

# 新株予約権と買収防衛策

服 部 育 生

- I 序論
- II ニッポン放送事件・ニレコ事件等
- III ブルドック・ソース事件・オープンループ事件等
- IV 三ツ星事件等
- V 結語

## I 序論

1 現在導入されている買収防衛策の主流は、新株予約権を利用した事前警告型の買収防衛策である。会社支配権をめぐる争いが既に出現している状況下で、争いに影響を及ぼすような新株発行や新株予約権発行が行われるケースでは、株式や新株予約権の発行を行うに至った種々の動機のうち、会社の支配権維持・獲得目的を達成しようとする動機が他の動機に優越し、前者が主要目的と認められるならば不公正発行に該当する（東京高決平成16年8月4日金融商事1201号4頁）。もっとも、本決定では、会社の経営陣において、株式取得者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、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も認めることは難しいと判示し、不公正発行には当たらないとされた。

本稿では、買収防衛策において用いられる新株予約権発行事例を中心に

して、新株予約権発行の差止めの問題について検討する。

## II ニッポン放送事件・ニレコ事件等

2 A がその意思に反して他者 B によって買収され支配されることを防ぐための方策を買収防衛策という。A の経営に相当な程度の影響力を行使しうる程度の数量の A 株式を B が取得する行為が A の買収である。A 社は A 新株予約権の無償割当てとか A 普通株式の第三者 (a) 割当てを利用することにより、B の対 A 株式保有割合を稀釈化しようとする。

a (フジテレビ) は A (ニッポン放送) の発行済株式総数の 12.4% を保有していた。a は A の経営権獲得を目的とし、A 発行済株式のすべての獲得を目指して、A 株式の公開買付を開始した。B (ライブドア) は、A 発行済株式の 5.4% を保有していたが、a による公開買付期間中にも立会外取引 (ToSTNeT-1) により、子会社 (b) を通じて A 株式を買い増し、2005 年 2 月 21 日時点では B と b で併せて A 発行済株式総数の 37.8% の割合を保有するに至り、その後も B は A 株式を買い集めている。A 取締役会 (2005 年 2 月 23 日) は、割当先を a として大量の新株予約権を発行することを決議した。新株予約権がすべて行使されるならば、B の A 株式保有割合は 42% から 17% へ減少し、他方 a の A 株式保有割合は、新株予約権行使により取得する株式数だけでも 59% に達する。

B は新株予約権発行差止めの仮処分を申立てた。東京地決平成 17 年 3 月 11 日 (判タ 1173 号 143 頁、金融商事 1213 号 2 頁) は、B の仮処分申立てを認容した。東京地決平成 17 年 3 月 16 日 (判タ 1173 号 140 頁、金融商事 1213 号 21 頁) は、A の異議を退け、仮処分決定を認可した (保全異議申立事件)。A の保全抗告に対し、東京高決平成 17 年 3 月 23 日 (判時 1899 号 56 頁、判タ 1173 号 125 頁、金融商事 1214 号 6 頁) は、抗告を棄却した。

本件の主たる争点は、A の a に対する新株予約権の第三者割当発行が不正発行に該当するか否かであるが、原審決定は有利発行に当たるかに

についても判示している。

有利発行に当たらないとする原審決定の理由づけは次の通りである。本件発行価額（336円）と行使価額（5950円）との合計額6286円は、平成17年2月22日時点のA株式終値6750円の93%に相当する。aによる公開買付発表後の平成17年1月27日のA株価は5950円であり、その後、Bから株式購入の意向表明のあった17年2月8日に6800円の値をつけるまでの間は、Aの株価は6000円前後で推移していたところ、新株予約権発行決議の前日（17年2月22日）時点での過去1か月平均の株価は6450円、3か月平均の株価は5591円、6か月平均の株価は5327円であったが、本件合計額は、1か月平均株価の97%に相当し、3か月平均及び6か月平均の株価に比していずれもこれを上回っている。

本件新株予約権発行価額（1株当たり336円）と行使価額（5950円）との合計額6286円は、平均17年3月23日時点のA株式終値6750円の93%に相当し、3か月平均及び6か月平均の株価についていずれもこれを上回っている。したがって本件合計額（本件発行価額と行使価額との合計額6286円）が、特に有利なものとはまでは言えない。

不公正発行について原審決定は次のようにいう。まず一般論として、多数の新株予約権がaに割り当てられ、それがBの持株比率を低下させ、A現経営陣の支配権維持を主要目的としてなされたものであるときは、特段の事情がない限り、不当目的を達成する手段として新株予約権発行が利用される場合に当たる。

次に本件については、AはBによる大量のA株式取得という公開買付開始後の発生事情に影響を受けることなく、Aが賛同を表明したaによるA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発行したのであるから、本件新株予約権の発行は、現経営陣と同様にa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維持を主たる目的とするものというべきである。以上の点から、原審決定はBによる仮処分申請を認容した。

異議審においても、原審の仮処分決定が認可されたので、A は直ちに抗告した。しかし前掲東京高決平成17年 3 月23日は、次のように述べて A の抗告を棄却した。判旨は次の通りである。

経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株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おくものであるから、株主全体の利益の保護という観点から新株予約権発行を正当化する特段の<sup>(1)</sup>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。本件では、B が A の支配株主となった場合に、A に回復し難い損害が生ずることを認めるに足りる資料はなく、また、B が真摯に A の合理的経営を目指すものでないともまでいうことはできない。

**3** ニッポン放送事件と類似のケースとして、ニレコ事件を取り上げる。A (ニレコ) は、油圧式制御装置を製造する目的で設立された会社(当時の社名は、日本レギュレーター株式会社)である。A の PBR (株価純資産倍率) は0.55と極めて低い値であり、A の総資産に対するネットキャッシュの割合が高く A 株式の時価総額が小さいことから、A は買収対象となりやすい会社であった。

平成17年 3 月14日開催の A 取締役会で、同年 3 月31日現在の株主名簿上の株主に対し、1 株につき無償で 2 割の割合で新株予約権を割当てることが決議された。発行する新株予約権の総数は、平成17年 3 月31日の発行済株式総数に 2 を乗じた数を上限とし、新株予約権 1 個当たりの目的株式数は 1 株とする。各新株予約権の発行価額は無償、新株予約権の発行日は平成17年 6 月16日、新株予約権の行使に際しての払込価額は 1 円、新株予約権の行使期間は平成17年 6 月16日から20年 6 月16日までとする。新株予約権を行使することができるのは、平成17年 4 月 1 日から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る。

手続開始要件は、特定株式保有者(持株比率20%以上)の存在を A 取締役会が認識し、公表したことである。A は、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、新株予約権の全部を一斉に無償で償却することができる。新株予約権の譲渡については、A取締役会の承認を要する。<sup>(2)</sup>

Aの株主Sは、①本件新株予約権の発行につき、法令違反（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）、②著しく不公正な方法によるもの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。東京地決平成17年6月1日判タ1186号274頁は、取締役会の決議による事前の対抗策として相当性を欠くというべきであり、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。<sup>(3)</sup>

Aは、原決定に対して異議の申立てをしたが、東京地決平成17年6月9日判タ1186号265頁は、原決定の判断を認可する旨の決定をした。Aが異議審決定に対して保全抗告したところ、東京高決平成17年6月15日判タ1186号254頁は、Aの抗告を棄却した。

東京高裁は、Sがした仮処分命令の申立は理由があるから、これを認容した原審仮処分決定及びこれを認容した原審仮処分認可決定はいずれも正当であるとして、Aの本件抗告は理由がないとして、これを棄却した。<sup>(4)</sup> 本件新株予約権の発行は、既存株主に受認させるべきでない損害が生じるおそれがあるので、Aの取締役会に与えられている権限を逸脱してなされた著しく不公正な方法によるものであるという。

4 新株発行の差止事件であるピコイ事件を取り上げる。Cは、B（フリーアトレーディング）からB保有のA（ピコイ）株式の信託譲渡を受けて、Aの株主となっている。Aでは、平成20年3月15日に取締役会決議に基づき、Bおよびその関係者に対する取得条項が付された新株予約権の株主無償割当による発行が行われた。Cは、本件新株予約権発行が株主平等原則に反し、著しく不公正な発行に当たることを理由として、本件新株予約権に基づく新株の発行を仮に差止める旨の仮処分命令を申立てた。

原審裁判所は、本件新株予約権無償割当ては、Aの現経営陣の経営支配権を維持するためのものであり、株主平等原則に違反する著しく不公正

な方法によるものであり、保全の必要があるとして、C の仮処分命令申立を認容する旨の原仮処分決定をした。A が保全異議を申立て、原仮処分決定の取消と本件仮処分命令申立の却下を求めたところ、原審裁判所は、B らのグループが A の経営に関与することにより A の企業価値の明白な毀損があるとはいえず、C 及び B の意思をも考慮すべきであったことに照らすと、本件新株予約権無償割当ては専ら A の現経営陣の経営支配権の維持のためのものであり、著しく不公正な方法によるものであり許されないとして、原仮処分決定を認可する旨の原決定をした。

A が保全抗告をしたところ、東京高決平成20年5月12日判タ1282号273頁は、株主提案により解任を求められた A の現経営陣 a は、A と業務・資本提携しており最大株主である B に協力を求めることにより臨時株主総会で株主提案を否決することを目論んだが、これが奏効しない見込みとなったため、C の議決権行使を制約する別件仮処分申立をしたものの、これも認容の見込みがないため取り下げ、急遽、A 従業員らをして労働組合を結成させ、臨時株主総会を開催不能とした上、本件新株予約権発行決議をして C の持株比率・議決権割合を希釈化する措置に出たものであり、これにより、今後、A の現経営陣と対立することの見込まれる B が A の経営支配権を掌握することを阻止しようとしたものと認められるから、本件新株予約権無償割当ては、専ら A の現経営陣の支配権を維持するためのものであるとして、A の B らグループは濫用的株主・買収者であり、B らグループによる A の経営権の取得が A の企業価値の毀損をもたらすとの主張を排斥して、本件新株予約権無償割当ては、株主平等原則の趣旨に反し、また著しく不公正な方法によるものであるとして、C の仮処分命令申立を認容した原仮処分決定及びこれを認可した原決定を是認し、本件抗告を棄却した。

B らグループが濫用的買収者であるならば、A の新株予約権無償割当ては買収防衛策として位置づけられるが、東京高裁はこれを否定し、本件新株予約権無償割当てを A の現経営陣 a の経営支配権維持のための行為

であるとしたことになる。新株予約権の発行が著しく不公正な方法によるものであるならば、それを理由として、当該新株予約権に基づく新株の発行も差止められる。<sup>(5)</sup>

5 取得条項付きの募集新株予約権の発行が有利発行に当たるとして、仮差止の認められたケースを取り上げる。

A（サンテレホン・債務者）が取得条項付きの募集新株予約権を特定の第三者C（三菱UFJ証券）に割当てたところ、既存株主B<sub>1</sub>（ダルトン・インベストメント・債権者）およびB<sub>2</sub>（JMBO・債権者）から、有利発行であるのに株主総会の特別決議を経っていないとして、新株予約権発行差止の仮処分が求められた。

A取締役会は、平成18年6月6日、第三者割当てによる募集新株予約権発行について決議をした。発行条件の概要は次の通りである。①発行する新株予約権の総数 336個、②新株予約権の目的たる株式 普通株式336万株、③新株予約権の払込金額 1個につき9万1000円、④権利行使価額当初997円とするが、その後は、東証におけるA株式の終値の平均値の93%に相当する金額に修正される。但し、修正後の行使価額の下限は499円、上限は1495円とされる。⑤行使期間は、平成18年7月4日から20年7月3日までとする。⑥Aは、取締役会で取得日を定めたときは、会社法273条および274条の規定に従って、新株予約権1個当たり9万1000円で、取得日に残存する新株予約権の全部または一部を取得することができる。⑦新株予約権の譲渡については、A取締役会の承認を要する。⑧割当期日・申込期日・払込期日 平成18年7月3日、⑨割当先 三菱UFJ証券。

なおBらは、仮差止を求めるに当たり、有利発行であることのほか、不公正発行であることも理由として主張していた。

東京地決平成18年6月30日判タ1220号110頁は、Bらの本件申立は、本件募集新株予約権の発行が有利発行であり、これにより株主が不利益を受けるおそれがあるといえるので、不公正発行の点について判断するまでもなく、保全すべき権利について疎明があるといえる上、保全の必要性につ

いても疎明があり、理由があるから、担保を立てさせないで、申立費用につき民事保全法 7 条、民事訴訟法 61 条を適用して、主文（A が平成 18 年 6 月 16 日の取締役会決議に基づいて現に手続中の募集新株予約権 336 個の発行を仮に差し止める）のとおり決定するとした。

A は、二項格子モデルの算定式を用いて本件募集新株予約権の価額を算定している。本決定は、次のように述べて、本件募集新株予約権の発行が有利発行であるとした。二項格子モデルは、本件のように行使期間中であれば任意の時点でオプションを行使できるアメリカンタイプの価額を評価するモデルとして実務で用いられているものであるから、本件新株予約権の公正なオプション価額の算定において、二項格子モデルを採用したことが不合理であるとはいえない。新株予約権発行要領 14 項によれば、本件新株予約権の割当日後、A 取締役会が取得日を定めたときは、通知または公告を取得日の 2 週間前までに行うことにより、当該取得日に新株予約権 1 個あたり 9 万 1000 円で、取得日に残存する新株予約権の全部又は一部を取得することができるという取得条項が付されており、その場合には、A が通知又は公告をした日の翌々営業日以後から、行使価額は行使の効力発生日の前日までの 3 連続取引日の取引所における終値の平均値の 110% 相当額に修正されることとされている。そこで A は、二項格子モデルによる算定に当たって、新株予約権の行使価額が 3 連続取引日の取引所終値の平均値の 110% 相当額に修正される最短の日である平成 18 年 7 月 6 日以後の新株予約権の価値について、その取得価額を 29 日間で割り戻した価値で取得するものとし、経済合理性の見地から、同月 4 日に A 取締役会が取得日の決定をするものとの前提で、同月 6 日以後の新株予約権の価値を、取得条項が付されていない場合に比較して低く算定するという修正を加えている。新株予約権者の立場からすると、取得条項が定められていることは、公正なオプション価額の算定を下げる要素として一応考慮すべきものともいえる。しかし、A は、本件新株予約権発行の目的は平成 18 年 4 月 5 日に行われた社債の償還費用として借入れた 25 億円の返済に充



てることにあると主張しているところ、本件新株予約権発行の目的がAの主張通りであるとする、行使期間の初日である同年7月4日にAの取締役会が取得日を定める決定をしたのでは、このような資金調達目的を達成することはおよそ不可能であり、Aも同年6月18日の審尋において、取得条項を直ちに行使することは予定していないと述べていることから、同年7月4日にA取締役会が取得日を定める決定をしない可能性がむしろ高いといえる。

6 新株予約権を発行しても、既存株主にとって持株比率低下とか株式価値の低下がもたらされなければ不公正発行に該当しないとも言えそうであるが、新株予約権の無償による株主割当発行であっても、基準日後に株式を取得した者に株式価値の希釈化リスクがあり、それは結局、基準日後の株式取得者に株式取得をためらわせ、株式価値を低下させる。それは既存株主にとっても損害となる（前掲ニレコ事件）。

#### 注

- (1) 特段の事情がある場合として東京高裁は、株式の敵対的買収者が、①いわゆるグリーンメイラーである場合、②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当該会社の資産を買収者とかグループ会社の債務の担保または弁済原資として流用する予定で株式買収を行っている場合、及び④一時的高配当による株価急上昇の機会を狙って株式の高値売り抜け目的で株式買収を行っている場合を例示している。
- (2) ただし、A取締役会は譲渡承認を行わない旨が明記されている。
- (3) 新株予約権が株式移転に随伴しないことから、新株予約権交付株主を決定するための基準日以降に株式価格が低下することにより、既存株主に不測の損害を与える。
- (4) 東京高裁平成17年6月15日決定（ニレコ事件）のロジックを疑問視する文献として、岩倉正和「敵対的買収に対する事前防衛策としての新株予約権発行の不正性」『企業法務判例ケーススタディ300』（2008）161頁参照。
- (5) 江頭憲治郎『株式会社法 第8版』（2021）841頁。

### Ⅲ ブルドック・ソース事件・オープンループ事件等

7 本章では、ブルドック・ソース事件およびその当時（平成10年代後半前後）の数個の判例を取り上げる。A 経営陣と買収者 B との間で支配権争奪に入った段階で、A は株主総会特別決議を経て、B を含む全株主に対しその持株比率に応じて取得条項付新株予約権の無償割当てをした。A は次のような対抗措置を講じた。すなわち① B 関係者は、非適格者として新株予約権を行使することができない。② A は、取締役会の定める日をもって、本件新株予約権を取得することができる。その際の取得対価は、一般株主については新株予約権 1 個当たり普通株式 1 株、非適格者 B については金銭396円とする。

事実関係の詳細は次の通りである。投資ファンド B<sub>1</sub>（スティール・パートナーズ・ジャパン）は、A（ブルドック・ソース）株式178万株を保有していた。B<sub>1</sub>の関連法人 B<sub>2</sub>（リパティ・スクエア・アセット・マネジメント）も A 株式17万株を保有していた。B<sub>1</sub>および B<sub>2</sub>の保有する A 株式の合計は、A 発行済株式総数の10.25%に達していた。B<sub>3</sub>（SPVⅡ）は、デラウェア州法に基づき設立された有限責任会社である。B<sub>3</sub>は B<sub>1</sub>のために株式買付けを行う目的で設立された会社であり、B<sub>1</sub>は B<sub>3</sub>持分の100%を所有している。

B<sub>3</sub>は、平成19年 5 月18日、B<sub>1</sub>及び B<sub>2</sub>と併せて、A 発行済株式全部の取得を目的として、公開買付けを行う旨公告した。公開買付開始届出書によれば、①買付対象は、普通株式及び平成16年 6 月29日の定時株主総会特別決議に基づき発行された新株予約権であり、②買付期間は平成19年 5 月18日から同年 6 月28日まで、③買付価格は 1 株1584円、新株予約権 1 個 1 円、④買付株式等の上限および下限なし（応募株券全部の買付を行う）。公開買付届出書には、公開買付けの目的は証券売買による利益の獲得である旨、買付価格について、A 株式の直近の市場価格に、適正と考えるプレミアムを加算して決定したこと、当該買付価格は、公開買付開始前の平成

19年5月16日までの1か月間、3か月間、6か月間及び12か月間のA株式の東証終値の各単純平均値に対して、それぞれ12%から18%までのプレミアムを加算したものであること等が記載されている。A取締役会は、平成19年6月7日、公開買付けに反対することを決議した。反対の理由として、①B<sub>3</sub>及びB<sub>1</sub>が、A株主共同の利益に資する経営支配を行う能力を有していないこと、②Bらが追求する利益とAの企業価値の拡大とが衝突する可能性があるため、B<sub>3</sub>及びB<sub>1</sub>がAの議決権の多数を取得することがAの企業価値の毀損につながることに、③買付価格がAの企業価値を反映していることが述べられている。A取締役会は、④新株予約権無償割当てを株主総会の特別決議事項とする内容の定款変更議案、及び⑤定款変更議案が承認可決されることを条件として、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本件総会に付議することを決定した。本件株主総会（平成19年6月24日）において、上記④⑤の議案は議決権総数の83.4%の賛成により可決された。

新株予約権無償割当ての概要は、次の通りである。①基準日（平成19年7月10日）の株主名簿に記載された株主に対して、彼の有するA株式1株につき3個の割合で新株予約権を割当てる。②新株予約権無償割当ては、平成19年7月11日に効力を生ずる。③新株予約権1個の行使により、A普通株式1株が交付される。④新株予約権の行使によりAが普通株式を交付する際の株式1株当たりの払込金額は1円とする。⑤新株予約権の行使可能期間は、平成19年9月30日までとする。⑥債権者関係者（B<sub>1</sub>、B<sub>2</sub>、B<sub>3</sub>を含む）は、非適格者として新株予約権を行使することができない。⑦Aは、取締役会が定める日をもって、新株予約権を取得することができる。その際の取得対価は、通常の株主については新株予約権1個につきA普通株式1株、非適格者（Bら）については新株予約権1個につき金396円とされる。

本件新株予約権には、B<sub>1</sub>関係者はこれを行使することができない旨（行使条件）、および譲渡による新株予約権の取得については、A取締役会の

承認を要する旨（譲渡制限条項）が付されている。

B<sub>1</sub>関係者は非適格者として新株予約権を行使することができず、また A が取得条項を行使しても、B<sub>1</sub>関係者が受ける対価は A 株式でなく金銭であるから、㊦ B<sub>1</sub>関係者以外の株主が新株予約権を全部行使し、又は㊧ A が B<sub>1</sub>関係者以外の株主の新株予約権を全部取得して、これに対応する A 株式が B<sub>1</sub>関係者以外の株主に交付された場合には、B<sub>1</sub>関係者の持株比率は大幅に希釈化される。

A 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、書面において、「B<sub>1</sub>及び B<sub>2</sub>が A 議決権の多数を取得することが A 企業価値の毀損につながる、買付価格が A の企業価値を適正に反映していない旨」を述べた。さらに A 取締役会は、対応策として、平成19年 9 月 24 日開催予定の定時株主総会特別決議による承認に基づき、新株予約権無償割当てを行うべく、㊨一定の新株予約権無償割当てを株主総会の特別決議事項とする内容の定款変更議案および㊩上記㊨議案の承認可決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で承認することを求める議案を総会に付議することを決定した。

可決された新株予約権無償割当ての概要は次の通りである。㊰基準日（平成19年 7 月 10 日）の株主名簿に記載された株主に対し、彼の有する A 株式 1 株につき 3 個の割合で新株予約権を割当てる。㊱新株予約権無償割当ての効力発生日は、平成19年 7 月 11 日とする。㊲新株予約権 1 個の行使により A が交付する A 株式数は 1 株とする。㊳上記㊲で A が A 株式を交付する場合における払込金額は 1 株当たり 1 円とする。㊴新株予約権の行使可能期間は平成19年 9 月 1 日から 9 月 30 日までとする。㊵B<sub>1</sub>関係者は非適格者として新株予約権を行使できない。㊶A は、取締役会が定める日に新株予約権を取得することができる。取得対価は、新株予約権 1 個当たり普通株式 1 株であるが、非適格者については金 396 円とされる。取得価額 396 円は、公開買付価格 1584 円に希釈化割合（4 分の 1）を乗じて得られる価額とされる（民集 61 巻 5 号 2252 頁）。

B<sub>1</sub>は、平成19年6月13日、本件新株予約権無償割当てには、会社法247条の規定が（類推）適用されるどころ、これは株主平等の原則に反して法令及び定款に違反し、かつ著しく不公正な方法によるものであるなどと主張して、東京地裁に対して、新株予約権無償割当ての差止を求める仮処分命令の申立をした。

8 東京地決平成19年6月28日民集61巻5号2243頁（原々審）は、新株予約権の無償割当てが株主の地位に実質の変動を及ぼすときには、会社法247条の規定が類推適用され、株主平等原則の趣旨が及ぶとした上で、本件新株予約権無償割当ては、株主平等原則の趣旨に反して法令等に違反するものではなく、著しく不公正な方法によるものともいえないとして、仮処分命令の申立を却下した。

B<sub>1</sub>は原审に抗告したが、東京高決平成19年7月9日民集61巻5号2223頁（原审）は、本件新株予約権無償割当てが相手方（Y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り、またB<sub>1</sub>関係者がいわゆる濫用的買収者であることを考慮すると、これは株主平等原則に反して法令等に違反するものではなく、著しく不公正な方法によるものともいえないとして、B<sub>1</sub>の抗告を棄却した。

許可抗告審の決定である最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁は、B<sub>1</sub>の抗告を棄却した。その理由は次の通りである。

会社法109条1項に定める株主平等原則の趣旨は、新株予約権無償割当ての場合についても及ぶ（要旨1、民集61巻5号2224頁）。

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、会社の企業価値が毀損され、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。特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値が毀損され、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（要旨 2、民集61巻 5号2225頁）。

B<sub>1</sub>関係者が原審のいう濫用的買収者に当たるといえるか否かにかかわらず、本件新株予約権無償割当ては、株主平等原則の趣旨に反するものでなく、法令等に違反しない（要旨 4、民集61巻 5号2225頁）。

相手方（A）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予め定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（要旨 5、民集61巻 5号2225頁）。以上の通りであるから、B<sub>3</sub>の論旨は理由がなく、本件仮命令の申立を却下すべきものとした原審の判断は、結論において是認することができる（民集61巻 5号2227頁）。

最高裁は、買収防衛策の発動として行われた新株予約権無償割当てについて、当該防衛策の「必要性」および「相当性」を認定した上で、これを適法とした。

最高裁の考え方は次のように要約される。新株予約権無償割当てにおいて、株主は株主資格に基づいて新株予約権を割当てられるから、会社法 278条 2項は、株主に割当てられる新株予約権の内容が同一であることを想定している。したがって、新株予約権無償割当てのケースでも、株主平等原則の趣旨が及ぶ。

9 次にオープンループ新株予約権発行差止請求事件を取り上げる。A（オープンループ）は、平成18年11月29日開催の取締役会において本件新株予約権の発行を決議した。その内容は次の通りである。①発行総数 200個、②目的たる株式の種類 普通株式、③目的たる株式の数 行使請求にかかる新株予約権の数に1000万円を乗じ、これを行使価額で除した数、④払込金額 1個当たり 5万円、⑤行使価額 当初11万2650円、⑥Aが新

株予約権保有者に対して事前通知を行った日において、行使価額は、通知日の直前週の最終取引日を最終日とする3連続取引日の大証におけるA株式の普通取引の毎日の終値平均値の92%に相当する金額に修正される。その後、毎週の最終取引日を最終日とする3連続取引日の大証におけるA株式の普通取引の毎日の終値平均値の92%に相当する金額に修正される<sup>(6)</sup>。修正行使価額の上限は当初行使価額とし、下限は当初1万8775円とする、⑦行使期間 平成18年12月15日から20年12月12日まで、⑧取得事由 Aは、平成18年12月15日以降いつでも、新株予約権取得をA取締役会が決議した場合は、A取締役会で定める取得日において残存する新株予約権の全部又は一部を、会社法273条2項、274条3項及び293条1項の規定に従って、当該取得の日の1か月前までに公告および通知をした上で、払込金額と同額で取得することができる（本件取得条項）、⑨譲渡による新株予約権の取得については、A取締役会の承認を要する。但し、C（リーマン・リミテッド）からリーマン・キャピタルへの譲渡については、予めこれを承認する。⑩割当日及び払込期日 平成18年12月15日、⑪割当先 C。

10 ニレコ事件では、平時に導入されるという点において事前警告型と同様の防衛策であるが、敵対的買収者が出現したときに新株予約権を行使することにより、Aの発行済株式総数が約3倍に増加して、買収者Bの議決権割合が希釈されるという方法が用いられた。A（ニレコ）はジャスダックに上場する制御機器メーカーである。B（The SFP）は、ケイマン諸島法に基づき設立され、欧米の機関投資家から調達した資金を日本株式等に投資することを主たる事業とする有限責任会社である。Aは、平成17年3月14日の取締役会において、買収防衛策として新株予約権を発行することを決定した。⑦Aは、濫用的買収等によりAの企業価値が害されることを防止し、A企業価値の最大化を達成するための手段として用いるべく、本要項に定める新株予約権を発行する。④平成17年3月31日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個の割合で新株予約権を割当てる。⑦平成17年3月31日の発行済株式数に2を乗じた数を



上限とする。新株予約権 1 個当たりの目的となる株式の数は 1 株とする。  
 ㊦各新株予約権の発行価額は無償とする。㊧新株予約権の発行日 平成17年 6 月16日 ㊨払込価額は 1 円とする。㊩行使期間は平成17年 6 月16日から20年 6 月16日までとする。㊪新株予約権を行使しうるのは、平成17年 4 月 1 日から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なければならない。㊫新株予約権の消却事由及び消却条件（省略）。

原審たる東京地決平成17年 6 月 1 日判タ1186号274頁は、B の申立を認容し、新株予約権の発行を仮に差止めた（不公正発行）。A は、原決定に対して異議の申立てをしたが、東京地決平成17年 6 月 9 日判タ1186号265頁は、当裁判所が 6 月 1 日にした仮処分決定を認可するとした（異議審決定）。A が異議審決定に対して保全抗告をしたところ、東京高決平成17年 6 月15日判タ1186号254頁は、当裁判所も、本件新株予約権の発行は、「著しく不公正な方法」によるものであり、これを差止める必要性があると考えたとして、A の抗告を棄却した。その理由づけは、次の通りである。本件新株予約権は、発行価額を無償、権利行使価額を 1 円とし、しかも大量発行されるので、買収と無関係な株主が不利益を受ける。<sup>(7)</sup> A 既存株主の一人である X は、事前に本件新株予約権の発行を差止めることにつき保全の現実の必要性を有する。そうすると、A がした仮処分命令申立には理由があり、これを認容した原審仮処分決定及びこれを認可した原審仮処分認可決定はいずれも正当であり、本件抗告は理由がないので、これを棄却する（判タ1186号265頁）。

#### 注

(6) A は、修正条項に基づく行使価額修正の蓋然性を低く想定していたが、もし行使価額の上修正の可能性が高くとすれば、有利発行に該当しそうである。

(7) 新株予約権の譲渡が禁止されているため、譲渡により、株価低迷損失を填補する手当がないことによる（判タ1186号264頁）。



#### IV 三ツ星事件等

11 新株予約権の不正発行に関する比較的新しい判例として三ツ星事件を取り上げる。東証スタンダード市場上場 A 社の発行済株式総数は126万6655株<sup>(8)</sup>である。B 有限責任事業組合は、令和4年3月31日時点において A 株式 8 万0300株<sup>(9)</sup>を保有しており、現在も同数の A 株式を保有している。A の主張によれば、個人1名・法人3社（その他関係者、B を含めて B 関係者ら）も、B と共同して A 株式の買付を行っている。B は令和3年7月30日から同年10月4日までに A 株式を合計 8 万0300株取得したが、同日以降 B は A 株式を追加取得していない。その他関係者は令和4年3月まで A 株式を取得し、その時点における B 関係者らの保有する A 株式の持株比率は、合計21.63%であった。

A は、令和4年4月8日、取締役会決議において、B 関係者らによる A 株式取得が A の企業価値を損なうおそれがあるとした上で、B らを対象とし、大規模買付行為等に対する対抗措置により構成される対応方針を決議し公表した。対応方針では、特定株主グループの議決権割合が20%以上となることを目的とする A 株券等の買付行為、共同協調行為などを対象となる大規模買付行為等と定め、対抗措置発動までの手続、大規模買付行為等が実施された場合の措置および対抗措置の内容が定められていた。さらに A は、社外取締役らにより構成される独立委員会の設置も決議し、公表した。

A 取締役会は、上記対応方針に従い、令和4年5月18日、株主意思確認総会における承認可決を条件に、大規模買付行為等の非適格者とそれ以外の株主との間で行使条件や取得条項の内容が異なる甲新株予約権の無償割当てをし（効力発生日は同年7月29日）、A が取得条項に基づき甲新株予約権を取得することにより、非適格者以外の株主には彼の保有する甲新株予約権1個につき A 株式1株を、非適格者には行使条件の制限された乙

新株予約権 1 個をそれぞれ交付することを内容とする本件対抗措置を発動する旨を決議し公表した。株主意思確認総会では、本件対抗措置の発動が賛成54.46%の多数により可決された。これに対して、B は、A 株主に対する新株予約権の無償割当てについて、①株主平等原則違反、②著しく不公正な方法によると主張し、会社法247条 1 号・2 号の類推適用により、無償割当ての仮差止を申し立てた。

基本事件決定（大阪地決令和 4 年 7 月 1 日金融商事1667号45頁）は、A の新株予約権無償割当てを仮に差止めた。A 取締役会は、個人 1 名及び株式会社 4 社（併せて B グループ）を本件対応方針の非適格者に該当すると認容し、その旨公表した（令和 4 年 6 月 14 日）。B グループは、臨時株主総会において、いずれも本件各議案に賛成する旨の委任状を B に提出したものであった。

12 A は、保全異議の申立てをして基本事件決定（前掲大阪地決令和 4 年 7 月 1 日）の取消を求めたが、大阪地決令和 4 年 7 月 21 日（原審決定）は、基本事件決定を認容する旨の決定をしたので（金融商事1667号42頁）、A が保全抗告を申立てた。しかし大阪高決令和 4 年 7 月 21 日金融商事1667号30頁は、原決定（異議審決定）は相当であり、本件抗告は理由がないとして、これを棄却した。

控訴審決定の要旨は次の通りである。①新株予約権の無償割当てについても、会社法247条（新株予約権発行の差止）を類推適用することができる。②買取者による新たな株式買付行為が存在しなくても、企業価値が毀損され、株主共同利益の保護を図る必要がある場合には、新株予約権無償割当てによる買取防衛策の導入も許容され、かつこれは、複数株主による行為を対象とすることも許容される。③行使条件および取得条項が差別的である新株予約権の無償割当てが、現経営陣等の経営支配権維持目的のものである場合には、そのような防衛策を正当化するに足りる特段の事情のない限り、不公正な方法によるものと解される。④ A 株主総会における決議結果（賛成54.46%）があることをもって、直ちに本件対抗措置に相当

性があるということではできない。⑤本件新株予約権の無償割当ては、行使条件および取得条項が差別的なものであり、Aが非適格者と認定したBを含む株主の持株比率を一方向的に低減させる効果を有するから、現経営陣又はこれを支持する特定株主の経営支配権を維持する目的によるものといえることができ、そのような措置の導入を正当化する特段の事情も認められないから、本件新株予約権無償割当ては著しく不公正な方法によるものといえる。

Aの現経営陣による新株予約権無償割当てによって相手方Bが著しい損害を被るおそれがまた認められ、保全の必要性についての疎明があるといえる。

Aが最高裁に抗告したが、最決令和4年7月28日金融商事1667号56頁（許可抗告審）は、原審の判断は正当として是認することができるとして、Aの抗告を棄却した。<sup>(10)</sup>

#### 注

(8) 単元株式数100株。

(9) 自己株式を除いた持株比率7.01%

(10) 判例評釈として、原弘明「本件判批」金融商事1668号15頁参照。

## V 結語

**13** Aの監査役Bが、Aの取締役であったA補助参加人Cらによる新株予約権行使は、行使条件を変更する取締役会決議が無効であるにかかわらずそれに従ってされたものであって、当初定められた行使条件に反するから、上記新株予約権行使による株式発行は無効であると主張して、会社法828条1項2号に基づき上記株式発行を無効とすることを求め、予備的に上記の株式発行は当然に無効であると主張してその確認を求めた。

非公開会社Aは株主総会において経営陣の士気高揚を目的として、ストックオプションを付与すべく、株主総会で新株予約権発行の特別決議を

した(平成15年6月24日)。総会決議では、行使時にA取締役であることが行使条件として定められたほか、その他の行使条件は、取締役会決議に基づき、Aと割り当てを受ける取締役との間で締結される新株予約権割当契約で定めるところによるとされた。

AとA補助参加人Cらは、A取締役会決議に基づき、新株予約権行使条件として、A株式が店頭売買有価証券として日本証券業協会に登録された後又は証券取引所に上場された後6か月の経過するまで新株予約権を行使できないとの条件を定める等して、各新株予約権割当契約を締結し、Aは新株予約権を発行した。

その後、Aは株式公開が困難な状況となり、A取締役会において、平成18年6月19日、新株予約権行使条件としての上場条件を撤廃する等の本件変更決議がされ、同日、AとCらは、各新株予約権割当契約の内容を変更決議に沿って変更した。Cらは、平成18年6月から8月までの間に新株予約権を行使し、AはCらに対し、合計2万6000株の株式を発行した。本判決は、新株予約権行使条件としての上場条件を撤廃する等の取締役会決議の効力に関し、行使条件の細目的な変更にとどまるものである場合を除き、無効であるとした。

本判決は、非公開会社が株主割当て以外の方法により発行した新株予約権に株主総会が行使条件を付した場合における、当該行使条件に反した新株予約権行使による株式発行の無効原因についても、行使条件が当該新株予約権の重要な内容を構成しているときには、このような行使条件に反した新株予約権行使による株式発行には無効原因があるとした。

株主総会決議による委任を受けて取締役会が行使条件を定めた場合、明示の委任がないならば、取締役会には行使条件を変更する権限がない。行使条件の細目的な変更をするにとどまるものである場合を除き、行使条件を変更する取締役会決議は無効とされる。

東京高裁(前掲ニレコ事件決定)は、新株予約権の発行により、買収と無関係な株主に生ずる損害を次のように説明した。ニレコ事件では、新株

予約権の発行価額は無償、権利行使価額は1円とされ、しかも大量に発行された。本件新株予約権の権利落ち日（平成17年3月28日）以後にA株式を取得した株主は、平成20年6月16日までの間に新株予約権が消却されず、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、A株式の持株比率が3分の1程度に希釈される危険を負担し続ける。この損害は、敵対的買収者以外の既存株主が受忍しなければならない損害であるとはいえない。

14 議決権比率が20%以上となる買収者が将来出現した場合に行使可能となる旨の行使条件が定められ、行使価額1円の新株予約権が、買収防衛策の一環として、買収者出現前の基準日の株主全員に対して1株につき2個の割合で取締役会決議により無償で付与される（ニレコ事件）。本件新株予約権がすべて行使されるならば、分割比率が1対3の株式分割が実施された場合と同様の株式価値希釈化が生じる。新株予約権発行時の既存株主が保有するニレコ株式の市場価格は、希釈化リスクのゆえに下落するものと予測される。前掲ニレコ事件東京高裁決定は、未だ敵対的買収者が現れていないにもかかわらず、新株予約権の発行によって、直ちに敵対的買収者以外の株主に不測の損害を与えることは、取締役会決議による事前の<sup>(11)</sup>対抗策として相当性を欠くとした。そうすると、仮処分命令申立を認容した原審仮処分決定及びこれを認容した原審仮処分認可決定はいずれも正当である（判タ1186号254頁、265頁）ことになる。

#### 注

- (11) さらに東京高裁は、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ので、Aの取締役会に与えられている権限を逸脱してなされた著しく不公正な方法によるものと認められるとしている。