

《判例研究》

ニッポン放送新株予約権発行差止事件

東京高等裁判所平成一七年三月三日第一六民事部決定 抗告棄却（確定）
原審仮処分決定 東京地決平成一七年三月一日 原審異議審決定 東京地決平成一七年三月一六日

金 田 充 広

〔事実の概要〕

債務者Y会社（ニッポン放送）は、昭和二九年四月に設立され、放送法に基づく一般放送事業（AMラジオ放送）、BSデジタル音声放送の企画・制作・運営、その他関連物の企画・制作・運営等を主たる事業内容とする株式会社であり、AMラジオ業界における売上高一位のラジオ局である。平成一七年二月現在の資本金は四一億五〇〇〇万円、発行済株式総数は三二八〇万株であり、その発行する普通株式を東京証券取引所第二部に上場している。Yにおいては、単元株制度が採用されており、一単元の株式数は一〇株である。また、平成一六年三月期における総資産額は七九一億三一〇〇万円である。YはいわゆるBグループの一員であり、A会社（フジテレビジョン）とは持分法適用関連会社の関係にあり、平成一七年一月時点で同社の発行済株式総数のうち二二・五％を保有している。

Aは、昭和三二年一月に設立され、放送法に基づくテレビジョン放送、放送業務一般等を主たる事業内容とする株式会社である。Aは、以前よりYの発行済株式総数の一二・三九％（四〇六万四六六〇株）を保有するYの株主であったが、後記の本件公開買付けにより、Yの発行済株式総数の三六・四七％（一一九六万一〇一四株）を保有するYの株主となった。また、

Aの取締役のうち四名は、Yの取締役を兼務している。

X会社（ライブドア）は、平成八年四月に設立され、その資本金を二四〇億三〇〇万円（平成一七年一月現在）とし、コンピュータネットワークに関するコンサルティング、コンピュータネットワークの管理、コンピュータプログラムの開発・販売、ネットワークコンテンツの編集・デザイン等を主たる事業内容とする株式会社である。

平成一七年一月一七日、Aは、Yの経営権を獲得することを目的とし、Yのすべての発行済株式（Yの保有する自己株式は除く。）の取得を目指して、証券取引法に定める公開買付けを開始することを決定した（「本件公開買付け」という。）。平成一七年二月八日、Xは、Yの発行済株式総数の約五・四%（一七五万六七六〇株）を保有していたが、本件公開買付け期間中に、東京証券取引所のTOSTNET-Iを利用した取引によって、株式会社Kを通じて、Yの発行済株式総数の約二九・六%に相当する株式九七二万〇二七〇株を買い付けた（「本件TOSTNET取引」という。）。その結果、X及びその子会社であるK（以下「X等」という。）は、Yの発行済株式総数の約三五・〇%の割合の普通株式を保有する株主となった。平成一七年二月二日、X等は、同日までにYの株式一一五二万九三〇株を取得し、Yの総議決権に対する割合が三七・八五%となった。

平成一七年二月二三日、Yは、取締役会において、すべての新株予約権をAに割り当てるとする新株予約権（「本件新株予約権」という。）の発行を決議した。Xは、本件TOSTNET取引以降もY株式を買い付け、平成一七年三月七日現在、Kを通じて保有するものも含めて、発行済株式総数の四二・二三%（一三八五万二五九〇株。X保有分三二二万五一八〇株、K保有分一〇六二万七四一〇株）を保有している。Aは、平成一七年三月七日に終了した本件公開買付けにより、新たに七八九万六三五四株のY株式を取得し、発行済株式総数の三六・七四%（一一九六万一〇一四株）を保有する株主となった。

本件新株予約権の発行総額は、一五八億七二〇九万〇三二〇円であり、これがすべて行使された場合に発行される株式数四七二〇万株は、従来の発行済株式総数の約一・四四倍に当たる。また、新株予約権がすべて行使されて普通株式に転換された場合の株式の発行総額は、二八〇億四〇〇〇万円（新株予約権の行使により発行される株式一株当たりの払込金額が五九五〇円の場合）となり、これはYの現在の資本金額の約六八倍、Yの平成一六年三月期の総資産額の約三・五倍となる。さらに、本件新株予約権がすべて行使されて普通株式に転換された場合、XによるY株式の保有割合は、約四二%から約一七%へと減

少し、一方で、Aの保有割合は、新株予約権を行使した場合に取得する株式数だけでも約五九%になる。

Xは、Yが平成一七年二月二三日の取締役会決議に基づいて現に手続中の新株予約権四七二〇個の発行について、①特に有利な条件による発行であるのに株主総会の特別決議（商法二八〇条ノ二第一項）がないため、法令に違反していること、②著しく不公正な方法による発行であることを理由として、これを仮に差し止めることを求めた

原審仮処分決定 東京地決平成一七年三月一日 金融・商事判例一二一三号二頁

本件新株予約権発行は「著しく不公正ナル方法」による発行に当たる。

「……件新株予約権発行が新株の発行と実質的に同一であるとの本件における特殊な事情を考慮した検証によつても、本件発行価額が公正な価格を大きく下回り、本件新株予約権発行が「特ニ有利ナル条件」による発行に当たるとまでいふことはできない。

……本件新株予約権発行は、Yの現経営陣と同様にBグループに属する経営陣による支配権の維持を目的とするものであり、なお現経営陣の支配権を維持することを主たる目的とするものといふべきである。

……当裁判所の判断の対象となるのは、Xの支配権取得により企業価値が著しく毀損されることが明らかといえるかどうかという点である。……裁判所がこの判断を行うに当たっては、株主と同一の立場に立って、双方の事業計画や収益見通しを比較し、いずれが合理的かという観点から行うのではなく、Yの疎明とXの疎明を総合して、Xによる支配権取得がYに回復しがたい損害をもたらすことが明らかといえるか、Xが提示した事業計画に合理性が認められず、真摯に合理的な経営を目指すものといふことができなかつたかという観点から行うべきである。……Xの支配権取得によりYの企業価値が著しく毀損されることが明らかであるといふことはできず、企業価値の毀損防止のための手段として、従前の発行済株式数の約一・四四倍にも上る本件新株予約権の発行を正当化する特段の事情があるといふこともできない。

……本件新株予約権がすべて行使された場合、XによるY株式の保有割合は、約四二パーセントから約一七パーセントに減少することからすると、Xが本件新株予約権発行により著しい損害を被るおそれがあることは明らかである。……」

原審異議審決定 東京地決平成一七年三月一六日 金融・商事判例一二一三号二一頁

Xの本件仮処分命令申立てには、理由があると認められるから、これを認容した現決定は正当であるとしている。

Yは、保全異議審決定に対し、本件抗告の申立てをしたところ、Xは、本件仮処分申立ての争点を、新株予約権発行が「特
二有利ナル条件」による新株予約権の発行であるのに株主総会の特別決議がない（商法二八〇条ノ二一第一項）旨の主張を撤
回した。

〔理 由〕

抗告棄却

「……2 本件新株予約権の発行の適否について……

(2) 以上のとおり、会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において、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、現経営者又は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、原則として、商法二八〇条ノ三九第四項が準用する二八〇条ノ一〇にいう「著しく不公正ナル方法」による新株予約権の発行に該当するものと解するのが相当である。

もつとも、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権発行が許されないのは、取締役は会社の所有者たる株主の信認に基礎を置くものであるから、株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする発行も不公正発行に該当しないと解すべきである。

例えば、株式の敵対的買収者が、①真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ株価をつり上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる目的で株式の買収を行っている場合（いわゆるグリーンメイラーである場合）、②会社経営を一体的に支配して当該会社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収者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株式の買収を行っている場合、③会社経営を支配した後に、当該会社の資産を当該買収者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株式の買収を行っている場合、④会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券など高額資産等を売却等処分させ、

その処分利益をもつて一時的な高配当をさせるかあるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って株式の高値売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合など、当該会社を食い物にしようとしている場合には、濫用目的をもって株式を取得した当該敵対的買収者は株主として保護するに値しないし、当該敵対的買収者を放置すれば他の株主の利益が損なわれることが明らかであるから、取締役会は、対抗手段として必要性や相当性が認められる限り、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行を行うことが正当なものとして許されると解すべきである。そして、株式の買収者が敵対的存在であるという一事のみをもって、これに対抗する手段として新株予約権を発行することは、上記の必要性や相当性を充足するものと認められない。

したがって、現に経営支配権争いが生じている場面において、経営支配権の維持・確保を目的とした新株予約権の発行がされた場合には、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が、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があること、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ことを会社が疎明、立証した場合には、会社の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような新株予約権の発行を差し止めることはできない。

3 本件新株発行予約権の発行の目的について

… (3) 以上によれば、本件新株予約権の発行は、Yの取締役が自己又は第三者の個人的利益を図るために行ったものでないといえるものの、会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において、株式の敵対的買収を行って経営支配権を争うX等の持株比率を低下させ、現経営者を支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主であるAによるYの経営支配権を確保することを主要な目的として行われたものであるから、上記2のとおりこれを正当化する特段の事情がない限り、原則として著しく不公正な方法によるもので、株主一般の利益を害するものといふべきである。

4 本件新株予約権の発行を正当化する特段の事情について

Yは、Xがマネーゲーム本位でYのラジオ放送事業を解体し、資産を切り売りしようとしていると主張する。

しかしながら、Xが上記のようなYの事業や資産を食い物にするような目的で株式の敵対的買収を行っていることを認める

に足りる確たる資料はない。

5 XによるYの経営支配による企業価値の毀損のおそれとBグループに属してYを経営支配することの企業価値との対比について

(1) Yは、XがYの親会社となり経営支配権を取得した場合、Y及びその子会社に回復し難い損害が生ずるのは極めて明らかであり、YがBグループにとどまり、Aの子会社となって経営されることがより企業価値を高めることから、そのための企業防衛目的の新株予約権の発行であると主張する。

しかしながら、YがXの経営支配下あるいはその企業グループとして経営された場合の企業価値とAの子会社としてBグループの企業として経営された場合の企業価値との比較検討は、事業経営の当否の問題であり、経営支配の変化した直後の短期的事情による判断評価のみでこと足りず、経済事情、社会的・文化的な国民意識の変化、事業内容にかかわる技術革新の状況の発展などを見据えた中長期的展望の下に判断しなければならぬ場合が多く、結局、株主や株式取引市場の事業経営上の判断や評価にゆだねざるを得ない事柄である。そうすると、それらの判断要素は、事業経営の判断に関するものであるから、経営判断の法理にかんがみ司法手続の中で裁判所が判断するのに適しないものであり、上記のような事業経営判断にかかわる要素を、本件新株予約権の発行の適否の判断において取り込むことは相当でない。

したがって、Yの上記主張は主張自体失当といわざるを得ない。……」

「評 釈」

一 はじめに

本件新株予約権⁽¹⁾の発行は、敵対的買収が行われているとき、その防衛対策として行われた第三者割当である。敵対的買収者の持株比率を低下させ、その者の支配権奪取を妨げようとする方法である。通常、会社における支配権につき争いがある場合において、現経営者が自らの支配権維持のため、その一味の者に対して株式を割り当てるこ

とにより、支配権を争う特定の者の持株比率を低下させることについては、他に新株の割当を正当化できる合理的な理由として資金調達のための目的がないときは不公正発行になる。これが従来の裁判例の基本的枠組みである。

本件新株予約権発行の場合は、特に新株予約権のオプションとしての形式を持つものの発行後きわめて短期間のうちに行使されることが確実なため、実質的には、新株発行の性質に類似のものがあるから、新株予約権はもとより株式の第三者割当の事案も参考にすることができると解することができる。また近時、企業価値の観点から、何が公正な攻撃方法で何が公正な防衛方法なのかということが新たに検討課題とされている⁽²⁾。それゆえ敵対的買収のさいの対抗策として行われる新株予約権の第三者割当に関しては、会社法二四七条（改正前商法二八〇条ノ三九第四項・二八〇条ノ一〇）の解釈は、どのようにあるべきかという問題がある。また敵対的買収が問題となる場合は、会社内部における取締役間の争いではなく、会社の現経営者と敵対的株主との争いである。それは安定的会社経営に対する挑戦である。株式の取得はその手段である。株式の大量取得により株主総会における議決権の多数を確保し、そのことにより取締役の選任・解任や定款変更等の方法により経営権を奪取しようとするものである。しかしながら株式の大量取得は、経営権の奪取を目的として行われるだけでなく、株式の高値買い取りを目的として行われることもある。その場合にも買収者は、買収によって会社の価値を増大させることを強調し、株主全体の利益に資することをその名目的とする。このような場合に、当該新株等の発行が著しく不公正な方法による発行になるのか否かに関する基準はどのように解すべきであるのか。また制度的対策の検討も重要である。

二 既存株主の保護

改正前商法⁽³⁾においても、新株予約権について、その著しく不公正な発行により株主が不利益を被るおそれがある

場合に、株主には新株予約権発行の差止請求権がある旨規定されていた。新株発行の差止に関する規定が準用されていた（改正前商法二八〇条ノ三九第四項・二八〇条ノ一〇・二八〇条ノ一一）。会社法もちろん新株予約権の発行差止に関して、募集新株予約権の発行をやめることの請求として規定を置く⁴（会社法二四七条）。通常、差止請求の訴えを本案として差止の仮処分が裁判において争われる。本件の場合もそうである。新株予約権の場合は、発行によってただちに株式が発行されるのではなく、新株予約権の行使によって新株発行ないし自己株式の移転が行われるのであるから（改正前商法条項二八〇条ノ一九、会社法二条二二号）、新株発行の場合とは若干その事情が異なると解せられるが、基本的に新株または新株予約権の発行がなぜ差止められるのかということに関して、共通の利害状況が存在するといえることができる。それゆえにまた本件新株予約権発行に関する裁判所の判断を検討するにさいしては、新株発行の差止に関する裁判例も参考にすることができる⁵。

新株発行または新株予約権の行使によって既存株主が被ることのある不利益は、①持株比率が低下し、あるいは②発行価額が低いため株主の保有株式の経済的価値が低下することである。まず①の持株比率の低下に関して、改正前商法は、譲渡制限株式会社⁶以外の会社の株主には新株引受権を認めていなかった（改正前商法二八〇条ノ五ノ二）。任意に定款で譲渡制限を付けることが規定されていた（改正前商法二〇四条ノ二以下）。旧有限会社の社員⁷の持分引受権に同じであった（旧有限会社法五一条）。このように株式の譲渡制限会社の株主は、その保有する持株比率⁷を維持するための規定が置かれていたのであるが、その他の会社に関して改正前商法は保護措置を規定していなかった。会社法は、改正前商法と同様に、株主に株式の割当を受ける権利を与えることができる場合を規定している（会社法二〇二条、改正前商法二八〇条ノ二第一項五号）。従来の規定のように「新株引受権」というのではなく「株式の割当を受ける権利」という表現に変わっている。ところで会社法では、全部又は一部の

発行株式に付き譲渡制限を付けていない会社を公開会社という（会社法二条五号）。公開会社でない会社に関して、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株主として会社支配に対する関心も高く、支配的利益は現実的な問題である。逆にたとえば上場会社の少数株主にとっては、保有している株式の割合は会社支配を問題とするにはあまりにも小さいことが多いのも確かであろう。そこであらかじめ新株の割当を受ける権利を付与することにしその保護措置としたのである。

会社法も、このように公開会社においては、株主は株式の割当を受ける権利を付与されおらず、持株比率を維持することに関する利益が保護されていない。したがって授權資本の範囲内において会社は、資金調達のために応じて自由に新株を発行することができるのであるが、場合によっては取締役会の新株発行権限が濫用され特定の株主の持株比率を低下させることだけを目的として新株発行が行われることもある。このような場合には、著しく不公正な方法による発行となり差止事由に該当する。特定の株主の持株比率を低下させる目的とする新株発行の問題に関しては、裁判例において主要目的ルールが定着している。

②の有利発行の問題に関しては、新株予約権発行の場合ほどのようなときに有利発行になるのかということが新株発行の場合ほどに明確ではない。改正前商法において「特ニ有利ナル条件」と規定（改正前商法二八〇条ノ二〇第二項一三号・二八〇条ノ二一第一項他）されていた。有利な条件として定められるのは、金額の場合もあるしその他の条件のときもある。これに対して、会社法は「特に有利な条件」と「特に有利な金額」を別に規定している（会社法二三八条三項）。原則として、発行価額と新株予約権の行使にさいして払い込む額が金額であり、やはり文言上は有利な条件には有利な金額は含まれないと考えるのが素直である。なお原審異議審に対する本件抗告審に

において、又は本件新株予約権が改正前商法二八〇条ノ二一第一項の「特ニ有利ナル条件」による新株予約権の発行である旨の主張を撤回している。

三 著しく不公正な方法による新株等発行

1 裁判例にみる合理性の判断

(1) 会社の取締役が、自己の会社における支配権を維持し、あるいは自己または縁故者の利益をはかるために、会社に資金の需要がないのにこれらの者に多数の株式を発行する場合には、著しく不公正な方法による新株発行になる。もっと具体的に、会社支配関係上の争いがあるとき、特定の株主の持株比率を低下させる意図を持って、新株を第三者に割り当てる場合も当然のことながら著しく不公正な方法による発行になる。しかし会社が資金調達を目的として新株発行を行うにもかかわらず、その結果として特定の株主の持株比率が低下することとなる場合に、その新株発行が著しく不公正な方法による発行となり差し止めることができるのかという問題がある。通説は、割当先が取締役の一味の者であるときや、現経営者にものみ有利な結果となる場合には差し止事由になると解する。⁽¹⁰⁾ たとえば次に掲載する改正前商法二八〇条ノ一〇に規定されている著しく不公正な方法による新株発行が争われた^①

④ 事件において、裁判所は、一様に新株発行は合理的であり不公正な方法によるものではないとしている。

① 新潟地判昭和四二年二月二三日判例時報四九三号五三頁

債務者は、その発行済株式が一〇〇万株であったところ、発行する三八万株の株式全部を長年取引のある第三者に対して割り当てる決議をした。債権者は、かねてから債務者の経営に参画することを考えており、本件新株発行は、株主のうち反主流

派である債権者らの会社支配につき比例的地位の侵害を企図してするものであると主張した。

裁判所は、「…このように債務者会社に真に資金調達の必要がある以上、その調達の方法は取締役の裁量に委ねられているものと解するのが相当であるから、…特段の事情が認められない限り、本件新株発行は、前記のような債務者会社の債権者らの少数支配に対する排斥の意図とは一応無関係になされたものと認めるのが相当である。…」とした。

② (第一紡績事件) 大阪地界支決昭和四八年一月二九日判例時報七三一号八五頁

債務者会社は、会社更生の完了した後、従業員や取引先に更生計画遂行のさいの犠牲の償いをするため、株式の引受を募集した。債権者らの議決権割合は、本件新株発行により五一・二%から二七%に低下する。債権者らは、資金調達その他新株発行の必要性がないのに、支配権剥奪の目的で自派に友好的な者に株式を割当てようとしていると主張した。なお債権者らは全員株式の引受をしていない。

裁判所は、「…不当な目的を達成する新株を発行する場合と云うためには、少なくとも、取締役会が新株発行を行うに至った種々の動機のうち、不当な目的を達成するという動機が、他の動機よりも優越し、それが主要な主観的要素であると認められる場合をいうものであり、差止請求においては、その程度の疎明が必要かつ十分であると解すべきである。…債務者会社の取締役らは、本件新株発行にあたり債権者の議決権割合を低下させるという不当な動機を有してはいたものの、他面客観的に新株発行の合理的必要性も存し、右取締役らはそのため新株を発行しようとしていたものと考えられるので、同人らもつばら債権者の議決権割合を低下させるために本件新株発行をなしたものと言えないことは勿論、同人らの不当な動機が、右のような新株発行の必要に應ずるといふ正当な動機に優越しているとはできず、他にこれを認めるべき疎明資料はない。…」とした。

③ (タクマ・コスモポリタン事件) 大阪地決昭和六二年一月一八日判例時報二二九〇号一四四頁

申請人は、被申請人の発行済株式の三二・三六%の株式を保有しているが、本件第三者割当が行われると申請人の持株比率は二九・九三%に低下する。申請人は、被申請人が筆頭株主である申請人を除外し、被申請人の意のままになると考えられる特定の株主に新株を割り当て、また資金調達を真に必要とする場合は、公募発行によるものであると主張した。

裁判所は、「…以上の事実が疎明されるどころ、これらの各事実によれば、被申請人は大株主となった申請人の相対的地位の低下を図り、本件新株発行を決議したのではないかとの疑いを全く否定することもできない。…以上の事実が疎明され、これらの各事実によれば、被申請人には具体的に資金需要が存し、その調達の方法として新株発行によつたこと、その発行を第三者割当としたことについてそれなりに合理的な理由があつたものというべきである。…結局本件新株発行が著しく不公正な方法によるものということはできない。」とした。

④（宮入バルブ事件^⑪）東京地決昭和六三年一二月二日判例時報一三〇二号一四六頁

債権者は、債務者会社の新株発行がその必要がないにもかかわらず、発行済株式総数の過半数を保有する債権者らおよびその同調者の議決権の比率を低下させ、会社の支配権を奪うためになされると主張した。

裁判所は、「…本件新株発行の割当先はいずれも従前から債務者と人的関係を有している会社か、又は債務者の主要な取引先であること、が一応認められる。…債務者には本件新株の発行による資金調達の必要性があるから、本件新株の発行が合理性を有しないものとはいえず、その結果として、債権者らの持株式数が本件新株の発行により発行済株式総数の過半数に達しないこととなったとしても、本件新株の発行は著しく不公正な方法によるものと認めることはできない。」とした。

（2）資金調達の必要から新株発行をなすにつき、そのことが他方において特定の株主の持株比率を低下させることになる場合がある。①—④の事件には、いずれもこのような事情がある。特定株主の持株比率の低下という事情があるからということ、そのことからただちに不公正な発行になるわけではない。これを回避しようとするば株主割当をするほかない。そもそも改正前商法も会社法も株主のこのような持株比率維持の保護を当然には規定していないのであるから、割当先に着目すると極端に自派の者に対してのみ割り当てるようなことがなければ適法である^⑫。

②の事件では、不当な目的を達成するという動機が、他の動機よりも優越し、それが主要な主観的要素である場

合に差し止めることができるとしている。差止は事前的な措置であるから、主観的要素の判断は必ずしも容易ではないが、反対派株主の持株比率低下の意図を他の動機との関連において、もっぱらそれを目的とするものではないとしている。たしかに債権者は、債務者の株式取得の目的は同社に対して支配・経営権を及ぼすためであると主張しており、債務者と債権者の取締役らの対立があり、支配関係上の争いが存するということができる。そして債務者には、債権者の議決権割合を低下させるという不当な動機をあるとしながら、新株発行の合理的必要性を認定した。

特に③事件の場合には、新株発行が申請人の被申請人の株式買占めに対抗するために行われ、さらに申請人の相対的地位の低下をはかるために決議されたものであることに関する蓋然性の心証を裁判官が形成している場合でも、新株発行が合理的であるとされることさえある。以上にみるように、この時期における裁判例は、資金調達が必要性が疎明された場合には、一味の者への株式割当や自派の者のみが有利となるような場合を除き、結果として特定株主の持株比率が低下することになるような場合でも差止事由にはならない合理的な発行であると解することが多いようである。

(3) ①—④事件における裁判所の理論を本件に当てはめると、本件新株予約権の発行は、XのYの株式買占めに対抗措置としての要素があるとしても、別に資金調達の必要性が現実に存在すれば、新株予約権としての性質上の問題はさておき、もし考慮するとしてもそのことゆえなおさら発行を差し止めることはできなかつたのではなからうかということである。新株予約権は、会社に対して行使することによりはじめて会社が新株を発行し又は自己株式を移転する義務を負うものだからである。そして資金需要のない会社はないのであるし、現にYは、本件新株予約権の発行目的として、A会社と共同で計画している臨海副都心スタジオプロジェクトへの整備資金を調達する

ことを主張しており、またA会社の子会社となりYの企業価値を維持・向上させる点にあるとしている。しかし裁判所は、「その実体をみる限り、会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において、株式の敵対的買収を行って経営支配権を争う債権者等の持株比率を低下させ、現経営者を支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主であるフジテレビによる債務者の経営支配権確保を主要な目的とするものであることは明白である。」としている。

2 合理性判断の基準

(1) 新株等の発行が著しく不公正な方法による発行になるのか(会社法二一〇条・二四七条、改正前商法二八〇条ノ一〇・二八〇条ノ三九第四項)、ということについては従来より学説および裁判例において種々見解が主張されている。

通説によると、資金需要があつてする現経営者の一味でない者への割当は、結果的に反対派の株主の持株比率が低下することになつても著しく不公正な発行ではないと解する。割当を受ける者が現経営者の一味でないその他現経営者に友好的な者のみが有利になることがないということは、積極的に現経営者に賛同して議決権を行使することがないということであり、支配権維持のための新株発行とはいえず新株発行権限の濫用とはならない、合理性のある新株発行であるということになる。しかし新株の割当先が取締役の一味の者でないことは、差止の段階で容易に判断できない場合も少なくないであろう。また資金需要は、会社の業務方針、計画等に従い発生するものであり、会社はそもそも営利法人であるから資金調達の実必要性は常にあるということができるといふことは、そのような目的はなんとでもなるという見解もある。¹³⁾

(2) 通説見解に対する主張には、持株比率低下の不利益を被る株主の救済が不十分であるという危機意識があ

る。これを出発点としている。支配関係上の争いがあるときに、特定の第三者の持株比率を低下させることを目的とする新株発行がなされた場合には、これは当然差し止められるべきであるという見解が主張されることになる。そしてそのような積極的な支配権に対する介入意図がない場合には、差し止めることができない。差し止めることができないとするために、どのような合理的理由が必要かということである。¹⁴合理的理由は企業社会において一般に受け入れられるものでなければならない。差止事由となる典型的な場合をどのように抽出し、規制理論においてどのように表現するかが問題である。通説の観点とは、異なる角度からの規制理論を提示するものであり、補完的に今日の企業価値等の認識に関する萌芽が見られる。それは同時に、持株比率低下の不利益を被る株主救済をカバーすることを目指した主要目的理論の結論である。

そもそも現に争いのあるケースというのは、通説見解に基づき割当先次第では著しく不公正な発行にならないことがあるとはいうものの、現実に争いのある場合において行われる第三者割当につき著しく不公正な方法によるものであるとして差止請求される場合には、一味の者に対する割当でないはずはなからうということであろう。したがって現に会社の経営支配権に争いがある場合において、資金調達必要性が一方にあって、他方特定の株主の持株比率が低下するという事実があったとき、これらを比較していずれが主要な目的であるのかを比較・判断する手法である。しかしこのような手法によるにせよ、一方が他方に優越する場合に著しく不公正な方法による発行であるということになるのではなく、やはりこの場合にも、新株の発行権限を行使する取締役会において決議をした取締役の行為規範の観点から、それが不当でありあるいは単に行きすぎであるから違法だということになるし、そうでなければ合理的であるということになる。このような合理性の判断は、単純に割り切れるものではなく非常に難しいときもある。したがって私見によると、前掲 ② 事件も基本的には通説によるものであり、主要目的

理論のとの比較の手法を用いたものであると解する。⁽¹⁵⁾

このようにいわゆる主要目的理論は、現に会社の経営支配権につき争いが存する場合に、取締役が支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、その経営支配権を維持することを主要な目的として新株等の発行を行うことは、原則として著しく不公正な方法による発行になると主張し、一つの判断基準を提示する。以下、主要目的理論に特徴的な表現が、裁判所の決定理由において出てきた事案および最近の事案を見ることにする。⁽¹⁶⁾

⑤ (忠実屋・いなげや事件) 東京地決平成元年七月二五日判例時報一三一七号二八頁・三二頁

忠実屋といなげやは、東京証券取引所に一部上場の中規模のスーパーであったところ、秀和がそれぞれの株式を三三%と二%を取得したところで、両社が相互に第三者割当を決議したため、秀和が新株発行の差止を請求した事案である。申請人の秀和は、新株発行が資金調達の必要性を欠き、現実にも資金が調達されておらず、もっぱら、申請人の被申請人における持株比率を低下させ、現経営陣の支配権を維持する目的でなされるものであるから、不公正発行に該当すると主張した。

裁判所は、「株式会社においてその支配権につき争いがある場合に、従来の株主の持株比率に重大な影響を及ぼすような数の新株が発行され、それが第三者に割り当てられる場合、その新株発行が特定の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであるときは、その新株発行は不公正発行に当たるといふべきであり、また新株発行の主要な目的が右のところにあるとはいえない場合であっても、その新株発行により特定の株主の持株比率が著しく低下されることを認識しつつ新株発行がされた場合は、その新株発行を正当化させるだけの合理的な理由がないかぎり、その新株発行もまた不公正発行にあたるというべきである。」とした。

⑥ (ベルシステム24事件) 東京高決平成一六年八月四日金融・商事判例一二〇一号四頁 (原決定) 東京地決平成一六七年七月三〇日金融・商事判例一二〇一号九頁

本件新株発行の発行総額は、一〇四二億六〇〇〇万円であるが、この発行総額は債務者(相手方)の総資産額の約二倍に相

当する。本件新株発行により、債権者（原告人）の債務者株式の保有割合が約三九・二％から約一九％へと著しく低下し、他方で、新株を引き受けたNPIの保有割合が約五一・五％と過半数に達することになって債権者は筆頭株主の地位を失うことになる。

裁判所は、「本件事業計画のために本件新株発行による資金調達の必要性があり、本件事業計画にも合理性が認められる本件においては、仮に、本件新株発行に際し相手方代表者をはじめとする相手方の現経営陣の一部において、原告人の株比率を低下させて、もって自らの支配権を維持する意図を有していたとしても、また、前記：記載の各事実を考慮しても、支配権の維持が本件新株発行の唯一の動機であったとは認め難い上、その意図するところが会社の発展や業績の向上という正当な意図に優越するものであったとまでも認めることは難しく、結局、本件新株発行が商法二八〇条ノ一〇所定の「著しく不公正ナル方法」による株式発行による株式発行に当たるといふことはできない」とした。

⑦（ダイソー事件）大阪地決平成一六年九月二七日金融・商事判例一二〇四号六頁

債権者は、債務者が行った新株発行につき、業務上資金調達の必要性が全くないにもかかわらず、債権者の持分比率を低下させて、本件新株発行により割当を受ける株主らにより構成される債務者側の安定株主グループの持株比率を五〇％超に増加させるなど現経営者の支配権を確保するためにのみなされると主張した。

裁判所は、「債権者と債務者との間には債務者の支配権をめぐる争いはなく、また、本件新株発行により債権者の持株比率が約一〇・五％へ減少するが、債権者は筆頭株主の地位を失うことはなく、各種の少数株主権のうち解散判決請求権（商法四〇六条ノ二）を除く少数株主権を行使しうる地位を失うこともないのであり、他方、債務者は資金調達が必要であることを現に判断した上で本件新株発行を決定しており、本件新株発行の結果、債務者を支持する株主グループが構成されて債務者の経営陣の支配権が不当な目的達成する手段として本件新株発行を利用したとは認められない」とした。

(3) 以上みたように、主要目的理論は、通説と全く異なる判断基準であるのかという点とそうではない。通説による合理性判断により、新株発行が著しく不公正な方法による発行になるか否かという判断をするさいの典型的な

場面を把握したものであり一つの基準である。⁽¹⁷⁾ 主要目的理論は、持株比率の低下という不利益を被る株主保護の観点から、典型的場面において会社の新株発行の目的につき合理性の有無を判断したうえで、差し止めることができるとのことである。そのさい現経営者の支配関係上の利益を維持するための新株発行が合理的でないということであれば、やはり権限行使の観点から権限の濫用であろう。そして濫用でないということは、当該新株発行が総合的に合理的であるということである。通説による場合も、極端に合理的な新株発行の範囲を広く解し、よって資金調達のための目的があればたいの場合には著しく不公正な方法による発行にはならない、と解するわけではない。⁽¹⁸⁾ また会社支配権につき争いがある場合に行われる新株発行に關し差止請求が行われるとき、その新株発行が支配的介入の意図なくなされるといふことも少ないと思うが、その新株発行が必ずしも不当であるとは限らないのは当然のことである。結果として新株発行が合理的であったか、あるいは著しく不公正な方法による発行であったのかということが判断されるにすぎない。そのさい合理性の判断に關しては、企業価値や株主共同の利益が、近時多く議論されており変化しているのではないかと解される。そして私見としては、追加的にこのような考慮をしたとしても、いずれの説による場合も、新株等発行により持株比率の不利益を被る株主の救済の観点からは、その範囲に差がないと解せられる。⁽¹⁹⁾ あるとすれば行為規範としての規制が、より直裁に不利益を被る株主の保護だとする観点からの規制かそのアプローチの方法である。

(4) 新株発行の割当先、その意図、その他あらゆる要素との関連において、そして近時議論の高まりのある企業価値・株主共同の利益あるいは企業防衛の観点から、会社・取締役の新株等の発行権限の行使がどの程度まで合理的であるとして許容されるのか。そしてその反射として新株等の発行により実際に持株比率が低下し不利益を被る者の保護の観点を、結局は保護の範囲なのであるが、確保するのかが問題である。そして著しく不公

正な方法による発行になるのか否か、どのような要件のもとで新株等の発行が正当なものとなるのかということである。本件抗告審決定では、裁判所は、「取締役は会社の所有者たる株主の信認に基礎を置くものであるから、株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする発行も不公正発行に該当しないと解すべきである。」としている。会社とその敵対株主との対立構造において、特に企業防衛策の基礎的規制の整備の過程において新株等の発行規制がその変貌を遂げようとしている過渡期の裁判例といえることができる。⁽²⁰⁾

そのさい新株等発行規制のベースになるのが、会社法二一〇条・二四七条（改正前商法二八〇条ノ一〇・二八〇条ノ三九第四項）の解釈として新株または新株予約権の発行を正当化することのできる事由は何であるのか、という条文の解釈である。⁽²¹⁾ もちろん著しく不公正な方法による発行とは何かという問題に関しては、従来より、学説上通説および主要目的理論が存在し、本件抗告審決定は基本的に主要目的理論の判断要素を取り入れている。

四 企業防衛

1 会社支配権の確保

(1) 会社支配権の維持・確保のための対策は、会社の経営につきその支配権が争いになる前にする事前的対策とその後でする事後的対策に分類することができる。本件の新株予約権の発行は現に争いがある場合において、Yがした株式の買い占めに対抗するためになされた事後的措置である。しかし対策としての要素がある事後的な措置が、必ずしも不公正であるとは限らない。本件抗告審において裁判所は、前記「理由」にあるように、株式会社取締役は会社の所有者たる株主の信任に基礎を置くものであるから、株主全体の利益の保護という観点から新株予

約権の発行を正当化しうる特段の事情があれば、例外的に会社支配権維持・確保を主要な目的とする発行が不公正発行にならないとして四個の具体例を挙げている。そして敵対的買収の場面において、このような利益・価値を損なうことになる事情として挙げられるのは、本件決定理由において裁判所が指摘するように会社を食い物にしてしまふような事情である。

それでは現に争いが生じていない場合において、将来的に生ずるかもしれない敵対的買収に備えて新株等を発行することが許容されるかという問題も出てくる。その他業務上の提携やグループ形成の一環として親子会社関係をつくるために新株等が発行されることもある。経営上合理的なものである限りこれは差し止めることができない⁽²²⁾。

もちろん取締役が、会社法における忠実義務や善管注意義務に違反していないことが前提になる(会社法三三〇条・三五五条、改正前商法二五四条三項・二五四条ノ三、民法六四四条)。現行会社法も親子会社関係の形成が会社の基礎に重大な変更を生ずることになるということで、株主総会の特別決議が必要であるということの規定していないし、新株等の差止事由となる場合も従来と同様と解せられるから(会社法二二〇条・二四七条)、親子会社関係をつくるために特定の第三者に発行株式等を全部割り当てることは必ずしも差止事由にはならない。

(2) しかしながら裁判所は、会社支配権をめぐり現に争いが無い場合に、特定の第三者に対してする新株等の発行が不公正発行にならないとはいっていない。資金調達が必要もないのに、特定の株主の持株比率を低下させる第三者割当は不公正な発行であろう。また一方において資金需要があつても、特定の株主の持株比率を低下させることになる新株等の発行は方法として問題があるとされることもないではない。差止の申立は現実に争いのない状態から、新株等の発行にさいして不利益を被る株主から出てくることもある。

ところで敵対的買収が現実のものとなる以前に、事前的手段として会社法の許容する範囲で何らかの対抗措置を

用意しておくことはできないのであろうか。取締役は、会社から委任を受けて営利法人たる会社の業務執行を担う者であるから、会社法の観点からは会社のために忠実にその職務を遂行する義務がある。通説・判例の立場から、また忠実義務論による場合も、会社・取締役の利益衝突の場面において取締役は会社の利益を優先させなければならぬ。このことは現に存在する会社を前提として、株主全体の利益、企業価値を判断するのか、あるいは株主の支配権争奪の結果を判断して特定の第三者への新株等の発行がより会社全体の利益になるか否かということ判断するのが問題である。この問いに関しては、取締役の守るべき利益は、改正前商法または現行会社法いずれにおいても、その忠実義務において規定されている「会社のため」という文言（改正前商法二五四条ノ三、会社法三五五条）によるべきであり、その意味するところは現在の会社であり、株主全体の利益であると考えられる。現時点において、新株等の発行に関する正当化事由との関連も考慮しなければならない。このような考慮をなしつつそれを超えてなお例外的な考慮が必要か否かというケースに関しては特に慎重に検討しなければならないことである。

2 企業価値

(1) 近時、株式会社をめぐる本件のような企業買収をめぐる攻防が議論され、その中で特に企業価値ないし株主共同の利益といった言葉に代表される利益の確保又は向上ということが、合理的な企業防衛の観点から主張されている。経済産業省・法務省は、二〇〇五年五月二七日に、「企業価値・株主共同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。指針では、日本の企業社会の構造が大きく変わりつつある中で企業社会の関係者が共有する行動規範が形成されているとはいえないとし、敵対的買収に対する防衛策は、適正に用いられれば企業価値、ひいては、株主共同の利益の向上に役に立つものになるとする²⁴。指針における

用語としては、「企業価値」とは、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であり、「株主共同利益」とは株主全体に共通する利益の総体であるとする。

また企業価値研究会は、同じ日に「報告書」を公表している。そのはじめにおいて、「日本は、敵対的買収に関する経験が少ないこともあり、何が公正な攻撃方法で何が公正な防衛方法なのかといった点について、企業社会の関係者が共有する行動規範が形成されていない」ことを指摘し、ルール形成を促すことを目的とするとしている。

このような公正なルール形成に関しては、本件原審仮処分決定において裁判所は、敵対的買収に備えて会社として事前にどのような措置を講ずることが許容されるのか、その内容、基準、社外取締役の関与、株主総会の承認など導入に関しての手順に関する議論が今後深化し、会社ひいては株主全体の利益の観点から公正で明確なルールが定められることが期待されることを表明している。⁽²⁵⁾ 報告書もそれに言及している。⁽²⁶⁾

(2) 本件原審仮処分決定において裁判所は、前述のように企業価値の毀損のおそれについて検討している。ここでは裁判所のいうように「現経営陣は事業内容を知り尽くしているのに対し、買収者側は必ずしも事業内容を熟知していない点で事業計画を立案する上で平等な立場にない」ことが、重要である。そしてこれを前提として、Xの支配権取得により企業価値が著しく毀損されることが明らかかといえるかどうかという点が判断されることになる。なお原審異議審決定において、Yは、この点に関して、正当化のための特段の事情（企業価値の毀損防止）につき明白性まで立証しなければならぬとするのは誤りであることを主張している。⁽²⁷⁾ 裁判所は、「本件は仮処分事件であるから、その立証の程度は疎明で足りるが（民事保全法一三条二項）、支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権発行を正当化するに足りる「特段の事情」は、具体的には…で示したような事情に限られるから、Yは本件新株予約権についてこのような例外的事情が認められることを疎明しなければならない」とする。⁽²⁸⁾

本件抗告審決定も、原審仮処分決定および原審異議決定がこれに言及していることから、XによるYの経営支配による企業価値の毀損のおそれとBグループに属してYを経営支配することの企業価値との対比について、具体的検討を付け加えたうえ「XがYの支配株主となった場合に、Yに回復し難い損害が生ずることを認めるに足りる資料はなく、また、Xが真摯に合理的経営を目指すものでないことまでいえることはできない。」と判示した。

五 おわりに

(1) 本件抗告審決定が主張するように、会社・取締役間の委任関係から株主全体の利益・企業価値という保護すべき利益を明確にしたことには大きな意義がある。会社の所有者たる株主は、会社の利益のために取締役が行動することを期待しているのであり、これが法律上の取締役に課された義務である。そもそもこのような義務は取締役の忠実義務・善管注意義務に含めて解すべき事項である。そして前述のように私見としては、特に考慮すべき事情がない限り、会社の株主全体の利益ということは、現在の会社すなわち株主の共同利益の保護を優先すべきである⁽²⁹⁾と考える。

取締役は、会社の所有者たる株主の信任に基づき、会社のために行動するものであり、会社法もこれを規定している。所有と経営の分離である。株主は、取締役を選任しその範囲で取締役をコントロールし、会社の基礎的事項の変更につき議決権を行使する。株主の会社経営に関する支配が争われているときでもまたそうでないときでも、このような株主の権限は法律上の規定として存在する。他方、取締役も、法律上授權資本の範囲で株式等を発行する権限がある⁽³⁰⁾。それが無制約のものでないことは当然のことである。資金調達が必要であれば、その権限を行使すべきであるし、同時に特定の株主の持株比率を低下させずにできないこともある⁽³¹⁾。会社法二一〇条・二四七条は、

このような新株等発行を差止めるとき適用される条文である。発行が著しく不公正な方法による発行でないという場合には、新株等の発行が合理的なものでなければならぬ。発行を正当化する特段の事情が必要である。

(2) 本件新株予約権の発行にさいして、裁判所が列挙している特段の事情は、敵対的買収の場面において具体的に機能する正当化事由である。持株比率の低下をもたらす新株等の発行を正当化する事由である。そうであれば本件抗告審決定は、敵対的買収の場合には、もちろん会社全体の利益ひいては株主全体の利益の観点から、特定の株主に対してする新株等の発行を適法なものと認めることかできるとする一つの道筋を示したものであるということができる。

株主全体の利益または企業価値の向上に対する企業努力は、敵対的買収の場面そして通常の営業活動のときにおいても求められるのであるから、営利法人である会社には恒常的に存在する目的である。これを特定の株主に対する新株等の発行による持株比率低下の意図とを比較して前者が優越するというのは当然のことである。しかしながら特定の株主の持株比率を低下させることになる新株発行を正当化するためには、合理的な理由が必要であり、敵対的買収の場合にはどちらが経営権を掌握するのが適当かという問題にもなる。敵対的買収の場面において、相手方は常に会社の利益を考慮して行動しているとは限らないし、そもそも敵対的買収と評価できる場面では、敵対者に会社の経営権を渡すことを妨げる手段としてより直截な立法的措置をしても良さそうな気運すらあるように思える。そのためにはどのような場合が正当な新株等の発行になるのかということも明確でなければならない。

このような議論の中、発行価額と発行予定総数の両面から既存株主の被る不利益が認定されたケースもある³²。たしかに改正前商法および会社法は、株主の持株比率維持に対する利益保護を当然には保障していない。しかしながら敵対的買収において経営権を会社外の者に奪取されるおそれという要素がない場合でも、逆に既存株主の持株比

率に対する利益を保護する措置も必要であろうと考える。会社取締役間の内部紛争の場合がそうである。もつともこの場合も相手方の利益代表として取締役が選任されていることを考えると、相手方にくみする株主がいれば会社乗りを目論む敵対者であるから、それに関して行われる新株発行の取り扱いに関しては、会社経営に関し株主間において会社支配権が争われている場合と別に規制すべきこともなからうとも思う。

(3) 敵対的買収の事前対策としては、近時、新株予約権を利用する方法につき議論とともにその導入例が多い⁽³³⁾。新株予約権の発行は、権利行使の条件や消却条件等の定め方次第で、事前的な敵対的買収の対抗措置として利用することができる(会社法二三八条、改正前商法二八〇条ノ二〇)。会社の買収者が発行会社の総議決権の何割かを取得した場合に、新株予約権を行使することができるものとする条項を規定しておく。希釈化型ポイズン・ピルといわれるものである。導入手続きが簡単であるというメリットに対して、いくつかの問題点が指摘されている。①株主平等原則違反の疑い、②予約権行使を強制する手段がないこと、③委任状合戦に対して無力であるということである⁽³⁴⁾。特に、新株予約権の行使条件(会社法二三八条一項一号、改正前商法二八〇条ノ二〇第二項六号)として、敵対的買収者は行使できないという定めが、株主平等原則に違反するか否かという点につき議論のあったところであるが、株主平等原則違反で一律に許されないではないという合理性判断に委ねられている⁽³⁵⁾。

(1) (出典) 金融・商事判例一二二四号六頁、判例タイムズ一一七三号一二五頁、商事法務一七二八号四一頁、資料版商事法務二五二号二六七頁・三〇〇頁・二五四号二〇九頁・二一七頁、(原審異議審決定) 東京地決平成一七年三月一六日金融・商事判例一二二三号二頁、資料版商事法務二五二号二九四頁、(原審仮処分決定) 東京地決平成一七年三月一日金融・商事判例一二二三号二頁、資料版商事法務二五二号二七五頁、(判批その他) 青竹正一「新株予約権の有利発行と不正発行(上)、(下)」判例評論五六〇号二頁・五六一号一七一頁、太田洋「ニッポン放送新株予約権発行差止仮処分立事件決

- 定とその意義（上）、（下）」商事法務一七二九号二四頁（二〇〇五年）・一七三〇号九頁（同年）、藤田友敬「ニッポン放送新株予約権発行差止事件の検討（上）、（下）」商事法務一七四五号四頁（同年）・一七四六号四頁（同年）、大杉謙一「ニッポン放送の新株予約権発行をめぐる法的諸問題」金融法務事情一七三八号七〇頁以下（同年）他参照。
- (2) 二〇〇五年五月二七日に企業価値研究会が公表した「企業価値報告書」（以下「報告書」という。）では、この点につきルールなき弊害として検討している（「報告書」五頁、二〇頁以下参照）。
- (3) 平成一七年法律八七号（平成一七年七月二六日）により「会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」（以下「整備法」という。）が成立し、そこで商法の一部改正が行われ（整備法六四条）、会社に関する規定が削除された。整備法による改正後の商法を本稿では「改正前商法」という。同年法律八六号（平成一七年七月二六日）として会社法が成立している。
- (4) 新株または新株予約権の発行の効力を争う方法としては、このように事前的規制としてその発行を差止める方法のほか、すでになされた発行の事後的規制として無効を主張する方法がある。改正前商法は無効主張につき、新株発行に関してそれを規定していた（改正前商法二八〇条ノ一五）し、会社法にも同様の規定がある（会社法八二八条一項二号・二項二号）。しかし従来、新株予約権については規定されておらず会社法はこれを新設した（会社法八二八条一項四号・二項四号）。
- (5) 原審仮処分決定は本件新株予約権の発行は、実質的には新株の発行と同一であるということができるとする判断を示している（金融・商事判例一一二二三号八頁参照）。
- (6) 改正前商法は、株式に譲渡制限を付ける場合には、会社発行の株式全部につき譲渡制限を付けるか否かの選択肢があった（改正前商法二〇四條）。これに対して会社法では、定款によって譲渡制限を付ける株式の種類が定められることになった（会社法一〇七条二項一号・一〇八条二項四号）。もちろん発行株式の全部に譲渡制限を付けてもよい（同二条一七号参照）。承認する機関も従来は取締役会であったが、会社法は原則として取締役会設置会社では取締役会、その他の会社では株主総会とした（改正前商法二〇四條ノ二第一項、会社法二二条一七号・一三九条）。
- (7) 会社における持株割合は、原則として会社における議決権の比率であり、一定割合を取得することにより支配的な地位を獲得することができる。裁判で差止が争われる場合は、現経営者の支配権を維持する目的とする新株発行あるいは新株

予約権の発行が争われる。会社の支配権が争いとなっている場面における議決権の比率を維持する利益はいわば支配的利益といふことができる。

- (8) 改正前商法は株式譲渡制限会社に関して、株主は新株引受権を有することを規定していた(改正前商法二八〇条ノ五第一項)。会社法も、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する(会社法一九九条二項、三〇九条二項五号による特別決議、これに対して公開会社場合は、二〇一条一項により募集株式に関する事項につき取締役会がこれを決定する)。
- (9) 藤田友敬「オプシヨンの発行と会社法(上)」商事法務一六二二号二〇頁以下(二〇〇五年)。
- (10) 鈴木竹雄「竹内昭夫・会社法(第三版)四二二頁(一九九四年)、大隅健一郎「今井宏・会社法論中巻(第三版)六五三頁以下(一九九二年)、山口幸五郎「著」加藤徹「補訂」・会社法概論(補訂版)二四九頁以下(一九九二年)など参照。
- (11) 宮入バルブ事件に関しては、東京地決平成元年九月五日判例時報一三三三三号四八頁も参照。
- (12) 鈴木竹雄「新株発行の差止と無効」商法研究Ⅲ 会社法(2) 二二五頁(一九七一年)。①事件についてもこうした通説の立場により、新株発行が不公正でないとしていると解せられる。
- (13) 龍田節「第一章 企業の資金調達」竹内昭夫・龍田節編『現代企業法講座 3』二二頁(一九八五年)。
- (14) 座談会(河本一郎・河合伸一・神崎克郎・佐久間一好・森本滋)・企業金融と商法改正 4「第三者割当増資をめぐる諸問題(二・完)」民商法雑誌一〇〇巻一号二頁、特に二頁以下(一九八九年)参照。
- (15) これに関しては、たとえば洲崎博史「不公正な新株発行とその規制(二・完)」民商法雑誌九四巻六号二二頁・三一頁(一九八六年)は、主要目的ルールにしたがった上で不公正発行とはいえないとした、と分析している。
- (16) 学説の整理に関して、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17 会社法』三九七頁以下(一九九九年)参照。
- (17) 神田秀樹・会社法(第八版)一三〇頁・一三一頁(二〇〇六年)など参照。
- (18) 大隅「今井・前掲註(10)六五三頁。
- (19) 洲崎・前掲註(15)二二頁参照。
- (20) 武井一浩「企業価値報告書・買収防衛指針と買収防衛策の実務(上)」——買収防衛策の法的インフラ整備——」商事法

務一七三五号一六頁以下(二〇〇五年)参照。

(21) 近藤弘二・新版注釈会社法(7)二八〇条ノ一〇(二八六頁以下)(一九八七年)参照。

(22) 改正前商法および会社法も、原則として持株比率維持の権利は保護していないから、合理的な経営上の判断に基づく場合には、特定の第三者に新株を割り当てることも適法である。たとえばソニー・アイワ事件(東京高判昭和四八年七月二七日判例時報七一五号一〇〇頁、東京高判昭和四七年四月二七日判例時報六七九号七〇頁)のような事案も、業務提携のために行われた第三者割当であるが、発行済株式総数一二〇〇万株の会社が記名普通株式一二〇〇万株の引受権を全部被告に付与する旨決議し、それに対して五〇〇株を保有する株主から提起された有利発行に関する株主代表訴訟である。企業の営業活動に伴う取締役会の判断であり法律上は問題ない。

(23) 最大判昭和四五年六月二六日民集二四卷六号六二五頁。通説としては、鈴木Ⅱ竹内・前掲註(10)二八九頁、大隅Ⅱ今井・前掲註(10)一六四頁以下、忠実義務論として、戸塚登「取締役の忠実義務」ジュリスト三八七号六六頁(一九六七年)、山口幸五郎『会社取締役制度の史的展望』三六三頁以下(一九八九年)、北沢正啓・会社法〔第四版〕三九九頁以下(一九九四年)など参照。

(24) 「指針」二頁参照。

(25) 金融・商事判例一二二二二号九頁参照。

(26) 「報告書」六頁参照。

(27) 金融・商事判例一二二二二号二四・二五頁参照。

(28) 前記のように、本件抗告審において、裁判所が特段の事情として挙げる第一の点であり、敵対的買収者がグリーンメイラーである場合を指摘する。

(29) たしかに「取締役が、支配権の変動が妥当でないとの判断のもとに、その阻止のために新株発行権限を自由に用いることを、会社法が認めているとは解しがたい。」し、また「乗取り回避が会社の利益になるからそれを目的とする新株発行も許される、というような抗弁は認めるべきではなからう。」という見解もある(洲崎・前掲註(15)一八頁・一九頁参照)。

(30) この点については、会社法では、株式発行に関する事項の決定につき、改正前商法よりやや複雑になっており、公開会

社でない会社は株主総会で公開会社は取締役会の決議でこれを行う（会社法一九九条二項・二〇一条一項、ただし二〇〇条一項）。

(31) 川浜昇「株式会社」の支配争奪と取締役の行動規制（一）、（二）、（三・完）「民商法雑誌九五巻二号二頁（一九八六年）・同三号三二頁（同年）・同四号一頁（一九八七年）参照。

(32) (宮入バルブ事件) 東京地決平成一六年六月一日金融・商事判例一二〇一号一五頁は、新株発行によって株主の被る経済的不利益と持株比率低下の不利益の両方の観点から判断していると評価することもできる。（イチャ事件）高知地決平成一六年六月一日資料版商事法務二五二一五号二一六頁参照。

(33) 敵対的買収防衛策の事例分析（第1回・定款変更）・（第2回・ライツプラン）・（第3回・完 事前警告型）資料版商事法務二六九号三八頁以下（二〇〇六年八月）二七〇号一七四頁以下（同年九月）二七一号九二頁以下（同年一〇月）、吉川満・金本悠希「平成18年株主総会シーズンまでに導入されたポイズンピルの動向」企業会計五八巻一〇号二七頁以下（二〇〇六年）など参照。安定株主対策として株式の相互持合がある。相互持合は、会社法上の相互保有（会社法三〇八条）とは異なり、グループ会社間において相互に株式を保有し合い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持合株式が解消される傾向にあることもあり、企業防衛の方法も種々のものが検討されている。武井一浩・太田洋・中山龍太郎編著「企業買収防衛戦略八頁以下（二〇〇五年）参照。株式交換・株式移転他による完全親会社は、きわめて安定的な株主である。その他、種類株式の利用も考えられる。たとえば譲渡制限株式、拒否権付種類株式（会社法一〇八条一項八号）は、企業防衛に対する事前措置として有効である。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）」金融法務事情一七三八号六二頁以下（二〇〇五年）・一七三九号二四頁以下（同年）参照。

次の裁判例を参照。（ニレコ事件）東京高決平成一七年六月一五日金融・商事判例一二一九号八頁（東京地決一七年六月九日金融・商事判例一二一九号二六頁、東京地決平成一七年六月一日金融・商事判例一二一八号八頁）は概略下記のとおりである。

債務者会社ニレコは、取締役会において、株主につき一株につき二個の新株予約権を無償で付与し、敵対的買収者が二〇%まで取得した場合に、新株予約権一個につき一円を支払うことにより債務者の議決権付株式一個が発行されるとする

いわゆるポイズン・ピルを「セキユリティ・プラン」として決議した。債権者は、本件新株予約権の発行により債務者株式はその価値が三分の一になるかも知れないという重大な希釈化リスクを負うなどと主張した。

裁判所は、「……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ぬ損害であるということとはできない。……」とし原審異議審の判断を正当であるとした。

(34) 阪口・中澤・前掲註(33)「敵対的買収に対する防衛策のメリットとデメリット(上)」六九頁以下。

(35) 原田晃治法務省大臣官房審議官編著「平成13年商法改正Q&A株式制度の改善会社運営の電子化」(二〇〇二年)五八頁、武井・太田・中山・前掲註(33)二三五頁以下、「報告書」七五頁以下参照。