

新株予約権の不正発行に関する一考察

— ニッポン放送事件を題材に —

江 村 義 行*

一 序 論

平成17年2月8日から4月18日にかけて争われたニッポン放送の買収をめぐる一連の騒動によって、我が国でも新株予約権を用いた敵対的企業買収防衛策に注目が集まった。

本稿の目的は、このニッポン放送事件を題材にして、敵対的企業買収防衛策として用いられた新株予約権の不正発行に関する考察を行うことである。

1 制度及び概念

敵対的企業買収とは買収者が被買収会社の取締役（取締役会及び代表取締役）の同意を得ずに支配権取得を目指して株式を取得することである。被買収会社の取締役は敵対的企業買収に対抗するために新株予約権を用いた防衛策を導入及び発動することがある。

新株予約権とは、行使期間内に権利行使価額を株式会社に払い込むことで、会社から一定数の株式の交付を受けることができる権利のことである（会社法2条21号、236条）。これは、平成13年11月改正で導入され、平成18年5月1日施行の会社法にも引き継がれた制度（236-294条）であり、立法当初から敵対的企業買収防衛策として利用することもできると説明されてきた⁽¹⁾。防衛策の方法は、買収者以外の株主に新株予約権を発行して、その者に行使させることで、買収者の持

株比率を低下させて支配権取得を困難にするというものである。

一方で会社法は、新株予約権の発行が「著しく不正な方法（＝不正発行）」で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、株主が株式会社に対して「募集新株予約権の発行をやめることの請求（＝差止請求）」をすることを認めている（247条）。

そのため取締役が敵対的企業買収防衛策として新株予約権を発行した場合において、買収者株主が不利益を受けることを理由にして不正発行による差止請求を行うことがあり得る。ニッポン放送事件は、買収者出現後（＝有事）に防衛策として発行した新株予約権について不正発行が争われた初の事例である。

2 問題の所在

ニッポン放送事件は、平成17年2月8日にライブドアが突如東京証券取引所の立会外取引によってニッポン放送の筆頭株主になったことから、フジサンケイグループの再編を目指すフジテレビと対立し、ニッポン放送の支配権取得をめぐる法廷闘争に発展したものであり、最終的には4月18日に和解が成立した。その裁判では、ニッポン放送が敵対的企業買収防衛策として用いた新株予約権の発行の是非が争われたが、東京高裁は従来の新株発行に関する主要目的理論（資金調達を主要な目的とする発行か否かで是非を判断する理論）を適用して不正発行と判断し、ライブドア側の主張を認めたものである⁽²⁾。

従来、我が国では防衛策として新株発行の第三

2006年11月30日受付

* 江戸川大学 経営社会学科非常勤講師 会社法

者割当ての方法が用いられてきたため、それに関する理論（＝主要目的理論）が形成されていた。しかし、新株予約権の不正発行に関する理論は十分に検討されておらず、ニッポン放送事件においても議論が紛糾し⁽³⁾、学説上いまだに統一的理解の形成には至っていない。

こうした状況を受けて、平成17年5月27日に経済産業省及び法務省は主として買収者出現前（＝平時）における敵対的企業買収防衛策に関して「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」を公表した⁽⁴⁾。これらは、法的拘束力はないが、実務界に与える影響は少なくない。しかし、有事における新株予約権を用いた防衛策に関しては、解釈論に委ねられたままである。

敵対的企業買収防衛策としての新株予約権の発行には未解明な部分が多い⁽⁵⁾。特に、新株予約権の制度は防衛策としての利用が立法当初から予定されていたにもかかわらず、何故にニッポン放送事件において不正発行と判断されたのであろうか。新株予約権を用いた防衛策と不正発行の関係を解明するためには、この点を分析しなければならない。そこで、本稿では、有事における防衛策としての新株予約権の不正発行について、同事件を題材として検討を行うこととする。

二 裁判例 ― ニッポン放送事件 ―

1 事案

以下は、ニッポン放送事件の事案である。フジサンケイグループ内の再編を進めるフジテレビがニッポン放送の支配権を獲得することを目的として株式公開買付を実施した。一方で、その期間中にライブドアがニッポン放送の支配権獲得を目指して立会外取引によってニッポン放送株式を買い集めた。この状況を受けてニッポン放送の取締役会は、ライブドアによる株式買い占めを敵対的企業買収と見做し、ライブドアの持株比率を希釈化させて買収を阻止するため、フジテレビに対して新株予約権を発行することを決議した。フジテレビが全ての新株予約権を行使すればライブドアの

持株比率は約42%から約17%へと減少し、フジテレビの持株比率は新株予約権の行使で取得する株式数だけで約59%に達する。これに対してライブドアは、当該新株予約権の発行が商法（当時の規定）280条の39第4項の準用する280条の10の「著しく不正ナル方法」による発行であるとして、発行の差止を求める仮処分を申請した⁽⁶⁾。

東京地裁の原審決定⁽⁷⁾及び異議審決定⁽⁸⁾はともに不正発行を認めたため、ニッポン放送が東京高裁に抗告した。

2 保全抗告審決定

1. 主要目的理論の適用

東京高裁の保全抗告審決定（平成17年3月23日）は、ニッポン放送の抗告を棄却し、理由を以下のように述べる⁽⁹⁾。

商法は授權資本制度を採用し、授權資本枠内の新株等の発行を、原則として取締役会の決議事項としている。そして、公開会社においては、株主に新株等の引受権は保障されていないから、取締役会決議により新株等の発行が行われ、既存株主の持株比率が低下する場合があることを商法も許容している。

これは、商法が取締役に授權資本制度の下での新株発行権限を認めていること及び株主に新株引受権がないことから、新株発行で株主の持株比率が低下することも法律上許容されていることを確認している。しかし、そのような権限にも限度があることを次で述べる。

取締役会の権限は、具体化している事業計画の実施のための資金調達、他企業との業務提携に伴う対価の提供あるいは業務上の信頼関係を維持するための株式の持ち合い、従業員等に対する勤務貢献等に対する報賞の付与（ストック・オプションの付与）や従業員の職務発明に係る特許権の譲受けの対価を支払う方法としての付与などというような事柄は、本来取締役会の一般的な経営権限にゆだねられている。これらの事項について、実際に事業経営上の必要性と合理性があると判断され、そのような経営判

断に基づいて第三者に対する新株等の発行が行われた場合には、結果として既存株主の持株比率が低下することがあっても許容されるが、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、取締役会が、支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者またはこれを支持して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等を発行することまで、これを取締役会の一般的権限である経営判断事項として無制限に認めているものではないと解すべきである。

授權資本制度の下での取締役会の新株発行権限が、原則として資金調達等の事業に必要な事項を対象とするに過ぎないことを指摘し、支配権維持を主要な目的とした発行には及ばないことを認めている。さらに、次のように述べる。

商法上、取締役の選任・解任は株主総会の専決事項であり、被選任者たる取締役、選任者たる株主構成の変更を主要な目的とする新株等の発行をすることを一般的に許容することは、商法が機関権限の分配を定めた法意に明らかに違反するものである。

仮に好ましくない者が株主となることを阻止する必要があるというのであれば、定款に株式譲渡制限を設けることによってこれを達成することができるのであり、このような制限を設けずに公開会社として株式市場から資本を調達しておきながら、多額の資本を投下して大量の株式を取得した株主が現れるやいなや、取締役会が事後的に、支配権の維持・確保は会社の利益のためであるとして正当な目的があるなどとして新株予約権を発行し、当該買収者の持株比率を一方的に低下させることは、投資家の予測可能性をいった観点からも許されないというべきである。

即ち、いやしくも譲渡制限を設けずに上場会社として株式市場を利用する選択をした以上は、市場における売買で株式を大量に取得されることも甘受すべきであることを述べる。そして、以下のような結論を述べる。

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ち株比率を低下させ、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、商法 280 条の 39 第 4 項が準用する 280 条の 10 にいう「著シク不正ナル方法」による新株予約権の発行に該当するものと解するのが相当である。

このように述べてニッポン放送による新株予約権の発行を不正発行と評価している。これは主要目的理論を資金調達及び支配権維持（敵対的企業買収防衛策）の両方の目的で行われた新株予約権の発行に適用したものである。

2. 特段の事情

なお、保全抗告審決定は、傍論で新株予約権の発行を正当化する特段の事情があることを指摘している。それについて以下のように述べる⁽¹⁰⁾。

上記の機関権限の分配を前提としても、今後の立法によって、事前の対抗策を可能とする規定を設けることまで否定されるわけではない。また、機関権限の分配も、株主全体の利益保護の観点からの対抗策を全て否定するものではないから、新たな立法がない場合であっても、事前の対抗策としての新株予約権発行が決定されたときの具体的状況・新株予約権の内容（株主割当か否か、消却条項が付いているか否か）・発行手続（株主総会による承認決議があるか否か）等といった個別事情によって、適法性が肯定される余地もある。このように、機関権限の分配を根拠としたからといって事前の対抗策が論理必然的に否定されるわけではない。

機関権限分配秩序を前提としても取締役による防衛策の可能性が否定されるわけではないことを述べている。そして、以下で主要目的の内容に言及する。

経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権発行が許されないのは、取締役は会社の所有者たる株主の信任に基礎を置くものであるから、株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に経営支配権の維持・確保を主要な目的とする発行も不正発行に該当しないと解すべきである。

資金調達が主要な目的ではないとしても、支配権維持目的の内容を考慮した上で不正発行に該当しない場合があることを認めており、従来の主要目的理論とは異なる認識を示している。さらに、その例として以下4点を挙げる。

例えば、株式の敵対的企業買収者が、①真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ株価を釣り上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる目的で株式の買収を行っている場合（いわゆるグリーンメイラーである場合）、②会社経営を一時的に支配して当該会社の事業経営上必要な知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先や顧客等を当該買収者やそのグループ会社等に移譲させるなど、いわゆる焦土化経営を行う目的で株式の買収を行っている場合、③会社経営を支配した後に、当該会社の資産を当該買収者やそのグループ企業等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で株式の買収を行っている場合、④会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券など高額資産等を売却処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるかあるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って株式の高値売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合など、当該会社を食い者にしようとしている場合には、濫用目的をもって株式を取得した当該敵対的買収者は株主として保護するに値しないし、当該敵対的買収者を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から、取締役会は、対抗手段として必要性や相当性が認められる限り、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行を行うことが正当なものとして許されると解すべきである。

したがって、現に経営支配権争いが生じている場面において、経営支配権の維持・確保を目的とした新株予約権の発行がされた場合には、原則として、不正な発行として差止請求が認められるべきであるが、株主全体の利益保護の観点から当該新株予約権発行を正当化する特段の事情があること、具体的には、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すのではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを会社が疎明、立証した場合には、会社の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような新株予約権の発行を差し止めることはできない。

株主全体の利益保護という概念を用いて新株予

約権の発行を正当化する特段の事情を指摘している点は注目に値する。また、防衛策を行った取締役側が、買収者が真摯に合理的な経営を目指すのではない濫用的意図を有すること及び敵対的企業買収によって会社に回復し難い損害が生じることを疎明、立証しなければならないとしている点も特筆に価する。以下ではこの保全抗告審決定について分析を行う。

三 理論分析

以下では、2つの観点から保全抗告審決定の理論を分析する。第1に不正発行との結論を導いた理論（その前提となる理論及び主要目的理論）について、第2に例外を認めた傍論の理論（例外の前提となる理論及び特段の事情）について分析を行う。

1 不正発行との結論を導いた理論

1. 前提理論

保全抗告審決定は、まず取締役会の新株（募集株式）及び新株予約権の発行権限に限界があることを認めている。その上で、法律上株主に株式引受権（既存株主が株式を優先的に引き受ける権利）がないとしても、授權資本制度（発行可能株式総数の限度で取締役会が株式の発行を決定する制度）の下で取締役会に認められた株式の発行権限には限界があるとの認識を示している。

学説上は取締役会の株式の発行権限について、機関権限分配秩序説、割当て自由の原則説及び経営判断原則説から言及がある。機関権限分配秩序説は、「株主は会社企業の実質的所有者あり、取締役は株主のために企業経営を遂行する者であるに過ぎず、その権限は株主の授權に基礎をおく」ことを前提とし、「取締役は株主の争いに中立でなければならず、自己の有する会社法上の権限によりこの争いに介入してはならない」として、株主間に会社の支配権をめぐる争いが発生している局面において取締役会は株式を発行する権限を行使できないとの前提に立つ⁽¹⁾。一方、割当て自由の原則説は、法律上公開会社の株主に新株引受権

がないこと及び授権資本制度の下で取締役会が株式の割当てに裁量を認められていることから、支配権の争いがある局面でも、取締役会には裁量で株式を発行する権限があるとの前提に立つ⁽¹²⁾。また、経営判断原則説も、法律上取締役会に新株発行に関する広範な権限が帰属することを前提としており、会社の支配権に争いがある局面において、取締役は防衛策として新株予約権を発行することができるとの前提に立つものである⁽¹³⁾。

募集株式及び新株予約権の発行権限の有無に関する理論は、機関権限分配秩序説のように取締役は機関権限分配秩序の観点から防衛策として新株予約権を発行することはできないとする理論と、割当て自由の原則説及び経営判断原則説のように取締役が新株予約権の割当て及び発行に関して裁量を有することから防衛策として新株予約権を発行することができるとする理論とがある。保全抗告審決定は、株式の発行に関して取締役会に広範な裁量を認める割当て自由の原則説や経営判断原則説の前提理論を否定し、機関権限の分配秩序に基づいている。

思うに、株式会社制度の基本原理は株主による自治であり、そのため株主が株主総会において取締役を選任し、株主が授権資本制度に基づいて募集株式及び新株予約権の発行権限を取締役に授権しているため、機関権限の分配秩序を認めざるを得ない。また、改正前商法及び会社法が授権資本制度の下で取締役会に株式の発行について一定の裁量を認めている以上は、取締役会が株式を発行することで株主の持株比率にある程度の影響が生じることも法律上許容されていることは否めない。しかし、授権資本制度によって取締役会に認められる発行権限が株主の授権に由来するものであることからすれば、法律が株主への影響として許容するのは、会社事業に必要な事項に関して株式を発行するのであれば結果的に株主の持株比率に影響を及ぼすことになったとしてもやむを得ないということであり、事業上の必要もなく持株比率に影響を与えるために株式を発行することまで許容しているわけではない。そのため取締役会の発行権限の裁量にも限度があると言うことができる。

次に新株予約権の発行を不正発行と評価する際に用いた主要目的理論を分析する。

2. 主要目的理論

保全抗告審決定は、主要目的理論を防衛策としての新株予約権の発行に適用して、当該発行を不正発行と評価している。

主要目的理論とは、敵対的企業買収の局面における新株発行の第三者割当てに関して裁判上利用されてきた理論であり、新株発行の主要な目的が資金調達目的であれば公正な発行とし、支配権維持目的であれば不正発行とするものである⁽¹⁴⁾。

新株予約権は立法当初から防衛策としての利用も予定されており⁽¹⁵⁾、防衛策として発行した場合は資金調達目的が存在しないこととなるため、主要目的理論を適用すると必然的に不正発行と評価されてしまう。そのため、従来、新株予約権の発行に同理論を適用することができるのかどうかについて争いがあったが⁽¹⁶⁾、裁判所は適用を肯定したわけである⁽¹⁷⁾。

ニッポン放送事件の新株予約権の発行は、敵対的企業買収に対抗する支配権維持及び資金調達の両方の目的で行われている⁽¹⁸⁾。即ちニッポン放送の「企業価値の維持」と「マスコミとして担う高い公共性の確保」のためにフジサンケイグループに留まるという支配権維持を目的としつつ、さらに「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」という資金調達も目的としたものである。同事件は資金調達目的と支配権維持目的が競合する場面であったため、主要目的理論を適用し易い事例であったということが出来る。また、同事件の防衛策としての新株予約権の発行は、有事に行われたものであり、かつニッポン放送の取締役会が新株予約権発行の決議を行った平成18年3月23日を申込期間とし翌日の24日を払込期日とするものであったため⁽¹⁹⁾、従来の新株発行の第三者割当ての紛争事例に近接する状況が認められる⁽²⁰⁾。そのため、新株発行の場合のように主要目的理論を適用してそれと同様の結論を導いたと推察される。

それでは、新株予約権を資金調達ではなく防衛

策としてのみ発行した場合はどうであろうか。一部の学説が指摘するように主要目的理論には射程がある。それによれば、支配権の争いがある局面において資金調達が必要ないにもかかわらず、株式を発行して既存株主の持株比率に大きな影響を与えた場合には、「そもそも主要目的ルール（主要目的理論，筆者）などが問題となる余地はなく、直ちに著しく不正であり、違法である」とし、同理論は「真実，資金調達需要が存在している場合」に「現経営陣の支配的地位の維持という目的と，資金調達需要に応えるという目的と，どちらがより主要であるといえるのか」によって不正発行を判断するものとされる⁽²¹⁾。思うに，主要目的理論は資金調達のための新株発行に関して形成された理論であるため，その射程は資金調達の結果として持株比率に影響を生じさせてしまった場面に限られる。さらに，同理論はそのような場面において取締役会が授権資本制度の下で資金調達という株主からの授権の範囲を逸脱せずに行動したか否かを関心事として不正発行を判断するものに過ぎない。そのため濫用的意図を有する買収者からの防衛のみを目的として発行された場面に同理論を適用し得るものではなく，そのような場合には異なる考慮が必要になる⁽²²⁾。

防衛策としてのみの発行でも，募集株式と新株予約権とでは制度が異なるため別個に検討する必要がある。募集株式の発行については以下のように考える。授権資本制度の下で取締役会に授権された募集株式の発行は，保全抗告審決定が指摘するように「具体化している事業計画の実施のための資金調達，他企業との業務提携に伴う対価の提供あるいは業務上の信頼関係を維持するための株式の持ち合い，従業員等に対する勤務貢献等に対する報賞の付与（ストック・オプションの付与）や従業員の職務発明に係る特許権の譲受けの対価を支払う方法としての付与」⁽²³⁾といった事業に必要な場合の発行を想定したものである。そのため募集株式を事業上の必要なしに防衛策として発行した場合は，授権資本制度による取締役会への授権の範囲を超えることとなり，不正発行になる。一方，新株予約権の発行については以下のように

考える。そもそも新株予約権は防衛策としての発行が制度上許容されている⁽²⁴⁾。しかし，防衛策としての新株予約権の発行は，株主の持株比率及び経済的利益に影響を及ぼしかつ取締役の濫用の危険（取締役が自分の利益を図って防衛策を行う可能性）も否定できないため，株主の明示的な同意がないならば，防衛策としての新株予約権の発行権限が授権資本制度の下で取締役会に授権されていると理解することはできない。そのため株主の同意なしに防衛策として新株予約権を発行することは，授権資本制度の範囲を超えることとなり，不正発行になる。逆に言えば，防衛策に関する株主の同意という要件を満たすならば，防衛策として発行する可能性も否定されないと考えられる。

なお学説上は，同理論の主要目的を再構成して範囲を拡大し，資金調達目的以外でも会社の利益を主要目的として取締役会が行動したのであれば公正な発行とする見解も存在する⁽²⁵⁾。取締役が会社の利益のためであれば資金調達ではない場合にも行動することができる点と構成する点は評価できる⁽²⁶⁾。保全抗告審決定の傍論も例外的場合ながら主要目的の再構成に言及している。しかし，主要目的理論の枠内で主要目的を再構成することは，結果として新株予約権の発行に関する取締役会の裁量の範囲を拡大することとなる危険もあるため，肯定することはできない。

次に，保全抗告審決定が傍論で示した例外的に新株予約権の発行を正当化する特段の事情に関する理論について分析する。

2 例外的な特段の事情に関する理論

1. 例外に関する前提理論

保全抗告審決定は傍論の中で機関権限分配秩序を前提としても防衛策が論理必然に否定されるものではないとし，立法措置や株主保護の観点から個別事情（新株予約権の内容，株主総会の承認）を考慮することで適法性が肯定される余地があるとする。これは主要目的理論と異なる指摘であり注目に値する。

思うに，株式会社制度は株主による自治を基本原理としているため，機関権限分配秩序を肯定せ

ざるを得ない。しかし、機関権限の分配秩序を認めたとしても、敵対的企業買収によって会社の支配権に争いが生じている場面において、株主の同意に基づき会社の利益及び株主共同の利益のために行動するのであれば、機関権限の分配秩序に反するものではないため、取締役が防衛策として新株予約権を発行することも否定されないと解する。

但し、防衛策としての新株予約権の発行は、取締役による濫用の危険があるため、限定的な場合にのみ肯定せざるを得ない。取締役が自己の利益ではなく会社の利益のために防衛策を行うならば、取締役として善管注意義務及び忠実義務に基づいて行動したということになる。しかし、取締役が自己の利益のために行動するのではないとしても直ちに防衛策としての新株予約権の発行を肯定できるわけではない。上述したように防衛策には株主の同意が必要である。また、買収者に濫用的意図がないときに、何の前触れもなく防衛策を発動し株式取得を妨害することは、買収者株主に甘受させるべきではない不利益を及ぼすものであり、不正発行と言わざるを得ない。さらに、裁判になった場合には、公正な発行であることを主張するために、取締役の側で買収者が濫用的意図を有していること及び取締役が会社のために行動したことを疎明及び証明する必要がある（後述）。第三者機関や社外取締役の意見を踏まえて防衛策を行ったことを示すことができれば、それは取締役有利な材料となる。

次に、傍論が指摘する特段の事情について分析する。

2. 特段の事情

傍論は「株主全体の利益保護」の観点から新株予約権の発行を正当化する「特段の事情」があれば、防衛策としての新株予約権の発行を認めることができるとする。特段の事情として①買収者が真摯に合理的経営を目指すのではないこと及び②会社に回復し難い損害をもたらすこと、としており、謂わば買収者に支配権の獲得を悪用する濫用的意図がある場合を指している。そして、①及び②を疎明、立証することを要求している。

まず、疎明及び立証については、①を疎明し②を立証するのか、①と②を疎明または立証するのか必ずしも定かではない。思うに、買収者が真摯に合理的経営を目指すものではないという主観的意図を立証することは困難であり、疎明を行えばよいと解することが合理的である。一方、会社に回復し難い損害が生じることは、買収者の買収計画をもとに客観的データを提示することが可能であり、その範囲で立証の必要があると考えられる。

次に、特段の事情として列挙された4つの例は、買収者の濫用的意図を前提としたものであり、そのような意図がない場合には傍論の例に表現上該当したとしても直ちに防衛策としての新株予約権の発行が正当化されるものではないと考えられる⁽²⁷⁾。

以下4つの例を分析する。第1のグリーンメイラー（株式を大量に取得し、高値で売り抜けたたりまたは発行会社に高値で買取らせたりして利益を得ようとする者のこと）の場合は、高値の買取りでグリーンメイラーのみが利益を得てしまい、会社に損害が生じることで株主全体の利益も害することとなる。また取締役自身もグリーンメイラーの要求に応じれば利益供与になる可能性がある⁽²⁸⁾。第2の焦土化経営（会社経営を一時的に支配して当該会社の事業経営上必要な知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先や顧客等を当該買収者やそのグループ会社等に移譲させてしまうこと）の場合も、買収者が支配権を取得することで、会社に回復し難い損害をもたらす危険性がある。第3のレバレッジド・バイアウト（会社の支配権を獲得した後で、当該会社の資産を当該買収者やそのグループ企業等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で買収を行うこと）の場合は⁽²⁹⁾、会社資産の有効活用により会社及び株主共同の利益に適うという主張もあり得るが、被買収会社に致命的損害を及ぼす危険も否定できない⁽³⁰⁾。第4の会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券など高額資産等を売却処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるかあるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って株式の高値売り抜

けをする目的で株式買収を行っている場合は、学説から一部の財産を売却することは被買収会社の事業の効率化に資する場合もあると指摘されているが⁽³¹⁾、売却する財産の状況によって会社に回復不可能な損害をもたらす場合もある。

傍論のように株主全体（共同）の利益保護の観点から買収者の濫用的意図がある場合に、防衛策としての新株予約権の発行を認める姿勢は評価することができる。学説からも「株主としての利益を保護するに値しない場合には差止請求を認める必要はない」と指摘されている⁽³²⁾。買収者に濫用的意図がある場合においては防衛策としての新株予約権の発行を合理的なものとして評価することができる。何れにせよ取締役側は買収者の濫用的意図の存在を前提として防衛策として新株予約権の発行を行う必要がある。

なお、ニッポン放送事件の時点では、ライブドアが証券取引法違反及び粉飾決算を行う手段として買収を繰り返していたことが判明しておらず、ただ立会外取引という脱法行為の手法が当時の証券取引法に違反するか否かという点から検討が行われたため⁽³³⁾、ニッポン放送が買収者の濫用的意図を疎明することができなかったことを付言しておきたい。

四 結 語

新株予約権は平成13年11月改正当時に敵対的企業買収防衛策として利用できると説明されてきたが、法律が新株予約権の不正発行に対する差止請求を認めている以上は、防衛策に対して差止請求が行われる可能性が常にある。敵対的企業買収に対して防衛策を発動する局面は、会社の支配権に争いがあり、株主間に利害衝突がある状況のため、不利益を受ける側が不正発行として差止請求を行うためである。それ故に新株予約権を用いた防衛策と不正発行による差止請求のバランスを如何にとるかは、解釈上の重要な課題である。

本稿では、ニッポン放送事件の分析から、有事における防衛策としての新株予約権の発行は限定

的な場合にのみ可能であるとの結論に至った。それは、①買収者が濫用的意図を有すること、②取締役が会社の利益のために防衛策を行うこと、③防衛策に株主の同意があることである。こうした限定的場合において有事の防衛策として新株予約権を発行することができると考えられる。有事の際に、これ以外の場合において安易に防衛策として新株予約権を発行すれば、新株発行の第三者割当てと同様な考慮の下にニッポン放送事件のように不正発行と認定される可能性が高い。

このような結論に対しては、取締役による防衛策に関する広範な裁量を認めるべきとの反論が予想される。しかし、広範な裁量を認めてしまうと、取締役による濫用の危険があること及び会社法の基本原理である株主の自治を制約する危険があることから、新規の立法的措置なしに防衛策を広く認めることは困難である。

《注》

- (1) 原田晃治『平成13年改正商法Q & A 株式制度の改善会社運営の電子化』（商事法務、2002年）65頁、原田晃治「平成13年改正商法（11月改正）の解説〔Ⅱ〕——株式制度の改善・会社関係書類の電子化等——」商事法務1636号（2002年）22頁。
- (2) 原審決定（東京地決平成17年3月11日判タ1173号143頁）、異議審決定（東京地決平成17年3月16日判タ1173号140頁）、抗告審決定（東京高決平成17年3月23日判時1899号56頁・判タ1173号125頁・金判1214号6頁）。
- (3) 例えば、ニッポン放送事件に関する鑑定意見書『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見』別冊商事法務289号（平成17年9月）14-88（456-391頁）でも、ニッポン放送による新株予約権の発行について、不正発行とする意見がある一方で、公正な発行とする意見も存在する。
- (4) 経済産業省・法務省「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）は、要約が〈<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/2-shishinn-youyaku-set.pdf>〉、本体が〈<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/3-shishinn-honntai-set.pdf>〉、図表が〈<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/4-shishinn-kaisetu-set.pdf>〉にある。また『企業価値報告書・買収防衛策に関する指針』別冊商事法務287号（平成17年7月

- 23日) 121-131頁にも所収。また、敵対的企業買収防衛策について平成16年9月16日以来検討を重ねてきた企業価値研究会(経済産業省経済産業政策局長の私的研究会)は「企業価値報告書」(平成17年5月27日)を発表した。その要約は〈<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/2-houkokusho-youyaku-set.pdf>〉, 本体は〈<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/3-houkokusho-honntai-set.pdf>〉にある。また『企業価値報告書・買収防衛策に関する指針』同書17-119頁にも所収。
- (5) 藤原俊雄「敵対的企業買収対抗策としての新株予約権の発行(2)——ニッポン放送事件およびニレコ事件の検討を中心として——」民事情報233号(2006年2月10日)6頁は、学説状況を評価して「新株予約権という権利概念が認められて日が浅いこともあり、詰めた考察は未だしとの感はある」と述べる。
- (6) 東高・前掲註(2)判時1899号59頁。
- (7) 東地・前掲註(2)判タ1173号143頁。
- (8) 東地・前掲註(2)判タ1173号140頁。
- (9) 東高・前掲註(2)判時1899号62-63頁。
- (10) 東高・前掲註(2)判時1899号62-63頁。
- (11) 森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢104巻2号(昭和53年11月)16-17, 26頁。Mestmäcker, Verwaltung, Konzerngegenwart und Rechte der Aktionäre, 1958, S. 152. 洲崎博史「不公正な新株発行とその規制(2・完)」民商法雑誌94巻6号(昭和61年9月)722, 727-730頁, 川濱昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動の規制(3・完)」民商法雑誌95巻4号(昭和62年1月)491-492頁, 荒谷裕子「企業防衛手段の法理論的検討——第三者割当増資をめぐる学説の検討——」法学論叢(福岡大学)36巻1・2・3号(平成3年12月)268頁。
- (12) 大隅健一郎, 今井宏『新版会社法論(中)Ⅱ』(有斐閣, 1983年)628頁, 河本一郎『現代会社法』(新訂第9版, 平成16年)295-296頁, 鈴木竹雄, 竹内昭夫『会社法』(有斐閣, 第3版, 1994年)422頁。新潟地判昭和42年2月23日判時493号53頁。
- (13) Treadway Cos., Inc. v. Care Corp., 638 F. 2d 357, 381 (2d Cir. 1980). Panter v. Marshall Field & Co., 646 F. 2d 271, 293-295 (2d Cir. 1981), cert. denied, 454 U.S. 1092 (1981)。米国裁判例を研究するものとして川濱昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動の規制(1)」民商法雑誌95巻2号(昭和61年11月)188-190頁, ■本稿『敵対的企業買収の法理論』(九州大学出版会, 2000年)51-53頁を参照されたい。
- (14) 東京地裁決平成元年7月25日判時1317号28頁・判タ704号84頁・金判826号11頁(いなげや・忠実屋事件)。東京地決昭和63年12月2日判時1302号146頁(第1次宮入バルブ事件), 東京地決平成元年9月5日判時1323号48頁(第2次宮入バルブ事件)。
- (15) 原田・前掲註(1)『平成13年改正』65頁, 原田・前掲註(1)「平成13年改正商法の解説〔Ⅱ〕」22頁。
- (16) 高橋英治「第三者割当による新株予約権発行の差止め」別冊ジュリスト会社法判例百選180号(2006年4月)79頁。適用を肯定的するもの(江頭憲治郎『株式会社法・有限会社法』(有斐閣, 第4版, 2005年)663頁, なお江頭憲治郎『株式会社法』(有斐閣, 2006年)714頁)。修正を必要とするもの(松井秀征「敵対的企業買収に対する対抗策の基礎」武井一浩・太田洋・中山龍太郎『企業買収防衛戦略』(商事法務, 2004年)205頁), 否定的に捉えるもの(神田秀樹『会社法』(弘文堂, 第8版, 平成18年)140頁)がある。
- (17) 原審決定, 異議審決定, 抗告審決定は前掲註(2)参照。
- (18) 東高・前掲註(2)判時1899号60-61頁。
- (19) 東高・前掲註(2)判時1899号97頁。
- (20) 吉本健一「著しく不公正な方法による第三者割当増資」前掲註(16)67頁。
- (21) 新山雄三「ベルシステム24新株発行差止請求事件」判タ1212号(2006年8月)69頁。
- (22) なお, 神田・前掲註(16)『会社法』140頁は具体的事例ごとに検討を奨励する。
- (23) 東高・前掲註(2)判時1899号62頁。
- (24) 原田・前掲註(1)『平成13年改正』65頁, 原田・前掲註(1)「平成13年改正商法の解説〔Ⅱ〕」22頁。
- (25) 『ニッポン放送事件鑑定意見』前掲註(3)頁〔江頭憲治郎「意見書」〕14-15頁, 同〔河本一郎「意見書」〕21頁も主要目的理論を前提に述べられている。同〔債務者(ニッポン放送)「準備書面1」〕10頁。松井・前掲註(16)『企業買収防衛戦略』202-207頁は「主要目的の内容の精緻化」を主張する。江頭・前掲註(16)『株式会社法』684-685頁は「取締役の対抗措置が不当目的達成に出たものか否かの判断は」, 持株比率の低下ではなく, 「当該特定株主の会社事業運営計画の具体性に焦点を当ててなされてもよさそうである」とする。
- (26) なお学説は, 主要目的理論を採用するか否かにかかわらず, 新株予約権の発行に関して資金調達目的以外の公正な発行目的の可能性を認める傾向にある。『ニッポン放送事件鑑定意見』前掲註(3)〔江頭憲治郎「意見書」〕14-15頁, 同〔河本一郎「意見書」〕21頁。同〔近藤光男「意見書」〕58頁は「企業防衛」目的の可能性を認める, 同〔黒沼悦郎「意見書」〕61頁。同〔神田秀樹「意見書」〕18頁は主要目的理論の適用には否定的であるが「会社ひいては株主全体の利益」を目的とした新

- 株予約権の発行に合理性を認める。同〔大杉謙一「意見書」〕33頁は不正発行と評価するものの「企業価値」論は一般論としては支持しうる」との認識を示す。また、同〔債務者（ニッポン放送）「準備書面1」〕10頁。松井・前掲註⑩『企業買収防衛戦略』205頁。■本・前掲註⑳ 45-48頁。
- (27) 特段の事情について様々な観点からの検討がある。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11月）5-6頁、高橋・前掲註⑩ 79頁。藤原・前掲註⑤「新株予約権の発行(2)」9頁。大杉謙一「敵対的買収と防衛措置の法的効力に関する一試論」太田洋・中山龍太郎編著『敵対的M & A対応の最先端』（2005年）86頁、青竹正一「新株予約権の有利発行と不正発行（下）——ニッポン放送事件決定の検討」判例評論561号（平成17年11月）14頁。
- (28) 最判平成18年4月10日判タ1214号82-90頁（蛇の目ミシン株主代表訴訟事件）。
- (29) 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について」・前掲註⑰『敵対的M & A対応の最先端』368頁。藤原俊雄「法的論点総まとめ防衛目的の新株予約権発行」ビジネス法務5巻10号（2005年10月）66頁、藤原・前掲註⑤「新株予約権の発行(2)」9頁。また青竹・前掲註⑰「新株予約権の有利発行と不正発行（下）」14頁。
- (30) 藤田・前掲註⑰「ニッポン放送事件（下）」5頁。藤原・前掲註⑤「新株予約権の発行(2)」9頁、青竹・前掲註⑰「新株予約権の有利発行と不正発行（下）」14頁。
- (31) 大杉・前掲註⑰ 86頁、青竹正一「新株予約権の有利発行と不正発行（下）——ニッポン放送事件決定の検討」判例評論561号14頁。
- (32) 藤原・前掲註⑤「新株予約権の発行(2)」9頁。青竹正一『現代企業法の課題と展開』（中央経済社、1995年）162-163頁。
- (33) 『ニッポン放送事件鑑定意見』・前掲註③〔上村達男「意見書」〕53-55頁は立会外取引を証券取引法違反と鑑定し「ライブドアの反市場的、反社会的性格」について強く批判する。一方、同〔洲崎博史「意見書」〕26頁は証券取引法違反ではないとし、「ライブドアによるニッポン放送株の取得が不法ないし不適切な動機に基づいていることを示す事実は明らかにされておらず」、濫用的意図はないと評価し、新株予約権の発行を不正発行とする。