

第4款 募集新株予約権の発行をやめることの請求

◆第247条

第247条 次に掲げる場合において、株主が不利益を受けるおそれがあるときは、株主は、株式会社に対し、第238条第1項の募集に係る新株予約権の発行をやめることを請求することができる。

- 一 当該新株予約権の発行が法令又は定款に違反する場合
- 二 当該新株予約権の発行が著しく不公正な方法により行われる場合

【条文の概要】

本条は、募集新株予約権の発行差止めについて定める。株主は、募集新株予約権の発行が法令若しくは定款に違反する場合又は新株予約権の発行が著しく不公正な方法により行われる場合において、株主が不利益を受けるおそれがあるときは、会社に対し、当該新株予約権の発行をやめることを請求することができる。

本条は、株式についての210条に対応する条文である。

…… 論 点 ……

- 1 新株予約権無償割当ての差止め
- 2 新株予約権を用いた買収防衛策
- 3 支配権維持目的の新株予約権の発行が認められる場合
- 4 自己新株予約権の処分差止め
- 5 新株予約権の行使に伴う株式交付差止め
- 6 組織再編等における新株予約権の交付差止め

論点 ① 新株予約権無償割当ての差止め

新株予約権無償割当ては、募集新株予約権の発行の一形態ではなく別の制度として会社法上規定されているが、募集新株予約権の発行差止めの規定（本条）に対応する規定が存在しない。しかし、新株予約権は、持株比率に応じて無償で割り当てられる場合でも、差別的行使条件などの条件・条項の定め方次

第で既存株主に不利益を与える可能性があり、募集新株予約権の発行と同様の事前の救済手段を認める必要性が高いため、本条を新株予約権無償割当ての差止めにも類推適用すべきと解されている（東京地決平成19・6・28商事法務1805号43頁 [28131509]・ブルドックスソース事件東京地裁決定、東京高決平成19・7・9商事法務1806号40頁 [28131622]・ブルドックスソース事件東京高裁決定）。なお、本条に基づく差止め（通常は、同条の差止請求権を被保全権利とする差止仮処分の形で争われる）は、本来、新株予約権の発行が行われるまでに行われなければならないので、新株予約権無償割当てに類推適用する場合も、無償割当ての効力が生じるまでに行われなければならないはずである。しかし、最二小決平成19・8・7民集61巻6頁5号2215頁 [28131919]（ブルドックスソース事件最高裁決定）は、無償割当ての効力が生じた後に、仮処分の申立ての利益が失われたことを理由に申立てを却下するのではなく、実態判断をしたうえで特別抗告を棄却しており、申立ての利益が失われなかったとした理論構成については不明である。

事例

株主が敵対的公開買付けを開始したことへの対応策として、会社が株主総会特別決議に基づき行おうとしている新株予約権無償割当てについて、当該株主が、新株予約権者の属性に応じて異なる取扱いを定めている新株予約権の内容が株主平等原則（109条1項）に反し、法令に違反することなどを理由として、本条の類推適用に基づき、これを仮に差し止めることを求めた事案において、新株予約権無償割当てについても、それが株主の地位に実質の変動を及ぼす場合には、本条の規定が類推適用されると解すべきであるところ、本件の新株予約権について定められた差別的な行使条件又は取得条項のために、当該株主関係者が持株比率の低下という不利益を受けるとしても、本件の新株予約権無償割当ては、株主総会の特別決議に基づき行われるものであって、当該株主関係者の有する株式の数に応じて適正な対価が交付され、株主としての経済的利益が平等に確保されていると一応認められるから、本件の新株予約権無償割当ては、株主平等原則や278条2項の規定に違反するものということとはできないなどとして、申立てを却下した（前掲平成19年東京地決・ブルドックスソース事件東京地裁決定）。

上記事案の即時抗告審において、会社法は株主平等原則を定めているが、株主間に差別的な取扱いがなされたとしても、この点に合理的な理由があれば、株主平等原則に反するものではなく、また、会社法に定める株主の権利行使は当然のことながら、信義誠実等の基本的な法規範の規律のもとにあり、権利の濫用にわたるような行使は

許されないのであるから、他者の権利との相対的な関係において一定の場合には制約を受けることがあり、株主の属性によって株主間に差異を設けることが当該会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る場合には、それは株主平等原則に反しないというべきであるところ、真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、専ら当該会社の株価を上昇させて当該株式を高値で会社関係者等に引き取らせる目的で買収を行うなどのいわゆる濫用的買収者が、濫用的な会社運営を行うないし支配することは、会社の健全な経営という観点を欠くのであるから、結局はその株式会社の企業価値を損ない、ひいては株主共同の利益を害するものであり、このような濫用的買収者（本件の当該株主はこれに該当する）は株主として差別的取扱を受けることがあったとしてもやむを得ないとして、抗告を棄却した（差止めを認めなかった）（前掲平成19年東京高決・ブルドックソース事件東京高裁決定）。

上記事案の許可抗告審において、①109条1項に定める株主平等の原則の趣旨は、株主に対して新株予約権の無償割当てをする場合にも及ぶ、②特定の株主による経営支配権の取得に伴い、株式会社の企業価値が毀損され、株主の共同の利益が害されることとなるような場合に、その防止のために上記特定の株主を差別的に取り扱うことは、衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、109条1項に定める株主平等の原則の趣旨に反しない、③特定の株主による経営支配権の取得に伴い、株式会社の企業価値が毀損され、株主の共同の利益が害されることとなるか否かについては、株主総会における株主自身の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、と判示したうえで、本件の新株予約権無償割当ては、株主総会において当該株主以外のほとんどの株主が賛成したことや当該株主に対して相当額の金員を交付することとなっていること等を考慮して、不公正発行ではないとして、上告を棄却した（差止めを認めなかった）（前掲平成19年最二小決・ブルドックソース事件最高裁決定）。

論点 2 新株予約権を用いた買収防衛策

我が国では、買収防衛策として、敵対的買収者以外の株主が保有する新株予約権は行使可能だが、敵対的買収者である株主が保有する新株予約権は行使できないという内容の差別的行使条件を付した新株予約権を用いたものが一般的である。より厳密には、一般株主による新株予約権の行使漏れを防止するため、新株予約権は同様の差別的条件を付した取得条項付とし、会社が取得条項を発動させる運用を想定するのが通常である。また、新株予約権を敵対的買収者が現れた時点の株主に付与する方法（言い換えると、敵対的買収者が現れるまでは、

発行済株式に新株予約権を随伴させる方法)として、事前に買収防衛策の内容を公表しておいたうえで、必要なタイミングで新株予約権無償割当てを行う方法(事前警告型買収防衛策)とあらかじめ株主を受益者とする他益信託勘定宛に新株予約権を発行しておき、敵対的買収者が現れた際に受益者であるその時点の株主に対して信託勘定から新株予約権の現物償還を行うという方法(信託型買収防衛策)があるが、導入・仕組みの簡単さ、導入後の変更の容易性、コストの安さ等から、前者による例がほとんどである。買収防衛策の手の流れ、客観性・中立性を確保するための仕組み、買収防衛策導入の決定機関などについて、アメリカの敵対的買収をめぐる議論などを参考に、ニッポン放送事件やブルドックソース事件を踏まえて様々な議論がなされており、経済産業省企業価値研究会による「企業価値報告書」(平成17年5月27日)・「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」(平成20年6月30日)、法務省・経済産業省による「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(平成17年5月27日)などが公表されている。なお、本条の論点で言及するニッポン放送事件もブルドックソース事件も、一般的に導入されている買収防衛策についての裁判例ではない。

論点 3 支配権維持目的の新株予約権の発行が認められる場合

募集新株予約権の発行が、正当な事業目的のために行われる場合(将来の権利行使により長期的に自己資本の充実を期待する、役職員へのインセンティブ報酬として交付する、借入れ・社債・優先株などと組み合わせて資金調達に当たっての誘因(sweetener)として交付するなど)には不公正発行とはならないが、経営陣が支配権維持目的で行う募集新株予約権の発行は、募集株式の発行等と同様に、不公正発行に該当すると考えられている。募集株式の発行等においては、当該発行等の主要な目的が支配権の維持・変動か、資金調達その他の会社の正当な事業遂行かを検討し、前者である場合に差止めを認めるという主要目的の考え方が採用されているが、募集新株予約権の発行においてもおおむね同様の考え方が一般的である。ただし、募集新株予約権の発行の場合、新株予約権の行使がなされるかどうか、行使されるとしていつ行使されるかは新株予約権

者の判断にゆだねられているため、募集株式の発行等のように正当な事業目的として資金調達の一必要性を挙げるのは難しいことが多い。

会社支配権をめぐる現経営陣と買取者が争っている場合において、いずれが経営者としてふさわしいかは株主が決めるべき事項であり、経営者としての単なる優劣をもって裁判所が差止めの可否を決することはできない。しかし、経営者としての単なる優劣を超えて、買取者が濫用的意図をもって対象会社株式を買い集めている場合には、それを放置すると他の株主の利益を損ないかねないことから、これに対抗するために新株予約権を発行することは不公正発行には当たらず許されるという考え方も有力である（東京地決平成17・3・11判タ1173号143頁〔28100549〕・ニッポン放送事件東京地裁申立審決定、東京地決平成17・3・16判タ1173号140頁〔28100550〕・ニッポン放送事件東京地裁保全異議審決定）。ただし、濫用的買取かどうかの判断基準については様々な考え方があり、一致した見解はない。判断基準としては、東京高決平成17・3・23判タ1173号125頁〔28100561〕（ニッポン放送事件東京高裁決定）で示された4要件（グリーンメイラー、焦土化経営、資産流用、一時的高配当・高値売抜け）が有名であるが、この4要件が形成された経緯・根拠が不明であるのみならず、この4要件にはレバレッジド・バイアウト（LBO）や遊休資産の売却処分による株主価値の向上など、経済合理性のある企業買取をも含むかのように読め、制限的に解釈する必要があると指摘されている（藤田友敬「ニッポン放送新株予約権発行差止事件の検討（下）」商事法務1746号（2005年）5頁）。

東京高決平成19・7・9商事法務1806号40頁〔28131622〕（ブルドックソース事件東京高裁決定）では、敵対的公開買付けを仕掛けた投資ファンドを濫用的買取者であると認定し、対象会社が行った差別的行使条件付新株予約権の無償割当てによる対抗措置が正当化されるとしているが、この場合の濫用的買取者の認定手法については批判がなされている。ただし、この事件においては、敵対的買取者以外の株主のほとんどが対抗措置を支持していることを考えると、そもそも対抗措置を講じなくても買取が成功する可能性は非常に低かったのではないと思われる。現に、同じ投資ファンドは並行して別の上場会社に対して敵対的公開買付けを行ったが、当該上場会社は対抗措置を何ら講じなかったもの

の、ほとんど応募がなく公開買付けが不成立で終わっている。これらの事情を企業買収実務の観点からみると、買収を真剣に検討している者であれば事前調査の段階で当然票読みを行うので、その程度のことは当然把握可能であったのではないかと、もし把握していたのであれば一体何のために敵対的公開買付けを行ったのかなど疑問が尽きない。背景にインサイダー取引や買収者側の粉飾決算等が絡んでいたことが後日判明したニッポン放送事件とともに、ブルドックソース事件は敵対的買収をめぐる重要な裁判例であるが、いずれも限られた時間内で争われる仮処分事件の中で事実関係がどの程度掘り下げられていたのかは不明であり、そのような事実関係の疎明を踏まえた規範定立・認定であったことは軽視すべきではないであろう。

事例

会社経営陣と対立する株主が、敵対的買収防衛目的の会社による従前の発行済み株式数の約1.44倍に相当する新株予約権の第三者割当てによる発行について、有利発行であるのに株主総会決議を欠くこと、及び、著しく不公正な方法による発行であることを理由として、発行の差止めを求めた事案において、発行価格と行使価格の合計額が取締役会における新株予約権発行決議の前日の終値の93パーセントに相当する価格による発行は特に有利はいえないが、本件の新株予約権発行は現経営陣による支配権維持を主目的としており、当該株主の株式取得による支配権の獲得が会社の企業価値を著しく毀損することが明かではなく、本件の新株予約権発行を正当化する特段の事情も認められないとして、発行差止めを認めた（前掲平成17年東京地決〔28100549〕・ニッポン放送事件東京地裁申立審決定）。

上記事件の保全異議審において、本件の新株予約権発行は現経営陣による支配権維持を主目的としており債権者の株式取得による支配権の獲得が債務者の企業価値を著しく毀損することが明らかではなく、また本件の新株予約権発行を正当化する特段の事情も認められないとした原決定を支持し、被保全権利と保全の必要性があるとして仮処分決定を認可した（前掲平成17年東京地決〔28100550〕・ニッポン放送事件東京地裁保全異議審決定）。

上記事件の保全抗告審において、①会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において、株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者又はこれを支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株予約権の発行がされた場合には、原則として平17改正前商法280条ノ39第4項、280条ノ10の「著しく不公正ナル方法」