

取得条項付新株予約権による買収防衛策の影響と法的問題点

甲南大学会計大学院 准教授 家田 崇

① はじめに

取得条項付新株予約権は、日本における敵対的企業買収からの防衛策として、有力な選択肢となると予想される。取得条項付新株予約権を含めて、新株予約権による買収防衛策に関しては、平成13年11月の商法改正で新株予約権の制度が導入される先後から¹様々な分析がなされ²、司法の場でもたびたび争われおり、このなかには、取得条項付新株予約権による買収防衛策に関する司法判断も存在している³。最高裁決定平成19年8月7日にいたるまでの一連の司法判断⁴では、取得条項付新株予約権が買収防衛策として発行され、その差止の可否が争われた。ここでは、買収者が企業価値を低める買収者に該当するか否かが主な争点とされ、最高裁決定では買収防衛策を許容する司法判断が示されている。取得条項付新株予約権による買収防衛策が実施されると、買収者に対価を与えて対象会社から退出させることとなり、このような買収防衛策を認めることはいわばグリーン・メールを合法化させるスキームを会社法に導入することになるのではないかと、などの問題点も指摘されている⁵。

本稿は、取得条項付新株予約権を用いた買収防衛策の経済的な特性を検証し、それをふまえた上で法的な問題点を検討する。まず、取得条項付新株予約権による買収防衛策の経済的な特性を明らかにする(2)。ここでは、取得条項付新株予約権による買収防衛策が、買収の対象となった会社の企業価値にどのような影響をあたえるのかを検討するとともに、このような買収防衛策が存在することは買収者の行動にどのような影響するのかを検討する。つぎに、取得条項付新株予約権を買収防衛策に用いることに伴う法的な問題点を検討する(3)。取得条項付新株予約権による買収防衛策の特徴は、①買収者の持株比率を強制的に低下させる点、および②買収者に対価が支払われる点にある、と考える。このような取得条項付新株予約権について、株主平等原則の観点から問題は生じないのか、会社法における他の規制の潜脱手段として用いられる可能性がないかを検討する。

なお、本稿での検討対象となる会社は、会社法2条5号に定義されている公開会社に限定し、引用する条文は特に断りのない限りは会社法の条文となっている。

1 新株予約権に関連する法制度の歴史的経緯については、家田崇「種類株式・新株予約権に関する会社法制の歴史的経緯」浅木慎一ほか編『検証会社法』(浜田道代先生還暦記念)321頁(信山社、2007年)、348-366頁。

2 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)、家田崇「新株予約権を敵対的企業買収の防衛策として発行することの可否」名古屋商科大学総合経営・経営情報論集47巻2号22頁(2003年)、太田洋一・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』武井一浩ほか編『企業買収防衛戦略』81頁(商事法務、2003年)[初出は商事1653号4頁・1662号20頁(2003年)]、田中亘「敵対的企業買収に対する防衛策についての覚書」武井一浩ほか編『企業買収防衛戦略Ⅱ』243頁(商事法務、2006年)[初出は民商131巻4=5巻622頁(2005年)]。

3 東京地決平成18年6月30日。この事件では、第三者に対して取得条項付新株予約権が発行されており、そこで、取得条項の影響を過大に評価して発行価額を算出していたことから、このような新株予約権の発行は認められるべきではないと判断することは、比較的容易であったと考えられる。

4 最決平成19年8月7日別冊商事法務311号438頁。その原々審決定として、東京地決平成19年6月28日別冊商事法務311号243頁、原審決定として、東京高決平成19年7月9日別冊商事法務311号345頁。これら一連の司法判断と、そこから生じる法的問題点については、田中亘「ブルドックソース事件の法的検討」別冊商事法務311号1頁(2007年)[初出は商事1809号・1810号(2007年)]。

5 田中・前掲(4)23頁。

② 取得条項付新株予約権を用いた買収防衛策の影響

(1) 問題の所在

ここでは、取得条項付新株予約権を用いた買収防衛策の経済的な特性を明らかにする。具体的には、買収防衛策が実施される前後の企業価値を比較し、取得条項付新株予約権が、対象会社の企業価値にあたえる影響を考える。つぎに、取得条項付新株予約権を用いた買収防衛策が、企業価値を低める敵対的買収者と企業価値を高める敵対的企業買収者の行動にどのような影響にあたえるのかを検討する。

検討する過程を明確化するために、事例を設定して、取得条項付新株予約権を用いた買収防衛策が、各当事者にどのような経済的利得を生じさせるのかを明らかにする⁶。

買収の対象会社（以下、対象会社とよぶ）として発行済株式総数1000株の株式会社を設定する。対象会社は資金4000を必要とするプロジェクトのために4000の現金を保有しており、ほかに9000の固定資産を有しているとする。対象会社の総資産は、現金4000と固定資産9000と、プロジェクトのNPV（Net Present Value）となる。このプロジェクトのNPVは4000とする。また、簡略化のため、対象会社に負債はなくすべて株主資本で構成されているとする（表1参照）。

表1：対象会社の資産価値（市場価値ベース）

現金（投資目的で保有）	4000	負債	0
固定資産	9000	株主資本	17000
投資機会のNPV （4000の投資が必要）	4000		
総資産価値	17000	企業価値	17000

買収者は、対象会社の発行済株式の20%に当たる200株をすでに保有しており、会社支配権の取得を目指し株式公開買付を実施する。公開買付価額は、対象会社の株価に50%のプレミアムを付した価格とする。買収開始前の対象会社の株式は、対象会社の総資産17000を1000株で除した価値があることから、一株あたり17となる。これに50%のプレミアムを付した価格が公開買付価格となるので、公開買付価格は25.5となる。

買収者による株式公開買付に対する防衛策として、対象会社は取得条項付新株予約権を発行する。募集新株予約権は、株主割当の方法で発行されとする。取得条項付新株予約権は一株あたり一個交付され、一個の新株予約権を行使すると、募集株式三株が無償⁷で引き受けられるとする。新株予約権には取得条項が付されており、買収者に割当てられた新株予約権については、取得条項に基づき会社が強制的に取得する。取得価額は、新株予約権一個につき、19,125とする。これは、一株あたりの公開買付価格4分の3に相当する。結局、取得条項による新株予約権の取得によって、会社は買収者に3825を支払うことになる。

買収防衛策を通じて、買収者以外の株主の持株数は4倍になるが、買収者は新株予約権を行使できないことから、持株数は変わらない。結局、実質的には買収者の持分のうちの4分の3を会社が取得することになる。

防衛策を実施する前後の持株の状況は以下ようになる。まず、買収者は防衛策が実施された後も

6 事例の設定には、リチャード・ブリーリー＝スチュワート・マイヤース＝フランクリン・アレン著『コーポレート・ファイナンス（上）（第8版）』藤井真理子＝国枝繁喜監訳（日経BP社、2007年）516～521頁を参考とした。ここでは、配当政策が企業価値に無関係であることを、事例で説明している。

7 実際に新株予約権を発行する場合には、新株予約権の権利行使価格を0とする名目的に1円とすることが予想される。

持株数は上昇しないことから、持株数は200にとどまる。一方、買収者以外の株主は新株予約権を使用して既存の持株数の3倍に当たる募集株式を引き受けることから、持株数は800から4倍の3200に上昇する。対象会社の発行済株式総数は、この合計の3400株となる。防衛策によって、買収者の持分は20%から約5.8%に低下する。これに対して買収者以外の持株比率は、80%から94.1%へ上昇する(表2参照)。

表2：株主の持株変動状況

	買収者	買収者以外の株主
買収前の株式数(持株比率)	200(20%)	800(80%)
買収後の株式数(持株比率)	200(5.8%)	3200(94.1%)

防衛策が実施された後に、買収者と買収者以外の株主が保有する資産の状況は以下のようになる。まず買収者は、買収防衛策が実施され取得条項に基づいて新株予約権が会社に取得された結果、現金3825を受け取る。これに加えて対象会社の株式を200株保有している。一方、買収者以外の株主は、対象会社の株式を3200株保有することになる。

(2) 取得条項付新株予約権による買収防衛策が企業価値に与える影響

①. 取得条項付新株予約権による買収防衛策は企業価値に影響を与えないとする説(仮説の提示)

取得条項付新株予約権を用いた買収防衛策は、対象会社の企業価値にどのように影響をあたえるのか。これは、取得条項に基づいて買収者に資金が支払われることが企業価値にどのような影響をあたえるのかという問題と同視できる。

ここでは、「取得条項に基づく新株予約権の取得によって、会社から買収者に現金が支払われたとしても対象会社の企業価値には影響を与えない」とする仮説を提示して検討する。この仮説は、配当政策が企業価値に影響を与えないとする見解に基礎を置く。この見解は、M.ミラーおよびF.モジリアニによって1961年に提唱されたものであり⁸、その骨子は、企業の資産が配当としてどれだけ株主に流出しようとも、企業は流出額に相当する資金を調達できる限り、従来の経営方針を維持できることから、将来キャッシュ・フローが影響を受けることはなく、企業価値も変わらないというものである⁹。自己株式の取得によって会社から株主に資金が流出した場合についても、配当の場合と同様に企業価値には影響を与えないと説明されている¹⁰。この見解を応用して、取得条項付新株予約権による買収防衛策にあてはめるとどうなるのか、以下で検討していく。

②. 取得条項に基づく新株予約権の取得が企業価値に与える影響

取得条項に基づいて買収者から新株予約権を取得することは、実質的には買収者の持株の一部を自己株式として取得することと類似の帰結を導く。事例では、買収者の有する持株200株のうち4分の3の150株を、一株あたり25.5で取得し対価を3825支払うことと、取得条項付新株予約権を用いた防衛策は、買収者が得る対価、および各株主の持株比率の点について全く変わらない。両者の相違は、買収者の持株比率を低下させる要因である。取得条項付新株予約権では、買収者以外の株主についてのみ持株数・持株比率がともに上昇することに伴い相対的に買収者の持株比率が低下することに対して、自己株式の取得では、買収者の持株数のみが低下することに伴い持株比率も低下することになる(表3参照)。

⁸ M. H. Miller and F. Modigliani, *Dividend Policy, Growth and the Valuation on Shares*, Journal of Business 34, P411-433 (1961).

⁹ 配当政策が企業価値に影響を与えないとする立場は、中間派とよばれる。その立場による理論的説明については、ブリーリー＝マイヤース＝アレクサンダー・前掲(6)514-516頁。

¹⁰ ブリーリー＝マイヤース＝アレクサンダー・前掲(6)518-521頁。

表 3：取得条項付新株予約権と自己株式取得との比較

	取得条項付新株予約権		自己株式取得	
	買収者	買収者以外	買収者	買収者以外
防衛策実施前 持株数（持株比率）	200（20 %）	800（80 %）	200（20 %）	800（80 %）
防衛策実施後 持株数（持株比率）	200（5.8%）	3200（94.1%）	50（5.8%）	800（94.1%）
買収者への対価	3825		3825	

取得条項付新株予約権を用いた買収防衛策は、自己株式の取得と同様の経済的な帰結を導きうるのであれば、新株予約権の取得価額が公開買付価格を基準として算定されている点が問題となる。買収者の設定した公開買付価格を基準として、新株予約権の取得価額が算出されているからである。

新株予約権を買いとる価格として、公開買付価格の4分の3に設定する理由として、買収者に損害が発生しないように配慮していることが指摘されている¹¹。買収防衛策の実施によって買収者に損害が生じるのであれば、当該募集新株予約権の発行は、著しく不公正な募集新株予約権の発行として差止が認められる可能性が否定できないからである。公開買付価格を基準に新株予約権の取得価格を算出することによって、買収者に損失が発生することを回避できる¹²。

買収者が提示した公開買付価格を基準に、買収者への支払額を決定することは、一見すると、対象会社の企業価値を低下させるのではないかと考えられる。しかし、配当政策は企業価値に影響を与えないとする見解に基づくならば、株主に対する支払額は、どれだけであったとしても、その額を新たに資金調達できる限りは、将来キャッシュ・フローに影響を与えないことから、企業価値に影響はない、と説明できる。もっとも、プレミアムを含んだ価格で買収者に対価を支払うことから、買収者以外の株主から買収者へ富が移転する問題は生じる。

ここでは、買収者への支払額に相当する資金を、対象会社が調達できることが前提となる。資金調達方法には、負債による調達と募集株式の発行による調達が考えられるが、資本負債比率をどのように構成しても企業価値は変わらないとする立場¹³によれば、いずれの方法であっても企業価値に変わりはない。事例によると、対象会社が企業価値を下げないために必要な資金を、募集株式の発行によって調達するならば、どのような価格でどれだけの募集株式を発行しなければならないか¹⁴。対象会社が防衛策を実施する前の株価は、一株あたり17（17000/1000）となっている。買収防衛策を実施し必要な資金を調達した後において、対象会社の資産価値のうち既存株主に帰属すべき価値は、以前の企業価値から、買収者への対価3825を引いた額の、13175（うち現金175）としている。これは、防衛策実施前に、買収者以外の株主に帰属する価値（13600）を425下まわっており、この低下額が、買収者へ移転した富の価値に相当する。対象会社のNPVからの利益は既存の株主にすべて帰属し、新たな株主は、適正収益率のみを求め募集株式を引き受けたことを仮定している。この事例は、効率的な資本市場を前提としている¹⁵。結局、一株あたりの価格は約3.875（13175/3400）となる。必要となる資金は、買収者に支払われた額3825であり、これを一株あたり3.875で調達することから、988の株式

11 田中・前掲（4）23頁。

12 田中・前掲（4）23頁では、事前に警告することなく取得条項付新株予約権による買収防衛策を発動したことから、取得価格については公開買付価格が基準にされたのではないかと指摘されている。

13 この立場も、F.モジリアニおよびM.ミラーによって提唱されている。この立場については、ブリーリー＝マイヤース＝アレン・前掲（6）539-554頁参照。

14 事例による分析手法は、ブリーリー＝マイヤース＝アレン・前掲（6）518頁を参考にしている。

15 配当政策が企業価値に影響を与えないとする説明は、効率的な資本市場を前提していることになる。ブリーリー＝マイヤース＝アレン・前掲（6）518頁参照。

が発行されることになる。

以上のことから、取得条項に基づいて新株予約権を買収者から取得することについては、自己株式の取得と同様の経済的帰結を導くことができ、「配当や自己株式取得によって株主に会社資金が流出したとしても企業価値に影響を与えない」とする説明のメカニズムをそのまま当てはめることができると考える。

③. 検討

取得条項付新株予約権を用いた買収防衛策によって、買収者に金銭を交付したとしても、企業価値に影響を与えないとする説明において注目すべきは、買収者に交付する金銭の額にかかわらず、その額を後に資金調達できる限りは、企業価値は低下しないとする点にあると考える。

最高裁の司法判断は、買収防衛策の実施によって、買収者に金銭を交付することについて、対象会社の「企業価値をき損するおそれのあるものということもできなくはない」、している¹⁶。最高裁決定の文言からは、取得条項付新株予約権による買収防衛策が、対象会社の企業価値をき損すると、慎重ながらも認定しようとしている姿勢がうかがえる。これに対して、取得条項付新株予約権による買収防衛策は、企業価値に影響を与えないとする説によれば、対象会社の企業価値をき損しないといえることになる。

取得条項に基づく新株予約権の取得によって買収者に対価が支払われたとしたとしても、企業価値は低下しないというには、買収者に流出した額に相当する資金を会社が調達できることが前提とされている。ただし、事例による分析でも明らかのように、プロジェクトを実施するのに必要な資金を買収者に支払い、その後、流出した額に相当する資金を調達する場合を想定している。

これに対して、買収者への対価の原資が、会社の余剰資金であれば、流出額に相当する資金調達を行わなくとも、企業価値に影響を与えないといえそうである。余剰資金を原資として買収者から新株予約権を取得するのであれば、敵対的買収とそれに対する防衛策の実施によって会社が抱え込んでいる余剰資金がはきだされることになり、ここでは、いわゆるフリー・キャッシュ・フローの代理コスト¹⁷を削減する効果が期待できるとも、いえるのかもしれない。なお、この場合には、買収者にのみ現金が支払われることになるが、他の株主は会社に対する持株比率を上昇させていることによって、買収者和其他の株主から買収者へ富が移転する問題の一部は解消される。事例で説明すると、買収前は、プロジェクトのNPV2000のうち、買収者以外の株主には80% (800/1000) の1600が帰属するが、防衛策実施後に、買収者以外の株主は持株比率を約94%まで上昇させていることから、約1882が帰属することになる。

ここまでの検討をふまえると、取得条項付新株予約権による買収防衛策によって買収者に対価を支払うことについては、企業価値に影響を与えないと考えることができそうである。とりわけ、買収者に支払われる対価が、対象会社の余剰資金を原資としているのであれば、買収とそれに対する防衛策を通じて、対象会社のフリー・キャッシュ・フローに関わる代理コストが削減される結果が生じることから、経済効率性の観点からは望ましいとさえいえるのかもしれない。また、このようなメカニズムの存在は、買収後に、買収者にのみ対価が支払われることを好まない株主に対して、会社が買収の対象となる前に余剰資金を株主に返却するように経営者に働きかけるインセンティブを与えるとも考えられる。この意味においては、取得条項付新株予約権を用いた買収防衛策によって買収者が対価をうける結果を是認してもよいのではないかと考える。もっとも、この考えは、自己株式を取得す

16 最決平成19年・前掲(4)441頁。

17 フリー・キャッシュ・フローの代理コストの問題については、中東正文「企業統治と企業金融の接点—フリー・キャッシュ・フローの返却を巡って」中東正文『企業結合・企業統治・企業金融』339頁(信山社、1999年)[初出は名法166号(1996年)]、340—350頁。

ることは、特定の株主からのみの取得であっても、対価がどれだけ高額であったとしても、企業価値に影響を与えないとする考えによるものであり、配当政策と企業価値は無関係であるとする見解にまで論拠をさかのぼることになる。配当政策と企業価値が無関係であるとする説に対しては、その前提となる効率的な資本市場を中心に、批判¹⁸があるところでもあり、それは甘受しなければならないと考える。とりわけ効率的な資本市場において、どのような買収が生じうのか、その場合にはどのような価格が公開買付価格としてされるのかについては、詳細に検討する必要があると考える。

(3) 買収防衛策の存在があたえる買収者の行動にあたえる影響

ここでは、取得条項付新株予約権による買収防衛策が存在することによって、買収者の行動がどのように影響されるのかを検討する。具体的には、このような買収防衛策が、対象会社の企業価値を低下させる買収者と、上昇させる買収者にどのような影響を与えるのかを分析する。

① 企業価値を低下させる買収者に与える影響

1) 公開買付の強圧性を利用した買収

取得条項付新株予約権を用いた買収防衛策には、企業価値を低下させる企業買収をある程度防止する効果があると指摘されている¹⁹。最も期待される役割として、買収後に買収者が他の株主を搾取することによって利益を得る買収からの防衛策があるのではないかと考える。

単純に考えると、買収後に企業価値が低下するのであれば、買収者も損失を被るだけとなる。しかし、買収の過程で他の株主を搾取することによって生じた利得をもって、買収者が損失を補填できるときには、企業価値が低下する買収であったとしても実施されうる。

株主を搾取するタイプの典型例として、公開買付の強圧性を利用して、株主の意に反して買付に応じさせる買収が挙げられている²⁰。他の株主が株式公開買付に応じるか否かがはっきりしない状況におかれると、買収者が支配権を獲得した後の会社に少数株主として残存することをおそれて、不本意ながら、公開買付に応じざるを得ない可能性がある²¹。対象会社の企業価値を低下させる買収者による公開買付では、強圧性が強く認められる²²。このような買収に対しては、株主の決定によって防衛策を講じることによって一定の意義が見いだされている²³。強圧的な買収による損失を回避する目的で、買収者以外の株主が買収者に対価を支払うタイプの防衛策の実施を決定することは、合理的であると考ええる。ただし、買収者の示した公開買付価格を基準として買収者への対価が算出される限りにおいては、買収防衛策に、買収を事前に抑止する効果はなく、あくまで、買収後に買収者和其他の株主との利害を調整する機能を有するのみである。

2) 買収者が私的利益によって損失を埋め合わせる買収

企業価値を低下させる買収として、買収者のみが対象会社から得ることができる利益（私的利益）が存在し、その私的利益をもって企業価値低下によって発生する損失を買収者のみがうめあわせられる買収が挙げられる。

私的利益を考慮に入れた場合には、買収者にとっての対象会社の価値は、他の株主とは異なる。買収者に帰属する対象会社の企業価値は、一株あたりの株価に持株数をかけた価値と私的利益との合計

18 配当政策に関する中間派への批判については、ブリーリー＝マイヤース＝アレン・前掲（6）521－528頁参照。

19 田中・前掲（4）17頁。

20 公開買付の強圧性については、田中・前掲（4）17頁。

21 経済的には、すべての株主が、不本意ながら公開買付に応じることが一つのナッシュ均衡となると説明されている。ここで注意しなければならないのは、もう一つのナッシュ均衡として、すべての株主が公開買付に応じないことがある点である、田中・前掲（4）18頁。飯田秀総「公開買付規制における対象会社株主の保護」法協123巻5号912頁（2006年）、944－951頁参照。

22 買収後に企業価値が低下することが予想されるのであれば、株主は会社に少数株主として残存することを望まないで、公開買付に応じざるを得ない度合いが強くなることになる。

23 田中・前掲（4）17頁。

額となる。一方、他の株主に帰属する価値は、一株あたりの株価に持株数をかけた価値のみとなる。

ここで注意しなければならないのは、買収者が私的利益で損失を埋め合わせるタイプの買収の場合には、買収後の企業価値（株式総価値と私的利益の合計額）を低下させる買収者であれば、少ない持株比率で会社支配権を獲得しようとするものである。これに対して、買収者が、対象会社のすべての株式を取得した場合には、買収後の株式総価値はすべて買収者に帰属することから、株式総価値の低下分を上回る私的利益が存在しなければ買収者は利益を獲得できない。そこで、買収後の企業価値が買収前の企業価値を上回る買収は実行されることとなる。

②. 企業価値を上昇させる買収者に与える影響

取得条項付新株予約権を用いた買収防衛策については、企業価値を上昇させる買収であったとしても、これを阻止する効果があると指摘できる。

先ほどの事例（表1参照）において、買収者は対象会社のプロジェクトのNPVを5000にできるとするとする。買収者は対象会社の株式200株を一株あたり17で取得した後に、株式公開買付を実施する。公開買付価格は、買収が成功した場合の企業価値18000を基準に算出し、一株あたり18とする。

この株式公開買付に対抗して対象会社は買収防衛策を実施する。全株主に取得条項付新株予約権を発行し、買収者に割当てられるべき新株予約権についてのみ取得条項に基づき会社が取得する。取得価額は、公開買付価格を基準に算出し、新株予約権1個あたり13.5とする。なお、買収者以外の株主は新株予約権を行使すると無償で3株の募集株式が引き受けられることとする。

このような一連のプロセスにおいて第1に注目すべきは、防衛策を実施したときの買収者の利得が、買収が成功したときの買収者の利得を上回る可能性がある点である。買収者の利得は、買収者が有する資産価値から買収コストを引くことによって算出できる。

防衛策を実施した後の買収者の資産は、新株予約権の取得対価と、対象会社株式によって構成される。このうち、新株予約権の取得対価は2700（ 13.5×200 ）である。対象会社の株価は、防衛策を実施し必要な資金を調達した後の総資産17000（現金4000、固定資産9000、およびNPV2000の合計）を、防衛策実施後の株式数3400で除した値となり、一株あたり5となる。買収者は、防衛策実施後も株式200を持続することから、その持株の価値は1000となる。これらの合計3700が、防衛策実施後の買収者の資産価値となる。買収防衛策の場合の、買収コストは公開買付の前に対象会社株式200株を一株17で取得した額3400である。そこで、買収防衛策を実施した場合の買収者の利得は300となる。

一方、すべての株主が公開買付に応じ買収が成功した場合には、NPVの増加分も含めた対象会社の資産総額18000が買収者に帰属する。買収が成功した場合の買収コストは、200株を一株17で取得し、さらに公開買付によって800株を一株18で取得する合計額となり、17800となる。この場合の買収者の利得は200であり、これは買収防衛策を実施した場合の買収者の利得を下回る。

このように、取得条項付新株予約権を用いた買収防衛策が実施されることを通じて、買収者は買収が成功したときより多くの利得を得る可能性があることが指摘できる。また、買収防衛策による買収者の利得が、買収による利得を上回る場合とは、買収によって上昇する企業価値益が比較的少ないときであることにも注意する必要がある。

第2に注目すべきは、取得条項付新株予約権による買収防衛策が、買収を阻止するプロセスを考慮すると、防衛策から生じる利得を目的とした買収が実施される点にあると考える。取得条項付新株予約権による買収防衛策は、公開買付価格を基準に買収者への対価を算出する限りにおいては、買収を事前に抑止する効果はないことになる。一方で、事前警告型のかたちで、買収者に対しては廉価な取得価額で新株予約権を取得することを宣言した場合には、企業価値を上昇させる買収そのものを事前に抑止することになり、効率性の観点からは望しくない防衛策になると考える。

③. 検討

これまでの検討を通じて、取得条項付新株予約権を用いた買収防衛策には、企業価値を低下させる買収を阻止する効果が認められると同時に、企業価値を上昇させる買収も阻止させる効果も併せ持つことを明らかにしてきた。

取得条項付新株予約権による買収防衛策には、公開買付の強圧性を利用した買収や私的利益の獲得を目的とした買収のように、企業価値を低下させる買収を抑止する効果が認められることになる²⁴。

このように企業価値を低下させる買収に対しては、買収防衛策で対応するのではなく、むしろ株式公開買付規制で制限していくべきではないかとの主張がある²⁵。その主張を支持するべきと考える。第1の理由として、公開買付の強圧性については、敵対的な企業買収だけではなく、友好的な企業買収であったとしても存在すると指摘されていることが挙げられる²⁶。買収防衛策は、敵対的な買収のみを抑制するのに対して、株式公開買付規制は友好的であれ敵対的であれ企業買収そのものを制限することから、企業価値を低下させる買収は、基本的には株式公開買付規制で制限するべきではないかと考える²⁷。第2の理由として、企業価値を低下させる買収は、部分的な公開買付という方法で実施されることが多いことを挙げる。このことを考慮に入れた場合、取得条項付新株予約権による買収防衛策が認められるか否かは、買収者による株式公開買付の方法と関連づけて判断する必要があると考える。企業価値を低下させる買収は、全部を対象とした公開買付によって行われることは少ないと考えるからである。例えば、買収者が全株式を対象とした公開買付を実施している場合については、取得条項付新株予約権による防衛策の実施を認める必要性は少ないといえよう。

取得条項付新株予約権による買収防衛策の注目すべき点は、買収防衛策による利得が買収による利得を上回ることがある点、および買収防衛策があったとしても、買収は実行される点ではないかと考える。これら2点は、企業価値を低下させる買収においても、上昇させる買収においてもあてはまる点である。これら2点に加えて、取得条項付新株予約権による買収防衛策の実施に伴い、買収者に対価が支払われたとしても、対象会社の企業価値に影響を与えないことを考慮すると、企業価値を低下させる買収への防衛策として取得条項付新株予約権は望ましいものである、と考える。買収者に対価を支払ったとしても対象会社の企業価値は低下することがない一方で、買収者の持株比率を引き下げることで、企業価値を低下させる買収を阻止できるからである。これに対して、企業価値を上昇させる買収を阻止する点においては、取得条項付新株予約権による買収防衛策は望ましくないと考えられる。しかし、買収によって上昇する企業価値が多いときには、買収は阻止されない点、および既存の株主に隠された私的利益が存在するときには、防衛策の実施によってその存在が企業価値に反映される可能性があることを考慮すると、取得条項付新株予約権による買収防衛策を一律に禁止すべきということとはできないと考える。

その一方で、取得条項に基づく新株予約権の取得価額を低額に設定することについては、たとえ事前警告のかたちであったとしても認めるべきではないと考える²⁸。この場合には、企業価値を増大させる買収そのものが抑制されるからである。もっとも、取得条項付新株予約権による買収防衛策において、買収者に支払われる対価の算定基準を公開買付価格に置かならば、買収者の言い値がまかりとおることとなり、合法的グリーン・メール許容装置と化すおそれがあることが懸念されている²⁹。こ

24 田中・前掲(4)18頁では、強圧的な買収に対して、株主総会の決議によって対抗策をとることの必要性を理論的に示すことは可能であると示されている。

25 田中・前掲(4)18頁。

26 田中・前掲(4)18頁。

27 買収者が私的利益を有するときに、強制公開買付規制が企業価値を低下させる買収をどのように制限するかについては、家田崇「支配株式の取得規制と敵対的企業買収への防御策(2・完)」名古屋商科大学論集49巻1号21頁(2004年)、21-27頁。

28 田中・前掲(4)23-24頁。

29 田中・前掲(4)23頁。

のような懸念はもっともなものであるが、取得条項付新株予約権による買収防衛策には、余剰資金を株主に返却する効果が認められること、および会社経営者に対して敵対的買収の脅威を通じた規律づけを適度に働かせる必要があることを勧告すると、敵対的な買収者が現れたときには、その言い値を基準に防衛策を実施するとして、それを望まないのであれば、敵対的買収のターゲットにならないような経営を行う枠組みを用いることもやむを得ないと判断する。

(4) まとめ

取得条項付新株予約権による買収防衛策があたえる影響を検証してきた。第1点目として、取得条項付新株予約権による買収防衛策が実施され買収者に対価が支払われたとしても、対象会社の企業価値に影響を与えないということができると確認できた。とりわけ、取得条項付新株予約権による買収防衛策は、対象会社の企業価値を損なうことはないと言明できる点については、注目すべきと考える。効率性の観点からは、取得条項付新株予約権による買収防衛策を禁止すべきという理由はないことを意味する。これに加えて、買収者に対する対価が、会社の余剰資金を原資とする場合には、フリー・キャッシュ・フローの代理コストが削減する効果が認められるともいえると同時に、このような防衛策が存在することによって、買収前に余剰資金を株主に返却させる効果も認められると考えるからである。

一方、取得条項付新株予約権による買収防衛策が、買収者に与える効果については、企業価値を低下させる買収、および増加させる買収のそれぞれを抑制する効果があるといえよう。もっとも、企業価値を低下させる買収は、部分的な公開買付によって行われることが多いことを考慮に入れると、買収者による公開買付方法などを十分に検討した上で、実施の是非が検討されるべきと考える。また、企業価値を上昇させる買収を抑制する可能性はあるものの、これを通じて、対象会社の既存株主が有する隠れた私的利益が明確に認識されるのであれば、敵対的な買収とそれに対する防衛策の実施という一連のプロセスは望ましいといえるのかもしれない。

以上、取得条項付新株予約権による買収防衛策の経済的意義を検討した。このような買収防衛策は、敵対的な企業買収が存在するときに有効となると考える。取得条項付新株予約権による買収防衛策を通じた余剰資金の返却は、敵対的買収の脅威があることで実効性を発揮するからである。また、既存株主の隠れた私的利益を引き出す効果にしても、敵対的な買収とそれに対する防衛策の実施という一連のプロセスを通じて実現していくことになる。このことから、取得条項付新株予約権による買収防衛策を用いる場合には、買収者の示した公開買付価格を基準に取得価格を定めるべきであり、取得価額をあらかじめ低額に定めておくことは、事前警告であったとしても許容できないと考える。

③ 取得条項付新株予約権による買収防衛策の法的問題点

(1) 問題の所在

会社法では、一定の事由が生じたことを条件として会社が取得できる条項（取得条項）を、新株予約権に付すことができる（236条1項7号）。このような取得条項付新株予約権の特徴は、当該新株予約権を取得するか否かの選択権を、会社が有していることにある。

取得条項付新株予約権は、会社法の上では、明確に定義づけられている一方で、それがどのような性格を持つのかについては必ずしも明確ではないと考える。最も単純には、会社が自社の株式を原証券として発行したコール・オプション（新株予約権）に、これを買いとるオプション（取得条項）を付していると説明できよう。ただし、このように把握すると、取得条項の原証券は新株予約権となり、

いわばコール・オプションを対象としたコール・オプションとなることから、取得条項の性格は不明確になりがちではないかと考える。

取得条項付新株予約権については、新株予約権保有者のペイ・オフを一定の金額に固定化できることに着目し、自社の株式を原証券としたコール・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発行することと把握すべきではないかと考える³⁰。このように把握すると、新株予約権および取得条項の双方について、それぞれ経済的価値が把握できることから、取得条項付新株予約権についても経済的な価値が把握できると考えるからである。もっとも、取得条項付新株予約権の経済的価値を把握しなければならない局面は、株主以外の第三者に発行する際に、当該募集新株予約権の発行が有利発行に該当するか否かを判断する場合に限定される。

取得条項付新株予約権を株主割当の方法で発行し買収防衛策として用いる場合は、有利発行に該当するか否かという問題は生じない。その一方で、取得条項で株主を差別的に取扱うことに伴い法的な問題が発生する。具体的に問題となる点は、①買収者の意図に反して新株予約権を取得する点、および②買収者からのみ新株予約権を取得する点にあると考える。これら2点については、取得条項付新株予約権が他の規制の潜脱手段を提供しないか、という点にも留意しながら考察を進めていく。

その後に、取得条項付新株予約権による買収防衛策を、日本の会社法制がどのように取扱うべきなのかを検討する。ここでは、取得条項付新株予約権による買収防衛策の経済的な特性をふまえながら、導入の必要性があるのか、および導入するならどのような規制を設けるべきか考察する。

(2) 対象会社株主の間の平等取扱

① 買収者の持分を強制的に低下させることの問題点

取得条項付新株予約権に買収防衛策としての機能を持たせるためには、会社の議決権のうち一定割合を保有する者については、取得条項に基づき新株予約権を買いとる旨を、取得条項として定めなければならない。このような取得条項については、株主平等原則の観点から問題が生じる。

まず、一定の持株比率を有する株主を差別的に取扱うことについては、「匿名的」な条件を付した場合にも、結局は一定の株主を差別的に取扱うことから、株主平等原則の観点から問題が生じるとする見解が示されており³¹、これを支持すべきと考える。最高裁に至るまでの一連に司法判断においても、取得条項による差別的取扱いによって株主平等原則上の問題が生じていることを認めていることが指摘されている³²。

買収者を差別的に取扱う取得条項には、株主平等原則の観点から生じる問題に加えて、買収者の意に反してその持株比率を強制的に低下させることに伴う法的問題点が指摘される³³。

取得条項付新株予約権による買収防衛策を通じて、買収者の持株比率を低下させることを正当化する論拠として、①募集株式の発行について、特に有利な払込金額でない限りは取締役会の決議で行い得ること、および②吸収型の組織再編において金銭を対価とすることによって少数株主の株主としての地位を強制的に失わせることを許容していることを理由に、会社法では、持株比率維持の利益を経済的価値の平等の要請より劣後させていることが示されている³⁴。この2つの理由については、差別的な新株予約権の無償割当も株主平等原則に反しない場合があることを理由づける論拠となりうるこ

30 家田崇「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一」判タ1117号79頁（2003年）、82頁、家田・前掲（1）376頁。

31 田中・前掲（4）7頁。

32 田中・前掲（4）7頁。

33 田中・前掲（4）7～8頁、とりわけ（注21）において展開されている議論に注目すべきと考える。

34 東京地決平成19年6月28日別冊商事法務311号243頁、251頁。

35 田中・前掲（4）8頁。

とが指摘されている³⁵。

このうち①の点については、公開会社においては有利発行でない限り取締役会決議で第三者に募集株式を発行できる(201条1項)ことを論拠に、経済的な損失を与えない限り株主の持株比率を低下できるとして、取得条項新株予約権による買収防衛策についても経済的損失を与えない限りは、買収者の持株比率を低下させてもかまわない、と理解することといえよう。このような理解には疑問を感じる。第三者に対する募集株式発行の場合には、募集株式を引き受けた第三者の持株比率が上昇する反射的な効果として、他の株主の持株比率が低下する。これに対し、差別的な取得条項の場合には、特定の株主の持株比率が低下することによって他の株主の持株比率が上昇する。この違いに着目し、両者は必ずしも同一視できないと考えるからである。第三者に対する募集株式の発行の局面では、新たに募集株式を引き受ける者と既存株主との間の利害調整が問題になるのに対して、差別的な取得条項の局面では、既存株主の間での利害調整が問題となることから、両者には相違があると考えべきである。

つぎに、②の点についてはどうか。まず、組織再編における株主の締め出しを論拠として、買収者の持株比率を低下させることを正当化することについては、会社法の規定からは、株主の経済的利益の平等さえ確保していれば、特定の株主についてだけその持株比率を強制的に下げてもよいという一般的な準則を導くことは無理であると批判されている³⁶。この批判は正当なものとする。

取得条項付新株予約権によって特定の株主の持株比率を強制的に低下させることは、組織再編における締め出しの問題と同視するよりむしろ、株主の持株に取得条項(107条1項3号、108条1項6号)を付すことと同視すべきではないかと考える。会社法では既存の株式に取得条項を付す場合には、対象となる株主の同意が必要となる(110条、111条1項1号)と規定している。

ここでは、全部取得条項付種類株式の仕組みを利用することによって、買収者からのみ株式を取得できるのではないかという問題が提起される。全部取得条項付種類株式による仕組みは、もともとはいわゆる100パーセント減資を容易に実現させることを目的として創設された³⁷ものであるが、この仕組みを用いて買収者から株式を取得するには、以下の段階が必要となる。①定款を変更して既存株式を全部取得条項付種類株式とする。②全部取得条項付種類株式をすべての株主から取得する。③買収者以外の株主に募集株式を発行する。②における取得対価は、株式公開買付の価格が基準となり、③における募集株式の発行価格は対象会社の市場価格が基準となるだろう。このようなプロセスを経たとしても、③において買収者以外の株主に募集株式を強制的に割当てすることは不可能であると考ええる。日本の会社法では、株式を引き受ける意思がない者に、株式を強制的に割りあてる仕組みは備えていないからである。また、②において全部取得種類株式は、公開買付価格を基準として取得される。全部取得条項付種類株式の対価として支払われる金銭等の帳簿価額の総額は、取得日における分配可能額を超えてはならない(461条4号)。ここで、買収者以外の株主が③の段階において再度株式を引き受けることを前提として、買収者に支払われる対価の部分が分配可能額を超えないことで、全部取得条項付種類株式の取得財源を分配可能額に制限した規制に反しないと解することは無理があるだろう。

100パーセント減資の仕組みをそのまま適用する際に生じる困難を回避するために、②の段階において、全部取得条項付種類株式の取得対価として取得条項付株式を交付することが提案されている³⁸。取得条項付株式の場合には、一部の取得を予定することも、非按分的な取得も認められると理解され

36 田中・前掲(4)7-8頁。

37 江頭憲治郎『株式会社法』(有斐閣、2006年、152頁)。

38 相沢哲=葉玉匡美=郡谷大輔編著『論点解説 新・会社法』(2006年)、87頁 田中・前掲(4)8-9頁注21参照。

ている³⁹。このことから、買収者からのみ取得条項に基づいて株式を取得するような取得条項付株式を、全部取得条項付種類株式を取得する際の対価として交付し、その取得条項に基づいて買収者から株式を取得することができると理解されているのかもしれない。

既存の株式に取得条項を付すには、株主全員の一致が必要となることから買収者を含めた株主の全員一致によって定款を変更しなければならない(110条)⁴⁰。ここで、①種類株式として全部取得条項付種類株式と取得条項付株式を発行する定款変更を行い、②既存の種類株式を全部取得条項付種類株式に変更し、③取得条項付種類株式を全部取得条項付種類株式の対価として交付することは、株主総会の特別決議によって見解が提示されている⁴¹。①は単なる定款の変更であり、取得条項付種類株式の取得事由や取得方法に関する定款の規定(108条2項6号イ)も含めて株主総会の特別決議による承認を必要とすればよいとも解釈できるからである。取得条項付種類株式においては、一部の株式のみを取得することも規定できることから(108条2項6号イ、107条2項3号ハ)全部取得条項付株式を取得する際に対価として交付する取得条項付株式において、特定の株主からのみ株式を取得すると規定することによって、買収者から持株を強制的に買いとることが可能となる。しかし、このように全部取得条項付種類株式を規制の潜脱手段として利用することは許されないとする主張が有力になされており⁴²、この主張を支持すべきと考える⁴³。

以上のことから、取得条項付新株予約権を用いた買収防衛策によって買収者のみの持株比率を低下させることは、有利発行でない限り取締役会決議で募集株式が発行できることを論拠に正当化できず、また、組織再編における株主の締め出しが認められていることを論拠としても正当化できないと考える。これに加えて、全部取得条項付種類株式の仕組みを用いることを論拠としたとしても、取得条項付新株予約権による買収防衛策が買収者の意に反して持株比率を強制的に低下させることは正当化できないといわざるを得ないだろう。

②. 買収者以外の株主に取得対価を与えないことの問題点

取得条項付新株予約権による買収防衛策には、買収者の持株比率を強制的に低下させる問題にくわえて、取得対価を買収者にしか支払わないということにも問題があるのではないかと考える。

取得条項付新株予約権を用いた買収防衛策によって、買収者の持株比率を低下させることと、買収者の持株の一部を自己株式として取得することとは実質的に同じ帰結となる。ここでは、特定の株主からのみ自己株式を取得する際の会社法の規定との関連が問題になるのではないかと考える。会社法では、株式会社において特定の株主から自己株式を取得する場合には、他の株主も、売主たる特定の株主に自己を追加できる旨を請求できる(自己株式取得の際における売主追加請求権、会社法160条3項)。この売主追加請求権が適用されない場合は、市場価格のある株式において市場価格を超えない対価で自己株式を取得する場合(161条)、および定款の規定により売主追加請求権が排除されている場合(164条1項)に限定されている。さらに、既存の会社で定款を変更して売主追加請求権を排除する旨の規定を置く場合には、当該株主全員の同意が必要となる(164条2項)。

このことから、自己株式取得における売主追加請求権を尊重するのであれば⁴⁴、取得条項付新株予約権による買収防衛策は、たとえ株主総会の特別決議に基づいたとしても正当化されないという結論

39 相沢＝葉玉＝郡谷・前掲(38)88頁、笠原武朗「全部取得条項付種類株式制度の利用の限界」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の理論(上)』(江頭憲治郎先生還暦記念)233頁(商事法務、2006年)、238頁参照。

40 笠原・前掲(39)254-255頁で展開されている議論も参照。

41 相沢＝葉玉＝郡谷・前掲(38)87頁。

42 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度の改正」証券取引法研究会編『証券・会社法制の潮流』(日本証券経済研究所、2007年)262頁、272頁注24、取得条項付新株予約権による買収防衛策と全部取得条項による規制の潜脱については、田中・前掲(4)8-9頁(注21)参照。

43 笠原・前掲(39)258頁では、全員の同意というルールが置かれている趣旨を考えた上で全部取得条項付種類株式の利用の限界付けを議論できる余地を残しておいた法がよいのではないかとしている。

44 会社法164条2項において株主全員の同意が必要とされていることについて、その妥当性は検討されるべき課題と考える。

が導かれるのではないかと考える。その論拠は、市場価格を超える価格で買収者から持株の一部を実質的に買いとることと類似の帰結となるにもかかわらず、他の株主に売主追加請求権が与えられていないことにあると考える。

もっとも、取得条項付新株予約権による買収防衛策において、買収者に加えて売主追加を希望する株主からも割当てられた新株予約権を等しい条件で取得すると定めた場合には、新株予約権の取得における買収者との株主との不平等な取扱いという問題は回避できるのかもしれない。その反面で、会社から流出していく資金は多くなるが、致し方ないといえるのかもしれない⁴⁵。

(3) 敵対的企業買収と取得条項付新株予約権による買収防衛策の位置づけ

これまで検討してきたように、取得条項付新株予約権による買収防衛策には、株主平等原則の観点から多くの問題が生じているといわざるを得ないが、このような買収防衛策を許容する必要性があるのか。この問題を検討するために、買収防衛策を許容することが会社の行動にどのような影響を与えるのかを検討する。

日本の判例・学説の状況を鑑みるに、取得条項付新株予約権を買収防衛策として用いることについては、株主平等原則上問題は生じることを認識しつつも⁴⁶買収防衛策としての必要性および相当性がある場合にはこれを認める見解が有力ではある⁴⁷。ここでは、株主総会の特別決議によって導入されたこと、買収者に損害を与えない対価が付与されたこと、などの要因⁴⁸に加えて、買収者が企業価値をき損するの、という点が検討されている⁴⁹。とりわけ、買収者が企業価値をき損するか否かについては、いわゆる濫用的な買収者に関連する議論が盛んになされているところである。どのような買収が企業価値をき損するの、企業価値をき損する買収はどのように抑制されるべきかについては、今後も検討されていく必要がある⁵⁰が、これに加えて、買収防衛策の手法が適切なのか、株式公開買付の方法と比較してバランスがとれているのかについても検討が加えられなければならないと考える。

法的な問題点を検討した結果として、取得条項付新株予約権による買収防衛策を認めることには慎重にならなければならないと考える。その理由として株主持株比率を強制的に低下させる点、および持株比率を低下させる対価として一部の株主にのみ市場価格を超える対価を支払う点において、株主の全員一致を必要としている会社法上の規定（110条、111条1項、164条2項）の潜脱手段を提供しかねないからである。

そのような認識をもちながら、なおも、取得条項付新株予約権による買収防衛策に存在価値を見いだすのであれば、このようなタイプの買収防衛策は実施されたとしても対象会社の企業価値に与える影響は比較的少ないといえ、また、敵対的企業買収と防衛策を通じた一連のプロセスによって、会社の余剰資金が株主に返却される仕組みが認められる点にあると考える。この効果を考えると、取得条項付新株予約権による買収防衛策を全面的に禁止することはなく、制限をもうけた上で適切に運営す

45 取得条項付新株予約権による買収防衛策において、買収者以外の希望する株主からも新株予約権を買いとる場合には、防衛策の実施に反対する株主でなければならないのかについてはさらに検討を要する。

46 田中・前掲（4）6頁。

47 一連の司法判断において、取得条項による差別的取扱いと株主平等原則について、裁判所がどのような判断を示したのかについては、田中・前掲（4）6～8頁。

48 東京地決・前掲（4）251頁では、株主総会の特別決議によって導入されたこと、および持株比率に応じて適正な対価が交付されていることを尊重して株主平等原則に違反しないとしている。また、東京高裁・前掲（4）の決定では、買収防衛策としての必要かつ相当であれば株主平等原則には違反しないと判断している。

49 東京高決・前掲（4）354頁では、買収者は濫用的買収者であると認定しているが、最高決・前掲（4）440頁ではこれを改めて、株主総会の特別決議を尊重する枠組みを採用していることが指摘されている。田中・前掲（4）15頁。

50 田中・前掲（4）12～15頁では、ブルドックソース事件における買収者が濫用的な買収者に該当するののかについて詳細な議論が展開されている。とりわけ、アクティブな投資を行った投資ファンドが、どのような企業の株式に投資する傾向にあるのかについては、経済学の実証分析を参照しながら、このような投資ファンドの存在は企業価値を高める可能性が高いとする見解を紹介している。胥鵬「どの企業が敵対的買収のターゲットとなるのか」宮島英昭編著『日本のM&A』（東洋経済新聞社、2007年）197頁。

る道があるのではないかと考える。例えば、買収者が示した株式公開買付価格を基準に新株予約権の取得価額を算出すること、買収者以外の株主からも取得条項に基づいて新株予約権を任意に取得する条項を設けること、および買収者が全株式を対象とした公開買付によって買収を実施している場合には防衛策として発動しないことなどを盛り込んでどうかと考える。このような条項を付した取得条項付新株予約権に、買収を事前に防止する機能はなく、買収の後に、買収者および新株予約権の発行を望まない株主に対して、持株比率をひき下げることと引きかえに対価を支払う機能を有するのみとなる。事前に買収を抑制する防衛策ではなく、事後的に買収者を含めた株主の利害を調整する防衛策として取得条項付新株予約権を運用することが望ましいと考える。

④ おわりに

本稿では、取得条項付新株予約権による買収防衛策の経済的特性を検討し、そのような買収防衛策を認めた場合にどのような法的問題点が生じるのかを考察した。

まず、経済的な特性を考慮すると、取得条項付新株予約権による買収防衛策の存在については全面的に否定されなくてもよい、ということができると考える。

その一方、法的な観点からは、取得条項付新株予約権による買収防衛策を許容することはかなり困難なものといわざるを得ないと考える。とりわけ、取得条項付新株予約権による買収防衛策には、買収者の持株比率を強制的に低下させることに加えて買収者以外の株主を保護する必要性があると考えことから、たとえ株主総会の特別決議によったとしても、一般的には正当化されないのではないかと考える。法的な観点からは、取得条項付新株予約権による買収防衛策は、全面的に否定されることはないが、それが用いられる局面は限定的ではないかと考える。もっとも、買収者以外の株主からも取得条項に基づき新株予約権を取得するなどの策を講じるなどことによって、問題を回避できる可能性は否定できない。買収防衛策が許容される場面については、買収者が企業価値をき損するか否かを判断するのではなく、買収者が用いた買収の手法と取得条項付新株予約権の条件を考慮に入れて、その可否を決定すべきではないかと考える。

敵対的企業買収とその防衛策をめぐる法律論には、政策論が欠かせないことが指摘されている⁵¹。取得条項付新株予約権による買収防衛策に、政策的な位置づけを与えるならば、このような防衛策は買収者の言い値で持株の一部を実質的に買いとるところに最大の特徴があり、これを生かしたかたちで運用することが望ましいのではないかと考える。具体的には、敵対的買収と防衛策の存在が対象会社の株主・経営者にとって脅威となり、その脅威をもって会社の余剰資金を積極的に株主に返却する動機付けとして機能させることこそが、取得条項付新株予約権による買収防衛策の存在意義ではないかと考える。取得条項付新株予約権による買収防衛策については、グリーン・メーラーによる企業買収を助長する機能があることを認識しつつも、敵対的買収による経営陣への規律付けを尊重すべきではないかと考える。取得条項付新株予約権による買収防衛策は、経営陣に効率的な経営をより意識させる手段として用いられるべきではないかと考える。

(付記)

本稿は、科学研究費補助金（基盤 B18330016：企業リストラクチャリングの代替的手法）の助成を受けている。本稿執筆に際しては、法の経済分析ワークショップで研究報告を行い多くの示唆を得ている。記して感謝申し上げたい。本稿の誤りは、いうまでもなくすべて筆者に帰属するものである。

51 田中・前掲（4）28頁。