

# 神戸市外国語大学 学術情報リポジトリ

## Legal analyses of Japanese "M&A"

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2008-10-31 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 栗山, 修 メールアドレス: 所属:
URL	<a href="https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/records/554">https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/records/554</a>

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.



# わが国における「企業買収」の法的検討（1）

栗 山 修

- I はじめに
- II 企業買収
  - 1 法的意義
  - 2 株式取得
  - 3 公開買付け
- III 敵対的買収と買収防衛
  - 1 買収のメリット
  - 2 敵対的買収
  - 3 買収防衛
- IV 裁判例
  - 1 ニレコ事件決定
  - 2 夢真ホールディングス事件決定
  - 3 ブルドックソース事件決定

## I はじめに

「企業買収」は、経営者にとって重要な経営戦略の一つとされる。そして、その多くは買収対象会社（対象会社）の株式取得によってなされる。わが国においても近年企業買収が増加しており、その多くは公開買付け（TOB）による<sup>(1)</sup>。

以下では、「企業買収」や公開買付けの法的意義および公開買付けの手続きについて考察する（後記II）。わが国において、近年問題とされた買収の多くは敵対的買収であった。経営者は、これを阻止するために買収防衛策を

導入する傾向にある。そこで、「敵対的買収」・「買収防衛」の意義について考察する（後記Ⅲ）。さらには、これに関連する最近の裁判例を概観する（後記Ⅳ）。

（注）

（１）「TOB 総額25%増」日本経済新聞平成20年10月29日朝刊21頁参照。

## Ⅱ 企業買収

### 1 法的意義

企業「買収」<sup>(1)</sup>は、企業が事業の拡大や内容の充実等をはかる手段として重要な経営戦略の一つとされている<sup>(2)</sup>。平成18年5月1日に施行された「会社法」<sup>(3)(4)</sup>（以下、法）は、買収について規定していない<sup>(5)</sup>。そこで、買収の法的意義が問題とされる。一般には、以下が法的観点からみた買収の手段とされている。①対象会社の事業の譲受け、②対象会社の吸収分割、③対象会社の株式取得<sup>(6)</sup>。なかでも、株式取得は対象会社の経営を支配する最も有効な手段である。実際にも、「買収」といえば多くの場合対象会社の株式取得を意味する。以下では、株式取得に関するポイントを概観する。

### 2 株式取得

#### (1) 取得率と経営関与度

甲社（買収会社）が乙社（対象会社）の経営を支配するためには、乙社発行の議決権を有する一定数の株式取得が必要である。具体的には、以下が重要である。①甲社が乙社の総株主の議決権（以下、議決権）の3分の1超を取得すれば、合併や株式交換、株式移転といった特別決議事項の承認を甲社単独で阻止できる<sup>(7)</sup>。②甲社が議決権の2分の1超を取得すれば、乙社の取締役を意のままに選任できる<sup>(8)</sup>。③甲社が議決権の3分の2超を取

得すれば、特別決議事項を甲社単独で承認できる。<sup>(9)</sup>

## (2) 取得方法

株式には、証券取引所に上場されている上場株式と上場されていない非上場株式がある。実際に問題となるケースは前者である。上場株式の取得方法については、取引所取引と取引所外取引に大別できる。①取引所取引：証券取引所<sup>(10)</sup>を通してなされる取引をいう。これには、(イ)売買立会取引と(ロ)売買立会外取引がある。②取引所外取引：(イ)相対取引と(ロ)公開買付けがある<sup>(11)</sup>。近年問題とされている買収の多くは、公開買付けによる株式取得である<sup>(12)</sup>。以下では、公開買付けのポイントを概観する。

## 3 公開買付け<sup>(13)</sup>

### (1) 意義

主として企業の支配権取得のために、多数の投資者に有価証券の買付けの申込みまたは売付けの申込みの勧誘（以下、買付けの申込み）をして当該有価証券を買い付ける行為をいう。短期間に通常は市場価格を超える価格で買付けの申込みがなされるので、投資者に当該申込みに応じるか否かを決する際の判断材料として公開買付届出書等の提出が強制される。<sup>(14)</sup>

### (2) 対象となる企業・有価証券

#### ① 対象となる企業

有価証券報告書の提出義務を負う会社。取引所に上場されている有価証券の発行会社等がこれに該当する。

#### ② 対象となる有価証券

株券・新株予約権証券・新株予約権付社債券等がこれに該当する。もっとも、これまでに問題とされた買収の有価証券はすべてが株券であった。<sup>(15)</sup>

### (3) 対象となる取引

#### ① 所有割合が5パーセント超

20営業日以上60営業日の間に11名以上の者から取引所外取引で株券を

買い付け、それにより買付者および特別関係者<sup>(16)</sup>の保有する株券の割合が5パーセントを超える場合。5パーセント超は「株券等の大量保有の状況に関する開示」<sup>(17)</sup>が要求する割合と同じである。

② 所有割合が3分の1超

20営業日以上60営業日の間に10名以下の者から取引所外取引で株券を買い付け、それにより買付者の保有する株券の割合が3分の1を超える場合。投資者間における支配権プレミアム<sup>(18)</sup>の公平な分配の達成がその理由とされる。

③ 売買立会外取引による3分の1超

売買立会外取引で株券を買い付け、それにより買付者の保有する株券の割合が3分の1を超える場合。平成17年の証券取引法改正でこのようになった。<sup>(19)</sup>

④ 取引所内外の買付けで3分の1超

3か月以内に(a)売買立会外取引で5パーセント超の株券を買い付け、かつ(b)売買立会取引で10パーセント超の株券を買い付ける。その結果、買付者の保有する株券の割合が3分の1を超える場合。上記(a)と上記(b)を一連の買付けとみなした。平成18年の証券取引法改正でこのようになった。<sup>(20)</sup>

⑤ 他者のした公開買付けの期間中における買付け

他者による公開買付けの期間内に、対象とされている株券の3分の1超を保有する者が当該期間中に5パーセント超を買い付ける場合。平成18年の証券取引法改正でこのようになった。<sup>(21)</sup>

(4) 手続き

公開買付けの手続きは、大略以下のものである。

① 開始の公告

買付者は、公開買付けを開始する前に自己の氏名・住所・買付けの目的や価格、期間等を公告しなければならない。<sup>(22)</sup>

② 公開買付届出書の提出

公開買付者は上記①をおこなった日に、公開買付届出書を内閣総理大臣に提出しなければならない。買付価格・買付予定の株券・買付期間・買付の目的等が当該届出書の記載事項とされる<sup>(23)</sup>。

③ 公開買付説明書の交付

公開買付届出書が提出されれば、買付けの申込みが可能となる。その際、買付けを欲する株主に公開買付説明書の交付が必要とされる<sup>(24)</sup>。

④ 公開買付届出書写しの交付

上記②の後、直ちに公開買付届出書の写しを対象会社および当該会社の発行する株券が上場されている金融商品取引所または認可商品取引業協会（以下、取引所）に送付しなければならない<sup>(25)</sup>。

⑤ 意見表明報告書の提出

敵対的買収（後記Ⅲ・２）のケースでは、対象会社に意見表明報告書の提出が義務づけられている。具体的には、上記①がなされた日から10営業日の期間内に公開買付けに関する意見の内容・根拠・当該意見を決定した取締役会の決議内容等を記載した報告書を内閣総理大臣に提出しなければならない。公開買付けに応じるか否かの判断材料を株主に提供することがその目的である。当該報告書の写しは、買付者および取引所への送付が必要とされる。

⑥ 対質問回答報告書

意見表明報告書に質問の記載がある場合には、当該報告書の写しの送付を受けた日から5営業日の期間内に買付者はその回答を内閣総理大臣に提出しなければならない。対質問回答報告書とよばれるそれは、理由を付せば回答しないことも認められる<sup>(26)</sup>。当該報告書の写しは、買付者および取引所への送付が必要とされる。

⑦ 公開買付報告書の提出

買付者は、買付期間末日の翌日に公開買付けの結果を公告または公表

しなければならない。<sup>(27)</sup> 買付者は上記の結果等が記載された公開買付報告書を内閣総理大臣に提出し、その写しは対象会社および取引所への送付が必要とされる。<sup>(28)</sup>

#### ⑧ 代金決済・株券の受渡し

買付者は、期間中に応募されたすべての株券について受渡し等の決済をしなければならない。<sup>(29)</sup>

#### (注)

- (1) 「企業」には種々の形態がある（宮島司・新会社法エッセンス [第2版] 3頁（弘文堂 平成18年））。本稿における企業は「公開会社」（会社法2条5号）でかつ「大会社」（同法2条6号）に該当する株式会社、具体的には上場会社を前提とする。
- (2) 神田秀樹・会社法（第10版）[以下、神田で引用] 301頁 脚注1）（弘文堂 平成20年）は「一般に会社の事業を第三者に売却する場合を第三者からみて買収と呼ぶ（下線は筆者）」とする。
- (3) 龍田節・会社法大要 [以下、龍田で引用] 514頁（有斐閣 平成19年）。
- (4) “M&A”という言葉がある。“M”は“Merger”，“A”は“Acquisition”を意味し、「企業の合併・買収」と訳される。このように、「合併」と「買収」は別の概念である。しかし、「買収」に該当するものも広義の合併に含まれる（龍田・514頁）あるいは「買収」を“M&A”ともいうとされる（神田・301頁脚注1））。このように、一般には「合併」と「買収」をとくに区別せず両者を“M&A”として考えている。
- (5) 「合併」については法748条以下で規定されている。
- (6) 概要については、拙稿「わが国 M&A の現状と法的問題点」神戸大論叢57巻1～5号合併号 [以下、拙稿で引用] 260頁以下（平成18年）参照。
- (7) 法309条2項。
- (8) 法309条1項。甲社が累積投票制度を採用していれば（法342条）、必ずしもこのようなことはいえない。
- (9) 以上の概要は拙稿・264頁参照。
- (10) 金融商品取引法（以下、金商法）2条16項は「金融商品取引所」とする。
- (11) 以上の概要は拙稿・263頁参照。
- (12) 取引所取引による買収はコストがかかるので、公開買付けによるとされる（黒沼悦郎・金融商品取引法入門<第2版>92頁（日本経済新聞社 平成19年））。もっとも、最近では「敵対的買収をするなら TOB は利用しない方がいい」と証券会社関係者はファンド等に助言するという。TOB を開始すると価格変更や撤回は事実上難しく「買収側の負担が重すぎる」というのがその理由とされ

ている。実際にも、今年成功した敵対的買収は対象会社の株式を市場で買い上げて株主総会で取締役を解任するといった手法でなされているようである（山下晃「TOBルール改正から2年」日本経済新聞平成20年9月20日朝刊16頁）。

- (13) 金商法は、第2章の2（27条の2－27条の22－4）で「公開買付けに関する開示」を規定する。昭和46年の証券取引法改正で新設された。
- (14) 黒沼・前掲注（12）92頁。
- (15) 以下では、「有価証券」を「株券」として記述する。
- (16) 金商法27条の2 7項参照。
- (17) 金商法第2章の3（27条の23－27条の30）がこれを規定する。
- (18) 黒沼・前掲注（12）96頁。
- (19) ニッポン放送事件を契機に新設された（河本一郎＝大武泰南・証券取引法読本（第7版）115頁（有斐閣 平成17年）参照）。
- (20) いわゆる村上ファンド事件を契機に新設された（石井亮「村上ファンドによる阪神電鉄買収事件」判例タイムズ1259号80頁（平成20年）参照）。
- (21) 公開買付けに関する近年の改正で買収のルールが整備された。これにより、資生堂等が買収防衛策を廃止するきっかけにもなったとされる（山下・前掲注（12）16頁）。
- (22) 法27条の3 1項。期間は20営業日以上60日営業日以内である。買付者による公開買付けによらない期間内の買付けは、原則として認められない（法27条の5）。
- (23) 金商法27条の2 3項。
- (24) 金商法27条の9。記載事項は公開買付け届出書のそれとほぼ同内容である。
- (25) 金商法27条の3 4項。
- (26) 金商法27条の10 11項。
- (27) 金商法27条の13 1項。
- (28) 金商法27条の13 1項・2項。
- (29) 金商法27条の13 4項。

### III 敵対的買収と買収防衛

#### 1 買収のメリット

企業買収の件数が近年増加している。その理由は、買収に以下のメリットがあるとされているからである。①買収による経営統合が新たな経済的価値（シナジー効果）をもたらす。②他者の所得が移転されることで買収当事者が利益を得る。③事業の拡大や再編を短期間で実現するためには、自らが設備投資や従業員の新規採用等をするよりも他の企業を買収したほうがコスト



の点で安価である<sup>(1)</sup>。以上から、買収の目的は企業の事業拡大や再編を短期間に実現することで「企業価値」を最大化する点にあるといえよう。

## 2 敵対的買収

「敵対的買収」とは経営者の賛同を得られない買収をいう。換言すれば、取締役会が反対している公開買付けを敵対的買収<sup>(2)(3)</sup>という。これにたいし、経営者の賛同するそれを「友好的買収」という<sup>(4)</sup>。公開買付けはこれまであまりなされてきておらず、なされたものの大部分は友好的買収であった<sup>(5)</sup>。しかし、最近では敵対的買収が急増している。

## 3 買収防衛

買収者の目的が「企業価値」<sup>(6)</sup>をき損することが明らかな場合、経営者は買収を阻止しなければならない<sup>(7)</sup>。しかし実際には、「企業価値のき損」に該当するケースは必ずしも明らかでない。このことから、経営者が当該き損の名のもとに自己の保身をはかるために買収防衛策（以下、防衛策）を導入することも考えられる。そこで、経営者の採用する防衛策の妥当性が問題とされる。以下では、ニッポン放送事件最高裁決定以後、取締役会の決定した防衛策に関する事項につき言及した最近の裁判例である①ニレコ事件決定、②夢真ホールディングス事件決定、③ブルドックソース事件決定について概観する。上記①はいわゆる「平時」に、上記②・上記③はいわゆる「有事」<sup>(10)</sup>にそれぞれ防衛策が導入されたケースである。

(注)

- (1) 詳細は、落合誠一編著・わが国 M&A の課題と展望15頁以下（商事法務 平成18年）参照。
- (2) 「公開買付け」は、イギリスでは“Take Over Bid”とされる。このことから、「敵対的買収」を「敵対的 TOB」と称されることがある。なお、アメリカでは“Tender Offer”とされる。アメリカにおける公開買付けについては、黒沼・アメリカ証券取引法〔第2版〕179頁以下（弘文堂 平成16年）参照。

- (3) 王子製紙が北越製紙に「敵対的TOB」をかけたことから（日下部真治「王子製紙対北越製紙」判例タイムズ1259号84頁（平成20年）参照）、「王子製紙の社員の子供がお父さんの会社は悪いことをしているの」と聞いたという（日本経済新聞平成18年8月8日朝刊17頁「一目均衡」）。このように、「敵対的買収」という言葉からはその真意が理解されにくい。そこで、龍田教授はこれを「競争的買収」とされる（ロング・インタビュー「国谷史朗弁護士に聞く」ビジネス法務2006年3月号61頁）。
- (4) 龍田教授は「友好的買収」を「妥協的買収」とされる（ロング・インタビュー・前掲注（3）61頁）。なお、「敵対的買収（hostile TOB）」あるいは「友好的買収（friendly TOB）」に該当しない「非友好的買収（unfriendly TOB）」もあるとされる（武井一造＝太田洋＝中山龍太郎編著・企業買収防衛戦略7頁（商事法務 平成17年））。
- (5) 河本＝大武・125頁。
- (6) 企業価値報告書・28頁は「企業価値」をつぎのようにいう。「企業価値とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう。換言すると、会社が生み出す将来の収益の合計のことであり、株主に帰属する株主価値とステークホルダーなどに帰属する価値に分配される。企業価値は将来の値の予測値であり、将来の様々な要因によって容易に変化する。したがって、これを正確に測定することは難しい。」
- (7) 取締役の義務である（法330条・民法644条）。
- (8) この意味につき、牛島信「買収防衛策の濫用にいう『自己』保身とは？」金融商事判例1271号1頁（平成19年）参照。
- (9) 詳細は拙稿・266頁以下参照。
- (10) 平時とは「特定の敵対的買収者が登場する以前」、有事とは「実際に敵対的買収者が登場した場合」と一般に理解されている（神田「買収防衛と監査役」監査役531号3頁（平成19年））。なお、藤原俊雄「敵対的企業買収対策としての新株予約権の発行（3）」民法法情報234号18頁（平成18年）参照。

## IV 裁判例

### 1 ニレコ事件決定

（事案の概要）

株式会社ニレコ（以下、Y）は、オートメーション装置の製造等を主たる事業とする。The SFP Value Realization Master Fund Ltd.（以下、X）は、Yの発行済株式数の約2.85パーセントを保有する投資ファンドである。Xは、平成17年3月14日のY取締役会決議に基づいてなされた新株予約権の

発行は著しく不公正な方法によるものである等として当該新株予約権発行の仮差止めを求めた。なお、当該新株予約権発行の要項は大要以下のようであった。①新株予約権発行の目的：濫用的な買収を防止し、企業価値の最大化を達成する。②割当日及び割当方法：平成17年3月31日最終の株主名簿又は実質株主名簿に記載又は記録された株主にたいし、その所有株式1株につき2個の割合で新株予約権を割り当てる。③発行する新株予約権の総数：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。④各新株予約権の発行価額：無償とする。⑤新株予約権の発行日：平成17年6月16日。⑥各新株予約権の行使の際に払込みをなすべき額：1円とする。⑦新株予約権の行使期間：平成17年6月16日から平成20年6月16日までとする。⑧新株予約権の行使条件：(イ)上記⑦の期間中に手続開始要件が満たされている新株予約権者。(ロ)当該要件は特定株式保有者の存在をY取締役会が認識して公表したことをいう。(ハ)特定株式保有者とは、公開買付者等がYの発行済議決権付株式総数の20パーセント以上を保有する場合の当該保有者をいう。(ニ)新株予約権の行使は、当該予約権の割当てを受けた者がその割当てを受けた当該予約権についてのみ行える。⑨新株予約権の消却事由及び消却の条件：手続開始要件成就までの間にY取締役会が企業価値の最大化のために必要があると認めるときは、Y取締役会の決議をもって新株予約権の発行日以降において取締役会の定める日に、新株予約権の全部を一斉に無償で消却することができる。⑩新株予約権の譲渡制限：新株予約権の譲渡について、Y取締役会は譲渡の承認を行わない。なお、Y取締役会は、本件新株予約権の消去等の是非について判断する際の指針として、平成17年3月14日付け新株予約権の消却等に関するガイドラインを定めた。同ガイドラインは、同年5月20日開催の取締役会で改正されている。

(1) 原審決定（東京地決平成17年6月1日<sup>(1)</sup>）

以下の三点を満たせば取締役会の決定した新株予約権の発行は許容されるが、Yはそれを満たしていないとしてXの申立てを認めた。①新株予約

権が株主総会の判断により消却が可能なものとなっているなど、事前の対抗策としての新株予約権発行に株主総会の意思が反映される仕組みになっていること。②新株予約権の行使条件の成就が取締役会による緊急避難的措置が許容される場合、すなわち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になっていること。③新株予約権の発行が買収とは無関係の株主に不測の損害を与えるものではないこと。

- (2) 原審異議決定（東京地決平成17年6月9日<sup>(2)</sup>）

原審決定とほぼ同様の理由で原審決定を維持した。

- (3) 保全抗告決定（東京地決平成17年6月15日<sup>(3)</sup>）

保全抗告決定も原審異議決定を維持した。本決定は、原審決定（上記(1)の③）に焦点をあててつぎのように説示した。「本件新株予約権は、前記認定のとおり、平成17年3月31日時点の株主に対して無償で1株につき2個を割り当て、新株予約権の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株を取得することができる権利であり、株式分割と同様に会社資産に増加がないのに発行済株式総数だけが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の株式の価額は、理論的にはその時点で時価の3分の1程度に下落する可能性が存在する。……そうすると上記のような不安定要因を抱えたY株式は投資対象としての魅力に欠ける、買い意欲をそそられない株式となり、購入を手控える傾向が高まるものと考えられ、その結果、当該株式の株価が長期にわたって低迷する可能性の高いことが想定されることである。そして、そのことは、新株予約権を取得した既存株主にとっても、株価値下がり危険のほか、長期にわたってキャピタルゲインを獲得する機会を失うという危険を負担するものであり、このような不利益は、本件新株予約権の発行がなければ生じ得なかったであろう不測の損害というべきである。」

## 2 夢真ホールディングス事件決定

### (事案の概要)

日本技術開発株式会社（以下、Y）は、建設コンサルタントを業とする。株式会社夢真ホールディングス（以下、X）は、有価証券の保有、売買、投資および運用業務などを目的とする。Xは、平成17年7月21日の時点でYの発行済株式総数の約6.83パーセントを保有するに至りYの筆頭株主となった。Xは同月7日、Yに業務提携を申し入れた。Yは翌日の8日に「大規模買付ルール」を導入し、同ルールが遵守されなかった場合には大規模買付け行為に対抗するために株式分割等をおこなう場合がある旨を明らかにした。Xは同月11日、1株550円でY株式の公開買付けをおこなう旨を取締役会で決定した。これにたいしYはXに「大規模買付ルール」に従うとする意向表明書の提出を要請したが、Xは同月15日にこれを拒否した。そこでYは、同月18日に普通株式1株を5株に分割する旨を取締役会で決定した。そこでXは同月20日、買付期間が同日から8月12日までで買付価格を1株110円とする公開買付けを開始した。Xは、株式分割を行なうとする7月18日になされたY取締役会決議には法令違反等<sup>(4)</sup>があるとして株式分割の仮差止めを求めた。

決定（東京地決平成17年7月29日）

本決定は、Xの申立てを却下した。決定理由のなかで、公開買付けにたいする防衛策が許容される基準についてつぎのように説示した。「企業の経営支配権の争いがある場合に、現経営者と敵対的買収者のいずれに経営を委ねるべきかの判断は、株主によってされるべきであるところ、取締役会は、株主が適切にこの判断を行うことができるよう、必要な情報を提供し、かつ、相当な考慮期間を確保するためにその権限を行使することが許されるといえる。したがって、経営支配権を争う敵対的買収者が現われた場合において、取締役会において、当該敵対的買収者に対し事業計画の提案と検討期間の設定を求め、当該買収者と協議してその事業計画の検討を行い、取締役会としての意見を表明するとともに、株主に対し代替案を提示することは、提出を

求める資料の内容と検討期間が合理的なものである限り、取締役会にとってその権限を濫用するものとはいえない。」

### 3 ブルドックスソース事件決定

#### (事案の概要)

本件原告人（債権者・原審原告人）であるスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド（オフショア）エル・ピー（以下、X）とその関連法人は、日本企業への投資を目的とする。X等は、平成19年5月18日の時点で本件被告（債務者・原審被告）であるブルドックスソース株式会社（以下、Y）の発行済株式総数の10.25パーセントを保有していた。Yは、東京証券取引所市場第2部に上場するソース等の製造および販売等を主たる事業とする会社である。Xは、平成19年5月18日にYの発行済株式のすべてを取得する目的で株式公開買付け（以下、本件公開買付け）を行なう旨の公告をし、同日に公開買付け届出書を関東財務局長へ提出した。当初、本件公開買付けの買付け期間は同日から6月28日まで、買付け価格は1株1584円とされていた。しかしその後の6月15日に、買付け期間が8月10日まで、買付け価格も1株1700円に引き上げられた。

Yは、5月25日にXにたいする質問事項を記載した意見表明報告書を関東財務局長に提出した。これを受けたXは、6月1日に対質問回答報告書（以下、本件回答報告書）を同財務局長に提出した。本件回答報告書には、Xが日本で会社を経営したことはなく現在のところYを自ら経営するつもりもないこと等が記載されていた。このため、6月7日にY取締役会は本件公開買付けがYの企業価値をき損し、Yの利益ひいては株主共同の利益を害するものと判断して本件公開買付けに反対する決議をした。Y取締役会は同日、本件公開買付けにたいする対応策として、①一定の新株予約権無償割当てに関する事項を株主総会の特別決議事項とする等を内容とする定款変更議案（以下、本件定款変更議案）、および②これが可決されることを条件として、新

株予約権無償割当ての実施を内容とする議案（以下、本件議案）を6月24日開催予定の定時株主総会（以下、本件総会）に付議することを決定した。

本件総会における本件定款変更議案および本件議案は、いずれも出席した株主の議決権の約88.7パーセント、議決権総数の約83.4パーセントの賛成により可決された。なお、本件総会で可決された新株予約権の無償割当て（以下、当該新株予約権を「本件新株予約権」、その無償割当てを「本件新株予約権無償割当て」という）の概要（以下、本件取得条項）はつぎのとおりである。①基準日である7月10日現在の株主名簿上および実質株主名簿上の株主に、その有するY株式1株につき3個の割合で効力発生日が同月11日の本件新株予約権を割り当てる。②本件新株予約権の行使可能期間は9月1日から同月30日までとし、同予約権は1個につき払込金額1円で普通株式1株の交付を受ける。③Xは「非適格者」として、本件新株予約権を行使できない。④Yは、その取締役会が定める日（行使可能期間の初日より前の日）をもって本件新株予約権を取得し、その対価として同予約権1個につき当該取得日における割当て株式数の普通株式を交付することができる。一方、Xの有する本件新株予約権については対価として同予約権1個につき396円を交付できる。同金額は、本件公開買付けにおける当初の買い付け値の四分の一に相当する（以下、本件取得条項）。⑤譲渡による本件新株予約権の取得は、Y取締役会の承認を要する。

Y取締役会は、6月24日、本件議案の可決を受けて本件新株予約権無償割当ての要項を決議した。さらに、税法上の問題で「非適格者」であるXから本件取得条項に基づき本件新株予約権の取得が不可能と判断される場合であっても、本件新株予約権1個につき396円の支払いと引き換えに譲り受ける旨の決議をした。

Xは、大略以下を理由に本件新株予約権無償割当てを仮に差し止めることを求めた。①本件新株予約権無償割当ては株主平等の原則（法109条）に反し、法令に違反すること。②当該無償割当てはXの持株比率を大幅に希釈化

させることのみを目的とするもので著しく不公正な発行にあたり、法247条が類推適用される。

(1) 原々審決定（東京地決平成19年6月28日<sup>(5)</sup>）

Xの申立てを却下した。

(2) 原審決定（東京地決平成19年7月9日<sup>(6)</sup>）

「Xは濫用的買収者であると認めるのが相当というべきである」として、原々審の決定を維持した。

(3) 最高裁決定（最高裁決平成19年8月7日<sup>(7)</sup>）

以下のように説示して原審の決定を維持した。

① 本件新株予約権の内容は株主平等の原則に違反しない。

「法109条1項は、株式会社（以下「会社」という。）は株主をその有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱わなければならないとして、株主平等の原則を定めている。新株予約権無償割当てが新株予約権者の差別的な取扱いを内容とするものであっても、これは株式の内容等に直接関係するものではないから、直ちに株主平等の原則に反するということはできない。しかし、株主は、株主としての資格に基づいて新株予約権の割当てを受けるところ、法278条2項は、株主に割り当てる新株予約権の内容及び数又はその算定方法についての定めは、株主の有する株式の数に応じて新株予約権を割り当てることを内容とするものでなければならないと規定するなど、株主に割り当てる新株予約権の内容が同一であることを前提としているものと解されるのであって、法109条1項に定める株主平等の原則の趣旨は、新株予約権無償割当ての場合についても及ぶというべきである。」「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展が阻害されるおそれが生ずるなど、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることとなるような場合に、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、



これを直ちに同原則の趣旨に反するものということとはできない。そして、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、株主総会の手続きが適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在しなかったり、虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである。」

② 本件新株予約権無償割当は不公正な発行にあたらぬ。

「確かに、会社の経営支配権の取得を目的とする買収が行われる場合に備えて、対応策を講ずるとしてどのような対応策を採用するかについては、そのような事態が生ずるより前の段階で、あらかじめ定めておくことが、株主、投資家、買収、をしようとする者等の関係者の予見可能性を高めることになり、現にそのような定めをする事例が増加していることがうかがわれる。しかし、事前の定めがされていないからといって、そのことだけで、経営支配権の取得を目的とする買収が開始された時点において対応策を講ずることが許容されないものではない。本件新株予約権無償割当では、突然本件公開買付けが実行され、原告人による相手方の経営支配権の取得の可能性が現に生じたため、株主総会において相手方の企業価値き損を防ぎ、相手方の利益ひいては株主の共同の利益の侵害を防ぐためには多額の支出をしてもこれを採用する必要があると判断されて行われたものであり、緊急の事態に対処するための措置であること、前記のとおり、原告人関係者に割り当てられた本件新株予約権に対してはその価値に見合う対価が支払われることも考慮すれば、対応策が事前に定められ、それが示されていなかったからといって、本件新株予約権無償割当てを著しく不公正な方法によるものということとはできない。」

(注)

- (1) 判例**タイムズ**1186号274頁(平成17年)。
- (2) 判例**タイムズ**前掲注(1)265頁。
- (3) 判例**タイムズ**前掲注(1)254頁。
- (4) 判例時報1909号87頁(平成18年)。
- (5) 金融商事判例1270号12頁(平成19年)。
- (6) 金融商事判例1271号17頁(平成19年)。
- (7) 民集61巻5号2215頁。