

### 3-3-3 新株予約権の有利発行：続き

#### 裁判例の紹介

- ・ 百選28：第三者割当方法による募集新株予約権の有利発行該当性が問題  
裁判所：新株予約権自体の価値を測定し、それを基準に、現実に発行されようとしている募集新株予約権が特に有利なものかどうかを判断するという枠組みを採用  
→取締役会の決定により取得できる旨の取得条項が付されている＝どう評価？  
→発行会社（Y社）：行使期間の初日に会社が募集新株予約権を取得することを前提  
    ←→裁判所：このような前提は不合理であり採用できない  
        →前提を排除して価値を算定した結果、有利発行に該当すると判断  
        新株予約権の価値：150万円以上←→払込金額：9万1000円
- ・ 発行会社の主張：①合理的な取締役会であれば、既存株主の利益を考慮して行使期間の初日に取得条項を行使し、本件の募集新株予約権を行使できないようにする、②資金調達の必要があるから本件の募集新株予約権を発行した（＝新株予約権者に行使価額を払い込んでもらうことが前提）  
    →発行会社の主張（①②）は一貫していない：①の主張は採用できない  
    →学説の多くは本決定を妥当と評価

### 3-3-4 新株予約権の管理・譲渡・行使

#### 新株予約権の管理

- ・ 新株予約権を発行した日以後遅滞なく新株予約権原簿を作成（会249条）  
    →株主名簿に相当：新株予約権原簿を通じて新株予約権者を管理することを想定

#### 新株予約権の譲渡

- ・ 新株予約権は譲渡可能（会254条1項）  
    →原則として当事者の意思表示のみで譲渡の効力が発生  
    →但し、新株予約権証券を発行する旨の定めのある新株予約権：証券の交付がなければ譲渡の効力は生じない（会255条1項）
- ・ 譲渡の対抗要件（会社・会社以外の第三者）→原則：新株予約権を取得した者の氏名・名称および住所を新株予約権原簿に記載・記録（会257条1項）

#### <新株予約権の譲渡制限>

- ・ 新株予約権に譲渡制限を設けることも可能（会262条～266条）  
    →新株予約権の発行時に新株予約権の内容として定める（会236条1項6号）
- ・ 譲渡制限付き新株予約権の譲渡方法：基本的には株式の譲渡制限の場合と同じ（譲渡人または譲受人から会社に対する譲渡承認請求→株主総会または取締役会における譲渡の承認の判断→請求者に結果を通知）

- ・ 株式の譲渡制限の場合との重要な違い：会社が新株予約権の譲渡を承認しなかった場合でも、指定買受人の指定や会社による当該新株予約権の買取りを行う必要はない（会社法 140 条以下に対応する規定がない）

∴ 新株予約権の段階では投下資本の回収を保護する要請は大きくないため

#### 新株予約権の行使

- ・ 新株予約権者が行使期間内に新株予約権を行使→新株予約権発行会社の株式を取得
- ・ 新株予約権の行使：会社に対し、当該行使に係る新株予約権の内容および数、権利行使日を明らかにしてする（会 280 条 1 項）
  - ・ 金銭が新株予約権の行使に際してする出資の目的：行使にあたり金銭の払込みの手続が必要→権利行使日に、会社の定めた銀行等の払込みの取扱いの場所において、当該新株予約権に係る行使価額の全額を払い込む（会 281 条 1 項）。
  - ・ 金銭以外の財産が出資の目的：原則として検査役の調査が必要（会 284 条）
- ・ 新株予約権の行使条件に違反する新株予約権の行使が新株発行の無効事由となるか？
- ・ 百選 29：会社が取締役に対してストック・オプションとして新株予約権を発行  
→行使条件：当該会社が日本国内の証券取引所等に上場後 6 か月を経過するまで新株予約権を行使できないという上場条件が存在  
→新株予約権の発行後に取締役会決議をもって上場条件を撤廃し、新株予約権を行使  
最高裁：本件新株発行を無効と判断
  - 1 新株予約権の発行後に上場条件を変更（撤廃）した本件の取締役会決議  
→明示的な委任もなければ細目的な変更にあたるとみる余地もないから無効  
→本件新株発行は行使条件に違反した新株予約権の行使に基づくものである
  - 2 非公開会社においては、行使条件に違反した新株予約権の行使に基づく新株発行は、既存株主の持株比率に影響を与える点で、株主総会の特別決議を欠く新株発行と同様に無効である  
→本件新株発行は無効
- ・ 本判決の意義と射程：行使条件に違反する新株予約権の行使に基づく新株発行を無効とする点で意義が認められるが、その射程はあくまで射程は非公開会社に限られる

### 3-3-5 新株予約権の発行の瑕疵

#### 効力発生前の措置－差止め

- ・ 株主は募集新株予約権の発行差止請求権を行使可能（会 247 条）  
要件：募集株式の発行等の差止請求権と基本的に同じ→次の 2 つの要件
  - ・ 法令・定款違反（同条 1 号）又は著しく不公正な方法による場合（同条 2 号）
  - ・ 募集新株予約権の発行により株主が不利益を受けるおそれがあること
- ・ 募集新株予約権の発行の場面を想定して規定

→ただし、募集の手続によらない新株予約権の無償割当などの場合であっても、株主保護のため必要な場合には類推適用は可能（百選100）

- ・ 募集株式の発行等の差止請求権との相違点：次の2点に注意する必要
  - ・ 法令違反の典型例：有利発行に該当＋株主総会の特別決議を欠く
    - 有利発行該当性の判断：オプション評価理論に基づき新株予約権自体の価値を測定し、それを基準に募集新株予約権が特に有利なものかどうかを判断
    - オプション評価理論に基づく新株予約権の価値算定という手続が必要
      - ・ 有利発行該当性の判断には高度な専門的知識が必要
      - ・ 発行会社が恣意的にその価値を低く見積もることが可能になる余地あり
    - 有利発行規制が十分に機能しない可能性が募集株式の発行等の場面よりも高い
  - ・ 募集新株予約権の発行は資金調達を目的とするとは限らない
    - 資金調達目的以外の何らかの目的を達成しようという意図があることが多い
    - 不公正発行該当性の判断：発行目的の正当性を資金調達目的の有無のみをもって適切に判断することは難しい
    - 従来の主要目的ルールの判断枠組みを変えていく必要

#### ＜募集新株予約権の不公正発行：総論＞

- ・ 募集新株予約権の発行：敵対的買収の場面における買収防衛策としての利用が多い
  - 買収防衛策としての募集新株予約権の不公正発行該当性の判断枠組みが問題
  - =買収防衛策がどこまで許容されるべきかをめぐる判例・学説上の議論を確認
  - 主要目的ルールの判断枠組みがどのように変遷を遂げつつあるのかを確認
- ・ 敵対的買収：買収対象会社の経営者（≒取締役会）の賛同を得ていない買収
  - 買収対象会社の経営者にとって敵対的な買収であり、必ずしも買収対象会社やその株主に害をもたらす買収というわけではない（平均で見れば企業価値はむしろ増加）
  - 敵対的買収が買収対象会社・株主の利益になる可能性は十分にある
    - ・ 敵対的買収によって無能な経営者が優秀な経営者に代わり企業価値が高まる
    - ・ 敵対的買収の潜在的な可能性自体が経営者に規律づけを与える

#### ＜募集新株予約権の不公正発行：百選99〔ニッポン放送事件〕＞

- ・ 百選99事件（ニッポン放送事件）：Z社（フジテレビ）によるY社（ニッポン放送）の完全子会社化がまさに行われようとしている場面において、X社（ライブドア）がY社の株式を買い占め、自社とZ社・Y社との業務提携を提案
  - Z社・Y社はX社の提案を拒否し、X社による株式買占めに対抗するため、Y社の取締役会が、Z社に対して大量の新株予約権を発行しようとした（→X社による買収を阻止するため、Z社の持株比率を大幅に高める効果を有した）
  - X社は、Y社によるZ社への新株予約権の発行は不公正発行に該当するとして、会社

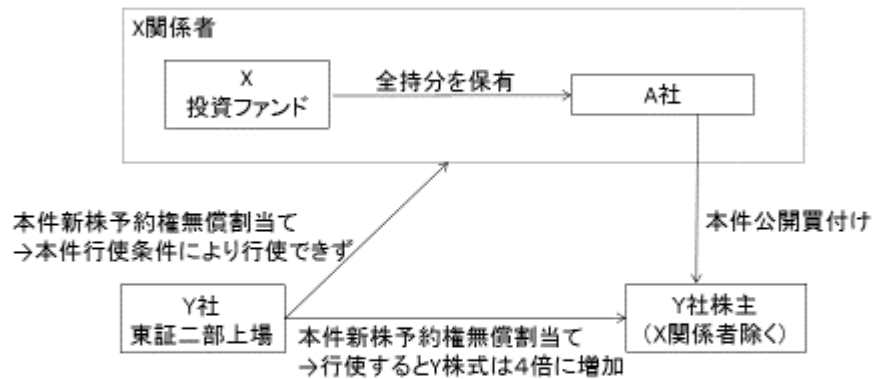
法247条2号に基づき発行差止めの申立てた

↓

- ・ 裁判所：従来の判例法理である主要目的ルールの判断枠組みを基本的には踏襲  
→本件新株予約権の発行はZ社によるY社の経営支配権確保を主要な目的とする<sup>1</sup>  
→従来の主要目的ルールの判断枠組み：以上の判示内容に基づき本件の新株予約権の  
発行は差し止められることになる  
→もっとも、主要目的ルールに例外を認める：株主全体の利益保護という観点から新株  
予約権の発行を正当化する特段の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  
→ただし、本決定は例外に該当する場合をかなり狭いものと理解している：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立証した場合  
→取締役会限りの判断で会社支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権を  
発  
行する場合には、当該発行は通常は不公正発行に該当することになるという厳しい  
姿勢を示す（結論：不公正発行に該当するとして差止めを求めた）
- ・ 百選99決定の特徴①：現に会社支配権に争いが生じている場面において、会社支配権  
の維持・確保を目的とした新株予約権の発行がされた場合であっても、それだけで常に  
不公正発行に該当することになるわけではない  
→株主全体の利益保護の観点から一定の要件を満たした場合には、「特段の事情」があ  
るものとして、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する余地を認めた
- ・ 百選99決定の特徴②：裁判所は「特段の事情」をかなり狭く解している  
→取締役会限りの判断で、買収防衛策として会社支配権の維持・確保を目的とした新株  
予約権の発行がされた場合、当該新株予約権の発行は通常は不公正発行に該当する

＜募集新株予約権の不公正発行：百選100〔ブルドックソース事件〕＞

<sup>1</sup> 「株式の敵対的買取を行って経営支配権を争うX社等の持株比率を低下させ、現経営者を支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主であるZ社によるY社の経営支配権確保を主要な目的とするものであることは明白である」と判示した。



- ・ 百選100事件（ブルドックソース事件）：X（外国の投資ファンド）による敵対的買収に対抗して、買収対象会社であるY社（ブルドックソース社）が、買収防衛策として新株予約権を株主に無償で割り当てようとしたという事案

→本件の新株予約権の無償割当て：敵対的な買収者である X 及びその関係者（A 社）  
に

ついても、それらが保有する Y 社株式の数に応じて平等に割り当てられたが、X 及びその関係者は、割り当てられた新株予約権を行使することができない（非適格者）

→その代わりに、X 及びその関係者に割り当てられた新株予約権については、Y 社が金銭を対価として取得する（取得価格：X による Y 社株式の買取価格）

→Xは、本件の新株予約権の無償割当ては、株主平等原則に反する又は不公正発行に該当すると主張して、その差止めを求めた

〔本件の新株予約権の無償割当て（買収防衛策）の特徴〕

- ・ 本件の新株予約権の無償割当ては、Xの持株比率を大幅に低下させるものではあったが、Xに経済的損失を与えるものではなかった
- ・ 本件の新株予約権の無償割当ては、会社法上は取締役会限りの判断で発行することができたが（会278条3項）、Y社では、株主総会の特別決議による承認を得た上で、無償割当てを実施した

↓

- ・ 最高裁：差別的な行使条件の付された新株予約権の無償割当てにも、株主平等原則（会社法第109条1項）の趣旨は及ぶ

→①会社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で（＊）、かつ、

②差別的な取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない場合

\*①の場合に当たるかどうかは会社の利益の帰属主体である株主自身により判断  
されるべきと指摘

→差別的な取り扱いをしても株主平等原則の趣旨に反しないとの判断枠組みを採用

→本件の新株予約権の無償割当て：株主平等原則の趣旨に反しない

- ・ ①の要件：株主総会においてX関係者以外の株主のほとんどが賛成し、手続に重

大な瑕疵があるとも認められない→その判断が尊重されるべき

- ・ ②の要件：X関係者に経済的補償がなされている→当該取扱いが相当性を欠くともいえない

→その上で、本件の新株予約権の無償割当て：不公正発行にも該当しない<sup>2</sup>

（その判断枠組みは、株主平等原則違反についての判断枠組みとほぼ同じ）

- ・ 買収防衛策である本件の新株予約権の無償割当ては、株主総会においてY社ひいては株主の共同の利益の侵害を防ぐために必要があると判断されて行われた
  - ・ X関係者に割り当てられた本件の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（＝経済的補償あり）
- ・ 百選100決定（ブルドックスソース事件決定）により、買収防衛策としての新株予約権の無償割当てが株主総会の承認を得て行われた場合、買収防衛策の適法性の判断はかなり緩やかに認められることが明らかとなった
- 最高裁は、少なくとも買収者以外のほとんどの株主の賛同を得た上で行われた買収防衛策としての新株予約権の無償割当ては、当該無償割当てにより不利益を被る買収者に経済的な補償を与える限りは、株主平等原則に反するものでも不公正発行に該当するものでもないと判断
- ・ 百選100決定（ブルドックスソース事件決定）の判断枠組み：
- 同じく買収防衛策の有効性が争われた事件でも、株主総会の承認を得ないで取締役会限りの判断で行われた百選99決定（ニッポン放送事件決定）の判断枠組みとは一見すると対照的！
- 買収防衛策の有効性をめぐるこのような裁判所の姿勢の違い：買収防衛策の導入・発動に当たり、買収対象会社の株主総会における株主の判断を経ているか否かといった事情の違いに主として起因するものと推察される
- 裁判所は、買収防衛策の有効性を判断するに当たり、当該買収防衛策の導入・発動が株主総会における株主の判断を経た上で行われるものか、それとも取締役会限りの判断で行われるものかという点を重視している
- ・ 株主総会の承認を得た上で買収防衛策が導入：緩やかな（買収防衛策の差止めを認めにくい）基準を採用

<sup>2</sup> 百選100決定は、不公正発行該当性に関して、「本件新株予約権無償割当ては、突然本件公開買付けが実行され、XによるY社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Y社の企業価値の毀損を防ぎ、Y社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、X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」と判示した。

- ・ 取締役会限りの判断で買収防衛策が導入：厳格な（買収防衛策の差止めをある程度認めやすい）基準を採用
  - ・ ブルドックスソース事件決定（百選 100）とニッポン放送事件決定（百選 99）：
    - 一見すると対照的な判断をしたかのようにも思われるが…
    - いずれの決定においても、買収防衛策の導入・発動に当たっては買収対象会社の（株主総会における）株主の判断を問うべきであるという価値判断がその背後にあると考  
えられるという点では、共通するものといえる
    - 中立・公正な立場にあるとはいえない買収対象会社の取締役会に、敵対的買収に対する自由な拒否権を与えるべきではない
- \*参考文献：『会社法判例の読み方』項目 11（以上の判例法理の整理、分析・検討）