

# 新株予約権の不正発行に関する一考察

— 新株予約権を用いた敵対的企業買収防衛策の可否に関する基礎理論的考察 —

江 村 義 行\*

## 要 約

平成19年のブルドックス事件において東京地裁（6月28日）、東京高裁（7月9日）、最高裁（8月7日）は、買収者出現後（＝有事）に株主総会の特別決議を経て導入した敵対的企業買収防衛策（新株予約権を発行するもの）を肯定した。しかし、防衛策に関する基礎理論研究が不足している。そこで本稿では、新株予約権を用いた防衛策の可否を検討するため、第一に法人が防衛策を行うことの可否、第二に防衛策導入の決定機関、第三に防衛策による株主の排除の可否について考察を行う。これにより以下のことが判明した。

そもそも株式会社という法人が防衛策を行うことができるのか否かという問題については、従来の敵対的企業買収に関する紛争事例（株式発行の場合）では、法人が防衛策を行うこと自体、否定的に理解されていた。しかし、今日の敵対的企業買収に関する紛争事例（新株予約権発行の場合）は、ブルドックス事件に代表されるように、必ずしも防衛策を否定的に理解していない。濫用的買収者によって株式会社がその存廃に著しい影響を受けるときは、自衛のために防衛策を導入及び発動することができると考えられる。

そのような防衛策は株式会社という法人の意思に基づいて行われるものであり、その意思を形成する機関は株主総会である。防衛策を導入する際の決議要件は、会社法上の少数株主の排除を可能とする他の規定との兼ね合いから、買収者株主を排除する（持株比率を低下させる）こととなる防衛策の場合も特別決議が必要と考えられる。

但し、株主総会の特別決議により株主の同意を得て新株予約権を用いた防衛策を導入したとしても、会社は濫用的買収者に対抗する場合に例外的に防衛策を行使するようしなければならない。また、株主総会は濫用的買収者の認定を正当に行う必要がある。会社は防衛策の発動にあたり買収者株主に経済的損失を与えてはならない。違反した場合は、裁判所によって防衛策が株主平等原則違反及び不正発行と判断されてしまう可能性を否定できない。

キーワード：新株予約権，敵対的企業買収防衛策

## 目 次

- 一 序論
- 二 法人による敵対的企業買収防衛策の可否
  - (一) 理論状況
  - (二) 検討
- 三 敵対的企業買収防衛策導入の決定機関
  - (一) 理論状況
  - (二) 検討
- 四 敵対的企業買収防衛策としての新株予約権の発行と株主の排除
  - (一) 理論状況
  - (二) 検討
- 五 結語

2007年11月30日受付

\* 江戸川大学 経営社会学科非常勤講師 商法（会社法）

## 一 序 論

平成19年のブルドックソース対スティール・パートナーズ事件（以下、ブルドックソース事件）において、買収者出現後（＝有事）に株主総会の特別決議を経て導入した新株予約権を用いた敵対的企業買収防衛策の有効性が争われた。これに関して、東京地裁民事第八部決定（6月28日）<sup>(1)</sup>、東京高裁第一五民事部決定（7月9日）<sup>(2)</sup>、最高裁第二小法廷決定（8月7日）<sup>(3)</sup>が示され、株主の承認を得た有事導入型の敵対的企業買収防衛策である新株予約権の発行が肯定されるに至った。

しかし、ブルドックソース事件の最高裁決定によっても、新株予約権を用いた防衛策の可否に関する基礎理論が構築されたわけではない。特に、株主による防衛策の承認の法律上の意味は明瞭ではない。

従来、日本では基礎理論的研究が充分に行われてこなかった。これは、敵対的企業買収防衛策に関しては、裁判所による主要目的理論の利用が先行し、取締役会が支配権維持目的で株主の持株比率に影響を与えることが不正発行とされてきたことで、防衛策そのものが否定的に理解されてきたためである。その結果、防衛策の基礎理論研究が充分に行われてこなかったといえる。また、防衛策に関する従来の研究は、機関権限分配秩序説<sup>(4)</sup>を前提とした主要目的理論<sup>(5)</sup>に軸が置かれていたため、株主総会と取締役会の間における株式及び新株予約権の発行権限の帰属の問題を中心に論じられるに留まっていた<sup>(6)</sup>。

ブルドックソース事件の裁判所決定により有事導入型防衛策が肯定された以上、基礎理論研究を権限の帰属論から段階前進させる必要性が生じている。そこで、本稿では、以下の三点を検討する。第一にそもそも株式会社という法人が敵対的企業買収防衛策を行うことが可能であるのか、第二に可能であるとした場合に防衛策の導入を決定するのは如何なる機関であるのか、第三に防衛策として新株予約権を用いて株主を排除する（その持株比率を低下させる）ことが会社法上許容され

るのか否か、これらについて考察を行う。

## 二 法人による敵対的企業買収防衛策の可否

ここでは、そもそも株式会社という法人が敵対的企業買収防衛策を行うことができるのか否かを検討する。

### （一）理論状況

敵対的企業買収の局面における法人による防衛策の可否については、前述の通り、従来、十分に論じられておらず、むしろ、機関権限分配秩序説及び主要目的理論により法人が防衛策を行うこと自体が否定的に理解されてきた<sup>(7)</sup>。

その傾向は、株式発行の第三者割当てが争われた従来の裁判例に現れている。裁判所は、主要目的理論により、取締役会が会社の支配権維持の目的で株式及び新株予約権を発行する場合には一律に不正な発行とし、資金調達目的である場合には不正な発行ではないと判断してきた<sup>(8)</sup>。同様の傾向は、新株予約権の発行が争われたニッポン放送事件の裁判例にも現れている。同事件保全抗告審決定は、ニッポン放送による新株予約権の発行を支配権維持目的として不正発行と認定しており<sup>(9)</sup>、原則として法人が防衛策を行うこと自体に消極的立場を採っている。

但し、同事件保全抗告審決定は、傍論ではあるが、例外的に濫用的買収者に対抗する余地を認めており<sup>(10)</sup>、法人が防衛策としての新株予約権の発行を行う可能性を完全に否定する立場ではない。この点が、従来の裁判例理論と一線を画するものとなっている。これと同様に法人が防衛策を行う余地を認める理論は、「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）<sup>(11)</sup>及び「企業価値報告書」（以下、報告書）<sup>(12)</sup>、同事件の鑑定意見<sup>(13)</sup>、その他の学説<sup>(14)</sup>、の中にも存在する。もっとも、この立場も法人による防衛策の可否を正面から論ずるものではない。

こうした状況の下で争われたのが、ブルドック

ソース事件である。東京地裁、東京高裁、最高裁は、株主総会の特別決議に基づく防衛策としての新株予約権の発行は、平等原則に違反しない限り、不正発行に該当しないとした<sup>(15)</sup>。即ち、株主の判断に基づき平等原則に反しない場合は、法人が防衛策を行うことができるとの判断である。もっとも、この判決も法人による防衛策の可否を正面から論ずるものではない。そのため、防衛策の導入に関して株主総会の判断に基づくことが法人にとってどのような意味を持つのかという点が明確に示されていない。

## (二) 検 討

### 1 理論検討の必要性

確かに、従来の株式発行を用いた防衛策に関する裁判所の判決は、法人による防衛策の可否を論じることなく、主要目的理論を用いて株式発行の主要目的から取締役会の権限濫用による差し止めを判断するに留まっていた。取締役会による株式発行の制度が本来資金調達のための制度である以上、裁判所が法人による防衛策に関して消極的立場を採用してきたことはやむを得ないといえる。

しかし、今日、状況は一変している。平成13年11月改正で導入された新株予約権の制度は、防衛策としての利用が消極的に許容されたものであり<sup>(16)</sup>、また、前述の通り、ニッポン放送事件保全抗告審決定の傍論及びブルドックソース事件の地裁、高裁、最高裁の決定は、防衛策としての新株予約権の利用を認容するに至っており、従来とは状況が異なっている。それ故に、防衛策の可否に関する理論について、検討を回避するべきではなく、また、株主総会と取締役会の株式及び新株予約権の発行権限の帰属論に留めるべきではない。むしろ、そもそも法人が防衛策を行うことができるのか否かという点から考察を行う必要がある。

### 2 法人による防衛策の可否

#### — 法人の自衛権について —

果たして、株式会社である法人は防衛策を導入及び発動することが可能なのであろうか。

前述のニッポン放送事件保全抗告審決定の傍論、

指針及び報告書、一部の学説は、濫用的買収者との関係では防衛策としての新株予約権の発行を不正発行とはしない<sup>(17)</sup>。また、ブルドックソース事件最高裁決定は、株主総会が濫用的買収者に対抗するための防衛策を可決した場合における新株予約権の発行を不正発行とはしない<sup>(18)</sup>。これらは、濫用的買収者に対抗する場合には、例外的に法人が防衛策を導入及び発動することを肯定するものである。

思うに、高度に発展した資本主義経済の下で株式会社という法人が市場から資金を調達するためには、株式の自由な取引及び安全な保有を確保し、株主の地位を保障しなければならない。これを阻害する要因があっては、資金調達が困難になり、株式会社の活動に支障をきたすこととなる。そのため、株式会社は、原則として、株式市場での株式の取引及び保有を阻害してはならず、また、株主の持株比率への影響も抑制的でなければならない。株式取得を通じての会社に対する影響力の変化は市場における株式の自由な取引に委ねられるべきものであり、会社が事業上の資金調達の必要性なしに株式及び新株予約権を発行することは抑制する必要がある。防衛策として株式及び新株予約権を発行するとしても、濫用的ではない者の排除に利用する恐れや、取締役会の保身及びそれを支持する株主の支配権維持に利用する恐れがある。そのため、原則として、株式会社が防衛策を行うことは否定的に解さざるを得ない。しかし、濫用的買収者<sup>(19)</sup>に対抗する場合には、例外的に、株式会社が防衛策を導入及び発動することを許容することができる。何故ならば、濫用的買収者は、会社の発展に寄与する意思なく資本参加し、さらに自己の利益獲得のために会社の長期的経営や他の株主を犠牲にすることを厭わない者であり、謂わば資本主義経済の下での株式市場制度及び現行憲法下で個人に認められた利益追求の権利を濫用する存在と言わざるを得ず、法的保護に値しない者<sup>(20)</sup>と考えられるためである。法人及び他の株主の利益追求権は、濫用された利益追求権よりも優先されるべきものである。それ故に、濫用的買収者により法人の存続及び経営、他の株主の利益

に損害が発生する恐れがある場合は、法人が自衛<sup>(21)</sup>のために防衛策を導入及び発動することを許容することができる。

確かに、株式会社は、株主とは別人格の法人であるが、株主が利益追求のために集まって形成した社団であるため、株主による如何なる決定（例えば、会社の存廃に影響する事業譲渡、解散、合併（476、471、783条）の決定）にも従わなければならない。しかしながら、濫用的買取者が出現した場合において、株式会社は、株主とは別人格の法人であるが故に、法人存続のため、例外的に自衛のために防衛策を導入及び発動することができると考えられる。

### 三 敵対的企業買収防衛策導入の決定機関

ここまでの検討から、法人は自衛のためであれば例外的に防衛策を導入することができるとの結論に至った。それでは、防衛策の導入という法人の意思を決定するのは、如何なる機関であろうか。以下で検討する。

#### （一）理論状況

防衛策の導入を決定する機関及び主体に関して三つの理論がある。

#### 1 取締役会とする見解

防衛策導入の決定を取締役会のみで行うことができるとする見解がある。これは、様々な理論から導かれる。例えば、経営判断原則<sup>(22)</sup>、割当て自由の原則<sup>(23)</sup>、修正主要目的理論<sup>(24)</sup>、濫用的買取者の出現という特段の事情<sup>(25)</sup>から、取締役会による新株予約権を用いた防衛策の導入を肯定している<sup>(26)</sup>。なお、米国の裁判例では、防衛策の導入を取締役の信認義務履行の問題とし、取締役会の判断で導入することを肯定する<sup>(27)</sup>。

ニッポン放送事件では、取締役会の判断で防衛策として新株予約権の発行が行われたが、最終的には保全抗告審決定により不正発行と判断されている<sup>(28)</sup>。

#### 2 株主の意思を尊重する見解

指針及び報告書に見られるように、敵対的企業買収防衛策の導入に関して「株主意思の原則」を掲げて、株主の意思を尊重する見解がある<sup>(29)</sup>。

但し、指針及び報告書は、株主意思の尊重を述べるものの、防衛策の導入にあたり株主総会の決議を常に要求するわけではない。例えば、指針は「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はない」とし、「取締役会の決議により買収防衛策が導入された場合であっても、株主の総体的意思によってこれを廃止できる手段（消極的な承認を得る手段）を設けている場合には、株主意思の原則に反するものではない」とする<sup>(30)</sup>。即ち、指針は、取締役会のみで防衛策の導入を決定することができるとし、株主意思の尊重は防衛策の廃止（消却）に事後的に関与する程度のもので許容している。同様に報告書は、取締役会のみで防衛策の導入を決定することができるとし、その発動の際に「独立性のある社外取締役や社外監査役のチェック」を要求し、または、買取者に対して防衛策の客観的解除要件（交渉期間や判断権者）の設定を要求する<sup>(31)</sup>。その趣旨は、取締役会による保身のための防衛策の濫用防止にある。

この見解は、株主意思の尊重を防衛策導入の要件とするものではなく、単に紛争防止の手段と位置付けるものに過ぎない。

#### 3 株主総会とする見解

株主の意思を尊重する見解からさらに進んで、株主総会が防衛策の導入を決定するとの見解がある<sup>(32)</sup>。これは、新株予約権を用いた防衛策の導入に株主総会の決議、即ち株主の同意を要求するものである。

ブルドックソース事件においてブルドックソースは株主総会の特別決議によって新株予約権を用いた防衛策の導入を承認しており、同事件の地裁、高裁、最高裁の決定は防衛策が特別決議に基づくことを理由として防衛策としての新株予約権の発

行を肯定するに至った<sup>(33)</sup>。なお、同事件の防衛策は特別決議に基づくものであるが、理論上は株主総会の決議要件（普通決議、特別決議）について未解明のままである。

## （二） 検 討

### 1 決定機関

果たして、新株予約権を用いた防衛策を導入するには、如何なる主体或いは機関の決定によるべきであろうか。

確かに、取締役会が決定機関であれば、敵対的企業買収の局面における迅速な対応が可能になる。過去に生じた敵対的企業買収に関する紛争事例<sup>(34)</sup>では、迅速な対応の必要から、取締役会の決定で新株予約権及び株式が発行されてきた。

しかし、従来の裁判例によると、迅速に取締役会の決定により株式または新株予約権を発行したとしても、その主要目的が資金調達でなければ、不正発行として差し止められてしまう<sup>(35)</sup>。取締役会のみでの決定では、不正発行の認定を回避し得ない可能性がある。

思うに、防衛策が法人の自衛のための行動とするならば、それを決定する機関は、法人の意思を形成し得る機関でなければならない。例えば、防衛策として新株予約権を発行する場合、その発行は、経営のための単なる業務執行ではなく、自衛という会社の存廃に係わる行為であり、かつ株主にも影響を及ぼす行為である。取締役会は、経営のための業務執行であれば授權資本制度の下で自らの裁量により新株予約権の発行を決定できるが、そうでないならば取締役会で決定し得るものではない<sup>(36)</sup>。何故ならば、授權資本制度の下で株主総会は取締役会に防衛策としての新株予約権の発行の裁量を与えていないためである。そもそも、日本の株式会社制度は株主の自治を基本原理として構築されたものであるため、例えば解散のように会社の存廃に係わる事項は株主の判断に委ねられている。法人として行う防衛策も、会社の存廃に係わるため、株主の判断に委ねられるべき事項である。

それ故に、新株予約権を用いた防衛策を導入す

るという法人の意思を形成するためには、株主の同意、即ち株主総会の決定を得る必要があると考えられる。

それでは、株主が防衛策の導入に関与せず消却のみに関与するという場合は、いかに解すべきであろうか。思うに、株主が防衛策に関して事前に同意を与えていない場合、即ち防衛策に関する総会決議が存在しない場合は、防衛策に関する法人の意思が形成されておらず、かつ防衛策の導入及び発動に関する株主からの取締役会への授權が行われていないということになる。そのため、取締役会のみで防衛策を導入し株主が消却にのみ事後的に関与するという形では、法人の意思の形成という要素を満たすことはできない。

### 2 決議要件

次に、防衛策の決定機関が株主総会であるとした場合、その決議要件は、如何に解すべきであろうか。

通常、総会決議は、過半数の賛成（単純多数決）で可決され、それが法人である株式会社の意思となる。防衛策に関しても過半数の賛成で法人の意思となるのであろうか。確かに、防衛策の導入方法を規定した条文は存在せず、また、指針及び報告書は株主意思の原則を唱えるだけで決議要件に関しては方向性を示していない。学説も統一的見解を形成するほど進展してはいない。そのため、株主の過半数の賛成で法人の意思が形成されるとする余地がある。

しかし、防衛策の導入に関する決議要件は、必ずしも論理必然に定まるものではない。明文の定めがない以上、他の会社法条文の決議要件との兼ね合いから、立法論的に妥当な数値を判断せざるを得ない。なお、決議要件を検討するにあたってブルドックソース事件が参考になる。ブルドックソースは、特別決議に基づく新株予約権を用いた防衛策を採用し、また、会社法が特別決議に基づく場合に株主平等原則の例外を許容している旨の主張を行う<sup>(37)</sup>。

思うに、防衛策導入の決議は、買収者に対するそれ以外の株主による排除の意思表示であり（こ

の場合は、持株比率を低下させて買収を困難にするという意思表示であり)、会社法は一定の決議要件の下での一部株主の排除を禁止してはならず、一定の要件を満たせば買収者を排除する意思として有効なものとなると考えられる。例えば、会社法は、特別決議によって吸収合併及び株式交換を行う際に金銭を対価とすることで少数派株主の地位を失わせることを認めている(749条1項2号・3項, 751条1項3号・3項, 768条1項2号・3項, 770条1項3号・3項, 309条2項12号)。また、特別決議によって事業譲渡・組織再編(合併, 分割, 株式交換, 株式移転)を行う際に、それに反対した株主に株式買取請求権を与えることで、結果的に反対株主の地位を失わせることも可能となっている(785, 787条, 309条2項11, 12号)。また、特別決議ではないが、特殊決議により株式に譲渡制限を設ける場合、反対株主に株式買取請求権を与えることで、結果的に株主の地位を失わせることも可能となっている(107条2項1号, 309条3項1号, 111条2項, 324条3項, 116条1項)。さらに、会社法は、特別決議による会社の解散を認めており(471条3号, 309条2項11号)、総会に出席した株主の議決権の3分の2以上にあたる多数派株主の意思があれば、反対した少数派株主の意思を排除して、会社を解散させ、株主の地位を奪うことさえも認めている。即ち、会社法は、特別決議以上の要件及び一部株主への財産的出捐により、少数派株主の意思を排除することを認める傾向がある。従って、濫用的買収者を排除する意思表示である防衛策の導入に関する決議要件は、少なくとも、過半数の賛成による単純多数決ではなく、特別決議による必要があると考えられる。

もっとも、一定数の議決権を有する株主の賛成で防衛策の導入に関する法人の意思が形成されたとしても、そのことによって、直ちに新株予約権の発行が不正発行に該当せず、平等原則に違反しないとの裁判所の判断を導くものではない点に注意しなければならない。防衛策を導入する決議の方法及び判断が正当性を欠く場合や、防衛策の具体的方法が一部の株主に経済的損失を与える場

合は、裁判所が当該防衛策の内容を不平等、不正と判断する可能性が否定できないためである。

次に問題となるのは、新株予約権を用いた防衛策を株主総会決議で導入したとしても、会社法上、新株予約権の発行で買収者である株主を排除する(その持株比率を低下させて買収が困難な状況する)ことが許容されるのか否かという点を検討しなければならない。

#### 四 敵対的企業買収防衛策としての新株予約権の発行と株主の排除

##### (一) 理論状況

従来の裁判例及び一部の学説においては、敵対的企業買収防衛策として株式及び新株予約権を発行して買収者株主の持株比率を低下させ買収を困難にして結果的に排除することは、原則として否定されてきた。例えば、機関権限分配秩序の観点から、株式及び新株予約権の発行権限を有する取締役会が取締役の選任機関である株主総会の構成員である株主の持株比率に影響を及ぼすことは、機関権限の分配秩序に反し、また取締役による会社支配を招くため認められないという理論がある<sup>(38)</sup>。また、ニッポン放送事件保全抗告審決定では、「商法上、取締役の選任・解任は株主総会の専決事項であり、被選任者たる取締役は、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違反するものである」とした上で、「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をいった観点からも許されないというべきで

ある」とする<sup>(39)</sup>。これは、株式会社が株式市場での資金調達を行うために株式の譲渡を制限しないという選択をした以上は、株式市場での自由な株式取得に伴う株主の持株比率の変動及び会社支配権の移転を甘受すべきであり、取締役会が支配権維持・確保のために株式及び新株予約権を発行して市場取引で株式を取得した株主の持株比率を低下させることは許されないという理論である。

他方、ニッポン放送事件保全抗告審決定の傍論<sup>(40)</sup>、一部の鑑定意見及び学説<sup>(41)</sup>、指針<sup>(42)</sup>及び報告書<sup>(43)</sup>、ブルドックソース事件高裁決定<sup>(44)</sup>のように、濫用的買取者に対抗する限りで例外的に防衛策によって買取者株主の持株比率に影響を及ぼすことを肯定する見解もある。例えば、保全抗告審決定の傍論は「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、敵対的買取者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買取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疏明、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」とする<sup>(45)</sup>。また、指針は、買取者が多数派株主として「自己の利益のみを目的とする濫用的な会社運営を行うことは、その株式会社の企業価値を損ない、株主共同の利益を害する」とし、さらに、他の株主が株式の「売却を事実上強要され」、「真実の企業価値を反映しない廉価で株式を売却せざるをえない状況に置かれる」ことがあるとし、その上で「株式会社が、株主共同の利益を確保し、向上させることを内容とする買取防衛策を導入することは、株式会社の存立目的に照らし適法かつ合理的である」とする<sup>(46)</sup>。ブルドックソース事件高裁決定も指針の理論に沿うものである<sup>(47)</sup>。

## (二) 検 討

株式会社が株式の譲渡制限を定めることなく株式市場での自由な株式取引を選択し、それによる資金調達の利益を享受する以上は、特定の株主が株式取引により持株比率を上昇させることは当然に生じ得ることであり、会社は株式取引による会

社支配権の移転を甘受しなければならない。また、株式発行の制度はそもそも資金調達を想定しており、昭和25年改正で導入された授權資本制度の下での取締役会による株式発行の制度も柔軟な資金調達を可能とするための制度であるため<sup>(48)</sup>、従来の紛争事例では防衛策としての株式発行が否定的に理解されてきた<sup>(49)</sup>。さらに、防衛策として新株予約権を発行した場合も、ニッポン放送事件決定では、買取者の持株比率を低下させ買取を困難にするという防衛策は否定されている<sup>(50)</sup>。確かに、防衛策として株式及び新株予約権を発行して買取者である株主の持株比率を低下させて排除することを安易に肯定してしまうと、株式取引に対する株主の信頼を損なう恐れや、取締役会が授權資本制度に基づく資金調達の制度を濫用する恐れがある。そのため防衛策による株主の排除については慎重にならざるを得ない。

しかし、防衛策を禁止してしまうと濫用的買取者の暗躍を招くこととなり、会社の企業価値ひいては買取者以外の株主の共同利益が害され、日本の資本主義制度における会社の経済活動及び善良なる株主の投資活動に負の影響を及ぼす結果となってしまう。濫用的買取者による敵対的企業買取と企業価値ひいては株主共同の利益の問題に関しては、ニッポン放送事件を契機とし、指針及び報告書の分析を経て、ブルドックソース事件決定の理論に至っている。理論の到達点は、前述したように、濫用的買取者に対抗するならば、例外的に新株予約権を用いた防衛策による買取者の排除（持株比率の低下による買取阻止）を肯定するものである。これは、保護に値しない濫用的買取者の存在と、防衛策を正面から論じる必要性が認識されたということができる。

思うに、株主が濫用的買取者であるならば、その者は法的保護に値せず、その者の濫用的な利益追求よりも株式会社及び他の株主の利益を優先すべきであるため、例外的に排除（持株比率の低下による買取阻止）の対象とすることも不合理ではない。また、新株予約権の制度は、防衛策としての利用も消極的ではあるが許容されたものであるため、濫用的買取者である株主に対抗する防衛

策として新株予約権を発行することを許容することができる。そして、前述したように、会社法は、特別決議及び財産の出捐による一部株主の排除を許容する傾向にあり、これは防衛策を用いて濫用的買収者を排除する場合にも妥当すると考えられる。故に、新株予約権を用いた防衛策の導入に関して特別決議による株主の同意（法人の意思）が存在し、濫用的買収者に対抗するために新株予約権を発行して持株比率を低下させつつ、その者に経済的損害を与えないように出捐する場合は、例外的にそのような防衛策によって濫用的買収者（株主）を排除することが可能になると考えられる。

## 五 結 語

本稿では、基礎理論的観点から新株予約権を用いた敵対的企業買収防衛策の可否について考察した。これにより以下のことが判明した。

そもそも株式会社という法人が防衛策を行うことができるのか否かという問題については、従来十分な議論が行われてこなかった。むしろ、株式発行を用いた防衛策に関する紛争事例では、法人が防衛策を行うこと自体、否定的に理解されていた。しかし、今日、新株予約権を用いた防衛策に関する裁判例は、ブルドックソース事件決定に代表されるように、防衛策を必ずしも否定的に理解していない。これを踏まえると、濫用的買収者によって株式会社がその存廃に著しい影響を受けるときは<sup>(51)</sup>、自衛のために防衛策を導入及び発動することができると考えられる。

そのような防衛策は株式会社という法人の意思に基づいて行われるものであり、その意思を形成することができる機関は、株主総会である。防衛策を導入する際の決議要件は、必ずしも論理的解釈論で定まるものではない。そこで、敢えて立法論的に考察すると、会社法上の少数株主の排除を可能とする他の規定との兼ね合いから、買収者株主を排除する（持株比率を低下させる）こととなる防衛策の場合も特別決議が必要と考えられる。

なお、防衛策として利用し得るものは、新株予

約権発行の制度のように防衛策としての利用が許容された制度でなければならない。

但し、株主総会の特別決議により株主の同意を得て新株予約権を用いた防衛策を導入したとしても、株式会社が防衛策を用いて株主の持株比率に影響を及ぼすことには慎重である必要がある。即ち、新株予約権を用いた防衛策を行使することができるのは、特に濫用的買収者に対抗する場合に限定されると解される。そうでない場合に行使すれば、裁判所によって不正発行と認定される可能性を否定できない。また、ブルドックソース事件最高裁決定を参考にすると、株主総会が濫用的買収者の認定を行うことになるが、その認定において正当性を欠くものがあるとはならない。また、濫用的買収者に対抗する防衛策であったとしても、その具体的内容が買収者株主に経済的損失を与えるようなものであってはならない。これらに問題があれば、裁判所から当該防衛策に関して株主平等原則違反及び不正発行との評価を受ける可能性を否定できない。

## 《注》

- (1) 東京地裁決定（平成19年6月28日）商事法務1805号（2007年7月）、43-58頁、金融・商事判例1270号12-39頁。なお、『ブルドックソース事件の法的検討——買収防衛に関する裁判経過と意義——』別冊商事法務311号（2007年11月）61-260頁。
- (2) 東京高裁決定（平成19年7月9日）商事法務1806号（2007年7月）40-53頁、金融・商事判例1271号17-32頁。『ブルドック』・前掲註(1)261-369頁。
- (3) 最高裁小法廷決定（平成19年8月7日）商事法務1809号（2007年9月）16-19頁、金融・商事判例1273号2-10頁。『ブルドック』・前掲註(1)371-442頁。
- (4) 機関権限分配秩序説とは、取締役は、株主によって選任される立場であるため、株主による株式保有を通じての会社支配に影響を与えてはならないとする見解である。森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢104巻2号（昭和53年11月）16-17、26頁、洲崎博史「不正な新株発行とその規制（二・完）」民商法雑誌94巻6号（昭和61年9月）722、727-730頁、川濱昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動の規制（三・完）」民商法雑誌95巻4号（昭和62年1月）491-492頁。

- (5) 主要目的理論とは、裁判例上形成されてきたもので、株式発行が資金調達を主要な目的として行われた場合は公正な発行とし、そうでない場合は著しく不正な発行(=不正発行)と判断する理論である。東京地裁平成元年7月25日判時1317号28頁・判タ704号84頁・金判826号11頁(いなげや・忠実屋事件)。東京地決昭和63年12月2日判時1302号146頁(第一次宮入バルブ事件)、東京地決平成元年9月5日判事1323号48頁(第二次宮入バルブ事件)。東京地決平成17年3月11日判タ1173号143頁(ニッポン放送事件原審決定)、東京地決平成17年3月16日判タ1173号140頁(同異議審決定)、東京高決平成17年3月23日判時1899号56頁、判タ1173号125頁、金判1214号6頁(同抗告審決定)。
- (6) 学説の状況については、江村義行「新株予約権に関する一考察——敵対的企業買収防衛策としての新株予約権の発行に関する理論状況——」慶應法学研究科論文集47号(平成19年3月)4頁。
- (7) 前掲註(4)(5)参照。
- (8) 前掲註(5)参照。
- (9) 東高・前掲註(5)判時1899号56頁、判タ1178号125頁、金判1214号6頁。
- (10) 東高・前掲註(5)判時1899号62-63頁。
- (11) 経済産業省・法務省「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」(平成17年5月27日)は、要約が〈<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/2-shishinn-youyaku-set.pdf>〉、本体が〈<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/3-shishinn-hontai-set.pdf>〉、図表が〈<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/4-shishinn-kaisetu-set.pdf>〉にある。また、「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」『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(平成17年7月23日)121-131頁にも所収。
- (12) 企業価値研究会「企業価値報告書」(平成17年5月27日)は、要約が〈<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/2-houkokusho-youyaku-set.pdf>〉、本体が〈<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/3-houkokusho-hontai-set.pdf>〉にある。「報告書」・前掲註(11)『報告書・指針』17-19頁、特に83-85頁。
- (13) 『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見』別冊商事法務289号(平成17年9月)〔江頭憲治郎「意見書」〕14-15頁、同〔河本一郎「意見書」〕21頁、同〔債務者(ニッポン放送)「準備書面一」〕10頁。
- (14) 松井秀征「敵対的企業買収に対する対抗策の基礎」武井一浩・太田洋・中山龍太郎『企業買収防衛戦略』(商事法務、2004年)202-203、205-207頁、江頭憲治郎『株式会社法』(有斐閣、2006年)684-685頁。神田秀樹『会社法』(弘文堂、第9版、平成19年)143頁。
- (15) 東地・前掲註(1)商事1805号43、48-58頁、金商判1270号16、21-39頁。東高・前掲註(2)商事1806号40、46-53頁、金商判1271号20、25-32頁。最決・前掲註(3)商事1809号16-19頁、金商判1273号7-10頁。
- (16) この点の分析は、江村義行「新株予約権の不正発行における主要目的理論の適用に関する一考察」法学政治学論究74号(2007年9月)71-72頁。
- (17) 前掲註(10)(11)(12)(13)(14)参照。
- (18) 最高裁は「抗告人関係者(スティール・パートナーズ。筆者)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、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」とし、買収者が濫用的であるか否かを問わないとしつつも、同時に株主総会が濫用的買収者と認定した判断に「正当性を失わせるような重大な瑕疵は認められない」として、濫用的買収者に関する総会の判断を尊重する形をとっている(最決・前掲註(3)商事1809号18頁、金商判1273号9頁)。
- 逆に言えば、総会の判断に正当性を失わせるものがあるときは、その判断に基づく防衛策を不正と認定することとなる。正当性を失わせるものとは、濫用的ではない者及び買収後の合理的な経営計画を開示した者を濫用的買収者と判断することと考えられる。即ち、同決定は、濫用的買収者に対抗するための防衛策を肯定したものとイえる。
- (19) 東高・前掲註(5)判時1899号62-63頁。
- (20) 藤原俊雄「敵対的企業買収対抗策としての新株予約権の発行(二)——ニッポン放送事件およびニレコ事件の検討を中心として——」民事情報233号(2006年2月10日)9頁。
- (21) 新谷勝「敵対的買収に関する法律問題——買収防衛策の基礎」弁護士研修講座(平成17年度秋季、商事法務)59頁は、「それでは企業価値を守るためには何故防衛できるのか、ということ」について、「それも企業というものが持つ自己防衛論といえますか、企業経営に対する不当な干渉を排除するという一種の妨害排除的なものとして構成していけばどうか、と考えております」とする。
- (22) 森田章「第三者割当増資と経営判断」商事法務(1989年11月)1198号5、6頁。松井秀征「取締役の新株発行権限(二・完)」法学協會雑誌114巻6号(1997年)133-134頁、松井・前掲註(14)『企業買収防衛戦略』206頁。吉田直「敵対的企業買収の法理——対象会社の取締役の役割・行為基準を中心に——」久保欣哉編著『企業結合と買収の法理』(中央経済社、1992年)129-130頁、吉田直「ライブドア対ニッポン放送新株予約権発行差止保全抗告高裁決定」青山法学論集47巻1

- 号(2005年)62-66頁。
- (23) 河本一郎『現代会社法』(新訂第9版,平成16年)295-296頁,河本一郎「大阪地裁堺支判昭和48年2月29日の研究」商事法務794号(昭和53年2月)29頁。
- (24) 『鑑定意見』・前掲註(13)〔江頭「意見書」〕14-16,163-165頁,同〔河本「意見書」〕20-23,139-141,171-173頁,同〔債務者「準備書面一」〕10頁,江頭・前掲註(14)684-685頁。
- (25) 東高・前掲註(5)判時1899号62-63頁。
- (26) その他,『鑑定意見』・前掲註(13)〔神田「意見書」〕17-19,125-127,166-170頁,同〔上村「意見書」〕47-56,142-145頁,同〔近藤「意見書」〕58-59頁,同〔黒沼「意見書」〕61頁,同〔森田「意見書」〕146頁。徳本穰『敵対的企業買収の法理論』(九州大学出版会,2000年)29-30,45-48頁。
- (27) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum. 493 A. 2d 946 (Del. Supr. 1985).
- (28) 東高・前掲註(5)判時1899号56頁・判タ1178号125頁・金判1214号6頁。
- (29) 「指針」・前掲註(11)『報告書・指針』124-125頁,「報告書」・前掲註(11)『報告書・指針』86,90-94頁。
- (30) 「指針」前掲註(11)『報告書・指針』124-125頁。
- (31) 「報告書」・前掲註(11)『報告書・指針』86,90-94頁。
- (32) 前掲註(1)(2)(3)参照。江村・前掲註(16)「主要」86頁。江村・前掲註(6)「理論」30-31頁。江村義行「新株予約権の不正発行に関する一考察——ニッポン放送事件を題材に——」情報と社会17号(2007年3月)144頁。
- (33) 前掲註(1)(2)(3)参照。
- (34) 例えば,新株予約権発行のニッポン放送事件及び株式発行の第三者割当て事件について前掲註(5)参照。
- (35) 東高・前掲註(5)判時1899号56頁・判タ1178号125頁・金判1214号6頁。
- (36) 江村・前掲註(16)「主要」74-76頁。
- (37) 『ブルドック』・前掲註(1)389-390頁「答弁書(許可抗告)」。岩倉正和・佐々木秀「ブルドックソースによる敵対的買収に対する対抗措置〔上〕」商事法務1816号(2007年11月)9-10,12,16頁。
- (38) 前掲註(4)参照。
- (39) 東高・前掲註(5)判時1899号62-63頁。
- (40) 前掲註(24)参照。
- (41) 前掲註(21)(22)(23)(25)参照。
- (42) 「指針」・前掲註(11)『報告書・指針』123頁。
- (43) 「報告書」・前掲註(11)『報告書・指針』83-84頁は,買収によって企業価値に対する脅威が発生する場合に防衛策の維持及び発動を肯定する。脅威の例としては,①構造上強圧的な買収類型(グリーンメール,二段階買収の場合),②代替案喪失類型(取締役会に代替的提案を準備するだけの時間的余裕を与えない場合),③株主誤信類型(企業価値を損なう買収提案であるにも関わらず,株主に十分な情報を提供せず,株主を誤信させて買収に応じさせる場合)を挙げる。
- (44) 東高・前掲註(2)商事1806号47-48頁,金商判1271号27頁。
- (45) 前掲註(24)参照。
- (46) 「指針」・前掲註(11)『報告書・指針』123頁。
- (47) 東高・前掲註(2)商事1806号47-48頁,金商判1271号27頁。
- (48) この点については,江村・前掲註(16)「主要」73-74頁。
- (49) 例えば,東地・前掲註(5)判時1317号28頁・判タ704号84頁・金判826号11頁(いなげや・忠実屋事件)。
- (50) 前掲註(5)参照。
- (51) 会社とは株主が形成する社団であるため,会社の利益とは株主共同の利益ということもできる。そのため本文の表現は,濫用的買収者により企業価値ひいては株主共同の利益が毀損されるときということもできる。