

神戸市外国語大学 学術情報リポジトリ

Contemporary issues on "M & A" in Japan

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2006-06-01 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 栗山, 修, Kuriyama, Osamu メールアドレス: 所属:
URL	https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/records/631

This work is licensed under a Creative Commons
Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0
International License.



わが国 M&A の現状と法的問題点

——ニッポン放送事件決定を素材として——

栗 山 修

- I はじめに
- II M&A の法的意義とそのポイント
- III ニッポン放送事件決定
- IV 検討

I はじめに

最近のニュースや新聞等で、「M&A」という言葉を見聞きしない日はない。わが国企業がおこなった M&A は1998年以降1,000件を超え、その後も着実に増加している⁽¹⁾。そして2005年には、これまでで最多の2,713件となった⁽²⁾。M&A とは “Merger & Acquisition” の略語で、「企業⁽³⁾の合併・買収」と訳されるのが通常である。

以下では、M&A の法的意義とそのポイントについて概観する（後記Ⅱ）。その後、最近における敵対的買収の先例とされたニッポン放送事件決定を紹介し（後記Ⅲ）、その内容等を検討する（後記Ⅳ）。

（注）

（1）落合誠一編・わが国 M&A の課題と展望 2 頁（2006年 商事法務）。同書18頁以下は、つぎの四点がその背景にあるとする。①90年代末におこなわれた企業再編に関する法制度の整備。②世界的な M&A ブーム。③金融危機後に進んだ、株価の下落や株式持合いの減少。④技術革新や規制緩和によって、一部の産業で企業にとって最適な事業規模や事業範囲の大きな変化。なお、経済的観点からみた M&A の意義については同書15頁以下参照。

（2）岸田雅雄・ゼミナール会社法446頁（2006年 日本経済新聞社）。

（3）ここでいう「企業」とは、「株式会社」をいう。

Ⅱ M&Aの法的意義とそのポイント

平成18年5月1日に施行された「会社法」(以下、法)は、M&Aについて定義をしていない⁽¹⁾。そこで、“M&A”(「企業の合併・買収」)の法的意義が問題となる⁽²⁾。「合併」については、法748条以下が規定する。これにたいし、「買収」について法は規定していない。そこで、その法的意義が問題となる。一般には、つぎの方法が買収の法的手段とされている⁽³⁾。①買収対象会社(以下、対象会社)の事業の譲受け。②対象会社の吸収分割。③対象会社の株式取得。

以下では、合併および買収の手段とされる上記の方法についてそのポイントを概観する。

1 合 併

(1) 意 義

二つ以上の会社(当事会社)が、契約(合併契約)によって一つの会社に合体することをいう⁽⁴⁾。合併には、吸収合併と新設合併がある。法2条27号は、吸収合併をつぎのように定義する。「会社が他の会社とする合併であって、合併により消滅する会社の権利義務の全部を合併後存続する会社に承継させるものをいう。」合併により消滅する会社を「消滅会社」、消滅会社の権利義務を包括承継(一般承継)する会社を「承継会社」という。法2条28号は、新設合併をつぎのように定義する。「二以上の会社がする合併であって、合併により消滅する会社の権利義務の全部を合併により設立する会社に承継させるものをいう。」

実際に、合併の多くが吸収合併でなされている。新設合併と比較して、手続き費用の点でメリットがあるのがその理由とされる⁽⁵⁾。“Merger”は「吸収合併」を意味する⁽⁶⁾。

このことから企業の「合併」は、「吸収合併」を意味するといえる。

(2) 吸収合併の手続き

吸収合併は、株主や会社債権者にとって大きな影響がある。したがって、以下の点に留意する必要がある。

① 株主総会の承認

(イ) 消滅会社

契約で定めた合併の効力発生日の前日までに、各当事会社の株主総会で特別決議⁽⁷⁾による承認⁽⁸⁾を受けるのが原則である。

(ロ) 存続会社

契約で定めた合併の効力発生日の前日までに、株主総会の特別決議⁽⁹⁾による承認⁽¹⁰⁾を受けるのが原則である。

② 合併の対価

会社法制定前は、合併交付金を除けば消滅会社の株主が取得する合併の対価は存続会社の株式に限られていた。しかし会社法は、株式に限らず存続会社の社債・新株予約券・新株予約券付社債その他の財産も対価になりうるとした⁽¹¹⁾。対価の柔軟化で、金銭が交付される「交付金合併」⁽¹²⁾や存続会社の親会社株式を交付する「三角合併」も認められた。これにより合併が容易になされることから、わが国企業を対象とした外資による敵対的買収の増加が懸念された。そこで、三角合併等に関する規定は会社法の施行日から1年後とされた⁽¹³⁾⁽¹⁴⁾。

(3) 反対株主の株式買取請求権

合併に反対する株主は、会社にたいしてその所有する株式を公正な価格での買取りを請求できる⁽¹⁵⁾。行使要件はつぎのようである。

(イ) 議決権を行使できる株主

総会前に合併反対の意思を通知し、かつ当該総会で反対する必要がある⁽¹⁶⁾。

(ロ) 議決権を行使できない株主

単元未満株主等には、上記の要件は課せられない⁽¹⁷⁾。なお、略式合併・

簡易合併の場合にはすべての株主が行使できる⁽¹⁸⁾。

2 事業の譲受け

(1) 意義

事業譲受け契約を締結することで、他の会社の事業を譲り受けること。事業とは、「一定の事業目的のために組織化され、有機的一体として機能する財産（得意先関係等の経済的価値のある事実関係を含む。）」をいう⁽²⁰⁾。

(2) 手続き

取締役会設置会社⁽²¹⁾では、取締役会の決議を要する⁽²²⁾。他の会社の事業全部を譲り受ける場合には、総会の特別決議が必要である⁽²³⁾。

(3) 反対株主の株式買取請求権

事業の譲受けに反対の株主は、株式買取請求権を行使できる⁽²⁴⁾。

3 吸収分割

(1) 意義

法2条29号は、つぎのように定義する。「株式会社又は合同会社⁽²⁵⁾がその事業に関して有する権利義務の全部又は一部を分割後他の会社に承継させることをいう。」

(2) 手続き

分割会社および承継会社は、吸収分割契約について効力発生日の前日までに株主総会の特別決議による承認が必要である⁽²⁶⁾⁽²⁷⁾。吸収分割の手続きは、吸収合併のそれと酷似する。

(3) 反対株主の株式買取請求権

吸収分割に反対の株主は、株式買取請求権を行使できる⁽²⁸⁾。

4 株式取得

対象会社の経営にコミットして支配するためには、当該会社の発行する議

決権のある株式を一定数取得する必要がある。株式には、証券取引所に上場されている上場株式とそうでない非上場株式がある⁽²⁹⁾。問題となる多くのケースは、前者についてである。以下では、上場株式の取得方法およびその取得率と経営への関与の程度等について概観する。

(1) 取得方法

大別して、取引所を通してなされる取引所取引とそうでない取引所外取引がある。後者には、相対取引と公開買付けがある。

① 取引所取引

有価証券市場⁽³⁰⁾を通してなされる取引をいう。取引所取引には、つぎのものがある⁽³¹⁾。

(イ) 売買立会取引

オークション方式による取引である。取引時間は、午前9時から午前11時（「前場」）、午後12時30分から午後3時（「後場」）である。取引の方法には、板寄せ方式とザラバ方式とがある。

(ロ) 売買立会外取引

上記の立会時間外におこなわれる取引をいう。主として、機関投資家がこれを利用する。

立会外取引には、(A)単位銘柄取引、(B)バスケット取引、(C)終値取引がある。東京証券取引所では、このような立会外取引のことを ToSTNeT 取引 (Tokyo Stock Exchange Trading Network System) と呼んでいる。

② 取引所外取引

(イ) 相対取引

取引当事者が確定している取引 (face-to-face-transaction) をいう。下記 (ロ) の例外にあたる場合にのみ、これによることができる。

(ロ) 公開買付け

有価証券報告書提出会社⁽³²⁾の株式買付けは、原則として公開買付けが強

制される。⁽³³⁾ もっとも、60日間に10人以下の者からする買付け等⁽³⁴⁾については強制されない。

(2) 取得率と経営への関与の程度等

甲社（買収会社）の乙社（買収対象会社）株取得率と経営への関与の程度等は、大略つぎのようである。

① 4分の1以上

甲社が乙社の総株主の議決権（以下、総議決権）の25パーセント以上を取得していれば、乙社はその所有する甲社の議決権を行使できない⁽³⁵⁾。これにより、甲社は乙社から経営を支配されることはない。

② 3分の1超

甲社が乙社の総議決権の3分の1超を取得すれば、乙社の総会における特別決議事項の承認⁽³⁶⁾を甲社は阻止できる。

③ 2分の1超

甲社が乙社の総議決権の2分の1超を取得すれば、乙社の総会で普通決議事項の承認に必要な議決権を確保できる⁽³⁷⁾。

④ 3分の2超

甲社が乙社の総議決権の3分の2超を取得すれば、乙社の総会で株式交換⁽³⁸⁾や株式移転⁽³⁹⁾といった特別決議事項の承認に必要な議決権を確保できる。

⑤ 100パーセント

乙社は、株主が甲社だけの一人会社となる。その結果、甲社（完全親会社）は乙社（完全子会社）の経営を完全に支配できる。

(注)

(1) 法は、2条で34の用語について定義をしている。それ以外にも別の条文で定義されている用語が多数あり、その数は300に近いとされる（長島・大野・常松法律事務所編・アドバンス新会社法（第2版）9頁（2006年 商事法務））。

(2) 落合誠一編・前記Ⅰの注（1）2頁脚注（1）は、M&Aを合併等の企業の組織再編の総称であるとする。

(3) 神田秀樹・会社法（第8版）289頁脚注（1）（2006年 弘文堂）。

- (4) 神田・前掲注(3) 294頁。当事会社は、株式会社に限られない(法748条)。
- (5) 岸田・前記Ⅰの注(2) 457頁。
- (6) 「新設合併」は、“Consolidation” という。
- (7) 定款で要件を加重できる(法783条1項・法309条2項12号)。なお、法309条3項2号・法783条2項参照。
- (8) 存続会社が「特別支配会社」である場合には(法468条1項かつこ書)、株主総会の承認は不要である。略式合併とよばれる。
- (9) 定款で要件を加重できる(法795条・法309条2項12号)。
- (10) 以下のケースでは、承認は不要である。①略式合併(法796条1項本文)の場合。②合併対価の額が存続会社の総資産の20パーセント以下である場合。簡易合併とよばれる。
- (11) 法794条1項2号。
- (12) “cash-out merger” という。
- (13) 法附則④。
- (14) 江頭憲治郎・株式会社法756頁(2006年 有斐閣)。
- (15) 法785条1項・法797条1項。「公正な価格」については、神田・前掲注(3) 162頁脚注5); 長島・大野・常松法律事務所編・前掲注(1) 781頁以下参照。
- (16) 法785条2項1号イ・法797条2項1号イ。
- (17) 法785条2項1号ロ・法797条2項1号ロ。
- (18) 法785条2項2号・法797条2項2号。なお、債権者異議手続きについては法789条・法799条参照。
- (19) 会社法制定以前は、「営業」とされていた。用語が変更された理由については、相沢哲編著・新会社法の解説139頁以下(2006年 商事法務)参照。
- (20) 最判昭和40.9.22民集19巻6号1600頁。
- (21) 法2条7号。
- (22) 法362条4項1号。
- (23) 以下のケースでは、総会決議は不要である。①譲渡会社が「特別支配会社」である場合(法468条1項。略式手続き)、②譲受会社が支払いまたは交付する譲受の対価の額が同会社の純資産額の20パーセント以下である場合(法467条1項2号。簡易手続き)。
- (24) 法469-70条。
- (25) 会社分割には、「新設分割」もある。これについては、法2条30号で定義する。
- (26) 法783条1項・法795条1項。
- (27) 分割会社、承継会社のいずれも以下の場合には総会決議を必要としない。簡易分割(法784条3項・法796条3項)。略式分割(法784条1項・法468条1項)。
- (28) 法785-88条・法797-98条。なお、債権者異議手続きについては法789条・法799条参照。
- (29) 株式を取引対象として考察する場合には、上場株券・非上場株券という(証券取引法(以下、証取法)2条6号前半)。
- (30) 証取法2条17項。

- (31) 岸田・前掲注(5) 95頁以下。
- (32) 事業年度経過後から3か月以内に内閣総理大臣へ提出する開示書類をいう(証取法24条1項)。
- (33) 公開買付けについては、証取法27条の2以下で規定されている。その趣旨は、
①買付け者にあらかじめ情報を開示させて多くの株主に買付けに応じる機会をあたえる点にある(岸田・前掲注(5) 64頁)。
- (34) 証取法27条の21項ただし書・同法施行令7条。
- (35) 法308条1項かっこ書。甲社が乙社の経営を実質的に支配することが可能として、会社法施行規則67条に定められている事由に該当する場合も同様である。会社法制定前は、総議決権の25パーセント超であった(旧商法 241条3項)。
- (36) 定款で要件を加重できる(法309条2項かっこ書)。
- (37) 法309条1項。
- (38) 法2条31号は、つぎのように定義する。「株式会社がその発行済株式(株式会社が発行している株式をいう。以下同じ。)の全部を他の株式会社又は合同会社に取得させることをいう。」
- (39) 法2条32号は、つぎのように定義する。「一又は二以上の株式会社がその発行済株式総数の全部を新たに設立する株式会社に取得させることをいう。」

Ⅲ ニッポン放送事件決定

本件は、株式会社ニッポン放送(以下、Y)の株主である株式会社ライブドア(以下、X)が以下の二点を理由に平成17年2月23日のニッポン放送取締役会で決議した新株予約券の発行を仮に差し止めることを求めた事案である。①当該発行は、特に有利な条件によるものであるのに株主総会の特別決議(商法280条ノ21第1項⁽¹⁾)を欠いている。②当該発行は、著しく不公正な方法によるものである(商法280条ノ39第4項・同法280条ノ10⁽²⁾)。

1 事案の概要

Yは昭和29年に設立されたAMラジオ放送等を主たる事業内容とし、平成17年2月現在の資本金は41億5,000万円で発行済み株式総数は3,280万株である。Yの発行する普通株式は、東証第2部に上場されている。Yはフジサンケイグループ(以下、Aグループ)の一員で、株式会社フジテレビジョン(以下、B)とは持分法適用関連会社の関係にある。Yは、平成17年1月時

点で B の発行済株式総数のうち22.5パーセントを保有している。

X は平成 8 年 4 月に設立されたコンピューターネットワークに関するコンサルティング等を主たる事業内容とし、平成17年 1 月現在の資本金は240億 3,000万円である。株式会社ライブドアパートナーズ（以下、C）は平成16年 10月に設立され、投資顧問等を主たる事業内容とし、資本金は1,000万円である。

昭和32年11月に設立されテレビジョン放送等を主たる事業とする B は、以前より Y の発行済株式総数（以下、総数）の12.39パーセント（406万4,660株）を保有する株主であった。平成17年 1 月17日、B は Y の経営権獲得のために既保有分を含めて Y の発行済株式総数の50パーセントとなる1,233万 5,341株を 1 株の買付価格5,950円、買付価格期間を平成17年 1 月18日から同年 2 月21日までとする公開買付け（以下、本件公開買付け）の開始を決定した。

X は総数の約5.4パーセント（175万6,760株）を保有していたが、本件公開買付け期間中である平成17年 2 月 8 日に東京証券取引所の ToSTNeT—1 を利用した取引で、C を通じて総数の約29.6パーセント（972万0270株）を買い付けた（以下、本件 ToSTNeT 取引）。これにより、X および C（以下、X 等）は総数の約35.0パーセントを保有する株主となった。その後も X 等は平成17年 2 月21日までに Y の株式1,152万9,930株を取得し、Y の総議決権にたいする割合が37.85パーセントとなった。このような状況になったことから、2月10日に Y は本件公開買付けの条件を変更し、買付け価格はそのまま買付け株式数の下限を25パーセント、買付け期間を 3 月 2 日までとした。さらに、2月24日には、当該期間を 3 月 7 日までとした。X の代表取締役堀江貴文は Y 社株取得の意図について、放送局が保有する Web サイトをポータル化してシナジー効果を得ることが目的であるとした。さらには、A グループとの業務提携をも見据えたものであるとした。これにたいし B の代表取締役日枝久は、記者にたいし X と業務提携をする気持ちはない旨を述べ

た。

Yは平成17年2月23日の取締役会で、以下の理由から大量の新株予約券⁽³⁾（以下、本件新株予約券）をBに発行する旨の決議をした。すなわち、本件新株予約券の発行はYの企業価値とYがマスコミとして担う高い公共性の確保のためにおこなうものである。XがYの支配株主となることは、Yがマスコミとして担う高い公共性と両立しない。本件新株予約券を発行することでXによる大量のY株式取得という公開買付けの開始後に発生した事情に影響を受けることなく、Yが賛同を表明したBによるYの子会社化を達成できる。また、本件新株予約券の発行により取得する払込金は、（仮）臨海副都心スタジオプロジェクトへの整備資金に充当する予定であるとする。

本件新株予約券の発行価額（1株あたり336.2731円）は大和証券エスエムビーシー株式会社が開発した三項ツリーモデルを用いて算定されたものであり、当該予約券の発行総額は158億7,209万3,020円である。これがすべて行使された場合に発行される株式数4,270万株は、従来の発行済株式総数の約1.44倍にあたる。その結果、XのY株式保有割合は約42パーセントから約17パーセントへと減少する。これにたいしBのそれは、当該予約券を行使した場合に取得するだけでも約59パーセントになる。

2 原審決定（東京地裁平成17年3月11日⁽⁴⁾）

大略以下の理由から、Xの申立てを認めた⁽⁵⁾。

（1）商法280条ノ21第1項にいう「特二有利ナル条件」による新株予約券の発行とは、公正な発行価額よりも特に低い価額による発行をいう。新株予約券の公正な発行価額とは現在の株価、権利行使価格等をもとにオプション評価理論に基づき算出された発行時点におけるそれをいう。当該価格と取締役会で決定された発行価額を比較して後者が前者を大きく下回れば、それは新株予約券の有利発行とされる

（2）本件新株予約券発行（以下、本件発行）価額の算出方法について、明

らかに不合理な点は認められない。したがって、本件発行が「特二有利ナル条件」によるものであるとはいえない。本件発行が新株発行と実質的に同一である本件の特殊事情⁽⁶⁾を考慮しても、「特二有利ナル条件」による発行とはいえない。

以上から、本件発行が有利発行にあたるとする X の主張には理由がない。

(3) 商法280条ノ39第4項、同法280条ノ10所定の「著シク不公正ナル方法」による新株予約券発行とは、不当な目的を達成する手段として当該発行が利用される場合をいう。そして、つぎのような目的で従来株主の持株比率に重大な影響をおよぼす新株予約権の発行がなされそれが第三者に割り当てられる場合には、特段の事情がない限り不当な目的を達成する手段として当該発行が利用される場合にあたる。すなわち、株式会社においてその支配権につき争いがあり、当該発行が支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営陣の支配権の維持を主要な目的とすること。

(4) Y の経営陣は事前に B による公開買付けに協力するとしており、本件発行について社外取締役4名を含む全員がこれを是認している。このことから、自らの保身のために本件発行を決定したものとは認められず、本件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いえないと Y は主張する。しかし、本件発行はつぎの目的を達成する手段としてなされた。すなわち、X による大量の Y 株式取得という公開買付けの開始後に発生した事情に影響を受けることなく、Y が賛同を表明した B による Y の子会社化を達成する手段とすること。してみれば、本件発行は現経営陣と同様に A グループに属する経営陣による支配権の維持が主たる目的でなされたというべきである。

(5) A グループとの連携強化という事業戦略を妨害している X を排除することで、Y の企業価値の毀損を防ぎ、その維持・向上が実現される。また、放送の公共性を確保するために本件発行をした。Y は、このように主張する。ところで、企業の支配権が争われている場合にいずれに経営を委ねた

方が収益の向上を期待できるかについて判断するのは株主である。したがって、当該支配権を争う者が株主にたいし自らの事業計画を説明して理解と支持を求めるべきである。これにたいし、当裁判所判断の対象となるのはXの支配権取得により企業価値が著しく毀損されることが明らかといえるか否かである。検討の結果、当裁判所はつぎのように判断する。すなわち、Xの支配権取得によりYの企業価値が著しく毀損されることは明らかとはいえない。したがって、本件発行はそれが正当化される特段の事情にはあたらない。また、放送の公共性を確保するためとの理由も本件発行が正当化される特段の事情にはあたらない。

(6) Xが2月8日にToSTNeT—1を利用した取引で大量のY株式を取得したのは、証取法27条の2が規定する強制公開買付け制度に違反する。このような違法手段でY株式を取得したXにたいする対抗措置である旨をYは主張する。しかし、本件ToSTNeT取引は「取引所有価証券市場」取引ではないと解することはできない。してみれば、同取引を規制すべきであるという立法論はともかく、現行法の下では本件ToSTNeT取引が同条に違反するとはいえない。

3 異議審決定（東京地決平成17年3月16日⁽⁷⁾）

異議審決定は、以下の理由を付加して原審決定は正当であるとした。

(1) 現に支配権争いが生じている場面において、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またはこれに友好的な特定株主の支配権維持・確保を主要な目的とする新株予約券の発行がなされた場合には、原則として不公正発行として差止請求の対象となる。その理由は、取締役の権限の正当性は会社所有者たる株主の意思に基づくという機関権限の分配秩序維持による。

(2) 株主全体の利益の保護という観点から新株予約券発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に不公正発行に該当しないと解する余地が

ある。たとえば、買収者である株主がいわゆるグリーンメーラーである場合や買収者が支配権を取得すると会社に回復しがたい損害をもたらすことが明らかな場合がこれにあたる。

4 抗告審決定（東京高決平成17年 3 月23日⁽⁸⁾）

抗告審決定は、大略以下の理由から本件新株予約権発行は「著シク不公正ナル方法」によるものでありこれを認容した原審決定・異議審決定は正当であるとした。

（１）現に経営支配権の争いが生じている場面において、敵対的買収により経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者またはこれを支持し事実上の影響力をおよぼしている特定株主の経営支配権の維持・確保が目的でなされた新株予約券発行は、原則として「著シク不公正ナル方法」でなされたものと解される。

（２）たとえば敵対的買収者がグリーンメーラーにあたる等のように、真摯に合理的な経営を目指すものではなく当該買収者による支配権取得が回復しがたい損害をもたらす事情があることを会社が疎明、立証すれば「著シク不公正ナル方法」でなされたものとは解されない。

（注）

（１）旧商法（以下、商法は旧商法をいう）の規定である。法238条3項に該当する。

（２）法247条に該当する。

（３）その主たる内容はつぎのとおりである。

- ① 新株予約券の名称：株式会社ニッポン放送第1回新株予約券
- ② 新株予約券の目的たる株式の種類および数：普通株式4,720万株（本件新株予約権1個あたりの目的たる株式の数1万株）
- ③ 発行する新株予約券の総数4,720個
- ④ 新株予約券の発行価額：1個につき336万2,731円（1株につき336.2731円）
- ⑤ 前記④の総額：158億7,209万0320円
- ⑥ 募集の方法：第三者割当の方法により、すべての本件新株予約権をBに割り当てる。
- ⑦ 申込期間：平成17年3月23日

- ⑧ 払込期日：平成17年3月24日
- ⑨ 新株予約券行使の際の払込金額：5,950円
- ⑩ 行使請求期間：平成17年3月25日から同年6月24日までとする。
- (4) 金融商事判例1213号2頁。
- (5) Xが本決定の送達を受けた日から5日以内に、Yのために5億円の担保をたてることが保全執行の実施要件とされた。
- (6) 本件新株予約権は、その内容から（前掲注（3）参照）BがYの定時株主総会で過半数の議決権を行使できることを念頭に発行された。そのため、Bが行使請求期間の初日である平成17年3月25日から議決権行使の基準日である同月3月31日までに当該予約券を行使することは確実であるといえる。このことから、当該予約券はオプションとしての形式をもつがその行使は発行後極めて短時間になされることが予定されているといえる。
- (7) 金融商事判例1213号21頁。
- (8) 金融商事判例1214号6頁。
- (9) Xは、本件新株発行が「特二有利ナル条件」によるものであるとの主張は撤回した。

Ⅳ 検 討

1 本件各決定の意義

本件各決定は、新株予約券が「著シク不公正ナル方法」により発行（以下、不公正発行）されたといえるかについて正面から判断をした点に意義がある。⁽¹⁾そのポイントは、大略以下のようである。①会社の経営支配権に、現に争いが生じている。②経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者またはこれを支持し事実上の影響力をおよ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発行がなされた。以上の要件を満たせば、原則として不公正発行とされる。しかし以上の要件を満たしていても、③「株主全体の利益の保護」という観点から新株予約券発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に不公正発行とはされな⁽²⁾い。

以下では、本件各決定に関連する主要な問題点について検討する。

2 新株予約券と「有利発行」

新株予約券とは、「株式会社に対して行使することにより当該株式会社の株式の交付を受けることができる権利をいう⁽³⁾」。新株予約券を第三者割当ての方法により「特二有利ナル条件」で発行する（以下、有利発行）場合には、株主総会の特別決議が必要とされる⁽⁴⁾。

そこで、どのような場合に有利発行とされるのかが問題となる。これについては、二つの見解が示されている。①発行時点における新株予約券を金銭的に評価して、その額を著しく下回る対価で会社がそれを発行することをいう⁽⁵⁾。②新株予約券の払込金額および当該予約券の行使価額の合計額と当該予約券行使期間中における株式時価平均値との相関関係で、その判断はなされる⁽⁶⁾。

原審決定・異議審決定は、上記①の見解に基づき三項ツリーモデルを用いて本件新株予約権の発行が有利発行にあたらないとした⁽⁷⁾。

3 主要目的ルールと本件新株予約権の発行

新株発行の主目的が資金調達の目的あるいは経営者の支配権維持のいずれであるかを検討し、それが後者であればこれにより不公正発行とされる。一般に「主要目的ルール」と称されるこのような考え方は、不公正発行にあたるか否かを決定する解釈基準といえよう⁽⁸⁾。当該基準に基づき、下級審裁判例の多くが資金調達の必要性を認定して不公正発行にあたらないとしてきた⁽⁹⁾。本件各決定は、主要目的ルールに基づいて新株発行と同様の意味をもつ本件新株予約権の発行は有利発行であるとした。もっとも、資金調達の目的の有無が現経営陣等の経営支配権の維持・確保目的の有無を判断する際のメルクマールとはなっていないとして、従来のルールを旧・主要目的ルールとすれば本件各決定は新・主要目的ルールを採用したとの見解がある⁽¹⁰⁾。従来、主要目的ルールによる資金調達目的を下級審裁判例が認めてきた背景あるいは新株予約券の発行目的を考慮すると、資金調達の必要性が有利発行ではないと

される判断基準として強調されることは不相当とされよう。

4 機関権限分配秩序説と本件新株予約権の発行

本件異議審決定・本件抗告審決定は、機関権限分配秩序説を前提に支配権の維持・確保を目的とする本件新株予約権の発行は原則として許されないとする⁽¹²⁾。すなわち、「取締役の権限の正当性は会社所有者たる株主の意思に基づく」あるいは「取締役は会社の所有者たる株主の信認に基礎をおく」ものであるから、取締役会が権限を有する資金調達等以外については決定し実行できない。したがって、会社に支配関係上の争いがある場合に取締役が当該争いに介入する目的で特定の第三者に新株予約券の発行をなせば、それは当該予約券の不公正発行となる⁽¹³⁾。このように説明される同説は、取締役会の新株（予約権）発行権限の範囲を決定する基本的な視点であるといえよう⁽¹⁴⁾。同説を徹底すれば、取締役会の判断で敵対的買収を阻止すべく第三者割当てによる新株（予約権）を発行することはできないことになるだろう。しかし本件各決定は、例外的にこれが認められるケースがあるとする。このように、同説から当然には具体的な結論が一義的にでてくるわけではないといえよう⁽¹⁵⁾。

5 「株主全体の利益の保護」の意味

（１）利害関係者（stakeholder）の利益は考慮されるか

本件原審決定は、「会社には、株主のほかにも、従業員・取引先・顧客・地域社会などの利害関係者が存在し、——これら利害関係者の利益をも考慮する必要があると一応いうことができる」とする。「会社の利益」とは従業員等の利益を含めた「株主の他、総会社関係者の集合的利益」とする学説も⁽¹⁶⁾ある。しかし本件異議審決定・本件抗告審決定は、この点につきなんら言及していない。この問題は、「会社はだれのものか」ということとも密接に関連する。今後の裁判例の集積に待たれよう⁽¹⁷⁾。

(2) 「企業価値」の毀損

本件抗告決定は、つぎのような Y の主張を退けた。すなわち、X が Y の親会社となり経営支配権を取得すれば Y およびその子会社に回復しがたい損害が生ずるのは極めて明らかである。Y が A グループにとどまり B の子会社となって経営されることが、企業価値を高めることになる。当該決定は、以下のように判示した。それは、Y の主張は事業経営の判断に関するものであり裁判所の判断には適さない。すなわち、敵対的買収の実現によって「企業価値」が高まるか否かは原則として対象会社の取締役会ではなく当該会社の株主によって判断されるべきものである。したがって Y の主張は、「株主全体の利益の保護」にはあたらない。

(3) 抗告審決定が示した四類型

本件抗告審決定は、「株主全体の利益の保護」という観点から以下の四類型に該当すれば例外的に不公正発行とはされないとした。①買収者がグリーン・メーラーである場合、②買収者が対象会社の知的財産や顧客等を収奪するための手段として買収をしかける場合、③敵対的 LBO の場合、④解体的買収の場合⁽¹⁸⁾。

上記の四類型は、不公正発行にはならない例外を具体的に示した点では意義があるといえよう。しかし上記の③・④は、ケースによっては対象会社の既存株主にも利益が生じうるとも指摘されている。このことから、さまざまな異論も予想されるデリケートな問題にたちいったこのような判示に疑問ももたれている⁽¹⁹⁾。

6 ToSTNeT 取引と公開買付け

本件における X は、立会外取引である ToSTNeT 取引で Y の株式を取得した。当該取得は公開買付けによるべきであったとして、これを違法とする。これにたいし、本件各決定はつぎの理由でこれを適法とした。すなわち、同取引は証取法 2 条 17 項にいう「取引所有価証券市場」にあたるから公開買付

けによる取得は強制されない。これにたいしては、つぎのような批判がなされていた。それは、確かに形式上は「取引所有価証券市場」における取引にあたるが、実質は競売買の方式がとられていない。そうであれば、本件のようなケースでは公開買付けによるべきである。⁽²⁰⁾⁽²¹⁾

(注)

- (1) この点が問題とされた先例として、株式会社イチヤが発行した新株予約権に関する発行差止仮処分申立命令事件についての高知地決平成16年6月1日原審決定・高知地決平成16年7月8日異議審決定（資料版商事法務251号216頁。異議審決定については、藤原俊雄「イチヤ新株予約権発行手続き差止却下決定事件」金融商事判例1213号66頁以下参照。）がある。しかし当該予約権は株主総会の特別決議による承認をうけて発行されている点等が本件決定の事案とは異なっており、上記決定はこの問題について正面から判断したものでもない。
- (2) 太田洋「ニッポン放送新株予約権発行差止仮処分申立事件決定とその意義 [上]」商事法務1729号28頁。
- (3) 法2条21号。
- (4) 法328条3項2号・同条2項・法309条2項6号参照。
- (5) 江頭・前記Ⅱの注(14) 696頁（2006年 有斐閣）。
- (6) 前田庸・会社法入門（第11版）309頁（2006年 有斐閣）。
- (7) 原審決定は、本件新株予約権の発行は実質的には新株発行と同様である点に着目して上記②の見解にも理解を示す。この点につき、太田・前掲注(2) 26頁はこれを疑問とする。
- (8) 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11頁注(24)。
- (9) 藤田「ニッポン放送新株予約権発行差止事件の検討 [上]」商事法務1745号9頁。
- (10) 太田・前掲注(2) 28頁。
- (11) 藤田・前掲注(8) 9頁。
- (12) 本件原審決定も、同説を前提にしていると解される（太田・前掲注(2) 28頁）。
- (13) 森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢104巻2号16頁。
- (14) 藤田・前掲注(8) 11頁注(24)。
- (15) 藤原「敵対的企業買収対抗策としての新株予約権の発行(2)」民事法情報233号7頁。
- (16) 松井秀征「取締役の新株発行権限 [2]」法学協会雑誌114巻6号133頁。
- (17) 太田「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12頁。
- (18) 太田・前掲注(17) 13頁。

- (19) 藤田・前掲注(8) 11頁。
- (20) たとえば、河本一郎「資本市場ルールをめぐる意識変化と司法への影響」ビジネス法務2006年5月号10頁以下参照。
- (21) これをうけて、本件のようなケースでは公開買付けによることが強制されることとなった(証取法27条の2第1項柱書本文・同条4項)。