

企業法務サロン

「株式の敵対的買収に対する防衛策について」
近時の裁判例を手がかりにして

中京大学法科大学院研修生

山田 拓 広

- 一 はじめに
- 二 「ニッポン放送」対「ライブドア」事件
 - 1 事案の概要
 - 2 決定要旨
 - 3 検討
- 三 企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための指針について
- 四 ニレコ新株予約権発行差止仮処分事件
 - 1 事案の概要
 - 2 東京地裁決定要旨
 - 3 東京高裁決定要旨
 - 4 検討
- 五 「日本技術開発」対「夢真」事件
 - 1 事案の概要
 - 2 決定要旨（申立却下）
 - 3 検討
- 六 「ブルドックソース」対「スティール・パートナーズ」事件
 - 1 事案の概要
 - 2 東京地裁決定要旨
 - 3 東京高裁決定要旨
 - 4 最高裁決定要旨
 - 5 検討
- 七 私見について（結びにかえて）

一 はじめに

近時、企業の敵対的買収が相次ぎ、企業においては、平時における防衛策の導入が進んでいると思われる。しかし、平時導入でも、防衛策の効力は有事に発生するという設計が主流と考えられ、その場合、有事における防衛策の適法性に関するルールが適用される可能性も十分考えられる。⁽¹⁾ そんななか、スティール・パートナー

ズがブルドックソースに対して株式公開買付けによる敵対的買収を仕掛けた事案において、ブルドックソースの発動した買収防衛策について、最高裁は、株主平等原則違反ではなく、また、不公正割当てにも当たらない、との判断を示し注目を集めている。そこで、本稿では、不公正発行の判断基準として従来の「主要目的ルール」に例外を認めて注目されたライブドア事件以降に「不公正発行等」について判断した主要な裁判例、及び、法務省と経済産業省が作成した企業価値・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）⁽⁶⁾の検討を通じて、主として「不公正発行等」に関する判断基準について検討してみたい。

二 「ニッポン放送」対「ライブドア」事件⁽⁷⁾

1 事案の概要

A（フジテレビ）は、Y（債務者・ニッポン放送）の株主（Y発行済株式総数3280万株のうち、406万4660株・12.39パーセント）であるところ、Aは、平成17年1月17日、Yの経営権を獲得することを目的として、Yの全ての発行済株式の取得を目指して、買付予定株式数をAの既保有分を含めてYの発行済株式総数の50パーセント（1233万5341株）、買付価格を1株5950円、買付期間を平成17年1月18日から同年2月21日までとして、公開買付けを開始することを決定した。Yは、これを受けて平成17年1月17日開催の取締役会において本件公開買付けに賛同することを決議・公表した。

X（債権者・ライブドア）は、Y（債務者・ニッポン放送）の発行済株式総数の約5.4パーセント（175万6760株）を保有する株主であったところ、平成17年2月8日、東京証券取引所のToSTNet - 1⁽⁸⁾を利用した取引によって、B（株式会社ライブドア・パートナーズ）を通じて、Yの発行済株式総数の約29.6パーセントに相当する株式972万0270株を買付け、約35パーセントの割合の株式を保有する株主になった（Xはその後も買い進め、平成17年2月21日の時点で、1152万9930株、Yの総議決権に対する割合が37.85パーセントになっている）。

平成17年2月10日、Aは、本件公開買付けの買付条件を、買付株式数の下限はAの既保有分を含めてYの発行済株式総数の25パーセント、買付価格は1株5950円、買付期間は平成17年3月2日までと変更した。Yはこれを受けて、同月16日開催の取締役会において買付条件変更を含む本件公開買付けに賛同することを決議した。

平成17年2月23日、Yは、取締役会において、4720個の新株予約権（本件新株予約権1個あたりの目的たる株式の数1万株）をAに発行することを決議し、Yは、AによるYの子会社化という目的を達成する手段として、Aへの本件新株予約権付与を決定したこと、本件新株予約権の発行による払込金の充当予定を記載した書面を公表した。

平成17年2月24日、Aは、本件公開買付けの条件をさらに変更し、買付期間満了日を平成17年3月2日から、同年3月7日とした。そして、Aは、同年3月7日に終了した本件公開買付けにより、新たに789万6354株のY株式を取得し、発行済株式総数の36.74パーセント（1196万1014株）を保有する株主となった。この時点のXとAの保有割合は、XがBを通じて保有するものも含めて、発行済株式総数の42.23パーセント、Aが、36.74パーセントであるが、Aが、Yから発行される予定の新株予約権を全て行使すると、AにY株式4720万株が発行されることになり（従来の発行済株式総数の約1.44倍）、XのY株式保有割合は、約42パーセントから約17パーセントに減少し、一方Aの保有割合は、約59パーセントになる。

そこで、Xは、本件新株予約権の発行は、商法280条ノ21第1項（会社法238条第3項第2号）の有利発行であるのに株主総会の特別決議を欠き法令に違反すること、及び、著しく不公正な方法による発行であると主張して、本件新株予約権の発行を仮に差し止めることを求めた。

原審仮処分決定は、⁽⁹⁾については有利発行には当たらないとしたが、⁽¹⁰⁾については、著しく不公正な方法に

よるものとして発行の差し止めを認めた。原審異議決定は、原審仮処分決定を認可した。そこで、Yは、原審異議決定に対し、本件抗告を申し立てた。

2 決定要旨 (抗告棄却)

本件新株予約権発行の適否について

「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なされた場合には、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。」

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 (フジサンケイグループ) 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

「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、・・・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。」

もっとも、「新株予約権の発行差し止めは、新株予約権の違法又は不公正な発行によって株主が不利益を被ることを防ぐために株主に認められた権利であり、その抗弁事由として位置づけられる特段の事情が株主全体の利益保護の観点から認められるものであることに照らすと、特段の事情の有無は、基本的には買収者による支配権の獲得が株主全体の利益を回復し難いほどに害するものであるか否かによって判断すべきである。そうすると、Yの主張する企業価値毀損の防止策のうち、YがXの子会社になった場合に、YがBから離脱することによりYやその子会社の売上げ及び粗利益がYが主張するとおり減少し、Xによる支配権取得がYに回復し難い損害をもたらすかどうかは、一応特段の事情として引き直す余地もある。」とする。

3 検討

(1) 事案の特徴

本件は、「有事」⁽⁹⁾において「取締役会決議」により買収防衛策⁽¹⁰⁾が発動されたものである。裁判所は、結論として、Yによる新株予約権の発行は、不公正発行に当たるとして、差し止めを認めた。その判断は、「主要目的のルール」によりなされたものと考えられるが、従来の裁判例と異なり修正（例外）を認めた点に意義がある。そこで、いかなる点で修正され、また、どのような考え方に基づいているのかについて若干検討してみたい。

(2) 従来の主要目的ルール

従来の裁判例の採用していた「主要目的ルール」とは、「商法二八〇条の一〇の『著しく不公正な方法によりて株式を発行』する場合は、新株発行が著しく不当な目的を達成するための手段として行なわれる場合をいう。」「不当な目的を達成するため新株を発行する場合と言うためには、少なくとも、取締役会が新株発行を行な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」⁽¹¹⁾というものであるが、敵対的株主が濫用的買収者である場合には、主要目的ルールにおける資金調達目的をゆるく認定することで対処してきた。すなわち、「ルールの例外部分で働かせるべき機能を原則部分で負担していた」と評価されている⁽¹²⁾。

(3) 例外の登場

その後、裁判例は主要目的ルールによりつつも、例外部分を加える判示が現れるようになる。例えば、東京地決平成元年7月25日（判時1317号28頁）⁽¹³⁾は「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」と判示し、京都地裁平成4年8月5日（金判918号28頁）は、「乗っ取りを企てる者が、会社を害する意図を有し、乗っ取りによって会社が壊滅させられることが明らかな場合等、特段の事情がない限り」と判示している⁽¹⁴⁾。

本件高裁決定は、「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」と判示している。これを主要目的ルールに修正を加えたものとして、「例外明記型主要目的ルール」等と呼ばれている⁽¹⁵⁾。明記された特段の事情は4つあり、買収者がグリーンメイラーである場合、買収者が焦土化経営を行う目的の場合、買収者がLBO⁽¹⁶⁾の場合、買収者が一時的な高配当の作出、又はそれによる株価高騰の機会を狙っての高値売り抜け目的を有する場合を挙げ、これを一括して「当該会社を食物にしようとしている場合」さらにこれを言い換え、「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」としている。これは、特段の事情をこの4類型に限定する趣旨ではなく、「当該会社を食い物にしようとしている場合」と評価できる場合を例示したものであろう。

(4) 例外の連続性

このように、ライブドア事件以前から、主要目的ルールに付加的要素を加える判断は存在していたのであるが、ライブドア事件以前の裁判例における付加的要素の捉え方については見解が分かれる。

本件高裁決定は、濫用的買収者を排除するために経営陣が自らの支配権を維持することを裁判所が正式に認知したものであることに疑いはないが、前記忠実屋・いなげ屋事件はその「萌芽」であるとする見解⁽¹⁷⁾、そうではなく、忠実屋・いなげ屋事件は、支配権介入意図が主要な目的であることの主張ないし疎明責任は原則として株主の側にあるが、後段説示のような事情があるときには、主要目的が事実上推認され、会社側は反証を挙げなければならない(ないしは立証責任が転換される)、すなわち、後段の説示は主要目的理論の枠内における立証疎明責任の分配に係るものとの見解⁽¹⁸⁾がある。この見解は、あくまで主要な目的が資金調達か取締役の支配権維持かが問題であって、支配権維持目的がある場合には、企業価値毀損防止目的であっても、不公正発行にあたるというものと理解できよう。

若干検討すると、ニッポン放送事件より前の裁判例における「主要目的ルール」は、資金調達目的の有無によって適否を判断するいわゆる伝統的な「主要目的ルール」であり、ニッポン放送事件以降の「主要目的ルール」は、資金調達目的がない場合における新株発行等の適否の判断枠組みを示しているとみるのが自然で、いわゆる伝統的な「主要目的ルール」の延長線上では捉えきれない独自性を有すものというべきである。もちろん、伝統的な「主要目的ルール」も依然として有効な基準として機能しているが、ニッポン放送事件以降の敵対的買収に対する防衛策の適否に関する一連の裁判例は、敵対的買収に対する防衛策の適否に関する判断枠組みとして、伝統的な主要目的ルールとは別のものである⁽²⁰⁾と考えるべきである。

(5) 機関権限分配秩序説

このように、ニッポン放送事件の前と後で「主要目的ルール」の判断枠組みの連続性の有無については考え方が分かれるところではあるが、問題は、主要目的ルールを採用する理由である。

前記のとおり、主要目的ルールとは、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ものであるが、これは、会社法上、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、株主の資本多数決により選任される執行機関なのであるから、被選任者たる取締役に選任者たる株主構成を変更することを主要な目的とする新株等の発行権限を一般に認めることは、会社法が定める機関権限の分配秩序に反するという「機関権限の分配秩序説」によるものと解される⁽²¹⁾。この考え方に立つ限り、支配権維持目的の新株発行等は許されないはずである⁽²²⁾。しかし、本件高裁決定は、支配権争いがある場合にも、企業価値毀損防止のため例外的に防衛策としての新株予約権発行の余地を認めている。これはいかなる根拠によるものなのか。本件高裁決定は、「株主全体の利益の保護」というのみで、明確には述べていないが、「取締役自身の地位の変動が関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」との説示から推測すれば、会社と取締役との利益相反を懸念しているものと解され、そうであれば、「株主全体の利益の保護」という事情があれば、利益相反という状況はなくなるので、機関権限分配秩序の例外を認めることができる、という趣旨ではないかと解される。これと異なり、本件異議審決定は「一種の緊急避難的行為」として許容されるとしており、こちらの方が分かりやすいが、「基本的に防衛策を違法性を伴うものとして理論構成

することには疑問⁽²³⁾」との批判もある。

(6) ユノカル基準

このような権限分配秩序説に対しては、米国デラウェア州の判例理論で、敵対的企業買収の防衛策の妥当性や合理性を司法審査する際に用いられる UNOCAL 基準（以下では、「ユノカル基準」という）を参考に、会社の利益のための敵対的企業買収に対する防衛策について、防衛策の妥当性や合理性があれば、一定の場合には防衛策が肯定されるべきであるとの見解がある。ユノカル基準とは、敵対的企業買収の対象会社の経営者に、買収者の株式所有のために、会社の政策や効率性に対し危険が存すると信じるにあたり合理的な根拠を有していたこと（必要性）、とられた防衛策が、生じた脅威との関係で合理的であったこと（相当性）を立証させ、立証に成功すれば、裁判所は取締役会の判断について経営判断の原則を適用するというものと解される。これは、一定の要件を満たすことで、取締役会に支配権維持目的の新株発行等の権限を認めるものであるから、純粋な権限分配秩序理論とは明らかに異なる考え方である⁽²⁴⁾。そして、本件高裁決定が、「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判示している点を捉えて、本件高裁決定は、ユノカル基準を「意識したもの」ではないかと推測される、との見解も表明されている⁽²⁵⁾。

(7) 本件高裁決定の立場

本件高裁決定は、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（フジサンケイグループ）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、経営判断事項であり、司法審査に適しないから、「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。」とした点が注目される。

すなわち、仮に本件をユノカル基準に当てはめてみると、Xの新株予約権発行差止請求権の存在の主張に対し、Yとしては、上記請求権発生を障害するため、会社に対する危険が存在すると合理的な根拠に基づき信じたこと（必要性）、防衛策に相当性があることを主張・疎明しなければならない。そして、Xの子会社になるよりAの子会社としてBグループに留まる方がYの企業価値を高めるから、Aに新株予約権を発行すると事情は、必要性と相当性を根拠づける事情といえるであろう⁽²⁶⁾。もしそのように解することが誤りでないとなれば、本件高裁決定は、ユノカル基準に基づく主張を失当として排斥したと評価せざるを得ない。翻せば、やはり、権限分配秩序説に基づく主要目的のルールに立ちつつ理論的根拠は明確ではないが例外を認めたとということになる。このことは、本件高裁決定が、主張自体失当である、との判示に続けて、「Yの主張する企業価値毀損の防止策のうち、YがXの子会社になった場合に、YがBから離脱することによりYやその子会社の売上げ及び粗利益がYが主張するとおり減少し、Xによる支配権取得がYに回復し難い損害をもたらすかどうかは、一応特段の事情として引き直す余地もある。」と述べていることから読み取れる。つまり、会社側の抗弁事由になりうるのは、会社に回復しがたい損害をもたらすこと、であり、防衛策の発動についてユノカル基準にいうところの必要性と相当性があることではないということである。

その他、この判示部分からすれば、敵対的買収者が前記4類型にあてはまらなくても、会社に「回復しがたい損害」が生じる場合には特段の事情になりうるといえるので、これを推し進めれば、買収者が濫用的であることは必須の要件ではないということになる。そうすると、この例示の意味は、会社に回復しがたい損害が生じると評価される類型を示したものと解される。

以上をまとめると、敵対的買収を仕掛けられた会社としては、差止請求に対する抗弁として、買収者が前記4類型にあたること、又は買収により会社に回復しがたい損害が生じること、及び対抗手段としての必要性・

相当性を主張・疎明する必要があるといえよう。

三 企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための指針について

以上の検討を前提に、次にニレコ事件について検討することとするが、その前に、ニレコ地裁決定の直前に、経済産業省及び法務省から発表された「指針」について若干触れておきたい。⁽²⁷⁾

「指針」では、買収防衛策が従う基準として、企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則、事前開示・株主意思の原則、必要性・相当性確保の原則という三原則を掲げている。

は、買収防衛策の導入、発動、廃止は、企業価値、株主共同の利益を確保し、または向上させる目的をもって行うべきであるとする原則をいう。具体例として、買収者がニッポン放送事件の4類型にあたる場合、強圧的二段階買収⁽²⁸⁾に対する防衛策、及び必要な時間と交渉力を確保するための買収防衛策の場合が示されている。

は、買収防衛策の導入に際し、その目的、買収防衛策の具体的な内容、効果を開示し、かつ、株主の合理的な意思に依拠するべきであるとする原則をいう。株主意思といっても、常に株主総会決議により防衛策を導入しなければならないわけではなく、株主の総体的意思によりこれを廃止できる手段を設けていれば取締役会決議により導入可能である。なお、「指針」は、一般論として「株主総会で選任された取締役が、選任者である株主の構成を変動させるために買収防衛策を採ることは、法律が予定している権限分配論と整合的ではないものの、意思決定機関としての株主総会は機動的な機関とは言い難いから、取締役会が株主共同の利益に資する買収防衛策を導入することを一律に否定することは妥当でない」と述べ、権限分配秩序説的な考え方を示唆しているといえる。

は、買収防衛策は、株主平等の原則、財産権保護、経営者の保身のための濫用防止等に配慮し、必要かつ相当な方法によるべきという原則をいう。

このような内容の「指針」は、企業の敵対的買収防衛策策定のガイドラインとして重要な意義を有するといえる反面⁽²⁹⁾、問題点として、「独立社外取締役」「独立社外監査役」からなる「企業統治委員会」の買収防衛策の発動に関する勧告について法的拘束力の有無により防衛策の適法性が左右されるのか、すなわち、拘束力がなければ取締役会の恣意的判断を防止できないのだから法的拘束力を持たせるべきであるとの見解⁽³⁰⁾、反対に、新株予約権の消却または発行は取締役会の権限なのだから第三者機関の判断に拘束されると取締役は権限と責任を放棄したことになり妥当でなく、取締役会の判断の合理性は事後的な司法審査に服させればよく、取締役会が第三者機関の判断に拘束されない仕組みであっても、ポイズンピルの相当性は否定されないとの見解⁽³¹⁾の対立、その他、そもそも「企業価値」とは何かという点などが指摘されている。そこで次にニレコ事件決定について検討する。

四 ニレコ新株予約権発行差止仮処分事件⁽³³⁾

1 事案の概要

X（債権者・有限責任会社）は、Y（債務者・ニレコ）の株主（平成17年3月31日時点でY発行済株式総数1000万5249株のうち、28万500株を保有、割合にして2.85パーセント）であるところ、平成17年3月14日、Yは、取締役会において、本件新株予約権の無償発行を行うことを内容とする「セキュリティープラン」（以下、「本件プラン」）の導入を決議し、公表した（その後新株予約権「消却」に関するガイドラインが作成及び改正されている）。

その概要は、濫用的な買収を未然に防止するために、平成17年3月31日最終の株主名簿又は実質株主名簿に

記載又は記録された株主に対し、所有株式1株につき2個の割合で新株予約権を割り当てる、新株予約権の行使条件として「手続開始要件」が満たされることが必要であり、それは、Yの発行済議決権付株式総数の20パーセント以上に相当する株式を保有する者を「特定株式保有者」とし、Y取締役会が、ある者が「特定株式保有者」に該当すると認識・公表した場合に「手続開始要件」が満たされることになる、本件新株予約権には譲渡制限があり、取締役会は譲渡の承認はしない、本件新株予約権の消却に関しては、取締役会において無償消却をする・しないの決議を行い、その際、特別委員会の勧告を最大限尊重する（特別委員会のメンバーは、弁護士2名、大学助教授1名の3名）、本件新株予約権を消却しないことができる条件として、ライブドア事件の「特段の事情」4類型（グリーンメイラー、焦土化経営、LBO、高値売り抜け）にあたる場合及び「買収者等がYの経営を支配した場合に、Y株主、取引先、顧客、地域社会、従業員その他のYの利害関係者を含むYグループの企業価値が毀損されることが明らかである場合など、Y取締役会が、本件新株予約権を一斉に無償消却しない旨の取締役会決議を行うことを正当化する特段の事情がある場合」というものであった。

また、本件新株予約権が行使された場合、平成17年3月31日現在の株主名簿に記載された株主に対し所有株式1株につき2株の割合で発行されるから、割当基準日以降にY株式を取得した株主の株式の持株比率は3分の1に希釈される（例えば、基準日において株主でなかった者が発行済株式総数の20パーセントを保有していた場合には、本件新株予約権の行使により、保有割合は7.2パーセントまで瞬時に希釈される）。

そこでXは、本件新株予約権の発行は、商法が定める機関権限の分配秩序違反、取締役の善管注意義務・忠実義務違反等の法令に違反すること、著しく不公正な方法による新株予約権の発行であることを理由として、これを仮に差止めることを求めた。

2 東京地裁決定要旨（申立認容）

本件新株予約権が不公正発行といえるかについて

「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り、こうした事情を会社側が疎明、立証した場合は、将来における敵対的買収者の持株比率を低下させることを主たる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。」

3 東京高裁決定要旨 (抗告棄却)

本件新株予約権の発行は著しく不公正な方法によるものか

「取締役は会社の所有者である株主と信認関係にあるから、上記権限の行使に当たっても、株主に對しいわれのない不利益を与えないようにすべき責務を負うものと解される。ところが、本件新株予約権は、その発行価額を無償、権利行使価格を1円とし、しかも、大量に発行されるものであって、次のとおり買収と無関係な株主が不利益を受けるおそれがあるものである。」

「本件新株予約権は、・・将来、新株予約権が消却されることなく、現実にこれが行使されて新株が発行されたときには、債務者の株式の価額は、理論的にはその時点で時価の3分の1程度に下落する可能性が存在する。」

「新株予約権の権利落日(平成17年3月28日)以後に債務者の株式を取得した株主は、平成20年6月16日までの間に本件新株予約権が消却されずに、新株予約権が行使され新株が発行されたときには、当該株主が濫用的な買収者であるかどうかにかかわらず、債務者株式の持株比率が約3分の1程度に希釈されるという危険を負担し続けることになる。・・そのような事情が、今後約3年間にわたって株式市場における債務者株式の株価の上昇に対し、上値を抑える強力な下げ圧力として作用することも否定できない。」

「上記のような不安定要因を抱えた債務者株式(その上、本件新株予約権がその適切な対価を払い込むことなく無償交付されるため、その価値に相当する分だけ価値が低下している。)は投資対象としての魅力に欠ける、買い意欲をそそられない株式となり、購入を手控える傾向が高まるものと考えられ、その結果、当該株式の株価が長期にわたって低迷する可能性の高いことが想定される場所である。そして、そのことは、新株予約権を取得した既存株主にとっても、株価値下がりの危険のほか、長期にわたってキャピタルゲインを獲得する機会を失うという危険を負担するものであり、このような不利益は、本件新株予約権の発行がなければ生じ得なかったであろう不測の損害というべきである。」

「既存株主としても、本件新株予約権の譲渡が禁止されているため、敵対的買収者が出現して新株が発行されない限りは、新株予約権を譲渡することにより、上記のような株価低迷に対する損失をてん補する手立てはないから、既存株主が被る上記のような損害を否定することはできない。このような損害は、敵対的買収者以外の一般投資家である既存株主が受忍しなければならない損害であるということとはできない。」

「本件新株予約権の発行によって、将来出現する可能性のある買収者とその買収実施前に一時停止させて取締役会と買収条件等につき真摯に交渉することを動機づける効果があり、それによって買収者が提示する株式の買い付け価格が上昇し、買収時に株主が得るプレミアムが上昇する可能性があるとしても、その利益を具体的に疎明する資料はなく、また、債務者の取締役会が、上記のような損害と買収プレミアム引上げ効果等による債務者の総株主の利益とを比較衡量した上、本件新株予約権の発行を決定したことをうかがわせる資料もない。」

「そうすると、本件新株予約権の発行は、既存株主に受忍させるべきでない損害が生じるおそれがあるから、著しく不公正な方法によるものというべきであり、しかも、上記のとおり債権者が本件新株予約権の発行によ

て不利益を受けるおそれがあることも明らかである。」

4 検討

(1) 事案の特徴

本件は、「平時」⁽³⁴⁾に「取締役会決議」によって、「導入」された買収防衛策（新株予約権の株主割当）について、「不公正発行」にあたりと判断されたものである。前述のニッポン放送事件とは、「平時」である点、及び株主割当である点で異なる。また、本件の特徴として、地裁決定の直前に「指針」が公表されていたこと、及び地裁決定と高裁決定の判断基準が異なると解される点が挙げられる。そこで、これらの特徴を踏まえた上で、本件決定の考え方と判断基準について若干の検討をしてみたい。

(2) 地裁決定の立場

本件地裁決定は、「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」として、機関権分配秩序説に立った上で、「有事」の場合には、緊急避難的行為として、取締役会は対抗手段をとることができるが、「平時」の場合には、緊急避難的行為として対抗手段を採る必要性が無いので、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、会社に回復しがた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の相当性があれば取締役会決議により新株予約権を発行でき、その相当性の判断基準として、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、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とか、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、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、という3要件を挙げた。

の要件は、「有事」の場合であったニッポン放送事件では要求されていなかった要件であり、「平時」における防衛策の導入の場合の特殊性を反映したものと見える。これは、機関権限分配秩序説を前提に、ニッポン放送事件異議審決定と連続性を有する考え方⁽³⁵⁾ということができるであろう。

ここでの問題は、いかなる場合に株主総会の意思の反映があったといえるかということである。まず、新株予約権発行前に株主総会の意思の反映が必要なのか発行後でもよいのかが問題になるが、本件地裁決定では「新株予約権が株主総会の判断により消却可能なものとなっていることなど」という例示が挙げられていることからして、事後的な株主総会の意思の反映でも足りると考えているのであろう。問題は、株主総会の意思の反映方法であるが、本件では、新株予約権の内容としてデッドハンド条項⁽³⁶⁾はなく、取締役会決議で無償消却が可能であるから、株主総会において取締役の解任を通じて消却可能といえるが、本件新株予約権発行後の株主総会において新たな取締役の選任は予定されていないし、本件新株予約権の消却事由に関する決議を行うことは掲げられていないので、株主総会の意思反映の仕組みは設けられていない、と判断されている。これは、「指針」よりも厳しいものといえるであろう⁽³⁷⁾。

次に、取締役会の恣意的判断防止の担保については、本件地裁決定は、本件新株予約権の消却等に関する取締役会決議に際して、利害関係のない有識者2名以上3名以内で構成される特別委員会の勧告に関して、勧

告に従うことによって債務者の企業価値が毀損されることが明らかである場合は従う義務はない、という点に関し、「取締役会の恣意的判断を防止するものとなっているとまでいうことは困難」と判断しており、この点の評価は、前記のとおり分かれており、⁽³⁸⁾ 会社法の基礎理論に関わる論点といわれている。⁽³⁹⁾

若干検討すると、会社法上、確かに新株予約権発行の権限は取締役会にあるが、支配権維持目的の場合には、取締役会の権限外になる。ただ、防衛策発動の条件が成就すれば、例外的に取締役会の権限内の行為として防衛策を発動できる。問題は、条件成就の認定・評価を最終的には取締役会で判断できるとすれば、恣意的判断の余地が残るのではないか、ということである。しかし、恣意的判断かどうかは、事後的な評価により判断されるものであるし、取締役会の判断が合理的であったかは、事後的な司法審査に服する可能性があるため、そのこと自体が判断の合理性を担保しているといえるであろう。そうであれば、勧告に法的拘束を力を認めるまでの必要はないように解される。

次に「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」という点について、本件地裁決定は、権利落ち日以降にY株式を取得した株主は、持株比率が約3分の1まで稀釈されるリスクを負担することになるところ、将来Y株式を20パーセント以上取得する買収者が登場するのかが、また、いつ登場するのか、その場合取締役会が無償消却するのか否かは予測困難であり、合理的な投資家であれば、このような株式への投資は慎重になると考えられ、その結果既存株主は市場において高い評価での売却の機会を失うことになる、このようなY株式の投資対象としての魅力の減少による価値の低下は看過できない不測の損害というべきであるとした。このように本件地裁決定は、株主の被る損害を投資家としての利益の喪失とみている。⁽⁴⁰⁾ 他方、前記ニッポン放送事件における既存株主の被る損害は、持株比率の低下による持分的利益であった。このように「既存株主の損害」は多義的であるところ、本件地裁決定は、株主総会の意思の反映があれば、既存株主が売却の機会を失うことを正当化する余地を残す点で問題があると指摘されている。⁽⁴¹⁾ すなわち、本件地裁決定は、株主総会の意思の反映の要件を満たさないとしたのであるが、仮に、この要件を満たす場合、既存株主が高い評価での売却の機会喪失を自ら放棄したとして、既存株主の損害については考慮する必要はなく、新株予約権の発行を適法化してよいということになりかねない、という懸念である。前掲大塚は、持分的利益の一時的な移動と（持株比率の低下）、判恒久的に株式の流動性を阻害して投資対象としての魅力を減じることでは、既存株主が放棄する経済的利益が質的に異なり、株主総会決議で許されるかは疑問である、とする。これは、「企業価値」「株主共同の利益」とは何かに関わる問題といえよう。⁽⁴²⁾

(3) 高裁決定の立場

以上のように、本件地裁決定には、既存株主の被る損害（投資家としての利益の喪失）を株主総会で正当化されてしまうおそれがあることから、本件高裁決定は地裁決定とは異なる判断枠組みを用いた、と考えれば、本件高裁決定を理解しやすい。

すなわち、本件高裁決定は、前記のとおり、株主総会の意思の反映とか、取締役会の恣意的判断防止といった要件を立てずに、「取締役は会社の所有者である株主と信認関係にあるから、上記権限の行使に当たっても、株主に対しいわれのない不利益を与えないようにすべき責務を負うものと解される。」として、不公正発行か否かを買収と無関係な株主に生ずる損害（株式を高い評価で売却する投資家としての利益）の有無を基準に判断しているのである。つまり、株主総会の意思によっても、半恒久的に投資家としての利益を奪うことはできないとみているのではないかと、ということである。

他方で、本件高裁決定は、「取締役会は、株主割当ての方法で新株予約権を発行し（商法280条ノ20第2項12号）、また、新株予約権に譲渡制限を付する（同条同項8号）権限を有している。そして新株予約権の権利内

容（行使期間、権利行使の条件、消却の事由・条件）や利用方法について、商法上特段の制限は加えられていない。したがって、濫用的な敵対的買収に対する防衛策として、新株予約権を活用することも考えられないではない。」としており、機関権限分配秩序を原則とする判示がない点に着目して、「原則として、取締役会には予防策としての新株予約権の発行を行う権限があることを一応認めたものと捉えることが可能なのではないか」との評価もある。

この2つの見解はまったく異なるアプローチから高裁決定を評価するものであり今後の判例の動向が注目される。そこで次に、「日本技術開発」対「夢真」事件について検討する。

五 「日本技術開発」対「夢真」事件⁽⁴⁵⁾

1 事案の概要

X（債権者・夢真ホールディングス）は、Y（債務者・日本技術開発株式会社）の筆頭株主（平成17年7月20日現在で50万9000株・発行済総数の約6.83パーセント）であるところ、平成17年5月26日、Xは、A証券会社（日興コーディアル証券株式会社）を通じて、Y株式の51パーセントを取得する意思があることを伝えた。

平成17年7月7日、XとYは会談した。その際、Xは、YをXグループの中核となってもらいたいと考えて業務提携を申し入れていることを伝え、業務提携に応じるか否か、応じる場合における条件について同年7月11日までに提示してもらいたいと要望したところ、Yは、同月15日まで待つと望み、Xは承諾した。

平成17年7月8日、Yは、「大規模買付行為への対応方針に関するお知らせ」（以下、「方針」という）という文書を公表した。その要旨は、特定株主グループの議決権割合が20パーセント以上となる株券等買付行為に対しては、大規模買付行為に関する情報が提供された後、評価・検討の上、取締役会の意見を開示し、必要に応じて大規模買付者と交渉したり株主への代替案を提示することもあるというものである。そして、そのために大規模買付者が遵守するルールとして、大規模買付者はY取締役会に対して十分な情報を提供すること、評価期間経過後に大規模買付行為を開始すること、という「大規模買付ルール」が定められ、大規模買付ルールが遵守されない場合、株式分割・新株予約権の発行等により大規模買付行為に対抗する可能性があるというものであった（なお、当該対応方針はY取締役会決議を経ている）。

平成17年7月11日、Xは、取締役会において、Y株式を公開買付により取得する場合の条件等を決議したこと、及びその内容を公表した

同月11日、Yは、上記Xの公表に対して、Xによる公開買付は、Yの大規模買付ルールに反するものであるから、情報の提供と、買付の延期を求める旨、及び、大規模買付ルールを遵守しない場合は、「方針」に従って対抗措置を講じることがある旨明らかにした。

平成17年7月12日、Yは、Xに対し、X代表取締役はYの大規模買付ルールに従う旨の意向表明書等の提出、及び、平成17年7月15日午後5時までに公開買付けの開始を延期することをYへ通知し、公表すること等を要請した。

平成17年7月15日、Xは、上記Yの要請は不合理であり、応じないことを公表した。

同日Yは、Xに対し、大規模買付ルールに従わなければ対抗措置を講じざるを得なくなる等の内容の警告書を発送した。これに対して、Xも、同月16日、Yに対して、公開買付等の価格について予め希釈化防止条項を設けるので、Yの対抗措置は奏功しないこと、万が一奏功した場合、Y代表取締役らに対して民・商法上の責任追及を行うことを警告した。

平成17年7月18日、Yは、大規模買付ルールに基づき、株式分割及びこれに伴うYが発行する株式の総数を増加させる定款変更の取締役会決議を行った。同月19日、Xは、取締役会において、公開買付を行うことを決

議・公表し、翌20日、公開買付を開始した。同月21日、Yが株式分割及びYが発行する株式総数増加の定款変更を行う旨の取締役会決議をしたことを公告した。

そこで、Xは、Yが平成17年7月18日の取締役会決議に基づいて現に手続中の株式分割について、当該取締役会決議が商法218条1項等の法令に違反することを理由とする取締役会決議無効確認請求権を本案の請求権として株式分割の仮の差し止めを申し立てた。

2 決定要旨（申立却下）

株式分割についての商法280条ノ10[会社210条]の適用又は類推適用の有無について

「株式分割について同法280条ノ10の規定を直接適用することはできないのは明らかである。次に、株式分割についての同法280条ノ10の類推適用の可否につき・・・Xが被る不利益は、公開買付けの実施によって新たに株主となろうとする期待が阻害されるというにすぎず、既存株主としての地位に実質的変動が生ずるものとはいえない。・・・したがって・・・同法280条ノ10の規定を類推適用することはできない。」

公開買付けに対する対抗策が許容される基準について

「企業の経営支配権に争いがある場合に、現経営陣と敵対的買収者（以下「会社の現経営者が反対している買収者」の意味で用いる。）のいずれに経営を委ねるべきかの判断は、株主によってされるべきであるところ、取締役会は、株主が適切にこの判断を行うことができるよう、必要な情報を提供し、かつ、相当な考慮期間を確保するためにその権限を行使することが許されるといえる。したがって、経営支配権を争う敵対的買収者が現れた場合において、取締役会において、当該敵対的買収者に対し事業計画の提案と検討期間の設定を求め、当該買収者と協議してその事業計画の検討を行い、取締役会としての意見を表明するとともに、株主に対し代替案を提示することは、提出を求める資料の内容と検討期間が合理的なものである限り、取締役会にとってその権限を濫用するものとはいえない。」

「取締役会としては、株主に対して適切な情報提供を行い、その適切な判断を可能とするという目的で、敵対的買収者に対して事業計画の提案と相当な検討期間の設定を任意で要求することができるのみならず、合理的な要求に応じない買収者に対しては、証券取引法の趣旨や商法の定める機関権限の分配の法意に反しない限りにおいて、必要な情報提供と相当な検討期間を得られないことを理由に株主全体の利益保護の観点から相当な手段をとることが許容される場合も存するというべきである。この観点からみると、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認められないにもかかわらず、取締役会が公開買付けに対する対抗手段として、公開買付けを事実上不可能ならしめる手段を用いることは証券取引法の趣旨に反し、また、直ちに新株発行や新株予約権の発行を行うことは、商法の定める機関権限の分配の法意に反し、相当性を欠くおそれが高いといえることができるものの、他方、取締役会としてとり得る対抗手段が当該買収者の買収が適切でない旨の意見を表明する方法などにとどまるべきものであるということも適当ではない。したがって、取締役会が採った対抗手段の相当性については、取締役会が当該対抗手段を採った意図、当該対抗手段をとるに至った経緯、当該対抗手段が既存株主に与える不利益の有無及び程度、当該対抗手段が当該買収に及ぼす阻害効果等を総合的に考慮して判断するべきである。」とし、本件では、「相当性を欠き、取締役会がその権限を濫用したものとまでいうことはできない。」とした。ただし、Xの「本件株式分割により、事実上本件公開買付けの実施が困難となる」との主張に対して、「仮に、本件株式分割の結果、本件公開買付けに事実上著しい支障を来したと認められる場合には、対抗手段としての相当性を欠くと解する余地もないではない。」とし、本件では、これを認めるに足りる疎明はないとした。

3 検討

(1) 事案の特徴

本件は、敵対的買収者が仕掛けた株式公開買付けに対して、買収対象会社の取締役会が、買収対象会社の定時株主総会が開催されるまで敵対的買収者が公開買付けを行うことを阻止することを目的として行った株式分割の適法性が争われた事案である。いわゆる事前警告型防衛策の適否について判断された点に意義がある。

(2) 事前警告型防衛策とは

一般に事前警告型防衛策とは、導入会社の取締役会において、導入会社の株券等を大量に取得する者が従うべきルールをあらかじめ定め、買収者がこのルールに違反した場合（買収防衛策発効要件の充足）には一定の対抗措置をとることを事前に決議の上公表し、警告しておく買収防衛策をいう。⁽⁴⁶⁾

(3) 株式分割による防衛について

Y社は、対抗措置として株式分割を行おうとしたのであるが、株式分割がなぜ買収者の議決権を希釈化させることができるかという点、買収者が支配株式を取得するためには、通常、公開買付けによる必要があるが、公開買付期間は、20日以上60日以内と定められている（証券取引法27条の2第2項、同施行令8条1項）。これに対し、株式分割の基準日公告は、分割基準日の2週間前までに公表すればよい（商法219条1項）から、買収者が、公開買付期間を、最短の20日に設定して公開買付を開始しても、経営陣は、公開買付期間内に分割基準日を設定した株式分割を決定でき、その結果、買収者が公開買付により大量の株式を買い付けても、分割新株は基準日時点の名簿株主に割り当てられるので、分割の効力発生日に買収者の議決権は希釈化されてしまうのである。それに加えて、公開買付等の価格の引き下げは禁止されていること（証券取引法27条の6第3項）また、通説が、株式分割は証券取引法施行令14条1項1号が定める公開買付の撤回事項に当たらないと解していたことを前提にすると⁽⁴⁷⁾、買収者は、株式分割を前提としない高値で買付を余儀なくされ、買収者は経済的不利益も被る⁽⁴⁸⁾。Y社は、このような株式分割による買収者の議決権希釈化および経済的不利益による威嚇効果により、株式分割の効力発生日を定時株主総会後とすることで、定時株主総会後までXによる公開買付を封じようとしたのである。

本件における大規模買付ルールは、概略、⁽⁴⁹⁾ 事前に大規模買付者がY取締役会に対し十分な情報を提供し、⁽⁵⁰⁾ Y取締役会による一定の評価期間が経過した後大規模買付行為を開始するものとし、大規模買付者により、大規模買付ルールが遵守されなかった場合、ないし、遵守された場合でも、当該大規模買付行為がY社株主全体の利益を著しく損なうと認められる場合には、具体的な買付方法の如何にかかわらず、Y取締役会は、Y及びY株主全体の利益を守ることを目的として、株式分割、新株予約権の発行等、商法その他の法律及びY社定款が認めるものを行使し、大規模買付行為に対抗する場合があります、具体的にいかなる手段を講じるかについては、その時点で最も適切とY社取締役会が判断したものを選択することとする（オープンエンド）。ただし、Y社取締役会が具体的な対抗策として一定の基準日現在の株主に対し株式分割を行うことを選択した場合には、株式分割1回につきY社株式1株を最大5株に分割する範囲内において分割比率を決定するものとする、というもので、本件では、前記のとおり、Y社取締役会は、株式分割を選択したのである。

(4) 本件防衛策の適法性の判断基準

本件では、Yの大規模買付ルールに基づく株式分割について、商法280条ノ10の適用又は類推適用があるか等、様々な論点があるが、本稿では、取締役会による敵対的買収防衛策が許容される基準について判断された、本件取締役会決議が権限濫用として無効か、という点に絞って検討する。

本件決定は、前記決定文の引用から明らかとなっており、経営支配権に争いがある場合に、誰に経営をゆだねる

かの判断は株主が行うべきであるとして、前記ニッポン放送事件各決定、ニレコ地裁決定、および「指針」と同様の考え方を採用している。すなわち、機関権限分配秩序説を採用したものといえる⁽⁵²⁾。本件の特殊性は、事前警告型防衛策が発動された点にあり、今まで検討してきた裁判例と異なる点であるが、事前警告型であるという特殊性を反映した判示は、取締役会が、大規模買付ルールに基づく情報提供と考慮期間の確保のために相当な対抗手段をとることができるとした点、および、取締役会による対抗手段の相当性の判断基準を示した点にある。すなわち、取締役会は、会社に回復しがたい損害をもたらすおそれがないのに、公開買付を事実上不可能ならしめる手段を用いることは証券取引法の趣旨に反し、直ちに新株発行や新株予約権を発行することは機関権限分配の法意に反するから相当性を欠くおそれが高いとして、ニッポン放送事件各決定、ニレコ地裁決定の考え方を前提に、「取締役会が当該対抗手段を採った意図、当該対抗手段をとるに至った経緯、当該対抗手段が既存株主に与える不利益の有無及び程度、当該対抗手段が当該買収に及ぼす阻害効果等を総合的に考慮して（相当性の有無を）判断すべきである」と判示した点に本件決定の特徴がある。

（５）「相当性」という言葉の多義性

ここで注意すべきは、本件における相当性は、株主総会が、買収者が現経営陣かいずれに経営を委ねるべきかの判断をするための情報収集と考慮期間確保のための対抗手段の相当性についての判断であって、ニッポン放送事件におけるような、支配権維持目的での新株予約権の発行といった買収防衛策における相当性とは異なる点である。すなわち、ニッポン放送事件では、「株式の買収者が敵対的存在であるという一事のみを持って、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・・必要性や相当性を充足するものとは認められない。」と判示しており、これは、買収者が敵対的であることに加えて、買収により会社に回復しがたい損害が生じることを要求するものと解される。これに対し、本件では、Xの買収に対して、Y社取締役会が、株主総会での判断にかけるための情報収集と考慮期間確保のための防衛策の適否が問題となっており、その場合の「相当性」の判断基準を示したのである。株主総会の判断にかけるための防衛策の発動というのは、最終判断は株主総会が行うということが前提で、機関権限分配秩序に忠実な考え方といえる。そうであるから、ニッポン放送事件のように、会社に回復しがたい損害が生じることは要求されていないと考えられ、「相当性」の内容が異なったものと解される。また、ニレコ地裁決定も、平時における防衛策導入を取締役会で行うことが許容される基準としての相当性であり、本件とは事案を異にするというべきであろう⁽⁵³⁾。

このように、ニッポン放送事件、ニレコ事件、「指針」、および、後記ブルドック事件のいずれもが敵対的買収に対する防衛策は、判断機関が取締役会であろうが株主総会であろうが、「相当なものでなければならない」、として、敵対的買収に対する防衛策には、手段の相当性が要求されることはほぼ固まっているといえるが、相当性の判断基準は、ケースバイケースであり、裁判例の積み重ねにより精緻化されてきているが、さらなる検討が必要といえよう⁽⁵⁴⁾。

これは、要するに、敵対的買収に対する防衛策は、判断機関が取締役会であろうが株主総会であろうが「相当性」を備えていれば許される、そして、「相当性」を有するというのは、言葉を換えれば、「過剰防衛でないこと」、ということであるから、敵対的買収が会社の効率性に与える脅威との関係で判断されることになるので、「相当性」の判断基準は、事案により異なる。

例えば、「ニッポン放送事件」のように会社に回復しがたい損害が生じるおそれがないにもかかわらず、新株発行をすることは、過剰防衛であるし、「ニレコ」事件のように既存株主に不測の損害を与えるような場合も過剰防衛である。また、「日本技術開発」事件のように、事前警告型かつ株主総会までの時間稼ぎ目的での株式分割の場合は、取締役会が当該対抗手段を採った意図、当該対抗手段をとるに至った経緯、当該対抗手段

が既存株主に与える不利益の有無及び程度、当該対抗手段が当該買収に及ぼす阻害効果等、からして過剰防衛ではないということになるのであろう。

(6) 本件決定の問題点

ところで、本件決定は、結論として、本件株式分割は手段としての相当性を有すると判断しているが、その理由として、本件株式分割は株主総会が開催されるまでの時間稼ぎ的なものであり、取締役の保身を図るものではないこと、既存株主が公開買付けに応募する機会を喪失させるものではないこと、株主総会では取締役の選任が予定されており、株主は現経営陣と買収者のいずれに経営を委ねるかの判断を十分な情報を得た上で行うことが可能となること、Xは、株式分割後の株価に基づいて買付け価格を設定しているため経済的損失を被ることはないこと、本件公開買付けによって、基準日の株主が株式分割の効力発生日に受けることになる株式も取得することができること等を挙げているが、傍論として、「仮に、本件株式分割の結果、本件公開買付けに事実上著しい支障を来したと認められる場合には、対抗手段としての相当性を欠くと解する余地もないではない」と述べた点が問題視されている⁽⁵⁵⁾。

これは、本件決定は、時間稼ぎとしての防衛策は許されるが、公開買付けを阻止する防衛策は許さない趣旨(過剰防衛である)と読めるところ、定時株主総会が近接していない時期であって、臨時株主総会の開催も難しい場合に、取締役会に大規模買付けルールの設定と遵守を求めることを認めた意味がなくなるのではないかと、との指摘である⁽⁵⁶⁾。

なお、Yは、9月下旬開催予定の定時株主総会において、特別決議による承認を条件として、差別的条件が付された新株予約権を発行する予定であったが、Xが公開買付けにより取得した株式がY社の20パーセントに満たなかったため、新株予約権の発行は撤回されている。そこで、仮に、株主総会決議に基づく差別的条件付新株予約権が発行された場合の適否については今後の問題として残されたわけであるが、その点について、次のブルドック事件の中で判断されているので、以下で検討していく。

六 「ブルドックソース」対「スチール・パートナーズ」事件⁽⁵⁷⁾

1 事案の概要

X(債権者・スチール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド(オフショア)、エル・ピー)、及びXの関連法人であるA(リパティエ・スクエア・アセット・マネジメント・エル・ピー)は、Y(債務者・ブルドックソース)の株主であるところ(Yの発行済株式総数は1901万8565株で、XはY株178万株、Aは17万株を保有し、両者併せてYの発行済株式の10.25パーセントになる)、Xが100パーセントの持分を有するB(スチール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド・エス・ピー・ヴィー・エル・エル・シー)は、X及びAを併せてYの発行済株式の全株式を取得することを目的として、期間を平成19年5月18日から同年6月28日までとし、公開買付けを開始した。

これに対してY取締役会は、平成19年6月7日、本件公開買付けに反対することを決議し意見表明すると同時に、本件公開買付けに対する対応策として、平成19年6月24日開催予定の定時株主総会の特別決議による承認に基づく新株予約権無償割当てを行うため、一定の新株予約権無償割当てに関する事項を株主総会の特別決議事項とする等の内容の定款変更議案、及び本件定款変更議案が承認可決されることを条件として、本件新株予約権無償割当てを行うことを特別決議により承認することを求める議案をそれぞれ本件総会に付議することを決定した。

本件定款変更議案に基づく本件新株予約権無償割当ては、基準日である平成19年7月10日における最終の株

主名簿及び実質株主名簿に記載又は記録された株主に対し、Y株式1株につき3個の割合で割り当てるものであるが、X等及びその関係者は「非適格者」として本件新株予約権を行使できないこととされ、また、本件定款変更議案には取得条項が付されており、その取得条項に基づきYが本件新株予約権を取得する場合、非適格者にはY株式は交付されず、本件新株予約権1個につき396円が交付されるというものであった。この396円というのは、本件公開買付けにおける買付価格1584円に4分の1を乗じたものである。

X及びA以外の株主が本件新株予約権を行使し、又はYが取得条項に基づきX及びA以外の株主の本件新株予約権をすべて取得して株式が交付された場合、X及びAを併せた持株比率は、10.25パーセントから2.82パーセントに低下する。また、Yが取得条項に基づきX及びAから新株予約権を取得した場合、X及びAに合計23億1660円が支払われることになる。

平成19年6月24日午前10時、本件総会が開催され、本件定款変更議案は、総議決権の約94パーセントを有する株主が出席し、出席した当該株主の議決権の約88.7パーセントの賛成により、本件新株予約権無償割当ての承認に関する議案は、総議決権の約94パーセントを有する株主が出席し、出席した当該株主の議決権の約88.7パーセントの賛成によりそれぞれ可決・承認された。

そこでXは、本件新株予約権の無償割当ては、株主平等原則に反し違法である（会社法247条1号）、本件決議は無効又は取消事由があり、定款に反する（247条1号）、及び本件新株予約権の無償割当ては著しく不公正な方法によるものである（247条2号）と主張して、247条の類推適用により本件新株予約権無償割当ての差止めを求める仮処分を申請した。

2 東京地裁決定要旨（申立却下）

会社法247条の類推適用の可否について

会社法「277条の規定する新株予約権無償割当てについて同法247条の規定を直接適用することはできないことは明らかである。」

「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条の規定が類推適用される」

株主平等原則違反について（法令違反・247条1号）

「株主に無償で割り当てられた新株予約権について定められた差別的な行使条件又は取得条項のために、特定の株主が持株比率の低下という不利益を受けるとしても、少なくとも株主総会の特別決議に基づき当該新株予約権無償割当てが行われた場合であって、当該株主の有する株式の数に応じて適正な対価が交付され、株主としての経済的利益が平等に確保されているときには、当該新株予約権無償割当ては、株主平等原則や会社法278条2項の規定に違反するものではないと解するのが相当である。」

著しく不公正な方法により行われる割当てに当たるかについて（247条2号）

「特定の買収者が公開買付けの制度に基づき買収手続きを進めている場合においても、株主総会としては、当該買収者による経営支配権の取得が企業価値を損なうおそれがあると判断する場合には、株主全体の利益保護の観点から相当な対抗手段を採ることが許容される」

「特定の買収者による経営支配権の取得が企業価値を損なうおそれがあるという対抗手段の必要性の判断については、原則として株主総会に委ねられるべきであり、当該株主総会の判断が明らかに合理性を欠く場合に限り、対抗手段の必要性が否定される」

「他方、株主総会の特別決議による対抗手段であっても、特定の買収者による経営支配権の取得を妨げると

いう目的に必要な範囲を超えて、当該買収者又はその他の株主の利益を損なうことは許されないのであって、株主総会が採った対抗手段の相当性については、こうした観点から、株主総会が当該対抗手段を採るに至った経緯、当該対抗手段が既存株主に与える不利益の有無及び程度、当該対抗手段が当該買収に及ぼす阻害効果等を総合的に考慮して判断すべきである。」

3 東京高裁決定要旨（抗告棄却）

会社法247条の類推適用の可否について

原決定を是認し、類推適用を認めた。

株主平等原則違反について（247条1号）

「株主間に差別的な取扱いがなされたとしても、関連する会社法の諸規定等も考慮した上で、上記差別的な取扱いに合理的な理由があれば、それは株主平等原則ないしその趣旨に違反するものではない。・・・会社法に定める株主の権利行使は当然のことながら、信義誠実等の基本的な法規範の規律の下にあり、権利の濫用にわたるような行使は許されないのであるから、他者の権利との相関関係において一定の場合には制約を受けることがあるのである。したがって、株主平等原則は、会社法の原則の一つであるが、株主の属性によって差異を設けることが当該会社の企業価値の毀損を防止するため必要かつ相当で合理的なものである場合には、それは株主平等原則に反するものではない」

著しく不公正な方法により行われる割当てに当たるかについて（247条2号）

「株式会社は、理念的には企業価値を可能な限り最大化してそれを株主に分配するための営利組織であるが、同時にそのような株式会社も、単独で営利追求活動ができるわけではなく、1個の社会的存在であり、対内的には従業員を抱え、対外的には取引先、消費者等との経済活動を通じて利益を獲得している存在であることは明らかであるから、従業員、取引先など多種多様な利害関係人（ステークホルダー）との不可分な関係を視野に入れた上で、企業価値を高めていくべきものであり、企業価値について、専ら株主利益のみを考慮すれば足りるという考え方には限界があり採用することができない。

真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、専ら当該会社の株価を上昇させて当該株式を高値で会社関係者等に引き取らせる目的で買収を行うなどのいわゆる濫用的買収者が、株式を買占め、多数派株主として自己の利益のみを目的として濫用的な会社運営を行うないし支配することは、会社の健全な運営を行うなどという観点を欠くのであるから、結局はその株式会社の企業価値を損ない、ひいては株主共同の利益を害することにつながるものであり、このような濫用的買収者は株主として、差別的な取扱いを受けることがあったとしてもやむを得ないものである。それゆえ、そのようなおそれがある場合において、株式会社が、特定の株主による支配権の取得について制限を加えるなどして、企業価値を確保又は向上させることを内容とする買収防衛策を導入することは、対抗手段としての必要性、相当性が認められる限りにおいて株式会社の存立目的に照らして適法かつ合理的なものといえる。したがって、買収防衛策が上記のようなものであれば、本件新株予約権無償割当ての結果として買収者の持株比率の低下等の事態が生じたとしても、それをもって著しく不公正な方法により行われる場合に当たるといえることはできない。」

本件新株予約権無償割当ての必要性

「本件は、・・・濫用的買収者と認められる原告人が、・・・相手方を本件公開買付けによって買収しようというものである。相手方は、このような買収によって、場合によって、解体にまで追い込まれなければならない理由はないのであって、このような事態に直面した相手方が自らの企業価値ひいては株主共同の利益を守るた

めに自己防衛手段を採ることは理由のあることである。そして、会社法及び証券取引法もこのような防衛手段を禁じていないと解されることからすると、本件新株予約権無償割当てについてはこれを導入すべき必要性(目的の正当性)が認められるというべきである。」

本件新株予約権無償割当ての相当性

(買収防衛策の)「相当性を検討するに当たっては、買収防衛策を導入するに至った経緯及び手続、濫用的買収者あるいはその他の株主に与える不利益の程度、当該買収に及ぼす効果等に買収行為の不当性の程度等を総合的に考慮すべき」である。

原告人の主張に対する判断

「原告人は、本件新株予約権無償割当ては、経済的利益において一般株主とは平等でない旨主張する。しかし、本件新株予約権無償割当てが経済的利益の観点から相当性を有するためには、防衛の趣旨、目的を超え、原告人関係者に過度ないし不合理な財産的損害を与えないことで足りるものと考えられ、不当な公開買付けに対する防衛策であることの性質上経済的利益において他の株主と平等であることまでは必要とされない。ちなみに、前記した本件の経緯に照らしてみると本件においては、この価格(1個396円)より低額であったとしても買収策としての相当性を欠くものではないとの評価も考えられる。」

4 最高裁決定要旨(原告棄却)

株主平等の原則に反するとの主張について

「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。」

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ぎよ行われたもので、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、抗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（目的）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、抗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かったからといって、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。」

5 検討

(1) 本件の特徴

本件は、「有事」において、買収対象会社の株主総会決議により導入された、差別的行使条件および取得条項の付された新株予約権の無償割当ての適法性が争われた事案である。本件は、「有事」であるにもかかわらず「株主総会」の特別決議により防衛策が導入されたもので、いままで検討してきた裁判例とは事案を異にする。

本件の論点は、新株予約権無償割当てに会社法²⁴⁷条が類推適用されるか、本件新株予約権無償割当ては、株主平等原則に反するか、不公正発行に当たるか、定款違反にあたるか、多数決の濫用に当たるか、および、YがXから取得条項に基づいて新株予約権を取得することは利益供与に当たらないか等、様々あるが、本稿では、最高裁で判断された、株主平等原則違反の有無、および、不公正な方法による割り当てか、という点に絞って検討する。

(2) 株主平等原則違反の点について

本件地裁決定は、新株予約権が株主に対する無償割当ての方法で発行される場合は、株主平等原則の趣旨が及ぶとしながらも、会社法は、公開会社の場合、新株や新株予約権は取締役会決議で発行でき、ただ、有利発行の場合は株主総会の決議が必要であることから、既存株主の持株比率維持の要請は、株式の経済的価値の平等の要請より劣後するとしていること、また、交付金合併等の規定から、株主の有する株式の数に応じて金銭その他の対価が交付され、経済的利益が確保される限り、株主総会の特別決議によって、少数株主の株主としての地位を強制的に失わせることを許容していることを根拠に、「少なくとも株主総会の特別決議に基づき当該新株予約権無償割当てが行われた場合であって、当該株主の有する株式の数に応じて適正な対価が交付され、株主としての経済的利益が平等に確保されているときには」、差別的な行使条件又は取得条項の付いた新株予約権無償割当てであっても株主平等原則違反ではない、とした。

本件高裁決定は、本件地裁決定の理由付けに加えて、会社法に定める株主の権利行使は、信義誠実等の基本的な法規範の規律の下にあり、権利の濫用にわたるような行使は許されないので、他者の権利との相関関係に

において一定の場合には制約を受けることがあり、したがって、「株主の属性によって差異を設けることが当該会社の企業価値の毀損を防止するために必要かつ相当で合理的なものである場合には」株主平等原則に反しないとして、地裁決定と異なり、株主総会の特別決議、及び「当該株主の有する株式の数に応じた適正な対価の交付」つまり経済的利益の平等は要件としていない。

これは、防衛策が株主平等原則違反か否かは、防衛策の必要性和相当性の判断の中に消化されるべき問題との認識に立つものである。株主総会の特別決議の存在を相当性の一要素とみていることからそのように窺える。後述の最高裁決定も、このような高裁決定の考え方を基本的には支持するものと解される。そして、このような考え方は、妥当なものとする。なぜなら、防衛策は敵対的買収を阻止する仕組みである以上、買収者に不利益を与えるものにならざるを得ず、そのような不利益を与える防衛策が法的に許容されるかが問題なのであって、平等原則違反の問題も、許容される不利益といえるか、という観点から検討されるべきだからである。そうであるから、必ずしも地裁決定のように株主総会の特別決議が必要ということにはならないのではないかと考えられる。⁽⁵⁸⁾

ただ、注意すべきは、高裁決定は、「株主の属性によって差異を設けることが」と述べており、買収をしようとしている株主が濫用的であることを念頭においているものと解される。これは、会社に対する脅威の有無につき裁判所が自ら判断するという点であり、最高裁とはこの点で異なる。

なお、差別的行使条件付新株予約権の無償割当ては、実質的には株主割当てとはいえず、有利発行規制に服し、その意味で株主総会の特別決議が必要にならないか、という問題が指摘されている。⁽⁵⁹⁾

続いて最高裁は、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることとなるような場合、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」、株主平等原則の趣旨に反しない、として、地裁決定と異なり、株主総会の特別決議や経済的平等は要件ではなく、高裁決定と同様、「相当性」を要求している。

高裁決定は、本件を、自ら濫用的買収者による買収の場合として判断したのであるが、最高裁決定は、「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か否かは、「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」「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」と述べており、これは、会社に対する脅威の存在の有無は、株主総会において判断されるべきで、裁判所は、株主総会の手続面しか審査しないという趣旨と解される。

また、「最終的には・・株主自身により判断されるべきもの」という記載からして、地裁決定と同様、機関権限分配秩序説を採用したように解される。だからこそ株主総会の企業価値毀損防止の必要性に関する判断については、手続面しか審査しないのであろう。もっとも、「最終的には」と述べ、取締役会や第三者委員会(特別委員会、独立委員会)などが買収者の属性を判断できる余地を残しているといえるであろう。

(3) 不公正な方法による割当てか否かについて

本件地裁決定は、株主総会は、買収者による経営支配権の取得が企業価値を損なうおそれがあると判断する場合(必要性)には、株主全体の利益保護の観点から相当な対抗手段を採ることが許容される、対抗手段の必要性の判断については、原則として株主総会に委ねられるべきとし、脅威の存在は、原則的に株主総会が判断すべきとした。その根拠として、「企業の経営支配権に争いがある場合に、現経営陣と敵対的買収者のいずれに経営を委ねるべきかの判断は、株主によってされるべきである」として、権限分配秩序説を採用した。もっ

とも、当該株主総会の判断が明らかに合理性を欠く場合に限り、対抗手段の必要性が否定されるとし、株主総会の権限も無制限ではないとしている。

次に、株主総会が採った対抗手段の相当性については、「株主総会が当該対抗手段を採るに至った経緯、当該対抗手段が既存株主に与える不利益の有無及び程度、当該対抗手段が当該買収に及ぼす阻害効果等を総合的に考慮」して判断すべきであるとした。

このように、地裁決定は、買収者による経営支配権の取得が企業価値を損なうおそれ（会社に対する脅威）を株主総会の判断に委ねるのであるが、脅威の程度を考慮しなければ、買収者が被る防衛策による不利益が相当か否か（過剰防衛でないか）の判断ができないのではないかという疑問がある。

なお、本件地裁決定は、Xを濫用的買収者ではないと認定した上で判示しているため、買収者が濫用的でない場合の先例として意義があると評価されていたところ、⁽⁶⁰⁾最高裁決定も、Xが濫用的買収者か否かにかかわらず、株主平等原則違反ではないとし、「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」としていることから、買収者が濫用的ではない場合の先例と捉えるべきであろう。

本件高裁決定は、敵対的買収者が濫用的買収者であること、対抗手段としての必要性、相当性が認められること、相当性の具体的内容として、「買収防衛策を導入するに至った経緯及び手続き、濫用的買収者あるいはその他の株主に与える不利益の程度、当該買収に及ぼす効果等に買収行為の不当性の程度等を総合的に考慮」すべきという。

地裁及び後述の最高裁決定との違いは、脅威の存在（防衛の必要性）を裁判所が判断していることである。

また、相当性の判断基準として、防衛策を導入するに至った経緯及び「手続」を考慮すると述べていることから、判断機関が株主総会か取締役会かというのは相当性の一要素とみていると解される。すなわち、高裁決定は、Xを濫用的買収者とみているので、ニッポン放送事件高裁決定基準によれば、取締役会でも防衛できたのであり、取締役会でも防衛できたが株主総会決議を得ているので、相当性が高まると考えたのであろう。

加えて、相当性の判断基準として「買収行為の不当性の程度」を考慮している点は、相当性を防衛の必要性（脅威の存在）との相関関係で判断するという趣旨であり、地裁や最高裁が防衛の必要性（脅威の存在）は、株主総会が判断するとしている点と異なる。

ここでは、防衛の必要性の有無について、どこまで司法審査に服するのか（判断代置なのか手続審査までか）という問題が生じる。

続いて、最高裁決定は、「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」として、必要性を根拠付ける事情を指摘し、また、「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」として相当性を根拠付ける事情を指摘した上で、著しく不公正な方法によるものではないとした。これは、株主総会において企業価値毀損防止の必要性があると判断されたこと、及び、対抗手段の相当性を要件としていると読むことができ、地裁決定と同様の判断基準といえるであろう。

また、最高裁は続けて、「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」と述べているが、これは、「専ら」現経営陣の支配権維

持目的の場合、要するに、企業価値の毀損、株主共同の利益の維持という目的を欠く場合には、原則として防衛の必要性を欠くという趣旨であろう。ただ、いかなる例外を想定しているかは明らかでない。

この判示部分は、株主総会の判断といえども、不公正発行になりうることを示した点で意義を有するといえる。地裁決定が、「株主総会の判断が明らかに合理性を欠く場合」には対抗手段の必要性が否定される、としていることとあわせて読めば、地裁決定のいう「株主総会の判断が明らかに合理性を欠く場合」として、専ら現経営陣の支配権維持目的の場合を挙げたとも読める。

前述のとおり、最高裁が、機関権限分配秩序説を採用したのだとしても、株主総会の権限は無制限ではないということである。

(4) 条件決議型ワクチン・プランとの関係について

本件最高裁決定が、いわゆる条件決議型ワクチン・プランの有効性に与える影響について触れておく。条件決議型ワクチン・プランとは、差別的行使条件が付された新株予約権の無償割当て(会社法277条)をあらかじめ「停止条件付」で決議しておく買収防衛策であるところ、株主平等原則違反ではないかが問題とされていた。⁽⁶¹⁾

この点につき、「指針」は、「新株予約権を行使する権利は、株主としての権利の行使の条件ではないから、新株予約権の行使の条件として、買収者以外の株主であることという条件を付すことは、株主平等原則に違反するものではない」として形式論理で適法性を認めていたが、本件一連の決定は、実質的に審査している。

最高裁は、株主平等原則違反の有無も、防衛策の相当性が必要であると述べ、新株予約権に見合った対価の交付があることを相当性の内容とした。そうであるから、本件最高裁決定を前提にすると、相当性を満たすためには、差別的行使条件に加えて、新株予約権に見合った対価の交付に基づく取得条項を付けなければならないと解する余地が生じたといえる。

ただ、この点は問題視されている。すなわち、一定数の株式を買い集めた後に、平均取得価格を上回る価格で公開買付けを行い、買収対象会社が差別的行使条件付新株予約権の無償割当てを行った場合、買収者は、合法的に保有株式を会社に引き取ってもらって利益をあげることができてしまうのではないか、この場合、買収者は、相手方の方から買い取ったのであるからグリーンメールではないとの主張をしてくるのではないか、との問題である。⁽⁶²⁾ 相当性を満たすためには買収者から新株予約権を取得しなければならないのか、新株予約権取得の対価として金員交付以外の手段によって新株予約権に見合った財産的価値を帰属させた場合にも相当性は満たされるのか、という点について検討が必要であろう。⁽⁶³⁾

(5) その他の問題

本来、買収提案の許否は、株主からすれば、自分の株式を譲渡するかどうかの問題であるから、各株主が個別に決することで、株主総会で決議して決めるべきではなく、公開買付けで決めるべきではないか、なぜ株主総会が公開買付けに優越するのか等、そもそも機関権限分配秩序説の妥当性が問題とされている。株主総会が判断機関だとしても、なぜ、株主が他の株主を選べるのかということである。⁽⁶⁵⁾ さらなる検討が必要であろう。

また、本件一連の決定は、「有事」において、「株主総会」で防衛策の発動が決議された事例に関する判断ではあるが、「平時」における新株予約権の無償割当てを使った買収防衛策に与える影響として、企業の株式の持合を促進するのではないかが危惧されている。

七 私見について (結びにかえて)

前記のとおり、ユノカル基準の考え方は、会社の利益のための敵対的企業買収に対する防衛策について、防衛策の妥当性や合理性があれば、一定の場合には防衛策が肯定されるべきであるとの考え方であり、具体的に

は、敵対的企業買収の対象会社の経営者に、買収者の株式所有のために、会社の政策や効率性に対し危険が存すると信じるにあたり合理的な根拠を有していたこと（必要性）、とられた防衛策が、生じた脅威との関係で合理的であったこと（相当性）を立証させ、立証に成功すれば、裁判所は取締役会の判断について経営判断の原則を適用するというものである。すなわち、敵対的買収に対する防衛策の発動が、経営判断事項になるのである。

経営判断事項であれば、取締役の裁量的判断が尊重されることになるが、被選任者たる取締役に選任者たる株主構成を変更することを主要な目的とする新株等の発行権限を一般に認めることは、会社法が定める機関権限の分配秩序に反するという機関権限分配秩序がある以上、経営判断事項とはいえないことになる。

では、企業価値・株主共同の利益の向上という観点から、株主構成を変更することを主要な目的とする新株等の発行権限を経営判断事項と解することはできないか。

企業価値とは、会社の財産、収益力、安定性、成長力等、会社が生み出す将来の収益の合計といえるが、この企業価値イコール株主価値（株主に帰属する価値）と考えれば、株主は経営を誰に委ねるのかを自ら判断できなければならず、敵対的買収に対して防衛策を発動するのもしないのかは、株主自身が判断すべきということになり、取締役会が株主の判断の機会を奪い、株主を選ぶような防衛策を発動することは機関権限分配秩序に反するということになるであろう。

他方、企業価値を株主価値とステークホルダーに帰属する価値の合計と考えれば、敵対的買収に対する防衛策が、単に株主にとって利益・不利益かというだけでなく、ステークホルダーにとって利益・不利益か、という点も考慮されなければならないことになる。そして、ステークホルダーにとって利益か否かの判断は、経営判断になじむであろうから、このような場合には、経営判断の原則が適用されるといえるのではないだろうか。

もちろん、経営判断の合理性は事後的な司法審査に服することになるし、その際には、事実誤認の有無や、判断過程の適否も審査のうえで合理性を判断されるので、支配権維持目的の新株等の発行を排除する契機はある。

会社の存立・発展にとって、ステークホルダーとの関係を見捨てることのできないのは明らかであるが、それは事実上のものであって、法律上、そのようにいえるかという点について検討されなければならないのである。

- (1) 例えば、事前警告型ライツ・プラン、条件決議型ライツ・プランなど。詳しくは後述。
- (2) 対象会社の経営陣の意思に反してなされる買収をいう。
- (3) 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。後掲「指針」2頁。
- (4) 株主総会決議による差別的行使条件付新株予約権の無償割当て（会277条）。
- (5) ブルドック事件では新株予約権の無償割当てがなされており、厳密には「発行」とはいえないので、便宜上、「不正発行等」と表記する。
- (6) 経済産業省のウェブサイト <http://www.meti.go.jp/press/20050527005/20050527005.html>。
- (7) 東京地決平成17年3月11日（判タ1173号143頁）、東京高決平成17年3月23日（判タ1173号125頁）。
- (8) Tokyo Stock exchange Trading NETWORK system の略で、電子取引ネットワークシステムによる立会外取引をいう。
- (9) 経営支配権に争いがある状態。
- (10) 新株予約権の第三者割当。
- (11) 大阪地裁堺支部昭和48年11月29日判時731号85頁。
- (12) 清水俊彦「主要目的の再構成」Lexis 企業法務2007年6月号22頁。

- (13) 忠実屋・いなげ屋事件。
- (14) ただしこの事例は、取締役の善管注意義務違反の有無についての判断したものである。
- (15) 清水俊彦「ポイズンピルと司法判断」金法1746号104頁。
- (16) Leveraged Buyout の略。買収先の資産と将来のキャッシュ・フローを担保に買収金額を調達する仕組みをいう。もっとも、経営革新のための借金返済は濫用的とはいえず、企業解体による所得分配を狙っている場合を指す。
- (17) 清水・前掲注(11)。
- (18) 森本滋「第三者割当をめぐる諸問題(3・完) 金法1243号16頁。
- (19) 例えば、ベルシステム24事件・東京地決平成16年7月30日、東京高決平成16年8月4日。
- (20) 太田洋「日本技術開発の株式分割差止仮処分命令申立事件 東京地裁平成一七年七月二九日決定とその意義」商事法務1742号42頁、太田弁護士はこれを「新・機関権限分配秩序説」と呼ぶ。
- (21) 徳本穰「地裁・高裁の法的判断を検証する ニッポン放送新株予約権仮処分決定」ビジネス法務2005年6月号12頁。
- (22) だからこそ、太田・前掲注(18)は「新・機関権限分配秩序説」とするのであろう。
- (23) 徳本・前掲中注(19)参照。
- (24) もっとも、原則として自由に取締役会が会社支配権争いに介入することを認めるものではない。
- (25) 徳本・前掲注(19)。誤解のないように付記しておく、徳本准教授は、本件高裁決定はあくまで権限分配秩序説に基づく主要目的のルールを採用していると評価されており、例外部分に関してユノカル基準を意識したのではないかとの推測を述べられている。
- (26) もちろんそのような事情を疎明できることが前提であるが。
- (27) 以下の要約は、大塚和成・西岡祐介『「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」についての解説』・銀行法務21・648号38頁から引用した。
- (28) 最初の買付で全株式の買付を勧誘することなく、二段階目の買付条件を不利に設定し、あるいは明確にしないで、公開買付等の株式買付を行うこと。
- (29) 取締役が「指針」に従った防衛策を策定したのであれば、そのこと自体が善管注意義務を尽くしたと評価されやすくなるであろう。
- (30) 後記ニレコ高裁決定はこの立場か。
- (31) 江尻隆・佐藤正孝「ニレコ地裁・高裁仮処分決定の意義」ビジネス法務2005年9月号13頁。
- (32) 藤原俊夫「法的論点総まとめ防衛目的の新株予約権発行」ビジネス法務2005年10月号71頁、大塚和成「買収防衛策と「企業価値」の意義 ニッポン放送事件およびニレコ事件を題材にして」金法1749号77頁。
- (33) 東京地決平成17年6月1日(判タ1186号274頁)、東京地決平成17年6月9日(判タ1186号265頁)、東京地決平成17年6月15日(判タ1186号254ページ、判時1900号156頁)。
- (34) 経営支配権に争いが無い状態。
- (35) ニッポン放送高裁決定は緊急避難的行為として例外を認めるとは述べていないことは前述のとおり。
- (36) 導入した当時の取締役が一人でも代われれば消却不能になる条項など。
- (37) 徳本穰「経済産業省・法務省の指針について ニレコ事件の決定内容との比較」ビジネス法務2005年9月号79頁。
- (38) 勧告に拘束力がなければポイズンピルの相当性は否定されとの見解と、拘束力を認めることは取締役会の権限と責任の放棄で不当であり、取締役会の判断の合理性は事後の司法審査で判断されるべきとの見解の対立。
- (39) 藤原・前掲注(30)。
- (40) 本件防衛策が発動された場合、既存株主の持株比率に変動はない。
- (41) 大塚和成「買収防衛策と「企業価値」の意義 ニッポン放送事件およびニレコ事件を題材にして」金法1749号81頁。
- (42) 詳しくは、大塚・前掲39を参照。

- (43) 徳本・前掲注35・82頁。
- (44) 前者は機関権限分配秩序説を前提にし、後者は取締役会による防衛行為を認めるユノカル基準を前提としている。
- (45) 東京地決平成17年7月29日(判時1909号87頁)。
- (46) 石綿学他「日本型ライツプランの新展開 [上] 買収防衛策をめぐる実務の最新動向」商事法務1738号30頁。
- (47) なお、金融商品取引法においては、買収者が買付価格の引き下げや公開買付けの撤回を行うことを認めている(金商法27条の6第1項第1号、同法27条の11第1項、同法施行令14条1項)ので、現在では、株式分割による買収防衛策は無効となった。
- (48) 大塚和成「買収防衛作としての株式分割 夢真ホールディングスによる日本技術開発を対象とした公開買付案件を題材として 金法1747号4頁。
- (49) 大規模買付行為を行う者をいい、大規模買付行為とは、特定株主グループの議決権割合が20パーセント以上となる株券等買付行為をいう。
- (50) Y社の経営に参加した後、向こう5年間に想定している経営方針、事業計画、財務計画、資本政策、配当政策、資産活用策等の買付後経営方針等。
- (51) 60日間、現金以外の対価を用いた大規模買付行為については90日間。
- (52) ただし、「指針」が株主意思の原則を採用した理論的根拠が権限分配秩序説によるものかは明らかでない。
- (53) ニレコ事件地裁決定は、相当性の具体的内容として、前記の3要件を掲げている。
- (54) 太田・前掲注(18) 参照。
- (55) 太田・前掲注(18)。
- (56) 太田・前掲注(18)。
- (57) 東京地決平成19年6月28日(金判1270号12頁)、東京高決平成19年7月9日、最決平成19年8月7日。
- (58) 田中信孝「買収防衛実務におけるブルドック事件決定の論点」ビジネス法務2007年10月号27頁。
- (59) 田中・前掲注(57) 参照。
- (60) 渡辺徹「実例・裁判例にみる 買収防衛策見直しへの考察」ビジネス法務2007年10月号11頁。
- (61) 武井一浩他「『条件決議型ワクチン・プラン』の設計書 [上] 新会社法・買収防衛指針等を踏まえた買収防衛策に一標準形」商事法務1739号85頁。
- (62) 緊急インタビュー三笥裕弁護士に聞く「ブルドックソース事件地裁決定 買収攻防の真実」ビジネス法務2007年9月号10頁。
- (63) 渡辺・前掲注(58) 参照。渡辺弁護士は、高裁決定が、過度の財産的損害を与えない内容になっていれば問題ないと判示している点を捉えて、金銭での取得は必須ではないとする。これは、多くの防衛策が買収者に割り当てられた新株予約権は取締役会の承認を条件に譲渡できることとなっており、換価可能性があるため、それにより買収者は過度の財産的損害を回避できるという見解である。
- (64) 田中・前掲注(56)。
- (65) 中東正文「株主は他の株主を選ぶことができるのか」金判1270号1頁。
- (66) 企業価値研究会「企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案」34頁。
- (67) 例えば、従業員への分配を下げると、従業員の企業への貢献が下がり、将来的な収益が下がる可能性がある。前掲注(67)・36頁。