

## ポイズンピル設計における会社法の考え方・判例の 考え方に関する一考察

中京大学法科大学院教授

池野 千白

はじめに

ポイズンピルという用語は、ある意味で、象徴的な用語であり、敵対的企業買収に対する対抗策全体を、象徴する言葉である。本稿では、敵対的買収者に対抗する手段として日本の会社法が許容する枠組みを、日本の商法・会社法の考え方を前提にしながら、そして、判例の考え方を、考察してみたい。

ポイズンピルないし敵対的企業買収に対する対抗策については、特に、ライブドア事件を皮切りとし、最近では、最高裁の判断として、ブルドックソース事件において、社会的にも注目を集められるようになった。その際の具体的対抗手段としての手法は、主として、新株予約権発行また新株予約権無償割当を用いたもの利用が多い。そして、具体的な内容としては、それらを利用した株式数の増加により、会社を乗っ取ろうとする者、会社を支配しようとする者に対して、その株式買収による支配権増強の効果を無に帰したり、効果を薄めたりすることにより、その目的を果たさせないようにする対抗策である。

新株予約権をポイズンピルとして利用する場合に、その制度設計もさまざま提案されている。その場合、それらのポイズンピルの設計は、もちろん、強行法規たる会社法が許容するものでなければならず、また、判例理論においても許容されるものでなければならないことは当然である<sup>(1)</sup>。

しかし、これらの制度設計の提案や実践においては、会社法の基本的スキームの意味を理解しているかどうか訝しいものも散見される。

その原因を考えてみると、一つは会社法の基本的スキームを明らかに理解していない者による安易なアメリカの一部の州での事例の導入といった、企業法務助言者による誤誘導であり、もう一つは、商法ないし会社法の度重なる改正により、株主たる地位というものがある意味について、誤解が生じているのではないかということも懸念される状況にあることと考えると考えられる<sup>(2)</sup>。

(1) 様々な導入紹介だけでなく、理論的な検証も当然に行われている。例えば、森田果「企業買収防衛策をめぐる理論的状况 [上]・[下]」商事法務1662号13頁から19頁、1664号29頁～34頁や、武井一浩(他)「条件議決型ワクチン・プラン」の設計書 [上] [中] [下]」商事法務1739号85頁、1743号42頁、1745号39頁等。

(2) 例えば、会社法の目的を株主利益の最大化とすることが通説であると理解するような状況は、このよ

そこで、本稿では、新株や新株予約権を利用するポイズンピルの設計に関わる問題点や基本的な考え方を、商法・会社法の変遷や判例の変遷を通じて、再検討とする。

なお、近頃の調査では、何らかの意味での買収防衛策の導入社数は、上場企業のうち567社であり、約15%である。また、買収防衛策を廃止した企業は24社であり、累計的には、42社が廃止している<sup>(3)</sup>。

廃止の理由の主要なものは、金融商品取引法における公開買付制度の整備が挙げられている。もっとも、公開買付制度の改正は、公開買付という方法を利用した場合に限定される問題であり、公開買付という方法を利用しない買収者には必ずしも意味あるものではないので、全面的な解決というものではない。また、経済的状況、特に、アメリカの経済的状況から、現実の危険性が減少したということもある。

## 1 新株発行・新株引受権に関する商法・会社法の考え方の変遷

### (1) 昭和25年商法改正前

検討のスタートとして位置づけるのは、昭和25年改正商法としたい。というのは、現在の会社法が誕生する前の原形とも言える商法の姿から始める必要があると考えるからである。

昭和25年商法改正前<sup>(4)</sup>は、株式会社における資本総額は、定款の絶対的記載事項とされ、昭和25年改正前商法166条1項3号では、増資という結果が伴う新株発行は、株主総会の特別決議による定款変更が行われ<sup>(4)</sup>ない限り、行われ得ないと規定されていた。

もっとも、この時代は、株金分割払込制度が採用されていることから、昭和23年改正前商法171条2項に基づき、単なる増資という意味では、必要に応じて未払込分を追徴することにより資金調達はできたのであるから、理論上は一応問題はなかったとは言える。しかし、その未払分の追徴時に、株主が実際の支払いができる財産状態にあるのかは不明であり、予定したとおりの増資ができるかどうかは、大きな問題ではあった。そして、それが現実化したことが、昭和23年、25年商法改正<sup>(5)</sup>の大きな改正理由の一つでもあった。

なお、このような法制度の下でも、第三者に割り当てる新株引受権という観念は存在しており、商法25年改正前商法349条でも、株主たる地位から分離された形での新株引受権というものも制度

うな状況の端的な例であろう（森田・前掲注1・1664号31頁）。株主を会社の実質的所有者として理解するということが、単純に、株主利益の最大化目的となるというのは、極めて短絡であると考えられる。

(3) 藤本周（他）「敵対的買収防衛策の導入状況」商事法務1877号12頁～23頁。

(4) 【昭和25年改正前商法166条1項3号】

「発起人八定款ヲ作り之ニ左ノ事項ヲ記載シテ署名スルコトヲ要ス

一 目的

二 商号

三 資本ノ総額」

【昭和23年改正前商法171条2項】

「第一回払込ノ金額ハ株金ノ四分ノ一ヲ下ルコトヲ得ズ」

(5) 拙稿「第6章 戦後会社法への第一歩 昭和23年の改正」(『日本会社法立法の歴史的展開(北沢正

上は、一応存在していた。<sup>(6)</sup>

しかし、この時代においては、新株発行は、まさしく株主たる地位の増加であり、社団の構成員である社員たる地位の増加であることにより、社団法的行為であり、換言すれば、組織法的行為であり、株主の意思の反映しないところで、新株発行が行われたり、新株引受権が付与されるということは考えられないことであった。

## (2) 昭和25年改正商法

昭和25年商法改正では、新株発行は、原則として、取締役会の決議のみで行うことができるようになる。昭和25年改正商法208条の2第1項本文である。<sup>(7)</sup> いわゆる授權資本制度の採用である。具体的には、定款の絶対的記載事項として、授權株式数、設立時発行株式数が条文化された。<sup>(8)</sup>

この改正の理由は、株金分割払込制度では、追加的資金調達が不安定であり、実際にも、太平洋戦争直後の経済的破綻による未払株金の支払不能が、会社の増資の大きな妨げとなったからである。全額払込制への改正自体は、実は、すでに昭和23年改正で済んでいたが、そのみでは、追加的資金調達の機動性が果たされる訳ではなかったからである。すなわち、昭和23年改正での時点で、昭和25年改正商法の授權資本制度は織り込まれていたのである。

そして、新株発行は、取締役会決議により行われる場合には、その本来的な意味である組織法的行為であることよりも、その機能的意味である資金調達の方法という位置づけが強調されることにより、それは、業務執行行為的なものとして理解されることになったのであった。

一般的な説明として、『業務執行に準じて』と言われるところであるが、この点が強調されることにより、組織法的行為ではあるが、その取り扱いのみ、業務執行的に扱うというものであるにもかかわらず、新株発行の法的性質まで、業務執行行為であるというような誤解される下地を作ったものとも評価できる。

しかし、本当の意味で、取締役会決議のみによって新株発行により市場からの資金調達というこ

啓先生古稀記念論文集』[平成11年、商事法務研究会] 260頁～217頁。

### (6) 【昭和25年改正前商法349条】

「会社が特定ノ者ニ対シテ将来其ノ資本ヲ増加スル場合ニ於テ新株ノ引受権ヲ与フベキコトヲ約スルニハ第三百四十三条ニ定メル決議ニ依ルコトヲ要ス」

### (7) 【昭和25年改正商法280条ノ2第1項本文】

「会社ノ成立後株式ヲ発行スル場合ニ於テハ左ノ事項ニシテ定款ニ規定ナキモノハ取締役会之ヲ決ス」

### (8) 【昭和25年改正商法166条1項】

「発起人ハ定款ヲ作り之ニ左ノ事項ヲ記載シテ署名スルコトヲ要ス

一 目的

二 商号

三 会社が発行スル株式ノ総数

四 額面株式ヲ発行スルトキハ一株ノ金額

五 会社ノ設立ノトキニ定メラレタル会社が発行スル株式ノ総数ニ付株主ニ対スル新株ノ引受権ノ有無又ハ制限ニ関スル事項若シテ特定ノ第三者ニ之ヲ与フルコトヲ定メタルトキハ之ニ関スル事項

六 会社ノ設立ニ際シテ発行スル株式ノ総数並ニ額面無額面ノ別及数」

とはなかなか行い得難い状況にあったことは当然である。具体的には、このような改正を受けて実務で行われた資金調達の方法は、いわゆる買取引受というものであり、証券会社がまず発行される全株式を引き受けて、その後、間接的に市場に売り出すという方法であった。これが、この当時の通常の方法であり、間接公募とも言われていた。

しかも、それは、株主の新株引受権という問題とは、まだ未調整の段階であったのである。すなわち、この改正においては、会社の支配関係に直接的な影響を与える問題についてはまだまだ慎重な態度が保留されていた。株主の新株引受権の問題と、第三者割当のあり方については、定款の絶対的記載事項として位置づけられていた<sup>(9)</sup>のであった。

そして、この条文をめぐって、立て続けに、三つの判決が昭和30年早くに登場することになる。富士写真フイルム事件、三菱倉庫事件、電気化学工業事件である。

これらの事件の前提として、これらの条文を踏まえて、その当時、実務的に採用された定款記載例が問題となる<sup>(10)</sup>。この記載例については、無効であると判決と有効であるとされる判決が出されている。もう一つの記載例について<sup>(11)</sup>は、無効判決が出されている。

昭和25年商法改正があつたにもかかわらず、裁判官の頭の中は、依然として、原則として、株主には新株引受権が与えられなければならない、かつ、それが定款に明示されなければならない、そして、株主に新株引受権を与えない場合には、明確に数量的にその範囲を確定させた定款規定がなければならない。そうでなければ、株主総会決議によって決定されなければならないと、理解されていたのであった。

もっと、この裁判となった3つの事件は、いずれも原告が同一人物であり、その特殊性もあつたのだが、こうした事件については、故大隅博士がジュリストで熱く裁判批判をしている<sup>(12)</sup>。

なお、昭和25年改正商法では、当然のことであるが、株主の新株発行差止請求権が現行法とほぼ同様の姿で誕生している。なお、そこには、現在と異なり、いわゆる有利発行に対する差止事由も、盛り込まれていることが特徴的である。もっとも、まだ、旧商法280条の3の2の規定は登場しておらず、取締役会決議のみにより行う新株発行に関する通知・公告制度は採用されていない。

---

(9) 【昭和25年改正商法347条2項】

「会社ハ発行スル株式の総数ヲ増加スル場合ニ於テハ増加スベキ株式ニ付定款ヲ以テ株主ニ対シ新株ノ引受権ヲ与へ、制限シ又ハ排除スル旨若シ特定ノ第三者ニ之ヲ与フルトキハ其ノ旨ヲ定ムルコトヲ要ス」

(10) <記載事例> 『株主は未発行株式について新株引受権を有する。但し取締役会の決議により、新株の一部を公募し、又は役員・授業員・旧役員・旧従業員に新株引受権を与えることができる。』

(11) <記載事例> 『本会社の株主に対しては、取締役会の定めるところによって、新株引受権を与えることができる。』

(12) 大隅健一郎「新株引受権についての定款の記載に関する判決」ジュリスト81号10頁。

(13) 【昭和25年改正商法280条の10】

「会社が法令若ハ定款ニ違反シ又ハ著シク不公正ナル方法若ハ価額ニ依リテ株式ヲ発行シ之ニ因リ株主ガ不利益ヲ受クル虞アル場合ニ於テハ其ノ株主ハ会社ニ対シ其ノ発行ヲ止ムベキコトヲ請求スルコトヲ得」

## (3) 昭和30年商法改正

昭和30年改正の狙いは、この3つの事件により、昭和25年商法改正でもたらされた授權資本制度の本格的浸透が必要であり、そのためには法改正が必要であると理解され、緊急な改正をということであった。

具体的には、昭和25年改正商法166条1項5号の削除と347条2項の削除である。それと同時に、商法280条の2第2項を新設した<sup>(14)</sup>。その条文は、その後の新株発行における基本的スキームを画することになる条文である。これが原形となって、引き継がれていくことになる。

この改正では、この条項において、現在の有利発行に限定した形での第三者割当規制は行われていない。第三者割当すべてが規制の対象となっている。

すでに述べたように、有利発行規制自体は、差止事由として置かれているためである。この改正の主要なねらいは、新株引受権について定款規定を不要とすることにより、株主の新株引受権の固有権的発想を壊滅させることにあった。したがって、第三者割当に対する株主の支配的利益の保障と経済的利益の保障との峻別はまだ行われていない。

しかし、これによって、旧態依然とした裁判官の頭の中にある株主の新株引受権の固有権という発想と、株主総会の特別決議があれば、第三者割当を自由にできるという考え方との調整を一つまず法改正により果たしたと評価できる。

もっとも、発行価額の如何にかかわらず、第三者割当の場合に株主総会の特別決議を必要とするという立法は、新株発行による資金調達証券会社を通じての買取引受を前提とする限り、取締役会決議のみによる新株発行による資金調達方法としては、実質的機能としてはまだまだ不十分であった。そして、それを裏付けるような判決が、昭和37年から登場する。その典型例が、昭和37年12月17日の横浜地判<sup>(15)</sup>である。

## (14) 【昭和37年改正商法280条の2第2項本文】

「株主以外ノ者ニ新株ノ引受権ヲ与フルニハ定款ニ之ニ関スル定アルトキト雖モ与フルコトヲ得ベキ引受権ノ目的タル株式ノ額面無額面ノ別、種類、数及最低発行価額ニ付第三百四十三条ニ定ムル決議アルコトヲ要ス」

## (15) &lt;横浜地判昭和37年12月17日&gt;

## 「二 新株発行の効力に対する判断

(1) 被告会社が、昭和三六年四月一日新株三、〇〇〇万株を発行するに当り、被告会社の取締役会は、記名式額面普通株式三、〇〇〇万株を発行する。右新株を野村証券外三証券会社に対し公募の方法として一括買取引受させることを決議したことは当事者間に争いない。なお証人横山友三郎の証言によれば、被告会社が右証券会社に対し右新株を買取引受させるに当り、商法第二八〇条ノ二第二項所定の株主総会の決議を経なかつた事実を認めることができる。

よつて、右証券会社に右新株を買取引受させた場合、新株の引受権を株主以外の第三者に与えることとなり、ひいては商法第二八〇条ノ二第二項所定の株主総会の特別決議を経なければならなかつたかどうかにつき審するに、成立につき争いない甲第九号証の一、第一七号証、乙第一、第四号証および証人横山友三郎の証言によれば、野村証券外三社は昭和三六年三月一〇日被告会社との間に被告会社の取締役会の決議に基づき新たに発行する株式三八、〇〇〇万株の内三、〇〇〇万株を一株につき金一四五円で買取引受する旨の契約を締結したこと、従つて、被告会社は右引受契約により証券会社に対し新株引

この判決以後、買取引受という間接公募方式の新株発行について、裁判所は相次いで、株主総会決議なく取締役会決議のみで行った場合について、昭和30年改正商法208条の2第2項違反とすると判示することになる。それは、買取引受という方法が、形式的には、証券会社が原始株主となり、一般投資家には、株式譲渡という方式で証券会社から販売されるという方法であると理解するという裁判所の回答であった。確かに、裁判官としては、法形式を重んじた判決と言える。もっとも、このような形式的に厳しい違法性の認定をしながら、結果妥当性における配慮はなされている。すなわち、違法であると判示した上で、総会決議の欠缺は、新株発行の効力には影響を与えないとして、有効であるとしたのである。ここに、手続的違法における判例の新株発行の効力に関する有効説の端緒がある。手続的欠缺ある新株発行を一律に有効とする判例の考え方は、ここから、平成9年の折衷説の採用まで続くことになる。

もし、この時点で、買取引受について、実質的公募性を認め、取締役会決議のみによる買取引受の新株発行を適法であると判示するならば、違法な新株発行に対する有効説の誕生は、もっと遅れていたのではないかも考えられるが、歴史に仮定を持ち込んではいないだろう。

いずれにしても、この横浜地裁判決から続く幾つかの判決の実務界に与えた衝撃は大きく、次なる改正へと必然的に向かうことになる。それが、昭和41年商法改正である。なお、昭和38年にも改

---

渡義務を負い、若し新株を引渡さなければ契約違反となり損害賠償責任を負うこと、証券会社は右引受契約により発行会社に対し証券会社名義で株式の申込をなし、右証券会社がその株式の原始株主となること、証券会社は買取引受をした株式を売出す義務を負うが、一旦証券会社が原始株主となった上応募者に対しその株式を裏書譲渡するものであり応募者名義で株式の申込をさせるものでないことが認められ、右認定に反する証拠はない。ところで、新株引受権とは他の者に優先して新株を引受ける権利をいうものと解せられるが、右認定事実によれば、被告会社は、本件新株に関する限り右証券会社に対し右買取引受契約により他の者に優先して引受ける権利を与えたものというほかはないというべきである。従って、たとえ証券会社が本件新株を売出しの目的を以て引受け売出義務を負うとしても右結論を左右するものではない。果して、そうだとすると、本件新株の引受権は右買取引受により証券会社たる株主以外の第三者に与えたことになるので被告会社は商法第二八〇条ノ二第二項所定の株主総会の決議を経るべきであったのにこれを怠ったものであること明らかである。

(2) つぎに、被告は買取引受は新株公募に当りその事務の簡素化と便宜のために昭和二四年以降永年実施せられ商慣習として行われて来たのでこの買取引受については商法第二八〇条ノ二第二項の適用はない旨主張するので判断するに成立に争いない乙第四号証および証人横山友三郎の証言によれば、買取引受の方式が新株の間接発行の一方法として昭和二三年ごろから行われ始め現在一般化されている事実を認めることができるが、前記認定のとおり右方式が商法第二八〇条ノ二第二項の規定に違反すること明らかである以上商慣習法としての効力を認めることはできないので、この点に関する被告の主張も採用できない。

(3) しかしながら、前記説示のとおり買取引受により本件新株の引受権を右証券会社たる株主以外の第三者に与えることになるのに、商法第二八〇条ノ二第二項所定の株主総会の決議を欠いたとしても、改正商法は会社成立後の株式発行権限を取締役に委ねているところからみると、新株の発行は株式会社の組織に関することとはいえ、むしろこれを会社の業務執行に準ずるものとして取扱っているものと解せられるから、いやしくも右発行につき取締役会の決議を経た上対外的に会社を代表する権限のある取締役が新株を発行した以上新株の発行自体の効力には影響がなく右新株の発行は有効なものと解するのが相当である。。(アンダーライン筆者)

正があるが、そこには間に合わせることはできなかつたようである。

#### (4) 昭和41年商法改正

この改正に際しては、もちろん、買取引受の場合のみ取締役会決議でできるという改正方法もあり得るとし、その旨主張もされていた。

しかし、昭和41年改正商法が選択したのは、いわゆる有利発行規制であった。昭和41年改正商法280条の2第2項<sup>(16)</sup>である。これで現行会社法の形になった。

この改正により、有利発行に当たらない限り、取締役会決議のみでの第三者割当による新株発行が適法として認められることになり、判例がもたらした硬直的な法解釈を立法によって乗り越えたことになる。

しかし、ある意味では、妥協的手法として、採用された違法な新株発行の有効説であったが、そのめた、その後の新株発行における判例法としての有効説を定着させる大きな原因となったと評価できる。

それと同時に、第三者割当が有利発行でない限り取締役会決議のみで行うことが明文化されたことにより、それに対応する株主の権利保護として、商法280条の3の2が新設され、通知・公告制度が採用された<sup>(17)</sup>。この結果、バランス的には、株主の権利強化が図られることになった。しかし、それが実質的に機能するためには、平成9年の最高最判決の登場まで待たなければならない。

また、有利発行が株主総会の特別決議規制として登場したことにより、新株発行差止請求事由の一つであった『著シク不公正ナル価額』<sup>(18)</sup>が削除された。

## 2 主要目的論の機能とその変遷

### (1) 母法からの発展

昭和25年改正商法280条の10に規定された株主の新株差止請求権については、その母法はアメリカ法であり、取締役の信認義務違反として、新株発行を利用する不当な支配目的行為は、差止の対象となるとする理論的背景を持っていた。すなわち、この場合に、当該新株発行が適法な目的をその主要な目的として行われる場合には、会社の支配等に影響を与えても、その不公正性は認定されないとする理論であった。

(16) 【昭和41年改正商法280条ノ2第2項本文】

「株主以外ノ者ニ対シ特ニ有利ナル発行価額ヲ以テ新株ヲ発行スルニハ定款ニ之ニ関スル定アルトキト雖モ其ノ者ニ対シ発行スルコトヲ得ベキ株式ノ額面無額面ノ別、種類、数及最低発行価額ニ付第三百四十三条ニ定ムル決議アルコトヲ要ス」

(17) 【昭和41年改正商法280条ノ3ノ2】

「会社ハ払込期日ノ二週間前ニ新株ノ額面無額面ノ別、種類、数、発行価額、払込期日及募集ノ方法ヲ公告シ又ハ株主ニ通知スルコトヲ要ス」

(18) 【昭和41年改正商法280条ノ10】

「会社ガ法令若ハ定款ニ違反シ又ハ著シク不公正ナル方法ニ因リ株主ガ不利益ヲ受クル虞アル場合ニ於テハ其ノ株主ハ会社ニ対シ其ノ発行ヲ止ムベキコトヲ請求スルコトヲ得」

昭和25年改正商法280条の10では、前段で法令定款違反行為が差止の対象となっていること、また、昭和41年改正商法の時点では、有利発行規制となったことから、最終的には、特定の者に経済的利得を与えようとする不当な新株発行は、有利発行手続違反として、法令定款違反行為として差し止められることになった。したがって、後段の差し止め事由である『著しく不公正な発行方法』とは、経済的な利得以外の不当な目的による新株発行に対する規制となった。

そして、そこにおける主要な目的とは、昭和25年改正商法280条の2が資金調達の機動性確保のために取締役会決議のみによる新株発行を認めたことから、「資金調達の目的」であり、原則として、それ以外の適正な主要な目的は、存在しないかのように、限定された主要目的論として理解されることになった。そして、それは同時に裏返しのいえば、資金調達の以外の目的が主要な目的であれば、著しく不公正な方法であるということになる。

その先駆的判例は、昭和41年の小林百貨店事件<sup>(19)</sup>である。

---

(19) 【新潟地判昭和41年12月5日】

「以上の経過を眺めれば、小林政一及びこれに同調する債務者会社の全取締役は債権者柳沢栄蔵が取締役として選任され、小林らと共に債務者会社の経営に参画することを嫌い、同債権者ら及びこれに同調する株主による累積投票請求等による適法な少数支配を封ずるため、種々の手段を弄して来たものであることが容易に看取できる。すなわち、小林政一らは昭和三九年の第三一回定時株主総会に債権者らから累積投票の請求あることを察知し、前記(イ)のように極めて異例な第六号議案(不適任取締役解任の件)を用意し、累積投票によって債権者柳沢栄蔵が選任された場合には直ちに多数によってこれを解任することを企図し(現に前記(ハ)のとおり、印鑑相違の理由のみによって累積投票請求を採択せず、その結果、従前同様自派の者のみが取締役に選任されると、小林政一自ら第六号議案の撤回を求めている。)、また、本件新株発行前後に接着して行われた前記(ニ)、(ホ)、(ト)の行為は、昭和四一年一〇月三〇日開催の定時株主総会で選任されるべき取締役を一名として、債権者らに累積投票を請求する余地をなからしめることを企図したものと認められるのである。

以上の認定に反する債務者会社代表者本人尋問の結果は措信することができない。

2 しかし、他面、《証拠略》によれば、債務者会社は近隣の百貨店、商店が近年冷房設備完備の傾向にあるため、昭和四一年末又は昭和四二年初に着工し、昭和四二年夏を目途にしてこれを完成することとしたが、その費用九、〇四四万四、八三〇円の調達の方法として、銀行借入による場合の金利と新株発行による場合の配当額の負担の比較、自己資本の充実、失権株の危険、調達の確実性などその他、種々の点から調査した結果、別紙記載の債務者会社と長年取引のある第三者に対し新株を発行し、これを時価で引受けしめることによって、その資金の大部分を調達し、不足する分は銀行借入によることとして、取締役会は着工の時期との関係上、払込期日を昭和四一年一二月八日、発行価額を昭和四一年一〇月二二日の新潟証券取引所の終値を基準として二三一円と定めて本件新株発行を決議し、別紙記載の取引先がその引受をしたことが認められる。

3 このように債務者会社において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、本件新株発行が他の資金調達の方法に比して著しく不利であるとか、新株発行後短期間内に債務者会社が引受先から買戻す計画があるとか、或は新株割当が形式に過ぎず引受先に対し債務者会社が払込金について資金的援助を与えるとかというようなその合理性を疑わしめる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。しかして、本件の場合資金調達の方法として、銀行借入によるか、或は額面又は時価による新株発行によるか、新



なお、例外的に、資金調達が主要な目的ではない場合にも、適法な主要な目的が認められた事例もある（恵比寿織物事件<sup>(20)</sup>）。

## （２）主要目的論の展開

この主要目的論は、平成に入って、新たな展開を迎える。

その象徴的な事件は、平成元年の忠実屋・いなげや事件である<sup>(21)</sup>。この判例は、それまでの主要目的論を一步進めた感があると評価できる。

この判決では、従来の主要目的論が、会社側が形式的な資金調達の必要性を論じることにより、株主側が明確な不当な目的を立証できない限り、資金調達の目的という法律的に与えられた権限行使という御旗の前に、適正な主要な目的の存在が認められることになり、そのため差止は認められないという構図で組み立てられた従来の主要目的論に対して、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には、その新株発行を正当化させるだけの合理的な理由を会社側が論証しなければならないとするものであった。もっとも、この

---

株発行とする場合公募、株主割当、縁故先割当とするかはそれぞれ利害得失があり、そのいずれを是とするかは一概に断定し得ず、少くとも、縁故先割当による時価発行の方法によった本件新株発行が他に比して著しく不利とは認められないし、その他、本件新株発行の合理性を疑わしめるような特段の事情を認むべき資料もない。もっとも、本件新株発行により債権者ら及びその同調者の持株数の比例的支配率は下り、累積投票に必要な発行済株式総数（一三八万株）の四分の一に達しないことになるが、それは資金調達の方法が取締役に委ねられている以上やむを得ないところであると共に、別紙記載の本件新株発行の引受先が悉く現在及び将来においても、小林政一らに同調するという保障はないのである。また、本件新株発行の直後である昭和四一年一〇月三〇日開催の第三三回定時株主総会において本件新株発行につきなんの報告もなされなかったことは当事者間に争いがなく、《証拠略》によれば、同年一月二三日付新潟日報紙上に掲載された本件新株発行に関する決議公告が他社の同種公告に比し小さく同紙を一瞥したのみでは見落としやすい横四糎五糎縦三糎五糎の小欄に印刷されていたことが認められるが、このような債務者会社の措置は、ことさら人目をさけながら本件新株発行をしようとしたかの如き感<sup>は</sup>免れないとしても、これを違法というには当らず、これらの事実のみからは前記認定をくつがえし未だ本件新株発行を不公正な方法によるものと推論することはできない。」（アンダーライン筆者）

(20) 大阪地判昭和48年11月29日判例タイムズ304号249頁。

(21) 東京地決平成元年7月25日判例タイムズ704号88頁。

「商法は、株主の新株引受権を排除し、割当自由の原則を認めているから、新株発行の目的に照らし第三者割当を必要とする場合には、授權資本制度のもとで取締役に認められた経営権限の行使として、取締役の判断のもとに第三者割当をすることが許され、その結果、従来の株主の持株比率が低下しても、それをもってただちに不公正発行ということはできない。しかし、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あたるというべきであり、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限り、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。」（アンダーライン筆者）

部分の評価については論者により異なっているが。

### (3) 新主要目的論

さらに、この展開は、ニッポン放送事件により<sup>(22)</sup>、一気に進展する。ただし、この決定を検討するにあたっては、会社側の適法なる主要な目的は、確かに、資金調達制度との整合性から、資金調達こそ主要な目的でなければならないという論が大勢を占めていたが、すでに見てきたように、一部の判例では、資金調達以外の目的でも、その正当性を承認してきていたことも忘れてはならない。

そして、新株予約権発行に関するニッポン放送事件では、その決定そのものには直接影響はなかったが、一般的スキームとして、濫用的敵対的買収者に対抗するための手段として、新株発行や新株予約権発行が、正当な主要な目的を有しうる余地を示したことが、大きな意味をもっていると考えられる。すなわち、ここにおいて、新株発行について言えば、資金調達に極めて限定された形的主要目的論から、多様な内容を持ちうる主要目的論へと新たな展開が始まった評価する論者も多いのである<sup>(24)</sup>。

従来の主要目的論が、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする場合には、例外なく、差止事由の存在を肯定して来たのに対して、濫用的敵対的買収者との関係では、正当な主要な目的に転ずる余地があることが承認されたと言ってよい。さらに、新株予約権を利用する場合には、その正当な主要な目的の多様性も確認されている。

---

(22) 東京地決平成17年3月11日判例タイムズ1173号143頁、東京高決平成17年3月23日判例タイムズ1173号125頁。

(23) 例えば、田邊光政「企業買収防衛策について」立命館法学304号127頁等。

(24) 前掲注・22「東京高決平成17年3月23日」。

#### 「2 本件新株予約権の発行の適否について

(1) 商法は授權資本制度を採用し (166条1項3号)、授權資本枠内の新株等の発行を、原則として取締役会の決議事項としている (280条ノ2第1項、280条ノ20第2項)。そして、公開会社においては、株主に新株等の引受権は保障されていないから (280条ノ5ノ2、280条ノ27参照)、取締役会決議により第三者に対する新株等の発行が行われ、既存株主の持株比率が低下する場合があること自体は、商法も許容しているということができる。

しかしながら、一方で、商法280条ノ39第4項、280条ノ10が株主に新株等の発行を差し止める権能を付与しているのは、取締役会が上記権限を濫用するおそれがあることを認め、新株等の発行を株主総会の決議事項としない代わりに、会社の取締役会が株主の利益を毀損しないよう牽制する権能を株主に直接的に与えたものである。

取締役会の上記権限は、具体化している事業計画の実施のための資金調達、他企業との業務提携に伴う対価の提供あるいは業務上の信頼関係を維持するための株式の持ち合い、従業員等に対する勤務貢献等に対する報賞の付与 (いわゆる職務貢献のインセンティブとしてのストック・オプションの付与) や従業員の職務発明に係る特許権の譲受けの対価を支払う方法としての付与などというような事柄は、本来取締役会の一般的な経営権限にゆだねている。これらの事項について、実際にこれらの事業経営上の必要性和合理性があると判断され、そのような経営判断に基づいて第三者に対する新株等の発行が行われた場合には、結果として既存株主の持株比率が低下することがあっても許容されるが、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、取締役会が、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て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等を発行することまで、これを取締役会の一般的権限である経営判断事項として無制限に認めているものではないと解すべきである。

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、自己あるいはこれを支持して事実上の影響力を及ぼしている特定の第三者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事業構成の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うべきである。したがって、現経営者が自己の信じる事業構成の方針を維持するために、株主構成を変更すること自体を主要な目的として新株等を発行することは原則として許されないというべきである。

一般論としても、取締役自身の地位の変動がかかわる支配権争奪の局面において、果たして取締役がどこまで公平な判断をすることができるのか疑問であるし、会社の利益に沿うか否かの判断自体は、短期的判断のみならず、経済、社会、文化、技術の変化や発展を踏まえた中長期的展望の下に判断しなければならない場合も多く、結局、株主や株式市場の事業経営上の判断や評価にゆだねるべき筋合いのものである。

そして、仮に好ましくない者が株主となることを阻止する必要があるというのであれば、定款に株式譲渡制限を設けることによってこれを達成することができるのであり、このような制限を設けずに公開会社として株式市場から資本を調達しておきながら、多額の資本を投下して大量の株式を取得した株主が現れるやいなや、取締役会が事後的に、支配権の維持・確保は会社の利益のためであって正当な目的があるなどとして新株予約権を発行し、当該買収者の持株比率を一時的に低下させることは、投資家の予測可能性といった観点からも許されないというべきである。

これに対して、債務者は、会社の機関等の権限分配を根拠とするのであれば事前の対抗策も全部否定されることになって明らかに不当であるし、原審異議決定が機関の権限分配を根拠としながら事前の対抗策の余地を残したのは矛盾していると主張する。しかし、上記の機関権限の分配を前提としても、今後の立法によって、事前の対抗策を可能とする規定を設けることまで否定されるわけではない。また、後記のとおり、機関権限の分配も、株主全体の利益保護の観点からの対抗策をすべて否定するものではないから、新たな立法がない場合であっても、事前の対抗策としての新株予約権発行が決定されたときの具体的状況・新株予約権の内容（株主割当か否か、消却条項が付いているか否か）・発行手続（株主総会による承認決議があるか否か）等といった個別事情によって、適法性が肯定される余地もある。このように、機関権限の分配を根拠としたからといって、事前の対抗策が論理必然的に否定されることになるわけではないから、債務者の上記主張は失当である。

(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280条ノ39第4項が準用する280条ノ10にいう「著シク不公正ナル方法」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。

もっとも、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

### 3 新株引受権から新株予約権へ

#### (1) 昭和25年改正商法

ポイズンピルということ自体が現実の問題となってきた背景には、もう一つ大きな制度的変更があると考えられる。それは、新株引受権から新株予約権への制度変更である。

株主の新株引受権に関する問題は、昭和25年商法改正では、株主の固有権としての新株引受権を奪って、第三者に新株引受権を付与するという制度変更として登場してきた。

しかし、このように、株主の固有権性から脱皮したとしても、まだ、新株引受権自体の譲渡性については、法制度上十分な取り扱いがなされていなかった。もちろん、権利株の譲渡の一步手前としての新株引受権の譲渡は、理論上は可能なものであったが、それを実際にどのように行うかということは、実務的にも踏み出せないでいたと言える。ただ、もちろん、その当時は、株主割当の場合でも、額面発行であり、株主にとっても、払込の経済的負担としては、必ずしも、譲渡性を必要とするほどの問題としては生じていなかったとも言える。

#### (2) 昭和41年改正商法

この改正法では、新株引受権について、譲渡性の付与を取締役会決議で決定することを認めると共に、<sup>(25)</sup>その譲渡の方式について明文規定を置き、<sup>(26)</sup>その問題の解決に踏み込んだ。これにより、いわゆる新株引受権証書という有価証券制度がスタートした。

---

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] 会社経営を一時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、その処分利益をもっ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止めることはできない。」（アンダーライン筆者）

(25) 【昭和41年改正商法280条ノ2第1項5号】

## (3) 昭和56年改正商法

さらに、新株引受権の譲渡性が法認され、その譲渡方法が確立することにより、それを前提として、新株引受権付社債の制度が導入された。<sup>(27)</sup>そして、その分離型は、新株引受権証券ではなく、新株引受権証券として、投資商品として扱われることになり、その後、いわゆるワラント問題を引き起こすことになる。

このような一連の改正は、特に、新株引受権証券の登場は、株主たる地位の構成の変更を生じさせる新株引受権というものの存在に対して、株主たる地位という組織法的な意味よりも、単なる投資商品としての位置づけを社会的に強めていく働きをすることになったと評価できる。

## (4) 平成6年改正商法

新株引受権の制度変更ではないが、その新株予約権制度への進展の一要因となる自己株式の取得の部分的解禁の改正が行われている。すなわち、使用人への譲渡のための自己株式の取得が認められるようになった。<sup>(29)</sup>その後の新株予約権制度を前提としたストック・オプション制度への先鞭となった。もっとも、この時点での量的制限は、まだ、発行済株式総数の3%とされていた。

また、この当時、ワラントの会社自身による買い戻しという方法によるストック・オプションの利用が行われたりしている。

## (5) 平成9年5月改正商法

そして、この改正で、ついに、使用人・取締役に対する新株引受権方式と自己株式方式の二つの方式によるストップ・オプション制度がスタートする。自己株式方式が発行済株式総数の10%を上

- 「株主ニ新株ノ引受権ヲ与フル旨並ニ引受権ノ目的タル株式ノ額面無額面ノ別、種類、数及発行価額」  
 (26) 【昭和41年改正商法280条ノ2第1項6号】  
 「前号ノ引受権ヲ譲渡スルコトヲ得ベキコト」  
 【昭和41年改正商法280条ノ2第1項7号】  
 「株主ノ請求アルトキニ限り新株引受権証券ヲ発行スベキコト及其ノ請求ヲ為スコトヲ得ベキ期間」  
 (27) 【昭和56年改正商法341条ノ8第1項】  
 「会社ハ新株引受権付社債ヲ発行スルコトヲ得」  
 【昭和56年改正商法341条ノ8第2項柱書本文】  
 「前項ノ場合ニ於テハ左ノ事項ニシテ定款ニ定ナキモノハ取締役会之ヲ決ス」  
 (28) 【昭和56年改正商法341条ノ8第4項本文】  
 「新株ノ引受権ノミ譲渡スコトヲ得ベキ新株引受権付社債ヲ発行スルニハ定款ニ之ニ関スル定アルトキト雖モ新株引受権付社債ノ総額、新株ノ引受権ノ行使ニ因リテ発行スル株式ノ発行価額ノ総額及新株ノ引受権ヲ行使シ得ベキ期間に付第三百四十三条ニ定ムル決議アルトコヲ要ス」  
 【昭和56年改正商法341条ノ14】  
 「新株引受権証券ノ発行アリタル場合ニ於テハ新株ノ引受権ヲ譲渡スニハ新株引受権証券ヲ交付スルコトヲ要ス」  
 (29) 【平成6年改正商法210条ノ2第1項】  
 「会社ハ前条ノ規定ニ拘ラズ正当ノ理由アルトキハ使用人ニ株式ヲ譲渡ス為ニ発行済株式ノ総数ノ百分ノ三ヲ超エザル範囲内ニ於テ自己ノ株式ヲ取得スルコトヲ得」

限とるように改正され<sup>(30)</sup>、また、新株引受権方式としても、やはり10%ルールを採用しながら認められた<sup>(31)</sup>。もちろん、その前提となったのは、平成7年の特定新規事業実施円滑化臨時法措置法の改正等である。

#### (6) 平成14年改正商法

この改正においては、ついに、新株引受権という株主の固有権に何らかの理論的なベースを置く制度の変容にとどまらず、株式や新株引受権から完全に分離した「新株予約権」という制度がスタートした<sup>(32)</sup>。しかし、従来の新株引受権は、株主の新株引受権として残されたままであった。そして、まだ、新株引受権の譲渡制度は維持されたままでもあった。

#### (7) 会社法

会社法では、第二章株式の章に編成された新株発行に続いて、第三章新株予約権として機関の章の前に置かれた。この位置づけは、一件は、株主たる地位である株式との繋がりを意識したようにも思われるが、しかし、実質は、通常の新株発行を募集株式発行という狭い概念に理論的に押し込め、株式分割を特殊の新株発行から追放し、株式無償割当てという制度を、募集株式発行の枠組みの外に置いてしまった。このことが、その後の類推適用の是非を巡る無用な問題を引き起こす原因となる<sup>(33)</sup>。

また、同時に、新株予約権についても、無償割当てを双子のように作り出し、これもまた、募集新株予約権発行の枠組みの外に置いてしまった。

さらに、株主の新株引受権は、株主の株式割当請求権として、名称変更的改正が行われると共に、その譲渡性は否定された。

このような法制度の変遷により、現在、ポイズンピルとして利用しうる基本的な道具が出そろったことになる。

そして、そこには思いがけない落とし穴がまっていたのであると評価したい。否、それは、意図的に織り込まれたのかもしれないと考えた方がよいのであろうか。

---

(30) 【平成9年改正商法210条ノ2】

「会社八前条ノ規定ニ拘ラズ正当ノ理由アルトキハ取締役又ハ使用人ニ株式ヲ譲渡ス為ニ発行済株式ノ総数ノ十分ノ一ヲ超エザル範囲内ニ於テ自己ノ株式ヲ取得スルコトヲ得」

(31) 【平成9年改正商法280条ノ19】

「会社八定款ニ定アル場合ニ限り正当ノ理由アルトキハ取締役又ハ使用人ニ新株ノ引受権ヲ与フルコトヲ得」

(32) 【平成14年改正商法280条の19】

「新株予約権トハ之ヲ有スル者（以下新株予約権者と称ス）ガ会社ニ対シ之ヲ行使シタルトキニ会社ガ新株予約権者ニ対シ新株ヲ発行シ又ハ之ニ代エテ会社ノ有スル自己ノ株式ヲ移転スル義務ヲ負フモノヲ謂フ」

(33) 弥永真生「株式無償割当て・新株予約権の無償割当て・株式分割と差止め」旬刊商事法務1751号4頁。

#### 4 株主たる地位の構成の変更に関する会社法の考え方の基本の確認

ニッポン放送事件決定は、新主要目的論としての評価もさることながら、その前提として、株主構成の変更というものについての商法・会社法の基本的な考え方を確認している。その意義は大きいと考えられる。<sup>(34)</sup>

あえて、引用すれば、「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、自己あるいはこれを支持して事実上の影響力を及ぼしている特定の第三者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事業構成の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うべきである。したがって、現経営者が自己の信じる事業構成の方針を維持するために、株主構成を変更すること自体を主要な目的として新株等を発行することは原則として許されないというべきである。

一般論としても、取締役自身の地位の変動がかかわる支配権争奪の局面において、果たして取締役がどこまで公平な判断をすることができるのか疑問であるし、会社の利益に沿うか否かの判断自体は、短期的判断のみならず、経済、社会、文化、技術の変化や発展を踏まえた中長期的展望の下に判断しなければならない場合も多く、結局、株主や株式市場の事業経営上の判断や評価にゆだねるべき筋合いのものである。

そして、仮に好ましくない者が株主となることを阻止する必要があるというのであれば、定款に株式譲渡制限を設けることによってこれを達成することができるのであり、このような制限を設けずに公開会社として株式市場から資本を調達しておきながら、多額の資本を投下して大量の株式を取得した株主が現れるやいなや、取締役会が事後的に、支配権の維持・確保は会社の利益のためであって正当な目的があるなどとして新株予約権を発行し、当該買収者の持株比率を一方的に低下させることは、投資家の予測可能性といった観点からも許されないというべきである。」

この考え方を前提とする限り、濫用的敵対的買収者に対する対抗策発動の余地というものは、極めて、極めて例外的な位置づけであるということが読み取れると考えられる。そして、ここが現在の判例の考え方の基本的な枠組みであり、出発点と言える。

#### 5 ポイズンピルの考え方

##### (1) 「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」

経済産業省及び法務省は、平成17年5月27日付けで「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」を発表している。この指針の発表は、ポイズンピルの制度設計についての概括的検討をした先駆として評価できる。また、この指針の目標は、当時、アメリカの

---

(34) 前掲注24。

企業実務を安易に導入する形の提案が提案されている現状に鑑み、『適法性及び合理性が高い、平時導入型の買収防衛策を提示』することにあつたことから、いわゆるポイズンピル自体に、何らかの官庁的おすみつけをも与えるものとして位置づけられたと評価されている。

新株発行では、株式が発効し、持分比率の変更を生じさせることから、平時に潜在的にポイズンピル化させることは技術的に困難である。そこで、ポイズンピルの設計は、潜在的な新株である新株予約権を用いることになる。

この指針による、そこでの基本的考え方は、「買収防衛策の3原則」として提示され、すなわち、「企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則：買収防衛策の目的は、企業価値（株主利益に資する会社の財産、収益力、安定性、成長力などを指す）ひいては株主共同の利益（株主全体に共通する利益）の維持・向上とすること、事前開示・株主意思の原則：買収防衛策は、事前にその内容などを開示し、株主等の予見可能性を高めるとともに、株主の合理的意思に依拠したものとすること、必要性・相当性の原則：買収防衛策は、過剰なものとしなさいこと」を、示している。

その後、以下の事件の推移を踏まえて、再び、平成20年6月30日付で、『近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方』というものが、企業価値研究会より公表されている。

## （2）ニレコ事件

丁度、この指針公表の時期に判示された「平時におけるポイズンピルの設計」が問題となった事件が、ニレコ事件である。

以下、判旨を検証してみる。

まず、この決定では、冒頭で、ニッポン放送事件決定で示された株主構成の変更に関する基本的な考え方を確認している。すなわち、「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うべきである。」

そして、この部分に続いて、濫用的敵対的買収者に対する例外を示す。すなわち、「このことを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、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、取締役会是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。」

続いて、平時におけるポイズンピルの設計について検討している。先に触れた企業価値研究会の指針よりも、極めてシンプルな構成での検討であり、示唆に富むものと評価できる。すなわち、「これに対し、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。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して取締役会が判断した場合に、企業価値維持を動機として新株予約権の行使を可能とする場合であっても同様である。

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収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。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り、また、新株予約権の行使条件の成就の判断を取締役に委ねることについては、現経営者による権限の濫用のおそれが必然的に随伴するから、取締役会の恣意的判断の防止策も必要である。

そうであれば、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とともに、条件成就の公正な判断が確保される（客観的な消却条件を設定するか、独立性の高い社外者が消却の判断を行うなど）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、敵対的買収者に対し事業計画の提案を求め、取締役会が当該買収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、敵対的買収者が当該ルールを遵守しないときは、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、買収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」である。

### (3) ポイズンピルの基本的スキーム

ニレコ地裁決定は、基本的には、いわゆる企業価値研究会の「指針」に一定程度沿う形で、ポイズンピルの適法性の枠組みとなりうるものを、3つのルールとして定立している。

#### 株主の意思を反映しているもの

会社法における株主と支配と取締役との基本的関係については、ニッポン放送事件高裁決定が明瞭に述べ、また、ニレコ地裁決定が確認しているように、「取締役の選任・解任は株主総会の専決事項であり（会社法329条、339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、会社法が機関権限の分配を定めた法意に明らかに反する。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うべきである。」とする基本的枠組みとしての大前提的考え方をまず確認する必要がある。すべての検討の出発点は、ここに求められなければならない。

したがって、そのような大前提を承認できるのであれば、ポイズンピルの基本設計の第1の柱は、「株主の意思の反映」として立てられなければならない。すなわち、ポイズンピルが、何らかの意味で、株主の構成に対して、市場の自由競争の結果以外の結果をもたらすものである以上、それは株主自らが望む者でなければならない筈である。もちろん、それが現在の株主を基準にして良いのか、将来の株主の意思をも反映させる必要があるのかという問題は置いておくとしても、少なくとも、現在の株主の意思の反映なくして、設定されてよい筈はない。それは、やはり、現在の会社法の考え方には反するものと言える。

なお、企業価値研究会の「指針」も「ニレコ地裁決定」も、同時に、株主の意思を反映できない場合での「二の策」を示してはいるが、立てるべき柱は、どのような形にせよ、株主の意思が反映するものでなければならない。しかも、株主の「多数の者の」、である。この点については、ブルドックソース事件を踏まえて後に改めて検討する。なお、どこで反映させるかは、技術的問題に過ぎない。

#### ポイズンピル発動条件における恣意性の排除

平時に設定されたポイズンピルが、その毒性を発揮するためには、これまでの判例が理論上は承認してきた「濫用的敵対的買収者」の登場が必要である。したがって、二つ目の柱は、その発動条件成就の判定において、「取締役たちの恣意的判断の排除」として、立てられなければならないとするものである。

理想的には、発動条件としては客観的条件が策定されていることが望ましい。そして、現代的には、そうあるべきである。企業価値研究会の「指針」や「ニレコ地裁決定」では、「独立性の高い第三者機関による判定」も、許容されているが、ここにも、客観的発動条件の設定と、株主の意思

の反映というスキームが模索されることが追求されるべきである。すなわち、導入時だけでなく、発動時に、または、発動時後の是正スキームにおいて、株主の意思の反映は、必要となったと考えるべきである。特に、ブルドックソース最高裁決定以後は、最高裁の考え方を前提とすれば、よりそうである。

#### 方法における相当性

会社法において、その解釈論として、例外的事由が認められる場合には、一般的に、その合理的必要性と、方法としての相当性が判定の基準となってきた。

ポイズンピルは、その機能からして、濫用的敵対的買収者の登場という極めて例外的な場合にのみ許容されるものであるから、そこでは、原則としては認められないが、例外的にのみ許容されるための限界が設定されなければならない。

この点に関して、最近では、モリテクス事件における利益供与禁止の例外の判定において、その姿が見られ、古くは、定款における株主の議決権行使の代理資格の制限に関する考え方にもその姿が見られる。すなわち、『合理的必要性』と『方法としての相当性』である。

ポイズンピルについては、抽象的な合理的必要性として、会社の価値の毀損を防止するという必要性として、ニッポン放送事件決定以来、肯定されてきたのであるが、実際におけるその方法としての相当性については、企業価値研究会の「指針」においても、具体的に検討されている。また、「ニレコ地裁決定」でも、買収ないし買収者と関係のない株主に対して、ポイズンピルの毒性が影響を与え、不測の損害をもたらすものであってはならないとしている。そして、何らかの形で不可避免的に一般株主に損害が発生しうるものであるならば、それは可能な限り小さいものとしなければならない。それを超える毒性は、相当性を欠くということになる。また、理想論的には、その濫用的敵対的買収者のみに、毒が効くことである。そして、もちろん、濫用的敵対的買収者に対する毒効も、その純資産的持分的価値をも剥奪するものであっては、毒としては相当性を欠くと言わざるを得ない。

## 6 ポイズンピル設計の具体的検討

### (1) ポイズンピルの類型外観

これまで様々な設計のポイズンピルが提案されているが、それを概観しよう。<sup>(35)</sup>

#### ライツ・プラン：新株予約権利用におけるポイズンピルの設計

多様な内容があるが、標準的な内容を眺めると、ある者 [特定保有株主 = 濫用的敵対的買収者]

---

(35) 様々な文献において概観されている（例えば、田邊・前掲注23、石綿学「敵対的買収防衛策の法的枠組みの検討 [上] [中] [下]」商事法務1716号4頁、1717号38頁・1721号24頁。石綿学（他）「日本型ライツ・プランの新展開 [上] [下]」商事法務1738号30頁・1739号91頁等。）。整理の仕方も含めて極めて多様であり、また、論者により、名称方法も異なるので、ここでは、これからの検討に必要な範囲での概観にとどめる。

が一定割合以上の株式を保有し、または、公開買付の表明を行ったことを、ポイズンピルの発動事由とする。新株予約権の行使による株式の発行により特定保有株主の保有株式による支配比率の希釈化が行われる。そして、ポイズンピルの発動事由が発生するまでの間は、行使価額が市場価額をはるかに上回る価額に設定され、発動事由が発生した後は、行使価額が市場価額よりも格段と安い価額に変更されるという行使条件が付いている。また、取締役会決議によりで消却できるという消却型取得条項が付いているものもある。

#### 信託方式

ポイズンピルである新株予約権を、第三者割当の方式により特別目的会社に対して発行し、特別目的会社は信託銀行などの第三者との間で、特別目的会社を委託者、当該第三者を受託者、特定保有株主「= 濫用的敵対的買収者」以外の株主を受益者として、有価証券管理信託契約を締結し、発動事由が発生すると、受託者は有価証券管理信託契約に従って、新株予約権を受益者である特定保有株主以外の株主に交付する方式をいう。

#### 差別方式

##### 1) フリップ・イン条項付

ポイズンピルたる新株予約権を、特定保有株主「= 濫用的敵対的買収者」のみ行使できないという行使条件を付して、株主割当の方式で発行する方式または無償割当する方式をいう。この場合には、株主割当または株主無償割当の決定を停止条件としておく場合もある。条件成就是、発動事由(フリップ・イン・イベント)の発生である。

##### 2) 取得条項付き

割り当てられる新株予約権の内容として、特定保有株主「= 濫用的敵対的買収者」のみ会社を取得されるという取得条項を付してあることにより、行使条件を差別するのではなく、取得条項の発動により、行使できなくするタイプである。この場合には、対価の評価の方法・内容について、どの機関がどのように定めるのが問題となる。

#### (2) 差別的取り扱いに関する検討

発動時に新株予約権を発行するタイプでは、濫用的敵対的買収者に対してのみ発行しないということは、濫用的敵対的買収者以外の者に対する、いわゆる第三者割当となり、新株予約権の無償割当では使えない。通常の新株予約権発行では、有利発行または有利条件発行に当たるため、株主総会の特別決議が必要となるからである(会社法238条3項)。

これに対して、新株予約権無償割当を用いる場合には、濫用的敵対的買収者にも、平等に新株予約権を割り当てることが必要となるから、そのポイズンピルの効力を発揮させるためには、行使条件における差別か、差別的取得条項を付していなければならない。さらには、一般株主から濫用的敵対的買収者へ譲渡されてしまわないように、譲渡制限を付す必要もある。

そして、さらに、差別的取得条項を付す場合には、その対価の問題も生ずる。この問題の基本的

な考え方を検討するために、ブルドックス最高裁決定を検討することにしたい。なぜなら、ブルドックス事件においては、緊急時における発動であるポイズンピルであったとしても、その差別的行使条件+差別的取得条項付新株予約権の無償割当てが行われているからである。特に、株主無償割当ては、新株においても、新株予約権においても、当然に株主たる地位を前提に割り当てられものであるから、まさに株主平等原則が適用される場面であり、差別的取り扱いは、原則として、違法と考えられるからでもある。

### (3) 差別条項の違法性

行使条件であろうが取得条件であろうが、差別的取扱いが、新株予約権無償割当てにおいて許されるかどうか、すなわち、株主平等の原則に反しないのかがまず、問われる。

ブルドックス最高裁決定では、以下のように述べている。すなわち、

#### 「(1) 株主平等の原則に反するとの主張について

ア 法109条1項は、株式会社（以下「会社」という。）は株主をその有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱わなければならないとして、株主平等の原則を定めている。

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とはできない。しかし、株主は、株主としての資格に基づいて新株予約権の割当てを受けるところ、法278条2項は、株主に割り当てる新株予約権の内容及び数又はその算定方法についての定めは、株主の有する株式の数に応じて新株予約権を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するなど、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。

そして、本件新株予約権無償割当ては、割り当てられる新株予約権の内容につき、抗告人関係者とそれ以外の株主との間で前記のような差別的な行使条件及び取得条項が定められているため、抗告人関係者以外の株主が新株予約権を全部行使した場合、又は、相手方が本件取得条項に基づき抗告人関係者以外の株主の新株予約権を全部取得し、その対価として株式が交付された場合には、抗告人関係者は、その持株比率が大幅に低下するという不利益を受けることとなる。

イ 株主平等の原則は、個々の株主の利益を保護するため、会社に対し、株主をその有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱うことを義務付けるものであるが、個々の株主の利益は、一般的には、会社の存立、発展なしには考えられないものであるから、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。

ウ 本件総会において、本件議案は、議決権総数の約83.4%の賛成を得て可決されたのであるから、抗告人関係者以外のほとんどの既存株主が、抗告人による経営支配権の取得が相手方の企業価値をき損し、相手方の利益ひいては株主の共同の利益を害することになると判断したものであることができる。そして、本件総会の手続に適正を欠く点があったとはいえ、また、上記判断は、抗告人関係者において、発行済株式のすべてを取得することを目的としているにもかかわらず、相手方の経営を行う予定はないとして経営支配権取得後の経営方針を明示せず、投下資本の回収方針についても明らかにしなかったことなどによるものであることがうかがわれるのであるから、当該判断に、その正当性を失わせるような重大な瑕疵は認められない。」  
(アンダーライン筆者)

このように、最高裁決定は、差別的行使条件や差別的取得条項がついている場合でも、その対象が濫用的敵対的買収者であり、かつ、株主の多数の意思による判断であれば、その差別的取扱は、株主平等の原則の趣旨に反しないとした。換言すれば、形式的には平等原則違反ではあるが、株主の多数の意思の前には、差別的取扱であるというだけでは、実質的には平等原則違反とはならないということになる。

したがって、この考え方は、濫用的敵対的買収者による会社の企業価値の毀損という非常事態であること、そして、その判定は多数の株主が行うことに尽きる。<sup>(36)</sup>

#### (4) 差別取り扱いの内容としての実質的不平等性侵害における相当性

差別的取扱が方法論として、多数の株主の判断によって企業価値の毀損という非常事態として認定されるならば、特別に株主平等の原則に反しないとしても、その差別の程度が著しい場合には、その方法としての相当性を欠くということになり、その点で、再び、株主平等原則違反となりうることになる。この点について、最高裁は、主として、取得対価における投下資本回収性を検討している。

#### <ブルドックス最高裁決定>

「エ そこで、抗告人による経営支配権の取得が相手方の企業価値をき損し、相手方の利益ひいては株主の共同の利益を害することになるという本件総会における株主の判断を前提にして、

(36) この点で、例えば、吉本教授は、「敵対的買収に対する防衛策としてのポイズンピルを認めるべきであるという価値判断が優先して」と指摘しているが(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73頁)、多くの者が感ずるところであろう。

本件新株予約権無償割当てが衡平の理念に反し、相当性を欠くものであるか否かを検討する。

原告人関係者は、本件新株予約権に本件行使条件及び本件取得条項が付されていることにより、当該予約権を行使することも、取得の対価として株式の交付を受けることもできず、その持株比率が大幅に低下することにはなる。しかし、本件新株予約権無償割当ては、原告人関係者も意見を述べる機会があった本件総会における議論を経て、原告人関係者以外のほとんどの既存株主が、原告人による経営支配権の取得に伴う相手方の企業価値のき損を防ぐために必要な措置として是認したものである。さらに、原告人関係者は、本件取得条項に基づき原告人関係者の有する本件新株予約権の取得が実行されることにより、その対価として金員の交付を受けることができ、また、これが実行されない場合においても、相手方取締役会の本件支払決議によれば、原告人関係者は、その有する本件新株予約権の譲渡を相手方に申入れることにより、対価として金員の支払を受けられることになるところ、上記対価は、原告人関係者が自ら決定した本件公開買付けの買付価格に基づき算定されたもので、本件新株予約権の価値に見合うものということができる。これらの事実にかんがみると、原告人関係者が受ける上記の影響を考慮しても、本件新株予約権無償割当てが、衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められない。なお、相手方が本件取得条項に基づき原告人関係者の有する本件新株予約権を取得する場合に、相手方は原告人関係者に対して多額の金員を交付することになり、それ自体、相手方の企業価値をき損し、株主の共同の利益を害するおそれのあるものということもできないわけではないが、上記のとおり、原告人関係者以外のほとんどの既存株主は、原告人による経営支配権の取得に伴う相手方の企業価値のき損を防ぐためには、上記金員の交付もやむを得ないと判断したものと見え、この判断も尊重されるべきである。

オ したがって、原告人関係者が原審のいう濫用的買収者に当たるといえるか否かにかかわらず、これまで説示した理由により、本件新株予約権無償割当ては、株主平等の原則の趣旨に反するものではなく、法令等に違反しないというべきである。」（アンダーライン筆者）

ここでは、相当性の判断として、主として、取得条項における取得対価を問題にしている。また、譲渡制限がついていることから、譲渡の承認拒否を前提とした会社の取得対価を問題としている。そして、結論的には、その対価が公開買付け時の買付価格であるから、投下資本回収は保障されたとして、相当性を欠かないと判断した。

このような対価の金銭価額の相当性により、すべての問題を解決しよう方向は、奇しくも、現在の会社法の立法担当者が採用した考え方である。すなわち、例えば、会社法では、企業結合法制における対価の柔軟化制度を採用し、締出合併等において、対価としての投下資本回収性さえ保障されれば（会社法749条1項2号ホ、768条1項2号ホ）、株主たる地位を剥奪することが許容されているのである。また、特定の株主に不利益を生じさせる場合の反対できない反対株主についても、一律に反対株主の株式買取制度として解決しようとしている（会社法116条）。このような現在の会社法の基本的な考え方は、多数者は、少数者を、投下資本回収権さえ保障すれば、いつでも締め出す

ことを認める法制度なのであるから、その考え方を、最高裁は忠実に示したと評価できよう。もっとも、最後の結論部分は、濫用的敵対的買収者であるかどうかの判断は、多数の株主の意思の前には不要であるとも、理解できそうであるが。

### (3) ブルドックスソース最高裁決定の主要目的論

最高裁決定では、この事件の新株予約権無償割当ての違法性について、上述のように、その違法性を否定した後に、その方法としての著しい不当性の判定に進んでいる。

確かに、これまでの差止法理では、違法性の判定と不当性の判定を峻別して来たのであるから、その限りでは、従来の主要目的論（新主要目的論も含む）を前提とする限りでは、当然の論証であるということになる。

しかし、従来の主要目的論が、取締役会レベルでの新株発行や新株予約権発行であったことから、業務執行のレベルとして行える主要目的を基準として判定してきたのに対して、株主総会決議による新株予約権無償割当てである本件では、極めて奇妙な違和感を覚える。

#### <ブルドックスソース最高裁決定>

##### 「(2) 著しく不公正な方法によるものとの主張について

本件新株予約権無償割当てが、株主平等の原則から見て著しく不公正な方法によるものといえないことは、これまで説示したことから明らかである。また、相手方が、経営支配権を取得しようとする行為に対し、本件のような対応策を採用することをあらかじめ決めていなかった点や当該対応策を採用した目的の点から見ても、これを著しく不公正な方法によるものということとはできない。その理由は、次のとおりである。

すなわち、本件新株予約権無償割当ては、本件公開買付けに対応するために、相手方の定款を変更して急きょ行われたもので、経営支配権を取得しようとする行為に対する対応策の内容等が事前に定められ、それが示されていたわけではない。確かに、会社の経営支配権の取得を目的とする買収が行われる場合に備えて、対応策を講ずるか否か、講ずるとしてどのような対応策を採用するかについては、そのような事態が生ずるより前の段階で、あらかじめ決めておくことが、株主、投資家、買収をしようとする者等の関係者の予見可能性を高めることになり、現にそのような定めをする事例が増加していることがうかがわれる。しかし、事前の定めがされていないからといって、そのことだけで、経営支配権の取得を目的とする買収が開始された時点において対応策を講ずることが許容されないものではない。本件新株予約権無償割当ては、突然本件公開買付けが実行され、原告人による相手方の経営支配権の取得の可能性が現に生じたため、株主総会において相手方の企業価値のき損を防ぎ、相手方の利益ひいては株主の共同の利益の侵害を防ぐためには多額の支出をしてもこれを採用する必要があると判断されて行われたものであり、緊急の事態に対処するための措置であること、前記のとおり、原告人関係者に割り当てられた本件新株予約権に対してはその価値に見合う対価が支払われることも考慮すれば、対応策が事前に定められ、それが示されていないからといって、本件新株予約権無



償割当てを著しく不公正な方法によるものということとはできない。

また、株主に割り当てられる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が、本件新株予約権無償割当てが、そのような場合に該当しないことも、これまで説示したところにより明らかである。

(3) したがって、本件新株予約権無償割当てを、株主平等の原則の趣旨に反して法令等に違反するものということとはできず、また、著しく不公正な方法によるものということもできない。」  
(アンダーライン筆者)

この部分の最高裁決定の判断は、違法性の判断において、濫用的敵対的買収者であるかどうか関係ないといいつながら、濫用的敵対的買収者であるかどうかの判断をすることなく、濫用的敵対的買収者に対抗する場合には、著しく不公正な方法とはならないと断じているとともに、企業価値毀損防止目的は、それが主要な目的であっても、著しく不公正な方法とはならないとしている。

こしかし、このような論証では、株主総会の多数による決議があっても、なお、著しく不公正な方法と認定する場合の余地を残しているようにも判断される。しかし、株主の多数が判断した場合に、それでもなお、著しく不公正な方法ということがありうるのだろうか。上述で示した違和感通り、不公正発行の認定としては、何も示していない。単なる屋上屋である。

ただ、昨今の錬金術としての極めて大きな比率の株式併合などを考えると、株主の多数の意思があっても、なお、著しく不公正な方法というものも、理論上、その余地はあり得るとも考えられうる。

むすびにかえて 現在の判例理論を前提として、ポイズンピルの設計

#### (1) ピコイ事件

ブルドックスソース事件とほぼ同様なスキームで問題となったものとして、ピコイ事件決定がある。ブルドックスソース事件との決定的な違いは、取締役会決議による発動であるということであり、しかも、敵対的な株主の方が多数派であるという事件である。

ピコイ高裁決定は、<sup>(37)</sup>ブルドックスソース最高裁決定の文章を丸々引用し、それに基づいて、判断している。そして、具体的な判断としては、取締役会決議により新株予約権無償割当が行われていることから、最高裁とは異なり、企業価値の毀損の危険性があるか否かの具体的な検討を行った上で、企業価値が毀損される虞について立証ができていないことから、現経営陣の保身のため目的であるとして、著しく不公正な方法にあたりと判断した。

対抗策としての差別的条件付き新株予約権の無償割当てという方法が、例外的に許容される条件として、最高裁が設定したものをクリアしていないことは明白である。もし、この事件において

(37) 東京高決平成20年5月12日判例タイムズ1282号273頁。

も、株主総会での多数の意思というものがあれば、状況は全く異なったものであると考えられる。したがって、さまざまな検討が行われていることは確かであるが、株主の多数の意思というものが決定的な要素であると考えられる。

## (2) 警告型ポイズンピル

以上のような最高裁を中心とする裁判所の考え方を前提とするならば、現在、提示されている「事前警告型ポイズンピル」<sup>(38)</sup>は、一定程度の適合性を有す得るものと考えられる。

このタイプのポイズンピルは、ニレコ地裁決定・ブルドックソース最高裁決定に示された最も重要なポイントである「株主の多数の意思」という要件をスキームに取り込むことに特徴がある。敵対的買収者が、取締役会にとって、濫用的であるかどうかを問わず、取締役会の賛同を得られない公開買付を行う場合には、公開買付期間を金融商品取引法上の最長期間である60日に設定すること、そして、60日とする公開買付が開始された場合には、公開買付終了前に臨時株主総会を開催し、対抗措置を取るべきかどうか、株主に決定してもらうこととである。

その前提として、定款変更により、新株予約権無償割当の権限を株主総会としておくことが必要であり（会社法295条2項）、同時に、このルールの採用には、株主総会決議によりこのルール自体を定款規定として盛り込むことを必要とする<sup>(39)</sup>。また、具体的対抗措置としては、行使差別条件付取得条項付譲渡制限新株予約権とするものである。なお、対抗策発動時の株主総会の決議要件は、普通決議とすべきか特別決議とすべきかは、最高裁の考え方を前提とする限り、特別決議が望ましいと考えられる。

なお、株式分割を使った買収対抗策の判決も出ており<sup>(40)</sup>、多様な方法がますます模索されることになると考えられる。

本稿の冒頭で触れた近時の調査によれば、具体的なポイズンピルの導入のある173社の内容としては、事前警告型が172社であり、信託型ライツ・プランは1社である。かなりの数が、信託型ライツ・プランから、事前警告型に変更している。

このように主流は、事前警告型で、発動条件は、事前提示条件の不遵守とするものが多い。しかし、公開買付手続に入ることなく買収工作が進められる場合には、それだけをもって、事前提示条件不遵守という発動条件の認定をすることは、一方的に提示した条件に従わないからと言って、発動することは必ずしも、正当性を有することにはならない。その場合には、やはり第三者委員会による濫用的敵対的買収者の認定を加えるしかないのではないかと考えられる。

いずれにしても、どこかの時点での株主の意思の反映という措置がない限り、ブルドックソース最高裁決定の設定したスキームの中には収まらないのではないかと考えられる。

(38) 香田温子（他）「株主総会判断型の買収防衛策」商事法務1752号33頁。

(39) 田中信隆「買収防衛策に関する定款変更への対応」商事法務1826号20頁。

(40) 東京地決平成17年7月29日金融商事判例1222号4頁。