

# 日本版ポイズン・ピルの問題点

家 田 崇

## 1 問題の所在

21世紀にはいり、わが国では、敵対的な企業買収が活発になっている。たとえば、2003年末から2004年にかけて、米系ファンド会社、スティール・パートナーシップ・ジャパン・ストラテジック・ファンド（いわゆるSPJ）が、ユシロ化学工業、および、ソトーの株式を取得するなど、敵対的とされる買収者による株式取得が生じている<sup>1)</sup>。2004年度には、UFJ銀行をめぐり、東京三菱銀行と三井住友銀行との間で、買収合戦が実行された。敵対的企業買収および防御策に関して、わが国ではどのように対応すべきか決断が迫られているといえよう。

このなかで、いわゆる日本版ポイズン・ピルと呼ばれる買収防御策が注目されている。日本版ポイズン・ピルは、買収者の持分を希釈化させる機能を用いた買収防御策をいう。その基本的な類型では、新株予約権が用いられる。商法平成13年改正前においては、新株予約権は、社債と組み合わせなければ発行で

きなかったが、改正によって、新株予約権の単独発行が可能となった。そこで、わが国においても、新株予約権を用いて、ポイズン・ピルと同様の買収防御策が構築できないかが議論の対象となった。

そもそもポイズン・ピルは、アメリカで開発された買収防御策である。ポイズン・ピルに関しては、1990年の時点で、アメリカにおけるポイズン・ピルの利用形態が、わが国に詳細に紹介されている<sup>2)</sup>。

2000年代に入ると、ポイズン・ピルとしての新株予約権の発行が認められるかが、わが国でも論じられるようになった。まず、平成13年商法改正で、新株予約権制度の導入に関する立法を関連付けて、新株予約権をポイズン・ピルとして発行できないかという問題が提起されている<sup>3)</sup>。また、敵対的企業買収とその防御策に関する理論状況については、アメリカを中心に詳細な検討がされている<sup>4)</sup>。

ポイズン・ピルのような買収防御策を実現すべきとする立場からは、アメリカにおいて買収防御策を積極的に肯定する代表的な論者

1) 敵対的企業買収に関する個別事例の概要については、齋藤輝貢＝冨吉剛弘＝鈴木賢一郎＝伊藤聖之「事例で見える敵対的TOB」野村證券IBコンサルティング部編『敵対的M&A防衛マニュアル』39-86頁（2004）が詳しい。

2) 柴田和史「ポイズン・ピル(-)」法学志林87巻4号77頁（1990年）。その後、1990年代に、ポイズン・ピルがわが国でさかんに論じられることはなかった。最大の理由は、平成13年改正がなされるまで、新株予約権の単独発行が認められなかったことにある。わが国では、株式を廉価で購入する権利を用いた買収防御策を構築することが不可能であったことが指摘できる。もう一つの理由として、1990年代はアメリカにおいても、ポイズン・ピルについて、試行錯誤と訴訟が繰り返されていた時期であったことが指摘できよう。

3) 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）、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）、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）、神田秀樹＝武井一浩編著『新しい株式制度』（有斐閣・2002年）。

による見解が紹介され<sup>5)</sup>、買収防御策を総合的に考察し、わが国においても、事前予防型の買収防御策を認めるべきとする見解が主張されてきた<sup>6)</sup>。これに加えて、具体的な防御策のスキームも提示されている<sup>7)</sup>。これに対して、新株予約権の発行は会社によるコール・オプションの発行であることを踏まえ、新株予約権をポイズン・ピルとして発行することについて慎重な見解が示されている<sup>8)</sup>。

日本版ポイズン・ピルのように、持ち株比率を希釈する機能を用いた買収防御策が許容されるかについては、必ずしもはっきりとしない状況にある<sup>9)</sup>。そのような状況のなかで、いわば、見切り発車の状態で、持分希釈型の買収防御策が、本格的に導入されようとしているといえるのかもしれない。

そこで、本稿では、日本版ポイズン・ピルの法的問題点を検討し、現行法の解釈の枠組みを提示する。具体的には、新株予約権を用いた企業買収防御策を題材とする。新株予約

権の発行による買収防御策は、持分を希釈化するタイプの買収防御策の基本類型であると考えるからである。

まず、ポイズン・ピルの基本的なメカニズムを確認する(2)。その後、日本版ポイズン・ピルの具体的な問題点として、取締役会に発行権限が認められるかを論じる(3)。さらに、第三者に対する新株予約権の有利条件発行を用いたポイズン・ピルを対象とし、このような新株予約権を発行する場合には、どのような条件を付さなければならないかを論じる(4)。

## 2 ポイズン・ピルの基本的なメカニズム

アメリカでは、1980年代に、敵対的な企業買収が盛んとなり、さまざまな企業買収防御策が開発された。そのなかで、買収時に、株式を廉価で購入できる権利<sup>10)</sup>を株主に頒布す

4) 徳本稷『敵対的企業買収の法理論』(九州大学出版会・2000)、松井秀征「敵対的企業買収に対する対抗策の基礎」武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』183頁(2004・商事法務)(初出は立教法学63号101頁(2003))、森田果「企業買収防衛策をめぐる理論状況」武井＝太田＝中山・前掲211頁(初出は商事法務1662号13頁、1664号29頁(2003))。

5) Martin Lipton, *Pills, Polls and Professors Redux*, 69 U. CHI. L. REV. 1037 (2003) (邦訳として、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)・(中)・(下)」商事法務1641号70-80頁、1643号26-38頁、1644号23-32頁)。

6) 太田洋＝中山龍太郎「米国におけるポイズン・ピルの『進化』とその最新実務」武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』81頁(2004年・商事法務)(初出は商事法務1653号4-頁、1662号20頁(2003))。

7) グレゴリー・パフ＝山本和也「日本におけるポイズン・ピルの具体化の検討(上)・(下)」商事法務1694号16頁、1695号40頁。

8) 日本版ポイズン・ピルに関する具体的な問題点として、いわゆる主要目的ルールが適用されるかが論じられている。拙稿「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」名古屋商科大学総合経営・経営情報学論集47巻2号29頁(2003)では、新株予約権の発行を会社によるコール・オプションの発行であると認識し、新株予約権の発行による資金調達機能を認め、ポイズン・ピルとしての新株予約権の発行に対して、主要目的ルール適用が可能であることを示している。

9) 例えば、9月9日の日本経済新聞の第1面では、経済産業省は、敵対的企業買収の防衛策について検討に入るとの報道がなされている。その一方で、内閣府の研究会では、企業買収防衛策に慎重な見解がアメリカでは主張されていることが紹介されている。企業買収防御策に関するルールを確立することが必要なことは明らかといえるが、どのようなルールを構築すべきかは不明確といえるのかもしれない。

10) ポイズン・ピルは、株式購入権を用いた買収防御策であることから、株主ライツプランと呼ばれることもある。太田＝中山・前掲注6) 55頁。

る防御策が一般的に用いられ、俗称としてポイズン・ピルと呼ばれている<sup>11)</sup>。

ポイズン・ピルには、以下の3つの特徴が認められる。

第1の特徴として、取締役会決議で導入できることがある。アメリカにおいて、ポイズン・ピルは、普通株式に株式購入権を配当として付与することによって頒布される<sup>12)</sup>。ポイズン・ピルの発行権限が取締役会に与えられていることは、会社経営陣の判断で、買取拒否権を設定できることを意味する。

第2の特徴として、敵対的企業買収のみを阻止することを目的として、以下の3つの条項が付されることがあげられる。第1に、株式購入権は、企業買収が具体化したときのみ行使可能とする条項（銃爪条項<sup>13)</sup>）が付される。第2に、買収者は、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）が付される<sup>14)</sup>。具体的には、一定の持株比率を有する株主、または、一定の持株を対象に株式公開買付を実施する者は、株式購入権を行使

できないとする規定が設定される。第3に取締役会決議によって株式購入権を消却できるとする条項（消却条項）が付される。取締役会に消却権限を与えることによって、友好的な企業買収は阻害しない機能が与えられるとともに、消却権者である取締役会に買取拒否権が与えられる。

第3の特徴として、敵対的企業買収を事前に予防するということが挙げられる。ポイズン・ピルを発行している会社については、事前に取締役会がポイズン・ピルを消却しなければ、企業買収を実行することはできない<sup>15)</sup>。

ポイズン・ピルは、株式購入権に諸条件を付して株主に頒布することによって、購入権の消却権者に買取拒否権を与えるシステムと評価できる。アメリカでは、ポイズン・ピルなどによって取締役会に買取拒否権を与えることは、いわゆる「まずノーという防御策（Just Say No Defense）の手段として認められている<sup>16)</sup>。

11) ポイズン・ピルの開発経緯については、拙稿・前掲注8) 31-33頁。

12) 太田=中山・前掲注6) 100頁。アメリカでは株主への配当の権限は、一般的に付属定款によって取締役会に与えられている。さらには、デラウェア州において、株主は付属定款を通じて取締役会がポイズン・ピルを導入することを阻止できないことが指摘されている。Lawrence Hamermesh, Corporate Democracy and Stockholder-Adopted By-Laws: Taking Back the Street?, 73 Tulane Law Review 409 (1998)。

13) アメリカではトリガー条項とよばれており、わが国でも、トリガー条項と呼ばれることが一般的である。本稿では、トリガー条項が持つイメージを印象的に表現することを目的とし、あえて、銃爪条項という用語を用いる。

14) 権利行使制限条項は、アメリカにおけるポイズン・ピルの開発過程で盛り込まれたものである。ごく初期のポイズン・ピルは、フリップ・オーバー型と呼ばれ、買収者による株式取得ではなく、株式取得後に対象会社を合併することを防止する機能を有していた。その後、買収者の株式取得を制限するポイズン・ピル（フリップ・イン型ポイズン・ピル）が開発された。フリップ・イン型のポイズン・ピルになって、権利行使制限条項が盛り込まれるようになり、防御の対象も買収者の株式取得にかわった。

15) 例えば、アメリカにおいて、会社支配権争奪に関する重要な判例が下されているデラウェア州では、ポイズン・ピルを発行している会社に対して、敵対的な買収者が買収を実行する場合に裁判所にポイズン・ピルの消却を求めて、訴えを提起することが一般的になっている。ポイズン・ピルの消却を認めるか否かを裁判所が実質的に判断することを通じて、企業買収が妥当なものであるか否かを判断を裁判所が下すことになると分析されている。

16) アメリカの判例状況については、デラウェア州の判例がリーディングケースとされる。

### 3 ポイズン・ピルの発行権限

#### 3-1 取締役会決議による新株予約権の発行

わが国の商法は、新株予約権の発行権限を、原則として取締役会に与えている（商法280条の20第2項）。ただし、第三者に対して特に有利な条件で新株予約権を発行する場合には（第三者に対する新株予約権の有利条件発行、単に有利条件発行と呼ぶ）、株主総会による特別決議が必要となる（280条の21第1項）。

以上のことから、取締役会の発行決議でポイズン・ピルとして新株予約権を発行する場合には、株主割当による発行（株主割当型ポイズン・ピル）、または、第三者に対する非有利条件発行（第三者割当型ポイズン・ピル）が用いられる。

#### 3-2 株主割当型ポイズン・ピルの問題点

株主割当で新株予約権を発行する権限は、取締役会にある。

新株予約権を単純に株主割当で発行したとしても、敵対的企業買収を防止する機能は発揮されない。そこで、株主割当型ポイズン・ピルには、買収者が新株予約権を行使できないとする権利行使制限条項が付される<sup>17)</sup>。

権利行使制限条項は、一定の持株割合を保有する者、または、発行済株式の対象とした

株式公開買付を実施する者について、新株予約権の行使を制限する。一部の株主について新株予約権の行使を制限することは、株主平等原則に違反するのではないかという疑問が提起されている<sup>18)</sup>。

これに対しては、一定の持株比率を有するまたは取得を企画するものは、一律に、新株予約権の行使が制限されるとして、権利行使制限条項は株主平等原則に違反しないとする主張がなされている<sup>19)</sup>。

権利行使制限条項は、株主平等原則に違反しないと主張することには疑問がある。ポイズン・ピルのメカニズム全体を鑑みると、権利行使制限条項は、消却条項と組み合わせることによって、敵対的企業買収者による株式取得を予防するといえよう。敵対的な買収者は、権利行使制限条項によって予約権の行使が制限され、買収が実行できない一方で、友好的な買収者は、消却権者の決定によって予約権そのものが消却され買収が実行できる。ここで、権利行使制限条項のみをとりあげて、株主平等原則に違反しないと論じることは妥当ではないと考える。

権利行使制限条項が、一律に新株予約権の行使を制限するというを全面的に許容するならば、株主割当型ポイズン・ピルを発行は株主権の大幅な変容を伴うといえよう。株

17) 株主割当型ポイズン・ピルには、権利行使制限条項とあわせて、新株予約権が株式と一体に流通するとする非分離条項を付す必要がある。非分離条項には、買収者が事前にポイズン・ピルを買い集めることを予防する効果が認められることから、権利行使制限条項を補完する条項と評価できよう。拙稿「取締役会決議に基づく新株予約権の発行を用いた敵対的企業買収の防御—日本版ポイズン・ピルの問題点を中心に—」判例タイムズ1117号79頁、85頁（2003）では、非分離条項という形で譲渡制限を認める理由を見出すことは困難ではないかと指摘している。

18) 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）、1628号30-31頁〔前田発言〕。

19) 例えば、江頭憲治郎ほか「日本版ポイズン・ピルの導入に関する法的諸問題」武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎編『企業買収防衛戦略』233頁（2004年）、240-241頁（太田発言）。なお、ここでは、アメリカの状況について、恣意性がない客観的条件であり、当該条件に該当することを回避できるようなもので、最終的に会社株主全体の利益につながるものであれば、権利行使制限条項を付しても株主平等原則に反しないとされている。

主割当型ポイズン・ピルが発行された後は、拒否権者の承認がなければ、すべての株主は、一定の比率の持株を実質的に保有できなくなるからである。すべての株主の持分増加をこのように制限する権限を取締役に認めることは、できないと考える<sup>20)</sup>。

以上を勘案すると、新株予約権に権利行使制限条項を付して発行することはできないと考え、株主割当型のポイズン・ピルをわが国で発行することは困難と考える。

### 3-3 第三者割当型ポイズン・ピルにおける有利条件発行の問題

わが国においては、特に有利ではない条件であれば、取締役会決議で新株予約権を第三者に対して発行できる。そこで、新株予約権の第三者に対する発行を用いたポイズン・ピルが考えられる。

第三者割当型ポイズン・ピルの利点は、買収者が新株予約権を取得できないことにある。新株予約権に譲渡制限を付して第三者に発行することによって、対象会社経営陣が望まない者が新株予約権を取得することを完全に防止できる。第三者割当型ポイズン・ピルでは、新株予約権に銃爪条項と消却条項を付すのみでよく、権利行使制限条項や非分離条項を付す必要はない。このような、第三者割当型ポイズン・ピルについては、当該新株予約権の発行が有利条件発行に該当しないかが問題となる。

新株予約権の発行が、有利条件発行となるかについては、予約権の発行価額を基準に判断される（オプション価格基準説）。そこで、

<sup>ひきがね</sup>銃爪条項、および消却条項が、新株予約権の価格にどのように影響を与えるかが問題となる。

<sup>ひきがね</sup>銃爪条項は、新株予約権の行使を買取時に限定することから、新株予約権の価値を引き下げるといえよう。ポイズン・ピルは、<sup>ひきがね</sup>銃爪事由が発生することを回避する目的で設計されていることから、新株予約権が行使される状況はほとんどないと考え、無価値であると解する解釈が提唱されている<sup>21)</sup>。

また、消却条項によって、消却権者はいつでもポイズン・ピルとして発行された新株予約権を消却できる。消却条項を付して新株予約権を発行することは、コール・オプションの売りポジションと、買いポジションを同時に有することになると指摘されている<sup>22)</sup>。

このように、ポイズン・ピルとして発行される新株予約権の価値をつきつめていくと、限りなく無価値に近いといわざるを得ないのかもしれない。そこで、第三者割当型ポイズン・ピルを無償で発行したとしても、新株予約権の有利条件発行には該当しないとする解釈が成り立つ余地があるのかもしれない<sup>23)</sup>。

これに対しては、新株予約権を第三者にポイズン・ピルとして発行する場合は、有利条件発行と推定すべきと考える立場が提唱されている<sup>24)</sup>。

有利条件発行と推定すべきとする第一の理由として、新株予約権をポイズン・ピルとして発行する場合には、その価格を具体的に算定することが困難であることを指摘する。新株予約権に付される条項のうち、予約権の行使価格（280条の20第2項4号）、行使期間

20) 例えば、拒否権付株式を用いた場合に、拒否権の内容に他の株主の持株上昇を含めることができるかは疑問である。

21) グレゴリー・パフ＝山本和也「日本におけるポイズン・ピルの具体化の検討（下）」商事法務1695号42-43頁。

22) 拙稿・前掲注17) 82頁。

23) パフ＝山本・前掲注21) 1695号43頁では、<sup>ひきがね</sup>銃爪条項の存在を理由として、ポイズン・ピルは成就可能性のほとんどない停止条件付オプションと評価し、その価値は限りなく無価値に近いと指摘している。

24) 拙稿・前掲注17) 84頁。

(同項5号)条項は、新株予約権のオプションとして価値算定に直接関係する<sup>25)</sup>。これに対して、行使価格および期間以外の新株予約権の行使条件(同項6号)、消却条件(同項7号)、および譲渡制限(同項8号)は、オプションとしての価格が算出された後に、新株予約権の価格に影響を与える。

ここで、<sup>ひきがね</sup>銃爪条項および消却条項が、新株予約権の価格に与える影響を、具体的に算定することは困難と考えられる<sup>26)</sup>。<sup>ひきがね</sup>銃爪事由が発生するかは、当該会社が敵対的な買収の対象となるかによって決定される。また、<sup>ひきがね</sup>ポイズン・ピルとして発行された新株予約権が消却されるかは、友好的な買収者が登場するかによって決定される。結局、<sup>ひきがね</sup>銃爪事由の発生および、<sup>ひきがね</sup>ポイズン・ピルの消却の可能性を確率的に把握することは困難と考えられる。とするならば、<sup>ひきがね</sup>銃爪条項および消却条項が、新株予約権の価格に与える影響を計算することはできないといえよう。そこで、これら两条項を付して、新株予約権を廉価で第三者に発行することは、有利条件発行の推定を受けるべきと考える。

新株予約権のオプションとしての価値は、当該予約権が行使されることを前提として算出される。これに対して、<sup>ひきがね</sup>ポイズン・ピルとして新株予約権を発行する場合には、予約権が行使されることは想定されていない。とするならば、<sup>ひきがね</sup>ポイズン・ピルとして発行された新株予約権が、有利条件発行であったか否かを、予約権の価格を基準に判断することに疑問が投げかけられるべきなのかもしれない。

### 3-4 小括

取締役会に、新株予約権をポイズン・ピルとして発行する権限があるかについて検討した。まず、新株予約権を株主割当によって発行し、<sup>ひきがね</sup>ポイズン・ピルとして機能させる場合には、権利行使制限条項を付さなければならない。その株主割当型の<sup>ひきがね</sup>ポイズン・ピルは、株主平等原則に違反するないし、株主権の重大な変容を伴うことから認められないと考える。

取締役会決議に基づいて第三者割当によって新株予約権を発行し、<sup>ひきがね</sup>ポイズン・ピルとして機能させるためには、<sup>ひきがね</sup>銃爪条項および消却条項を付されることが多いと予想されるが、これら两条項が新株予約権に与える影響を具体的に計算することは、困難ないし不可能と考えられる。ここでは、<sup>ひきがね</sup>ポイズン・ピルとして発行された予約権が、その価格を下回っているのか否かを判断することができないと考えられることから、<sup>ひきがね</sup>ポイズン・ピルとして新株予約権を発行する場合には、有利条件発行と推定すべきと考える。

以上のことから、わが国の商法においては、<sup>ひきがね</sup>ポイズン・ピルとして新株予約権を発行する権限は取締役会に与えられていないと解釈すべきである。

## 4 ポイズン・ピルの利用形態

### 4-1 新株予約権の第三者に対する有利条件発行を用いた<sup>ひきがね</sup>ポイズン・ピル

これまでの検討において、取締役会決議では、新株予約権を<sup>ひきがね</sup>ポイズン・ピルとして発行

25) オプション評価モデルによると、価格は、オプション発行時点の株価、権利行使価格、および権利行使期間、原資産となる株式の将来価格の変動に関する分布(ボラティリティ)、ならびに安全資産の運用利回りによって計算される。

26) 厳密に考えると、<sup>ひきがね</sup>銃爪条項は、オプション価格算定に際し、株価のボラティリティに影響を与えるといえるのかもしれない。オプション評価モデルが進展して、<sup>ひきがね</sup>銃爪条項がボラティリティに与える影響が算出できるモデルが開発されるのであれば、オプションの価格算定に反映させることが可能となるかもしれない。そのように、<sup>ひきがね</sup>銃爪条項を評価できたならば、本稿の立場からも、有利条件発行には該当しないといえることになる。

できないことを提示した。残された問題は、新株予約権の第三者に対する有利条件発行を用いて、ポイズン・ピルを発行できるのかということである。

新株予約権を第三者に対して有利な条件で発行するには、株主総会の特別決議が必要となる（商法280条の21第1項）。株式会社が公開するプロセスを考慮に入れると、新株予約権の有利条件発行によるポイズン・ピルが、用いられる。例えば、株主総会の特別決議によってポイズン・ピルを導入した後に、株式を公開することが考えられる。また、株式公開後も特定の支配株主が残存する場合には、その支配株主によってポイズン・ピルが導入されることも可能となる<sup>27)</sup>。

そこでポイズン・ピルによって、買収拒否権を設定することの機能を分析し、新株予約権をポイズン・ピルとして発行することが許容されるのかを考察する。

買収拒否権には、第1に、買収時の交渉力を拒否権者に与える機能、第2に、敵対的企業買収を事前の防止する機能、第3に公開前の創業者の私的利益を確保する機能を有する。

これらの機能には、以下の3つの効果が認められる。

第1に、買収時に株主にとって有利な買収条件を導く効果、第2に、株主以外のステークホルダの利益を保護する効果、第3に長期的な利益を実現する効果である。

商法の規定は、新株予約権にどのような条件を付すことができるか、またはできないのかについて、具体的な基準を設けていない。新株予約権にどのような条件が付すかによっ

て、日本版ポイズン・ピルがどのような方法の買収に対して、どのように拒否権を發動できるかが決定される。第1に、銃爪条項において、予約権の権利行使が可能となる事由（銃爪事由）を設定することによって、ポイズン・ピルによって阻止される企業買収の方法が決定される。第2に、新株予約権の消却権者を誰にするかによって、買収拒否権者が決定される。これらの効果を検討し、どのような条件を付せば、新株予約権の第三者に対する有利条件発行を用いてポイズン・ピルを発行できるか考察する。

## 4-2 買収拒否権の効果

### 4-2-1 株主に有利な買収条件が導かれる効果

敵対的企業買収は、株式公開買付によって実行されることから、個々の株主が持株を売却するか否かの判断を通じて、買収の成否が決せられる。買収拒否権を設定した場合には、個々の株主ではなく、拒否権者の判断によって買収の成否が決せられる。ポイズン・ピルの場合、消却権者の判断によって、株式取得による買収が成功するか否かが決せられる。消却権者は、新株予約権を消却するか否かを判断する過程において、拒否権者として買収者と交渉することが可能となる。その利点として、株主に有利な条件が導かれる点が指摘されている<sup>28)</sup>。分散的に株式が保有されている場合には、個々の株主は、買収者に対する交渉力を有しない。そこで、拒否権者に交渉力を付与することによって、株主に有利な買収条件を引き出すことが可能となる。さらに、経営者は、対象会社に関して多くの情報を持

27) 通常、株式会社が持株を公開するプロセスにおいては、一気に分散保有に移行するのではなく、公開直後には、株式の一部のみを公開し、会社支配権は、特定の株主が有し続けることが多いことが指摘されている。Lucian Arye Bebchuk, *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangement*, 152 U. Pa. L. Rev. 713, 728-730 (2004) では、株式公開時に創業者が持株の一部を売却し、支配株主として残存する前提で、買収防御策を株式公開時に設定する意義を理論的に検討している。

28) Lucian Arye Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 U. Chi. L. Rev. 973, 1007 (2002)

ちうることから、買収拒否権を取締役に与え、買収提案が会社の価値を反映しているかなどは、対象会社取締役が判断することが適切と分析されている<sup>29)</sup>。

#### 4-2-2 株主以外のステーク・ホルダの利益を保護する効果

株式取得による買収の正否を個々の株主の判断にゆだねた場合には、株主以外のステークホルダの利益は考慮されない。これに対して、拒否権者が、買収者と交渉する過程では、株主以外のステークホルダの利益を買収者に考慮するように主張できる。このように、買収拒否権を設定することによって、株主以外のステーク・ホルダの利益を保護する効果が期待される<sup>30)</sup>。

また、企業買収防御策を設定することによって、創業者の利益を保護できる。株式公開のプロセスを考慮に入れると、公開前に企業買収防御策を設定し、創業者の利益を確保することによって、分散保有への移行が促進される効果が得られることが指摘されている<sup>31)</sup>。創業者が会社に私的な利益を有している場合には、その利益を手放すことをためらい、株式の公開ないし分散保有への移行そのものを控える可能性がある。そこで、買収拒否権を設定し、創業者の私的利益を確保することは、分散保有への移行を促進する効果があると指摘されている。

#### 4-2-3 長期的利益が実現する効果

ポイズン・ピルは企業買収の中から敵対的な買収を選別し抑制する。敵対的企業買収を抑制することによって、会社は長期的な利益を考慮に入れて経営できるという利点が指摘されている。

敵対的企業買収の脅威が存在する場合には、経営者は、長期的な利益を犠牲にして、短期的な利益を追求する可能性がある<sup>32)</sup>。買収拒否権を設定することによって、敵対的企業買収の脅威を緩和できることから、経営陣は長期的な利益を実現できることになる<sup>33)</sup>。

### 4-3 買収拒否権の具体的内容

#### 4-3-1 買収拒否権者

日本版ポイズン・ピルにおいては、新株予約権の消却権者に買収拒否権が付与される。わが国の商法280条の20第2項7号において、新株予約権に消却条件を付すことは可能としているが、誰に消却権限を与えるかについては、具体的に規程していない。

買収拒否権の効果のうち、株主以外のステーク・ホルダの利害を調整する効果を考慮すると、日本版ポイズン・ピルの消却権限は、取締役会に限定することなく、従業員、または創業者に直接付与してもかまわないといえるのかもしれない。

一方、買収拒否権を設定することによって、株主と拒否権者との間にエージェンシー問題が発生する<sup>34)</sup>。例えば、拒否権者が自らの私

29) 森田・前掲注4) 218頁参照。

30) 買収によって株主が得られる利益よりも、株主以外のステーク・ホルダが失う利益が多ければ、株主以外のステーク・ホルダの利害関係者のレント・プロテクションが実現することが望ましいと説明されている。Bebchuk, supra note 27, 733-734.

31) Bebchuk, supra note 27, 728-744, 拙稿「支配株式の取得規制と敵対的企業買収への防御策(1)・(2完)」名古屋商科大学総合経営・経営情報学論集48巻2号23頁、名古屋商科大学論集49巻1号21頁、34頁(2004)。

32) いわゆる rational myopia の問題として指摘されている。

33) 武井一浩「企業買収防衛戦略の必要性と正当性」武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎編著『敵対的企業買収防衛戦略』3頁、24頁(商事法務・2004年)。

34) Bebchuk, supra note 28, 991, 森田・前掲注4) 213頁。

的な利益を優先して買収の可否を判断する危険性があるといえよう<sup>35)</sup>。

取締役会に消却権限を付与した場合には、株主にとって有利な買収提案にもかかわらず、取締役会が新株予約権を消却しないならば、取締役の責任が追求されるであろう<sup>36)</sup>。一方、取締役会以外に消却権限が付与された場合に、拒否権者が新株予約権を消却しなかったとしても、拒否権者の責任を追及できるとはかぎらない<sup>37)</sup>。

株主以外のステークホルダとして、創業者または従業員を念頭に置いた場合には、日本版ポイズン・ピルの消却権者を取締役に限定したとしても、その利益は相当程度保護できるのではないかと考える。

まず創業者が、株式公開後も、自らの私的利益を確保することを望んでいる場合には、取締役として会社経営に関与していることが多いと考えられよう。とすると、買収拒否権者を取締役に限定したとしても、株式公開ないし分散保有へ移行する効果は損なわれまいと考えられる。

つぎに、従業員については、直接に買収拒否権を与えるのではなく、取締役会が、買収拒否権を行使する段階において、従業員の利益保護を、実現していく仕組みが妥当ではないかと考える。

以上のことから、日本版ポイズン・ピルにおいては、買収拒否権者を取締役に限定することが望ましいと考える。

4-3-2 どのような買収に対する拒否権を与えるべきか

日本版ポイズン・ピルにおいては、<sup>ひきがね</sup>銃爪事由の設定方法によって、買収拒否権が発動される買収が決定される。ここでは、委任状によって一定割合の議決権を取得ないし行使することも、<sup>ひきがね</sup>銃爪事由として認めるべきかが問題となる。

日本版ポイズン・ピルとして新株予約権を発行する場合には、<sup>ひきがね</sup>銃爪事由は買収者による株式取得および公開買付の実施に限定すべきと考える。<sup>ひきがね</sup>銃爪条項に株式取得と議決権の行使の双方を含めた場合には、もはや<sup>ひきがね</sup>銃爪事由を生じさせることなく敵対的な企業買収を実行することは困難となろう。新株予約権を消却しなければ買収を実施することは不可能となるならば、強大な拒否権限が与えられかねない<sup>38)</sup>。

敵対的な企業買収を抑制することには、会社が長期的な視点で経営することを可能とすると同時に、敵対的な企業買収の脅威による経営陣への規律付けを緩和ないし除去する弊害が並存すると指摘されている。ここで、買収拒否権者に事後的な責任を追及したとしても、ポイズン・ピルの発行によって敵対的な企業買収が事前に抑制されることから生じる社会的な損失には対応できない。日本版ポイズン・ピルを発行している会社は、企業買収の対象となることは少なく、そもそも、買収時に拒

35) 拒否権者が買収を拒否して得る利益が、買収によって株主が得る利益を上回る場合には、効率性の観点からは買収を拒否することが望ましいといえる。

36) 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、461-463頁(2002)。

37) このような場合には、新株予約権の不正発行、新株予約権の無効を問うか、新株予約権の発行した取締役の責任を追及することが考えられる。

38) アメリカでは、ポイズン・ピルなどの買収拒否権は、企業買収を委任状合戦に導く効果があることから有用とする見解が提唱されている。Lucian Arye Bebchuk and Oliver Hart, Takeover Bids vs Proxy Fight, Harvard John Olin Discussion Paper No. 336, available at <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/Olin.No.336.Bebchuk-Hart.Oct2001.pdf> (visited Dec 20, 2004), 森田・前掲注4)223頁

否権者の責任が問われることは稀と考えられるからである。

そこで、委任状による議決権取得は銃爪事由<sup>ひきがね</sup>にできないと解し、委任状合戦を買収の手法として確保すべきと考える。

#### 4-3-3 サンセット条項の必要性

買収拒否権に有効期限を定めることによって、拒否権が持つ弊害を全体的に制御することができる。アメリカにおける学説では、取締役会の買収拒否権は、サンセット条項を設定し、年限つきで認めるべきとする見解が提唱されている<sup>39)</sup>。

新株予約権の本質は、コール・オプションである。オプションは期限が定められて初めて有限の価格をしめすことを鑑みると、サンセット条項によって新株予約権の有効期限を付すことは当然と考えられるのかもしれない。

#### 4-4 小括

商法では、株主総会の特別決議を経れば、新株予約権を第三者に有利な条件で発行できる旨を定めているが、買収拒否権を付与することを目的として発行できるのか、どのように有利な条件が許容されるのか、などは具体的に規定していない。日本版ポイズン・ピルとして新株予約権を付与する場合には、誰に拒否権を与えるべきか、およびどのような買収に対して拒否権を与えるべきかが問題となる。そこで、本稿の立場からは、以下の3つを主張する。

第1に、買収拒否権が与えられるのは、取締役会であるべきと主張する。

第2に、委任状勧誘によって遂行される買収に対してまで拒否権を与えるべきではないと主張する。

第3に、新株予約権を日本版ポイズン・ピルとして発行する場合には、権利行使を一定期間に制限すべきであると主張する。

上記3つの条件を、日本版ポイズン・ピルとして、新株予約権を第三者に対して有利な条件で発行する基準として提示する。なお、これらの基準は、セーフ・ハーバー・ルールとして提示する。これらの基準を充たさないタイプの日本版ポイズン・ピルが発行された場合には、個別にその合理性が問われるべきと考える。

## 結 語

本稿では、新株予約権を用いた買収防御策に対象を限定し、その法的問題点を検討した。近時には、優先株式の発行を用いてポイズン・ピルと同等の効果を得ようとする買収防御策が用いられている。たとえば、UFJ銀行においては、優先株に転換条項を付与して第三者に割当てる手法が用いられている。割当てられた優先株式に議決権が付与される条件が、日本版ポイズン・ピルで検討された銃爪条項<sup>ひきがね</sup>と類似している<sup>40)</sup>。

ポイズン・ピルなどの買収拒否権は、効能と副作用が並存し、それぞれが強烈に作用する。ポイズン・ピルについては、それが劇薬であることを認識し、有効的に服用するための処方箋が必要ではないかと考える。また、買収拒否権には、敵対的企業買収の脅威を緩和し、経営陣への規律付けを緩和しない除去する効果が認められる。わが国の会社全体がポイズン・ピル依存することのないように、運用状況を注視する必要があると考える。

追記:本稿は科学研究補助金(「会社によるオ

39) Bebchuk, *supra* note 30, 751-752, ここでは、期差取締役を対象としてサンセット条項を論じている。

40) 2004年9月11日の日本経済新聞第3面では、UFJ銀行の買収防御策は、三井住友銀行が委任状合戦によって買収を遂行する場合も対象としていると報じられている。

プシヨンの発行に関する法的問題点」(科学研究費補助金・若手研究(B)15730056・研究代表者家田崇)による研究成果の一部である。本稿執筆に当たっては、平成16年11月9日に名古屋商科大学研究ワークショップにおいて研究発表をおこない、参加された諸先生から有益な示唆を得た。この場を借りて厚くお礼を申し上げる。

### 参考文献

- Lucian Arye Bebchuk, Why Firms Adopt Antitakeover Arrangement, 152 U. Pa. L. Rev. 713, 728-730 (2004).
- Lucian Arye Bebchuk, The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, 69 U. Chi. L. Rev. 973 (2002).
- Lucian Arye Bebchuk and Oliver Hart, Takeover Bids vs Proxy Fight, Harvard John Olin Discussion Paper No. 336 (2001), available at <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/Olin.No.336.Bebchuk-Hart.Oct.2001.pdf> (visited Feb. 22, 2005).
- Martin Lipton, Pills, Polls and Professors Redux, 69 U. Chi. L. Rev. 1037 (2003) (邦訳として、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)・(中)・(下)」商事法務1641号70-80頁、1643号26-38頁、1644号23-32頁)。
- Lawrence Hamermesh, Corporate Democracy and Stockholder-Adopted By-Laws: Taking Back the Street?, 73 Tulane L. Rev. 409 (1998).
- 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)。
- 江頭憲治郎ほか「日本版ポイズン・ピルの導入に関する法的諸問題」武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎編『企業買収防衛戦略』233頁(2004)。
- 太田洋＝中山龍太郎「米国におけるポイズン・ピルの『進化』とその最新実務」武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』81頁(2004・商事法務)(初出は商事法務1653号4-頁、1662号20頁(2003))。
- 神田秀樹＝武井一浩編著『新しい株式制度』、(有斐閣・2002)。
- 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)。
- 齋藤輝真＝富吉剛弘＝鈴木賢一郎＝伊藤聖之「事例で見る敵対的TOB」野村證券IBコンサルティング部編『敵対的M & A防衛マニュアル』39頁(2004)。
- 柴田和史「ポイズン・ピル(-)」法学志林87巻4号77頁(1990年)。
- 徳本稜『敵対的企業買収の法理論』(九州大学出版会・2000)。
- グレゴリー・パフ＝山本和也「日本におけるポイズン・ピルの具体化の検討(上)・(下)」商事法務1694号16頁、1695号40頁。
- 武井一浩「企業買収防衛戦略の必要性と正当性」武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎編著『敵対的企業買収防衛戦略』3頁、24頁(商事法務・2004)。
- 藤田友敬「オプシヨンの発行と会社法(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)。
- 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)。
- 松井秀征「敵対的企業買収に対する対抗策の基礎」武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』183頁(2004・商事法務)(初出は立教法学63号101頁(2003))。
- 森田果「企業買収防衛策をめぐる理論状況」武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』183頁(2004・商事法務)211頁(初出は商事法務1662号13頁、1664号29頁(2003))。
- 拙稿「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」名古屋商科大学総合経営・経営情報学論集47巻2号29頁(2003)。
- 拙稿「取締役会決議に基づく新株予約権の発行を用いた敵対的企業買収の防御—日本版ポイズン・ピルの問題点を中心に—」判例タイムズ1117号79頁(2003)。
- 拙稿「支配株式の取得規制と敵対的企業買収への防御策(1)・(2完)」名古屋商科大学総合経営・経営情報学論集48巻2号23頁、名古屋商科大学論集49巻1号21頁、34頁(2004)。