

企業買収の防衛策について

田 邊 光 政

はじめに

ライブドアによるニッポン放送株の大量取得が明らかになり、会社の支配権を失う危機に直面したニッポン放送は、事実上親会社であるフジテレビに対して発行済株式総数の1.44倍に相当する新株予約権の発行を決定して、支配権の争奪戦が展開された。新株予約権を使った買収防衛策の最初のケースである。ライブドアによるその新株予約権発行差止の申立てに対する裁判所の決定が関係者の間で注目を集めている。本稿では、まずニッポン放送事件についての一連の裁判所の決定を検討する。

このケースを契機に、多くの会社が将来の敵対的買収に備えて、事前の予防策として新株予約権を使った防衛策を導入するようになった。新株予約権を利用した買収予防策は、どのような内容のものであれば適法なものとして許容されるのが現在最も重要な課題となっている。その先例がニレコ事件である。ニレコ事件については、原審決定、異議審決定及び抗告審決定のすべてが、新株予約権の発行を差し止めるという結論では一致したものの、原審と抗告審とでは理論構成が分かれた。その理論構成はどのように異なるのか、いずれの立場が妥当かなど検討すべき課題を提示している。

この問題に関連して、いわゆる日本版ライツプランが提案され、また経産省・法務省共同の買収防衛策についての指針が公表されている。これらについても簡単に検討する。

企業買収に直面した際の防衛策

1 ライブドア対ニッポン放送事件¹⁾

(1) 事実 Y(ニッポン放送)の発行済株式総数の12%余を保有する株主A(フジテレビ)は、05年1月17日に、Yの経営権の取得を目指して、Yの株式について公開買付け(TOB)を開始することを決定した。Yの発行済株式総数の5.4%を保有していたX(ライブドア)は、同年2月8日の早朝に証券取引所のToSTneTシステムを利用して大量のYの株式を取得し、Yの筆頭株主となった。Xは、その後も市場でYの株式を買い増し、Yにおける議決権の過半数を取得するにいたった。

Yの経営陣はAの傘下に入ることを欲し、その発行済株式総数は3280万株であるところ、同年2月23日の取締役会で、Aに対して4720万株(発行済株式総数の1.44倍)の新株予約権を発行する旨を決定した。この新株予約権が行使されたときは、Yの支配権はXからAに移転することになる。そこで、Xは、同年3月1日に、「著しく不公正な方法」による新株予約権の発行であるとして、東京地裁にその発行差止仮処分命令を申し立てた。

(2) 裁判所の判断

原審仮処分決定(東京地決平17・3・11金商1213号2頁)

ア) 不公正発行の意義について 「株式会社においてその支配権につき争いがあり、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予約権が発行され、それが第三者に割り当てられる場合に、その新株予約権が支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営陣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、会社ひいては株主全体の利益の保護という観点からその新株予約権発行を正当化する特段の事情がない限り、不当な目的を達成する手段として新株予約権が利用される場合に当たるといふべきである」

イ) 本件新株予約権発行の目的について 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、本件新株予約権を付与したというのであるから、本件新株予約権の発行は、現経営陣と同様に B グループに属する経営陣による支配権の維持を目的とするものであり、なお現経営陣の支配権を維持することを主たる目的とするものというべきである。

Y は、本件新株予約権の発行は、Y の企業価値の毀損を防ぎ、企業価値を維持・向上させるために行ったとする主張について、企業価値とは、会社ひいては株主全体の利益をいうものと解することができるので、「X の支配権取得により Y の企業価値が著しく毀損されることが明らかである」ということはできず、企業価値の毀損防止のための手段として、従前の発行済株式数の約1.44倍にも上る本件新株予約権の発行を正当化する特段の事情があるということとはできない」として、新株予約権の発行を仮に差止めた。

異議審決定（東京地決平 17・3・16 金商1213号21頁）

Y による本件新株予約権の発行は、その内容及び発行の経緯に照らしても、X による Y の支配を排除し、現在 Y と友好的な関係にある A による Y に対する支配権を確保するために行われたことが明らかである。企業防衛のために A との関係強化が必要であると考えたこと自体は理解できないが、そのために採用した本件新株予約権の大量発行の措置は、本来 Y の取締役会に与えられている権限を逸脱したもので、著しく不公正な新株予約権の発行と認めざるを得ないである。X の本件仮処分命令申立てには、理由があると認められるから、これを認容した原決定は正当であるとして、原決定を認可した。

保全抗告審決定（東京高決平 17・3・22 商事法務1728号41頁）

ア) 取締役会の新株予約権発行権限について 取締役会は、具体化している事業計画の実施のための資金調達等のために新株発行等を行うことは、本来取締役会の一般的な経営権限に委ねられており、「実際に

これらの事業経営上の必要性と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、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」

ロ) 公開会社であること 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のであれば、定款で株式譲渡制限を設けてこれを達成できるのであり、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向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。

八) 支配権の維持を目的とする発行が不公正発行とされない例外 会社の支配権に現に争いが生じている場面において、支配権を争う敵対的買収者の持株比率を低下させ、現経営陣又はこれを支持する特定の株主の支配権を維持することを主要な目的として新株予約権を発行することは、原則として、不公正発行に該当する。しかし、株主全体の利

益の保護という観点から、例外的に、支配権の維持を主要な目的とする発行も不公正発行に該当しない場合があるとして、4つの例が示される。

真に会社経営に参加する意思がないのに、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）、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、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、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である。これらの場合には、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、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。

二) 企業価値について X による Y の経営支配により Y の企業価値が毀損されるとの主張については、X が上記のような Y の事業や資産を食い物にするような目的で株式買収を行っていることを認めるに足る資料はないとしたうえで、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、フジサンケイグループ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、株主や株式取引市場の事業経営上の判断や評価にゆだねるべき経営判断の法理に

関する事柄に属し、司法判断には適しないとした。

ホ) 結論 Yによる本件新株予約権の発行は、その内容及び発行の経緯に照らしても、XらによるYの経営支配を排除し、現在Yの経営に事実上の影響力を及ぼす関係にある特定の株主であるAによるYに対する経営支配権を確保するために行われたことが明らかである。そして、本件に現れた事実関係の下では、Xによる株式の敵対的買収に対抗する手段として採用した本件新株予約権の大量発行の措置は、Yの取締役会に与えられている権限を濫用したもので、著しく不公正な新株予約権の発行と認めざるを得ない、と説いた。

2 下級審決定の流れ

従来の下級審判例は、主要目的基準に基づいていたと一応はいえる。その典型的な例は恵比寿織物事件である²⁾。発行済株式総数100万株の会社において51万株を持つ株主Aの支配権を奪うため80万株の新株を従業員及び取引先に引き受けさせる新株発行が行われようとしているのを、Aが差止仮処分を求めたケースにおいて、裁判所は次のように述べている。株主割当て以外の方法により新株発行がされる場合は、既存株主の持株比率は低下するものであり、この場合、取締役会に特定の株主の持株比率を下げ、自己が経営権を掌握しようとするなど不公正な目的が少しでも認められたときは、直ちに差止請求を認容するならば、およそ経営権の帰趨について争いがある場合には、会社は株主割当て以外の方法による新株発行はできないことになり、他方、取締役会の新株発行の意図が、もっぱら反対勢力の駆逐等の不正な目的である場合でも、当然資本調達必要性について一応の疎明の準備をしているのが普通であるから、このような公正な発行目的が認められさえすれば、著しく不公正な方法による新株発行とはいえないとして差止請求を排斥するならば、株主の差止請求を認めた法の趣旨は無視されることになる。したがって、取締役会が新株発行を行うにいたった動機のうち、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ものであり、差止請求においては、その程度の疎明がされることが必要かつ十分である、と説いた³⁾。

ここには、新株発行（新株予約権発行）における利害状況が適切に述べられ、主要目的論で処理すべきことが唱えられているが、実際には、多くの事例において、取締役会の不当目的を察知しながら、会社の資金調達目的に優越するものとまではいえないとして、正当化を装う新株発行の差止請求を排斥している。

このような消極的な下級審の立場の中で、取締役会の不当な目的を積極的に認定しようとする決定もみられる。忠実屋・いなげや事件⁴⁾における決定である。Xは、A社における30%強、B社における20%強の株式を保有しているが、A・B両社はともにXの経営への関与を嫌っていた。A・B両社は、業務提携をすとの名目で相互に相手方の株式を保有することとし、A社はB社に、B社はA社にそれぞれ大量の新株を発行することとした。この新株発行が行われた場合には、Xの両社における持株比率は著しく低下するので、Xがこれらの新株発行の差止仮処分を申し立てたものである。

東京地裁は、「会社の支配権につき現に争いがある場合に、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、その新株発行は不正発行に当たるといふべきである」としたうえで、「新株発行の主要な目的が上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す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す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正発行に当たるといふべきである」と説き、両社の新株発行についての差止仮処分命令を出した。この決定は、不正発行の認定に消極的であった裁判所の立場を新し

い方向へ向かわせるきっかけを創ることになるのか注目していたが、次のベルシステム24の決定をみると、むしろ、この決定だけが際立った存在になっている。

3 ベルシステム24事件 筆頭株主の持株比率低下

(1) 事実 Y社(ベルシステム24)は、X社(株式会社CSK)の連結対象子会社であった。X社は、Y社に対して平成16年初めからY社の経営戦略を見直すように迫り、同年6月にはY社の取締役の過半数をX社の関係者とするよう提案を行ったが、Y社の経営陣はこれに応じなかったため、同年8月開催の株主総会で取締役の変更に関する株主提案権の行使を予定していた。

Y社の取締役会は、X社からの株主提案を受けた直後に、発行済株式総数(約490万株)を上回る520万株の新株をN社に対して発行することを決定した。この新株発行により調達して資金(1030億円)は、Y社とS社間の業務提携に伴うS社子会社の買収と、S社の新規事業に必要な設備投資の貸付に使用されることになっていた。この新株発行が行われると、X社のY社における持株比率は39.2%から19%に低下するとともに、N社の持株比率が51.5%となる。なお、8月開催の定時株主総会の基準日を本件新株発行の払込期日の翌日と定めていた。X社は、Y社にはこれほど多額の資金需要はなく、X社の支配権を排除することを唯一の目的として新株発行を行おうとしており、これは不公正発行に当たるとして新株発行差止仮処分¹⁾の申立てをした。

(2) 原審(東京地裁)決定 会社の支配権につき争いがあり、従来の株主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た場合に、その新株発行が特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者の支配権の維持をはかることを主要な目的としてされたものであるときは、不当な目的を達成する手段として新株発行が利用される場合に該当するとの一般論を述べた後、本件では、Y社の経営陣の一

部が X 社の持株比率を低下させて、自らの支配権を維持する意図を有していたことは否定できないが、調達される資金は、S 社との業務提携にかかる事業に現実に投資される予定であり、事業計画には一応の合理性が認められるとして、差止仮処分申立てを却下した（金商1201号9頁）。X は、東京高裁へ即時抗告した。

(3) 抗告審決定⁵⁾ 東京高裁は、「本件新株発行において、Y 社代表者をはじめとする現経営陣の一部が、X 社の持株比率を低下させて、自らの支配権を維持する意図を有していたとの疑いは容易に否定することはできない」としながらも、「本件事業計画に関して Y 社が提出した各資料を総合すれば、Y 社には本件事業計画のために本件新株発行による資金調達を実行する必要がある、かつ、競業他社その他当該業界の事情等にかんがみれば、本件業務提携を必要とする経営判断として許されないものではなく、本件事業計画自体にも合理性があると判断することができ」、「本件事業計画のために本件新株発行による資金調達の必要性があり、本件事業計画にも合理性が認められる本件においては、仮に、本件新株発行に際し Y 社代表者をはじめとする現経営陣の一部において、X 社の持株比率を低下させて、もって自らの支配権を維持する意図を有していたとしても、支配権の維持が唯一の動機であったとは認めがたい上、その意図するところが会社の発展や業績の向上という正当な意図に優越するものであったとまでは認めることは難しく、結局、本件新株発行が商法280条ノ10所定の『著シク不公正ナル方法』による新株発行に当たるものということとはできない」とした。

(4) 検討 原審決定は、Y 社の経営陣の一部が X 社の持株比率を低下させて、自らの支配権を維持する意図を有していたことは否定できないが、調達される資金は、S 社との業務提携にかかる事業に現実に投資される予定であり、事業計画には一応の合理性が認められるとして、事業計画には「一応の合理性」があると認め、そのための資金調達の必要があったと判断し、抗告審決定は、事業計画に合理性が認められ、新株発行による

資金調達の実必要性があるので、かりに代表取締役など現経営陣の一部に自己の支配権維持の意図があったとしても「それが唯一の動機」であったとは認めがたいとした。この立場によれば、特定の株主の持株比率を低下させ、自己の支配権の維持を「主要な目的」としていても、それが「唯一の動機」でさえなければよいことになる。自己の支配権の維持が主要な目的であっても、他に「一応の合理性」のある事業計画のための資金調達の必要性があれば、不公正発行にはならないことになる。このような立場によれば、前述の忠実屋・いなげや事件においても、両社の提携計画にも一応の合理性があるというべきことになり、決定内容は逆になってくるであろう。ベルシステム24についての決定では、不公正発行の認定が再び消極的になってしまっている。

本件新株発行の前には、39%を保有する X が筆頭株主であったが、Y 社の親会社は存在しなかった。しかし、本件新株発行により、N 社が 51%を保有する親会社となったのである⁶⁾。Y 社は、発行済株式総数の 106%にも相当する新株発行を行っており、それにより調達した資金 1030 億円を S 社に貸し付ける計画である。X 社は、8月の株主総会に向けて、取締役の変更(X社側から取締役の過半数を送り込む内容)について株主提案を行っており、これを阻止し、現経営陣が自己の支配権を維持することが新株発行の動機であり、発行する新株の数等を考慮すると、その事業計画の合理性及び資金調達の必要性等には疑問がある⁷⁾。

本件では、支配権を奪われそうになった現経営者が自己の支配権を維持する手段として新株発行を利用しており、取締役会が新株発行の権限を濫用しており、被選任者たる取締役がその選任者たる株主を選ぶ結果となっている。

4 ニッポン放送事件決定の構造

(1) 原審決定 会社においてその支配権について現に争いがあり、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予約権が発行さ

れ、それが第三者に割り当てられる場合に、その新株予約権が支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営陣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、会社ひいては株主全体の利益の保護という観点からその新株予約権発行を正当化する特段の事情がない限り、不当な目的を達成する手段として新株予約権が利用される場合に当たるといふべきであるとの一般論を展開している。株主全体の利益の保護という観点から「特段の事情」があれば、支配権維持を主要目的とした新株予約権の発行が許されると説いている点が注目される。

本件新株予約権の発行は、現経営陣と同様に B グループに属する経営陣による支配権の維持を目的とするものであり、なお現経営陣の支配権を維持することを主たる目的とするものと判断している。

次に、支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営陣の支配権を維持する手段として新株予約権を発行することが許容される特段の事情があるかどうかを検討している。本件新株予約権の発行は、Y の当初からの事業戦略（B グループとの連携強化）を妨害している X を排除することにより、Y の企業価値の毀損を防ぎ、企業価値を維持・向上させるために行ったとする主張について、企業価値とは、会社ひいては株主全体の利益をいうものと解することができるところ、「X の支配権取得により Y の企業価値が著しく毀損されることが明らかであるということではできず、企業価値の毀損防止のための手段として、従前の発行済株式数の約 1.44 倍にも上る本件新株予約権の発行を正当化する特段の事情があるということではできない」として、新株予約権の発行を仮に差止めた。

(2) 新株予約権発行の目的　本件では、会社の資金調達という目的は前面に出ておらず、資金調達目的と支配権維持の目的が並行しているケースではない。会社に資金調達の必要があるならば、新株発行をするのが直接的であり、あえて新株予約権の発行という迂遠な方法を選択する必要はないであろう。また、本件新株予約権は取締役会決議でいつでも消却することができるものとなっていた。切実な資金調達の必要があれば、消却を

予定することはないはずである。Y 社の新株予約権発行の動機は、B グループとの連携強化であり、Y の経営陣を支持し、Y に TOB をかけている A の子会社となる目的を達成すること、したがって、X の持株比率を低下させ、Y の現経営陣の支配権を維持することを目的としたものであるから、不当な目的を達成する手段に新株予約権の発行が利用されていると認定された。

(3) 抗告審決定 実際には事業経営上の必要性和合理性があると判断されるときは、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、第三者に対する新株発行等は許容されるが、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、支配権を争う特定株主の持株比率を低下させ、現経営者を支持する特定の株主の支配権を維持・確保することを主要な目的として新株等を発行する権限は、原則として、認められないといっている。取締役の選任・解任は株主総会の専決事項であり、被選任者である取締役に、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、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とを理由とする。

以上の原則に対して、株主全体の利益の保護という観点から、例外的に、支配権の維持を主要な目的とする発行が許容される場合（原審が、特段の事情と言っている場合）があるとして、買収者がグリーンメイラー、焦土化経営行う者であるなど 4 つの例外が示されている。このような許容される事例を明示したのは、本決定がはじめてであり、注目に値する⁸⁾。これらの場合には、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、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という。ただし、許容される例外事例においても、「対抗手段として必要性や相当性が認められる」範囲でなければならないことを明らかにしている。Y 社の対抗策は、例外事例に該当しないばかりか、過剰な対抗策であることを

も印象付けるものである。

本決定には、従来の下級審決定と異なる新しい点があるが、それは、従来の決定は新株発行であったのに対して、本件は新株予約権の発行であることに起因するものと考えられる。従来の事案は、買収の防衛策ないし特定の株主の持株比率を下げ自己の支配権を維持・強化するために、新株発行を計画し、したがって資金調達目的と支配権維持の動機が天秤に掛けられ、多くの場合に、株主の差止請求を排除してきたのである。しかし、新株予約権発行の本件では、資金調達の目的は前面に出ておらず、敵対的買収者に対する防衛の動機に基づくことが鮮明である。したがって、主要目的論による解決に親しまず、このような防衛策の可否の問題となっている。敵対的買収に直面した経営陣は、原則として、自己の経営支配権の維持をはかるために新株予約権を発行することは許されないが、会社ないし株主全体の利益を保護するための必要性と合理性があると認められる範囲内では、例外的にそれが許容されるということを示したはじめての決定として評価できる。これは、主要目的ルールによる解決の限界を示すものといえる。アメリカにならって「経営判断の原則」の観点から問題を処理すべきであるとの見解もみられるようになっている⁹⁾。

買収予防策としての新株予約権の利用

1 買収予防策についての企業の関心

商事法務研究会のアンケート調査によると、買収防衛策を導入し又は導入予定の上場会社が8%あり、これに導入すべきかどうか検討中の会社(57.7%)を加えると65.7%が買収防衛策に関心をもっているとのことである¹⁰⁾。将来の敵対的買収に備えてどのような内容の防衛策が許されるのかについての研究も盛んである。事前の買収防衛策として新株予約権を利用するケースが現れ、株主の一人がその発行差止めを申し立てたニレコ事件が注目される。

2 ニレコ事件

(1) 事実 Y 会社(ニレコ)には安定株主が少なく、外国の投資会社を含む純粋な投資目的の株主の持株比率が高くなっており、これらが売却され、買収者が現れる懸念があった。そこで、同社は、将来の敵対的買収に対する防衛策として新株予約権発行のプランを立てた。

その発行計画は、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された株主に、その保有する1株につき2個の新株予約権を無償で付与すること、この新株予約権の譲渡にはY会社の取締役会の承認が必要であること、新株予約権の割当てを受けた株主が株式を譲渡しても割当てを受けた者が新株予約権を行使できること、新株予約権1個の行使により普通株式1株を払込価額1円で発行すること、新株予約権の行使期間は平成17年6月16日から平成20年6月16日までであることが定められ、新株予約権の行使の条件は、平成17年4月1日から平成20年6月16日までの間に手続開始要件が満たされた場合であり、手続開始要件とは、ある者が特定株式保有者(Y会社の発行済議決権株式総数の20%以上に相当する数の株式取得者)に該当したことをY会社の取締役会が認識し公表したことをいう。手続開始要件が成就するまでの間、取締役会の決議をもって新株予約権の全部又は一部を無償で消却することができるものとしていた。また、買収者が現れた場合には、純粋の第三者からなる特別委員会が、買収者とY会社経営陣のそれぞれの主張を審査し、新株予約権を消却すべきか否かを取締役会に勧告することになっていた。

この新株予約権発行プランについて、Y会社の株式の2.85%を保有する外国の投資会社(LLC)が差止めを求めた。

(2) 裁判所の判断

原審決定(東京地決平17・6・1金商1218号8頁)

ア) 本件新株予約権発行の目的 本件新株予約権は、株式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、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発行を可能に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発行されたものである。

イ）事前の対抗策として許容される要件 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、当該買収者の持株比率を低下させることを主要な目的として新株予約権が発行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こと取締役会が判断した場合に、企業価値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、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、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。

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に発行を行うためには、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けるか、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、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) 本件事前対抗策の相当性 ア) 株主総会の意思の反映について
平成17年6月に予定されている次期株主総会において、本件新株予約権の消却事由について株主総会が一定の決議を行うことは予定されておらず、株主総会の意思を反映させる仕組みになっていない。

イ) 取締役会の恣意的判断防止の担保について 本件プランにおいては、あらかじめ、Y及び本件新株予約権の消却等について利害関係のない有識者で構成される特別委員会の勧告を受けることとされており、特別委員会の構成員は、いずれもYとは利害関係を有しておらず、独立性を有する立場にあると認められる。もっとも、取締役会は、特別委員会の勧告を最大限尊重するものとされているが、その勧告に従うことによってYの企業価値が毀損されることが明らかである場合はこの限りでないといわれている。

本件新株予約権は、その判断基準において、行使条件の成就が、特定の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ものとなっているとはいえないし、また、条件成就の判断において、特別委員会の勧告に従って取締役会決議が行われる限り、客観的で公正な判断が期待されると一応いうことができるものの、取締役

会が特別委員会の勧告に従わない余地を残していることは否定できない。したがって、本件新株予約権が、その仕組みにおいて、取締役会の恣意的判断を防止するものとなっているということは困難である。

ウ) 株主に不測の損害を与えるおそれについて 本件新株予約権が消却されることなく全部行使された場合には、新株予約権の割当基準日以降に Y 株式を取得した一般株主は、持株比率が役 3 分の 1 まで希釈されるという不利益を受け、その保有する株式の経済的価値は著しく低下するという結果となる。本件新株予約権の発行は、Y の普通株式の投資価値、すなわち株式市場の側から見た Y の企業価値を大きく損ない、投資リスクをいわずらに上昇させるものであり、その点における株主利益の毀損は重要である。

本件プランの発表前から Y 株式を保有する既存の株主にとっては、本件新株予約権の発行による 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。

総括 本件新株予約権は、新株予約権の発行について株主総会の意思を反映させる仕組みとして欠けるところがないとはいえ、また、新株予約権の行使条件の成就に関する取締役会の恣意的判断の防止が担保される仕組みとなっているとまでいえないし、さらに、その発行により X を含む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ということとはできない。したがって、取締役会の決議による事前の対抗策としての本件新株予約権の発行は、著しく不公正な発行として差止めが認められるべきである。

異議審決定（東京地決平 17・6・9 金商1219号26頁）

本件新株予約権の発行は、将来、敵対的買収者が現れた場合に、その買収者の持株比率を低下させて、現取締役が Y の経営権を維持することを主要な目的とするものであること、本件新株予約権に基づく新株が発行されると、Y 株式の持分比率が 3 分の 1 に希釈されるが、その予測が不能であるため、株式市場で Y 株式を投資対象とすることの魅力が薄れ株価

の低下を招くため、既存株主が損失を被るおそれがあること、取締役の選任・解任は株主総会の専決事項とされているのに、取締役にその選任者たる株主構成を変更するような新株予約権の発行を認めることは、商法の定める機関権限の分配の法意に反し、本件新株予約権の発行は、不正発行に該当する、として原決定を認可した。

抗告審決定（東京高決平 17・6・15 金商1219号 8 頁）

取締役は会社の所有者である株主との信認関係にあるから、新株予約権の発行権限を行使するに当たっても、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。しかし、本件新株予約権は、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。

本件プランは、平成17年3月31日現在の株主名簿の株主に対し、1株につき2個の新株予約権を無償で割り当て、新株予約権行使の要件が充たされたときには、1個当たり1円というほとんど無償に近い価額でYの株式1株を取得できる権利であり、株式分割と同様に会社資産に増加がないのに発行株式総数だけが3倍に増加するという効果を生じさせるものである。したがって、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、Yの株式の価値は、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。

したがって、新株予約権割当基準日以後にY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、その持株比率が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。そして、本件プランによれば、新株予約権行使の要件が将来充足される事態が発生するか否か、いかなる時点において充足されることになるかは予測不能であるから、その確率がかなり低いものであるとしても、いずれの日にか上記の新株予約権が行使されてY株式の持株比率が約3分の1にまで希釈され、株価が大きく値下がりするという危険性を軽視することはできない。また、そのような事情が、今後

3年間にわたって株式市場における Y 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。

そうすると、Y 株式は投資対象としての魅力に欠け、株価が長期にわたって低迷する可能性が高く、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り、本件新株予約権の発行は、不公正な方法によるものというべきである、として抗告を棄却した。

（3）原審と抗告審の判断の比較

原審は、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、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説いている。

取締役会決議で事前の対抗策として新株予約権を発行する場合には、株主総会の意思が反映される仕組みが必要であり、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。すなわち、取締役会の決議により事前の対抗策として新株予約権の発行を行うためには、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、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として許される場合には、条件成就の公正な判断が確保され、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との一般的要件を設定している。

本件新株予約権は、新株予約権の発行について株主総会の意思を反映させる仕組みとして欠けるところがないとはいえず、また、新株予約権の行使条件の成就に関する取締役会の恣意的判断の防止が担保される仕組みとなっているとまでいえないし、さらに、その発行により X を含む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ということとはできない。したがって、取締役会の決議による事前の対抗策としての本件新株予約権の発行は、著しく不公正な発行として差止めが認められるべきであるとした。

これに対して、抗告審は、本件プランが一般株主に不利益を与える内容のものであるかどうかだけを判断している。両者は、出発点が異なるようである。原審は、新株予約権を利用する事前の買収防衛策は、原則として株主総会において決定されるべきであり、取締役会が決定する場合には、以上に見た3つの要件を充たすものに限って適法であるとするが、本件抗告審は、取締役会は新株予約権を発行する権限があり、その権利内容や利用方法について法律上の制限はないから、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るが、取締役は株主と信認関係にあるから、株主に対して「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として、本件新株予約権の発行が株主に「いわれのない不利益」を与えるものかどうかを判断し、詳細な分析に基づいて、本件新株予約権の発行は、買収とは無関係な株主に不利益を与える内容であるとして差し止めるべきものとした。

原審はライブドア事件の抗告審と同様の基本的立場に立っている。ライブドア抗告審は、取締役会の新株又は新株予約権（以下新株等という）の発行権限は正当な目的のために行使すべきことが前提になっているのであ

り、無制限に付与されているのではないと解している。その正当目的とは、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償の付与（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事柄は、本来取締役会の一般的な経営権限に属する。これらの事項について、実際にそ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されるといっている。原審と抗告審とのいずれを支持すべきかについては、原審決定の立場と同様と考えられる経産省・法務省が先に公表した防衛策指針の内容をみながら検討する。

3 買収防衛策に関する指針

(1) 概要

経済産業省及び法務省は、企業価値、ひいては株主共同の利益を害する買収に対する合理的な買収防衛策について、それが満たすべき原則を提示し、過剰防衛を防止するとともに、企業防衛策の合理性を高め、企業買収に関する公正なルール形成を促すことを目的として「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17・5・27）を公表した¹¹⁾。これは、経済産業政策局長の私的研究会による「企業価値報告書」及び判例・学説等を踏まえて策定されたものである¹²⁾。この指針は、現経営者の保身をはかる防衛策を排除し、企業価値を破壊する敵対的買収に対する合理的防衛策のあり方を示したものである。買収防衛策は、次の3つの原則に従う必要があるとする。

企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則 防衛策の導入、発動及び廃止は企業価値の確保・向上を目的としなければならないとの原則である。このことから、経営者の保身を目的とした防衛策は排除され、

株主共同の利益を損なうこととなるような買収者に対する防衛が目的でなければならぬ。株式を買い占め、その株式を会社に対して高値で買い取ることを要求する者(グリーンメイラー)とか、会社の支配権を取得して、会社の重要な資産を買収者ないしそのグループが廉価で取得し、又は買収者等の債務の担保に提供するなどして、会社の企業価値を損なわせる者、その他株主共同の利益を損なわせる行為をする買収者に対する防衛策であることが必要であり、真摯に合理的な経営戦略に基づいて買収しようとする者をも排除するであってはならない。

事前開示・株主意思の原則　買収防衛策を導入するときは、その目的、内容が営業報告書や有価証券報告書等により開示され、株主・投資家等の理解を得るべきであるとしている。買収防衛策を株主総会の決議で導入することが可能なのもちろんであるが、取締役会が株主共同の利益に資する防衛策を導入することも否定されない。ただし、この場合には、株主総会により廃止できる手段を設け、株主意思を反映できるものでなければならない。

必要性・相当性確保の原則　買収策は必要かつ相当な方法によるべきであるとしている。買収策は、株主平等の原則に反するものであってはならないが、新株予約権を行使する権利は、株主としての権利の内容ではないから、買収者以外の株主であることを新株予約権行使の条件とすることは、平等原則に違反しないとす。また、新株・新株予約権の引受権は、公開会社の株主には認められておらず、新株・新株予約権の割当ては、株主としての権利とは無関係であるから、買収者以外の株主に新株・新株予約権の割当てを行うことは平等原則に反しないとす。

(2) 検 討　防衛指針に対する疑問

防衛策指針には、二つの疑問がある。買収防衛策を株主総会の決議で導入することが可能なのもちろんであり、取締役会が株主共同の利益に資する防衛策を導入することも否定されないが、この場合には、株主総会により廃止できる手段を設け、株主意思を反映できるものでなければならぬ

いと述べている。新株予約権の発行を伴う防衛策を株主総会で決定し、取締役会が導入した防衛策を株主総会で廃止することができるのであろうか。

しかし、これについては、異論が表明されている。取締役会設置会社の株主総会は、法律又は定款に定める事項に限り決議することができ（商230条ノ10、会295条2項）、決議できる事項は限定されている。新株ないし新株予約権の発行は取締役会決議によるべきことになっている。したがって、防衛策の導入に当たって、新株予約権の種類・内容等に変更を加えたり、新株予約権発行が（第三者への）有利発行に当るのでない限り、株主総会決議、定款変更は必要でなく、取締役会により決定された新株予約権の発行を利用した防衛策を株主総会で廃止することは、株主総会の権限外の事項であるからできないという見解がある¹³⁾。また、法令上も定款上も総会事項とする旨の定めがない「新株予約権の発行を利用する防衛策」について、これを総会決議事項とする根拠は不明確であるとの指摘もある¹⁴⁾。

解釈論としては、この異論のいう通りである。法は、取締役会設置会社においては、新株発行・新株予約権発行の権限を取締役に付与しており、株主総会決議事項とするのであれば、定款でその旨の定めをしておくことが必要である。他方、取締役会設置会社の株主総会の権限は限定されている。したがって、株主総会が最高の意思決定機関であるとしても、限定された事項についてのみ決議をなすうるに止まるといわざるをえない。

問題は、新株予約権等の発行権限につき定款で別段の定めをしておらず、したがって法律上の原則通り、取締役会がその発行権限をもっている会社において、取締役会で立案した買収防衛策としての新株予約権発行プランを株主総会で承認決議をした場合に、その決議は株主総会の権限外の決議であるとして無効としなければならないかである。一般に、株主総会の権限外の事項についての決議は無効であるというのが、支配的見解であるが¹⁵⁾、この点につき、防衛策指針の立場は、一律に無効とする必要はないという趣旨とも解しうる。

次に、防衛策指針は、「買収策は、株主平等の原則に反するものであってはならないが、新株予約権を行使する権利は、株主としての権利の内容ではないから、買収者以外の株主であることを新株予約権行使の条件とすることは、平等原則に違反しない」とし、また、「新株・新株予約権の引受権は、公開会社の株主には認められておらず、新株・新株予約権の割当ては、株主としての権利とは無関係であるから、買収者以外の株主に新株・新株予約権の割当てを行うことは平等原則に反しない」としている。また、「一定割合以上の株式を有する者以外の者についてのみ新株予約権の割当てを行うことは、新株予約権の割当てについて法律上特に制限は設けられていないことから、株主平等の原則に反しない」とも述べている。

一定割合以上の株式を有する者以外の株主についてのみ新株予約権の割当てを行うこと又は買収者以外の株主であることを新株予約権行使の条件とすることが株主平等原則に反しないといえるか疑問である。この場合、買収防衛策としての新株予約権の発行であるから、その割当てを受けた者が必ず権利行使をするように無償ないし特に有利な価額で新株予約権の発行及び行使価額が設定されるであろう。新株予約権を行使する権利は株主権の内容ではないから特定の株主にだけ行使させなくても平等原則に反しないとか、一定割合以上の株主を除くすべての株主に新株予約権を割り当てることが、株主平等の原則に反しないというのは説得力がない。実質は株主割当てによる新株予約権の発行でありながら、換言すれば、株主としての地位に基づく新株予約権の付与でありながら、特定の株主には割り当てない又は割り当てて行使させないというのは、明らかに平等原則に反するというべきである。特定の株主も含めて全株主に新株予約権を付与して、特定の株主だけがその権利を行使できないとすることが、新株予約権の行使は株主としての権利の行使ではないから平等原則に違反しないというが、株主たる地位において付与された経済的利益を特定の株主だけは享受できないとすることが平等原則に反しないといえるか疑問である¹⁶⁾。

買収防衛策として新株予約権の発行については、イ)株主全員に割当て

特定の株主（買収者）にだけその権利行使をさせないプランと、ロ）特定の株主を除く他のすべての株主に新株予約権を割り当てるプランとを分けて考えるべきである。イ）の場合には、上述のように明らかに平等原則違反である。ロ）は、特定の株主を除く以上、株主割当ではなく第三者に対する新株予約権の割当てであり、しかも著しく有利な条件での割当てであることが予想されるので、株主総会の特別決議によらなければ導入できないプランであるといわざるをえない。買収者がすでに、総株主の議決権の3分の1以上を保有するときは、導入できないプランである。

4 いわゆるライツ・プランについて

(1) 経営権の支配をめぐる争いが現実になる前に企業買収を阻止又は困難にするために新株予約権を発行し、又は発行計画を立てて置くライツ・プランと呼ばれる防衛策が導入されている。そのプランは各社さまざまである¹⁷⁾。

(2) 種々のライツ・プラン アメリカでは、買収者が対象会社の一定割合を取得したときなどに、買収者以外の株主が時価を下回るきわめて有利な価額で対象会社の株式を取得できる権利（rights）を付与する仕組みがあり、これをライツ・プランと呼んでいる。わが国でも、買収者が株式を買い集め、一定割合に達した段階でその持分比率を希釈化させようとするタイプのプランが立てられている。

株主割当型 一定の基準日現在の全株主に新株予約権を割当てておき、一定割合（たとえば20%）の株式を取得し、会社の支配権をねらう買収者が現れた場合に、新株予約権を行使できることとする防衛策である。前述のニレコのプランがこれに該当する。ニレコの場合には、プランが取締役会で導入されたこと、新株予約権行使の要件が取締役会の恣意的判断を排除するものではなく、防衛策が取締役の保身のために利用される可能性があったこと、新株予約権が行使されたときは、基準日以後の株式取得者は買収の意図の有無にかかわらず一律に希釈の不利益を受けるものであ

ること、したがって株価を下落させる要因となって新株予約権の割当てを受ける一般投資家に不測の損害を与えるとの理由で差し止められた。

信託型 会社が新株予約権を発行し、これを信託銀行へ信託しておくもので、発行会社が直接信託する方式と、特別目的会社（SPC）に対して新株予約権を割り当て、SPC が委託者として、割当てを受けた新株予約権について信託銀行へ信託する方式の 2 種類がある。防衛策としての新株予約権の行使条件が成就したときの買収者を除く株主を受益者とする有価証券管理信託契約を締結する。買収者をも受益者とするが、その者は新株予約権を行使できないものとする方法もある。

信託型ライツ・プランは、割当先を信託銀行又は特別目的会社とし、かつその発行価額は無償である（行使価額もきわめて低廉な価額とする）ため、第三者に対する特に有利な新株予約権の発行に当たり、株主総会の特別決議によらなければならない（会238条2項、240条1項、309条2項6号）。新株予約権の行使条件は敵対的買収者が現れ取締役会が買収防衛策の発動を決定したときである。買収者が TOB の開始公告を出した場合とか、特定の者及びその特別関係者が株式を買い集め、その議決権株式数が一定割合に達したことを取締役会が認識し公表する場合とが考えられる。行使条件が充足されたことを会社が通知したのち、信託銀行は受益者となる株主を確定することになる。このような株主の確定をすることができるためには、株主名簿管理人（会123条）であることが必要であり、したがって、現実には株主名簿管理人でもある信託銀行へ信託することになる。

このプランは、企業価値ないし株主共同の利益が侵害されるのを防止する目的のために導入されるべきものであるから、新株予約権の行使条件及び新株予約権の消却条件をできるだけ客観的に定めておくべきである。企業価値ないし株主共同の利益を害する買収提案の例は、上記の防衛策指針に示されているもののほか、買収者自体について株主に十分な情報が開示されておらず、買収案、買収価額等について株主に誤解を与えるおそれがあるとき、取締役会において買収提案の適否を検討する時間的余裕を与え

ていないときなどの行使条件を定めておくべきである。買収提案が企業価値ないし株主共同の利益を損なうものでないときは、取締役会で新株予約権の消却を行うことを予め定めておく必要がある。取締役会が新株予約権の行使条件が成就したと判断するか、消却すべきものと判断するかに際して、取締役会の恣意的判断を避ける手段として、独立した社外者による第三者委員会が設置され、その判断が取締役会を拘束するように仕組まれるのが合理的とされる。なお、新法においては、会社は一定の事由が生じたことを条件として会社が取得することができる新株予約権（取得条項付新株予約権）を発行することができ（会236条1項7号イ）、取得の対価として会社は当該会社の株式を交付することができる（会236条1項7号ニ）ので、信託型ライツ・プランにおいて取得条項付新株予約権を利用し、かつその取得と引換えに株式を交付するものとしておけば、受益者による新株予約権の行使をまたないで、会社は株式を交付することができることになる¹⁸⁾。

結語に代えて

ライブドアが ToSTNeT システムを使って早朝にニッポン放送株を大量に取得した後に、これを足場にニッポン放送の株式を買い増し、支配権を取得することができるほどの株主となり、世間の話題となったケースをみて、およそ20年前にロンドンのシティで繰り広げられた BTR（British Tire & Rubber）によるダンロップに対する TOB を想起した（その顛末については、拙稿「ダンロップに対する BTR の公開買付」インベストメント40巻1号参照）。ダンロップはタイヤ業界における急速な変革期に経営陣の決断が悪く、70年代から経営危機に直面していた。50もの銀行団（債権者）は、経営再建で実績のあったマイケル・エドワードをダンロップの CEO に招き、再建計画を立案させた。その内容は、銀行団が有する債権の一部を株式に変えること（債務の株式化）、マイケルたちに5000万

円余りの年俸のほかに12億円相当のストック・オプション（20年前のこの金額が批判的になった）を付与するというものであった。この再建案を株主総会に提案する予定であった。

この計画案が公表された日の翌日、BTR は「暁の急襲」(dawn raid) を賭け、早朝に取引開始後15分間でダンロップの優先株28%を市場で買い付けた。株主総会での再建計画の承認には、普通株、優先株の双方の4分の3以上の賛成が必要であったところ、BTR は反対の意向を表明し、再建計画は絶望的になった。BTR は、その翌日、ダンロップに対して TOB をかけることを宣言し、TOB に猛反発するマイケルたち経営陣との間で「シティの歴史上もっとも激しい支配権争奪戦」が繰り上げられた。

われわれが参考にすべきは、支配権争奪戦のルールとその運用である。株式公開買付は、イギリスではシティの自主規制である City Code on Takeovers and Mergers で規制され、その総則7条は「誠実な TOB が対象会社の取締役会に伝えられたとき、又は誠実な株式買付申込が差し迫っていると取締役会が信じるべき理由を有するにいたったときは、株主総会の承認がない限り、取締役会は公開買付を挫折させる行為をしてはならない」と定め、同21条は、 授権枠の未発行株式を発行すること、 未発行株式につきオプションを付与すること、 株式へ転換可能な証券を発行すること、 重要な財産（10%基準）を処分すること、 日常の業務に属さない契約を締結すること、などを禁じている。ルール違反の企業はシティの証券取引所から排除される。

City Code の管理運用機関としての Panel の中に常設の執行委員会があり、TOB に際しての攻撃・防御のあらゆる行為について許されるものと許されない行為に関し素早く裁定 (ruling) をしている。TOB における攻防は、独立した中立機関のパネルの監督のもとに行われている。

80年代には、大型の敵対的企業買収が英国内で多発した。20年後の現在、わが国にも敵対的企業買収が散見されるようになったが、City Code の中立の立場及び中立機関であるパネルによる監督には、参考となるところが

多いように考えられる。

- 1) 本件に関する解説・分析として、太田洋・商事法務1729号24頁，30号9頁，大杉謙一・金法1733号13頁，藤田友敬「ニッポン放送新株予約権発行差止事件の検討」商事法務1745号4頁，46号4頁，清水俊彦「ポイズンピルと司法判断」金法1746号104頁，大塚和成・金法1749号77頁，新谷勝・金商1222号54頁。
- 2) 大阪地堺支決昭48・11・29判タ304号249頁
- 3) 拙稿「新株発行差止事由としての不公正発行」（菱田先生古希記念『会社訴訟をめぐる理論と実務』中央経済社，2002年）221頁参照。
- 4) 東京地決平元・7・25判時1317号28頁。
- 5) 東京高決H16・8・4金商1201号4頁。
- 6) 大杉・金融法務事情1733号15頁は，同社の一般株主は，第三者が公開買付などによる買収をかける際には，プレミアムを期待できたが，本件新株発行後は親会社が存在するため，株主はその利益を期待できなくなることを指摘される。
- 7) 布井千博・金商1209号59頁は，本件決定は，理論構成及び結論の双方において賛成できないとされるが，同感である。布井教授は，株主の利益と取締役の利益との衝突を防止する観点からは，支配権又は株主権行使をめぐる紛争が顕在化している状況下では，取締役は，持株比率の低下により株主権の行使を著しく妨げる結果となる新株発行を原則として差し控えるべきであるとされる。しかし，太田洋・商事法務1730号11頁は，本件を不公正発行に該当しないと結論は特に不自然ではないという。
- 8) 太田洋・商事法務1729号28頁は，控訴審決定は，買収者が会社に回復できない損害を及ぼす可能性があるときは，会社ひいては株主全体の利益を守るため，例外的に許容されることを正面から認めた点につき，画期的な意義があると評価され，また，藤田友敬・商事法務1745号9頁は，例外的に適法とされる場合がありうる旨を明示的に述べる点に新しさがあるとされる。
- 9) 吉井敦子「種類株式の多様化と企業防衛」（『最新倒産法・会社法をめぐる実務上の諸問題』民事法研究会2005年）583頁。なお，アメリカ（デラウエア州）の主要判例について，大杉謙一「敵対的買収と防衛措置の法的効力に関する一試論」（『落合先生還暦記念論集』商事法務，2004年）479頁以下参照。
- 10) 商事法務1749号124頁。事前の予防策に関する研究として，注11 石綿学「敵対的買収防衛策の法的枠組みの検討」商事法務1716号4頁，17号38頁，大杉謙一「企業買収予防策のあり方」商事法務1723号32頁，竹平征吾「希釈化型ポイズンピルの適法性」商事法務1729号32頁，石綿学ほか「日本型ライツプランの新展開」商事法務1738号30頁，39号91頁，武井一浩ほか「条件決議型ワクチン・プランの設計書」商事法務1739号85頁，1740号42頁，45号39頁，堀＝高木「信託型ライツプランの実例分析と総括的検討」金法1754号60頁，中山龍太郎「日本版ライツ・プラン（ポイズン・ピル）導入に係る法的課題」（落合先生還暦記念論集）403頁，葉玉匠美「議決権制限株式を利用した買収防衛策」商事法務1742号28頁，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717頁などがある。
- 11) 「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」商事法

務1733号26頁。

- 12) 企業価値報告書の内容については、日下部聡・商事法務1734号4頁、武井一浩・商事法務1735号16頁、1736号32頁、1737号43頁、日置純子・金融法務1744号9頁参照)
- 13) 川村正幸・金商1227号71頁(ニレコ事件評釈)
- 14) 猪木俊弘「日本版ライツ・プランの事例分析」金法1745号15頁。
- 15) 江頭憲治郎・新版注釈会社法(5)27頁参照
- 16) 吉本健一「ポイズン・ビルと株主平等原則」阪大法学55巻3・4号725頁も、同旨であり、「ポイズン・ビルが株主平等原則に違反しないとする立場は、敵対的買収に対する防衛策としてのポイズン・ビルを認めるべきであるという価値判断が優先し、先に結論ありきのいささか強引な議論になっているように思われる」と述べられる。これに対しては、株主平等原則を機械的・硬直的に適用すべきではなく、機械的・硬直的な平等を強調することは妥当でないとの反論がある(中山・前掲(注11)論文411頁)。
- 17) 猪木俊宏「日本版ライツ・プランの事例分析」金法1745号12頁以下参照。
- 18) 沖=今井「信託型ライツプラン導入に当たっての実務上の留意点」金法1744号31頁。