

《論 文》

# 差止事由ある新株予約権発行に 基づく株式発行

金 田 充 広

- I はじめに
- II 新株予約権発行の差止事由と株主の救済
- III 新株予約権発行の瑕疵の承継
- IV おわりに

## I はじめに

会社法は、新株予約権に関して、募集新株予約権発行とは別に新株予約権無償割当てを規定する（会社法 277 条 -279 条）。新株予約権は、平成 13 年 11 月の商法改正（平成 13 年法律 128 号）により導入された制度である。資金調達以外にも買収防衛策などとしても発行されることがある。新株予約権をあらかじめ全株主に割り当てておき、敵対的買収者が株式を買い増し一定の割合に達したとき毒薬条項を発動し、味方株主に権利行使してもらおう方法である。いわゆるポイズンピルである。新株予約権を用いるためライツ・プランともいう。しかしながら新株予約権は、株式の譲渡に随伴しないため、新株予約権を割り当てた後に株式を譲り受けた者は、新株予約権を譲り受けるわけではないから、議決権の低下や経済的損害を被るなどの危険がある。そこで信託型ライツ・プランが

考案されたが、これも行使条件を付したプランの導入が株主総会の特別決議を要するのが通常であるため、ライツ・プランの圧倒的多数は取締役会決議で導入できる事前警告型である。ただし企業価値・株主共同の利益に反することがあってはならないとの観点から、事前の買収防衛策としての新株予約権発行に際して、株主意思を反映させる仕組みが重要である<sup>(1)</sup>。

新株予約権無償割当ては、会社法の制定に伴い新たに導入された制度である。平成17年改正前商法<sup>(2)</sup>のもとでも、株主に新株予約権を無償で割り当てることはできたが、株主が任意に申込みをしない場合には、会社の都合のよいように株主を新株予約権者とすることはできなかった<sup>(3)</sup>。会社が必要な場合に、特定の株主を非適格者として、持株比率を低下させ議決権を基礎とする支配権の奪取を妨げる<sup>(4)</sup>。差別的な行使条件や取得条項（会社法911条3項12号ハ・236条1項7号）を設定した新株予約権の発行により、敵対的買収者の議決権を低下させるのである。このような場合に、会社買収防衛策としてする新株予約権発行の差止めが争われることがある。会社の企業価値の観点から、これをき損し株主共同の利益を侵害することにならないかということが審理される。買収者の株式取得が濫用的であるならば、企業価値ひいては株主共同の利益を侵害されないように、会社支配権を維持・確保するための措置としてする新株予約権発行が許容される。

従来より、新株発行および新株予約権発行の差止めの問題に関しては、資金調達の実必要性などの合理的理由があれば、当該新株発行または新株予約権発行は基本的に許容されると考えられてきた<sup>(5)</sup>。これに反して、資金調達の必要性がないのに特定の株主の持株比率を低下させることを目的とする株式等発行は、多くの場合、差止めの申立てが認容されることになると考えられる。いわゆる主要目的ルールが裁判上形成されてきた。しかし濫用目的をもって株式取得をする買収者は株主として保護す

るに値しない。ニッポン放送事件決定<sup>⑥</sup>では、濫用的買取者による差止めは許容されないことが明らかになった。主要目的のルールが、基本的な考え方は変えずに、特別の事情を考慮することにより修正されたということができる。またニッポン放送事件における事案に限らず、差止めの対象が新株予約権発行である場合には、株式の発行を予定しているとはいえ、行使期間等の設定にもよるが、それ自体はさしあたり資金調達を目的とせず、友好的な第三者の新株予約権行使および議決権行使に期待するような場合には、従来の基準が通用せず主要目的のルールが適用される。新株発行とは異なり資金調達の必要もないのに発行したということにはならないからである。新株予約権無償割当てに至っては、まさに無償の割当てであり、しかも特定の株主に対する差別的行使条件などとともに会社買収防衛の必要に応じて確実に敵対的買取者の持株比率を低下させることができ、効果的な買収防衛策を設計することができる。

新株予約権が発行され新株予約権が行使されると、新株予約権者は株主になる（会社法282条1項）。本稿では、新株予約権発行にある瑕疵が株式発行にどのように影響するのか、新株予約権発行に差止事由がある場合に、それに続く株式発行の差止事由として承継されるのかということを検討しよう。新株予約権無償割当ての差止めに関しては、会社法247条の適用の可否の問題がある。差別的行使条件が付されている場合には、株主平等の原則に違反しないかということも問題である。

## II 新株予約権発行の差止事由と株主の救済

### 1 瑕疵を争う時期と方法

募集新株予約権を発行する場合には、割当てを受け引受人となる者を決める基準となる日（割当日）を定めなければならない（会社法238条1項4号）。すなわち割当日が当該新株予約権の効力発生日であり、割当日に新株予約権の発行があったということができる<sup>⑦</sup>。募集新株予約

権の場合は、申込者または募集新株予約権の総数の引き受けを行った者が、割当日に新株予約権者となる（同 245 条 1 項）。有償・無償を問わない（同 238 条 1 項 2 号 3 号）。有償の場合でも、払込みがあったか否かにかかわらず、募集新株予約権者は割当日において新株予約権者になる<sup>⑧</sup>。ただし払込みがないときは、権利行使はできない（同 246 条 3 項）。なお株主割当ての場合には、会社は、株主に対して割当てを受ける権利を与え、株主は希望する数の募集新株予約権の引受けの申込みの意思表示をし（同 241 条 1 項・242 条 2 項 3 項）、割当日に会社が割り当てた募集新株予約権の新株予約権者となる（同 245 条 1 項 1 号）。新株予約権無償割当ての場合は、当該新株予約権の効力が生ずる日（同 278 条 1 項 3 号）に新株予約権者になる（同 279 条 1 項）。

株主は、新株予約権が発行されるまでは、これを差し止めることができる場合がある。発行後には、新株予約権発行無効の訴えを提起することも考えられる（会社法 828 条 1 項 4 号）。新株予約権が発行された後に、新株予約権の発行無効の訴え<sup>⑨</sup>を提起するより、新株予約権がまだ発行されていないうちにその発行を差し止めるほうが、さしあたり申立人の利益を確実に実現できる（同 247 条）。時間的余裕がない場合には、新株予約権発行差止請求権を被保全権利として新株予約権発行差止めの仮処分命令の申立てをするのが適当である（民保法 23 条 2 項）。

それでは新株予約権の発行に瑕疵があるとき、不利益を被る株主は、どのような救済措置をとることが可能であろうか。新株予約権者は、新株予約権を行使することにより株主になる（会社法 282 条 1 項）。新株予約権が行使されると、会社の機関の行為を必要とせずに株式が発行され、新株予約権者は株主になる。新株予約権の行使は新株予約権者の行為であり、すでに発行された新株予約権については、新株予約権者の行為を差し止めることができず、それに続く株式の発行も差し止めることはできないのではという疑問もある<sup>⑩</sup>。しかし、すでに発行された新

株予約権は、その行使による新株発行を差し止められないのであろうか。なんらかの方法で瑕疵ある新株予約権発行に基づく株式発行の差止めにより株主の利益を事前に確保すべきことが重要である。新株予約権行使による株式発行の差止めであるから、被保全権利としては、株式の発行差止めの請求権である。しかし会社法210条は、募集株式に関する規定であるから、新株予約権行使による株式発行に適用できるのかということが問題である。

## 2 新株予約権無償割当ての差止事由

### (1) 差止めにおける基本的課題

会社法は、新株予約権発行が、法令定款違反の場合と著しく不公正な方法により行われる場合に、株主が新株予約権の発行を差し止めることを請求できるとしている（会社法247条）。債権者に生ずる著しい損害または急迫の危険を避けるために必要なときは、当該請求権を被保全権利として仮処分を申し立てることができる（民保法23条2項）。事後的に新株予約権発行無効の訴え（会社法828条1項4号）や新株予約権発行不存在確認の訴え（同829条3号）を提起できる場合もあるが、株主が新株予約権の発行により被ることある不利益に対する事前の保護措置として、その発行を差し止めることができるのが最善である。いったん新株予約権が発行されると事後的救済は困難なことが多いので、保全の必要性は認められやすいとされる<sup>(1)</sup>。

会社法247条は、①法令・定款違反と②著しく不公正な方法を要件として、新株予約権発行の差止めを規定する。会社法では、新株予約権の無償割当てが新設された。前述のように効果的な買収防衛策の導入が可能になる。会社は任意に株主を新株予約権者にすることができる（会社法279条）。そのさい新株予約権の行使条件や取得条項と組み合わせることにより、敵対的買収者を差別的に取り扱うことが、株主平等の原則に反するのではという問題がある。従来より、これに関する対立があっ

た<sup>(12)</sup>。会社法の趣旨は、株主意思の原則により統一されており、買収防衛策としてする新株予約権発行が、株主総会決議により決定される場合には、衡平の理念に鑑みて相当な範囲において許容されると解すべきである。資本多数の観点からは、会社の経営権を取得することが非難されることはないであろうし、株主全体の意思に基づく買収防衛策の導入は正当である<sup>(13)</sup>。また新株予約権無償割当ては、会社法247条の適用対象ではない。新株予約権無償割当ては、株主割当てであるからそもそも支配的利益および経済的利益いずれも特定の株主のみ不利益になることはないため、差止めに関する規定が置かれなかった<sup>(14)</sup>。買収防衛策として導入された新株予約権無償割当てに差止事由があるか否かということに関しては、こうした観点からの検討が必要である。ニッポン放送事件決定とブルドックソース事件決定を参考にすることとしよう。

さらに新株予約権に関する会社法の規定から、定義規定（会社法2条21号）によると、その行使による株式の交付が会社の機関の行為を前提にしているのに対して、新株予約権の行使により新株予約権者は株主になる（同282条1項）のであるから、新株予約権は形成権であるとする説の対立である。新株予約権無償割当てに基づく株式発行の差止めの場合にも、それぞれに異なった考え方が導かれる。

## （2）新株予約権発行差止めの裁判例等

ニッポン放送事件決定において、裁判所は、「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。」と判示した。主要目的ルールを基本としつつ、濫用的買収者の差し止めを許容しないことを明らかにした。

ブルドックス事件決定<sup>(15)</sup>は、会社買収防衛策としてする新株予約権無償割当ての差し止めの可否が争われた事案に関するものである。当該事案における新株予約権無償割当てが、新株予約権者の差別的な取扱いを内容とするものであることから、これが株主平等の原則（会社法109条1項）に反するのではないかということである。同278条2項は、株主に割り当てる新株予約権の内容および数またはその算定方法その他事項（同条1項1号2号）についての定めは、株主の有する株式の数に応じて割り当てることを内容とするものでなければならないと規定しているからである。株主平等の原則に反するのであれば、法令違反により、新株予約権無償割当てを差し止めることができるかということ、すなわち同247条の適用があるのかということも問題になる。

裁判所は、まず「新株予約権無償割当てについても、それが株主の地位に実質的変動を及ぼす場合には、会社法247条が類推適用されると解すべき」と判示する<sup>(16)</sup>。また「新株予約権無償割当てが新株予約権者の差別的な取扱いを内容とするものであっても、これは株式の内容等に直接関係するものではないから、直ちに株主平等の原則に反するということはできない。」とする疑問に対して、「…法278条2項は、…株主に割り当てる新株予約権の内容が同一であることを前提としているものと解されるのであって、法109条1項に定める株主平等の原則の趣旨は、新株予約権無償割当ての場合についても及ぶというべきである。」とする<sup>(17)</sup>。さらに「新株予約権の内容に差別のある新株予約権無償割当てが、会社の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するためではなく、専ら経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものである場合には、その新株予約権無償割当て



は原則として著しく不公正な方法によるものと解すべきである」と判示する。

### 3 差止事由ある新株予約権発行に基づく株式発行

たとえば次のような例を考えてみよう。(非)公開会社が新株予約権の有利発行をするときは、株主総会の特別決議を必要とする(会社法238条3項・240条1項)。したがってこれを欠く新株予約権の発行は法令違反になり、当該新株予約権の発行を差し止めることができる(同247条1号)。法令違反による差止事由があるにもかかわらず新株予約権が発行され、新株予約権者が当該新株予約権の行使によりその目的である株式の株主になる前に、はたしてこれを差し止めることができるかということである。新株発行に関する事案であるが、株式会社の代表取締役が新株を発行した場合には、第三者に新株引受権を付与することに関する株主総会の特別決議を経ることなしに新株引受権が付与され新株発行が行われたとしても、瑕疵はあるが新株発行の無効原因にはならないとするのが判例である<sup>(18)</sup>。基本的には、新株発行手続きにおいて瑕疵ある場合ですら、代表取締役が発行した場合には、これを無効とすることはできないのに、まして新株発行の前段階の新株予約権の発行手続きにおける瑕疵は新株発行の無効原因ではないといえないではない<sup>(19)</sup>。

株主総会の特別決議を欠く新株予約権の有利発行が行われた場合、これが無効事由にあたるとする考え方により、その無効の訴えが提起された場合において、新株予約権が行使され新株が発行されると、新株予約権発行無効の訴えはもはや訴えの利益がなく却下されるべきである。このような場合に、不利益を受ける株主をなんらかの形で救済することが重要である。そこで次に新株予約権の行使による新株発行を差し止めるという方法が検討されることになる。瑕疵ある新株予約権発行があるとき、当該新株予約権の行使による新株発行を差し止めることができるか否かである<sup>(20)</sup>。しかし新株予約権の効力が生じた後に、これを前提とする



新株発行が、いかなる場合においても差し止められうるとするならば、取引の安全ないし法律関係の安定を欠くという批判がある<sup>(21)</sup>。しかも新株予約権の発行無効の訴えには、提訴期間が定められているから（会社法828条1項4号）、提訴期間経過後に新株予約権が行使されると、無効原因ある新株予約権発行を今度は新株発行差止めの方法で争うことができることになる。しかしこれは、法が無効の訴えの提訴期間を定めた趣旨を没却することになるという批判もある<sup>(22)</sup>。そうすると新株予約権の有利発行にかぎらず、新株予約権発行に差止事由があるとき、その瑕疵を無視して当該新株予約権が行使され株式発行が行われた場合には、一般的にはもはや不利益を被る株主は救済を得ることができなくなるのであろうか。

### Ⅲ 新株予約権発行の瑕疵の承継

#### 1 新株予約権の行使と株式交付

先行する新株予約権発行に差止事由にあたる瑕疵があるため、当該新株予約権の行使による株式発行はその影響を受けないのであろうかということが問題である。新株予約権者は、新株予約権を行使して株主になるわけであるが、会社は株式を発行してもよいし、その保有する自己株式を処分してもよい。新株予約権は株式の発行を当然に前提としているから、新株予約権発行の瑕疵は、それが発行された後は事後的にその無効を争うことができるだけであり、その行使による株式の発行等の効力になら影響もないとするのは行き過ぎであろう<sup>(23)</sup>。会社法の定義規定も、新株予約権者が権利行使するかしないかは別として、新株予約権行使により株式が交付されることを規定しており、原因と結果の関係にある（社会法2条21号）ことから、新株予約権発行の瑕疵が、それに続き行われる新株予約権行使に基づく株式交付の瑕疵として当然承継されるのではなかろうか<sup>(24)</sup>。新株予約権が行使されると、会社は、当然

に株式を発行しなければならない。新株予約権行使により新株予約権者は株主になるのである。会社の機関の行為を必要とせず、形成権と解することができる。しかし新株予約権の行使によって交付されるのが、株式発行・自己株式処分いずれかが定まらないため、会社の行為が必要であることになる。このように考えたとしても、かならずしも形成権であることを否定することにはならないと思うが、新株予約権が請求権であるとする考え方になじみやすい<sup>(25)</sup>。

新株予約権行使に基づき株式が発行されると、それを基礎として新たな法律関係が形成されることになるので、法的安定性などの理由から、株式発行の効力を否定することはできないと解すべき場合はあると思う。しかし、新株予約権が、すでに発行されているからということで、当該新株予約権に基づく株式発行には差止事由を認める余地はないとすることはできない。新株予約権無償割当ての場合も同様である。そして、いったん新株予約権行使に基づき株式が発行されると、もはや差し止めるべき対象がなくなり、株式発行を事後的に争うほかなくなる。

## 2 ピコイ事件における裁判所の判断

### (1) 事件の概要

ピコイ事件では、X（相手方・債権者）が、本件<sup>(26)</sup>におけるY会社（抗告人・債務者）（ピコイ）のする差別的取得条項が付された新株予約権無償割当て（以下「本件無償割当て」という。）が株主平等原則に反し著しく不公正な発行にあたることを理由として、本件無償割当てにかかる新株予約権の行使に基づく株式発行を差し止める旨の仮処分命令を申し立てた。

Yの取締役会決議に基づいて本件無償割当てが行われたが、Xおよびその関係者（以下「X関係者」という。）に対する取得条項が付され、その対価がY株式でないため、X関係者以外の株主が新株予約権を行使することにより、X関係者の持株比率が大幅に希釈化される。また本件

無償割当てが効力を発生する日(会社法279条1項・278条1項3号)は、本件無償割当てに関する取締役会決議と同日であり<sup>(27)</sup>、X等株主にはその差止めの機会がないという事情があった。

ピコイ事件では、本件無償割当てに基づく株式発行の差止めが問題になり、本件決定、原仮処分決定および異議審決定いずれの決定も、先行する新株予約権手続きに会社法247条の差止事由がある場合には、それに引き続き行われる新株発行手続も当然同210条の差止事由があるとす<sup>(28)</sup>。

## (2) 会社法210条の類推適用の範囲

新株予約権無償割当ては、株主に対して平等に新株予約権を割り当てるため、特定の株主が持株比率・議決権を基礎とする支配的利益や財産的利益につき不利益を受けることが想定されず、そもそも会社法には、会社法247条のような差止めに関する規定が定められていない。しかしこの問題については、前掲ブルドックソース事件最高裁決定を前提としている。すなわち同109条1項に定める株主平等の原則の趣旨は、株主に対する新株予約権無償割当てについても及ぶ。また新株予約権無償割当てが、株式の内容ではなく新株予約権者の差別的な取り扱いを内容とするものであることにつき、同条項の規定する株主平等の原則の趣旨は、新株予約権無償割当てについても及ぶとするなどである。本件決定もこれら見解を前提にし、かつ企業価値の観点から、本件無償割当てが株主平等の原則の例外として許容される場合に該当せず、株主平等の原則の趣旨に反し、また、著しく不公正な方法によるものといえることができると判示した<sup>(29)</sup>。

そして前掲のように、Yの取締役会決議により本件無償割当てが決議されているが、株主にはそれを差し止める機会がない。裁判所は、いずれもこれを前提にしていると考えるのが合理的であるとする見方がある<sup>(30)</sup>。新株予約権発行に会社法247条の差止事由がある場合には、それに引き

続く新株発行もその瑕疵を引き継ぎ、当然に同 210 条の差止事由があるという考え方は、差止めの機会がなかった場合においてと解するのである。

### 3 株式発行差止めの被保全権利

#### (1) 会社法 210 条の類推適用

瑕疵ある新株予約権発行に基づく株式の発行等の差止めに関しては、会社法 210 条の類推適用の余地があるかという問題がある。同条は、「…株主が不利益を受けるおそれがあるときは、株主は、株式会社に対し、第 199 条第 1 項の募集に係る株式の発行又は自己株式の処分をやめることを請求することができる。」と規定する<sup>(31)</sup>。募集株式の発行にあたるならば、会社法 210 条によりその株式の発行を差し止めることができる。

それでは、ここで新株予約権の法的性質との関係に立ち返って考えてみよう。新株予約権は、会社法の定義によると、その行使により当該会社の株式の交付を受けることができる権利である（会社法 2 条 21 号）。新株予約権は、権利行使による当該会社の株式の交付を前提にしているのであるから、新株予約権発行の瑕疵は、当然それに続く権利行使による効力発生やその瑕疵が株式交付の差止事由になるか否かなどの問題を生ずる<sup>(32)</sup>。新株予約権の無償割当ての場合も同様である。新株予約権発行に同 247 条の差止事由がある場合には、基本的には、それに引き続く新株発行もその瑕疵を引き継ぎ、同 210 条の差止事由があるとする考え方があり。

ピコイ事件における裁判所の考え方である。先行する新株予約権手続きに会社法 247 条の差止事由がある場合に、それに引き続き行われる新株発行手続きも当然同 210 条の差止事由があるとする。新株予約権発行に基づき株式が発行されると債権者 X が著しい損害を被るおそれがあるから、株式発行の差止請求権を行使することができなくなるまでに、当該株式発行をしてはならないという仮の地位を定める仮処分である。被保

全権利は、本来は、同210条の類推適用による差止請求権である。当該新株予約権無償割当て事項として、割り当てられる株式の種類・数等（同278条1項1号・186条1項）が定められ、新株予約権が行使されると、会社はその株式を発行しなければならない。取締役会決議等するわけではないので、当該株式発行の差止事由をその前段階の新株予約権の瑕疵に求めざるを得ないわけである。よって被保全権利として同247条該当性が審理されている。

以上のように考えたとしても、前掲の有利発行のような場合において、提訴期間を過ぎた後でも、その瑕疵を理由に新株発行を差し止めることができるのは妥当でないとする批判はあたらない。新株予約権発行の差止めや無効を問題にしているのではなく、新株予約権が会社法2条21号の定義規定から、同247条の差止事由がある場合は、これが潜在的に存続し承継され、それに引き続く株式発行にも同210条の差止事由があると考えからである。そしてこのように解する限り、一般的に、新株予約権発行に同247条の差止事由がある場合には、それに引き続く新株発行もその瑕疵を引き継ぎ、同210条の差止事由があるということができる。もちろん新株予約権発行の差止めと新株予約権の行使による株式発行等の差止めは別の制度であるということもできる。すくなくとも新株予約権発行の手続的瑕疵については、それが無効原因でないことと解すると、提訴期間の観点からの批判はあたらないことから、当該瑕疵が株式発行の差止事由として承継されると考えることは差し支えない<sup>(33)</sup>。さしあたり新株予約権発行に無効原因があるとき、無効の訴えの提訴期間が経過していないときにかぎり、同条の類推適用により、新株予約権の行使に基づく株式発行を差し止めることができると考える<sup>(34)</sup>。

## （2）新株予約権の発行無効を本案とする仮処分

新株予約権の無償割当て（会社法277条）は、それに続く新株予約権の行使により株式が交付される。また新株予約権無償割当ては、その割

当での決議があり(同 278 条 1 項 3 項)、株主がそのことを認識してから、割当ての効力が発生する日(同条 1 項 3 号)までの間に時間的余裕があるときはじめて、株主はその割当てを差し止めることができる。

新株予約権の無償割当てが、差別的行使条件が付されるなど当該新株予約権の権利内容が株主平等の原則に違反する場合には、①信託型発行等のとき発行時に無効の訴えを提起する余地がないとき、無効の訴えを提起せずにその割当ては無効と解すべき<sup>(35)</sup>、または②無償割当てが効力を発生する前は、差止事由(会社法 247 条の類推適用)があるとともに新株予約権発行無効の訴え(同 828 条 1 項 4 号)における無効事由があるとし、新株予約権の無償割当てが効力を発生した後は本来は、新株予約権発行無効の訴えが提起されるべきとし、当該訴権を被保全権利として、新株予約権の行使による新株発行を差し止める仮処分命令を申し立てるべきとする見解<sup>(36)</sup>がある。

そして①説は、会社が、新株予約権の行使を有効なものとして株式の発行等したときのように、その有効性を前提として、当該新株予約権者を株主として取り扱う事案を想定しうることから、株式の発行等の事後的な無効の主張を認めるべきであるとする<sup>(37)</sup>。また事前に株式の発行等を差し止める場合にも、同様に新株予約権の行使を有効なものとしたうえで、新株予約権発行無効の訴えを本案として、会社がとる措置の執行停止を求める仮の地位を定める仮処分の申立て、またはその新株予約権を行使してする株式発行を差し止めるとする<sup>(38)</sup>。

この説からは、事前に株式の発行等を差し止める場合に、会社法 210 条により差し止めることに対する疑問が提起されている。新株予約権は形成権であり、会社の機関の行為を待たずに新株予約権者が株主になる(同 282 条)ことから、会社の行為の差止めに関する同 210 条による差止めは適切でないとする。

### (3) 新株予約権行使の法的性質との関係

新株予約権は、会社法の定義（会社法2条21号）からすると、「株式会社に対して行使することにより当該株式会社の株式の交付を受けることができる権利をいう。」ということであるから、その行使は、会社の機関の行為を要すると解することができる<sup>(39)</sup>。権利者である新株予約権者は、会社に対して、自己の有する権利を行使することもしないこともできる。会社に対して権利行使したときは、会社は債務の履行として株式の交付を要する。会社法210条の募集株式の発行等をやめることの請求であるが、その類推適用ができないかということである。会社の行為を前提にした規定であることからすると、新株予約権の定義規定と相性が良さそうである。

これに対して、新株予約権は形成権であるから、その権利を行使すれば新株予約権者は一方的意思表示により株主になり、会社の行為を必要としないとする考え方がある<sup>(40)</sup>。会社法282条は、「新株予約権を行使した新株予約権者は、当該新株予約権を行使した日に、当該新株予約権の目的である株式の株主となる。」と規定するから、会社の機関の行為を待たずに新株予約権者は株主となるといわざるをえない。

会社の機関の行為が必要であるとする見解により具体的に考えると、双方向的な法律行為により、債権者が給付として債務者の行為を請求することができるのに対して、債務者が任意に義務を履行しないのであれば、強制執行によってその目的を達成することができる。新株予約権は形成権であると考えれば、形成権行使の結果、ただちに一定の法律関係の変動が発生するから、そうした強制執行を不要とし、確定判決により、新株予約権を行使した者が株主であることを確認することができる。新株予約権の行使があった場合には、会社は変更の登記をしなければならない（会社法911条3項・915条1項3項1号）。

このように考えると、会社法210条の適用による差止めに対する疑問



がわいてくる。同 282 条よると、会社の機関の行為を待たずに新株予約権者は株主となるが、同 210 条の差止めは会社の行為を基礎とするものだからである。しかし差止めに関する同条が、その要件として規定している株主の利益を保護すべき状況については、形成権の行使により発生する法律関係の変動がもたらす状況と同じである。そうであれば、株主の利益保護の観点から、同様に権利行使を差し止めるべき状況であることに類推の基礎を求め、同条の直接的な適用ではなく類推適用により、株式発行を差し止めることができると考える。

#### IV おわりに

株式会社は、不特定多数の者から出資を募り営業する共同事業の法律形態である。そこでは資本多数による会社支配の原則が妥当し、会社の経営権に関する争いも同様である。しかし株式会社は株主が所有することに違いないのであり、企業価値・株主共同の利益を侵害する会社経営は許容されない。株主全体の意思に基づく買収防衛策の導入は正当であるのか、あるいは買収防衛策として導入された新株予約権発行に差止事由があるか否かということに関しては、よい買収はとめるべきではないということ、敵対的買収の積極的効果が検討されなければならない<sup>(41)</sup>。企業価値の概念は、このような文脈で用いられるべきである。

新株予約権の無償割当て（会社法 277 条）その他新株予約権が、会社買収防衛策として用いられるに際して、差別的な行使条件や取得条項が設定されることがある。差別的行使条件付きの新株予約権が行使されることにより、敵対的買収者である特定の株主の持株比率は希釈化され低下する。しかしこのような差別的行使条件を付した新株予約権を発行することについては、そもそも会社法は、募集新株予約権の内容（同 236 条）として、その行使条件を取締役会が決定することを許容していない。株主総会の決議によって新株予約権の募集事項の決定を取締役会に委任す

る場合でも、当該新株予約権の行使条件の決定も取締役会に委任することはできない<sup>(42)</sup>(同239条1項)。募集事項の決定を取締役に委任することができることを定めるとともに、その際最低限、株主総会で決めるべき事項を規定する。募集新株予約権の内容は、既存株主の利益に大きな影響を与えることから、株主自らがこれを決すべきこととしたものである<sup>(43)</sup>。新株予約権の無償割当についても、新株予約権の内容については、既存株主の利益に重大な影響を及ぼすことから、取締役会決議により決めることはできないと考える<sup>(44)</sup>。

会社買収防衛策において、新株予約権の内容として、差別的行使条件が付された新株予約権の無償割当てが、株主総会決議により決定され導入されるときにも、企業価値・株主共同の利益に照らして適法であるとされるのでない限り、株主平等の原則に違反し無効である<sup>(45)</sup>。新株予約権発行が、法令定款違反または著しく不公正な方法であれば、会社法247条により差し止めることができる。あるいは差別的行使条件が付された新株予約権発行が企業価値の観点から、株主平等の原則に違反するような場合には、事後的に無効の訴えを提起することもできる(同828条1項4号)。

株主平等の原則に反し、既存株主の利益が侵害されるような新株予約権発行の瑕疵その他差止事由がある場合には、新株予約権の法的性質を形成権であると解し、これに続く新株予約権行使に基づく株式発行等の差止めに関する会社法210条の差止事由があると考えられる。このような新株予約権が行使され、株式が交付された場合には、株式発行はなんらかの形でその効力が否定されるべきでありやはり無効である<sup>(46)</sup>。会社法の場合には、旧商法とは異なり新株予約権発行の無効の訴えにより、その判決が確定するまでは新株予約権の発行は有効であるから(同839条)、新株発行無効の訴えまたは自己株式の処分無効の訴えを必要とせずに、当然無効と解する見解が有力である<sup>(47)</sup>。

- (1) 別冊商事法務編集部編『企業価値報告書・買収防衛策に関する指針』〔別冊商事法務 287号〕127頁（2005年）、奈良輝久「買収防衛策の最前線」判例タイムズ 1279号 96頁（2008年）、洲崎博史『会社法コンメンタール6 — 新株予約権』123頁（247条）〔江頭憲治郎編〕（2009年）、拙稿「ニレコ事件における新株予約権発行」奈良法学会雑誌 25巻 26頁（2013年）、拙稿「株式分割による会社買収防衛策 — 日本技術開発事件を素材として —」社会科学雑誌 13巻 314頁（2015年）、拙稿「企業価値・株主共同の利益と新株予約権発行（2・完）」奈良学園大学紀要第5集 52頁（2016年）。
- (2) 平成 17 年法律 87 号による改正前の商法を「旧商法」という。
- (3) 拙稿「会社買収防衛策における新株予約権の活用」社会科学雑誌 5巻 34頁（2012年）参照。
- (4) 株主割当てであることから、通常は支配権に関する争いは想定されず、多くの場合、株主は新株予約権を行使するであろうから、会社の資金調達としても活用される。ある株主が新株予約権を行使しない場合においても、他の株主が新株予約権を行使することができるようにするため、新株予約権が金融商品取引所に上場されることにより、その流通性が確保され資金調達を確実にすることができる。いわゆるライツ・イシューまたはライツ・オファリングともいう。洲崎博史「II ライツ・オファリング」日本私法学会シンポジウム資料『新株発行等・新株予約権発行の法規制をめぐる諸問題』商事法務 2041号 4頁（2014年）、江頭憲治郎『株式会社法』〔第6版〕709頁、714頁、739頁以下（2015年）参照。
- (5) 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 192頁（2006年）。
- (6) 金融・商事判例 1214号 6頁。
- (7) 洲崎・前掲註（1）113頁（247条）参照。
- (8) 川村正幸『会社法コンメンタール6 — 新株予約権』94頁（246条）〔江頭憲治郎編〕（2009年）参照。この点、募集株式の発行等と異なる。江頭・前掲註（4）788頁註10（2015年）参照。旧商法のもとでは、新株予約権は、その払込期日までに発行価額全額を払い込むことにより、払込期日に新株予約権者になると解されていた（旧商法 280条ノ20第2項3号・280条ノ23・280条ノ29）。平成 16 年改正前後に旧商法 280条ノ9（新株の引受人が株主になる時期について、同年改正により「払込期日の翌日」から「払込期日」になった。）が準用されていたことから、払込期日の払込時とする解釈もありうる。澤口実『平成 13 年改正商法 Q&A 新株予約権の実務』42頁（2002年）参照。DVP の要請によるものである。なお江頭・前掲註（4）746頁註（1）参照。
- (9) 新株予約権発行の無効判決の効力につき、会社法 838条・839条・842条・840条 2項-6項参照。
- (10) 江頭・前田・原田・千葉・大島・武井「座談会 新株予約権・種類株式をめぐる実務対応（下）」旬刊商事法務 1629号 7頁（2002年）。

- (11) 浜田道代・久保利英明・稲葉威雄編『会社訴訟 — 訴訟・非訟・仮処分 —』108頁(2013年)。
- (12) 拙稿・前掲註(1) 奈良法学会雑誌第25巻29頁、32頁以下註(42)・註(43)で引用の文献参照。
- (13) 洲崎・前掲註(1) 123頁(247条)は、取締役会かぎり導入される希釈化効果を有する差別的行使条件付きの新株予約権の無償割当ては許容されないとするのがわが国裁判所の判断であるとみる。その他、拙稿・註(1)各引用箇所参照。
- (14) 洲崎・前掲註(1) 119頁(247条)、松井秀征『逐条解説会社法第3巻(株式・2新株予約権)』313頁(247条)(2009年)。
- (15) 最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁。拙稿・前掲註(1) 奈良学園大学紀要第5集37頁、40頁註(2)で引用の文献参照。
- (16) 最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁以下、2259頁、2323頁。
- (17) 最決平成19年8月7日民集61巻5号2223頁。
- (18) 拙稿『現代裁判法体系⑰会社法』386頁(1999年)。
- (19) 基本的に、無効な新株予約権の発行に基づいてなされた新株発行は無効であると解する。
- (20) 久保田安彦「新株予約権発行の瑕疵とその連鎖」阪大法学61巻3・4号191頁(2011年)。
- (21) 大杉謙一「判批」『M&A判例の分析と展開(Ⅱ)』116頁(2010年)、村田敏一「判批」旬刊商事法務1944号97頁(2011年)。
- (22) 村田・前掲註(21) 97頁。
- (23) 新株予約権発行の差止めと新株予約権の行使による株式発行等の差止めは、別個の救済制度であるから、それを必要以上に関連づけることは適当でないとする見解がある。吉本健一「新株予約権の行使による株式発行等の差止めおよび無効」奥島孝康先生古稀記念論文編集委員会編『現代企業法学の理論と動態 奥島孝康先生古稀記念論文集 第一巻《上篇》』240頁(2011年)。
- (24) 浜田・久保利・稲葉・前掲註(11) 109頁は、新株予約権の行使期間が未到来であれば、会社法210条を類推適用して株式発行の差止請求するのが株主救済になるとする。
- (25) 太田洋・山本憲光・豊田祐子編『新株予約権ハンドブック』90頁(2009年)。
- (26) 東京高決平成20年5月12日金融・商事判例1298号46頁、(原仮処分決定)新潟地決平成20年3月27日金融・商事判例1298号59頁、(原決定)新潟地決平成20年4月3日金融・商事判例1298号56頁。本件評釈等として、鳥山恭一「判批」法学セミナー647号126頁(2008年)、同「判批」金融・商事判例1326号9頁(2009年)、同「判批」早稲田法学85巻3号853頁(2010年)、温笑侗「判批」ジュリスト1382号136頁(2009年)、草野真人「判批」『平成20年度主要民事判例解説(別冊判例タイムズ25)』156頁(2009年)、込山芳行「判批」ビジネス法務9巻10号122頁(2009年)、清水俊彦「不都合な真実(11) —ブルドック

- クソース型買取防衛策とピコイ事件—」金融・商事判例1312号10頁(2009年)、奈良輝久「判批」金融・商事判例1312号2頁(2009年)、大杉・前掲註(21)112頁、村田・前掲註(21)93頁。
- (27) 会社法には、新株予約権無償割当てに関して、基準日(会社法124条・126条)の設定を義務付ける規定はない(同278条1項等参照)。株式無償割当ても同様である(同186条1項等参照、株式分割に関する、同183条2項1号対照)。株主に対する割当てであるから、誰が割当てを受ける権利者である株主かを確定しなければならない。株主の変動の多少にかかわらず、基準日の設定が望ましいといえることができる。株主には、本件無償割当ての効力が発生する日の後、遅滞なく新株予約権の内容および数を通知すべきことになる(同279条2項)。本件では割当期日の最終の株主名簿に記載または記録された株主に割り当てることとされているから、これを基準日と解することができる。
- (28) この見解に対しては、村田・前掲註(21)97頁は、株主総会の特別決議を経ない有利発行の場合における不都合から、久保田・前掲註(20)195頁は、会社法210条の類推適用による差止事由が広すぎるとして妥当でないとする。
- (29) 金融・商事判例1298号55頁4(3)ア(イ)(ウ)・56頁。
- (30) 鳥山・前掲註(26)金融・商事判例1326号116頁。
- (31) 洲崎博史『会社法コンメンタール5—株式(3)』104頁(210条)[神田秀樹編](2013年)。
- (32) 江頭憲治郎『会社法コンメンタール6—新株予約権』286頁(282条)[江頭憲治郎編](2009年)。
- (33) 奈良輝久・清水建成・日下部真治・十市崇編著『最新M&A判例と実務M&A裁判例及び買取規制ルールの現代的課題』115頁(2009年)。
- (34) 久保田・前掲註(20)198頁、洲崎・前掲註(31)107頁(210条)。
- (35) 江頭・前掲註(4)803頁。
- (36) 鳥山・前掲註(26)早稲田法学85巻3号892頁。
- (37) 江頭・前掲註(32)286頁(282条)。鳥山・前掲註(26)892頁も同趣旨であると解せられる。
- (38) 江頭・前掲註(32)35頁(236条)、286頁(282条)。
- (39) 吉本・前掲註(23)235頁、久保田・前掲註(20)193頁。
- (40) 江頭・前掲註(32)35頁(236条)・281頁(282条)。
- (41) 拙稿「企業価値・株主共同の利益と新株予約権発行(1)」奈良学園大学紀要第3集43頁(2015年)。
- (42) 相澤哲編著・松本真・清水毅・小松岳志・澁谷亮著『Q&A会社法の実務論点20講』25頁(2009年)。なお新株予約権の行使条件は、会社法236条1項に列挙されていない(取得条項につき、同項7号)が、このことは当該新株予約権の内容としなければならないことを列挙しているものであり、規定のない事項につきこれを新株予約権の内容とすることを禁止する趣旨ではない。新株予約権の行使

条件をその内容として定めるのが普通である。

- (43) 松井秀征『逐条解説会社法第3巻 株式・2 新株予約権』267頁(239条)〔酒巻俊雄・龍田節編集代表〕(2009年)。
- (44) 吉本健一『会社法コンメンタール6 — 新株予約権』263頁(278条)〔江頭憲治郎編〕(2009年) 同趣旨。
- (45) 洲崎・前掲註(1) 119頁(247条) 同趣旨。
- (46) 江頭・前掲註(32) 286頁(282条)、受川環大「新株予約権発行の差止と無効」石山卓磨ほか編著『酒巻俊雄先生古稀記念 21世紀の企業法制』156頁(2003年)。
- (47) 江頭・前掲註(32) 286頁(282条)、杉田貴洋「瑕疵ある新株予約権行使と株式発行等の効力」法学研究 82巻12号 284頁(2009年)。久保田・前掲註(20) 202頁参照。

