買収の実現を困難にすることをいう。
- 5 廃止：買収防衛策として発行された新株又は新株予約権を消却する等導入された買収防衛策を取り止めることをいう。
- 6 企業価値：会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう。
- 7 株主共同の利益：株主全体に共通する利益の総体をいう。

指針では、「買収」を会社に影響力を行使しう程度の数の株式を取得する行為であるとする。会社に対する支配的影響力に関しては、会社法及び会社法施行規則を参考にすることができる。会社法が規定するのは親子会社関係及び株式の相互保有である⁽³⁾。実際に会社買収が問題となるケースにおいて、対抗措置が発動されるトリガー条項は、通常数字的に具体的であり議決権の20パーセントにあたる株式の取得というふうに定められる。

指針では、買収防衛策とは、経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前に導入される事前の対抗策であるとしている。株式会社の買収において、買収者は株式を取得することにより議決権を行使し会社の経営権を奪取し、あるいは会社経営には関心を持たず株価の高値買い取りを要求することもある。買収の対象になった会社の対抗措置としては、買収者のする株式取得に対してその持株比率を低下させることである。通常、

味方に第三者割当をすることになる。しかし会社支配権が争われているとき、増資の必要性がないのに、もっぱら敵対的買収者の持株比率の低下だけを目的として行われる新株発行は差し止められるおそれがある。このような新株発行に対して裁判実務では一定のルールが確立された。主要目的ルールである⁽⁴⁾。

M&Aが活発になり会社がいつ会社買収の標的にされるかわからない状況において、これに対する事前準備が重要になる。事後的に新株発行で対処しようとする、主要目的ルールにより資金調達目的との関係において新株発行が認められないことも多いからである。もちろん事後的に対処することで事足りるならば、煩雑な仕組みを準備することはコストの観点から不要であろう。株式会社にとって最も重要な資金調達という株式上場のメリットとともに、反面、会社買収防衛策を検討することが株式上場のデメリットとして挙げられることもある⁽⁵⁾。

(2) 会社買収防衛策の導入状況

会社買収防衛策として新株予約権を活用するいわゆるライツプランが一般的になっており、M&Aの件数が2006年にピークを迎えたところに急激に増加し2008年以降導入社数が500社を越えている。防衛策の分類⁽⁶⁾では事前警告型が圧倒的に多い。またこの期間の会社買収防衛策の手続きを見ると、導入時においては株主総会決定型が圧倒的に多く取締役会決定型は1割に満たない。また発動時の手続きとしては、取締役会決定型と株主意思確認型を比較すれば前者のほうが多く、折衷型も最近増加しつつある。

東京証券取引所における状況に関して、「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書⁽⁸⁾2011」73頁によると、「買収防衛策」とは、上場会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせず、新株又は新株予約権の発行を行うこと等による当該上場会社に対する買収（会社に影響力を行使しうる程度の数の株式を取得する行為をいう。）の実現を困難にする方策のうち、経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前に導入されるも

のをいう、「導入」とは、買収防衛策としての新株又は新株予約権の発行決議を行う等買収防衛策の具体的内容を決定することをいう、と定義した上でその買収防衛策の導入状況を東証第一部、東証第二部、東証マザーズの各市場における2006年、2008年、2010年の3年について比較している。東証第一部についてこれを見ると、6.9%、23.8%、24.1%と増加している。2006年から2008年にかけての増加が著しくその後2年はわずかな増加にとどまっている。

2 株主の議決権

(1) 総説

会社の買収は、発行されている株式を買い進め、株主総会における議決権の多数を確保することにより行われる。このような観点から、安定株主対策として企業グループ内で行われる株式の相互持合がある。グループ会社間において、1つの会社の株式を他のグループ会社が保有し安定株主となる形態である。近時、持合株式の時価評価や資本効率などの観点から株式の持合が解消される反面、依然として安定株主として議決権を行使してもらえる味方へ事前に第三者割当をしておくことが一般的な方法として考えられるであろう。それ以外にも、純粹持株会社の解禁、株式交換・株式移転による完全親会社を形成する法的整備が行われ、さらには種類株式や新株予約権⁽⁹⁾を用いる方法など種々の会社買収防衛策がある。

基本的には、敵対的企業が株主総会において議決権を行使することができないようにすることができればよいわけである。敵対的企業がある程度株式を買い進めているとき、普通決議、特別決議又は特殊決議いずれかの決議方法（会社法309条・329条・341条）のうち少なくとも特別決議を阻止できるだけの3分の1を越える議決権を保有しているだけでも、会社にとっては由々しき事態であるに違いない。したがって買収者が出現した場合に、そのことをトリガーとしてただちにその議決権割合を低下させることができる方法が最も効果的かつ重要な方法である。たとえばライツ・プランは

その一つである。平時にライツすなわち新株予約権を株主に付与しておき、敵対的買収者が発行済株式総数の一定割合を買い進めた時点で対抗措置が発動し、既存株主に株式を発行して買収者の持株比率を低下させる方法である。

買収の問題については、広く市場から資金を調達することを前提にするならば、株式を市場で公開しないという選択肢はないが、そうでなければ株式に譲渡制限（会社法2条17号・107条1項1号2項1号・108条1項4号2項4号）を設定することが最も安全である。会社にとって好ましくない第三者が株主になること自体を妨げる方法である。敵対的買収者の議決権が問題となる以前の措置である。

議決権は、敵対的買収の場面における重要なキーワードであるから、いずれのプランもこれを巡る問題が論じられる。敵対的買収のさい、買収者の議決権割合だけを低下させることが株主平等の原則に違反しないかということが一つの論点となる。

（２）１株１議決権の原則

株主は１株１議決権を有するのが原則である（会社法308条）。これの例外として、議決権制限株式、相互保有株式、自己株式がある。親子会社関係にあっては取得すること自体が制限される。議決権制限株式は、平成13年11月改正によって導入された制度である（平成17年改正前商法222条1項5号）。従来は、利益配当優先株にのみ議決権のない株式を発行することができたのであるが（平成13年改正前242条）、優先株以外にも無議決権株とすることに対する実務界の要望などから、同年改正により優先株に限らず、種類株式の１つとして発行できるようになり、株主総会における特定の事項について議決権を付与したりしなかったりすることができる株式として発行できるようになった。会社法では、平成17年改正前商法と同様に議決権制限株式という制度はあるが、１株につき複数の議決権を付与することができるかという議論もある。かつて経済産業省は、株主が１株で複

数の議決権を行使できる複数議決権株式の上場を容認するよう東京証券取引所に求めている。⁽¹¹⁾これは創業者ら経営陣が複数議決権株式を保有し株主総会を支配して長期的かつ安定的な会社経営を目的とするものである。⁽¹²⁾

株式会社東京証券取引所上場制度整備懇談会（以下「懇談会」という。）は、この問題に関する類似のスキームが諸外国に見られるとして、次のような例を挙げている。⁽¹³⁾会社が、いずれも議決権のあるA種株式とB種株式を発行し、A種株式については単元株式数を100株、B種株式については単元株式数を1000株として、A種株式を経営陣・親会社等が保有し、B種株式のみを上場するというスキームで「複数議決権株式プラン」という。会社の経営陣・親会社等は、A種株式の数をA種・B種をあわせた発行済株式総数の9.1%超とするだけで、A種株式に伴う議決権だけで総議決権の過半数を確保でき、一部の株主が比較的少ない出資で支配権を確保することが可能である⁽¹⁴⁾としている。

企業価値研究会は、「上場会社による種類株式の発行に関する提言」⁽¹⁵⁾において、「現状、上場会社による種類株式（無議決権株式、多議決権株式等）の活用は上場規則で制限されているが、資金調達と長期的経営の両立、あるいは事業再生等の事業提携局面においての利用など、様々な活用方法が考えられる。」⁽¹⁶⁾としている。ここで想定されている多議決権株式は、会社法上、株式の種類によって1単元あたりの株式数を変えることができる（会社法188条）ことを前提として、1単元あたりの株式数が多い種類の株式と少ない種類の株式を発行する方法であり、懇談会がいう「複数議決権株式プラン」と同様である。

（3）議決権制限プラン

議決権制限プランは、議決権制限株式を利用したスキームである。発行済株式総数の一定割合にあたる株式を保有する株主の株式だけを議決権制限株式として、株主総会において議決権を行使することができないとする方法である。ここでの問題は、たとえば「株主が有する株式の数が発行済

株式総数の一定割合（たとえば20%）未満であること」を、当該株主についての議決権の行使の条件（会社法108条2項3号ロ）として定めることが適法か否かということである。この問題については、一方において、株主平等の原則に違反せず、また同115条との関係でも、立法目的と規制の範囲の点では若干の問題があるが適法であるとして有効とする見解がある⁽¹⁷⁾。他方、同一種類の株式について持株割合により権利内容を異なるものと定める定款は、一般的には法が認めないものであり、何らかの強い必要性・合理性がある場合にのみ認めるべきとする見解とがある⁽¹⁸⁾。

Ⅲ 新株予約権の割当て

1 新株予約権無償割当て制度の創設

会社法では、「新株予約権無償割当て」（会社法277条）の制度が創設された。平成17年改正前商法においても、新株予約権を株主に割り当てることはできた（平成17年改正前商法280条ノ20第2項12号、会社法241条）。会社に対して行使することによって新株予約権の割当てを受けることになる権利（新株予約権の引受権）を株主に付与する方法である。株主は、その保有する株式数に応じて新株予約権を引き受けることができる。また株式に譲渡制限が設定されている場合には、株主は新株引受権を有した新株予約権の引受権を有していた（同280条ノ5ノ2・280条ノ27）。

しかし平成17年改正前商法のもとでは、会社がする新株予約権の発行にさいして、申込みをした者に対して新株予約権を割り当てることにより引受人になるという手順が必要であった。会社は、新株予約権の引受権を有する者に対しては、割り当てなければならないが、そうでない限り割当ては会社の自由である。したがって会社が、任意に株主を新株予約権者にして、会社買収に備えるということではできなかった。こうした新株予約権発行の需要にさいして、新株予約権を無償で発行することにしても、相手方の申し込みという手続きを期待するだけではその実効性は望むことができなかった。

た。そこで会社法は、相手方の申込みの手続きを必要とせず、また引受けも必要とせずに新株予約権を割り当てることができるように、新株予約権無償割当ての制度を創設した。⁽¹⁹⁾ 会社買収防衛策として株主に割り当てる以外に、株式の割当てを受ける権利を譲渡するために用いられる。

なお新株予約権無償割当ては株主割当てであるから、そのことから原則的に株主には支配的利益及び経済的利益いずれの損害も生ずることはなく、発行差止め（会社法247条）の問題が生ずることはない。そのことから新株予約権無償割当てについては差止めに関する規定がないと解することができる。⁽²⁰⁾ しかし差別的行使条件が設定された新株予約権無償割当てが、著しく不公正であるならばその発行を差止めることができる。著しく不公正な方法とは、不当な目的を達成するために行われる発行をいう。⁽²¹⁾ 新株予約権無償割当ての差止めに関しては、会社法の規定はない。すなわち同247条は、同238条1項の募集に係る新株予約権の発行をやめることを請求することができる旨を規定しているのであるから、新株予約権無償割当てについて同247条の規定を直接適用することはできない。

この問題に関して、ブルドックス事件最高裁決定の原々審決定は、⁽²²⁾ 新株予約権の発行差止めに関する規定を類推適用できると判示する。裁判所は、債権者関係者に差別的な行使条件が設定されているため、債権者関係者以外の株主に対する募集新株予約権の発行と実質的に異なるところがないとしている。そして「このようなおそれは、募集新株予約権の発行が法令若しくは定款に違反する場合又は当該新株予約権の発行が著しく不公正な方法により行われる場合に既存株主に生ずる不利益のおそれと本質的に異なる性質のものではない。」⁽²³⁾ にもかかわらず、これについては差止請求権の行使ができる（会社法247条）のに対して、差別的行使条件を設定した新株予約権無償割当ては差止請求権を行使することができない結果になることに合理的な理由を見出せないとして、会社法247条が類推適用されると解すべきであるとしている。

2 新株予約権の無償割当ては有利発行に該当するか

会社法において、新株予約権無償割当て（会社法277条）は、取締役会設置会社の場合は取締役会の決議によって、新株予約権無償割当てに関する事項を定めると規定している（同278条）。株主割当てであるから、新株予約権が行使されたときの支配的利益または経済的利益いずれの観点からしても、株主は不利益を被ることはない。

これに対して、第三者である会社関係者へ新株予約権を無償で割り当てる場合には、有利発行に該当しないかということが問題になるであろう（平成17年改正前商法280条ノ21・343条、会社法240条1項・238条2項3項・239条・309条2項6号）。たとえばニッポン放送新株予約権発行差止事件⁽²⁴⁾において、債権者は、本件新株予約権の発行価額は適正価格を大きく下回る有利発行であるところ、株主総会の特別決議を経ていないため、本件新株予約権の発行は法令違反であると主張している。結論的には、平成17年改正前商法280条ノ21第1項にいう「特ニ有利ナル条件」による新株予約権の発行であるとは認められなかったが、有利発行になるか否かということが問題になることがある。有利発行であるのに株主総会の特別決議がない場合には、法令違反による差止事由に該当する（平成17年改正前商法280条ノ39第4項・280条ノ10、会社法247条）。

ところでストック・オプションとしての新株予約権の活用方法に関連して、平成13年11月の法律改正前は、新株引受権の付与につき定款の定めと条件に関する株主総会の特別決議が必要であった（同年改正前商法280条ノ19）。同年改正後は、一般的に、新株予約権の無償発行として、有利発行手続きによるべきものと解されてきた。会社法のもとでは、ストック・オプション取引の会計処理及び開示を明らかにすることを目的として、企業会計基準委員会がストック・オプション等に関する会計基準を公表している。考え方としては、取締役・使用人に対して新株予約権を無償で付与することに関して、これを費用計上処理するならば原則として有利発行にならない

いと考えられる。同様に、第三者に対して新株予約権を無償で割り当てる場合に、ストック・オプション類似の構成により取締役会の決議だけでこれを行うという考え方もできる⁽²⁵⁾。ここでは次のようにストック・オプションの議論を援用しておこう。

平成13年11月改正商法以前に使用されていた「新株ノ引受権」及び「新株引受権」の文言の意義は次の二つに分類できた⁽²⁶⁾。(イ)新株発行手続きにおいて発行新株を優先的に引き受けることができる権利であり、新株引受権自体の発行の概念を容れない。(ロ)新株発行手続きとは別個に権利自体が発行又は付与され、その権利を行使することによって新株が発行される。取締役又は使用人に対する新株引受権の付与(ストック・オプション)または新株引受権付社債である(同年改正前280条ノ19-280条ノ22・341条ノ8)。平成13年11月改正商法は、(イ)はそのまま新株引受権の用語を用い、(ロ)に新株予約権という用語をあてた。

ストック・オプションは、新株予約権を無償で発行し予測される時価より安い金額を行使のさいの払込み金額として定めるので有利な発行になるのが普通である(平成17年改正前商法280条ノ21第1項)。あるいは新株予約権の発行時における価値を評価することにより、これとの比較で有利発行か否かということを判断することもできる。また新株予約権は、ストック・オプションに限定されず誰にでも発行することができることになり、かつその自由譲渡性が規定された(同280条ノ19・280条ノ33)。

会社法では、会社に対する職務執行の対価(会社法施行規則114条1号)すなわち報酬を取得するという法律構成により既存株主が経済的不利益を被らない場合には、これらを理由として有利発行にならないと説明することもできる⁽²⁷⁾(会社法第238条1項2号3号・3項参照)。無償の場合(会社法238条1項2号)においても、一定の報酬を受け取ると認められた取締役(同361条1項3号)に対して、公正な当該評価額にあたる⁽²⁸⁾として付与するならば、これは特に有利な条件(同238条1項3号)ではない⁽²⁹⁾。

3 信託型ライツプラン

会社法の制定によりM&Aを促す制度改革を推進することの重要性とともに、敵対的M&Aに対する適切な対応策及びコア人材の引抜き防止策のあり方について検討を行うため、経済産業省の経済産業政策局長の私的研究会として「企業価値研究会」が設置され、第1回目が2004年9月16日に開催されている。同研究会は、2005年5月27日に「企業価値報告書」を発表した。報告書の中では、日本において導入可能な防衛策として、ライツプラン、黄金株、複数議決権株などを挙げている。

ライツプランとは、一般的に、平時にあらかじめ新株予約権を株主に付与しておき、敵対的買収者が出現したとき新株予約権を行使することにより、買収者の持株比率を低下させる方法である。公開会社における新株予約権の発行は、原則として取締役会の決議により導入することができる機動的な方法である（平成17年改正前商法280条ノ19以下、会社法236条以下、公開会社につき、同240条）。会社法では、新株予約権無償割当ての制度が新たに規定されている（同277条）。しかし新株予約権には株式譲渡に伴う随伴性がないので、株式の譲渡にともない新株予約権も移転することを確認しなければ十分な効果を得ることができない。新株予約権を付与した後に株主になった者が、権利行使によって持株比率を希釈化されるという不利益が生じる。そのため信託型ライツプランが考案されていたが、平成17年改正前商法のもとでは、付与するとき権利行使の見込みで新株予約権を発行しても、また実際に敵対的買収者が出現したとき有利な行使価額であれ、会社が権利の行使を強制することができない⁽³¹⁾。この点に関して、会社法では取得条項付新株予約権（会社法236条1項7号）を用いた方法が可能になった。

企業価値報告書76頁は、「新株予約権を用いたライツプランとは、買収者以外の株主だけが行使できる、いわゆる差別的行使条件のついた新株予約権を用いた防衛策、または、一定割合以上の株式を有する者以外の者につ

いてのみ新株予約権の割当を行う防衛策のことである。」としている（平成17年改正前商法条280条ノ2、会社法236条・241条）。いずれの方法にも、信託型ライツプランの場合、会社が、新株予約権を信託銀行に直接発行信託する（発行・譲渡制限）「直接型」と新株予約権をSPC（特別目的会社）に対する割当てと引受けの後これを信託銀行に信託する「SPC型」とがある。実際の導入事例としては、イー・アクセス株式会社の企業価値向上新株予約権（eAccess Rights Plan）⁽³²⁾がある。

新株予約権行使の条件に関しては、会社法上一定の条件を定めることができるとする明文の規定は存しない。しかしこれを新株予約権の内容としてこれを定めることができることについては、当然のことであり問題ない⁽³³⁾と考えられている。行使条件を定める場合には、新株予約権の内容として募集事項の決定にさいして定めなければならない⁽³⁴⁾（会社法238条1項1号）。

4 ニレコ事件⁽³⁵⁾

ライツプランを導入する場合は、敵対的買収者の持株比率が少数阻止勢力とならないようにあるいはできるだけその議決権を希釈化できるように、引受けの申込みがあり新株予約権が行使されることを見込んで新株予約権を割り当てる。そのためたとえば新株予約権を無償で発行し行使価額を1円としておくのが通常である。したがって新株予約権無償割当てでなく、新株予約権の引受けを募集する場合には、会社法にいう特に有利な条件として株主総会の特別決議が必要である⁽³⁶⁾（会社法240条1項・238条3項1号・309条2項6号）。

平成17年改正前商法280条ノ21は、特に有利な条件による新株予約権の発行を規定していた。無償発行で行使価額が1円であれば有利な条件であり、同343条の特別決議が必要である。ニレコ事件の場合は、債務者会社は一定の日のすべての株主に1株につき2個の新株予約権を無償で付与している。それゆえこの場合は、株主割当てであるが、権利を行使して初めて株主になるのであるから、行使価額が1円であれ任意に新株予約権を行使しない

ときは株式を取得しない。新株予約権には譲渡制限が定められている。ニレコ事件において裁判所は以下のような判断を示している。

(1) セキュリティ・プランの概要

平成17年3月14日の取締役会において、セキュリティ・プラン（以下「本件プラン」という。）にかかる新株予約権を株主に対して無償発行する旨の決議をした。濫用的な買取によってニレコの企業価値が害されることを未然に防止し、ニレコに対する買取等の提案がなされた場合には、ニレコ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するものであるとしている。これに対して、同年5月9日に、ニレコの発行済株式総数の約3%を保有する投資を主たる事業とする株主より新株予約権の発行につき差止めの仮処分の申立てがなされた（平成17年改正前商法280条ノ39第4項・280条ノ10）。時期的には、ニッポン放送事件の抗告審決定が、同年3月23日に出了れたすぐ後で、経済産業省及び法務省が、指針及び企業価値報告書を同年5月27日に公表する直前である。

本件プランは、前掲目的と概略次のとおりである。①平成17年3月31日の株主に対して、1株につき2個の割合で新株予約権を割り当てる。新株予約権1個あたりの目的となる株式の数は1株とする。②発行価額は無償とする。③各新株予約権の行使に際して払込みをなすべき額は1円とする。④新株予約権の行使の条件は、手続開始要件が満たされた場合でなければ新株予約権を行使することができない。手続開始要件は、ある者が特定株式保有者（ニレコの株券等の保有者、公開買付者又は当該保有者かつ公開買付者である者であって、当該保有者等及びこれと一定の関係にある者が保有するニレコの議決権付株式の合計数が、ニレコの発行済議決権付株式総数の20%以上に相当する数となる者）に該当したことをニレコの取締役会がそのように認識し公表したこと。⑤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ときは、新株予約権の全部を一斉に無償で消却することができる。⑥新株予約権の譲渡については、債務者の取締役会の承

認を要する。

ニレコ取締役会は、本件新株予約権を消却しない旨の決議ができる場合を次のように明確化した。㊦買収者等がグリーンメーラーである。㊧買収者等が焦土化経営を行うことを目的としている。㊨ニレコの資産を買収者の債務の担保や弁済減資に流用する予定である。㊩買収株式の高値売り抜けを目的としている。㊪その他、ニレコグループの企業価値が毀損される虞があるなどである。

（２）裁判所の判断

原審仮処分決定は、権限分配秩序説により、被選任者である取締役が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はできないとしている。本件新株予約権を一斉に無償で消却しない旨を決議する場合㊦～㊩についても、ニッポン放送事件決定の立てた基準と同じである⁽³⁷⁾。これを前提として、平時のさいに導入された新株予約権発行が許容される要件を明らかにした。

原審仮処分決定は、「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。」として、権限分配秩序説による立場を明らかにしている。そのうえで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の判断を示すものである。

裁判所は、まず会社の経営支配権に現に争いが生じている有事の場合における判断基準として主要目的ルールを前提とし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いなどの例外があることを指摘している。これに対して、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は、「真摯に合理的な経営を目指すものではない敵対的買収者が現れ、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。」とする。このことは、敵対的買収者による支配権取得が企業価値維持の観点から適当でないと取締役会が判断した場合も同様であり、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とする。

しかしながら株主総会は機動的に開催できず、次期株主総会までに敵対的買収者が出現することもあるから、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とする。しかし、その場合であっても、少なくとも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が必要というべきであると判示している。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、次のことが必要であるとして、その判断をしている。

- (ア) 株主総会の意思が反映される仕組みが必要であるのにそれがない。
- (イ) 新株予約権行使の条件成就に関して、取締役会の恣意的判断を防止するものになっていない。
- (ウ) 新株予約権が全部行使された場合には、割当基準日以降に債務者株式を取得した一般株主は、持株比率が約3分の1まで希釈されるといふ不利益を受ける。

これらから事前の対抗策としての相当性を欠くと判断し、ニレコが発行を予定していた新株予約権発行の差止めを認めた。

原審異議決定も、原審仮処分決定と同様に、権限分配秩序説により仮処分申立てを認容した原決定を認可した。

抗告審決定は、「…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任しなければならない損害であるということはない。…」とし、原審異議審の結論を正当であるとした。

5 事前警告型ライツプラン

敵対的買収者が出現していない平時において、敵対的買収者が出現したとき買収者が従うべき防衛策を事前に導入・開示しておき、買収者が出現したとき、買収者だけが行使することができないとする行使条件が設定された新株予約権をすべての株主に無償で割り当てるのが一般的である。たとえば発行済株式総数の一定割合以上の株式を取得した者を敵対的買収者として、買収者は行使することができないとする行使条件を設定する。新株予約権の行使により、敵対的買収者の持株比率は低下し買収は成立しないことになる。

このような行使条件は、新株予約権の内容として募集事項の決定にさいして定めなければならない（会社法238条1項1号・278条1項1号）。新株予約権無償割当ては株主割当てであるから、そのことから発行差止め（同247条）の問題が生ずることはなく、また前述のように差別的取得条項が付されているような場合においても、事前警告型の場合は導入の時点においては問題が顕在化することはないが、対抗措置が発動した時点で不公正発行の問題が発生することがある。また事前警告型ライツプランでは、取得条項や新株予約権の譲渡制限などを行使条件として定めておくのが普通である。⁽³⁸⁾これらの割当てに関する事項は、取締役会設置会社においては取締役会が決定する（同278条2項）。

次に述べる実際の導入事例において、東芝のケースでは、対抗措置発動の要件として、買収者の買付行為が、企業価値・株主共同の利益を侵害す

る買付けであるか否かまでを判断の対象としている。信託型ライツプランは、信託銀行が介在し費用がかかるのに比べて、事前警告型ライツプランは費用がかからないというメリットがある。その反面、取締役会のみで導入される場合には、株主の意思が十分に反映されていないという批判も予測されることから、会社買収防衛策の導入にさいしては、株主総会決議を経るのが一般的である。

(1) パナソニックのケース

松下電器産業⁽³⁹⁾は、2005年4月28日の取締役会において、議決権割合が20%以上となることを目的又は結果的にそのようになる買付行為（このような買付行為を「大規模買付行為」といい、大規模買付行為を行う者を「大規模買付者」という。）⁽⁴⁰⁾に対する対応方針（ESVプラン）を決定し公表している。大規模買付者には、取締役会に対して、株主の判断と取締役会としての意見形成のために、①十分な情報（「大規模買付情報」という。）を提供させ、②取締役会による評価期間経過後に大規模買付行為を開始する、という大規模買付ルールを設定する。

大規模買付ルールが遵守されなかった場合には、取締役会は、株主全体の利益の保護を目的として、株式分割、新株予約権の発行等、商法その他の法律および当社定款が取締役会の権限として認める措置をとり、大規模買付行為に対抗することがある、としている。そのさい新株予約権を発行する場合には、対抗措置としての効果を勘案した行使期間および行使条件を設けることがあるとしている。

その後2012年5月11日、パナソニック株式会社は、ESVプランをさらに継続することを取締役会において決定することを発表している。⁽⁴¹⁾

(2) 東芝のケース

東芝は、2006年4月28日の取締役会において、企業価値・株主共同の利益を確保し、向上させることを目的として、株式の大量取得行為に関する対応策（「プラン」という。）を導入することを決議し公表した。⁽⁴²⁾発行済株

式総数の20%以上の株式の買付けまたは公開買付けを実施しようとする買付者に、必要な情報を事前に取り締役に提出させたうえで、買付内容の評価・検討、株主への開示、代替案の提示、買付者との交渉等を行うとしている。取締役会が特別委員会を設置し、買付者がプランを遵守しない場合や企業価値・株主共同の利益を侵害する買付けであると特別委員会が判断した場合は、対抗措置（買付者等による権利行使は認められないとの行使条件を付した新株予約権の無償割当ての実施）の発動を取締役に勧告するとしている。

IV 株主の持株比率の保護

1 公開会社でない会社の株主

平成17年改正前商法は、株式の譲渡制限に関しては、全部の株式に譲渡制限を設定しているか否かという選択肢しかなかった。会社法では、全部又は一部の発行株式に付き譲渡制限を設定していない株式会社を公開会社という（会社法2条5号）。公開会社でない会社とは、全部の株式に譲渡制限が設定されている株式会社であり、これに関しては従来どおり株主以外の者に対して新株を発行する場合には、株主総会の特別決議が必要である。閉鎖会社の株主の場合は、多くの場合において会社支配に対する関心も高く、持株比率の変動は現実的な問題である。他方、上場会社の場合は、提案権（同303条・305条）、総会検査役選任請求権（同306条）などの少数株主権を取得するだけでも数量的に個人で保有するには大きすぎるが多く、配当だけを目的として株式を保有する株主も少なくない。特に個人株主には、持株比率の変動に対する関心も支配的利害関係も希薄である株主が多い。

そこで会社法では、公開会社でない会社の株主は原則として株式の割当を受ける権利、すなわち従来の新株引受権を有し、株主以外の者に対して割当てをする場合には特別決議を必要としている（会社法199条2項・309

条2項5号、201条1項対照)。株主が、その保有割合に応じて株式の割当てを受けることができるのは当然のことである(同109条1項)。株主総会の決議が必要であることに關しては、株主は、少なくとも自己の保有する割合で株式の割当てを受けることができるのであるから、第三者割当てをするのであれば持株比率を変更するために特別決議を要することとして調整したのである。⁽⁴³⁾これに対して公開会社の場合は、同201条1項により募集株式に關する事項につき取締役会がこれを決定する。機動的な資金調達が必要に基づき、取締役会決議で募集株式の発行が行えるようにしたわけである。ただし株主に株式の割当てを受ける権利を与えるいわゆる株主割当てによる募集株式の発行の場合には、株主の持株比率は維持される(同202条)。

新株予約権発行の場合の株主保護についても、同様に考えることができる(会社法238条2項・309条2項5号、240条1項対照、241条)。

2 権限分配秩序説

権限分配秩序説とは、取締役の選任・解任は、株主総会の専決事項であり、取締役は、資本多数決により選任される機関であるとする考え方であり、取締役は株主構成を変更する権限を有しない。このような原則が、現に会社支配権に關する争いがあるとき、株主の持株比率に重大な影響を及ぼす第三者割当てが、特定の株主の持株比率を低下させ自己の支配権維持のために行われる場合には、そのような新株発行は差し止められるとする主要目的ルール⁽⁴⁴⁾の基礎として存在するものであると考える。

ニレコ事件の抗告審決定は、権限分配秩序説によるものと解することはできず、もっぱら新株予約権発行によって敵対的買取者以外の一般投資家である既存株主が理由のない損害を被ることを理由としている。しかし取締役は株主構成を変更する権限を有しないという権限分配を前提としつつ、法律は公開会社について取締役会が募集株式又は新株予約権の募集事項を決定することとしているので、これが資本多数によって株主の意思として取締役会の権限を定めたものであると解する考え方を強調すると、新株予

約権発行を差止めるべきとする結論と矛盾を来すことになる。すなわち取締役会決議で発行事項を決定することにより株主構成を変更することが適法であるという結論を導くことになるのは否めない。そうすると別の理論で株主の持株比率の低下を正当化する措置として株主総会決議が必要になると考えざるを得ない。もちろんニレコ事件だけではなく他の事案においても、権限分配秩序説によるか否かにかかわらず、取締役会決議によって当該発行が適法な場合もあれば著しく不公正な株式発行が決議されたならば差止めるべきは当然である。⁽⁴⁵⁾さらに平成17年改正前商法のもとでも会社法のもとでもそうである。

募集株式・新株予約権の発行に関する決定を株主総会によるべきを基本形とする公開会社でない会社はもちろんのこと、公開会社の場合においてもまた、権限分配秩序説は、不公正な株式発行か否かの判断基準の枠組みを形成すると考える。さらには不公正発行か否かを判断するにさいしては、それ以外の法原則も考慮しなければならない。株主総会決議によって募集株式・新株予約権の発行が適法であるとすべき場合は、そうした原則の検討も経た上で判断されることになるであろう。あるいは取締役会の決議で当該会社買収防衛策を導入することが妥当か否か株主平等の原則との関係で適法かといったすべての判断が行われることになる。

V おわりに

敵対的会社買収防衛のさいの対抗措置は、もっぱら買収者の議決権を低下させるという方法で行われる。新株予約権制度が創設されて以来、会社買収防衛策としてこれを活用した方法を導入する会社が多い。事前警告型ライツプランは、信託型ライツプランに比べて費用がかからないことなどから、会社買収防衛策の主流は事前警告型である。導入時または敵対的買収者が出現した有事の時の新株予約権に関する問題については、取締役会または株主総会いずれで決議すべきかということが問題になることもあ

る。取締役会は機動的であるが、株主総会は定期に行われる以外に開催するとなれば煩雑であり会社の希望する結論になるとはかぎらない。

公開会社の場合は、募集株式・新株予約権の発行につき、株主総会で決議すべき事項を取締役会で決議すべきとして機動力を確保している（会社法201条1項・240条1項）。特に、取締役会決議で導入される場合には、株主の意思が十分に反映されていないのではないかという批判も予測される。新株予約権の発行が、著しく不公正な方法により行われることもある。会社買収防衛策として行われる場合においても、不当な目的を達成するために発行することはできない。しかし会社買収防衛策の導入のさい特定の株主を差別的に取り扱う条項が定められることはすでに普通である。株主平等原則の検討も当然に必要である。これに関しては、指針が、差別的行使条件付きの株主割当型新株予約権を取締役会決議で導入することについて、その考え方⁽⁴⁶⁾を示しており、適法性の要件と合理性要件を具体的に提示し、会社買収防衛策における大筋を明らかにしたといえることができる。

まずライツプランの構築としての新株予約権の発行は、株主総会決議により行われるべきではあるが、一律に取締役会決議による導入が否定されているのではないと考える。個々の事案において、具体的に検討・判断されるべきであり、ニレコ事件の原審仮処分決定において、これに関し取締役会の権限を越えているか否かの基準を明らかにする考え方が示されていると解することができる。さらに差別的行使条件付きのライツプラン導入に関して、ブルドックスソース事件最高裁決定は示唆的である。最高裁判所は、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展が阻害されるおそれが生ずるなど、会社の企業価値がき損され、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、会社の企業価値がき損され、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ところ、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在しなかったり、虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである。」⁽⁴⁷⁾と判示している。有事のさいの対抗措置に関する事案であるが参考にすることができる。

その他の論点としては、取締役又は従業員に新株予約権を付与するいわゆるストック・オプションと同様に、親会社、その他関連会社、主力銀行、提携先、従業員持株会など第三者に対してする新株予約権の無償割当てを考えることができないかという問題も興味深い。取締役会決議により新株予約権を差別的条件付きで発行することは可能であるが、これをさらに無償で発行する場合には有利発行が考慮されなければならない。法律構成を工夫すると、有利発行にはならないとすることもできる。取締役会の決議で導入することができるとすれば、機動的な会社買収防衛策の構築を実現することができると思う。

- (1) 平成13年11月28日に公布されたことから平成13年の11月改正と呼ばれることが多い。この年は一年に商法本体に関する改正が三本も行われた。他の二つはいずれも議員立法である。一つは、平成13年6月29日に公布された「商法等の一部を改正する等の法律」(平成13年法律79号)(6月改正)と他方は、平成13年12月12日に公布された「商法及び株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律の一部を改正する法律」(平成13年法律149号)(12月改正)である。
- (2) 株式会社レコフデータ「MARR 2012 Mergers & Acquisitions Research Report (M&A レポート2012) 64頁(2012年)。
- (3) 会社法は、平成17年改正前商法と同様に、子会社による親会社株式取得禁止(会社法135条・2条3号4号、会社法施行規則3条、平成17年改正前商法211条ノ2)及び株式の相互保有(会社308条、会社法施行規則67条、平成17年改

- 正前商法241条)を規定する中で経営の支配という概念を導入し、これをさらに会社法施行規則において「財務及び事業の方針の決定を支配している場合」について細分化して規定する。
- (4) 拙稿「ニッポン放送新株予約権発行差止事件」奈良法学会雑誌19巻1・2号196頁(2006年)、拙稿「著しく不公正な方法による募集株式の発行——クオーンツ新株発行差止仮処分命令申立事件——」社会科学雑誌3巻119頁以下(2011年)参照。
 - (5) 太田珠美「上場会社数の減少が続く国内証券取引所」大和総研 Economic Report 6頁(2011年12月27日)。
 - (6) 株式会社レコフデータ・前掲註(2)110頁。
 - (7) 株式会社レコフデータ・前掲註(2)111頁。
 - (8) 株式会社東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2011」(2011年3月)。
 - (9) 武井一浩・太田洋・中山龍太郎編著・企業買収防衛戦略33頁以下(2005年)など参照。
 - (10) 前田庸・会社法入門[第9版]94頁(2003年)。
 - (11) 日本経済新聞2007年12月9日朝刊。
 - (12) 後掲の企業価値報告書78頁。
 - (13) 株式会社東京証券取引所上場制度整備懇談会「上場制度整備懇談会中間報告」19頁(2007年3月27日)。
 - (14) 会社が、A種株式を100株/単元を x 株、B種株式を1000株/単元を y 株発行すると仮定する。A種株式については、 $\frac{x}{100}$ 単元(議決権)、B種株式については、 $\frac{y}{1000}$ 単元(議決権)となる。A種株式に伴う議決権だけで総議決権の過半数を確保するための条件は、 $\frac{x}{100} \div (\frac{x}{100} + \frac{y}{1000}) > \frac{1}{2}$ となる。この式から $10x > y$ (式①)が導かれる。発行済株式に占めるA種株式の割合を k とすると、 $k = x \div (x + y)$ (式②)である。①と②から、 $x - kx = ky < 10kx$ が成立する。この式から $1 - k < 10k$ が導かれる。 k の範囲を少数第一位までの概数で表すと、 $k > 9.1\%$ である。
 - (15) 企業価値研究会「上場会社による種類株式の発行に関する提言」(以下「提言」という。)2頁(2007年12月)。
 - (16) 提言では、会社法上、株式の種類によって1単元あたりの株式数を変えることができることとされているが(会社法188条)、1単元あたりの株式数が多い種類の株式と少ない種類の株式をそれぞれ「普通株式」「多議決権株式」又は「少議決権株式」「普通株式」と言うこととする、としている。
 - (17) 葉玉匡美「議決権制限株式を利用した買収防衛策」商事法務1742号28頁以下

- (2005年)。
- (18) 江頭憲治郎・株式会社法〔第2版〕126頁（2009年）。
- (19) 川口恭弘・逐条解説会社法第3巻（株式・2新株予約権）277条（393頁以下）（2009年）参照。
- (20) 弥永真生「株式の無償割当て・新株予約権の無償割当て・株式分割と差止め」商事法務1751号5頁（2005年）。
- (21) 伊藤靖史・逐条解説会社法第3巻（株式・2新株予約権）210条（143頁以下）（2009年）、松井秀征・同247条（306頁）参照。
- (22) 最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁。別冊商事法務編集部編「ブルドックソース事件の法的検討——買収防衛策に関する裁判経過と意義——」別冊商事法務311号（2007年）参照。
- (23) 最決平成19年8月7日民集61巻5号2243頁。
- (24) （原審仮処分決定）東京地決平成17年3月11日金融・商事判例1213号2頁、（原審異議審決定）東京地決平成17年3月16日金融・商事判例1213号21頁、（抗告審決定）東京高決平成17年3月23日金融・商事判例1214号6頁。以下「ニッポン放送事件」という。拙稿・前掲註（4）奈良法学会雑誌19巻1・2号183頁、同183頁註（1）で引用の文献など参照。
- (25) 江頭・前掲註（18）713頁註（14）参照。
- (26) 前田・前掲註（10）604頁以下参照。
- (27) 藤田友敬「オプションの発行と会社法（上）——新株予約権制度の創設とその問題点——」商事法務1622号20頁以下（2002年）、松井秀征・逐条解説会社法第3巻（株式・2新株予約権）238条（259頁）（2009年）、村田敏一「新株予約権の有利発行に関する一考察」立命館法学1号84頁（2010年）など参照。
- (28) 企業会計基準委員会「企業会計基準第8号ストック・オプション等に関する会計基準」（平成17年12月27日）は、「ストック・オプションに関する会計処理」において「権利確定日以前の会計処理」について規定し、企業が従業員等から取得するサービスは、その取得に応じて費用として計上することとしている。その費用計上額は、ストック・オプションの公正な評価額を基礎として算定される。
- (29) 江頭・前掲註（18）415頁以下、高橋英治・逐条解説会社法第4巻（機関1）361条（467頁）（2009年）参照。
- (30) 企業価値報告書58頁以下参照。
- (31) 平成17年改正前商法280条ノ19以下。阪口春男・中澤構「敵対的買収に対する防衛策のメリットとデメリット（上）、（下）」金融法務事情1738号62頁以下

- (2005年)・1739号24頁以下(同年)など参照。
- (32) 平成17年5月12日開催の取締役会において、平成17年6月22日開催予定の定時株主総会にて承認を受けることを条件に、本格的な企業価値向上策として、信託型新株予約権である「企業価値向上新株予約権(以下、「eAccess Rights Plan」)」を、東証上場企業として初めて導入した。http://www.eaccess.net/press_img/2705_pdf.pdf 参照。方式としては、割当先有限責任中間法人ミナト・ライツマネジメントが、新株予約権の発行を受けた後直ちに三菱信託銀行を受託者として本新株予約権の全部を信託譲渡する信託型ライツプラン(SPC型)である。http://www.eaccess.net/press_img/3151_pdf.pdf 参照。
- (33) 太田洋＝山本憲光＝豊田祐子 編集代表・新株予約権ハンドブック714頁以下(2009年)。
- (34) 相澤哲編著「立案担当者による新・会社法の解説」別冊商事法務295号65頁(2006年)。
- (35) (原審仮処分決定)東京地決平成17年6月1日金融・商事判例1218号8頁、(原審異議決定)、東京地決平成17年6月9日金融・商事判例1219号26頁、(抗告審決定)東京地決平成17年6月15日金融・商事判例1219号8頁。
- (36) 江頭憲治郎「事前の買収防衛――発動時の問題――」法の支配145号23頁以下(2007年)参照。
- (37) 清水俊彦・猪木俊宏「ニレコ・ポイズンピル差止めの衝撃」NBL812号124頁(2005年)。
- (38) 太田＝山本＝豊田 編集代表・前掲註(33)714頁以下。
- (39) 松下電器産業株式会社は、2008年10月1日付で、社名を「パナソニック株式会社」(英文表記:Panasonic Corporation)に変更した(2008年10月1日付けプレスリリース)。<http://panasonic.co.jp/corp/news/official.data/data.dir/jn081001-3/jn081001-3.html> 参照。
- (40) <http://panasonic.co.jp/ir/relevant/2005/jn050428-9.pdf> 参照。
- (41) <http://panasonic.co.jp/corp/news/official.data/data.dir/jn120511-3/jn120511-3.pdf> 参照。
- (42) http://www.toshiba.co.jp/about/press/2006_04/pr_j2802.htm 参照。
- (43) 江頭・前掲註(18)664頁参照。
- (44) 拙稿・前掲註(4)社会科学雑誌3巻119頁以下。
- (45) 別冊商事法務編集部編・前掲註(22)27頁参照。
- (46) 指針14頁。
- (47) 最決平成19年8月7日民集61巻5号2223頁以下。