

ニッポン放送をめぐる経営支配権争奪と資本市場法制

大崎 貞和

要 約

1. 2005年2月8日、インターネット関連企業ライブドアが、ニッポン放送株式の35%を取得したことを契機として、フジテレビを始めとするフジサンケイグループとの間で経営支配権の争奪戦が生じた。
2. 一連の争いの過程では、①ライブドアが株式の大量取得に際して TOB を行わず立会外取引を利用したこと、②ニッポン放送がライブドア側への対抗策としてフジテレビを引受先とする大量の新株予約権発行を決議したこと、が大きな論議を呼んだ。
3. 立会外取引をめぐることは、今後同じようなことが行われぬよう証券取引法の TOB ルールが改正される見込みである。しかし、TOB 強制制度そのものの是非や具体的な仕組みを含め、今後の検討課題も少なくない。
4. ニッポン放送の新株予約権発行に対しては、ライブドアの申請した差止仮処分が、東京地裁及び東京高裁によって認められた。当該発行は、違法な有利発行ではないが、商法が差し止めを認める「著しく不公正ナル方法」にあたることとされたのである。この決定は公正で意を尽くした内容であり、高く評価することができよう。
5. このほか、ライブドアの発行した MSCB の妥当性、大量報告書のあり方など、今回の騒動が浮かび上がった商法、証取法上の論点は多い。

I. はじめに

2005年2月8日、インターネット関連企業ライブドアが、ニッポン放送株式の35%を取得したことを明らかにした。数週間前に、フジサンケイグループ内の資本関係を整理しようとするフジテレビが、ニッポン放送に対する株式公開買付（TOB）を開始したばかりであり、この発表は大きな衝撃をもって受け止められた。

ライブドアは、ニッポン放送の経営支配権の掌握と、それを通じたフジサンケイグループ各社への影響力行使をめざす姿勢を示した。

それに反発するニッポン放送は、2月23日、フジテレビを引受先とした新株予約権発行を決議、翌日にはライブドアが発行差止仮処分を申請し、争いは法廷に持ち込まれた。

3月11日、東京地裁は、ニッポン放送による新株予約権発行を差し止める仮処分を決定した。フジサンケイグループ側は、これに対して保全異議を申し立てたが16日に却下され、東京高裁への保全抗告を行った。高裁は、発行日の前日である23日、保全抗告を棄却する決定を行い、ニッポン放送は、最終的に新株予約権発行を断念した。

しかし、その後も、ソフトバンク系の投資会社であるソフトバンク・インベストメント

(SBI) が、ニッポン放送の保有するフジテレビ株を借り受け、フジテレビ、ニッポン放送と3社で投資ファンドを立ち上げると発表するなど、混沌とした情勢が続いた。

一連の争いは、当事者が、片や若手経営者に率いられる新興 IT 企業、他方がエンターテインメント性で鳴らす民放キー局と、話題性が大きかっただけに世間の注目を集めた。しかも、その過程では、証券取引法や商法に係わる様々な問題が浮かび上がった。ニッポン放送の経営支配権をめぐる争い自体は、6月の株主総会に向けた株主提案の期限である4月末が迫る中で、双方の歩み寄りによる和解に向かった。しかし、この騒動が提起した資本市場法制上の論点を整理しておくことには、一定の意義があるだろう。

II. 立会外取引と TOB ルール

1. ライブドアによる株式取得とその波紋

1) 批判を受けた立会外取引の利用

2月8日のライブドアによる927万株にも上る大量のニッポン放送株式の買付は、東京証券取引所の立会外取引システム ToSTNeT-1を通じて行われた。

事態が明らかとなった直後、『産経新聞』は「時間外取引 28 分間の“裏技”」の見出しの下に、「時間外取引システムのルールの網の目を抜けた。今後、こうしたケースが頻発すれば、TOB ルールの見直しも必要となるのではないか」との「市場関係者」の声を交えながら、取引の方法を批判的に報じた¹。インベストメント・バンカーや弁護士とおぼしき人達がインターネット上に開設している、いわゆるブログ上でも、「脱法行為ではないか」とか「違法ではないがクライアントには勧めたくない」といった意見が交わされるようになった。

2) TOB 強制制度とその意義

証券取引法は、広く上場会社等の株式を買付けて所有割合が5%を超える場合や著しく少数の者(10人以下)から買付けて所有割合が3分の1を超える場合には、買付にあたって所定の手続きを踏み TOB を実施することを義務づけるという制度をとっている(27条の2)。

但し、証券取引所等が開設する有価証券市場で行われる買付には、この規定は及ばない。それは、有価証券市場が、公開で、公正で、かつ、透明な市場であり、限られた者の間でのみ行われ、個性を重視した、あるいは秘密の取引ではないからと解されている²。

それでは、なぜ所有割合が一定の基準を上回るような売買は、限られた者の間で秘密裏に行ってはならないのだろうか。この点については、支配株式取得には市場価格を上回る価格が提供されるのが通例であり、株主が、この「支配権プレミアム」に平等に参加できるようにすべきことから平等取扱いの必要性が生じるからと説明されている³。つまり、市場外における TOB 強制制度の目的は、株主間の公平の確保だとされるのである。

同じような考え方は、商法の定める自己株式取得の手続きにもみられる。すなわち、自己株式の買い受けは、総会で決議した特定の者から買い受ける場合を除き、「市場においてする取引」または公開買付によらなければならないものとされる(商法210条1項、2項2号、9項)。定款で定めがある場合の取締役決議による自己株式の買い受けも同様である(商法211条の3、1項2号)。

これらの規定は、特定の株主の保有株式だけが買い受けの対象となることで、その他の株主が不利な取扱いを受けることを防止する趣旨で設けられている。そのことは、特定の者から買い受ける場合には、株主が自己を売主に追加することを請求できる(210条7項)とされていることから明らかである⁴。

図表1 ニッポン放送の経営支配権をめぐる争奪戦の経緯

1月17日	・フジテレビ、ニッポン放送に対するTOBを発表(目標株数50%)
2月8日	・ライブドア、総額800億円の新株予約権付社債の発行を決議。 ・ ライブドア、ニッポン放送株の35%を取得 (リーマン・ブラザーズが仲介)
10日	・フジテレビ、TOBの目標株数を25%超に引き下げ
15日	・金融庁、立会外取引規制の手直し検討を発表
21日	・ライブドアのニッポン放送株の持分が議決権ベースで40%強と判明
22日	・フジテレビが議決権比率でニッポン放送株を33%確保したことが判明
23日	・ ニッポン放送、フジテレビに対する新株予約権の発行を発表
24日	・フジテレビ、ニッポン放送に対するTOB期間の再延長を決定 ・ライブドア、新株予約権の発行差止めの仮処分を東京地裁に申請
3月2日	・金融庁、立会外で1/3超を取得する場合はTOB規制の対象とする方針を発表
7日	・ フジテレビのTOB期間終了、ニッポン放送の36.47%を確保
11日	・立会外取引にTOB規制を及ぼす証取法改正案閣議決定 ・ 東京地裁、新株予約権の発行差止めを命じる決定を出す ・ニッポン放送、東京地裁の決定を不服とし保全異議の申立て
16日	・東京地裁が異議申し立てを却下、ニッポン放送は保全抗告
23日	・ 東京高裁が保全抗告を棄却 、ニッポン放送は新株予約権発行を断念
24日	・ソフトバンク・インベストメントがニッポン放送の保有するフジテレビ株を借り受け、三社で投資ファンドを立ち上げると発表

(出所) 野村資本市場研究所

3) 立会外取引の問題点

ライブドアによるニッポン放送株式買付には、東証の立会外取引システムであるToSTNeT-1が使われた。東証の取引システムは、東証の開設する市場、すなわち取引所有価証券市場における取引のための仕組みである。

従って、現行法の規定をその文言に忠実に解釈する限り、当該買付は、取引所有価証券市場内における買付であり、当然、TOBの手続きを踏む必要はなかったということになるだろう。しかし、先に触れた批判的な見方からもうかがわれるように、株主間の公平の確保というTOBルール目的に照らせば、適切な取引方法であったとは言いにくい。

そもそもToSTNeT-1は、機関投資家が大口の取引を通常の取引時間内に市場で行うと、自らの注文によって価格を大きく変動させてしまうマーケット・インパクトが避けられな

いことから、前日の時価総額加重平均価格(VWAP)や市場価格の上下一定範囲内の価格での取引を時間外に行うために導入されたシステムである。参加する投資家が事実上機関投資家のみに限られている上、現状では、証券会社が同じ銘柄に関する売り注文と買い注文を同時に出して成立させる、いわゆるクロス取引がほとんどである。

クロス取引の場合、他の投資家が取引に関与できる可能性はないに等しい。クロス取引は、通常の市場取引でも執行可能であり、かつては地方取引所などで広く行われていたが、学説上は、実質的には多数の者が参加しない特定の者の間の相対取引であり、TOBの適用外として許容することは妥当でないのではないかとの見解も示されている⁵。

なお、上場会社による自己株式の取得には、東証のもう一つの立会外取引システムであるToSTNeT-2が使われることが多い。このシステムは、終値やVWAPなど、予め決めら

れた価格で、一定の時間内に入力された注文を時間優先の原則によって付け合わせるものである。しかし、東証は、ToSTNeT-2 を通じた自己株式取得がクロス取引の形態で行われた場合、他の参加者の注文を排除することになり、商法における株主平等の原則の趣旨に反するとして、自己株式取得についてはクロス取引による方法で行うことを認めていない⁶。

4) TOB 規制の見直しへ

こうしてみると、現行法規定の解釈を離れて立法論的な立場に立つ限りは、今回のライブドアによる買付のような取引は、少なくともクロス取引の方法で行われたのであれば、「市場取引」とされるべきではないと考えられよう。

金融庁は、ライブドアによる取引の実態が明らかになるとともに、現行 TOB ルールに不備があったことを認め、立会外取引システムを通じて買付後の株式所有割合が 3 分の 1 を超えるような買付を行う場合に TOB を義務づけるための証券取引法改正に着手する意向を表明した。1 カ月後の 3 月 11 日には、早くも改正法案が閣議決定され、開会中の通常国会での成立が図られることになったのである。

2. 欧米の TOB 制度とわが国への示唆

1) 強制制度に対する相反する見方

幅広い株式の買付に TOB の手続きを強制する現行制度をめぐっては、様々な見方が交錯する。

これまで経済界には、子会社化等による企業グループ再編や他の企業との戦略的提携の試みが TOB 強制の要件に該当してしまい、手続き規制を遵守するためのコスト負担が重いと不満が根強かった。日本経団連の規制改革要望には、著しく少数の者から株式を取

得する場合には、3 分の 1 超を保有することになるような場合でも TOB を強制せず、相對取引を容認すべきであるとの主張が盛り込まれてきたのである。

他方、TOB 強制制度がなければ、敵対的買収者による不意打ちを受ける恐れが高まるのも事実である。友好的 TOB を公表済みだったフジテレビやその受け入れを既に表明していたニッポン放送の立場から見れば、今回のケースが正にそれに該当するだろう。

実際、TOB 強制制度の存在しない米国では、第一ステップでかなりの株式を買い集め、その威力を背景に強圧的 (coercive) に残余の株式を安く手に入れようとする二段階買収の弊害が問題視されている。これに対して、わが国では TOB 強制制度がこうした行動に対する一定の防波堤の機能を果たしているとの指摘がある⁷。このような観点からは、株式市場における持ち合い構造が崩れ、敵対的買収の脅威が増していると言われる現在、TOB 強制制度の意義は、むしろ高まっていると考えることもできよう。

2) 欧米における規制の現状

(1) 米国の TOB 規制

米国の 1934 年証券取引所法は、わが国のような TOB 強制制度をとっていない。しかし、1968 年のウィリアムズ法制定による取引所法改正で、企業買収に直面した投資家に対して開示規制を通じて判断資料を与えると同時に、公開買付の行為規制を行う権限が証券取引委員会 (SEC) に対して付与されている⁸。

ウィリアムズ法とそれに基づく SEC の規則は、TOB に関する開示ルールや取引ルールを定めているが、TOB とは何かということそのものは明確に定義していない。つまり、ある取引が TOB であると判断されると、その取引について TOB ルールが適用されるという規制構造になっているのである。

ある取引が TOB に該当するかどうかを判断する基準としては、SEC が提起し、判例によって基本的に容認されたと考えられている 8 要素基準と呼ばれるものがある。すなわち、①一般株主に対する活発で広範な勧誘、②発行者の株のかなりの部分の買付、③流布している市場価格を超えるプレミアムの支払い、④比較的固定的な買付条件、⑤最低買付株数の条件付けと最高買付株数の設定、⑥買付期間の限定、⑦株主に対する提供圧力の存在、⑧購入計画の公表、を備えた取引は TOB に該当すると考えられている。

この 8 つの要素が全て満たされなければ TOB 規制の対象とならないと言うわけでは必ずしもない。例えば、この 8 要素基準を確立したと言われる著名な判例は、機関投資家 20 数社から 1 時間半足らずの間にある上場会社の発行済み株式数の 30 数%を市場外で買い集めたという事例に関するものである⁹。裁判所は、この取引は、購入計画の公表という点を除いて他の要素を全て備えており、8 要素のうちのどれが決定的であるかは個々の取引によって異なるのだから公表が行われなかっただけで TOB 規制を免れることはできないとして、所定の手続を踏まない違法な TOB であったと述べた。

ちなみに、この事件の事実関係には、どことなくライブドアによるニッポン放送株式の大量取得に相通じるものがある。

(2) 欧州の TOB 規制

一方、欧州各国では、わが国と同じような TOB 強制制度がとられている。

例えば、英国の企業買収についてのルールを定めるシティ・コード (The City Code on Takeovers and Mergers) は、①30%以上の株式を取得する場合、または②30%以上 50%以下の株式を保有する者が更に買付を行う場合、には TOB の手続きを踏むことを義務づけている (規則 9・1)。しかも、その場合の買付価格は、買付者が過去 12 ヶ月に同じ

銘柄を買付けた際の価格を下回ってはならないとされる。

一方、2004 年 4 月に採択された EU (欧州連合) の TOB 指令は、「会社をコントロールできるだけの議決権の一定割合を取得する場合」に TOB を義務づけている (5 条 1 項)。つまり、30%といった数字は特定されておらず、各国の立法に委ねられている。また、買付価格については、「公正な価格 (equitable price)」によるとし、「買付者が過去 6 ヶ月以上 12 ヶ月の以下の範囲で構成国が定める期間内に同じ銘柄を買い付けた際の最高の価格が公正な価格とみなされる」としている (5 条 4 項)。

この英国の制度と EU 指令との間の微妙な食い違いの背景には、TOB 強制制度をめぐる欧州各国の意見の違いがあった。実際、TOB 指令は、EU 委員会案が何度も修正され、1990 年に初めて提案されてから採択までに 14 年もかかってしまったのである。

一般に、TOB 強制制度の主要な目的は、①株主平等の原則、②経営権に伴うプレミアムの全ての株主間における公平な配分、③望ましくない経営権の異動からの少数株主の保護、の三点にあるとされる¹⁰。

しかし、これには根強い反論もある。①株主平等の原則が少数株主からの買い取りを義務づけると考えるのは行き過ぎであり、②経営権プレミアムの配分を強いることは買付コストを高め効率的な経営権の異動を妨げる、③少数株主の保護は別のより制限的でない手段でも達成可能である、といった具合である。

とりわけ、第二の点は、欧州大陸諸国で大きな論議を呼んだ。欧州大陸は、日本と似て、有力な取引先や金融機関など安定株主が多い。そこで、企業グループ内の事業の再編や日本の持ち合い解消のように、安定株主の同意を得て大量の株式を移動しようとする、TOB 強制制度を適用されてしまう恐れがある。そのため、「買付者が過去 12 ヶ月に同

じ銘柄を買付けた際の価格を下回ってはならない」とするシティ・コードの規制をいわば直輸入することに対して、強い反発があったのである。

この点について、スイスでは「取引所の時価以上で、かつ買付者が過去 12 ヶ月間に同じ銘柄を買付けた際の最高価格を 25%以上下回らない価格以上」、オーストリアでは「過去 6 ヶ月間の取引所における時価以上で、かつ買付者が過去 12 ヶ月間に同じ銘柄を買付けた際の最高価格を 15%以上下回らない価格以上」、イタリアでは「過去 12 ヶ月間の市場価格の平均と同時期に買付者が支払った最高価格との算術平均」と定められているという¹¹。これに対して、シティ・コードの規定では、過去に市場で買付けた際の価格が、現在の時価と乖離していても、高い価格での TOB を強制されてしまうことが問題視されたのである。

3) わが国の制度と今後の議論

わが国では、公開買付の買付価格は、均一の条件でなければならないとされるのみで、価格の水準については、欧州諸国とは異なり特に規定が設けられていない（証券取引法 27 条の 2、3 項）。

このため、企業グループ内の事業再編で、TOB 手続きが強制されてしまう場合には、個人投資家等が買付に積極的に応じることのないよう時価を下回る価格を買付価格とするという奇妙な対応が、実務上行われてきたのである。それでは手続きが煩雑なだけで意味がないとの不満が、既に触れた日本経団連による強制制度廃止要望の一つの背景ともなった。

また、欧州諸国では、買付の方法が市場取引であるか否かによって規制を区別するといった制度もとられていない。もちろん、取引所有価証券市場が、公開で、公正で、かつ、透明な市場であるから、構わないという見方

にも一理はあるが、先に述べた公開買付強制制度の存在理由の②経営権に伴うプレミアムの全ての株主間における公平な配分、や③望ましくない経営権の異動からの少数株主の保護、とりわけ③の観点からは疑問も多い。なぜならば、一般の投資家は、市場で大量の買付が行われていても、大量保有報告書による事後的な開示を除いては、誰が経営権の取得をめざしているかを知ることができないからである。

市場取引かどうかで TOB 規制の適用が左右される制度には、近年の市場構造の変化に十分に対応していないとの批判も成り立ち得るだろう。

現在では、取引所市場への取引集中が排され、いわゆる市場間競争が容認されている。そうした現状を踏まえて考えれば、そもそも取引所の市場だけを特別扱いする考え方には疑問がある。証券会社が運営するコンピュータ・ネットワーク上の取引施設である多角的取引システム（MTF）を通じた取引など「市場外」とされる取引であっても、価格や注文量に関する透明性が確保され、幅広い投資家による発注が可能な仕組みがとられていれば、「市場取引」と同様の取扱いをするという考え方こそが、市場間競争の時代にふさわしいのではないだろうか¹²。

いずれにせよ、金融庁は、今後、TOB 制度の再検討へ向けた議論を進めるとの意向を明らかにしている。投資家への公平な情報提供という制度の基本を踏まえた、実りある議論が行われることを期待したい。

Ⅲ. 新株予約権発行と株主平等原則

1. 東京地裁による発行差止決定

1) 第三者割当てをめぐる商法の規制

3 月 11 日、東京地方裁判所は、ニッポン放送によるフジテレビを引受先とする新株予

約権発行について、ライブドアが申し立てた発行差し止め仮処分を認める決定を下した。

商法は、株主の経済的利益を害しないよう、第三者割当ての形で引受人に特に有利な価額で発行を行う場合には、株主総会の特別決議を経なければならないと定めている（280条ノ2第2項）。第三者割当てによって特に有利な条件で新株予約権を発行する場合も同じである（280条ノ21）。

また、会社が法令もしくは定款に違反し、または著しく不公正な方法によって株式や新株予約権を発行し、そのために株主が不利益を受けるおそれがある場合、株主は発行の差し止めを請求できると定めている（280条ノ10、280条ノ39第4項による準用）。株主総会の特別決議を経ることなく、引受人に特に有利な価額で第三者割当てが行われれば、法令違反の発行であり、上の規定による差し止めの対象となり得る。また、発行価額自体は公正であっても、「著しく不公正な方法」がとられれば、やはり差し止めの対象となる。

これらの規定は、いずれも特定の株主のみにとって有利で株主平等の原則に反するような第三者割当てが、株主の意向に反して強行

されることを抑止するために設けられたものである。

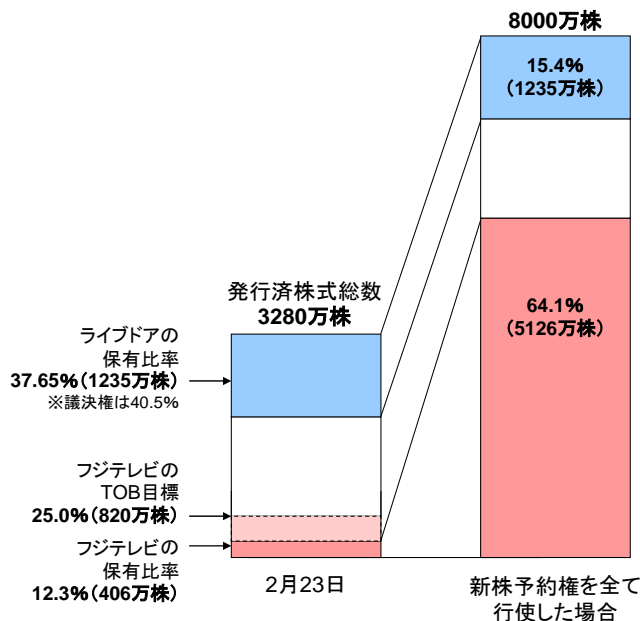
裁判所は、ニッポン放送による新株予約権発行が、①その条件が株主総会の特別決議を要する「特ニ有利ナル条件」にあたるかどうか、②法令や定款違反と並んで商法上差し止めの理由となり得る「著シク不公正ナル方法」による発行と言えるかどうか、の二点を検討した。そして、結論的には、本件新株予約権発行は「特ニ有利ナル条件」とは言えないが、「著シク不公正ナル方法」にあたりと判断し、発行の差し止めを認めたのである。

2) 有利発行をめぐる判断

決定は、「特ニ有利ナル条件」による新株予約権の発行とは、公正な価額、すなわち「現在の株価、権利行使価格、権利行使期間、金利、株価変動率等の要素をもとにオプション評価理論に基づき算出された新株予約権の発行時点の価格」を大きく下回る場合を指すとの解釈を示した。

その上で、三項ツリーモデルと呼ばれるオプション価格算定モデルを用いて行われたニッポン放送側の算出価額（1株当たり

図表2 新株予約権発行がニッポン放送株式の保有分布に及ぼす影響



(出所) 「産経新聞」2月24日付け

336.2731 円) の妥当性を検討し、不合理な点は認められないとした。更に、本件新株予約権が、フジテレビによるニッポン放送の子会社化を目的として発行されたという事情を勘案して、新株予約権の価額と行使価格の合計額(6286.2731 円) が、特に有利なものと言えるかどうかについても検討を加え、発行決議の前日までの 1 ヶ月の平均株価の約 97% に相当することから、日本証券業協会の第三者割当て増資に関する自主ルールに照らしても妥当な水準であり、特に有利なものとは言えないと結論づけた。

3) 不公正発行をめぐる判断

一方、不公正発行について決定は、経営支配権をめぐる争いがある場合に、「特定の株主の持株比率を低下させ、現経営陣の支配権を維持することを主要な目的として新株等の発行を行うことは、会社の執行機関にすぎない取締役が会社支配権の帰属を自ら決定するものであって原則として許されず、新株等の発行が許容されるのは、会社ひいては株主全体利益の保護の観点からこれを正当化する特段の事情がある場合に限られるというべきである」との解釈を示した。

その上で、本件新株予約権発行は、現在の取締役の地位保全を主たる目的とするものとはまでは言えないが、現経営陣と同様にフジサンケイグループに属する経営陣の支配権の維持を目的とするものであり、「現経営陣の支配権を維持することを主たる目的とするものというべきである」とした。

更に、決定は、本件新株予約権発行が、会社の企業価値の維持・向上、放送の公共性を確保するための正当なものであるとのニッポン放送側の主張について検討を加え、フジサンケイグループとの取引打ち切り等によって予想される影響やライブドア側の事業計画の合理性を詳細に分析している。そして、ライブドア側の支配権取得によってニッポン放送

の企業価値が著しく毀損されることが明らかであるとは言えないと結論づけた。

4) 株式の取得方法をめぐる判断

ニッポン放送側は、ライブドアによる立会外取引を通じた株式の大量取得は違法であり、本件新株予約権発行は、そのような威嚇的買収に対する対抗措置であるとの主張も行っていった。

この点について決定は、一般投資家に対して十分な情報開示の行われない立会外取引システムを通じて経営支配権の変動を伴うような株式の大量取得が行われることの問題点には理解を示しつつも、現行法上、ToSTNeT-1 は TOB 規制の対象となる取引所有価証券市場外における買付等には該当しないとして、ニッポン放送側の主張を退けた。

2. 従来の判例と地裁決定の意義

東京地裁の決定は、有利発行に該当するかどうかの判断については、証券業協会の自主ルールを判断基準とする従来の判例の流れを踏襲し、不公正発行に該当するかどうかについては、経営支配権をめぐる争いに際する第三者割当ての違法性を判断する基準とされてきた「主要目的ルール」と呼ばれる判例理論に、基本的に立脚する形をとった穏当なものである。

1) 有利発行をめぐる判例の流れ

経営支配権をめぐる争いが生じている場合、経営者に友好的な株主や取引先を引受先とした第三者割当てを行おうとしても、経営者側の提案通りに、株主総会の特別決議を得ることは困難である。

もちろん、株式の時価やそれを上回る価額で引受が行われるのであれば、特別決議は不要である。しかし、経営支配権が争われている状況下では、買い集めが行われる過程で株価が大幅に上昇していることが多い上、そも

そも引受先となる者は、できるだけ少ない資金で多くの株式数を取得しようとする。このため、経営者側は、直前の株価に比べて割安な価額で、しかも、株主総会による特別決議を経ることなく、第三者割当てを行おうとすることが多い。

株主総会の特別決議を経ない有利発行であることを理由として、第三者割当てに対する差し止めが認められた近年の例としては、1990年のカロリナ第一事件に対する決定（大阪地決平成2年6月22日判例時報1364号100頁）がある。

この事件では、カロリナによる株式買い集めがターゲットとなったゼネラルの株価高騰の一因となったことは認めつつも、直前の株価がそれまで7ヵ月間の平均的な水準であることなどを理由に、時価から大きく乖離した条件で行われた第三者割当ては、特に有利な価額による発行にあたるかの判断がなされたのである¹³。

また、2004年の宮入バルブ事件に対する決定（東京地決平成16年6月1日判例時報1873号159頁）では、日本証券業協会の時価発行増資に関する自主ルールにある、原則として、①発行決議の直前日の時価の90%、直近の株価高騰などがみられる場合には、②6ヵ月以内の適当な期間を遡った日から直前日までの平均価額の90%、のいずれか以上でなければ公正な価額とは言えないという考え方を参考にしながら、時価から大きく乖離した条件で行われた第三者割当てに対する発行の差し止めが認められた¹⁴。

2) 不公正発行をめぐる判例の流れ

既に触れたように、第三者割当てが行われる場合、発行価額自体は公正であっても、「著シク不公正ナル方法」がとられれば、やはり発行差し止めの対象となる。経営支配権をめぐる争いがある場合、買収者側の保有割合を大幅に低下させる目的での発行が、著し

く不公正な方法に該当するとの主張がなされることが多い¹⁵。

1989年の忠実屋・いなげや事件に対する決定（東京地決平成元年7月25日判例時報1317号28頁）では、株式買い集めにあった忠実屋といなげやが、業務提携を理由に相互に第三者割当てを行おうとした行為が、「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もの」であり、また、少なくとも特定の株主の持株比率が著しく低下することを認識しながら行われた発行であるにもかかわらず、その発行を正当化させるだけの合理的理由がないとして、著しく不公正な方法による発行に該当するものと判断された¹⁶。

この事件で示された裁判所の考え方は、「主要目的ルール」と呼ばれ、判例理論として確立したものであると理解されてきた。しかし、2004年のベルシステム24事件に対する決定（東京地決平成16年7月30日判例時報1874号143頁）は、一応主要目的ルールの考え方を引きながらも、ベルシステム24側が特定の株主の持株比率が大幅に低下することを認識しつつ発行決議を行ったとしても、商法は原則として株主の会社支配比率維持の利益を保護してはいないので直ちに不公正な発行にあたるとは言えないとした上で、問題の第三者割当て増資が、具体的な業務提携計画に基づいており、一株当たり純利益の上昇や株主資本利益率の維持が見込めるなどとして、差し止め仮処分を却下した¹⁷。

この決定は、特定の株主の持株比率低下を狙いとする第三者割当てであっても、差し止めの対象とならない可能性があることを認めたものであり、経営者側の意図だけでなく、他の要素も考慮に入れて判断するとした限りで、主要目的ルールを修正したものと解することもできよう。

3) 地裁決定に対する評価

ベルシステム 24 事件に対する決定は、経営支配権の維持が目的であっても合理的な事業計画に基づく第三者割当てであれば容認されるという考え方を示したもののだけに論議を呼んだ。例えば、久保利英明弁護士は、「私自身代理人として関与したもので、一方の立場だけから論じることは避けるが」としつつも、裁判所が第三者割当ての理由とされた事業計画を合理的なものとして判断したことについて、「これがまともな経営計画であり資金需要だと考えるような経営者がいるとは思えない」とし、「裁判官がいかにかに経済界の常識を知らないかを示すものと考えざるを得ない」と厳しく批判している¹⁸。

この指摘が全面的に正しいものと言えるかどうかはさておくとしても、本来、法の解釈と適用を任とする裁判所が、経営陣の策定した事業計画の合理性について、深く立ち入った判断をなすべきとは思われない。また、合理的な事業計画を策定すれば、いわば違法性が阻却されるのであれば、経営者の裁量を幅広く認めすぎており、株主の権利への配慮を欠くとも言えるだろう¹⁹。

その点、ニッポン放送事件における東京地裁の決定は、経営陣の事業計画や収益見通しの合理性について詳細に分析することは避け、「現経営陣及び買収者のいずれの事業計画が合理的かの判断は、会社支配権の争奪に対する取締役の違法な関与を排除した上で、株主によってなされるべきものである」とした。上の久保利弁護士の表現を借りれば、「経済界の常識」は、経済界の判断に委ねる姿勢を明らかにしたものと言える。

しかも、決定は、支配権の異動によって企業価値が著しく毀損されるといった特段の事情のある場合には、特定の株主の持株比率を著しく引き下げるような第三者割当てが容認される可能性もあると認めている。つまり、資金調達のための具体的な必要性がなくとも、敵対

的買収に対する対抗増資それ自体に、合理性と相当性があれば、不公正な発行にはあたらないというのである。

過去の内外の事例をみても、真に支配権の取得を目的とはせず、確たる事業計画を有することなく、本音では経営陣側による株式の高値買い取りを期待する乗っ取り屋、あるいはグリーン・メーラーとおぼしき者による株式の大量取得が、経営支配権をめぐる争いにつながることは少なくない。こうした場合には、裁判所も、取締役の対抗措置を容認せざるを得ないであろう²⁰。

地裁決定は、そうした余地も十分に残すバランスのとれた内容となっている。ベルシステム 24 事件決定との比較で言えば、特定の株主の持株比率を著しく引き下げるような第三者割当てについて、前者が、「原則は違法だが、合理的な事業計画に基づくものであれば認める」としたのに対し、今回の決定は、「原則は違法だが、企業価値の毀損を回避するための緊急避難的なものであれば認める」とした、と整理することができよう。

決定は、敵対的買収を想定した事前の対抗策についても肯定的な見方を示しており、今後、「公正で明確なルールが定められることが期待される」とまで述べている。しかし、いったん経営支配権をめぐる争いが生じた場合には、取締役は、企業価値が著しく毀損されるといった特段の事情のある場合を除いては中立的な立場を維持すべきとしたわけである。会社の所有者が株主であるという基本的な認識を踏まえれば、裁判所の示した優れた見識は高く評価されるべきであろう。

3. 地裁決定後の司法判断

ニッポン放送側は東京地裁の仮処分決定に納得せず、直ちに保全異議を申し立てた。これに対して、東京地裁は、仮処分決定とほぼ同じ論理を展開し、本件においては、支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させるこ

とを正当化する特段の事情があることについての疎明がないとして、仮処分決定を認可する決定を下した。

これに対して、ニッポン放送側は、東京高等裁判所に対して保全抗告を行った。しかし、高裁もまた、地裁の仮処分決定とほぼ同じ論理を展開して、ニッポン放送の抗告を棄却する決定を下した。

高裁決定で最も注目されるのは、株主全体の利益の保護という観点から第三者割当てが正当化される特段の事情のある場合について、具体的な例をあげたという点である。

すなわち、決定は、敵対的買収者が、①真に会社経営に参加する意思がなく、高値で会社関係者に株式を引き取らせようとするグリーン・メーラーである場合、②経営を一時的に支配して知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先等を自らの側に委譲させる焦土化経営を行おうとしている場合、③経営を支配して会社資産を自らの債務の担保や弁済原資として流用する予定である場合、④経営を一時的に支配して資産の処分を行い、一時的な高配当を行わせたり高値で株式を売り抜けたりすることを狙いとしている場合、など会社を食い物にしようとしている場合には、敵対的買収者は株主として保護するに値せず、放置すれば他の株主の利益が損なわれることが明らかであるので、対抗手段としての必要性や相当性があれば、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする第三者割当てが正当なものとして許されるとしたのである。

その上で、本件については、ライブドア側がマネーゲーム本位でニッポン放送を解体し資産を切り売りしようとしているという証拠はなく、またライブドアの傘下に入った場合にニッポン放送の企業価値がどう変化するかは株主や株式市場の事業経営の判断や評価に委ねるべき事柄であって司法判断には適しないとし、ニッポン放送側の主張を退けたのである。

IV. その他の論点

ニッポン放送の経営支配権をめぐる争いは、TOB 規制における立会外取引の位置づけ、第三者割当てと株主平等原則の調和、という上の二つの大きな問題以外にも、商法、証券取引法をめぐる様々な論点を提起した。以下では、そのポイントのみを簡単に指摘しておきたい。

第一は、ライブドアが買収資金の調達に用いた MSCB（行使価格修正条項付転換社債型新株予約権付社債）の妥当性である。類似の CB は、ほかにも多数発行されているが、疑問の声もある。すなわち、①行使価格の下方修正条項が付されていると有利発行にあたるのではないかと、②ヘッジ・ファンド等に販売され市場を混乱させる要因となっているのではないかと、③引受先となる証券会社が下方修正条項を発動させるために作為的相場形成を行うのではないかと、などといった様々な指摘がなされているのである。

第二は、フジテレビによる TOB 条件の変更である。証取法は、TOB の手続きに入った後は、「買付予定株券等の数の減少」は行うことができないと定めている（27 条の 6 第 3 項）。フジテレビが TOB による取得目標を 50% でなく 25% に改めたことが、この規定に抵触するのではないかとするのである。

この点については、あくまで TOB 成立の下限を変更しただけで、その水準を上回る応募があれば全て買い取りに応じるのだから投資家保護の観点から何ら問題はないとの見方ができるが、それに対する異論もある。

第三は、いわゆる 5% ルールに基づく大量報告書のあり方である。両者の攻防の過程では、ニッポン放送株を大量に保有する機関投資家の動向が注目されたが、大量報告書が期限内に提出されていなかったり、適用除外規定によって 5 日以内の提出の対象とされていなかったりするケースがあり、市場を混乱さ

せたとの指摘がみられた。

第四は、上の点とも重なるが、機関投資家や事業会社など、経営支配権の帰趨に大きな影響を及ぼし得る主体の取るべき態度である。ライブドアの登場でニッポン放送の株価が高騰し、フジテレビの TOB 価格が時価を下回ったことから、TOB に応じた側に対する批判がある。他方、単純により高い価格で株式を処分すべきと決め付けて良いかどうかについては、疑問もあるだろう。

第五は、敵対的買収に対する防衛策のあり方である。今回の攻防がきっかけとなって、これから制定される会社法に実効的な防衛を可能にする規定を盛り込むべきとの議論が急速に台頭した。また、いわゆる三角合併の容認で外国資本による日本企業の買収が容易になるのではないかと懸念が高まり、株式交換による合併対価の柔軟化に関する規定の施行を一年延期することが法案に盛り込まれる方向となった²¹。

なお、ニッポン放送の経営支配権をめぐる争いは、当初は、6月の株主総会へ向けた議決権勧誘合戦 (proxy fight) にまでもつれ込むかともみられた。しかし、株主提案の期限が迫る4月中旬以降、両者が和解へ向けて動き出し、最終的には、フジテレビ側が、ライブドアの保有するニッポン放送株を全て買い取ると同時に、ライブドアに出資をする形で決着した。

¹ 2月11日付け10面。なお、産経新聞社は、この問題の当事者であるニッポン放送及びフジテレビと同じフジサンケイグループに属している。

² 神崎克郎「公開買付制度の適用範囲」『現代企業と有価証券の法理』(河本一郎先生古稀祝賀) 197～198頁(1994)。

³ 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『証券取引法入門』[新訂第二版] 224～225頁(2003)。

⁴ 売主追加請求権については、「比較法的にも例がなく、厳しい手続を要求しているという評価も不可能ではないが、それとて、株主平等の原則をそこまで徹底したという逆の立場からの評価も可能であ

る」との指摘がある。前田庸「自己株式取得規制の緩和について」『現代企業立法の軌跡と展望』(鴻常夫先生古稀記念) 19頁(1995)。

⁵ 神崎・前掲注2、199～200頁。

⁶ 東京証券取引所「ToSTNeT-2を利用した事前公表型の自己株式取得に関するQA集」参照。

⁷ 武井一浩・太田洋・中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』15頁(2004)。

⁸ 米国のTOBルールについては、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』[第二版] 179～200頁(2004)参照。

⁹ Wellman v. Dickinson, 475 F. Supp. 783 (S.D. N.Y. 1979)。

¹⁰ Guido Ferrarini, “Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control”, Proceedings in the Conference on “Company Law Reform in OECD Countries”, held in Stockholm on 7-8 December 2000.

¹¹ Ferrarini, op. cit.

¹² 証取法27条の2、1項1号は、政令で定める取引は取引所有価証券市場における売買に準じるものとして扱うとし、証取法施行令7条において、店頭売買有価証券市場における取引がそれに指定されている。従って、法技術的には、MTF上での取引を市場取引とすることは難しくない。

¹³ その後、ゼネラル側は発行価額を引き上げて再度第三者割当てに踏み切った。カロリナ側は、有利発行だとして再度差止仮処分を申請したが却下された。カロリナ第二事件(大阪地決平成2年7月12日判例時報1364号104頁)である。

¹⁴ この自主ルールについては、基準としてやや厳しすぎるので、それに拘束されることなく、具体的事情に応じて合理的に計算された価格であれば、特に有利な発行価額にあたらぬとの見解もある。新谷勝『敵対的買収』[改訂版] 96頁(2005)。

¹⁵ 学説上は、経営支配権をめぐる争いのある時期に第三者割当てを行うことは、原則として著しく不公正な発行に当たるとする見解もある。江頭憲治郎『株式会社・有限会社法』[第4版] 624頁注4(2005)参照。

¹⁶ 本事件では、発行価額も有利発行にあたるものと判断された。

¹⁷ この決定に対して、CSK側は東京高裁への抗告を行ったが、棄却された。

¹⁸ NIKKEI NET掲載「経済羅針盤」2004年8月16日付け「揺れる裁判 こんな決定信用できますか」。新谷・前掲注14、102頁も「かなり疑問が残る決定である」としている。

¹⁹ 新谷・前掲注14も、「資金調達の実効性はなんとでも説明がつく」と指摘している。

²⁰ 江頭・前掲注15、624～625頁参照。

²¹ 経営陣が反対している場合に三角合併を強行することは技術的に困難であり、これは杞憂だと思われる。しかし、そうした世論が高まった事実は無視できない。