

敵対的企業買収と防衛策

新株予約権を用いたポイズン・ピル

戸 田 裕 之

(民事法専攻・法政専修コース)

第一章 状況変化と企業買収

第一節 はじめに

第二節 企業買収をめぐる状況変化

第三節 企業買収および防衛等に対する本稿のスタンス

第二章 ポイズン・ピル

第一節 米国におけるポイズン・ピル

第二節 米国における判例

第三節 小 括

第三章 日本法におけるポイズン・ピル

第一節 ポイズン・ピルにおける各条項の検討

第二節 小 括

第四章 争訟方法からの分析

第一節 日本の新株発行、新株予約権をめぐる判例、学説の動向

第二節 検 討

ま と め

第一章 状況変化と企業買収

第一節 はじめに

企業の成長過程において M & A 戦略が大きな役割を果たしてきた。2004年7月時点での株式時価総額の世界トップ10に入っている企業の多くが企業買収や事業売却を繰り返し成長してきた¹⁾ことから、その点がわかる。日本においては、日本において、M & A 件数は、2003年、2004年と半期ベースでは減少傾向である。しかし、大型案件が多く見られ、取引金額は高い水準となった²⁾。このように M & A が増加していく中で、敵

対的企業買収というものに縁遠かった日本において、なんらかの方策を採らなければならないという問題意識が浮上している³⁾。

以下では、まず本章で、企業買収をめぐる状況変化や買収に関する考え方を見ながら本稿における分析スタンスを示そう。第2章では米国のポイズン・ピルの内容、米国における判例を概観し、問題点を浮き彫りにし、次に第3章で制度設計上、日本法において類似のものが作れるのかを検討しよう。その後第4章で防衛策に対し、攻撃側（買収者）がどのように争うことができるのかを検討する。まず、日本における、新株発行を用いた防衛策についての判例、学説を概観する。次に米国判例を参考にポイズン・ピルが発行された場合に、どのように裁判の場で争うことができるか、その際、裁判所はどのような基準により判断をするのか考察したい。

第二節 企業買収をめぐる状況変化

企業買収をめぐる状況は変化している。この変化による問題について、次の3点から概観しよう。第1に、会社法改革の点と、第2に株式持ち合いの解消の動き、第3に企業情報開示の整備という問題点からである。

第1に会社法改革の点のみよう。平成15年10月に法制審議会の会社法（現代化関係）部会により取りまとめられた、「会社法制の現代化に関する要綱試案」に対して、関係各界からよせられた意見を踏まえ、平成16年12月8日「会社法制の現代化に関する要綱案」が決定された。「会社法制の現代化に関する要綱案」では、株式交換や合併における対価の柔軟化を提案する。これにより、外国会社の日本法人と株式交換する場合の対価を外国親会社の株式で払うことが許容される⁴⁾。よって外国子会社と外国親会社株式を対価とする株式交換や、三角合併⁵⁾が可能となる。株式時価総額で大きく劣る日本企業は、ガリバー企業である外国企業にいと簡単に買収されかねない。合併の対価として、現金を払うことも可能となれば、公開買付けと現金による締め出し合併を合わせた、二段階公開買付けも可能となる。二段階公開買付けでは、まず、プレミアムを付した価格で部

分的公開買い付けを行い、大部分の株式を取得すると、その後対象会社を消滅会社とする合併を行い、公開買い付けに応じなかった対象会社の株主は低価格による現金の対価により当該会社から締め出される。このため、公開買い付けの成功により株価の急落が引き起こされるため株主は公開買い付けに応じるように脅迫されていることに等しい状況となりかねない。このため米国においては州レベルで、二段階公開買い付けを規制する立法がなされている⁶⁾。イギリスをはじめとする EU 諸国においては、そもそも部分的公開買い付けが許されていないので、このような事態が生じることはない⁷⁾。しかし、日本においては、それに対する規制がなされていないので、買収を容易にしてしまう可能性がある⁸⁾。

第2に、株式持ち合いの解消の点を見よう。従来、メインバンク・システムにより日本企業は運営され、株式持ち合いがなされてきた。しかし、株価の低迷により資産としての価値の減少や、持ち合いの不透明性のために急速に解消されてきている⁹⁾。銀行の健全化を促進するために銀行の保有株制限措置¹⁰⁾もなされ、持ち合っていた株式が市場に出回ることになるであろう。これにより長期保有よりも短期の利潤に興味を持つ株主（個人株主など）が増え、企業買収が成立しやすい状況が形成されつつあるといえるかもしれない。

第3に、時価会計制度や連結キャッシュ・フローの開示制度等により、企業の価値を把握しやすい状況が形成されている¹¹⁾。これにより、企業買収を検討する者は、対象企業の事業内容に精通していなかったとしても、対象企業を値踏みすることが出来るし、株主にしろ、公開買い付け等などのような対処をすればよいかを判断することが可能となるかもしれない。

以上の三点から、これまでも増して日本における買収が多くなっていくことは必至であろう。

第三節 企業買収および防衛等に対する本稿のスタンス

M & A について先進的な米国において、「法と経済学」の観点から、M

& A は認めるべきであるとも述べられる。たとえば、効率的市場仮説を前提とし、企業買収の利点として、社会的な富と株主の富が増大すると指摘するものがある¹²⁾。ある企業が買収されるということは、買収者が対象会社の継続価値にプレミアムを付してまで、対象会社を買収したいということである。買収者が支払うプレミアムは、対象会社とのシナジー効果により、現在の対象会社の事業状況よりもさらに高いパフォーマンスを上げられるということや、対象会社の現経営陣の現在の経営は効率的ではなく、もっと効率的な経営ができるということなどにより発生する¹³⁾。これらの場合には、対象会社の株主は株式を売却することにより、

現在市場で評価されている値段よりもプレミアム分高い利益を得ることができる。また非効率な経営をしている経営者に対して、効率的経営を促すことになるし、実際敵対的企業買収が行われなかったとしても、行われるかもしれないという状況は、経営者にとって、自社の継続価値を高めるために、より高いパフォーマンスを示そうとするインセンティブにもつながる。これにより、代理費用（agency cost）が削減され¹⁴⁾、売り手と買い手の双方の株主価値が増大することになる¹⁵⁾。

他方、対象会社や株主にとって M & A が脅威である場合が存在することも強く指摘されている。代表例としては、グリーン・メーラーや、対象企業の解体価値のみに興味を持つ投機としての買収などがある。

解体価値のみに興味を持つ買収の目的は、他企業を合併するためではなくもっぱら投機対象として企業買収を行う。そのような買収者は、いったん買収が完成したら、あとは、不要な資産を売却して、次の投機の資金を調達し、会社の収益が思うように上がらない場合は対象会社を解体して資産を売却してしまう。このような買収のターゲットは、買収費用が解体費用を下回っているような企業、いわゆるキャッシュ・カウである。

日本の株式市場の低迷により、技術力が高く、内部留保資産が豊富な日本企業であっても、総体的に株価が低い。このため、海外の企業や投資家から見れば、日本企業は、まさしく、キャッシュ・カウであり、解体を意

図した企業買収がなされるのではないかと、という懸念が生じ、現在、企業買収脅威論が財界を中心に主張されている¹⁶⁾。

解体を意図した買収であれば、一部の買収者のために、対象企業の長期的な利益¹⁷⁾やステイク・ホルダーの利益¹⁸⁾が害されることになる¹⁹⁾。このような事態に備えるために、米国においては、大企業の85%の企業が何らかの防衛策を導入している²⁰⁾。その反面、経営陣に対して交渉の武器である防衛策設定の権利を与えるということが果たしてよいのかという問題もある²¹⁾。たしかに、取締役会は従業員などのステイク・ホルダーなどの利益も考慮しなければならないとも考えられる。しかしそもそも取締役は株主からの受任者であり株主の利益の最大化のためにのみ行動すればよいとも考えられる。このような視点からは、買収の問題にしても、会社の実質的所有者である株主の意思決定が尊重されなければならないともいえなくはない。株主の意思に反して、取締役が買収に対する防衛策を設け起動させる場合は問題といえるかもしれない。このような株主重視の視点から、米国における企業の中には、ポイズン・ピルを廃止するものもあり、新たに設ける企業も減っているようである²²⁾。

それでは、企業買収に対して会社（経営陣）はどのように対処すればよいか。本稿は、会社、株主の価値を損なうような買収があるかもしれず、それに対しては防衛策を取ることも認められるべきであるとのスタンスを有する。もちろん、経営陣がポイズン・ピルを導入することにより、株主に不利益が発生するようでは本末転倒であるし、導入し、実際にポイズン・ピルを行使する際に、それを経営陣が濫用的に利用する（有効な企業買収（提携）提案に対しても、自らの保身を優先して拒絶するなど）可能性も否定できないため、その適切な行使をさせなくてはならない。よって、ポイズン・ピルを日本に導入するにしても、日本の法制度に矛盾なく、株主に不利益を生じさせないような制度設計をすべきであるし、実際のポイズン・ピル発動に際して経営陣の適切な行使を保証することが重要であろう。

第二章 ポイズン・ピル

平成13年商法改正により株式制度の多様化，柔軟化がなされ，これによりポイズン・ピルを日本においても設定することができるのではないかという議論がなされている²³⁾。具体的には新株予約権制度が利用可能ではないかと考えられる²⁴⁾。

まず，米国におけるポイズン・ピルの内容とポイズン・ピルをめぐる裁判例について概観したい。

第一節 米国におけるポイズン・ピル

ポイズン・ピルの発祥の地である米国においては，1980年代に発案されて以来様々なものが生まれ進化を遂げてきた。現在米国において主流となっているものは Share Holders' Rights Plant と呼ばれ，株主に権利（Rights）を付与するというタイプである。その内容としては，まず，取締役会決議により株主に対して，rights を発行することを決め，普通株式に対する配当の形で株主に rights を与える。この「rights」は“distribution date”²⁵⁾までは行使することができず，また普通株式にのみより表象されるため，rights のみ単独で譲渡することもできない。その後，「あるものが対象会社の発行済株式の15%を取得するに至った場合」などの distribution date が到来すると，株主は rights 証券を取得することができ，その後は rights を行使することができるし，rights を普通株式とは別個に証券の交付により譲渡することが可能になる。distribution date 以後は rights を行使することが可能となり，その rights を行使することにより，株主は普通株式または優先株式を取得できることになる。この rights の行使価格は普通株式の市場価格より高めに設定されているが，その後，ある者が「acquiring person」²⁶⁾になったとき」という flip-in イベントが生ずると，rights が同じ行使価格でより多くの株式を取得できる権利

に転換することになるので、株主は flip-in イベントの後にその rights を行使することにより結果的には格安で株式を取得できることになる。ここまでの仕組みでは、特にこれといったポイズン・ピルとしての有効性はないが、そこに、「acquiring person になったものは rights の譲渡または権利行使は不可能である」という条項をつけることによりポイズン・ピルとしての効力を生ずることになる。このことにより、買収者の有している rights は行使できないのにその他の株主は行使することになるので、結果的に買収者の持分が希釈化されることになる²⁷⁾。

第二節 米国における判例

デラウェア州における判例で、その後、敵対的企業買収の場面において、用いられる判断枠組みを示したものとして Unocal 判決、事前の防衛策として、ポイズン・ピルを導入することは fiduciary duty に反しないと判断した Moran 判決、ポイズン・ピルの消却を争ったものとして Moore 判決を紹介する。

Unocal 判決²⁸⁾

敵対的公開買付に対抗して、対象会社が当該公開買付をしようとしている者以外の株主の株を対象に行おうとした自己買付を、敵対的公開買付を行った会社が、差止めるよう裁判所に提訴した事件である。この判例において、取締役会の企業防衛についての態度として、取締役会の権限は、株主を含む会社を、合理的に認識しうる害悪から守る責務に由来し、会社組織の根本的な変更などを含む企業統治の場面では、取締役会は受動的な機関ではないとして、取締役会に企業防衛措置を講ずる権限があることを確認している。そして、このような take over の状況においても経営判断の原則が適用されるが、そのような場合には取締役の利害衝突の恐れがあるので、経営判断の原則を適用する前に、買収者により会社の政策や効率性に対して害悪が及ぶことを合理的に認識していたことと、対抗策

が直面していた害悪との関係で合理的なものであったことについて司法判断がされなければならないとした。

Moran 判決²⁹⁾

Household 社は、自社が take over の対象になりうるとの強い危機感から、rights plan を採用することにした。これに対して、その株主が差止めを求めた事件である。この rights plan が発動される事由は、30%以上の株主に対する公開買い付けの宣言がなされるか（30% trigger）、20%以上の株式を所有する株主が現れる場合（20% trigger）であり、その場合には、優先株100分の1株が100ドルで購入できる権利を与えられることになっていた（flip-in 条項）。30% trigger の場合には取締役会によりライツひとつ当たり50ドルで消却できるが、20% trigger の場合には消却不可となっていた。ライツが行使されないまま合併などが生じた場合には、当該ライツは存続会社の200ドル相当の株式を100ドルで購入できる権利へと転換できることになっていた（flip-over 条項）。

裁判所は Unocal 判決を参照し、take over の局面においても経営判断原則の適用があることを示した後、事前の防衛策であるという相違点は存在するが、事前の防衛策は、取締役会が take over の局面において合理的な判断を怠る危険を減少することができるとし、事前の防衛策の設定を判断する場合にも経営判断原則によるべきであるとした。

裁判所は、rights plan についての権限の根拠は Delaware General Law の157条に求めるとし 50%以上の株式を取得し、rights に対する自己公開買付をさせることや、19.9%まで株式を取得し proxy contest により経営陣を交代させ、rights を消却させるなどにより買収を成功させることは可能であることと、一度設定したとしても、tender offer に直面したときに消却するかしないかを判断するときには、fiduciary duty に服することを指摘した。また trigger が20%に設定されていることについても、自派の持ち株比率が大きいから proxy contest が成功するとは限

らず、proxy contest が成功するかどうかは、持ち株比率の大きさではなく、その利点により決定されるとして、取締役会に rights plan を採用する権限は存在するとした。その権限の存在を認めた上で、Unocal 基準における2つの基準も満たすとした。

Moore 判決³⁰⁾

Moore 社は、ポイズン・ピルの消却を条件とし、Wallace 社の全株式を対象として、現金による公開買い付けを開始した。その後、Moore 社は価格を引き上げたが、Wallace 社の取締役会は拒否し、ポイズン・ピルを消却しなかったため、ポイズン・ピルを維持し続けることは fiduciary duty に反するとして、その消却を求めた事件である。これについて裁判所は、取締役会が過去に行った行為によりこれから成果を挙げようとしており、株主はそれによるリターンを受けられるという事実を知らぬまま tender offer に応募する恐れがあるとして、Unocal 基準における第1の要件を満たすとした。さらに、ポイズン・ピルは株主に差別的な効果を有せず、また、ポイズン・ピルが発動されない状態まで買い付け、proxy contest をすることは可能であるとして、第2の要件も満たすとした。

第三節 小 括

米国においては、企業買収に対する防衛策について裁判上争う場合については、Unocal 基準によって判断される。防衛策を採用するに当たって買収による脅威の合理的な認識と 防衛策の合理性について、義務違反と当該防衛策の構造上の観点から、事例ごと個別具体的に判断されることになる。ポイズン・ピルにおいても、その基準が適用され、上記第一節で示したポイズン・ピルは構造上適法であるとされた。

次章ではまず、ポイズン・ピルについて構造上の観点から日本法上適法に設計することができるのかを検討し、次に第4章で企業買収の攻撃側が防衛策の適否をどう日本法で争えるかを、ここでのアメリカ判例法の取り

扱いを参考にしながら考察しよう。

第三章 日本におけるポイズン・ピル

第一節 ポイズン・ピルにおける各条項の検討

(1) 株主割当

株主割当による場合には、上記のポイズン・ピル類似の制度を新株予約権を用いて作りうる。しかし、商法280条ノ19以下の条文に則ったものでなければならないため、実際にポイズン・ピルを設計する際には以下の4つの問題点が生じよう。

ポイズン・ピルの中の特徴的な条項を見ると、distribution date が到来する条件として「あるものが対象会社の発行済株式の15%を取得するに至った場合」に新株予約権を行使できるようになるという定めがあるが、このような定め方は可能であるか、rights である新株予約権を単独で譲渡不可とできるのか、acquiring person になった者の新株予約権の譲渡または行使を制限できるのか、「取締役会が適当と考えたとき」に消却ができるとするような消却条件をつけることができるか。

トリガー事由の定め方

商法280条ノ20第2項6号において「前二号二掲グルモノノ外新株予約権の行使ノ条件」と定められ、新株予約権の発行に際しては、新株予約権の行使に際して払い込む額と新株予約権を行使することができる期間と共にその他の条件を定めておかなければならないこととなっている。ここでいうその他の条件とは、たとえば、ストック・オプションとして用いる場合であれば、行使の時点でも取締役または使用人の地位を有していることが必要であるし、会社の業績や株価等を行使の条件にすることも考えられる³¹⁾。このほか、新株予約権を権利行使期間の経過とともに、一定割合ずつ権利行使可能とすることや、未上場企業においては、上場されていることを権利行使条件とすることなどが考えられる³²⁾。このように新株予約権

の利用目的に合わせた柔軟な条件を設定できることになる。そこで、「ある者が発行済株式総数の15%以上を取得するに至ったとき」という条件は設定できるか。そもそも行使の条件とは、新株予約権者に対して明確にその行使条件を知らしめ、行使の可能性を見て、新株予約権の価値などの算定のための一条件となると思われる。したがって条件の成就可能性があり、その条件の内容に明確性があれば認められることになると思される。「A, B, C 以外の者が発行済株式総数の % 以上を取得した場合に行使することができる³³⁾」というように「条件」を設定できると立法担当者が述べているように、買収者の出現時という不確定時期ではあるが、条件成就可能性があり、発行済株式数の15%というように明確に示されている以上このような定め方でも十分であると思える。

rights である新株予約権を単独譲渡不可というように定められるか
米国におけるポイズン・ピルにおいては、distribution date が到来するまでは、rights は普通株によってのみ表象されるため、この時点においては、普通株式を譲渡するとそれに伴って rights も移転することはあるが、rights のみ単独で移転するということではできないことになっている。もし rights のみで移転可能ということになれば、株式の所持人と rights の所持人がバラバラとなってしまい、会社にとって把握が困難になる。distribution date 以前においては、rights は、著しく小さい期待権にとどまっているためほとんど何の意味もなく価値的には小さい。この rights を単独で譲渡できるとすると、買収者は少ない資金で rights を買い集め、企業買収の対抗策として機能しないものにすることが可能となってしま³⁴⁾。この問題点を解決するため、価値が出てくる distribution date 以後にしか譲渡ができないという仕組みをとっていると思われる。もちろん、「権利行使価額が株式時価の2分の1の新株予約権が株式とバラバラに存在していると、株価に悪影響を与えることが容易に想像される³⁵⁾」と指摘されるように、distribution date 以後の rights についても株式との分離を避けなければならないという要請がある。したがって、株主割当によって

rights を配布しようとする場合には distribution date 以前のみならず、distribution date 以後においても、譲渡不可という構成をとらなければならない。

これを新株予約権に当てはめてみると、新株予約権と株式というのは、商法上どちらも単独で市場に流通する証券として別個に規定され、新株予約権付株式というものは想定されていない。このため、上記のような仕組みを採用することは難しい。

それでは、どのような対策が可能か。現行法では、新株予約権についても譲渡制限を付けることができるので、これを用いる方法が考えられる。譲渡制限については、新株予約権を譲渡するには取締役会の承認を要するという形で付される。譲渡制限株式につき、取締役会の承認を受けないでなされた株式の譲渡は、判例上会社に対する関係では「効力を生じない」ことを理由に会社は譲渡人を株主として取り扱う義務がある³⁶⁾としている。これがそのまま新株予約権に妥当すると、会社は新株予約権者を譲渡承認の際に把握できることになる。株主が株式を売却しようとしたときに、一緒に新株予約権も売りたいのであれば、株式の買い手に対して新株予約権を売ろうとしているなら、取締役は承認を与えることにより、株式の所持人と新株予約権者の所持人を一致させることができよう。しかし、株式のみ売り、新株予約権は売らないという株主もありえるし、通常の市場取引では、いちいち譲渡承認を求めさせるということは現実的ではなく、実際には想定ほどうまく機能するとは考えられず、新株予約権と株式の所持人を一致させることはできない。そもそも株主が、ポイズン・ピルとしての新株予約権を所有しているという自覚を有しているかも疑問であり、新株予約権の行使時期に行使するかも不確定となろう。他方、締役会の承認を得ずに新株予約権を譲渡してしまった場合は、その譲渡を会社に対して対抗できないとしても、譲渡人が譲受人の指示の下行動してしまえばよく、買収者が新株予約権を買い占めることを防止することは出来ないかもしれない。

よって、新株予約権に譲渡制限を付けたとしても、問題を解決できず、株式の移動に伴って新株予約権も動く、新株予約権付株式という制度の創設が必要かもしれない。

ここで信託を用いたポイズン・ピルを紹介したい。これは、株主割当として、株主に rights を割当てるのではなく、会社がまず、SPC に対して、新株予約権を発行し、その権利を信託会社に信託譲渡し、当該新株予約権の受益者を買収者以外の株主と設定しておく方法である³⁷⁾。この方法によると、受益者についての定義を信託契約に盛り込むことで、株式の所持人と受益者とを一致させることが可能になる³⁸⁾。

権利行使制限条項の合法性

米国におけるポイズン・ピルは、「acquiring person」つまり対象会社の発行済株式総数の15%以上を取得するに至った者が有している rights は、無効となり行使できないという制度設計がなされている。この条項により、他の既存株主は rights を行使し、持ち株数を増やすが、買収者は rights を行使できないため、相対的に買収者の株式の持分が希釈化されることになる。この条項は、ポイズン・ピルを設定する上で要となる必須の条項といえよう。それでは、新株予約権につき、このような条項を定めることは可能か。現行日本法は、商法280条ノ22において各新株予約権の発行価額その他の発行条件を均等に定めなければならないとしている。これは、株主平等原則を表したものと解され、株主平等原則に違反する新株予約権は無効となると考えられている。この権利行使制限条項は株主平等原則に反するのであるか。

これについて、あくまで、新株予約権を与えるか与えないかは、取締役会の判断であり、将来株主となりえるという権利についてまで適用はないのではという指摘³⁹⁾、新株予約権者全員に同じ条件がついてるので違反しないのではないかという指摘⁴⁰⁾がなされている。それぞれの見解について考察することで、この問題を検討することにしよう。

まず、の指摘については、確かに新株予約権は多様な使途が想定され

ており⁴¹⁾、その設定のために柔軟な制度設計ができるようになっている。しかし、新株予約権の発行においても、同一発行決議に基づく新株予約権は同一内容でなければならない⁴²⁾。また、新株予約権に違いを持たせることは、有利発行決議を伴う従業員へのストック・オプションなど（商法280条ノ24）の特別な例外の場合のみであり、株主平等原則は新株発行と同様に新株予約権者間にも適用される。

「新株予約権自体が全株主に交付されることは商法でも保護されていない法益でして、潜在的株主にすぎない」⁴³⁾ので、平等原則の適用がないのではという指摘に対しては、株式についても取締役会の決定において発行され、その段階においてまだ株主でない株式引受人に対して発行する場合も発行条件の均等が求められている⁴⁴⁾こととの整合性がない。以上のことから、新株予約権の条件についても均等が要求され、実質的に株主不平等となるような条項は無効とならざるを得ない。

の指摘については、株主平等原則に反する取扱いが許されるのは、株主の同意がある場合と、一定割合の株式や一定期間株式を保有している者のみに認められる権利（商法232条ノ2第1項など）や、種類株のように条文中で規定されている場合のみである⁴⁵⁾。例外的に認められている株主優待制度については、営業との関連性があるかといった条件を狭く解し、優待の程度が軽微であって実質的にみて平等違反に反しないような場合でなければならぬ⁴⁶⁾。同様の発想があれば、ポイズン・ピルに権利行使制限条項を入れることも可能かもしれない。

優待制度について、株主優待制度における平等の必要性よりも大きい合理的必要性が認められるという考え方や⁴⁷⁾、条文中に株主平等原則が明定されていない場合などにのみ、認められるという見解があり⁴⁸⁾、これらの見解を参考にすれば、株主平等の必要性を超える合理的必要性が肯定できるのであれば、差別的取扱い条項が平等原則の例外として認められる余地はある。

ポイズン・ピルについては、トリガーがひかれる状態になった時には、

買収者以外の株主の持ち株数が倍になるなどの、大きな効果が生まれるものは許される余地がないともいえない。新株の価格が著しく低い場合には、権利行使制限により、買収者の持分の新株予約権の強制消却もしくは、買収者の持分以外の株式の分割という効果が生じることになる。株主平等原則の観点からは、恣意的な一部の者の株式の強制消却や、一部の者を除いた株式分割というものは認められないことになるので、新株予約権の行使価格が適切でない場合には、権利行使制限条項を付す新株予約権は、株主平等原則に違反して無効になるといえよう。他方、新株予約権の行使価格が適切な場合には、買収者を除いた株主に第三者割当を行ったともいえ、そうであれば、問題はむしろ、権利行使制限条項を付した新株予約権の発行が不公正かどうか、という点であろう。権利行使制限条項が付けられた新株予約権の発行自体は、株主平等原則に抵触しないが、不公正なものとして評価された場合に例外的に無効とされよう。

なお、信託を用いたポイズン・ピルの例では、その利点として、株主平等原則の疑いの強い権利制限条項についても、SPC と信託銀行との契約によって定められているため、当該設定会社が株主を不平等に扱っているわけではないとされる⁴⁹⁾。しかし、会社法における根幹的な原則である株主平等原則が、SPC という器を用いることによって、形式的に回避できるとは考えられず、以上述べた議論がこの場合にも当てはまるであろう。

消却事由の定め方

ポイズン・ピルにおいては消却条項が必要となる。これは、「取締役会が必要と認めたとき」というように規定される。この規定がないと、好条件の買収についても阻害することになってしまうため、株主利益のためにならない恐れがある。

第1に、商法280条ノ20第2項7号で「会社が新株予約権ヲ消却スルコトヲ得べき事由」を定めなければならないため、その事由として記載できるか。そもそも消却事由は、既存の株主、新株予約権者になる者の利害に関わる問題であるから、予測できるように客観的な記載であることが要求

される。このため、「取締役会が必要と認めた時」というような決め方が許容されるのが問題になる。第2に、消却権者を取締役とすることの是非の問題である。買収を拒否できるような効果を持つポイズン・ピルの消却権を持つということは、会社の支配権を操作できる可能性があり、会社の所有者ではない取締役会にそのような権限まで持たせてよいのかということである。

第1の問題について、消却事由に該当する場合には、会社側が強制的に新株予約権を消却することができるので⁵⁰⁾、その可能性について新株予約権者が認識できる程度の記載が必要である。この点については、第2の問題との関係で、既存株主（新株予約権者）が不利になるような決定を取締役会が下さないのであれば（もしくはその判断につき司法による判断ができるのであれば）、その程度の記載であっても、認められるのではないかという指摘がされている⁵¹⁾。第2の問題については、取締役の権限との関係が問題となってくるので、次章の不正発行との観点で論ずることとしたい。

(2) 第三者割当

第三者割当によりポイズン・ピルを仕組む場合、誰に割り当てるかは実務上大きな問題であろうが、信頼のできる者に割り当てるのであれば、上記で検討したような、権利行使制限条項、差別的取扱い条項をつけなくてよい。そのため、通常の新株発行と大差が無く、発行し易いことになる。そのような条項を入れた場合、ポイズン・ピル自体が無効になってしまう可能性が高いからである。

第二節 小 括

米国類似のポイズン・ピルを日本に導入するに当たって、法律的な障害が存在するのか重要条項について検討した。トリガー事由については当該新株予約権の条件成就可能性を認識できる程度の記載があれば認められる

と解される。新株予約権の単独譲渡の問題に関しては、現行法のままでは、欠点が存在するため、新株予約権付株式制度の創設が、信託を用いたポイズン・ピルが有効であることを指摘した。権利行使制限条項については、株主平等原則に反している可能性が高いが、株主平等の必要性を超える合理的必要性が存在するのであれば認められる余地がある。消却事由については、消却権者を取締役会とすることも考えられるがその場合、取締役会の保身のために作用する可能性も存在する。

ポイズン・ピルを設定したとしても、株主利益のためではない場合などは、買収者や既存株主がその設定を争うことができなくてはならない。そこで、次章では争訟方法の観点から検討したい。

第四章 争訟方法からの分析

経営陣が株主の利益のためにポイズン・ピルを設定すると主張する場合でも、その実は経営陣が自己の保身のために設けようとしている可能性もある。その場合、買収者、株主が当該ポイズン・ピルの存在について争えなくてはならない。米国では事前の防衛策としてのポイズン・ピルについて争う手段として、設定されたポイズン・ピルは無効であると株主が訴える場合と⁵²⁾、具体的な買収の局面において、買収者は買収の妨げとなるポイズン・ピルを消却させるため、当該ポイズン・ピルを維持していることは、fiduciary duty に違反するとして、裁判所に訴える場合がある⁵³⁾。ポイズン・ピル導入にあたって、株主の利益とならない不適切なポイズン・ピルに対して争う手段を現行日本法上どうなるかを見て、その問題点について検討したい。

まず、前者の場合、日本においては新株予約券発行または新株発行の差止めにより対処されることになる。これについては、従来、買収に対する防衛策と思われる新株の第三者割当について、支配権の維持が問題になっているときには、不正発行の問題として処理してきた。その議論がポイ

ズン・ビルとしての新株予約権発行に当てはまるのか、もしくは、相違点があるのか、日本における不公正発行に関する判例、学説を概観し、それを参考にポイズン・ビルの差止めにおける判断枠組みを検討したい。次に、後者の場合として、ポイズン・ビルが発行された後や、ポイズン・ビルが発動した後の対処方法として、新株予約権発行無効の訴え、新株予約権に基づく新株発行の差止め、新株予約権に基づく新株発行無効について解釈論を示したい。

第一節 日本の新株発行、新株予約権をめぐる判例、学説の動向

1. 新株発行の差止めに関する判例、学説

昭和25年以前においては、資本の額は定款の記載事項であったため資本の増加について株主総会の決議を要求されていた。昭和25年の改正は、機動的資金調達を可能とするために授權資本制度を導入した⁵⁴⁾。昭和30年の改正は、新株引受権に関する事項を定款の絶対的記載事項から除き、特に定款で定めない限り、株主は新株引受権を有しないこととした⁵⁵⁾。平成2年商法改正は譲渡制限会社の株主に法定の新株引受権を付与することにしたが、それ以外の株式会社では、株主割当というものが強制されず、授權資本の枠内においては、取締役会の裁量により、自由に株式を割り当てることできる。しかし、授權資本制度の下、その権限を濫用的に用い、経営者が自己の地位を維持することを目的とすることは許されない。この場合には、不公正な方法で新株を発行しているとして、新株発行差止権を既存株主は行使することが可能となる。授權資本制度と不公正発行との関係については、閉鎖会社を中心に判例が形成され、学説で議論されている。

(1) 判例

閉鎖会社における新株発行差止めに関しては、大阪地方裁判所堺支部昭和48年11月29日決定がリーディングケースである。まずこの事件を紹介しよう。

事案は次の通りである。Y 会社が、会社更生手続終結を機に、80万株

の株式を一般公募により発行しようとしたところ、51.23パーセントを有する X 会社が、株式発行によりその持分が27パーセントに低下してしまうことは、Y 会社を支配する地位を失うことになり回復しがたい損害が生じるため不公正な発行であるとして、当該新株発行の差止めの仮処分を申し立てた。大阪地方裁判所堺支部⁵⁶⁾は、「新株発行の動機は、一つのみのもともあり、幾つか並存することもありうると考えられるが、……不当な目的を達成するため新株を発行する場合というためには、少なくとも、取締役会が新株発行を行うに至った種々の動機のうち、不当目的を達成するという動機が、他の動機よりも優越し、それが主観的要素であると認められる場合をいうものであり、差止請求においては、その程度の疎明がなされることが必要かつ十分であると解すべき」とし、新株発行をする場合の動機はひとつに限らず幾つか並存することを認め、その動機の中でも支配権を維持しようとするなど不当な目的が他の目的に優越している場合には不公正発行となるという「主要目的のルール」を示した。

次の東京地方裁判所平成元年7月25日決定⁵⁷⁾でも同様の判断枠組みを採用するが、防衛側に新株発行の正当性(合理的な理由)に関する立証責任があることを示している。

この事件は、合併されそうになった会社がそれを阻止すべく、他の会社と形式上の業務提携をし、新株を発行しようとしたところ、申請人が、持株比率が33.34パーセントから26.81パーセントに低下するうえ、株価も低下するとして差止めの仮処分を申し立てたものである。東京地方裁判所は、「株式会社においてその支配権につき争いがある場合に、従来の株主の持分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、その新株が特定の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配を維持することを主要な目的としてされたものであるときは、その新株発行は不公正発行に当たるといふべきであり、また、新株発行の主要な目的が右のところにあると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が発

行された場合は、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当たるといふべきである。」⁵⁸⁾という判断を示した。

(2) 学 説

機関権限分配秩序を重視する見解

新株発行の差止め対象である「不公正な方法に基づく新株発行」とは何か。この点につき、授権資本制度が資金調達機の機動性を確保するための便宜な制度であるという事を強調し、取締役会の新株発行権限を制限的にとらえるという前提に立って議論を展開する見解がある。この見解はそもそも、機関権限分配秩序を重視し、それに違反するような新株発行を取締役会はなしえないと主張し⁵⁹⁾、純粋な資金調達の場ではなく、そこに支配関係上の争いが絡んでくる場合には、不公正発行の疑いがあるとす。この場合に、前述の東京地方裁判所決定と同様に、新株の発行会社側に、当該新株発行を第三者割当でなすことについての合理的な理由の証明を要求するものや、イギリスの判例法である適正目的法理に依拠することで対処しようとする見解が示されている⁶⁰⁾。前者の見解の中には、単に新株発行の必要性だけでなく、株主間に支配権について争いあるときに、あえてその争いに決着がつくような第三者割当を特定の株主になす場合には、当該第三者割当を必要とする事業目的を要求するものもある⁶¹⁾。支配権の争いにつき影響を及ぼすような新株発行であることを、株主の側が主張すれば、それが事業目的の第三者割当であることを会社側が示さなければならぬとしている。その事業目的を会社が決定する際には、合理性のあるプロセスで決定することが必要であるとしている。後者の見解は、取締役会はその新株発行権限を適正な目的のために行使しなければならず、それ以外の目的のために行使した場合には権限の濫用となることを前提にし、ほぼ同様の結論となる⁶²⁾。

取締役会による割当自由の原則を強調する見解

授権資本制度よりも機関権限分配秩序の要請を重視する の見解に対し

て、授權資本制度が制定され、割当自由の原則が妥当する現行会社法上は、資金調達権限の機動性を重要視すべきであるとする見解も主張されている。株主が兩派に分かれているときに、取締役やその一味のものに不当に多数の株式を発行する場合や、なんら資金調達の必要性がないのに支配権に関する紛争に介入する意思で発行する場合のような典型的な不正な発行の場合を除いて、資金調達の必要が存する以上⁶³⁾、発行の相手方が取締役の一味でないような場合には、反対派勢力の持分が低下することとなっても不正な発行にはならないという見解がある⁶⁴⁾。さらには、そのような場合には、経営者が自派に割り当てることにより反対勢力の持分が低下することになっても不正ではないとする見解もある⁶⁵⁾。

防衛策のための新株発行を許容する見解

の見解を一步進めて、防衛策のために新株を発行することも許される場合があるのではないかという見解も存在する。グリーン・メーラーや、会社を乗っ取っても効率的に経営ができるわけではなく、株主が損害をこうむる場合などには認められるのではないかという見解や⁶⁶⁾、我が国の証券取引法にいわゆる5パーセントルールが存在しなかった時の見解ではあるが、現在判例が運用している「主要目的ルール」のように建前論を採用すべきでなく、むしろ支配権維持が会社の利益となることを正面から認め、取締役の判断を尊重すべきであるという見解などもある⁶⁷⁾。

2. 新株発行無効について

新株発行無効の訴えについては法定されていないが、取引の安全の要請などからきわめて狭く解されている。無効事由と解されているのは、定款所定の授權株式数を超過する新株発行、定款の認めない種類の株式の発行、株主の新株引受権を無視した新株発行、新株発行事項の公告を欠く発行、新株発行差止め仮処分命令の違反などであり、不正な新株発行は無効事由に該当しないとされている⁶⁸⁾。

しかし、これに対しては株主保護の観点から、不正な発行を無効原因

と解すべきであるという見解も存在する⁶⁹⁾。

3. 新株予約権に関する判例，学説

(1) 判 例

ポイズン・ピルの事例ではないが，新株予約権発行の差止めの仮処分を求めたものとして，高知地方裁判所平成16年7月8日決定がある⁷⁰⁾。

この事件の概要は次の通りである。XはY会社の未行使新株予約権をすべて所有していた。Y会社は資金需要が生じたため，Xに新株予約権を行使することを依頼するとともに，当該予約権を他の者に譲渡することを願い出たがXが応じなかった。Y会社はこのままでは資金的な破綻が生じる恐れがあると判断し，本件新株予約権の発行を決議した。Xはこれに対して，X以外の第三者に新株予約権を発行することは，Xの持株比率の低下を意図したものであり，不正な新株予約権の発行であるとして，新株予約権発行差止めの仮処分を求めた。高知地方裁判所は「資金調達の方法として新株予約権の発行によって行っており，新株発行という直裁的な資金調達方法を採用していないこと，……などの諸点に鑑みると，債務者代表者が債権者の排除ないし支配力減殺を主要な目的として，本件新株予約権の発行に及んだという見方も強ち否定できない。しかしながら，……本件新株予約権の発行は資金調達が重要な位置を占めていると見ることができる。確かに，新株予約権の発行は，……様々な目的を持ち得るもので，新株発行に比して資金調達の側面が希薄であることは明らかであるが，多様な選択肢を提供し機動的な資金調達を促進するという点も立法趣旨に含まれていると解釈できるから，上記の通り経営状態の悪化や具体的な資金調達の需要が認められる本件においては資金調達を目的としていることを認定するに妨げる事情であるとはいえず，また，目的が資金調達にある以上，特段の事情がない限り新株予約権の発行という手段を捉えて不正な方法と推認するのは妥当ではなく，この点は取締役会の経営判断を尊重すべきである。」とした。

本件の注目すべき点としては、債権者の支配力減殺のために発行されたと疑う余地がある理由のひとつとして、「新株発行という直裁的な資金調達方法を採用していないこと」を挙げていることである。つまり資金需要が存在する場合に即効性のある新株発行によらないで、新株予約権によることの合理的な理由を求めていると解することができる。次に、新株予約権には多様な目的が存在している中で、資金調達の側面は希薄であるということを示唆しながらも、基本的に主要目的のルール枠組みによっているということである。この判例では支配権の争奪が顕著な場合ではなく、また、資金需要が存在していた場合であるので、ポイズン・ピルにおける問題設定とはかけ離れた事例ではあるが、やはり、新株予約権の特性(多様な目的に対応できる)を考慮した判断がなされる可能性があるということを示唆しているのではないか。

(2) 学 説

新株予約権の不正発行に関する判断枠組みの方向性について言及する文献が、数は少ないがいくつか見られる。方向性のみを示すものとして、新株予約権は資金調達目的を必要としないという前提の下、個別具体的な事例ごとに判断するしかないとするものがある⁷¹⁾。従来の主要目的のルール(資金調達目的があったかどうかということにウエイトが置かれていたもの)では対応できないとし、支配権の争奪が問題となる以前でも、支配権維持目的の存否によって不正を決定するという見解、支配権の争奪が問題となっていないときには、支配権維持目的は問題とならず、防衛策は許されるが、支配権の争奪が問題となっている場合は不正となるという見解がそれである。前者の見解は、支配権維持の目的をどのように判断するのかという問題も出てくるが、ポイズン・ピルは一見すると支配権維持の様相を呈しているため、認められないということになるのかもしれない。反対に後者によると、事前に設定しておいたものはフリーハンドで許されることになるかもしれない⁷²⁾。

以上の見解とは異なり、新株予約権についても資金調達目的が存在する

という前提から、従来の主要目的ルールを用いて、不公正発行かどうかを認定できるのではないかという見解が存する⁷³⁾。しかし、新株予約権は、多目的な用途を有することが立法段階で想定されており、資金調達目的を全ての場合に要求することは現実的でない。この見解を採用した場合に、たとえばストック・オプションとして利用される新株予約権を認めるために、資金調達目的がこのような事例でもあるとすれば、防衛策という資金調達目的とはかけ離れた目的で用いようとしている場合にまで資金調達目的を認定し、従来の主要目的ルールよりも建前論的な判断になりかねない。逆に、資金調達目的があるかを厳格に判断したとすれば、形式的な資金調達目的を設定すれば認められるということが危惧される。

4. 小 括

新株発行の差止めの事案での不公正発行の認定は、主要目的ルールを用いて判断される。これに関して、支配権維持目的が明らかな事例以外においては、授權資本制度を重視し資金調達の必要性があれば基本的には、資金調達についての取締役会の判断が尊重されるという、新株発行の差止めを巡る⁷⁴⁾の見解に近い立場を多くの判例では採用している。しかし中には⁷⁵⁾の見解を考慮した判断がなされている裁判例もある。他方、不公正な発行については新株発行の無効事由には含まれないため、不公正なものであっても、一度発行されてしまうと新株発行の当否につき買収者等が争う手段がないことになりかねない。

これに対し、新株予約権発行の差止めの不公正発行の認定は、新株発行と異なり、資金調達の必要性のみでなく、新株予約権の目的の多様性を考慮すべきである。学説においても、資金調達の必要性を要求するものも存在するが、既に述べたようにそれのみでは、対処できないであろう。

第二節 検 討

ここでは、新株予約権の発行段階、新株予約権が行使され新株発行がな

される段階に分けて新株予約権の当否につき、買収者等が司法の場で争う手段は何か、それを受けて裁判所がどのような枠組みで判断すればよいか、を検討しよう。

1. 新株予約権の発行段階

この段階では、既存株主、買収者等は新株予約権の発行差止め（仮処分）で争うことになる。

ポイズン・ピルとして発行された新株予約権は、株主割当の場合であっても、権利行使制限条項がつき、消却権者を取締役会とされていれば、既存株主を害したり、取締役会がそれを濫用する危険性が高く生じる。ポイズン・ピルが効力を生じるのは支配権の争いが生じた時であり、そのときを見越して、なんら支配権につき争いが無いときに特定の者を有利にしてしまうことは、いわば従来の支配権維持のための第三者割当の脱法になりかねない。この点では、ポイズン・ピルをして新株予約権が発行される場合は、裁判所の厳格な審査を受けるほうがよい。

新株発行の差止めの場合には、当該新株発行が支配権維持目的であったかどうかについては、前節で示したとおり主要目的ルールを用いて判断されてきた。判例が運用してきた不公正発行に関するルールは、新株発行の第三者割当の場合に用いられ、当該新株発行に資金調達目的があったかどうか、に主眼がおかれてきた。新株発行は、直接資金が会社にもたらされるため、新株発行会社は、資金調達が目的であるということを立証しやすい。そもそも、主要目的ルールが適用される範囲は、東京地方裁判所平成元年7月25日判決で述べられているように、「支配権の争奪につき争いがあるとき」であり、支配権争奪が問題とならない、いわゆる「平時」は適用範囲にはないという解釈も可能であろう⁷⁴⁾。

しかし、新株予約権の発行の場面では、従来主要目的ルールにより判断してきた新株発行の場面と以下の3点につき異なる。株主割当の場合であっても支配権争奪のために用いる。支配権につき争いが無い時

に発行されるが、支配権につき争いが生じる時に行使される。 不公正かどうかの判断につき、資金調達が考慮の要素にならない場合が存するなどである。このため、新株予約権発行の場面では、新株発行につき判例法が適用し発達した主要目的ルールでは、限界が生じることが考えられ、正面から防衛策について判断できる枠組みを検討すべきである。そこで、Unocal 基準のような詳細な認定基準を参考とし、防衛策について正面から認定できる判断基準を検討したい。

(2) 主要目的ルールをどのように利用するか

これまで、主要目的ルールが問題になってきたのは、その多くが新株発行の差止めの事例であり、授權資本制度という権限に裏づけされた資金調達についての経営判断を尊重し、不公正発行かどうかの判断要素の中でも、資金調達目的の比重が大きかったといえよう。しかし、東京地方裁判所平成元年7月25日判決⁷⁵⁾において主要目的ルールを示したと解されている部分は、「新株が特定の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配を維持することを主要な目的としてされたものであるときは、その新株発行は不公正発行に当たるといふべきである」としており、主要な目的が支配権の維持である場合を不公正発行と解している。このように、判断要素の一つである資金調達の有無によってのみ不公正発行かを認定するのではなく、新株（予約権）発行全体を見て不公正かどうかを認定する、主要目的ルールを用いることができるのではないかと⁷⁶⁾。近年の主要目的ルールを用いた判例も⁷⁷⁾、事業提携、新規事業のために新株を発行する場合にその提携、新規事業の具体的内容を審査している。新株予約権の判例においても、新株予約権は、新株発行の場合よりも資金調達機能が希薄であると指摘している。このように、資金調達目的以外の判断材料についても重点的に考慮するという姿勢を裁判所の判断に見ることが出来る。よって、資金調達の存否に拘泥せず、当該新株発行が真に支配権の維持を主要な目的としていないものであると認定する「主要目的ルール」の採用を検討すべきではないか。当該新株予約権発行が支配権目的であると認定するためその要素を

多様化し、様々な角度からスポットを当てて検証する必要がある。その要素のひとつとして、Unocal 基準を反映することも可能であろう。

(3) Unocal 基準の主要目的ルールへの反映

防衛策導入にあたって、当該防衛策は「株主利益の最大化」のためのものであり、取締役会の自己保身のためのものでないことが重要である。そのための最善の方策としては、ポイズン・ピルの消却権者を株主総会とすることが考えられる。

米国におけるポイズン・ピルでは、消却権者として取締役会が定められている。つまり敵対的買収者が現れたときに、ポイズン・ピルを消却するか否か、買収を受け入れるか否かが取締役会の裁量に任されているということである。この点のみ見ると、会社支配につき取締役会が決定できるのかと思われるが、Moran 判決において、ポイズン・ピルのトリガー条項として20%以上の株式を所有する株主が出現した場合と規定されていたのに対して、19.9%まで株式を取得した後に proxy contest により取締役を交代させて、当該ポイズン・ピルを消却すればよく、一度ポイズン・ピルが策定されたからといって、すべての買収が阻止されることはないことや、取締役会も、ポイズン・ピルの消却につき fiduciary duty に服することになることなどが示され会社支配につき、手放して取締役会の裁量に委ねられているわけではないことに注意すべきである⁷⁸⁾。

もし、ポイズン・ピルのような防衛策を設けていない場合、株主の意向とは関係なくその支配権が移動してしまう可能性がある。買収者に TOB により一気に50%を超える株式を取得し支配権をとらせるのではなく、その前段階（たとえば20%を有するに至った段階）で、株主に支配権の帰属について問う機会を設け、取締役会は消却に関する株主総会において、できる限りの情報を提供し、従業員などのステイク・ホルダーの利益も考慮に入れ、その利益を代弁する程度の情報についても提供し、株主の合意を取り付けることが会社法における株主民主主義⁷⁹⁾に合致すると考えられる。また、この条項により取締役会は自己保身ではないことが担保されること

になる。

ポイズン・ピルに関する判断枠組みを考える上で、ポイズン・ピル導入の意義との関係で、上記のように株主利益のためになると客観的に認識できる条項を付していない新株予約権をポイズン・ピルとして用いる場合には、不公正発行であると事実上推定されることになると解する。その上で、取締役会がポイズン・ピルをあえて使用することの合理的な理由を要求すべきである。つまり支配維持目的ではないことの反証を取締役会（会社側）がしなければならない⁸⁰⁾。また、その設定に至るまでに、きちんとしたプロセスがとられているかということを認定する必要がある。その上で、かかる決定をなした取締役会の中の社外取締役の数や、買収されることの株主、および利害関係人に対する影響の分析⁸¹⁾などが取締役会の主張を補強することとなる。

2. 新株予約権が行使され新株発行がなされる段階

米国においては、具体的な買収の局面において、買収の妨げとなるポイズン・ピルを消却させるため、裁判所に訴え、その決定を持って、経営陣にポイズン・ピルを消却させる⁸²⁾という争い方も存在する。ポイズン・ピルのように、効力が強く、利益相反の疑いが存する防衛策を導入する場合、米国のように、設定、消却の両方の場面において司法審査される必要がある。

日本法では、ポイズン・ピルとしての新株予約権に対して争う場合には、発行を差止めるか、もしくは無効を主張するという方法が考えられる。差止めの仮処分を申し立てることにより、ポイズン・ピル導入時には審査されることになるが、従来の新株発行無効の議論を基にすると、不公正発行は無効事由に該当しないと解されているため、ポイズン・ピルが発行され、差止められなかった場合には、その後、無効を争うことはできなくなる。それでは何らかの方策がとれないであろうか、以下、の可能性について検討しよう。

新株予約権発行無効の訴え

ポイズン・ピルとして用いられる新株予約権については、新株の発行と異なり発行段階と行使段階が存在する。ポイズン・ピルの場合には特に一度発行され、差止め期間が過ぎた後においても、行使される段階において、不公正な状態が生じるという場面が存在しうる。また、当該ポイズン・ピルを発動させるべきか、もしくは消却すべきか、という取締役会の判断についても、株主保護の観点から、司法審査の対象とすべきではないか。しかし、前述の通り新株発行に関する議論では、不公正な発行については無効事由に該当しないと解されている。これがそのまま、新株予約権の発行に妥当すると、不公正な方法による新株予約権の発行については、新株予約権発行無効の訴えでは対処できないことになる。

新株発行無効の訴えは、多数の者と様々な利害関係の中で活動している、株式会社の法的安定性のために設けられており、主張の方法、時間的制限、対世効などが規定されている。また、株式譲受人の取引安全の要請、資金調達が無効とされることから生ずる混乱などを避けるため、無効事由は狭く解されている⁸³⁾。しかし、新株予約権の発行の場合には、直ちに資本の変動などが生じるわけではなく、新株発行の場合ほど取引の安全を考慮しなくてもよい⁸⁴⁾ため、新株予約権無効の訴えに関する規定は存在せず、これは、民法の一般原則に従うことになる⁸⁵⁾。一般原則により争うことになるため、新株発行無効の場合ほど無効事由は狭く解されないのではないかと指摘されている⁸⁶⁾。

そこで新株予約権発行無効の訴えにより、新株予約権発行時に現れていない不公正な状態が行使時に生じる可能性が存在するような新株予約権を無効とすべく、その事由を幅広く解し、新株予約権無効の訴えの無効事由を差止め事由の範囲まで拡大することができるのではないか。

もっとも、3月22日に国会に上程された会社法案にあっては、新株予約権発行無効の訴えが明文で規定され、提訴期間は6ヶ月とされる(会社法案828条1項4号)。このため、新しい会社法の下では、新株予約権につい

ても発行無効の訴えを設けることになっている。出訴期間についても、新株発行無効も訴えのように制限されることになるであろう。そうなると、新株予約権の発行差し止めが認められず、発行無効の出訴期間が過ぎてしまったポイズン・ピルとしての新株予約権に対しては、争えなくなってしまふ。

新株予約権に基づく新株発行の差し止め

上記のように新株予約権の無効事由を広く解して、新株予約権無効の訴えが認められたとしても、その後、当該新株予約権に基づき新株発行がなされてしまった場合、不公正発行は新株発行の無効事由とは解されていない現在の法解釈上、買収者は、その新株の効力について争うことができないことになる。これは、新株予約権の発行差し止めが認められなかった場合には、事実上ポイズン・ピルの効力を否定することが出来なくなることを意味している。

そのような事態に対応するために、新株予約権に基づく新株発行の差し止めを認める必要がある。新株予約権の無効の訴えの出訴期間が過ぎ、当該新株予約権が無効なものとは言えなくなったとしても、それに基づく新株の発行により、不公正な状態が作り出されることになる場合には、その新株発行は取締役会のいわば、新株発行権限の濫用であるとして、差し止められなければならない。

しかし、差し止めの客体は会社の行為でなければならないが、新株予約権の場合、行使者は新株予約権者であり、新株予約権を行使されたら会社としては当然に新株を発行しなければならないという点⁸⁷⁾。新株予約権者は、原則トリガーがひかれた後は、自分の好きな時に権利を行使するので新株予約権はいつ行使されるのかわからないという点⁸⁸⁾、などから新株予約権に基づく新株発行の差し止めはできないのではないかと指摘されている。

不公正な状況を作り出すような、新株発行はなされるべきではないということとは、それが新株予約権に基づく場合でも同様である。当該新株予約

権に基づく新株発行が不公正となる場合、新株予約権の行使があったとしても新株発行をすべき義務は会社側には生じないといえなくない。そこで、会社を客体として差し止めに請求し、不公正かどうかを審査し不公正であった場合には、発行義務はないことになるので、発行を差し止めることは可能なのではないか。いつから差し止めが出来るかについては、新株予約権に基づいて新株が発行される可能性が生じる時、つまりトリガーがひかれた時から差し止めが出来るようになると解することにより差し止めが可能となるのではないか。

新株予約権に基づく新株発行無効の訴え

新株予約権に基づく新株発行の無効原因が、従来の新株発行の無効原因と解されてきたものに該当する事由であった場合には、その新株予約権に基づく新株の発行についても無効とすべきであると指摘されている⁸⁹⁾。したがって、ポイズン・ピルとして発行した新株予約権に基づく、新株発行についても、定款所定の授權株式数を超過する新株発行、株主の新株引受権を無視した新株発行、新株発行事項の公告を欠く発行などの事由が存在すれば、新株発行無効の訴えによることができると解される。

ま と め

本稿では、米国で生まれ利用されているポイズン・ピルについて、我が国の商法上、導入することができるかという問題と、導入した場合の争訟上の問題について検討を加えた。

ポイズン・ピルの制度設計上の問題点としては、新株予約権を用いてポイズン・ピルを仕組む場合に必要となる重要条項についてひとつずつ検討した。株式と新株予約権の分離の問題については、譲渡制限のみでは対応できず、新株予約権付株式のような新たな制度の創設か、SPCを用いることが有用である。権利行使制限条項については、日本では解釈上不可能に近いと解される。SPCを用いたものについても、それにより本当に株

主平等原則を回避できるのか検討されなければならない。

争訟上の問題点として、ポイズン・ピル発行前と発行後に分け検討した。発行前の争い方として、新株発行における差止めについての判例、学説を概観し、ポイズン・ピルの場合に同様の判断枠組みでは対応できないことを示し、新たな提案を行った。従来の資金調達目的の有無に偏重した主要目的ルールではなく、そのフレームのみを用い、様々な要素を勘案することで支配権維持目的を認定すべきである。そのような判断枠組みの下、ポイズン・ピルの消却権者を株主総会と設定することにより、不公正発行となることを回避し、また、それによってポイズン・ピル導入の意義（株主利益の最大化）を達成することができる。

発行後の争い方としては、新株予約権発行無効の訴え、新株予約権に基づく新株発行の差止め、新株予約権に基づく新株発行無効の訴えが想定できる。新株予約権発行の無効の訴えについては、新株と異なり新株予約権であること、その新株予約権をポイズン・ピルという特別なものに用いるうとしていることなどから、無効事由を広げるべき必要性がある。しかし、新株予約権発行無効の訴えについては出訴期間が存在するという難点が存在するため、ポイズン・ピルに対する対抗手段として、新株予約権に基づく新株発行の差止めが有意義であることを指摘した。

我が国においても敵対的防衛策の必要性が主張され、経済産業省内に企業価値研究会が設置された。これにより日本においても防衛策が具体化されていく中、防衛策についての設計上の問題点のみではなく、当該防衛策が適切に機能するためには、権限を誰に与えるべきか、また、権限濫用をきちんと審査できるのかどうかという問題についても正面から検討していかなければならない。

- 1) 週刊東洋経済2004年7月24日号27頁。
- 2) 野村證券株式会社 金融経済研究所 経営調査部「日本企業に関連する M & A の動向 2004年上期」によると20億円以上の取引が比率、件数ともに過去最高となり、全般的に大型化の傾向が見られるとしている。
- 3) 経済産業省内に企業価値研究会が設置され防衛策について検討されている。

- 4) 「会社法制の現代化に関する要綱案」商事法務1717号28頁(2004年)。
- 5) 買収しようとしている会社が SPC を設立し、当該 SPC と対象会社を合併させる方法。
- 6) 中東正文『企業結合・企業統治・企業金融』107頁以下(信山社, 1999年)。
- 7) 田邊光政= 坂上真美「イギリスにおける公開買付の法規制(1)(6)」インベストメント44巻1号-44巻6号(1999年), 服部暢達『実践 M & A マネジメント』128頁以下(東洋経済新報社, 2004年)128ページ以下。
- 8) ただし合併に反対する株主は株式買取請求権を行使できるし、二段階目の価格があまりにも小さい場合には、合併無効事由を構成するということも考えられる。
- 9) 三菱東京フィナンシャル・グループ「不良債権問題からの脱却」http://www.mtfg.co.jp/finance/disclosure/2004/pdf/dis2004_07.pdf visited 1. 25. 2005。
- 10) 吉井敦子「銀行法の改正・銀行等の保有株式取得機構の創設」ジュリスト1220号47頁(2002年)。
- 11) あずさ監査法人「会計ビッグバン」http://www.azsa.or.jp/b_info/letter/05/01.html (visited 2. 17. 2005)。
- 12) 中東・前掲注(6)58頁。
- 13) 西村総合法律事務所編『M & A 法大全』6頁(商事法務研究会, 2001年)。
- 14) 中東・前掲注(6)61頁。
- 15) 服部・前掲注(7)24頁。
- 16) 日本経済新聞2005年3月28日1頁。
- 17) マーティン・リプトン(手塚裕之ほか訳)「ポイズン・ビル, 投票, そして教授達再論〔上〕」商事法務1641号72頁(2002年), プルース・ワッサースタイン『ビッグディーラー(上)』186頁(日経BP社, 1999年)。
- 18) 伊丹敬之ほか編『競争と革新 自動車産業の企業成長』222頁〔小林孝雄〕(東洋経済新報社, 1988年)。
- 19) 武井一浩「商法改正と企業防衛戦略 ポイズンビルと日本型『ワクチンプラン』」ジュリスト1250号2頁(2003年)。
- 20) 野村證券株式会社 IB コンサルティング部『「敵対的 M & A」防衛マニュアル~平時の予防策 緊急時の対抗策』94頁(中央経済社, 2004年)。
- 21) 森田果「企業防衛策をめぐる理論状況〔上〕」商事法務1662頁13頁(2003年)。
- 22) 野村證券株式会社 IB コンサルティング部・前掲注(20)106頁。
- 23) 武井・前掲注(19)4頁。
- 24) 中山龍太郎「日本版ライツ・プラン(ポイズン・ビル)導入に係る法的課題」『落合誠一先生還暦記念論文集』405頁(商事法務, 2004年)種類株式を用いたものも提案されている。
- 25) トリガー事由が生じた時点を指す, 太田洋=中山龍太郎「米国におけるポイズン・ビルの『進化』とその最新実務〔下〕」商事法務1662号21頁(2003年)。
- 26) 単独で, または, 関係者を含めて, トリガー事由に該当するような割合の株式を保有した者のこと 同上22頁参照。
- 27) 柴田和史「ポイズン・ビル(一)」法学志林87巻4号77頁(1990年), 太田洋=中山龍太

敵対的企業買収と防衛策（戸田）

- 郎「米国におけるポイズン・ピルの「進化」とその最新実務〔上〕〔下〕」商事法務1653号4頁（2003年）が詳しい。
- 28) Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946 (Del. 1985)
 - 29) Moran v. Household Intern., Inc., 500A. 2d 1346 (Del. 1985)
 - 30) Moore Corporation Limited and Frdk, Inc., v. Wallace Computer Services, Inc., 907 F. Supp. 1545 (D. De. 1995)
 - 31) 前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説〔上〕」商事法務1606号15頁（2001年）
 - 32) 神田秀樹 = 武井一浩『新しい株式制度』214頁（有斐閣，2002年）
 - 33) 原田晃治ほか「改正商法の解説 株式制度の改善・会社関係書類の電子化等」登研650号48頁（2002年）
 - 34) 石綿学「敵対的防衛策の法的枠組みの検討〔上〕 事前予防策のための信託型ライセンス・プラン」商事法務1716号5頁（2004年）
 - 35) 江頭憲治郎「新株予約権に関する諸問題」法学教室227号44頁（2003年），石綿・前掲注(35)5頁。
 - 36) 最判昭和63年3月15日判時1273号124頁。
 - 37) グレゴリー・パフ = 山本和也「日本におけるポイズン・ピルの具体化の検討〔上〕〔下〕」商事法務1694号・1695号（2004年），石綿学「敵対的防衛策の法的枠組みの検討〔上〕〔中〕 事前予防策のための信託型ライセンス・プラン」商事法務1716・1717号（2004年）
 - 38) グレゴリー・パフ = 山本和也「日本におけるポイズン・ピルの具体化の検討〔下〕」商事法務1695号41頁（2004年）
 - 39) 江頭憲治郎ほか「新株予約権・種類株式をめぐる実務対応〔下〕」商事法務1629号8-9頁〔武井一浩発言〕（2002年）
 - 40) 同上。
 - 41) 原田ほか・前掲注(33)47頁。
 - 42) 神田 = 武井・前掲注(32)210頁。
 - 43) 江頭ほか・前掲注(39)9頁〔武井一浩発言〕
 - 44) 森本滋『会社法（現代法学）』，120頁（第二版，有信堂高文社，1995年）
 - 45) 江頭憲治郎『株式会社・有限会社法』123頁（第四版，有斐閣，2005年），前田庸『会社法入門』86頁（第九版，有斐閣，2003年）
 - 46) 前田・前掲注(45)85頁。
 - 47) 大隅健一郎 = 今井宏『会社法論 上巻』338頁（第三版，有斐閣，1991年）
 - 48) 森本・前掲注(44)120頁。
 - 49) パフ = 山本・前掲注(38)41頁。
 - 50) 神田 = 武井・前掲注(32)214頁。
 - 51) 江頭ほか・前掲注(39)10頁〔江頭憲治郎発言〕
 - 52) 田中信隆「敵対的テイクオーバーに対する防衛策のデラウェア州法に基づくルールと戦略〔8〕」国際商事法務28巻12号1468頁（2001年）

- 53) 田中信隆「敵対的テイクオーバーに対する防衛策のデラウェア州法に基づくルールと戦略〔9〕」国際商事法務29巻2号184頁(2001年)。
- 54) 上柳克郎ほか編『新版注釈会社法(7)新株の発行』6頁〔竹内昭夫〕(有斐閣,1987年)。
- 55) 同上9頁。
- 56) 大阪地方裁判所堺支部昭和48年11月29日決定判時731号85頁。
- 57) 東京地方裁判所平成元年7月25日決定判時1317号28頁。
- 58) なんら資金調達目的が存在しないのに、債権者の支配権を奪う目的で机上の新規事業を計画し、その資金調達のために新株発行を行い、不正な発行と認定されたものとして、東京地裁平成10年6月11日決定、業務提携のために新株を発行する場合において、その業務提携の内容についてまで厳格に審査し、不正発行に当たらないとしたものとして、平成16年7月30日決定〔抗告〕平成16年8月4日決定、資料版商事法務245号129頁以下(2004年)を参照。
- 59) 森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢104巻2号17頁(1978年)、川浜昇「株式会社の支配権争奪と取締役の行動規範(三・完)」民商95巻4号9頁(1987年)、志村治美「支配権争奪と新株発行」本間=山口還暦記念『企業判例の展開』254頁(法律文化社,1988年)。
- 60) 資金調達の必要性和支配権維持の意図の両者が存するときは、いずれに重きが置かれたかで認定するものとして、田中誠二『再全訂会社法詳論(下巻)』964頁(勁草書房,1987年)、新株発行について会社自身の利益や必要性和株主の利益の比較衡量による見解として、大隅=今井・前掲注(47)654頁。
- 61) 洲崎博史「不正な新株発行とその規制(二・完)」民商94巻6号23頁(1986年)。
- 62) 吉本健一「イギリス会社法における新株発行権限の濫用規制」阪大法学140号42頁・43頁(1986年)。
- 63) 宮島司『会社法概説』第3版補正2版414頁(弘文堂,2004年)。
- 64) 鈴木竹雄=竹内昭夫『会社法(新版)』388頁(有斐閣,1987年)。
- 65) 河本一郎『現代会社法』第九版295-296頁(商事法務研究会,2004年)。
- 66) 並木俊守『企業防衛と第三者割当』262頁(中央経済社,1999年)。脅威的な買収であるなど買収主体や状況を把握しなければならないと指摘するものとして、江頭ほか・前掲注(39)9頁〔江頭憲治郎発言〕。
- 67) 森田章「第三者割当と経営判断」1198号6頁(1989年)。
- 68) 上柳ほか・前掲注(54)346頁、江頭・前掲注(45)627頁、最判平成6年7月14日判時1512号178頁。
- 69) 北沢正啓『会社法』529頁(第四版,青林書院,1994年)。
- 70) 高知地方裁判所平成16年7月8日決定 <http://www.ichiya.biz/news/hanketu.html> visited 3.30.2005。
- 71) 神田秀樹『会社法』225頁(第5版,弘文堂,2004年)、神田=武井・前掲注(32)32頁。
- 72) 黒沼悦郎「公開会社による種類株式・新株予約権の効用と問題点」民商126巻4・5号461-462頁(2002年)、後者の見解は、支配権の争奪が具体化していない時点では、商法280条の10の問題ではなく、当該発行が株主の利益を害する場合は272条の差止めの対象と

なるのではないかと指摘している。

- 73) 家田崇「新株予約権を敵対的企業買収の防衛策として発行することの可否」名古屋商科大学経営・経営情報論集47巻2号48頁（2003年）。
- 74) 藤田友敬「オプションの発行と会社法〔上〕 新株予約権制度の創設とその問題点」商事法務1622号24頁（2002年）。
- 75) 第四章第一節参照。
- 76) 新株発行の場面においても資金調達の有無にかかわらず判断枠組みもありえるということを示唆するものとして、太田洋＝野田昌毅「敵対的企業買収と第三者割当増資 ベルシステム24新株発行差止仮処分申立事件決定の分析を通じて」商事法務1710号95頁（2004年）。
- 77) 第四章第一節参照。
- 78) 500A. 2d 1346, 1354
- 79) 森本滋『会社法講義』17頁（有信堂高文社，2001年）。
- 80) これは基本的には、注(61)前掲書において洲崎教授が主張されたアプローチを基にする。
- 81) 493 A. 2d 946, 955-956
- 82) 田中・前掲注(53)184頁。
- 83) 江頭・前掲注(45)627頁。
- 84) 江頭ほか・前掲注(39)6頁〔原田晃治発言〕。
- 85) 同上5頁〔前田雅弘発言〕。
- 86) 同上6頁〔前田雅弘発言〕。
- 87) 江頭ほか・前掲注(39)7頁〔原田晃治発言〕。
- 88) 神田＝武井・前掲注(32)248頁。
- 89) 江頭ほか・前掲注(39)8頁〔江頭憲治郎，前田雅弘発言〕。