神戸市外国語大学 学術情報リポジトリ

日本の資本市場法の現状と課題(その1)

メタデータ	言語: Japanese 出版者: 公開日: 2006-06-01 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 大島, 和夫, Oshima, Kazuo メールアドレス: 所属:
URL	https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/records/634

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

日本の資本市場法の現状と課題（その１）

大　島　和　夫

はじめに
1　資本市場の規制緩和の流れ
2　ライブドア事件（以上本号）
3　村上ファンド事件
4　阪急による阪神株のTOB
まとめ

は　じ　め　に

2006年に日本の資本市場をゆるがす２大事件が発生した．１月23日，証券取引法違反の容疑でライブドアの堀江貴文が逮捕され，６月５日には，同じく証券取引法違反容疑で村上ファンドの村上世彰が逮捕された．いずれの事件も投資事業組合や投資ファンドをめぐる法規制が不十分であることをついて行われたものであった．かれらは，小泉政権のもとでの構造改革を証券市場で象徴する人物であっただけに，その逮捕は資本市場のみならず社会の各方面に大きな影響を与えた．

近時の商法と証券取引法の改正は，自由化と規制緩和を進めるあまり，一般の投資家や株主の保護について十分な考慮がなされなかった．その結果，日本の資本市場においては，堀江貴文や村上世彰のような人物が活躍することとなり，マスコミも一時的に彼らをもてはやした．しかし，２人が逮捕され，その容疑が明らかにされるにつれ，今問われているのは，ベンチャー育成のために自由で使いやすい資本市場を作ることではなく，国民や投資家が

信頼できる証券市場を構築することであることが明らかになった.[*1]

1　資本市場の規制緩和の流れ

1　国際化と規制緩和

日本の金融市場は1970年代後半から大きく変化した.「2つのコクサイ化」と言われている.第1は,国債の大量発行である.77年以降は国債の流通市場が形成され,預金金利を中心とする規制金利体系の一部が崩れ,金利自由化への圧力を高めた.

第2は,国際化である.日本に対する金融の規制緩和を求める声が強くなり,1984年5月に日米円・ドル委員会の報告書が出されたことをきっかけに,金融における規制緩和が一気に進められた.

80年代後半には貿易の黒字を背景に巨額の資金がだぶついてバブルが形成された.しかし,90年代に入るとバブルは崩壊し,長期の経済の停滞期に入った.土地価格や株価の大幅な下落により,無謀な土地・株投機の膿が吹き出し,多くの違法行為が次々と表面化してきた.91年には証券会社による損失補填が判明,94年には東京協和・安全の2信用組合の破綻から始まる金融不安が表面化,95年9月には住宅金融専門会社8社の不良債権額が8兆円を超えることが判明した.97年には,小池隆一関連の証券不祥事が発覚し,第1勧銀の会長を初め,4大証券の幹部が次々に逮捕されるという異常事態となった.

このような状況下であれば,当然に金融や証券をめぐる法制度は,不正をチェックし関連企業の責任を強化する方向で改正されるはずである.1990年の証券取引法の改正(5%ルールの導入,TOBの改正),91年の改正(損失補填の禁止,取引一任勘定の禁止),1992年7月の証券取引等監視委員会の発足,1997年に行われた金融関係法における罰則の整備,1998年に導入された早期是正措置などは,チェック体制を強化するための改正であった.

---

*1 文中で敬称はすべて省略させていただく.

ところが現実には，監視強化よりも金融・証券の規制緩和の方に力がそそがれた．1995年に日米両政府が合意した「日米政府による金融サービスに関する措置」においては，競争力のある外国の金融サービス提供者の市場アクセスを改善するために，金融行政の透明性の向上，証券業務の自由化，資産運用業務の規制緩和，国際資本取引の規制緩和の４つの柱に基づく具体的な要求が提示されていた．社債発行の自由化，外国の機関投資家による株式取得の制限緩和等が含まれていた．これらがその後，実行されたのである．

1996年11月には橋本内閣が「日本版金融ビッグバン」を発表し，首相は2001年までに東京市場をニューヨーク，ロンドンと並ぶ国際金融市場に復権させると演説した．

1998年10月には金融安定化関連９法が成立した．これらの立法は直接には97年11月の北海道拓殖銀行の破綻，山一証券の廃業等から危機的な状態に陥った金融システムを立て直すためのものであったが，同時に投資信託などリスクのある金融商品の販売の規制を緩和するものでもあった(後述)．

2001年４月に発足した小泉政権は，骨太の方針の中で「貯蓄優遇から投資優遇へ金融のあり方を切り替える」との方針を打ち出し，証券投資の規制緩和を一層押し進めた．2004年12月に金融庁が発表した「金融改革プログラム」の中でも「貯蓄から投資への流れが加速している」と述べられている．

資本市場の規制緩和に先立って1997年12月から持株会社が解禁された．持株会社は，戦前の財閥支配の復活を阻止するために独禁法９条によって禁止されていたが，もはや財閥が復活する可能性はないうえに，欧米各国では持株会社を使ってさかんにＭ＆Ａが行われ，国際競争力の強化を図っていた．そこで，日本でも経済界の要求に従って解禁された．これにより，新規事業の参入や不採算事業からの撤退がより円滑に行われ，子会社間の人事や賃金体系の柔軟性が確保され，子会社間でのリスク回避が行われやすくなったが，親会社の経営者に対する子会社の株主の追及権や子会社の経営者に対する親

会社の株主の追及権など，いわゆる企業結合法制については，なんら手当がなされないままであり，相互の株主の利益が侵害される危険が高まった．このことは，2004年9月にUFJ銀行が三菱東京FGに対して7,000億円の優先株[*2]を発行したときに現実化した．UFJ銀行の親会社であるUFJホールディングス(及びその株主)にとって，三菱東京FG以外との統合がきわめて困難になった．

2　規制緩和による投資ファンドの登場

資本市場の大幅な緩和は，自己株式の取得の自由化，証券売買手数料の自由化，デリバティブ取引の自由化，投資信託と投資事業組合の自由化などによって進められた．

自己株式取得の規制緩和は1994年の商法改正から始まった．配当可能利益の範囲内での利益による株式の消却を行うための自己株式の取得，および使用人に譲渡するための取得ができるようになった(旧商法210条の2等)．これはさらに緩和され，2001年の商法改正では自己株式の取得・保有が原則自由となった(旧商法210条・会社法155条以下[*3])．

自己株式の取得に拍車をかけたのが97年に導入されたストックオプション制度であった．2000年以降は毎年400を超える企業がストックオプションを採用している[*4]．97年には株式消却特例法が制定され，公開会社が定款で定めれば総会の決議を要せずに取締役会の決議だけで自己株式の消却ができるようになったことも大きかった．これは，現在の会社法にも引き継がれている(会社法178条)．

＊2　この優先株には，定款変更を初めとする株主総会決議事項につき，種類株主総会による拒否権条項が付いていた．この問題については，上村達男「ＵＦＪの大規模第3者割り当て増資を如何に受け止めるべきか」中東正文編『ＵＦＪvs.住友信託vs.三菱東京　Ｍ＆Ａのリーガルリスク』(2005年)日本評論社，参照．

＊3　原則自由ではあるが，会社法においては，取得と処分について明確なルールを設けた．特に156条．

＊4　2006年6月15日の日経新聞．2005年には700近くの企業が採用したが，2006年から日米で購入権評価額を人件費に計上することが義務づけられたため，損益への影響が大きくなり，廃止する企業が相次いでいるとのこと．

1995年１月には投資信託の規制緩和によりデリバティブを活用した投資信託も認められるようになり，98年の証券取引法の改正でデリバティブ(金融派生商品)の販売が全面的に解禁された．

株式売買時の手数料は，94年４月から売買代金が10億円を超える大口取引において自由化されていたが，99年10月からは完全自由化され，インターネットで株取引を行うデイトレーダーと呼ばれる人々が急増した．

投資信託の緩和は，98年12月の金融システム改革の一環として行われた投資信託法の改正によってなされた．それまでの投資信託は，証券投資信託であり，信託財産を委託者の指図によって運用する契約型の投資信託であった．98年の投信法の改正により，新たに私募投資信託，外国証券投資信託が追加され，併せて新たに会社型である証券投資法人制度を導入した．2000年には，これまで有価証券を主な運用対象としていたものを，不動産を含む幅広い資産を対象とするもの[*5]に変更し，法律名も「投資信託及び投資法人に関する法律」と変更された．そして，2006年の164国会で「証券取引法等の一部を改正する法律」が成立したことにより，金融商品取引法に吸収された．

これとは別に，98年ころから，少数の特定の機関投資家などを対象とした私募が普及し始めた．特に，有価証券の募集などに際して専門的知識を有する銀行，証券会社，保険会社といった適格機関投資家のみを勧誘の相手とし，かつ発行された証券が適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないプロ私募(証取法２条３項２のイ)が増加した．このような私募による投資ファンドは投資事業組合と呼ばれるが，法的形態として民法上の組合(任意組合)，商法上の匿名組合[*6]，投資事業有限責任組合契約に関する法律[*7]上の投資事業有

＊５　不動産投資信託（REIT）市場は2001年９月に始まり，当初２つだった銘柄は2006年６月には34に増え，時価総額は３兆1,000億円に達している．

＊６　匿名組合と言えば，1954年１月に理事長の伊藤斗福が逮捕された保全経済会事件が思い出される．同会は匿名組合の形態をとって約15万人から約45億円を集めて53年10月に破綻した．実質はヤミ金融機関で当時全国に約300ほど存在していた．その後，これらのヤミ金融に対処するため「出資の受け入れ，預り金及び金利等の取締等に関する法律」が制定された．

＊７　この法律は98年６月に制定され11月から施行された．この組合は無限責任組合員と有限責任組合員によって構成され，どちらかのみによる構成は認められない．

限責任組合をとる．これらは組合であるために，届出も登録も必要がなく，その実体を把握して運用者や出資者の行動と収益の確認をすることが困難であった．2005年４月には「有限責任事業組合契約に関する法律」が制定されて出資者全員が有限責任となる新たな組合契約制度（LLP）も創設された．

このような投資事業組合を利用した活動に対しては，まず2004年６月に証券取引法が改正され，12月から有限責任組合，匿名組合，任意組合への出資の持ち分が「有価証券」[*8]の範囲に含まれることになり，有限責任組合について，証券取引法上の情報開示規制や不公正取引規制などが課せられた．

次に，2006年の金融商品取引法が，届出や登録を義務づけて包括的に規制することとなった．また，株式の大量保有報告制度についても，これまで証券会社や投資ファンドに対して事務手続きが煩雑であるとして「保有割合が５％を超えた場合，３カ月毎にまとめて翌月15日までに報告する」としていたのを，「２週間毎にまとめて５営業日以内に報告する」と短縮した．これらは一定の改善と評価できる．

私募の組合型の投資ファンドは，このような背景の中で一挙に拡大した．欧米では，1976年にコールバーグ・クラビス・ロバーツ（KKR）が設立され，1985年にはブラックストーン・グループも活動を始めていた．こうして80年代以降投資ファンドが爆発的な発展をしていたが，日本では1997年ころから目立ち始めた．例えば村上世彰が代表を務めるＭ＆Ａコンサルティングは，1999年に当初４億7,000万ドルでファンドの運用を始めたが，その後アメリカの大学基金，年金基金，中東の石油会社などの資金を集め，2005年には35億ドルまで増加したと報じられている．この他にも，銀行系の投資ファンド（みずほキャピタル・パートナーズ，エヌ・エフ・アイSMBCベンチャーズ，アライズ１号投資事業有限責任組合），証券会社の投資ファンド（野村プリンシパル・ファイナンス，日興プリンシパル・インベストメンツ），保険会社

＊８　証券取引法２条２項．

の投資ファンド(ニッセイ・キャピタル，東京海上キャピタル，MSIVCバイアウト投資事業有限責任組合)，独立系投資ファンド（アドバンテッジ・パートナーズ，フェニックス・キャピタル，ユニゾン・キャピタル）などがある.[*9]

3　株式交換による完全親会社・子会社の設立と株式分割による利益の獲得

1999年の改正で株式交換，株式移転制度が創設された．株式交換はＡ社がその株式をＢ社の株主が保有するＢ社の株式と交換することで，Ａ社がＢ社を完全子会社にする方法である．それまでにも完全親会社をつくる方法はあったが，とても使いにくかった．株式交換では現物出資という構成を取らないので検査役の調査が不要であり，株主総会の特別決議で決めれば全株主を拘束する．これにより多額の現金を準備しなくても100％子会社の設立が容易となった.

2001年10月施行の商法改正では，株式はすべて無額面株となり，会社設立時の最低発行価額(５万円)も廃止された．これは株式の額面金額が資本の最低額を規定するという機能が[*10]廃止されたことよる．これにより，株式分割の際の純資産額規制による金額制限も[*11]廃止された．これは，ネットベンチャー企業などから，株式分割を行って株式の流動性を確保したいという要請があったからとされている．しかし，この緩和により，株式分割が不当な利益をあげる手段として用いられるようになり不健全な企業経営を助長した.

2003年３月には所得税法の一部改正が行われて，株式売買による利益に対する課税が従来の20％から10％に引き下げられ，99年の手数料自由化とあわせて，投機を助長することとなった.

2005年６月に成立した会社法は，子会社が親会社の株を取得して行う三角

＊９　詳細は，今田栄司『図解でわかる投資ファンド』(2006年)日本実業出版社.

＊10　会社の資本は原則として発行済株式の発行価額の総数とされ，最低限，券面額を資本に組み入れることが要求されていた．旧商法284条の２.

＊11　最終の貸借対照表により会社に現存する純資産額を分割後の発行済株式総数で割った額が５万円を下ってはならない．旧商法218条２項後段.

交換を認めた他，外国企業による日本企業の買収を容易にするため，外国株式と国内株式の交換も自由化した．今後，株式交換によるM＆Aは，いっそう活発になるものと予想される．

2001年の株式分割の自由化の直接のきっかけは，2000年10月12日付けの「規制撤廃および競争政策に関する日米間の強化されたイニシアティブに基づく日本政府への米政府年次要望書」である．そこでは，日本政府に対して，商法を改正し「株式分割時の一株当たりの基準価格に関する規制の廃止」を「必ず取り上げる」ように求めていた．この要望書は，商法改正について「外国企業が日本市場に参入し業務を行う能力にも大きな影響を及ぼす」と指摘し，「投資や金融取引に対する大きな障害を排除」できる内容にすることを要求した．この5日後には，経団連が「商法改正への提言」で規制の廃止を要求した．そして，12月12日，「行政改革推進本部・規制改革委員会[*12]」が，ほぼ同じ内容の見解を発表し，商法改正が実現した[*13]．

以上の経過からみると，株式交換・株式移転による完全親会社の設立や株式分割の規制廃止には，アメリカの力が大きく働いていることが分かる．

2　ライブドア事件

1　ライブドアの登場と挫折

ライブドアは，1996年4月に堀江貴文が資本金600万円で設立した有限会社オン・ザ・エッジが始まりである．当初は企業などのホームページの製作を行っていた．2000年4月に東証マザーズに上場し公募増資で47億円の資金を調達した．この資金の一部が主に未上場のネット企業に投資され，これが投資事業の始まりとなった．その後もインターネットの広告事業を行ってい

＊12　委員長は宮内義彦・オリックス代表取締役会長．
＊13　しんぶん赤旗2006年1月25日．

たが，2002年11月に無料プロバイダー運営の旧ライブドアを買収，2003年４月に社名をエッジに変更し，５月に株式10分割を公表，８月に実施して大きな利益を手にした．11月にも株式100分割を公表して2004年２月に実施し，このときも巨額の利益を手にした．2004年２月に社名をライブドアに変更し，５月に株式10分割を公表した（実施は８月）．６月にプロ野球の近鉄バファローズの買収に名乗りをあげて全国的に有名となった．

同年10月，関連会社LDM（当時はバリュークリックジャパン）がマネーライフ社を株式交換によって買収すると発表（実施は05年１月），11月にはLDMが株式の100分割を公表した（実施は05年１月）．LDMは同時に，売上高などを水増しした第３四半期の業績を公表した．この有価証券報告書は12月に提出された．

2005年２月には，転換社債型新株予約権付社債を発行して800億円を調達し，ニッポン放送株の大量取得を開始した．８月には，堀江が自民党の支援を受けて衆議院選挙に出馬した．12月時点で関連会社の株式の時価総額は１兆円に達したものと推定されている．

以上の経過から分かるように，ライブドアは当初は，インターネットの広告事業やプロバイダー業務によって収益をあげていたが，2003年５月ころからは株式分割によって巨額の利益をあげるようになり，そのために株価をつり上げようした．まず球団の買収を発表し，堀江個人が選挙に出馬し，さらにテレビへも頻繁に出演して，企業名を有名にする行為に出た．しかも粉飾決算を行って利益を水増しした．その後，新しい利益追求の方法として，2005年２月以降のニッポン放送株の取得によるフジテレビへの経営参加要求を行った．現在では，この作戦が村上世彰の示唆によるものであることが判明している．しかし，堀江貴文がフジテレビを敵に回し，村上世彰が阪急を敵に回すことで，彼らに対する検察当局の追求の手は早められるようになった思われる．

2　ニッポン放送株をめぐるフジテレビとの対立

ニッポン放送は株価総額が低いにもかかわらず，フジテレビの株を大量に保有していた．そのことに危機感を抱いたフジテレビは，2005年1月17日にニッポン放送株のTOBを発表した．価格は5,950円であった．ところが，2月8日，ライブドアがTOBによらずにニッポン放送株の約35％を取得し，筆頭株主となった．その方法は東証の時間外取引によるものであった．

2月8日の東証ToSTNeT-1

	価格	売買高	売買代金
8:22	6,050円	348万3,220株	210億7,348万円
8:23	6,050円	135万7,050株	82億1,015万円
8:24	6,050円	125万株	75億6,250万円
8:36	6,050円	90万9,360株	55億　162万円
8:46	6,050円	237万640株	143億4,237万円

証券取引法では，市場外で上場企業の株式を買付ける際には，株式の保有比率が1/3を超える場合にはTOBの採用を義務づけている．市場外取引は相対売買になるため，売買の価格や株数が他の市場参加者に見えず，情報開示がなされないため，他の投資家や株主に不利益を与えることになるためである．ライブドアの行った時間外取引は，形のうえでは東京証券取引所を通した市場内取引であるので，TOBの必要がない．しかし，時間外取引は少数の売り手と買い手による売買となり，投資家の幅広い参加は事実上不可能である．むしろ，実際には事前に売り買いを擦り合わせた特定の相手と取引をする場合が多い．その中に村上ファンドも含まれていた（8時24分の125万株）．

東証ToSTNeT-1は，機関投資家同士が証券会社を仲介させて単一銘柄を大量に売買する際に，大量の売り買いが市場に出て株価が乱高下するのを防

ぐために，東証が1998年に設置した時間外取引市場である．もともとは，大量の注文を受けた証券会社がネットワーク上で取引の相手を探すことを想定したもの．しかし，実際には証券会社が事前に売り買いを擦り合わせたり，自己売買で注文に応じるケースが多いと言われている．[*14]

その後の経過は以下のとおり．

２月10日　フジテレビがTOBの目標を50％超から25％超に引き下げる．

２月23日　ニッポン放送がフジテレビに大量の新株予約権を発行することを決定した．価格は5,950円．ニッポン放送株の23日の終値は6,800円であった．

２月24日　ライブドアが新株予約権の発行差止めを東京地裁に申請した．

３月８日　フジテレビがニッポン放送株の36.47％を確保しTOBの成立を発表した．[*15]

３月11日　東京地裁が新株予約権の発行差止めを決定する．

３月15日　フジテレビが大幅増配を決定する．

３月16日　ライブドアがニッポン放送株の50％超（議決権ベース）を確保する．

東京地裁がニッポン放送の異議を却下する．

３月22日　フジテレビが500億円の増資枠を発表する．

３月23日　東京高裁がニッポン放送の抗告を棄却した．

３月24日　ニッポン放送は，保有するフジテレビ株13.88％をすべてソフトバンク・インベストメントSBIに貸し出すと発表した．

４月15日　ライブドアは，ニッポン放送株取得用の資金を調達するために米リーマン・ブラザーズ証券に割り当てた転換社債型新株予約券付き社債（CB）が，同日付けですべて株式に転換されたと発表した．

＊14　毎日新聞2005年２月16日．

＊15　商法241条３項により，株式を相互に保有している企業が相手方の議決権の25％以上を保有している場合には議決権は認めないとしている．つまり，Ａ社がＢ社の株を26％保有していると，Ｂ社は保有しているＡ社の株の議決権を行使できないということで，３月８日の時点でニッポン放送はフジテレビ株の議決権が行使できなくなった．

転換の結果，増えた株式数は2億6,894万株，発行済み株式総数は9億1,532万株となった．1株の平均転換価格は約297円．この結果，株式数は約42％増加した．

4月18日　フジテレビとライブドアが交渉で合意した．新聞は和解と報道する．

① フジテレビは，ライブドアが保有するニッポン放送株1,640万10株（発行済み株式の50.00003％）をすべて買い取り，ニッポン放送を子会社にする．

② フジテレビはライブドアが実施する第3者割り当て増資を引き受ける．

③ 放送とインターネットを融合する形での業務提携は，新設する提携委員会で具体的な中身を詰める．[*16]

4月18日の合意は，重大な意味をもっていた．フジテレビは5月23日付けでニッポン放送株の32.4％を保有するライブドア・パートナーズ（ライブドアの子会社）を総額670億円で買収し，同日付けでライブドアの第3者割当増440億円を引き受ける．その結果，出資比率は12.75％に達する．ライブドア本体が保有する残りの17.6％は，一株6,300円，計363億円で9月までに買い取るというものである．

これにより，フジテレビは，9月にニッポン放送を株式交換によって完全子会社とし，子会社が親会社よりも資産の面では大きいという親子のねじれ現象を解消した．フジが行ったライブドアへの出資は，ニッポン放送株を譲渡してもらう対価であったとみられる．

4月18日の合意は，誰に利益をもたらしたのだろうか．ライブドアはニッポン放送株の取得資金を回収したうえに，フジテレビからの出資も引き出し，巨額の利益を手にした．ライブドアに資金を提供したリーマン・ブラザーズ証券も，ライブドアが発行した800億円の転換社債型新株予約権付き社債（CB）を引き受け，全額を株式に転換して市場で売却したため，140億円ほ

＊16　日経新聞2005年4月18日，夕刊

どの利益を上げたとみられる.[*17] 村上ファンドも，１月時点で約18％の株式を保有していたが，２月末には３％にまで低下していた．２月８日の時間外取引も含めて，取得価格を大幅に上回る価格で売却し，巨額の利益をあげたものと推測された．さらに３月末までに買い戻した３％(計６％)も，フジテレビが１株6,300円で買い取った．

フジテレビは，もともと親子会社のねじれ現象を解消するために，ニッポン放送を完全子会社にする予定で約1,700億円を投じる計画であった．しかし，現実に支払った金額はTOBの費用約470億円，和解でライブドアに支払う約1,473億円，計約1,943億円となった．敵対的買収から身を守るために，予定よりも240億円も余分に支払うこととなった．

これで事件は収まったかのように思われた．しかし，現実には，ライブドアによるニッポン放送株の買収には無理があった．まずライブドアはニッポン放送株買収の資金調達のために株式を大量に発行した．本体の営業が大きな利益をあげているわけでもないのに，株式だけが膨張すれば，やがて株価が下がり，経営にも大きな負担となることが予想された．同時に，大きな疑惑が沸いてきた．村上ファンドは，なぜ都合良く，巨額の利益を懐にすることができたのか．２月８日の時間外取引とか，ライブドアによるニッポン放送の支配株の取得を予め知っていたのではないか．そもそも，時間外取引とか，転換社債型新株予約権付き社債による資金調達とか，このような複雑な戦術を堀江貴文自身が知っていたのか，それとも誰かが教えたのか．

3　ライブドアの違法行為と堀江貴文の逮捕

ライブドア・グループは証券取引法違反容疑で，2006年１月16日に初めて強制捜査を受け，23日に社長の堀江貴文ら４名が逮捕された．容疑は偽計取

＊17　この転換社債には，市場価格を１割下回る価格で株式に転換できるという条件が付けられていた．

引と風説の流布(証券取引法158条)であった．以下，発表されている容疑を紹介する．なお，以下の行為が真実に行われたかどうかは裁判において慎重に検討されるべき事項であり，本稿の段階ではあくまでも「新聞の記事が真実であったなら」という前置きがすべての容疑についていることをお断りする．

２月13日に堀江貴文ら４名とライブドア・マーケテイング社が，証券取引法違反で起訴された．２月22日には，堀江貴文ら４名がライブドアの2004年９月期連結決算で約53億円の粉飾を行い，経常赤字だったのを黒字と偽った有価証券報告書を提出したとして証券取引法違反容疑で再逮捕，熊谷史人代表取締役も逮捕された．

以下，彼らの容疑を説明する．[*18]

① マネーライフ事件

堀江社長，宮内亮治取締役，岡本文人取締役らは，ライブドア・マーケティング（LDM・当時は別名）の株価をつりあげて利益を得ようと画策し，2004年10月に，ライブドア支配下の投資事業組合が４カ月前に傘下に収めていたにもかかわらず，出版業のマネーライフ社を株式交換で完全子会社化すると虚偽の情報を公表した．

マネーライフ社をめぐるからくりは，以下のとおり．LDMの発表では株の交換相手はマネーライフ社の全株を持つ「VLMA２号投資事業組合」で，同年６月にマネーライフ社の全株を取得したが，その大半の資金はライブドア・グループが提供した．さらにLDMは，買収発表した翌11月に１～９月期の決算を発表したが，実際には損失が出ていたのに架空の売り上げを計上するなどして利益が出たように装った．

また，マネーライフ社の企業価値を過大評価することで，株を交換する割合を操作し，買収のために新しく発行するLDMの株がより多く投資組合に

＊18　読売新聞2006年２月14日による．

渡るように工作していた．以上の行為が偽計取引と風説の流布（証券取引法158条）に当たるとされた．

この過程で堀江らは株価の高騰が見込まれるLDM株の100分割も発表し，LDMの株価はピーク時には，マネーライフ社の買収発表前の45倍もの高値をつけた．交換目的で発行したLDM株は投資組合が高値で売り抜け，約８億円がライブドアに還流した．

② その他の偽計取引と利益の粉飾

2004年９月期から2005年９月期にかけて５件が判明している．いずれも，ライブドアが新たに株を発行して相手企業を買収する手法を用いている．実際には，ライブドア・グループが出資する「M＆Aチャレンジャー１号投資組合」「JMAMサルベージ１号投資事業組合」が企業を買収し，ライブドアの新株はこれらの投資組合に渡る仕組みだった．

堀江らは，両組合に入ったライブドア株を売却し，総額約80億円の売却収入をあげ，その利益をいったんはスイス系金融機関の匿名口座や仮名口座に裏金としてプールした後，両組合からの配当という名目で子会社のライブドア・ファイナンスに還流させていた．還流した利益は，ライブドア・ファイナンスの売り上げに計上され，グループの連結決算上も売り上げに計上された．さらに，ライブドア・ファイナンスがライブドアに広告などを発注したように装って，ライブドア本体にも付け替えられ，本体の売り上げとしても不正に利益計上された．[*19]

③ その他の粉飾

ライブドアは，2004年９月期決算後に完全子会社化するために買収交渉を進めていた消費者金融「ロイヤル信販」（現ライブドア・クレジット），結婚仲介サイト運営「キューズ・ネット」の預金等を，同期のライブドア本体の

＊19　自社株の売却収入を利益に計上することはできない．

売り上げに付け替えていた．

なお，事件後，ライブドアの株価は急落し，事件前に約7,300億円あった時価総額は，2月13日の時点で約640億円に落ち込んだ．

4　何が問題か

①　粉飾決算

利益がないにもかかわらず，利益があるように見せかけた決算のことである．配当限度額を超える配当を行うことは会社法461条(旧商法290条)に違反し，無効である．堀江貴文ら4名はライブドアの2004年9月期連結決算で約53億円の粉飾を行い，経常赤字であったものを黒字と偽った有価証券報告書を提出していた．[*20]

②　投資事業組合や海外法人をダミーとして使った証券取引法違反

ライブドアは，自社株や関連会社株の売買を隠蔽するために，2004年5月に「JMAMサルベージ1号投資事業組合」を設立した．同組合にはライブドア支配下の「M＆Aチャレンジャー1号投資組合」や「VLMA 2号投資事業組合」が出資したが，出資総額の約80億円の6割弱に当たる約45億円は，英領バージン諸島の法人「ドクターハウリAG」が出資していた．この法人の資金は，実際にはライブドア側から提供されており，JMAMサルベージ1号投資事業組合がライブドアの支配下であることを隠すために，ダミーとして使用されたものと思われる．

さらに，ライブドアは，自社株や関連会社株をVKMA 2号投資事業組合を通じて海外に移転した際，同じくバージン諸島の「エバートンエクイティ」に譲渡し，同社が市場で売却して，同社名義のスイス系金融機関の口座に，[*21]売却益の一部を入金していた．

＊20　この粉飾決算の詳細な内容は，毎日新聞2006年2月23日夕刊を参照せよ．

＊21　この口座については，金融庁の特定金融情報室に対し，スイス周辺国から堀江貴文の借名口座であるとの通報が寄せられていた．

ライブドアがこのような手法を使ったのは，国内で自社株を売買すれば，東京証券取引所に届け出る義務があるために，広く投資家に知られ，株価が下落することを恐れたためと毎日新聞は報じている.[*22]

マネーライフ社事件でLDMが発行したLDM株は，マネーライフ社の株を持つ投資組合と交換され，その投資組合が高値で売り抜け，約８億円がライブドアに環流した．これは，証券取引法違反である．３つの投資組合はライブドアのダミーであって，現実の実体はライブドアである．

自己株式の処分の決定は証券取引法でいう重要事実に該当する(166条２項１号ホ)．会社は商法上，自己株式を市場で売却することはできず，新株発行と同じ手続で売却しなければならない．この方法で自己株式を50人以上の者に対し売り付けようとするときは，自己株式は「既に発行された有価証券」であるから，証券取引法上の「売り出し」に該当する(２条４項)．自己株式の売り出しによる取得は売買である以上，会社に未発表の重要事実があるときは，インサイダー取引の規制を受ける．しかも，この場合は市場外のものであるから，証券取引法166条７項によって，会社は譲受人に，その未公表の事実を知らせ，かつ，その者が市場で違法な売買をしないことを確認しなければならない(同項但し書)．しかし，このようなことは，多数の者に譲渡するときは事実上不可能であるから，結局，会社は，自己株式の処分にあたっては，重要事実をすべて公表した上でなければ処分はできないことになる.[*23]

自己株式の売却は，実体としては新株発行と同じであり，その売却代金は資本金に準ずる性格を有するから配当可能利益からは控除されなければならない(旧商法施行規則91条１項１号)．会社法では，自己株式の処分をした場合における利益(売却額から帳簿価額を控除したもの)を資本剰余金に組み入

＊22　毎日新聞2006年２月21日夕刊.
＊23　河本一郎『現代会社法・新訂第９版』(2004年)商事法務，181頁以下.

れなければならないとしている(446条2号).

LDMやライブドア本体が，ダミーを使って自己株式を売却し，その売却による利益を配当可能利益に計上していたことは，これらの証券取引法や会社法(当時は旧商法)の規制をくぐり抜けるものであって，違法な行為である.

③ 株式分割

株式分割の自由化は2001年10月の商法改正で認められた．ライブドアは，2001年7月に3分割，2003年8月に10分割，2004年2月に100分割，2004年8月に10分割と4回にわたって自社株を分割し，1株が3年間で3万株に増殖した．ライブドア以外にも「スカイマーク・エアラインズ」が200分割を実施するなど大幅分割はかなり行われているようである.

分割すれば，その直後は株価は下がる．10分割すれば株価は1/10になるはずである．ところが，実際には分割の発表直後に株価が急騰するケースが多い．100分割の場合には，分割に伴って発行される株券を印刷するのに約50日かかり，株式の品薄状態が人為的に作り出される．買い注文だけが入って，売りが出ないため株価がつりあがる．ライブドアの株価は，100分割の発表後，発表前より最高で8.5倍にもなった.[*24] 上村達男は，この種の取引は証券取引法158条の偽計取引に該当すると主張する.

ライブドアは，分割された株券が印刷される前に，自分たちだけは確実に大量の株券を持つことが出来るように細工していた．まず子会社を通じて株式を保有していた．次に転換社債を保有し，分割後，株価が高騰したときに転換権を行使した．第3に，投資事業組合を使って大量に自社株を保有していた.[*25]

東京証券取引所は，2005年3月，5分割を超える株式分割を自粛するよう全上場企業に要望し，2006年6月22日，分割後の株価が1万円以下になるよ

＊24　読売新聞2006年2月14日.
＊25　上村達男発言，しんぶん赤旗2006年1月25日.

うな分割の禁止を検討していることを明らかにした．いずれにしても，2009年６月までには株券のペーパーレス化が始まるので，それ以降は，このような手を使って株価をつり上げることはできなくなる．

④　相場操縦　偽計取引と風説の流布

以上述べたようにライブドアの行った株式分割による自社株の株価のつり上げと，その売却による利益の獲得は，証券取引法158条の偽計取引に該当する．即ち，分割によって人為的に株式の品薄状態を現出し，株価をつり上げ，他の株主が株券がないから売れないときに，自分たちだけが株を売るという行為全体が，偽計取引なのである．

また2004年10月に行われたマネーライフ社を株式交換で完全子会社化するという虚偽の情報の公表，およびマネーライフ社の企業価値を過大評価したことも偽計取引と風説の流布(証券取引法158条)に当たり，2004年９月期から2005年９月期にかけて行われた同様の５件も同じく偽計取引と風説の流布に当たる．

行き過ぎた証券市場の自由化が，ライブドア事件を引き起こしたことは明白である．株式分割，株式交換，投資事業組合，企業結合法制などについて必要なルールを整備することは急務である．さらに，今回の事件では証券規制が金融庁ではなく検察によって行われたことも見逃せない．証券取引法違反であるから，本来は金融庁が管轄している．ところが，金融庁の態度は，ライブドアの行為は違法ではないとするものであった．このために，調査権も捜査権もある証券取引等監視委員会が積極的に動けなかった．このことから，今後の証券規制を実効性のあるものにするためには，証券取引等監視委員会を金融庁から切り離し，米国の証券取引委員会(SEC)並に独立した組織に改革することが不可欠である．[*26]

＊26　岡部直明「核心」日経新聞2006年２月６日．