

新株予約権を敵対的企業買収の防御策として発行することの可否

家 田 崇

- 一、問題の所在
- 二、アメリカにおけるポイズン・ピル
 - I. 概説
 - II. ポイズン・ピルの開発経緯
 - 1. 株式型ポイズン・ピル
 - 2. 権利型ポイズン・ピルの登場
 - 3. 制限的フリップ・イン条項の開発
 - III. ポイズン・ピルをめぐる判例法の展開
 - 1. フリップ・オーバー型のポイズン・ピルを容認する判決
 - 2. 権利行使制限型フリップ・インと脅威的な買収にかかわる基準の提示
 - 3. デッドハンド・ポイズン・ピルの否認
 - IV. 企業買収法理におけるポイズン・ピルの位置づけ
 - V. 小括
- 三、ポイズン・ピルとしての新株予約権の利用
 - I. 新株予約権の法的性質
 - II. 新株予約権の有利条件発行
 - 1. 発行価額に関する基準
 - 2. 発行価額以外の条件に関する基準
 - III. 新株予約権の不公正発行
 - 1. 新株予約権の不公正発行の射程
 - 2. 新株予約権の発行と支配権維持目的
 - 3. 新株予約権の発行と資金調達目的
 - 4. リアル・オプション理論
 - 5. 主要目的ルール適用の可否
- 四、結 論

一、問題の所在

商法平成13年度第2改正¹⁾によって、新株予約権の制度が創設された(商法280条の19第1項)。これを契機として、新株予約権を敵対的企業買収の予防

策として活用しようとする要望が提唱されている²⁾。

新株予約権の発行による敵対的企業買収の防御策として、以下の2つの手法が挙げられる。第1の手法として、敵対的企業買収の対抗措置として新株予約権を発行することがある。会社に対して敵対的な株式公開買付がかけられた場合に、その会社が新株予約権を発行することによって対抗する手法である。この場合、第3者に対して新株予約権の発行する方法や、一定の持株比率を有するものは予約権を行使できないとする条件を付して、新株予約権を株主に割当てるなどの方法が考えられる。

第2の手法として、敵対的企業買収の予防措置として新株予約権を発行することがある。会社が、あらかじめ新株予約権を発行しておき、敵対的な買収が行われた場合に、予約権を行使してもらう。買収者は、公開買付で対象会社の支配株式を取得したとしても、予約権の行使によって持株比率が低下してしまう。結局、買収者は、当該会社を対象とした買収を断念する、もしくは、当該会社を対象とした買収をはじめから計画しない。このような敵対的企業買収の予防策としての新株予約権の発行する場合には、新株予約権を第3者に発行する方法や、買収者の持株比率のみが低下する条項を付して、新株予約権を既存の株主に割当てる方法が用いられる。

本稿は、新株予約権を敵対的企業買収の防御策として発行することが可能か否かを検討する。まず、アメリカ合衆国の状況を概観する(二)。アメリカでは、新株を購入する権利を用いた敵対的企業買収の防御策が活用されており、ポイズン・ピルまたは株

1) 改正に至る過程については、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18頁(2002年)。

2) 神田秀樹=武井一浩編著『新しい株式制度』(有斐閣・2002年)201-202頁〔武井・清水執筆〕、大塚章男「株式制度に関する商法改正の企業買収防衛策としての活用」商事法務1618号26ページ(2002年)。

主ライツ・プランと呼ばれている。これらの手法が、敵対的企業買収の防御策としてどのように開発されたかを確認し、これに対する判例の対応を概観する。

次に、わが国において、新株予約権を敵対的企業買収の防御策として発行することは許容されるかを検討する(三)。商法では、新株予約権を第3者に有利な条件で発行³⁾するには、株主総会の特別決議による承認を必要としている(280条の21第1項)。また、新株予約権が、著しく不公正に発行された場合には、新株の発行と同様に、その差止めが認められている(280条の39、280条の10)。この2点が、新株予約権を敵対的企業買収の防御策として発行する場合に、問題となりうる。なお、不公正な新株予約権の発行に該当するか否かを検討する際には、新株予約権の発行と会社支配権維持目的および資金調達目的との関連が問題となり、いわゆる主要目的ルールが新株予約権についても適用されるかが問題となる。

これら検討を通じた結論として、本稿では、新株予約権を敵対的企業買収の予防策として発行することについて慎重な解釈が成り立ちうることを提示する(四)。

二. アメリカにおけるポイズン・-pill

I. 概説

アメリカでは、敵対的企業買収の防御策として株主に株式購入権を付与する手法が用いられており、俗称としてポイズン・pill (poison pill) と呼ばれている。この手法は、1982年にニューヨークの Wachtell, Lipton, Rosen & Katz 弁護士事務所によって開発されたとされている⁴⁾。アメリカの公開会社は、ポイズン・pill を企業買収の防御手段として幅広く利用している⁵⁾。

ポイズン・pill のうち、株式購入権を優先株式などの株式に添付して付与するタイプは株式型と呼ばれ、単に株式権利のみを付与するタイプは権利型⁶⁾と呼ばれる。

ポイズン・pill には、敵対的企業買収を妨げることを目的として、さまざまな条項が設定されている⁷⁾。まず、株式を購入する権利に関する条項として、①フリップ・オーバー条項および②フリップ・イン条項がある。さらに、敵対的企業買収を効果的に予防する条項として、③トリガー条項、④権利行使制限条項、⑤消却条項、が設けられている。

このうち、①のフリップ・オーバー条項では、発行会社を消滅会社とする合併が行われる場合に、権利保有者は存続会社の株式を有利な価格で購入でき

3) 以下、本稿では280条の20にいう新株予約権の発行を「新株予約権の有利条件発行」とよぶ。280条の20にいう新株予約権の発行は、「新株予約権の有利発行」と呼ばれることが一般的であろうが、同条1項で特別決議を必要としている事項は、新株予約権の発行価額に限定されていないことに着目し、新株の有利発行との峻別を意識するうえでも、上記用語を用いることにする。

4) 江頭憲治郎ほか「新株予約権・種類株式をめぐる実務対応(上)」商事法務1628号6頁、29頁〔武井発言〕(2002年)、See, Ronald J. Gilson & Bernard S. Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, p. 741 (2d ed. 1995). Wachtel, Lipton, Rosen & Katz 法律事務所の創立パートナーである Martin Lipton 弁護士がポイズン・pill の案出者される。マーティン・リプトン(手塚裕之ほか訳)「ポイズン・pill、投票、そして教授達—再論(上)」商事法務1641号70頁(2002年)、訳者前書き参照。これは2002年2月8-9日にシカゴ大学ロー・レビューの主催で開催された“Management and Control of the Modern Business Corporation”と題するシンポジウムにおける Lipton 弁護士の公演原稿の邦訳である。Lipton 弁護士の原文については、See, Martin Lipton, *Pills, Polls, and Professors Redux*, 69 U Chi L Rev. 1037 (2002)。

5) 1999年には、1900の米国企業がポイズン・pill を採用しているとの指摘がある。大塚・前掲注2)31頁、注(24)および同注で掲げた文献参照。

6) 権利型のポイズン・pill の別名として、株主ライツ・プラン (shareholder rights plan) が用いられる。

7) ポイズン・pill の条項については、See, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, *The Share Purchase Rights Plans* (1984), reprinted. Gilson & Black, *supra* note 4, 741-751.

ると規定し、②のフリップ・イン条項では、権利保有者は発行会社の株式を有利な行使価格で購入できると規定する。このフリップ・インが実行可能となる条件については、③のトリガー条項に定められている。トリガー条項では、フリップ・インが実行可能となる条件として、発行会社株式の一定割合を対象とした株式公開買付が開始されることや、発行会社株式の一定割合が1人または1グループに保有されることなどを規定する。また、④の権利行使制限条項は、発行済株式の一定割合を保有している者について、フリップ・イン条項に基づいて新株を購入する権利が行使できないと定めている。この条項によって、ポイズン・ピルは敵対的な企業買収を阻止する効力を持つ。⑤の消却条項は、取締役会の決議によって株式購入権を会社が廉価で買い戻すことができる旨を規定している。この条項の目的は、ポイズン・ピルによって友好的な企業買収が妨げられないようにすることにある。

II. ポイズン・ピルの開発経緯

1. 株式型ポイズン・ピル

ポイズン・ピルの起源は、株式への転換権が付与された証券、または、新株購入権（ワラント）に付加された希薄化防止条項にまでさかのぼる⁸⁾。発行会社の普通株式が合併などの理由によって消滅すると、株式転換権または新株購入権を行使することが不可能となる。これを解消することを目的として、フリップ・オーバー条項が開発された。前述のとおり、フリップ・オーバー条項は、発行会社が合併などによって消滅する場合に、証券保有者に存続会社の株式を優先的に購入できる権利を付すものである。

合併に際し、権利保有者が存続会社の株式を有利な条件で購入できることは、対象会社を消滅会社とする合併を阻止する機能を有する。この点が着目され、フリップ・オーバー条項は、敵対的企業買収の

対抗措置として活用されるようになった。これがポイズン・ピルの始まりといえよう。初期のポイズン・ピルでは、フリップ・オーバー条項を付した新株購入権を優先株式に添付して、株式配当として既存株主に頒布した。このような優先株式型のポイズン・ピルが、敵対的企業買収に関して効力を発揮した事例として、1983年のBrown-Forman Distiller Corporation (Brown-Forman 社) によるLenox, Inc. (Lenox 社) に対する買収⁹⁾がある。Brown-Forman 社がLenox 社に対して敵対的公開買付をかけた際に、Lenox 社経営陣は、株主に対して優先転換株式を配当として分配した。これによって、もし、Brown-Forman 社がLenox 社を消滅会社として合併を行うと、Lenox 社の優先転換株式の保有者は、フリップ・オーバーを実行し、存続会社の株式 (Brown-Forman 社の株式) を取得する。その結果として、Brown-Forman 社の支配権を有していたBrown一族 (Brown family) の同社に対する持株比率は62%からほぼ30%へと希釈される。ポイズン・ピルのこのような効果によって、Brown-Forman 社は、Lenox 社に対してよりよい買収条件を提示することになった。最終的には、一株90ドルの買収提案を提示し、Lenox 社は、これを受け入れ、ポイズン・ピルを撤回したいわれている⁹⁾。この買収劇を契機として、ポイズン・ピルは、敵対的企業買収の対抗措置として用いられることになった。

2. 権利型ポイズン・ピルの登場

優先株式型のポイズン・ピルは、対象会社の計算上、望ましくない状況を伴った。伝統的な法律上の資本規制 (old fashioned legal capital rules) は、新たな優先 (株) 権を発行する場合に、それに対応する表示資本 (stated capital) を必要としていた。このことから、株式型のポイズン・ピルを発行することによって会社の余剰資金を源泉とした将来の配当または自己株式の取得に制限が付されることになった¹⁰⁾。

このような会社計算上の不都合を解消することを

8) William J. Carney, Mergers and Acquisitions (2000), 263.

9) Brown-Forman Distiller Corporation によるLenox, Inc. に対する買収については、Carney supra note 8, 263-264, 柴田和史「ポイズンピル(-)」法学志林87巻4号77頁 (1990年)、79頁、92頁、注(11)参照。

10) Carney supra note 8, 264.

目的として、権利型のポイズン・ピルが開発された¹¹⁾。権利型のポイズン・ピルは、株式を購入できる権利 (stock purchase right¹²⁾) を普通株式の保有者に頒布する。権利行使価格は権利発行時の株価よりも高めに設定し、権利行使をしても直ちに利益を得ることのない状態 (アウト・オブ・マネー) で株式購入権を発行することで、発行時の株式購入権の現在価値は無価値と認識された¹³⁾。

権利型ポイズン・ピルは、会社の貸借対照表に影響を与えないとされたことから、対象会社経営陣は、企業買収の事前の予防策としてポイズン・ピルを活用することが可能となった。従来の優先株式型のポイズン・ピルにともなう会社財務上の不具合を受けることがなくなったことで、敵対的な公開買付をかけられる前に、予めポイズン・ピルを発行することができるようになったからである。

権利型のポイズン・ピルにおいては、株式購入権は普通株式に添付されており、原則として、株式と切り離して購入権のみを譲渡することはできないとされていた¹⁴⁾。このように、購入権を株式に添付することも、敵対的企業買収を予防する効果を持つ。買収者が、予め購入権のみを事前に買い集めることは不可能となるからである。ポイズン・ピルの初期形態では株式と株式購入権が一体であることを鑑みると、権利型のポイズン・ピルについても、従来のポイズン・ピルの利点を承継させようとする意図があり、株式購入権は普通株式に添付されたと考えられるのかもしれない。

注目すべき点は権利型のポイズン・ピルでは一定の誘発条件が満たされた場合に、株式購入権が株式と分離して流通すると規定されていたことであろう。誘発条件については、トリガー条項で定められており、フリップ・インの行使条件とほぼ共通している。一般的には、発行会社の普通株式の一定割合 (例えば30%) 以上を対象とした株式公開買付が開始された場合や、第3者が発行会社普通株式の一定割合 (例えば20%) 以上を取得した場合などと規定されている。このように一定の条件が満たされた場合に、購入権と株式が分離する機能は、消却不能条項と組み合わせられた場合には、より一層敵対的企業買収を阻止する。

ポイズン・ピルでは、通常、友好的な企業買収を妨げないように、会社は株式購入権を少額の対価で強制的に買戻すことができる消却条項¹⁵⁾が付されている。これに加えて、誘発事項が発生し、かつ会社が買戻しを決定しない場合には、以降、会社は株式購入権を買い戻すことができないとする条項 (消却不能条項) も付せられていた。消却不能条項は、買収者が会社支配権を取得したとしても、株式購入権を強制的に買戻すことを不可能とする機能を有する。このことから、買収者は持分の希薄化が余儀なくされることになる。消却不能条項を持つポイズン・ピルは、デッドハンド・ポイズン・ピルとよばれ、後の判例でその条項の効力が否定されることになる。

11) Carny supra note 8, 264. では、Crown Zellerback Corporation (Crown Zellerback 社) によって発行されたフリップ・オーバー型のポイズン・ピルを紹介している。このポイズン・ピルでは、当時約30ドルで取引されていた同社の普通株式を100ドルで購入される権利が株主に対して頒布された。なお、この購入権が行使できる条件として、同社の株式の20%が特定のものによって保有されること、または同社の株式の30%を対象とした株式公開買付が行われることが定められている。また、フリップ・オーバー条項として、買収者が同社との間で自己取引を行う場合または、買収者が同社を合併する場合には、買収会社の株式を市場価格の半値で購入できる旨が規定されている。

12) このように株主に対して株式を購入する権利を付与することから、ポイズン・ピルが株主ライツ・プランと呼ばれる所以となっている。

13) フリップ・オーバー型のポイズン・ピルが開発された当時は、まだブラック・ショールズ・モデルなどのオプション評価モデルは広く認識されていなかったことから、アウト・オブ・マネーの状態を持って株式優先取得権の価値はないと認識されていたものと推測できる。

14) Carnies supra note 8, 264. 柴田・前掲注8)80頁。

15) 消却条項は、株式型のポイズン・ピルにおいても付せられていた。柴田・前掲注8)80頁。

3. 制限的フリップ・イン条項の開発

株式型であれ権利型であれ、ポイズン・ピルのフリップ・オーバー条項や単純なフリップ・イン条項では、企業買収の第2段階である合併を防止することはできるが、株式取得による会社支配権の変動を防止できない。1985年のCrown Zellerback社を対象とした買収では、このような弱点が露呈された。買収の対象会社となったCrown Zellerback社は、権利型のポイズン・ピルを初めて用いた会社とされている¹⁶⁾。この買収において、買収者(Sir James Goldsmith)はCrown Zellerback社の発行済株式の51%を取得したにもかかわらず、対象会社の合併を行わなかった。対象会社を合併すると、フリップ・オーバー条項に基づいて、対象会社株主が買収会社の株式購入権を実行することになり¹⁷⁾、買収者の存続会社に対する持分が大幅に希釈されるからである。そこで、合併の代替策として、買収者の保有する株式を、対象会社が自己株式として取得し、その対価として対象会社が保有する資産の大半が買収者に譲渡されることになった¹⁸⁾。

そこで、敵対的な買収者による支配株式の取得を阻止する観点から、フリップ・オーバー条項の弱点を克服するポイズン・ピルが必要とされた。そこで、権利行使制限型フリップ・イン条項を持つポイズン・ピル(Discrimination and Flip-in pills¹⁹⁾)が開発された²⁰⁾。

そもそも、フリップ・イン条項は、発行会社株式の一定部分を対象とした公開買付が開始された場合、または買収者によって発行会社株式の一定割合が保

有された場合などを、契機として、発行会社の株式を有利な価格で購入できる権利を有すると規定するものであった²¹⁾。フリップ・インの当初の機能は、発行会社が存続会社となる合併を阻止することにあった。その点で、フリップ・オーバー条項によって発行会社が消滅会社となる合併を阻止する点と対を成し、敵対的な企業買収者による対象会社の合併を阻止する機能を担っていた。

単純なフリップ・イン条項は、株主に持株比率に応じて、発行会社の株式購入権を与えることから、買収者が支配株式を取得したとしても、その持株比率のみを希釈する機能はない。そこで、一定の持株割合の株式を保有する者は、株式購入権を行使できないとする条項(権利行使制限条項)を、フリップ・インに組み合わせた。この条項をフリップ・インに付することによって、敵対的な買収者が支配株式を取得したとしても、株式購入権保有者が権利を行使することによって、買収者の持分のみが希釈化されることになる。この権利行使制限型フリップ・インによって、ポイズン・ピルは支配株式の取得をも予防する機能を有することになった。

III. ポイズン・ピルをめぐる判例法の展開

1. フリップ・オーバー型のポイズン・ピルを容認する判決

アメリカでは、ポイズン・ピルをめぐる訴訟は、企業買収に関する防衛策にかかわる判例の一環として位置づけられる²²⁾。

16) 柴田・前掲注8)94頁、注(20)参照。

17) Crown Zellerback社のポイズン・ピルには、償還不能条項が付されており、買収者が対象会社の普通株式の20%を取得した時点で、株式購入権は償還不能となった。Leo Herzel and Richard W. Shepro, Bidder and Targets: Mergers and Acquisitions in the U.S., 78.

18) Carny supra note 8, 264-265.

19) Discrimination and Flip-inについては、差別的フリップ・インと呼ばれることが一般であるが、買収者のフリップ・イン権利行使を制限するという機能に着目し、本稿では、権利行使制限型フリップ・インと呼ぶことにする。

20) Lipton 弁護士は、制限的フリップ・イン条項を持つポイズン・ピルを「第2世代のポイズン・ピル(second generation pill)」と称する。See, Lucian Arye Bebchuk, The Case Against Board Veto in Corporate Takeover, 69 U. Chi. Law Rev. 973, 986 (2002).

21) フリップ・インの当初の機能は、発行会社が存続会社となる合併を阻止することにあった。Moran事件以降は、とくに、フリップ・イン条項が一般的になったとされる、Robert A. Helman and James J. Junewicz, A Fresh Look at Poison Pill, 42 Bus. Law., 771, 773.

22) 企業買収の対抗措置にかかわる代表的な判例として、差別的な自己株式の買付が争点となったUnocal事件、ポイズン・ピルが争点となったMoran事件、および防御的なロック・アップが争点となったRevlon事件の3つが挙げられる。

株式型のポイズン・ピルは、敵対的な公開買付が行われた後に株主に頒布されることから、対抗措置²³⁾として発行された。その後、権利型のポイズン・ピルの開発によって、会社があらかじめ予防措置としてポイズン・ピルを発行することが可能となり、予防措置としてのポイズン・ピルをめぐる訴訟が提起されることになった。これら、ポイズン・ピルをめぐる訴訟の特徴として、買収者がポイズン・ピルの買戻しを求め提訴する点が挙げられる。

ポイズン・ピルをめぐる判例のリーディング・ケースとして位置づけられるのが、デラウェア州最高裁の *Moran v. Household International* 判決²⁴⁾である。この事件²⁵⁾で、デラウェア州最高裁は、敵対的企業買収の予防措置についても、Unocal 基準²⁶⁾を適用することを明らかにした。Unocal 基準は、以下の2つの基準からなる。第1に、取締役が合理的な根拠に基づいて、買収によって会社の経営方針や効率性に対して危険が存在すると信じていること（合理的判断基準）、第2に、とられた対抗措置が生じた脅威に対して合理的であったこと（均整基準）である。Unocal 事件では、対象会社が対抗措置としていった差別的な自己株式買付が問題となった。これに対して、*Moran* 事件では、敵対的企業買収の予防措置として発行されたポイズン・ピルが争点となっている。対抗措置は、公開買付による買収が行われた後に行われるのに対して、予防措置は買収が行われる以前からあらかじめとられている措置である点に相違点がある。*Moran* 判決では、敵対的企業買収に対する対抗措置と予防措置を峻別するものの、このような対抗措置と予防措置との相違は、取締役が経営判断原

則による保護を失う要因にならないと判示している²⁷⁾。この点において裁判所は、予期しない敵対的企業買収に対してあらかじめ一定の措置を講じることは、敵対的企業買収の重圧のなかで経営者が、合理的な判断を実行することに失敗する危険を低減すると述べている²⁸⁾。これを根拠に、事前の予防措置に対して経営判断原則を適用することは適切であると判示する。これらの判断に基づき *Moran* 判決において、デラウェア州最高裁は、Unocal 基準でめされた2つの基準を満たしていることを取締役が証明した場合には、経営判断原則が適用され、フリップ・オーバー条項をもつポイズン・ピルは有効と判断している。

Moran 判決は、デラウェア州最高裁がポイズン・ピルを容認した判決と位置づけられるが、以下の点に留意しなければならないと考える。それは、*Moran* 判決で容認されたのは、フリップ・オーバー型のポイズン・ピルであるという点である²⁹⁾。*Moran* 判決では、ポイズン・ピルについて株主が株式公開買付の申入れを受ける機会を妨害するものでもなく、また他の対抗措置との比較において、対象会社に与える構造的影響も少ないと述べている³⁰⁾。このような判断は、問題となったポイズン・ピルがフリップ・オーバー型であったからこそ下されたといえるのではないか。この事件で、買収者（原告）は、ポイズン・ピルは、2段階公開買付のみならずすべての敵対的な株式公開買付を妨げると主張したが、デラウェア州最高裁は、*Crown Zellerbach* 社を対象とした企業買収の例をあげて、フリップ・オーバー型のポイズン・ピルはすべての敵対的企業買収を抑制するわけ

23) 敵対的企業買収において、対象会社取締役の取る行動のうち、株式公開買付のあとにとられるものを対抗措置、事前に敵対的企業買収を予防する目的で行われるものを予防措置と分類できる。

24) *Moran v. Household International, Inc.* 500 A.2d 1346 (Del. 1985). *Moran* 事件については、柴田・前掲注8)99-100頁、注(49)が詳しい。

25) この事件では、レヴァレッジド・バイアウトをかけようとした買収者が、対象会社が既に発行していたポイズン・ピルの買戻しを求めて訴えを提起している。

26) Unocal 基準は、*Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985) において提示された。*Unocal* 事件については、徳本稯『敵対的企業買収の法理論』（九州大学出版会・2000年）、56-65頁が詳しい。

27) 500 A.2d 1350.

28) *Id.*

29) この事件を分析する視点として、柴田・前掲注8)101頁、注(49)参照。

30) 500 A.2d 1354.

ではないと判示している³¹⁾。フリップ・オーバー型のポイズン・ピルは、企業買収の第2段階である合併のみを抑止するからこそ、他の対抗措置に比べて穏やかな措置と判断され、ポイズン・ピルを容認する判決がくだされたと考えられるだろう。

2. 権利行使制限型フリップ・インと脅威的な買収にかかわる基準の提示

Moran 判決以降、権利行使制限型フリップ・インが判例上問題となった。Moran 判決が下されたのと同時期に、フリップ・オーバー型のポイズン・ピルがもつ弱点が露呈し、権利行使制限型フリップ・イン型のポイズン・ピルが登場してきたことから、このタイプのポイズン・ピルが争点となる判例があらわれた。権利行使制限型フリップ・インでは、買収者に対してのみ新株購入権の行使を制限する。このような不平等な取扱いについて、まず、ニューヨーク州やニュージャージー州で訴訟が提起された。これら両州では会社法において株主を差別的に取り扱うことを禁じていた³²⁾からである。しかし、これら両州は、その後の会社法改正によって株主の差別的な取り扱いを認めたことから、制限的フリップ・インも容認されることになった³³⁾。

デラウェア州の判例では、制限的フリップ・インの取り扱いについて、衡平裁判所と最高裁の立場が分かれることになった。

制限的フリップ・オーバーに対して、デラウェア州衡平裁判所 (Court of Chancery of Delaware³⁴⁾) の Allen 裁判所長 (Chancellor Allen・当時) による一連

の判決³⁵⁾では、ポイズン・ピルについて Unocal 基準を適用するという姿勢を維持しつつ、均整基準をより精緻なものにしようと試みた。ここでは買収が株主にとってどのような脅威を与えるかが問題とされた。これらの判決では、公開買付の脅威に関する基準について、第1に、株主に脅威を与える構造を持つ買付を挙げるとともに、第2に、構造的な脅威はないが、買収価格が不適切である可能性があり株主の経済的な利益を損なう虞のある買付に分類している³⁶⁾。2段階公開買付およびジャンク・ボンドを資金源とした買収は第1の類型に属するとし、この場合については、Unocal 基準によって対抗措置ないし予防措置が正当化されるが、第2のタイプの企業買収については、かならずしも取締役の対抗措置が正当化されるわけではなく、株主の選択にゆだねるべき問題であると判示している。権利行使型フリップ・インについては、強圧的ではない買収をも阻止する効果を持つことから、敵対的な公開買付の適切な脅威 (legitimate threat) に対する措置としては不適切であるとして、強圧的ではない公開買付 (noncoercive tender offer) による買収については、ポイズン・ピルの買戻しを命じている³⁷⁾。

このようなデラウェア州控訴裁判所の立場を、デラウェア州最高裁は、Paramount Communications v. Time 事件³⁸⁾において明確に否定している。同判決においてデラウェア州最高裁は、Unocal 基準の有用性については、多様な買収に柔軟に対応できる点にあるとし、デラウェア州衡平裁判所の判断について、同基準を狭くかつ硬直的 (narrow and rigid) に解し

31) Id., 柴田・前掲注8)101頁、注(49)参照。

32) 代表的な事件として、Bank of New York v. Irving Bank Corp., 536 N. Y. S. 2d 923 (N.Y. Sup. 1988)。

33) Herzel and Shepro supra note 17), 79 (1990)。

34) デラウェア州では、主に会社・商事関係の事件を管轄するための衡平法裁判所が設置されており、同裁判所の裁判官には、通常会社法および商事法の専門家が就任している。徳本・前掲注26)60-61頁、注(2)参照。

35) 代表的な判決として、City Capital Associates Ltd. Partnership v. Interco Inc., 551 A.2d 787 (Del.Ch. 1988)。他にデラウェア州衡平裁判所がポイズン・ピルの買戻しを命じた判決として、Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc., C. A. No. 10168 (Del. Ch. Oct. 10, 1988, revised Oct. 18, 1988), rev'd on other grounds, 559 A.2d 1261 (Del. 1989); AC Acquisition Corp. v. Anderson, Crayton & Co., 519 A.2d 103 (Del. Ch. 1986)。

36) Carny supra note 8, 293。

37) Lucian Arye Bebchuk and Allen Ferrell, A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition, 87 Virginia Law Rev. 111 (2001), 119-120。

38) Paramount Communications v. Time, 571 A.2d 1140 (Del. 1989)。

ていると批判する³⁹⁾。そのような判断に基づいてデラウェア州最高裁は、対象会社取締役が合理的な基準に基づいて当該公開買付価額が不適切と判断する場合については、経営判断原則が適用されうるとの立場を示している。このデラウェア州最高裁の立場は、Unocal 基準のうち合理的判断基準に重きを置いた判断と認識できよう。この立場から、均整基準を精緻化させた同州衡平裁判所の判例については、そのような精緻な均整基準は Unocal 基準のいずれにも含まれることはないと判断している⁴⁰⁾。

デラウェア州衡平裁判所と同州最高裁の判例を比較するに、デラウェア州衡平裁判所は Unocal 基準のうち均整ルールを重視し、公開買付による買取についても、場合によっては適正な脅威 (legitimate threat) の範囲内であると認識し、対象会社取締役による防御措置が、脅威との関連で適切であることを必要とした。これに対して、デラウェア州最高裁は、Unocal 基準のうち合理的判断ルールを重視し、対象会社取締役が合理的な根拠から、公開買付価額が不適切と認識した場合には、取締役による対抗措置が正当化されると判断した⁴¹⁾と考えることができよう。

3. デッドハンド・ポイズン・ピルの否認

Paramount Communications v. Time 事件において示されたデラウェア州最高裁の判断は、対象会社経営者に敵対的企業買収を「単に拒否する」(just say no) ことを許容する道を開いた⁴²⁾。このような防御方法が裁判において争われるようになった。ここでは、デッドハンド・ポイズン・ピルが争点となってい

る⁴³⁾。デッドハンド・ポイズン・ピルでは、敵対的企業買収が行われた場合、以降のポイズン・ピルの買戻しを不可能となる。具体的には、会社の付属定款に買収者が選任した取締役はポイズン・ピルを消却できないとする事項を規定する⁴⁴⁾。このデッドハンド・ポイズン・ピルは対象会社取締役に敵対的企業買収に対する拒否権を事実上与えることになる。このような規定について、デラウェア州最高裁は、取締役の権限を定めた制定法に違反し無効と判断している⁴⁵⁾。

IV. 企業買収法理におけるポイズン・ピルの位置づけ

アメリカの学説において、ポイズン・ピルは、敵対的な企業買収に関して、取締役にいかなる権限を付与するかという問題の一環として論じられる⁴⁶⁾。敵対的企業買収の予防策としてポイズン・ピルを発行している場合には、買収者は、株式購入権の買収を対象会社取締役に要求する。このようにポイズン・ピルの機能は、敵対的企業買収において取締役に交渉力を与えることにあるといえよう。とりわけ、デッドハンド・ポイズン・ピルが発行されている場合については、現取締役に買収に対する拒否権を与える効果をもつ。これらの点については、敵対的企業買収に際し、対象会社取締役に拒否権を与えるべきか、または株主総会に買収を受け入れるか否かを決定させるべきか否かが論じられている。これら議論は、敵対的企業買収における対象会社の防衛策に関連す

39) Id., 1153. この事件では、買収者 (Paramount Communications) は、全株式を対象とした現金による公開買付を行っている。デラウェア州衡平裁判所の立場に寄れば、適正な脅威の範囲内の買取ということができよう。

40) Id.

41) Bebchuk and Ferrell supra note 37 120.

42) Bebchuk and Ferrell supra note 37 120.

43) デッドハンド・ポイズン・ピルに関する文献として、See, Jeffrey N. Gordon, "Just Say Never?" Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder-Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffett, 19 Cardozo Law Rev. 511 (1997).

44) アメリカにおけるポイズン・ピルでは、株主に付与される権利内容を付属定款に規定しておき、取締役会の判断により株主に権利が付与される。黒沼悦郎「公開会社における種類株式・新株予約権の効用と問題点」民商法雑誌126巻4・5号439頁、460頁(2002年)。

45) 代表的な判例として、Quickturn Design Systems, Inc. v. Shaprio 721 A.2d. 1281 (Del. 1998)。

46) リプトン前掲注4)71頁では、ポイズン・ピルに関する考え方の推移を、年代順にまとめている。

る議論を超えて、会社支配権の移転において、現経営陣はいかなる役割を担うべきかなど、会社支配の移転と会社機関の権限分配に関する議論の一環と位置付けられている。アメリカにおいては、敵対的企業買収に対してさまざまな防御策が登場しており、そのなかで、有効な防御策としてポイズン・ピルが位置付けられる。このことから、ポイズン・ピルに関する議論については常に敵対的企業買収に関する議論の全体像、とりわけ敵対的企業買収を許容するか、それを会社のいかなる機関の意思決定によるか、などの問題を意識しながら検証しなければならないといえよう⁴⁷⁾。

V. 小括

アメリカにおけるポイズン・ピルの活用法については、以下の点に留意する必要がある。第1にポイズン・ピルは、形式的には新株を購入する権利を株主に頒布する手法を取っているが、実際に重視されたのは、敵対的企業買収において、買収者に対する交渉力を対象会社取締役が付与するかという点である。アメリカでは、強制公開買付制度が導入されていないなどから、買収の手法もさまざまなものが存在する。これに対して、わが国の公開会社については、証券取引法によって強制公開買付制度が導入されているなどのことから、アメリカ合衆国で登場したような脅威的な買収が生じる可能性が少ないといえるであろう。とりわけ、デラウェア州衡平裁判所による分類のうち、第1類型に属するような、企業買収はわが国では起こることはほぼないと考えることができるのではないかと。とすると、わが国で生じ

うる企業買収の脅威とは、第2のタイプの脅威であって、この場合、ポイズン・ピルによる防御は必ずしも認められるわけではないとする解釈も成り立ちうるといえよう。

以上、アメリカの状況を概観したが、アメリカでは、企業買収の防御策として、新株を購入する権利が利用されているが、この利用は、新株購入権を脅しの材料として、対象会社現経営陣に買収における交渉力を付与する効果をもくろんだものである。アメリカのポイズン・ピルは、敵対的企業買収を阻止する目的の下で開発され、それに対する判例理論が対応した経緯を鑑みると、アメリカのポイズン・ピルを参考として新株予約権をその利用の受け皿とするかを検討するのではなく、敵対的企業買収において対象会社取締役にどのような権能を付与するかを議論する方が効果的ではないかと考える。

三. ポイズン・ピルとしての新株予約権の利用

I. 新株予約権の法的性質

商法平成13年改正を契機に、敵対的企業買収の予防策として、新株予約権の発行を活用しようとする考え方が提唱されている⁴⁸⁾。

わが国において、新株予約権を敵対的企業買収の予防策として利用する方式として、第3者割当方式と株主割当方式が想定できよう。

新株予約権を第3者に割当する方法で発行する場合には、まず、当該新株予約権の発行は商法280条の21第1項にいう新株予約権の有利条件発行に該当するかが問題となる。さらに、第3者に対する新株予

47) これらの点については稿を改めて論じたい。アメリカでは、近年、会社支配およびその移転に関する議論が再び活発になされている状況にある。例えば、前述のとおり、2002年2月には、シカゴ大学にて、“Management and Control of Modern Business Corporation”と題するシンポジウムが開催されており、2003年2月には、ペンシルバニア大学で“Symposium on Control Transaction”の開催が予定されている。

48) 江頭憲治郎ほか「新株予約権・種類株式をめぐる実務対応（上）・（下）」商事法務1628号6頁、1629号4頁（2002年）、1628号29頁〔武井発言〕、神田＝武井・前掲（注2）202頁〔武井・清水執筆〕。原田晃治＝江原健志＝太田洋＝濱克彦＝郡谷大輔「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」登記研究650号（2002年）、においても、トリガー条項を、商法280条の20第2項6号にいう条件と認めてよいとしている。立法担当者の認識は、新株予約権をポイズン・ピルとして利用することを禁止する立場ではないと推測できる。

約権の有利条件発行が、株主総会の特別決議によって承認されたとしても、その目的が会社支配権の維持にある場合には、不公正な新株予約権の発行となるかが問題となる。この点は、新株予約権の株主割当と共通の問題となる。

第2の方式として、新株予約権を株主割当の形で付与する方式が考えられる。この場合、ポイズン・ピルとして機能させるためには、トリガー条項、権利行使制限条項、買戻し条項が付させることが予想される。このような条項を付して新株予約権を株主に割当る場合には、不公正な新株予約権の発行として差止めの対象となるかが問題となる。具体的には、商法280条の20第2項6号で規定されている新株予約権の行使条件および同項7号で規定されている予約権の消却条項が問題となりうる。さらに、新株予約権の不公正発行の問題として、新株予約権の発行と資金調達目的との関連が問題となる。

本稿では、以下の2点を検討する。第1に、新株予約権の第3者に対するの有利条件発行とはいかなる発行をいうかを検討する。まず、有利条件発行とされる新株予約権の発行価額について確認する。さらに、発行価額以外の条件についても有利条件発行の対象となるかを検討する。

第2に、新株予約権による敵対的企業買収の防御が不公正な発行に該当しないか検討する。新株予約権の不公正発行が問題となるケースとしては、①会社が取締役会の決議に基づいて、敵対的企業買収を予防する目的で新株予約権を株主割当で発効する場合、および②敵対的企業買収を予防する目的で新株予約権を第3者割当で発行し、有利条件発行として

株主総会の特別決議による承認を受けた場合、が考えられる。

なお新株の発行について、判例では支配権維持などを主要な目的とした第3者割当について、これを不公正発行として差止めの対象とする(主要目的ルール⁴⁹⁾)。このような主要目的ルールが、新株予約権の発行について、適用されるのかを検討する。ここでは、新株予約権の発行と資金調達目的を検討し、主要目的ルールが適用されるかを具体的に検証する⁵⁰⁾。

II. 新株予約権の有利条件発行

1. 発行価額に関する基準

i. 行使価格基準説とオプション価格基準説

新株予約権の発行が、特に有利な価額で行われたか否かの基準について学説は、①新株引受の行使価格を基準として、その価格が行使期間中の発行会社の平均株価と比較して判断する説(行使価格基準説)、と②オプション評価モデルを用いて、新株予約権の発行時点における評価額を計算し、それに見合う対価が支払われたかで判断する説(オプション価格説)、に分化している。

従来の通説では、行使価格基準説を基調としており、行使価格が新株予約権発行時の株価より低くない限り有利な発行価額とみなさない。このように、予約権発行時の株価が基準となる根拠として、将来株価の予想が現実には不可能との認識があり、予約権発行時の株価を持って、行使期間中の平均株価とみなしていると指摘されている⁵¹⁾。

49) 主要な目的が支配権維持にあるとし不公正発行であるとした判例として、東京地決平成元年7月25日判例時報1317号28頁、支配権維持を主要目的と認めなかった例として、東京地決平成元年5月5日判例時報1290号144頁、東京地判昭和52年8月30日金商533号22頁。新株の不公正発行に関する判例の分析としては、藤田・前掲注1)24頁、注(6)に掲げた文献、徳本・前掲注26)15-28頁参照。

50) 黒沼・前掲注44)461-463頁では、新株予約権のポイズン・ピルとしての利用を検討し、この問題については、主要目的ルールの適用ではなく、敵対的企業買収の防御策をどの程度認めるべきかという観点から論じられるべきであるとする。そのうえで、支配権争奪が具体化されていない段階での予約権発行については、支配権の介入ではなく、予約権の発行によって既存株主の利害が介されるかが問題となるとし、新株予約権の不公正発行の問題ではなく取締役の会社に対する信義義務違反の問題と把握する。一方、支配権争奪が具体化した段階で新株予約権を発行する場合については不公正発行の問題となると指摘している。

51) 藤田前掲注1)20頁参照。なお、同書20-22頁では、オプション価格基準説と行使価格基準説を具体的に比較し、行使価格基準説の問題点を指摘している。行使価格基準説の問題点は、オプションの行使期間中の平均株価を合理的に予想し、オプションの発行

これに対して、オプション価格説は、ブラック・ショールズ・モデルなどのオプション評価モデルを用いて新株予約権そのものの価値を算出し、それを下回る価格で新株予約権を発行した場合には、有利な発行価額とする。

現行商法において、有利な条件の新株予約権の発行を、いかに解するべきか。この点につき、法文上の文言に着目すると、改正前商法の文言は、行使価格基準を意識していたが、商法改正によって、この立場が変更されたと理解することができるのではない。

改正前商法は、転換社債について「株主以外ノ者ニ対シ特ニ有利ナル転換ノ条件ヲ附シタル転換社債ヲ発行スルニハ（改正前商法341条の2第3項：下線は筆者）」と規定し、新株引受権付社債について「株主以外ノ者ニ対シ特ニ有利ナル内容ノ新株ノ引受権ヲ附シタル新株引受権付社債ヲ発行スルニハ（改正前商法341条の8第5項：下線は筆者）」と規定している。これに対し改正後の商法の文言は「株主以外ノ者ニ対シ特ニ有利ナル条件ヲ以テ新株予約権ヲ発行スルニハ（商法280条の21第1項：下線は筆者）」と規定している。

これら文言を比較するに、改正前商法は、有利発行の判断について、行使価格基準を採用することが意識されていたといえるのではない。この立場を新株予約権についても継承するのであれば、改正前商法341条の8第5項の文言に類する表現を、改正法においても採用するべきであったろう。そうであれば、新株予約権は、商法改正前における新株引受権付社債における新株引受権をそのまま承継し、ただ、予約権の単独発行を可能していると解することができたかもしれない。しかし、改正法ではそのよ

うな文言を使用せず、有利な条件の新株予約権と規定している。このことから、今回改正は、従来の行使価格基準を継承したものではないということもできよう⁵²⁾。

ii. オプション価格基準説の意義

改正前の商法は、新株予約権の発行は、社債と組み合わせ、すなわち転換社債または新株引受権付社債としての発行のみを認められていた。この点については、新株予約権の発行について、新株の有利発行と同様に既存の株主に不利益を与える虞があると、社債を通常よりも低利で発行し、会社が資金調達を行うときに限定してこれを認める立場（資金需要論）に基づいていたとされる⁵³⁾。

新株予約権の発行が社債との組合せの場合に限定されていた背景には、新株予約権の価値を計算することは困難とする認識があったといえよう。新株予約権の価値を客観的に把握することが困難であるから、社債などの資金需要がある場合に、その甘味剤としての発行に限定して新株予約権を認めるとする政策判断があったとされている。

このように、新株予約権の価値を把握することは不可能とする従来の考え方に対して、オプション価格基準説では、新株予約権についても、ある程度まで客観的な価値を把握することが可能であることを前提としている。

新株予約権がもつオプションとしての価値を客観的に計算可能となると、新株予約権も、社債の利率を割引く対価としての価値が把握できるようになる。また新株予約権の価値が把握可能であれば、新株予約権を単独で発行するとしても、それが公正な価格であれば、既存株主を害する危険がすくないと考え

価格がその価格を下回らない限り、有利な価格と認識しない点がある。この認識では、予約権の保有者は、株価が上昇したときは利益を享受する一方、株価が行使価格以下に下落するリスクを負担しないことになる。これでは、既存株主から予約権取得者への利益移転が、常に伴うことになる。このように、行使価格基準説をとることは、既存の株主保護の観点からも問題があるといわざるを得ないであろう。

52) もっとも、商法改正の中間試案では、「公正なる価額による新株予約権の発行」とする用語が採用されていた。このように、公正な価格によって新株予約権の有利条件発行を定義していれば、オプション行使価格基準を採用したことが明確になっていたが、中間試案の文言を改め改正法の文言が用いられている。商法改正の経過については、藤田・前掲注1)22頁、注(25)・(26)参照

53) 資金需要論など、改正前商法については、遠藤冬人＝吉川純「新株予約権の創設（上）」商事法務1627号18頁（2002年）。

られる。このような判断にもとづいて、平成13年の商法改正によって、新株予約権の単独発行が解禁されたと考えられるであろう。

2. 発行価額以外の条件に関する基準

商法280条の21第1項において、新株予約権の有利条件発行に際し、株主総会の特別決議による承認を必要とする事項としてあげられている事項のうち、主なものは以下となっている。①新株予約権の目的となる株式の種類および数（同法280条の20第2項1号）、行使価額（同項4号）、行使期間（同項5号）、行使価額行使期間以外の新株予約権の行使条件（同項6号）である⁵⁴⁾。

この文言から、発行価額以外で有利な条件を付せられている場合についても、新株予約権の有利条件発行に該当し、株主総会の特別決議による承認を必要とすると考えられる。

ブラック・ショールズ・モデルなど、オプション評価モデルによると、新株予約権の発行価格算定に必要な数値は、行使期間、行使価格、原資産の将来価格の変動に関する分布（ボラティリティ）、である。しかし、商法では280条の20第2項6号の条件についても、特別決議による承認を必要としている。したがって、行使価額、および行使期間以外の新株予約権の行使条件について、有利な条件を付して新株予約権を第3者に発行する場合には、株主総会の特別決議による承認が必要となる。

280条の20第2項6号の条件については、フリップ・イン型のポイズン・ピルにおけるトリガー条項のように、「買収者が発行済株式の一定割合を保有した場合に、新株予約権を行使することができる」と規定することも可能とする解釈が提示されている⁵⁵⁾。一見すると、トリガー条件は、予約権の行使を制限する条項にもみえることから、有利な条件に当たらないということが可能かもしれない。むしろ、トリ

ガー条項によって予約権の行使が制限されているとして、予約権の発行価額を引き下げる要因ではないかとも考えられうる。しかし、トリガー条項が有利な条件か否かは、予約権の発行価額や発行会社を買収される確率によってかわってくる。例えば、敵対的企業買収をかけられた会社が対抗措置として新株予約権を発行する場合には、トリガー条件を付していたとしても、その条項が満たされる可能性が高くなることから、権利行使を著しく制限するとは、一概にいえないであろう。

ここで注意しなければならない点は、トリガー条項が、有利な条件となるか否かを、新株予約権の発行価額に反映させることは、ほぼ不可能である点である。特殊な場合においてはトリガー条項をボラティリティに反映させることは可能かもしれないが、すべてのトリガー条項をボラティリティに反映できるわけではない。また、トリガー条項がオプションの価値を評価するに必要な数値に影響を与えとしても、その影響がどの程度かを認知することは困難といえよう。このことを鑑みると、トリガー条件を付して新株予約権を第3者に発行する場合には、少なくとも株主総会の特別決議が必要とする解釈もなりたちうると考える⁵⁶⁾。

III. 新株予約権の不公正発行

1. 新株予約権の不公正発行の射程

敵対的企業買収の予防策としての新株予約権の発行について、いかなる場合に新株予約権の不公正発行が問題となりうるか。まず、第3者に対する新株予約権の有利条件発行について、株主総会の特別決議による承認を受けた場合についても不公正発行となりうるかを検討しなければならない。

この点については、新株予約権の第3者割当と株主割当は、不公正発行を同じ基準によって判断する

54) 商法280条の21第1項では、予約権を複数に分割して発行する場合にはその総数（同項2号）についても特別決議が必要と規定している。

55) 神田＝武田・前掲注2)214頁〔武井・清水執筆〕、原田ほか・前掲注48)48頁参照。

56) 一見すると、トリガー条項は、予約権の保有者の権利行使を制限しているかに見えるが、予約権との発行価額との比較において、果たして有利なのか不利なのかは不明といえる。であるならば、既存の株主保護の観点から、有利条件発行とみなすべきといえよう。

べきと考える。確かに、新株予約権の第3者に対する有利条件発行について、株主総会の特別決議による承認を受けた場合には、不公正発行が問われることがないと解することも可能かもしれない。この解釈によるといかなる条件が付された新株予約権であったとしても、特別決議による承認をもって発行することが可能となる。いわば、株主総会の特別決議を持って、不公正発行を不問とする効果が認められることになる。このことは、株主総会の特別決議に基づいて、新株予約権を敵対的企業買収に対抗策または予防策として利用できることを意味する。このように企業買収の対抗措置として新株予約権を株主総会の特別決議に基づいて発行することについては、必ずしも不当とはいえないのかもしれないが、現行法の下では、その方法が第3者に対する新株予約権の発行に限定されることが問題となるといえよう。新株予約権の株主割当については、不公正発行の問題を免除するような手続きは、認められていない。以上のことから、たとえ有利条件発行として株主総会の特別決議による承認を受けたとしても、新株予約権の株主割当と同様に、不公正発行が問題となるべきと考える。

2. 新株予約権の発行と支配権維持目的

新株予約権の不公正発行とはどのような発行をいうか。新株発行に関する判例では、不公正発行について、一般論として、株式の発行に伴う持株比率の変動につき、「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3者に割当てられる場合、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場合をいう」としている⁵⁷⁾。

新株予約権の不公正発行を検討するについては、

新株予約権がどのように会社支配権を変動されるのかが問題となる⁵⁸⁾。さしあたり、以下の2点が問題となりうる。

第1に、株主の持株比率に影響が及ばされる時期をどのように把握するかである。新株予約権については、予約権の発行時には持株比率の変動はなく、予約権が行使された時点で持株比率が変動することになる。新株発行に関する判例を反対解釈するのであれば、支配権の争いがあるときに発行された新株予約権が行使され、これによって持株比率の変動する場合限定して、不公正発行の対象とすると考えられる⁵⁹⁾。この立場によると対抗措置として新株予約権の発行は禁止されるものの、予防措置として新株予約権を発行することは許容されうであろう⁶⁰⁾。これに対して、予約権が行使されることで持株比率が変動することに着目した場合には、予防措置としての新株予約権の発行についても不公正発行となりうるといえよう。

この点については、敵対的企業買収の防御策として行われる新株予約権については、それが買収後の対抗措置であれ、買収前の予防措置であれ、予約権が行使されなくとも買収者の行動に影響を与える点を鑑み、対抗措置と予防措置を峻別することなく不公正発行の問題を問うべきではないかと考える。とりわけ、敵対的企業買収をトリガー条件として新株予約権を発行する場合について、それが予防措置として行われたとしても、実際に機能を発揮するのは買収時であることから、対抗措置と同視すべきと考える⁶¹⁾。

第2に、特定の株主の持株比率の低下をいかに把握するかである。この点についても、予防措置として新株予約権を発行する場合には、特定の株主の持株比率を意識したものではないとして、不公正発行に当たらないとする解釈も成り立ちうる。この点に

57) 東京地決平成元年7月25日判例時報1317号28頁、藤田・前掲注1)24頁、注(8)参照。

58) 新株予約権と支配権維持目的については、黒沼・前掲注44)462-463頁参照。

59) 藤田・前掲注1)24頁、注(8)。

60) 藤田・前掲注1)24頁、注(8)はこの点を指摘する。

61) 敵対的企業買収をトリガー条項とした新株予約権を、対抗措置と同視しないのであれば、予防措置を許容することになり、敵対的企業買収そのものが抑制される。

ついては、予約権の発行時点において、特定されているいかにかわらず、株主の一部の者についてのみ持株比率が低下させる機能を有する新株予約権については、不公正発行の問題を問うると考える。例えば、権利行使制限条項を付した制限的フリップ・インについては、買収者に限定して持株比率を低下させる機能を有する。予約権の発行時点ではその買収者が誰であるか特定されていないだけといえよう。このように一部の株主の持株比率を低下させる機能が、会社支配権維持目的を有すると判断し、不公正発行と認定しようとする。なお、権利行使条項に加えて、取締役会の決議を持って予約権の消却が可能とする条項（消却条項）を付している場合については、敵対的買収者に限定して持株比率を低下させる意図が認められることから、不公正発行と認定されやすいものと判断する。

トリガー条項についてはどうか。発行会社に対する株式公開買付や、発行会社の一定割合を保有されることをトリガー条件とした新株予約権を株主割当てて頒布する場合については、会社支配権維持目的が認められるのではないかと。これに対して、同様の条件をトリガー条項と付したうえで、公開買付者または株式取得予定者に対して新株予約権を第3者割当てで発行する場合について、現経営陣の支配権維持目的ではなく、むしろ企業提携を強化する目的が認められる場合については、不公正な新株予約権発行には該当しないといえるのかもしれない。

3. 新株予約権の発行と資金調達目的

i. 資金調達目的と主要目的ルール

主要目的ルールは、新株発行に資金調達目的が認められるかを基準とし、支配権維持が主要な目的とする場合については、第3者に対する新株発行を不公正な新株発行と認識する⁶²⁾。このような主要目的ルールを新株予約権について適用することは可能か。

この点については、第1に、新株予約権の発行と、

資金調達目的との関連が問題となる。

新株予約権を敵対的企業買収の防御策として活用しようとする立場は、新株予約権の単独発行に資金調達目的はない、または発行に際して資金調達目的を不要とする認識に基づく⁶³⁾。

このように新株予約権そのものに、資金調達機能を認めない、または認めたとしてもその意義はごく小さいとする認識に基づけば、資金調達目的と企業買収の予防目的を比較衡量したうえで、新株予約権の発行の主要な目的を判定することは困難となろう。

そこで、第2の問題として、新株予約権の発行について、いわゆる主要目的ルールの適用があるか否かがある。資金調達目的を不要と認識するならば、新株予約権をいわゆる主要目的ルールを用いて不公正な発行か否かと判断することはできなくなる。このように主要目的ルールに基づく不公正発行の判断が、新株予約権についても適用されるか否かが問題となる。

これらの点を鑑みるに、新株予約権の不公正発行を論じるに当たっては、新株予約権と資金調達目的との関連が問題となりうる。この点について、本稿の立場は、新株予約権に独自の資金調達目的を認めることができると判断する。以下では、ファイナンス理論のうちリアル・オプション理論を参考としながら、新株予約権の発行に、資金調達目的を認められることを検証していきたい。

4. リアル・オプション理論

リアル・オプションとは、実物資産（real assets）が持つオプションの価値を評価しようとする企業金融の手法をいう。

実物資産の評価に用いられる一般的な手法として、割引キャッシュ・フロー方式がある。この割引キャッシュ・フロー評価法は、債券や株式の価値を把握するために開発された手法であることから、実物資産を受動的に保有することが前提とされている⁶⁴⁾。このような前提があるが故に、割引キャッシュ・フロー

62) 黒沼・前掲注44)439頁、461頁参照。ただし、主要目的ルールに関して裁判例は、資金調達目的を容易に認定する傾向にあり、支配権維持の目的を持った新株の発行を容認してきたといえる。

63) 江頭ほか・前掲注48)1628号29頁〔武井発言〕。

64) リチャード・ブリーリー＝スチュワート・マイヤーズ（藤井真理子＝国枝繁樹監訳）『コーポレートファイナンス（下）』（日経

評価法では、経営者が利用可能な実物資産のオプション（選択権）を評価できない。そこで、実物資産のオプション価値を評価に入れる手法として、リアル・オプション理論が開発された。

リアル・オプションを用いた評価が有効とされる類型としては、①投資を延期するオプション、②追加的な投資機会が存在する場合、および③廃棄オプションなどが挙げられる。このうち、①投資を延期するオプション、および②追加的な投資機会が存在する場合については、当該投資プロジェクトをコール・オプションの購入と同視することができる⁶⁵⁾。このことから、①および③の性質を持つ投資機会については、コール・オプションを用いた資金調達と整合すると考えられる。以下では、①投資を延期するオプションを題材に、リアル・オプション理論の企業金融としての意義を確認する⁶⁶⁾。その後、新株

予約権の単独発行による資金調達によって、これらの投資プロジェクトを実行できることを確認する。

i. 投資を延期するオプションを例とした説明
ある投資プロジェクトがもたらすキャッシュ・フローは、1年後の製品価格状況によって変動することが明らかであるとする⁶⁷⁾。この投資プロジェクトを実行するか否かの判断を1年間遅らせる権利が確保できるならば、そのような権利はどのような金銭的価値を有するか。

投資を延期できる権利を確保することはコール・オプションの購入と同視できる⁶⁸⁾。1年後の製品価格が高価格であれば必要投資額を投入してプロジェクトを実行できる一方、製品価格が低価格であれば、投資を行う必要がないからである。この場合、オプションの期間は1年、権利行使行使価格は投資に必

BP社・邦訳版は2002年) 42-43頁。

65) なお、②廃棄オプションについては、プット・オプションと同視でき、プットオプションの性質を持つ強制償還株式などを用いた資金調達と整合すると考えることができるのかもしれない。

66) 代表的なものとして、ブリーリー＝マイヤース・前掲注64) 39-67頁、野口悠紀雄＝藤井真理子『金融工学——ポートフォリオ選択と派生資産の経済分析——』（ダイヤモンド社・2000年）。

67) 以降、本稿の脚注では、野口＝藤原・前掲注66) 220-222頁の数値例に基づいて説明する。なお、ファイナンス理論になじみのない筆者が、自らの理解を促進させる目的において加筆している部分があり、また、注において式の展開もできる限り書き加えた。本稿において過ちがある場合は、すべて筆者の責任であることはいうまでもない。

数値例では、1年後の製品価格が高価格であったならば、1年後のキャッシュ・フローの現在価値は、150 ($V_1=150$) となり、1年後の製品価格が低価格であったならば、1年後のキャッシュ・フローの現在価値は、80 ($V_2=80$) にとどまるとする。このプロジェクトに要求される収益率は、15% ($\rho=0.15$) と仮定すると、プロジェクトの現在価値 (V_0) は、

$$V_0 = \frac{0.5 V_1 + 0.5 V_2}{1 + \rho} = \frac{0.5 \times 150 + 0.5 \times 80}{1 + 0.15} = 100$$

となる。ここで、投資に必要な額 (I) が110であるならば、このプロジェクトの正味現在価値は-10となり、プロジェクトを採択しないことが合理的となる。

68) ここで、1年後の製品価格が高価格であり投資を実行した場合と、製品価格が低価格であって投資を行わなかった場合について、そのペイ・オフに確立を掛け合わせ期待値を求め、その期待値の割引現在価値を算出する方法は誤っている。

例えば、この投資プロジェクトは、製品価格が高価格になる確率は0.5であり、その場合には150のペイ・オフが得られる一方、製品価格が低価格であれば、投資が行われないのでその場合のペイ・オフは0とし、この投資プロジェクトの期待ペイ・オフは、

$$0.5 \times 150 + 0.5 \times 0 = 75$$

として、これを必要収益率 ($\rho=0.15$) を用いて割引いて、

$$\frac{75}{1 + 0.15} \approx 65.2$$

と把握することは、誤っている。例えば、この説明では、2分の1の確率で150のキャッシュ・フローを生み出し、他の場合にはキャッシュ・フローをまったく生み出さない投資機会の現在価値を判断しているのであって、低価格であった場合には、投資を行わないという判断を評価に入れていないからである。このように、オプションの評価において、単純な割引キャッシュ・フローを用いて評価することはできない。

要な金額となる。

このように、投資を延期できる権利は、コール。オプションの購入と同視できることから、権利の現在価値は、オプション評価モデルのスキームを用いて計算できる。具体的には、リスク中立確立 (p^*) を用いて⁶⁹⁾プロジェクトの期待値を求め、その期待値をリスク・フリー・レートで割引くことによって評価することになる。

ここでいうリスク中立確率とは、恣意的な確率を

意味するものではない。リスク中立確率の算出過程は、①オプションを、株式⁷⁰⁾と借り入れを組み合わせで複製し(複製資産の作成⁷¹⁾)、②複製資産のキャッシュ・フローをプロジェクトのキャッシュ・フローと等しくするには、どれだけの単位の株式を購入し⁷²⁾、どれだけの借り入れをすればよいかを計算し⁷³⁾、③その複製資産の現在価値を算出する⁷⁴⁾。

このように、オプション評価モデルで、投資を延期する権利の現在価値を評価した値が、プロジェク

69) このように、リスク中立確立 (risk-neutral probabilities) を算出する点が、オプション評価モデルの大きな特徴といえる。リスク中立確立の意義については、野口＝藤原・前掲注66)、177-178頁参照。

70) この株式は、双子株とよばれプロジェクトのキャッシュ・フローと同じ価格の動きを示す株式を指す。すなわち、高価値の場合 (S_1) には、現在の株価の1.5倍となり、低価格の場合は (S_2)、現在の株価の0.8倍となる株式を想定する。この「双子株」は単一の銘柄である必要はなく、このような値動きを示すポートフォリオを構成すればよいともいえよう。

71) オプションを株式と借り入れによって複製することが、ブラックとショールズにブレイク・スルーを与えた。ブリーリ＝マイヤーズ・前掲注64)26頁、注13)参照。

72) ここで双子株を購入する単位をオプションのデルタ (δ) とよぶ。

73) この株式を δ 単位だけ買い、同時に B だけ借り入れをする。安全資産の収益率を r とすれば、複製資産のキャッシュ・フローは、

$$\text{高価格の場合: } E_1 = \delta S_1 - (1+r)B$$

$$\text{低価格の場合: } E_2 = \delta S_2 - (1+r)B$$

と表現できる。

これらのキャッシュ・フローを V_1 、 V_2 、と等しくするには、どれだけの単位の株式を購入し、どれだけの借り入れをすればよいかは、

$$V_1 = \delta S_1 - (1+r)B$$

$$V_2 = \delta S_2 - (1+r)B$$

とおいたうえで、これを連立させて、 δ と B を求めればよい。

その結果、

$$\delta = \frac{V_1 - V_2}{S_1 - S_2} \dots\dots\dots ①$$

$$\begin{aligned} B &= \frac{\delta S_1 - V_1}{(1+r)} \\ &= \frac{V_1 S_2 - V_2 S_1}{(S_1 - S_2)(1+r)} \dots\dots\dots ② \end{aligned}$$

が得られる。

74) ポートフォリオの現在価値は、

$$E_0 = \delta S_0 - B \dots\dots\dots ③$$

であるが、ここで、 δ および B に上の式を代入し、展開・変形させる。

$$\begin{aligned} E_0 &= \frac{(V_1 - V_2)S_0}{S_1 - S_2} - \frac{V_1 S_2 - V_2 S_1}{S_1 - S_2} \\ &= \frac{(V_1 - V_2)S_0(1+r) - (V_1 S_2 - V_2 S_1)}{(S_1 - S_2)(1+r)} \\ &= \frac{\frac{S_0(1+r) - S_2}{S_1 - S_2} V_1 + \frac{S_1 - S_0(1+r)}{S_1 - S_2} V_2}{1+r} \dots\dots\dots ③' \end{aligned}$$

トを現時点で実行した場合の現在価値を上回る場合がある。このような場合については、投資を1年遅らせることによって、プロジェクトの現在価値が上昇するといえる⁷⁵⁾。

ii. 新株予約権を用いた資金調達

リアル・オプション理論は、不確実性が伴う投資に、オプションとしての価値を見出し算出する方法をいう。リアル・オプションとして評価可能な投資資産のための資金調達方法として、新株予約権が整合することを検証する。

先ほどの、投資を延期できるオプションを例に用いる。1年後に投資を延期すると、プロジェクトの

現在価値は、現時点で投資を行うことに比べて上昇する場合を仮定する。この場合、価値上昇分に相当する金額までは、投資を1年後に延期させるために必要な事柄に利用してよいといえる。そこで、コール・オプションを発行し資金調達を行い、その資金を用いて、投資を1年後に延期させるために必要な権利を確保したり、事前の調査を行うなどの行動が、企業金融上合理的といえる。

具体的に説明すると、行使期間を投資を延期する期間とし、行使価格をプロジェクトに必要な資金額として、ヨーロッパ型の新株予約権を発行して資金調達を行う。新株予約権の発行価額は、投資を遅らせる権利を、リアル・オプションを用いて評価した

ここで、

$$\frac{S_0(1+r)-S_2}{S_1-S_2} + \frac{S_1-S_0(1+r)}{S_1-S_2} = 1 \text{ であることから、}$$

$$\frac{S_0(1+r)-S_2}{S_1-S_2} = P^* \text{ とおくと、}$$

$$\textcircled{3}' \text{ は、} \frac{P^*V_1 + (1-P^*)V_2}{1+r} \dots \textcircled{4}$$

と表現できる。

式④の意味は、複製資産の現在価値は、リスク中立確率(P^*)で双子株が高価格(V_1)になり、それ以外の場合($1-P^*$)には低価格(V_2)になる期待値を、リスク・フリー・レートで割引いた値に等しいと読み取ることができる。

75) 数値例の場合、

$$P^* = \frac{(1+r)S_0 - S_2}{S_1 - S_2} = \frac{1.1 \times 20 - 16}{30 - 16} \doteq 0.43$$

となり、この場合のリスク中立確率 P^* は、約0.43となる。

1年後の必要投資額 I' は、初年度の必要投資額(110)が金利の分だけ増加し、121($110 \times 1.1 = 121$)になるとする。

まず、製品価格が高価格であれば、投資が行われ、その場合の価値は、

$$V_1' = \max(V_1 - I', 0) = \max(150 - 121, 0) = 29$$

低価格の場合に投資決定を行い得ないことの価値は、

$$V_2' = \max(V_2 - I', 0) = \max(80 - 121, 0) = 0$$

このような投資プロジェクトを現時点で評価額(V_0)は、リスク中立確率 P^* でプロジェクトの期待値を求め、リスク・フリー・レートで割引けばよい。したがって、

$$V_0' = \frac{P^*V_1' + (1-P^*)V_2'}{(1+r)} = \frac{0.43 \times 29 + 0.57 \times 0}{1.1} \doteq 11.3$$

となる。現時点で、投資を行う場合には、その現在の評価価値は $V_0 = -10$ であったが、投資決定を1年延期できるのであれば、その現在の評価価値は、11.3に上昇する。ここで、投資を延期することによって増加する現在価値は、

$$V_0' - V_0 = 11.3 - (-10) = 21.3 \dots \textcircled{5}$$

となり、これがオプションのプレミアム(π)とみなすことができる。

現在価値とする。新株予約権によって調達した資金を用いて、投資を延期するために必要な費用をまかなう。なお、プロジェクトを実行したほうがよい場合のみに予約権を行使し、プロジェクトに必要な資金を調達することになる。

発行者にとっての利点は、投資を遅らせる権利を確保することに必要な費用をまかなうことができる点である。

一方、予約権保有者にとっての利点は、プロジェクトを実行した場合については純利益が見込まれる点に加えて、プロジェクトを実行しない場合についても、損失額が少額で抑えられるという点が挙げられる。投資プロジェクトを直ちに実行した場合は、投資額とプロジェクトのキャッシュ・フローとの差額がそのまま利益額または損失額となる。これに対して、投資プロジェクトを遅らせた場合には、プロジェクトを実施した場合の利益額は、当該プロジェクトのキャッシュ・フローから投資額とオプションの価額を差し引いた金額となり、プロジェクトを実施しない場合の損失額は、オプションの価額となる⁷⁶⁾。

リアル・オプション理論に基づいて投資プロジェクトの評価を行い、必要な資金を新株予約権を用いて調達するに際しては、幾つか留意しなければならない点がある。

第1に、新株予約権のオプションとしての価格を

76) 数値例によると、投資を直ちに実行する場合については、

$$\text{利益額} = (\text{高価格のキャッシュ・フロー}) - (\text{プロジェクトに必要な額}) = 150 - 110 = 40$$

が見込まれる一方で、損失額についても

$$\text{損失額} = (\text{低価格でのキャッシュ・フロー}) - (\text{投資額}) = 80 - 110 = -30$$

が予想される。

これに対して、投資を遅らせる場合には、

$$\text{利益額} = (\text{高価格でのキャッシュ・フロー}) - (\text{予約の発行価格} + \text{行使価格}) = 150 - (21.3 + 121) = 7.7 \dots \dots \text{すべて現在価値}$$

高価格である場合には、7.7の純利益が見込まれる。1年後の製品価格が低価格であれば、低価格であれば損失額はオプションの価額21.3にとどまる。利益の額、損失の額ともに減少する点に注目すべきである。

77) ここで、過去の当該株式の価格変動を基に算出したヒストリカル・ボラティリティを用いてもよいが、または実際に価格付けがなされているオプションの価格から算出されたインプライド・ボラティリティを用いるべきかが議論の対象となる。

78) 本稿の投資を延期するオプションの例では、1年後のキャッシュ・フローの予想値に付いて50%の確率で150、50%の確率で80となるとしている。これがボラティリティに相当する数値となる。

79) この点から、新株予約権の行使によって発行する株式は、当該プロジェクトを対象としたトラッキング・ストックとするなどの利用方法が考えられる。また、従来の事業を拡張する場合については、発行会社の株式のボラティリティに用いてよいといえよう。

80) 江頭ほか・前掲注48)1628号30-31頁〔江頭・武井・前田発言〕参照、藤田・前掲注1)20頁。

算定する際に、どのような数値をボラティリティに用いるかが問題となる。通常、新株予約権のオプション価格を計算するに際しては、オプションの原資産となる発行会社株式のボラティリティを用いることが予想される⁷⁷⁾。これに対して、リアル・オプションに基づく評価に際しては、当該投資プロジェクトの将来キャッシュ・フローについて、その価格変動の可能性を、ボラティリティとして用いなければならない⁷⁸⁾。そのボラティリティの数値と、発行価格および行使機関から新株予約権の発行価格を算出しなければならない⁷⁹⁾。この点については、金融工学の立場から、リアル・オプションにおいて、複製資産の形成が複雑になる点が指摘されている。金融工学の発展によって、この算出過程を合理的に説明するモデルが登場することが期待できるといえよう。

5. 主要目的のルール適用の可否

i. 新株予約権の発行と主要目的のルール

新株予約権を敵対的企業買収の予防策として発行する場合に、主要目的のルールに基づいて不公正な新株予約権の発行と判断することができるか⁸⁰⁾。この点について、派生する問題として、①主要目的のルールが適用されるのは新株予約権の第三者割当に限定されるのか、②支配権維持または奪取目的と新株予約権のどのような機能を比較して主要目的性を判断

するかなどがあげられよう。

まず主要目的ルールの適用は、新株予約権の第3者割当に限定されるべきかについて検討する。この点については、主要目的ルールの適用は、新株予約権の第3者割当発行に限定されるべきではなく、新株予約権の株主割当についても適用されるべきと考える。新株予約権を対抗措置として用いる場合と、予防措置として用いる場合に分けて考察する。

まず、敵対的企業買収の対抗措置として、新株予約権を株主割当によって発行したとしても、権利行使制限条項を付すのであれば、買収者の持株比率を低下させることができる。これに対して新株を株主割当によって発行する場合には、買収者の持ち株比率が低下することはない。それゆえに、敵対的企業買収の対抗措置として新株発行を用いる場合には、第3者割当の方法をとらざるを得ない。これに対して、新株予約権を対抗措置として用いる場合には、予約権に付された権利行使の条件の設定方法によっては、株主割当であっても第3者割当であっても、現経営陣は会社支配権を維持できるといえよう。

次に、敵対的企業買収の予防措置として新株予約権をあらかじめ株主割当によって発行する場合かどうか。この点については、安定株主工作与類似していると指摘されている⁸¹⁾。しかし、権利行使制限条項が付されている場合などは、買収者に、まず支配株式を株式公開買付によって取得する費用と、その後予約権の行使によって買収者の持分が低下した部分を買増す費用の、2つの費用を負担させることになる。このような費用を買収者に負担させることによって、敵対的企業買収にかかる費用を上昇させる点が懸念されよう⁸²⁾。また、このような買収にか

かる費用構造の変化は、買収そのものを断念させる結果にもつながりかねず、安定株主工作による会社支配権の維持とは別の構造で、現経営陣が会社支配権を維持する結果を導くといえるのではないか。

買収者の持株比率を新株予約権の株主割当による発行であったとしても、敵対的企業買収の予防措置として機能しう。また、買収後の対抗措置として新株予約権を発行するとしても、権利行使制限条項を付して新株予約権を株主割当発行すれば、買収者の持株比率を低下できる。このことから、新株予約権の株主割当についても主要目的ルール適用の対象となると考える。

ii. 主要目的ルールの適用する可能性

わが国の学説では新株予約権については、そもそも資金調達目的が乏しいとして、不公正な新株予約権の発行については、主要目的ルールの適用せず、個別事例の積み上げによって判断基準を形成すべきとする立場が有力といえよう⁸³⁾。

このような立場の背景には、新株予約権そのものには、資金調達機能を認めない、または、あったとしても乏しいものと解する立場（資金調達目的不要論）⁸⁴⁾があるといえよう。

資金調達目的不要論に基づくと、新株予約権が不公正発行であったか否かを、主要目的ルールを用いて判断する余地がなくなる。そもそも、新株予約権の発行そのものに、資金調達目的が不要なのであるから、資金調達目的と支配権維持目的を比較することが不可能となるからである。

本稿では、リアル・オプション理論を考慮すると、新株予約権の発行については、独自の資金調達機能を有するといえることを提示した。具体的には、リ

81) 江頭ほか・前掲注48)1628号30頁。

82) また、予約権行使による持分低下を補う費用を勘案すると、第1段階の公開買付の価格を抑えた価格にして買収に臨むことも考えられる。これら新株予約権の存在が買収者の行動にどのような影響を与えるかについては、稿を改めて論じる必要がある。

83) 黒沼・前掲注44)461頁参照。なお、このように新株予約権に主要目的ルールの適用はないとする立場は、予約権による敵対的企業買収を積極的に許容しようとする立場と、このような予約権の利用を認めないとする立場に分化しう。

84) 神田＝武井・前掲注2)32頁〔神田執筆〕では、「違法または不公正な発行は、差止め事由となるが（280条の39第3項・280条の10。なお、280条の39第3項・280条の11）、新株発行の場合と異なり、新株の発行に資金調達の必要性はないと解すべきである。支配権の争いがある場合になされる新株予約権の特定の者への発行が不公正発行に当たるか否かは具体的事例ごとに判断するしかない」とする考え方が提示されている。

アル・オプション理論で評価可能な投資プロジェクトの実施に際し、プロジェクトがもつオプションとしての価値を確保するために必要な資金を新株予約権で調達し、プロジェクトを実行する資金は予約権を行使に調達することになる。

このように、新株予約権の発行は、独自の資金調達手段であると認識するのであれば、主要目的ルールを適用して新株予約権の不正発行を判断する可能性が出てくる。

主要目的ルールを適用したとしても、新株発行における適用のように、名目的な資金調達目的さえあれば、支配権維持目的の新株予約権の発行を認めるとする解釈も成り立ちうる。しかし、このような解釈はとるべきではないと考える。新株予約権の発行は特殊な資金調達であることから、他の手段ではなく新株予約権によって資金調達を行う明確な理由が必要と考えるからである。

次に、支配権維持または奪取目的を以下に認定すべきかについては、当該新株予約権に付された条件を勘案すべきと考える。例えば、権利行使制限条項のように、一定の持株比率を有するものは予約権を行使できないとする条項が伏せられている場合には、支配権維持目的を推定できるといえよう。トリガー条項については、例えば、発行会社が企業買収の対象になったことを予約権の行使条件としている場合などは、支配権維持目的の推定根拠になりうると考える⁸⁵⁾。最後に、消却条項および消却不能条項については、このような条項が発行会社取締役、企業買収に対する拒否権を与えるよう機能しないと立証できない限り、支配権維持目的が認定されうると考える。

四. 結 論

本稿は、新株予約権の発行について、資金調達目

的を認めることができるとの立場を示した。この立場によれば、商法平成13年改正によって、新株予約権の単独発行が認められた意義は、新たな資金調達手段を認めることにあると考えることが可能となるといえよう。

新株予約権を敵対的企業買収の防御策として発行することには、それが予防措置の発行であれ対抗措置の発行であれ、また、第3者に対する発行であれ、株主割当による発行であれ、主要目的ルールに基づいて新株予約権の不正発行を判断する解釈が成り立ちうる。

具体的には、新株予約権を用いて資金調達を行う必要性があったか否かと、予約権に付された権利行使条件などを比較し、会社支配権の維持や奪取が主要な目的と認定される場合には、当該新株予約権の発行は不正発行であると認定できる。

なお、ここでいう資金調達目的は、漠然とした資金需要ではなく、新株予約権を発行して資金調達を行う合理的な理由が存在しなければならない⁸⁶⁾と解されるべきであろう。

アメリカにおけるポイズン・ピルの開発過程を検証するに、ポイズン・ピルは、まず優先株型にはじまり、その後フリップ・オーバー型、フリップ・イン型のポイズン・ピルが登場し、権利行使制限型のポイズン・ピルが登場するにいたっている。判例や学説では、ポイズン・ピルを許容するか否かは、結局、対象会社経営陣に、敵対的企業買収を拒否する権限を付与すべきか否かという問題として論じる傾向にある。

わが国において新株予約権の発行による敵対的企業買収の防御を認めるか否かを論じるに際しても、敵対的企業買収はどの程度許容されるべきなのか、これに関連して、対象会社経営陣に敵対的企業買収の拒否権を与えるべきか否かなどの問題を、正面から論じる必要があるといえよう。

85) 資本提携強化のために、トリガー条項を用いて新株予約権を買収予定者に発行する場合には、支配権維持の推定を受けたとしても発行会社の取締役は、支配権維持目的ではないことを容易に立証できるのではないかと考える。なお、この場合には、支配権奪取目的が主要な目的となるのではないかという問題が残る。

86) 第3者割当による新株発行における主要目的ルールの問題点として、裁判所は支配権維持が主要目的であるとなかなか認定しない点が指摘されている。江頭ほか・前掲注48)31頁〔江頭発言〕参照。

これに加えて、新株予約権は、企業金融の手法としてどのように機能するかも検討する必要があると考える。敵対的企業買収を防御することを目的として新株予約権が発行される場合、ファイナンス上、金銭的に評価することが困難ないし不可能な条項が、予約権に付されることから、市場による評価が適正なものになると考えることができない。もし、敵対的企業買収の防御という資金調達目的を欠く新株予約権の発行形態が一般化されることになれば、新株予約権が有しているファイナンス上の利点が過小評価されかねず、新株予約権の発行市場・流通市場の機能を損ないかねない虞が指摘できよう。

参考文献

- 受川環大「新株予約権——有利発行規制の検討を中心として——」判例タイムズ1093号143頁（2002年）。
- 江頭憲治郎「ストック・オプションのコスト」竹内昭夫先生追悼『商事法の展望——新しい企業法を求めて——』161頁（商事法務研究会・1998年）。
- 江頭憲治郎ほか「新株予約権・種類株式をめぐる実務対応（上）・（下）」商事法務1628号6頁、1629号4頁（2002年）。
- 遠藤冬人＝吉川純「新株予約権の創設（上）」商事法務1627号18頁（2002年）。
- 大塚章男「株式制度に関する商法改正の企業買収防御作としての活用」商事法務1618号26頁（2002年）。
- 仮谷広郷「新株予約権・新株予約権付社債——有利発行の問題を中心に——」ジュリスト1220号25頁（2002年）。
- 神田秀樹＝武井一浩編著『新しい株式制度』（有斐閣・2002年）。
- 黒沼悦郎「公開会社における種類株式・新株予約権の効用と問題点」民商法雑誌126巻4・5号439頁（2002年）。
- 柴田和史「ポイズンピル(一)」法学志林87巻4号77頁（1990年）。
- マーティン・リプトン（手塚裕之ほか訳）「ポイズン・ピル、投票、そして教授達—再論（上）」商事法務1641号70頁。
- 徳本穰『敵対的企業買収の法理論』（九州大学出版会・2000年）。
- 中東正文「合併における転換社債上の転換義務の承継——アメリカ法を参考として——」中京法学29巻1号113頁（1994年）〔中東正文著『企業結合・企業統治・企業金融』（信山社・1999年）所収229頁〕。
- 野口悠紀雄＝藤井真理子『金融工学——ポートフォリオ選択と派生資産の経済分析——』（ダイヤモンド社・2000年）。

- 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18頁（2002年）。
- 藤田友敬「株式会社の企業金融(5)・(6)」法学教室268号108頁、269号124頁（2003年）。
- リチャード・ブリーリー＝スチュワート・マイヤーズ（藤井真理子＝国枝繁樹監訳）『コーポレートファイナンス（下）』（日経BP社・邦訳版は2002年）。
- 前田雅弘「新株予約権・新株予約権付社債」法学教室264号26頁（2002年）。
- 前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説（上）——株式制度の見直し・会社関係書類の電子化等——」商事法務1606号4頁（2001年）。
- 山崎圭「新株予約権の改正点の意義と問題点」名古屋大学法政論集192号1頁（2002年）。
- Lucian Arye Bebchuk, The Case Against Board Veto in Corporate Takeover, 69 U. Chi. Law Rev. 973 (2002).
- Lucian Arye Bebchuk and Allen Ferrell, A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition, 87 Virginia Law Rev. 111 (2001).
- Frank H. Easterbrook, Derivative Securities and Corporate Governance, 69 U. Chi. Law Rev. 733 (2002).
- William J. Carney, Mergers and Acquisitions (2000).
- Robert Charles Clark, Corporate Law (1986).
- Leo Herzel and Richard W. Shepro, Bidders and Targets; Merger and Acquisitions in the U. S. (1990).
- Ronald J. Gilson & Bernard S. Black, The Law of Corporate Acquisitions (2d. ed. 1995).
- Jeffrey N. Gordon, "Just Say Never?" Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder-Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffett, 19 Cardozo Law Rev. 511 (1997).
- Robert A. Helman and James J. Junewicz, A Fresh Look at Poison Pill, 42 Bus. Law., 771 (1987).

本稿は日本学術振興会研究助成・基盤研究（C）課題番号1363002（飯島裕胤本学専任講師・2003年4月より弘前大学人文学部助教授との共同研究）の一環である。筆者は、東京商事法研究会204回例会（平成14年10月27日）、現代企業法研究会平成14年12月例会（同年12月7日）の研究報告において、諸先生方から示唆を多く頂いた。また、田中亘成蹊大学助教授から、有意義なご指摘を頂いた。ここに記して感謝の念を示したい。残る誤りは全て筆者の責任である。