The University of Osaka
Institutional Knowledge Archive

Title	主要目的ルールの検討（二・完）：主要目的ルールとは何か、そしてなぜ裁判所はそれを採用したのか
Author(s)	松中，学
Citation	阪大法学. 2008, 58(1), p. 87-147
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/55355
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

https://ir.library.osaka-u.ac.jp/

The University of Osaka

主要目的ルールの検討（二・完）

――主要目的ルールとは何か、そしてなぜ裁判所はそれを採用したのか――

松中　学

第一章　はじめに
第二章　裁判例の検討（以上前号）
第三章　なぜ「主要目的ルール」なのか？
　第一節　主要目的ルールの性質
　　第一款　序
　　第二款　「主要な目的」に着目する判断枠組の性質
　　第三款　裁判例はどうだったか？
　　第四款　裁判例の判断枠組の含意――価値判断の回避
　　第五款　まとめ
　第二節　なぜ主要目的ルールが形成されたのか？
　　第一款　序
　　第二款　なぜ価値判断を回避したのか？
　　第三款　主要目的ルールの柔軟さ
　第三節　まとめ

（阪大法学）58（1-87）87〔2008.5〕

第四章　ニッポン放送事件以降の裁判例と本稿の説明
第一節　ニッポン放送事件
第一款　事案の概要と判旨
第二款　分析
第三款　まとめ
第二節　なぜ裁判所の姿勢は変化したのか？
第三節　まとめ
第五章　おわりに
第一節　本稿の結論
第二節　示唆
第三節　残された課題

第三章　なぜ「主要目的ルール」なのか？

本章では、前章で検討した主要目的ルールがどのような性質を持ち、なぜ裁判所がそれを採用したのかという問題を検討する。[136] まず、主要目的ルールの構造と実際に裁判所が示してきた判断枠組を分析し、主要目的ルールは、取締役会が支配権争いに介入してよいのかという一定の価値判断を伴う政策判断を回避できる性質を持ち、裁判所は実際にそれを回避してきたことを示す（第一節）。

続いて、裁判所を取り巻く状況を踏まえると、裁判所にとって価値判断を伴う政策判断を回避してきたことは合理的な判断だったのではないか、すなわち主要目的ルールは裁判所の合理的な反応の結果として採用され、維持されてきたと説明する（第二節）。[137]

第一節　主要目的ルールの性質

第一款　序

本節では、まず、主要目的ルールの構造からその性質を分析する（第二款）。そして、前章の検討を踏まえて、裁判所がどのように主要目的ルールを使ってきたのかを検討し（第三款）、支配権争いに関する規整を作る（あるいは、ありうる複数の規整から特定のものを選択する）際に必要となる、一定の価値判断を伴う政策判断（以下、単に「価値判断」という）を避けてきたことを示す（第四款）。

第二款　「主要な目的」に着目する判断枠組の性質

前章でみたとおり、昭和四〇年代後半以降、具体的な判断要素は変化しているものの、不公正発行か否かを新株発行の主要な目的に着目して判断するという枠組は維持されてきた。[138] この「主要な目的」に着目する判断枠組は、その「中身」によって具体的なルールの内容が大きく変わる。すなわち、「正当な目的」および「不当な目的」をどのようなものとし、どのような要素からそれを認定するのかが明らかになってはじめてルールとして意味を持つ。

そして、これを一貫したルールにするには、何が「正当な目的」および「不当な目的」となるのかを決める基礎となる何らかの「考え方」（方向性）が必要であろう。これには様々なものがありうるが、いずれを選択するにしても何らかの価値判断を伴うと考えられる。[139] すなわち、「主要な目的」に着目するという構造とは別にその「中身」を決める価値判断の次元が存在し、これは現行法と矛盾しない限りで様々なものをとりうる。

例えば、「株主によって選任された（に過ぎない）取締役（会）が支配権争いに決着をつけることは許されない」という考え方を基礎にすることが考えられる。[140] この場合、支配権争いに介入することが「不当な目的」になり、これに忠実に依拠するのであれば、仮に資金調達の必要性があり、かつ使途にそれなりに合理性があったとしても、

支配権を争う一方の株主の持株比率を大幅に下げる新株発行、特に裁判例の多くで問題となった第三者割当は不公正発行になりやすいであろう。[141]

反対に、例えば、「取締役（会）は会社全体の利益を考慮し、ある者が株式を取得することによって会社に不利益をもたらすと判断すれば、支配権争いに影響を与えてもよい」という考え方を基礎にすることも考えられよう。[142]この場合、支配権争いへの介入そのものは「不当な目的」にならず、むしろ会社全体の利益のために支配権争いに介入することは「正当な目的」になり、保身をはかるような場合が「不当な目的」となるであろう。

第三款　裁判例はどうだったか？

前款でみたとおり、主要な目的に着目するルールは、何らかの価値判断を伴う考え方と組み合わされてはじめて、一貫した運用可能なルールとなるものである。しかし、逆にいうと、一貫したものでなくてもよいのであれば、そのようにする必要はない。

「正当な目的」と「不当な目的」の内容をそれぞれ異なる根拠から定め、両者が併存しうるようにすることも可能である。この場合は、必ずしも「不当な目的」と「正当な目的」の片方が存在する場合には他方が存在しないというわけではなく、[143]いずれが主要な目的かを決める基準を定める際に何らかの価値判断が必要になる。しかし、そのような基準を定めないで、事案ごとにいずれかが「主要な目的」である（あるいは、「主要な目的」ではない）とすることもできる。

つまり、相対立する価値判断にもとづく「正当な目的」と「不当な目的」を掲げたままにすることもできるのである。主要目的ルールの「中身」をこのようなものにする場合、前款でみた例と異なり、特定の価値判断（あるいは価値判断の何らかの衡量）にもとづく一つの考え方を基礎とする必要はない。

実際、前章で検討した時期までの裁判例における主要目的ルールは、前款の例のような、あるいは他の何らかの価値判断を伴う一貫した考え方に基礎をおくものではなかった。そこでは、一方で主として支配権維持目的を「不当な目的」として掲げ、他方で主として資金調達目的を「正当な目的」としていた。支配権争いが生じている場面において新株発行を行うのであれば、株主割当によるのでない限り必然的にその支配権争いに影響を与える。第三者割当による場合には、割当先が支配権争いの一方当事者であったり、あるいは当事者の一方による議決権行使に反対する立場であれば、なおさらである。そして、割当先が現経営陣を支持するとみられるのであれば、支配権維持のために働く。これはその新株発行が資金調達のためであれ何であれ変わるところはなく、二つの「目的」が併存しそうな場合が生じる。[144] その上、前章で検討した主要目的ルールをとる裁判例のほとんどは、いずれの要請が優先されるのかを明確に示してはいなかった。[145]

第四款　裁判例の判断枠組の含意――価値判断の回避

前款でみたとおり、ニッポン放送事件より前の裁判例においては、相対立しうる「目的」が掲げられていて、その「中身」の基礎となる一貫した考え方は提示されていなかった。もっとも、具体的な運用をみれば、何らかの一貫した考え方とその背後にある価値判断が明らかになるかもしれない。

前章で検討した裁判例からそれを読み取ることができるであろうか。そこでは、多少なりとも支配権維持の目的の存在がうかがわれても、（支配権維持とは論理的には関係のないはずの）資金調達の必要性が単なる形だけのものでなく、一定の合理性があれば、支配権維持目的が主要な目的ではなく、不公正発行ではないとしてきた。[146] そのため、一般論として支配権維持目的を不当としていても、実際に機関権限分配秩序説のような考え方を基礎としているとはいえない。

そうすると、そのような主要目的ルールの運用の仕方から、裁判所は資金調達を優先するという考え方をとっていたと理解できるようにも思える。しかし、前章でみた主要目的ルールをとる裁判例では、支配権維持が「不当な目的」の主なものとして掲げられていた。仮に、資金調達を優先させるという考え方を採用するのであれば、資金調達のためであれば支配権維持とは無関係に不公正発行とはならないという小林百貨店事件の枠組[147]をそのまま維持できたであろう。

むしろ、主要目的ルールを採用する裁判例では一貫した考え方は示されておらず、主要目的ルールの中身を決定することになる価値判断を伴う政策判断を回避してきたと考える方がより整合的に説明できる[148]。以下、具体的にみてみよう。

上述のとおり、資金調達の必要性が支配権争いへの影響に関係なく優先されると考えるのであれば、それを明確にした判断枠組は一応存在したのであり、それを維持できた。また、一定の価値判断にもとづいて問題のある株式の大量取得について防衛を認める方法は存在する。新株発行の主要な目的に着目する判断枠組を前提としても、会社を防衛することを正当な目的に含めるのは論理的に不可能ではない。反対に、原則としてそのような権限はないが、例外的に濫用的な買占めのようなケースでは認められるとすることも不可能ではない。いずれにしても、一定の価値判断を前提とすることになる。

しかし、そのように正面から対抗措置を認める、あるいは否定することなく、持ち出されたのは資金調達であった。これはどのように考えられるだろうか。昭和二五年改正による授権資本制度導入の際に資金調達の機動性確保が目的とされ、その後、資金調達を機動的に行うために取締役会限りで新株発行を行えるのであり、既存株主の持株比率は保護されないとされてきた。そのため、結果として買収者であれ誰であれ既存株主の持株比率が低下して

も、真に資金調達のためであれば、取締役会限りで新株発行を行うことは正面切って否定しにくく、それゆえ資金調達が「正当な目的」となること自体は否定できない。[149] このように、資金調達は支配権争いに関する価値判断とは一応別に新株発行を正当化しうるものであり、さらに、認定の容易さを考えると柔軟な解決をはかれるものでもあった。

そして、上述のとおり、支配権の維持を目的とすること自体は不当な目的としてきた。すなわち、一般的には支配権を維持するための新株発行を認めるわけではないとしていた。実際、差止仮処分を認めた事例では、支配権維持を主要な目的とするから不公正発行になるとしていた。

結局、資金調達目的を簡単に認めているからといって、取締役会が支配権争いに影響を与える権限を持っているとの判断が背後にあったともいえないし、かといって、支配権争いに影響を与えてはならないという判断をしていたともいえない。むしろ、正当な目的に主として資金調達、不当な目的に主として支配権維持を掲げ、滅多に後者を認定しない――資金調達目的があれば支配権維持目的によるものではないとする――ことで、「取締役会が支配権争いに介入できるか」という価値判断を伴う態度決定を回避したまま、妥当と考えられる結論を出してきたといえるのである。[150]

第五款　まとめ

本節では、主要目的ルールの構造と実際の裁判例における運用から、前章でみた主要目的ルールをとる裁判例では支配権争いと取締役会の新株発行の権限に関する価値判断を回避してきたのではないかという見方を提示した。[151] 主要目的ルールの基礎に機関権限分配秩序説をおいたともみられる二つの裁判例における判断枠組が、その後は維持されなかったこともこのような見方と整合的である。

また、本節でみたところからは、裁判例における新株発行の「主要な目的」に着目するという判断枠組には、このような価値判断の回避を可能とする役割があったともいえる。他のありうる判断枠組、例えば防衛の必要性および問題となっている防衛策の相当性により判断するといったものは、それを採用する時点で一定の価値判断を伴う判断を不可避的に行わざるを得ない。それに対して、主要な目的に着目する判断枠組では、具体的なルールの中身を決定する際に何らかの価値判断を伴う考え方を採用してもよいし、しなくてもよい。実際、裁判所は何らかの一貫した価値判断を示してこなかった。これを可能としたのが、主要目的ルールの主要な目的に着目するという構造――これ自体は具体的なルールの内容を決められないためにあまり重要ではないようにもみえる――だったのである。

(136) 本章（特に第二節）のような検討には、検討の方法や意義それ自体について様々な批判があるかもしれない。本章の検討の意義について第一章第三節に加えて、若干の説明をする。

現在の法が「なぜそのようなものになっているのか？」を説明するには、いくつもの次元の異なる方法がありうる。第一に、もっぱら法の内容に着目したものである。これは、対処しようとしている問題にとって選択された規整が合理的な解決を与えることができる（他のありうる規整では同様の解決ができない）といったものになろう。第二に、法が形成されてきた歴史の検討のように、法の内容の外に存在する要因も踏まえた説明がありうる。これには他にも、アメリカにおいてみられるような、大きな影響を与える特定の利益集団の存在に着目した説明や、何らかの制度的な制約にもとづく説明がある。

本章の説明は、第二に近いものを指向している面がある。ただ、アメリカの豊富な先行研究では、連邦制度に起因する制度的な要因（連邦法が州会社法を preempt する、会社が（経営者または株主にとって）より望ましい法を有する州に移る）が主に扱われているので、わが国の法の説明に際してそのまま依拠できるわけではない。そのため、本章の検討はこれらに直接依拠して議論をしようとするものではないが、わが国の敵対的買収に関する法について、法の外の要因も踏

まえた一定の説明を提示することを試みるものである。どのような要因によって今ある法が形成されたのかを明らかにすることは、「どうあるべきか」を考える参考にもなるが、それは法の内容のみから説明できるものではなく、このような検討も意義があるのではないかと考えている。

アメリカにおける研究には、会社法に関する特定の利益集団との利害の一致から説明するものとして、例えば、William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware*, 83 YALE L. J. 663 (1974) がある。より洗練された説明としては、例えば、Jonathan Macey & Geoffrey P. Miller, *Toward an Interest-Group Theory of Delaware Corporate Law*, 65 TEX. L. REV. 469 (1987) 参照。

また、アメリカの会社法学における「州間競争」の議論あるいはその延長線上にある議論もあげられよう。Race to the bottom であると考える立場としては、例えば、Cary, *supra*; Lucian Arye Bebchuk, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*, 105 HARV. L. REV. 1435 (1992) がある。それと反対の立場としては ROBERTA ROMANO, THE GENIUS OF AMERICAN CORPORATE LAW (1993) が代表的である。近時は、州会社法の競争よりもデラウエア州にとって連邦法による preempt という制度的な制約が重要であることに注目した研究が出されている（両者の関係について見解が一致しているわけではない）。*See, e.g.*, Mark J. Roe, *Delaware's Politics*, 118 HARV. L. REV. 2491 (2005)（州間競争は事実上ほとんどなく、むしろデラウエアは連邦法の影響を考慮して州法を形成しているとする。）; Sean J. Griffith, *Good Faith Business Judgement: A Theory of Rethoric in Corporate Law Jurisprudence*, 55 DUKE L. J. 1 (2005)（デラウエア州の判例法の形成に関係する制度的な要因として、主としてスキャンダルをきっかけとする連邦法によるpreemptと他州に会社が移る可能性をあげる。）; Marcel Kahan & Edward Rock, *Symbiotic Federalism and the Structure of Corporate Law*, 58 VAND. L. REV. 1573 (2005)（連邦法とデラウエア法の関係は競争的というよりも「共存的」(symbiotic) であるとする。）. *Cf.* Roberta Romano, *Is Regulatory Competition a Problem or Irrelevant for Corporate Governance?*, 21 OXFORD REV. ECON. POLY 212 (2005).

(137) なお、本稿は裁判所の判断に何らかの評価をしようとするものではない。本稿で用いる「合理的」「価値判断を回避した」などの評価的な意味を持ちうる表現は、何らかの評価を含むことを意図して用いているわけではない。

(138) 第二章第五節第二款参照。

(139) 主要目的ルールの具体的な中身である「正当な目的」「不当な目的」が具体的にどのようなものかの判断は、（少なくとも裁判例では）不公正発行に該当するか否かという会社法二一〇条二号（平成一七年改正前商法二八〇条の一〇）の解釈として行われるのであり、「政策判断・価値判断を伴う」というと違和感があるかもしれない。しかし、会社法（あるいは平成一七年改正前商法）の規定の文言からは、不公正発行の具体的な基準は明らかではなく、他の規定からも一義的に明確な解釈が導かれるわけではない。結局のところ、（主要目的ルールに限らず）この問題について何らかの明確な基準を設定あるいは選択するのであれば、一定の政策的な判断が必要となり、そこには価値判断が伴うのである（この意味で、立法論と連続的な性質のある問題といえる）。田中亘「敵対的買収に対する防衛策についての覚書」武井一浩・中山龍太郎（編著）『企業買収防衛戦略Ⅱ』二四五頁、二四八―二五〇頁（商事法務、二〇〇六）〔初出、民商一三一巻四・五号六二二頁、六号八〇〇頁（二〇〇五）〕参照。

(140) これは機関権限分配秩序説をもとにしている。森本滋「新株の発行と株主の地位」論叢一〇四巻二号一頁、一六―一七頁（一九七八）参照。必ずしも同じ趣旨というわけではないが、洲崎・前掲注(27)七二五―七二七頁も参照。実際の裁判例としては、東京地決平成元年七月二五日〔忠実屋いなげや事件〕・前掲注(55)がこのような考え方を基礎にしているように読める。

(141) 森本・前掲注(140)一七頁（新潟地判昭和四二年二月二三日〔小林百貨店事件〕・前掲注(20)について、支配権争いへの「『介入意図』を認定して不公正発行を理由とする差止を認めることが可能になる」とする）。また、洲崎・前掲注(27)七二五頁（このような立場に立った場合にはそれまでの裁判例の事案の多くが「不公正発行に該当しうると思われる」とする）も参照。

(142) このような考え方を明示している裁判例は今のところみあたらない。

(143) 例えば、「会社全体の利益を誠実に考慮して支配権争いに介入する」というのが「正当な目的」、保身などの自己の利害にもとづくものを「不当な目的」とした場合、後者が存在する場合に前者の存在を認めるのは難しいであろう。本文で述べているのは、これとは違い、両者に該当しうる場合である。

(144) 裁判所もこの点は当然自覚していた。初期の主要目的ルールを示す裁判例では、不当な目的と正当な目的の両者の存在を認めているものもあった（例えば、大阪地堺支判昭和四八年一一月二九日〔恵美寿織物事件〕・前掲注(28)）。後の裁

判例では、支配権維持目的の存在について明示的に認めるのではなく、そのような「意図」を「否定できない」としている（例えば、東京地決平成一六年七月三〇日〔ベルシステム24事件原決定〕・前掲注(79)、東京高決平成一六年八月四日〔ベルシステム24事件抗告審決定〕・前掲注(84)）。

(145) 他方、東京地決平成元年七月二五日〔忠実屋いなげや事件〕・前掲注(55)や京都地判平成四年八月五日〔明星自動車事件〕・前掲注(62)では明確に示されていた。しかし、そこで示された方向性はその後は維持されなかった。第二章第三節第三款・第五節参照。

(146) 第二章第五節第四款参照。

(147) 新潟地判昭和四二年二月二三日〔小林百貨店事件〕・前掲注(20)では、不公正発行に該当することとなる「特段の事情」としては実質的に資金調達が行われないことになるような事情があげられており、資金調達の必要性を他に優先する点で一貫していたといえる。同事件の判断枠組については、第二章第一節第二款参照。

(148) 一度は東京地決平成元年七月二五日〔忠実屋いなげや事件〕・前掲注(55)で支配権争いの局面においては、取締役会限りでの支配権争いに影響を与える新株発行が原則として認められないとの判断を示したが、二ヶ月も経たないうちに、同事件より前と同様の判断枠組を東京地決平成元年九月五日〔第二次宮入バルブ事件〕・前掲注(50)で示している。両決定は、いずれも東京地裁民事第八部（商事部）によるものであり、三人の担当裁判官のうち裁判長を含め二人が同一であった。にもかかわらず、相容れないと思われる判断を続けて示しているのは、事案の違いを考慮しても、明確な価値判断を伴う政策判断を回避していることのあらわれともいえるだろう。

(149) 松井・前掲注(9)四二五頁参照（学説が支配権維持・確立目的による新株発行を不公正なものとしていた中で柔軟な解決をはかるため、「昭和二五年改正の立法趣旨に仮託した理論が採用されたのではないか」とする。）

(150) 主要目的ルールが柔軟に結論を出せるものであることについては、本章第二節第三款参照。

(151) これは、従来よりこの時期までの裁判例について、主要目的ルールやそこで示される「資金調達目的」が「仮装理由」とであると指摘されてきたこととも関係する。松井・前掲注(9)四二四頁、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」小塚荘一郎・高橋美加（編）落合誠一先生還暦記念『商事法への提言』四七一頁、五一一―五一二頁（商事法務、二〇〇四）。本稿の説明は、防衛であることを正面から捉えることによって必然的に迫られる価値判断を

避けたのではないかというものである。

第二節　なぜ主要目的ルールが形成されたのか？

第一款　序

前節でみたとおり、裁判例で示されてきた主要目的ルールでは、支配権争いについての価値判断が回避されてきたと考えられる。本節では、なぜそのような価値判断の回避を含む主要目的ルールが形成されたのかについて検討する。まず、なぜ価値判断を回避したのかについて、裁判所のおかれた状況を検討し、その状況に照らせば裁判所にとって合理的であったことを論じる（第二款）。続いて、裁判例の示してきた主要目的ルールのもつ柔軟さについて検討する（第三款）。

第二款　なぜ価値判断を回避したのか？

時間の制約　前章でみた裁判例にあらわれているとおり、新株の不公正発行は主に差止仮処分のレベルで争われ、主要目的ルールもその中で形成されてきた。新株発行の差止めは、新株発行がなされて効力が発生すればその本訴は訴えの利益を失うが、本訴において差止判決を得るには長期間を要するので、主として短期間で判断がなされる仮処分手続により争われることになる[152]。また、少なくとも上場会社のような公開会社においては不公正発行は新株発行無効事由にならないとされてきた[153]ため、新株発行無効の訴えで不公正発行に該当するかどうかのルールが形成されるわけでもなかった。

そうすると、短期間で行わなければならない仮処分手続において不公正発行に関する判断枠組が形成されることになる。実際、前章でみた裁判例のうち報道から仮処分の申立日が明らかになった事件[154]の仮処分申請から決定まで

にかかった日数は、最短五日から最長二五日であり、平均一〇日であった。[155] 上場会社における事案に限定し、同一の事案につき複数の仮処分申請がなされているものについて重複を除くと、最短七日から最長一三日であり、平均は九日であった。[156] 不公正発行による差止めの事件を解決する裁判所は、このような厳しい時間的制約の中で判断を示してきたのである。

主要目的ルールの広い適用範囲　主要目的ルールの潜在的な適用場面はかなり広い。不公正発行全般に適用されうるからである。実際、前章で詳しく検討した主要目的ルールを採用する裁判例の中には、敵対的な株式の取得への防衛の事案[157]以外に、支配株主（あるいはそれに近い大株主）と対立している経営陣が対抗して第三者割当を行った事案、[158] 少数株主権の剝奪が問題となった事案[159]があった。さらに、かつては閉鎖会社においても、株主・役員同士が支配権をめぐって争っている事案、[160] 経営陣が支配株主に抵抗して第三者割当を行っていると思われる事案[161]などに主要目的ルールが適用されてきた。

もっとも、前章でみた期間においても主要目的ルールの現実の適用範囲は狭められてきてはいる。まず、平成二年商法改正により譲渡制限会社においては、原則として株主に新株引受権を与えることとした。[162] そして、この新株引受権を無視して、これを排除するのに必要な株主総会の特別決議を得ることなく行われた新株発行は無効になるとされた。[163] そのため、譲渡制限会社（非公開会社）については、新株引受権を無視したことによる差止め（法令違反）および新株発行無効による救済が可能となり、不公正発行か否かが問題となる余地は狭められた。[164] 次に、上場会社に関する裁判例においては、支配権争奪局面にあるかどうかという基準を採用するものが現われていた。[165] この基準が仮に定着したと評価できるのであれば、前章でみた内容の主要目的ルールは支配権争奪についてのものとなり、支配権争いが行われていない場面における新株発行への影響は限られることになる。

しかし、支配権争いが行われている場面に限定しても、敵対的な公開買付けがしかけられている典型的な敵対的買収の場面や、（支配権の取得が目的かどうかはともかく）市場において敵対的な株式の取得が進められている場合に加え、既存の支配株主と経営陣が対立している事案のように性格の異なる事案が含まれる。そのため、依然として主要目的ルールの潜在的な適用範囲は広いままであり、主要目的ルールの中身の基礎になる考え方を決めることは多くの問題に影響を及ぼす状況であった。

参照できる価値判断の不在　前章でみた時期までは、主要目的ルールの主な適用場面である支配権争奪、特にインパクトの大きい敵対的買収において取締役（会）はどのような行為をとりうるのか（あるいはとりえないのか）については、当時の商法や他の法律はもとより行政や自主規制のレベルでも、何らかの方向性が示されていたとはいえない状況であった。このような問題について省庁による本格的な検討が行われ始めたのはごく最近であり、この当時は、裁判所が参照できる一定の有効性および権威を有するガイドラインなどは存在しなかった[166]。学説においても、取締役会は支配権争いに影響を与える新株発行を原則として認めないとする見解は有力であったが、必ずしもその見解に異論がなく方向性が定まっていたわけではなかったと思われる。

また、裁判所は、問題のある株式の大量取得が存在することはいくつかの事例を通じて、遅くとも平成に入った頃までには認識していたであろう[167]。少なくとも新株予約権が登場するまでは、このような問題に対する事後的な有効な対処方法として代表的だったのは第三者割当であり、現実的にはこれが唯一の方法となる場面も少なくなかったと考えられる[168]。新株予約権制度が導入されてからも、当然のことであるが、すぐにそれを有効な事前導入の防衛策として使える環境が整っていたわけではなく、様々な議論が展開されていた。

このように、前章でみた時期では、裁判所にとっては参照・依拠できる何らかの価値判断や基準はなかった[169]。そ

して、有力な学説は存在していたが、そこで提示されている考え方に忠実に依拠すると、裁判所が直面してきた問題のある株式の大量取得について妥当な結論を出せない可能性があり、[170]第三者割当以外の方法を用いるのを期待することも現実的ではなかった。

価値判断を回避したのは裁判所にとって合理的だった　前款では、裁判所が示してきた従来の主要目的ルールは、支配権争いの局面における取締役（会）の権限について価値判断を回避してきたことを示した。本款でここまでみてきた状況の下では、妥当な結論を目指すであろうし、[171]妥当と考えられる結論を示すことが求められる裁判所にとって、これは合理的な行動だったといえるのではないだろうか。

まず、主要目的ルールを形成してきた事件については、裁判所は非常に短期間の内に判断しなければならない。このような制約の下では、必ずしも妥当な結論を得るのに必要がない、困難な価値判断を伴う問題は回避して、他に資源を投下するとの判断は多数の事件を抱える裁判所としては合理的であろう。[172]

次に、判断の中で不用意に一定の価値判断を示すと、潜在的に広い範囲の問題に影響を及ぼす可能性があった。例えば、敵対的な株式の大量取得に関する事案の判示は、支配株主やそれに近いブロックホルダーと経営陣の争いに関する事案でも主要目的ルールを用いるのであれば、そこに影響しうる。そうすると、将来の自ら（あるいは自らが所属する部・裁判所）や他の裁判所の手を縛る方向で（事実上）影響するものは避けようとするだろう。[173]また、一度示してしまったものを修正する機会は、新たに事件が係属し、かつ決定にたどりつかない限り得られず、当事者の行動に依存することになる。そうであれば、明確な価値判断を一貫して示すことには慎重になりそうである。

さらに、実際にどれほどの件数があるかどうかは別として、支配権争いは会社法にとって重要な問題であった。特に（支配権の獲得を目指すか否かにかかわらず）敵対的買収に関しては注目度も高く、「外資」の関係もあり、

政治的にも微妙な問題をはらんでいたといえる。しかも、取締役会限りでの新株発行を含む防衛策については、原則認める立場と認めない立場のいずれもありうるものであり、背後にある価値判断を選択するのは容易ではない。

それにもかかわらず、少なくとも前章でみた時期までは、裁判所には参照したり、依拠できる何らかの価値判断はなかった。すなわち、何らかの価値判断を示すのであれば、何が妥当なのかについて社会的なコンセンサスも参照可能な先行する判断もなく自ら行わなければならない。そうであれば、事案の解決に必要であれば別であるが、一般的に支配権争いに関して価値判断を示す理由はなさそうである。(174)

加えて、問題のある株式の大量取得の事案に既に接していた裁判所としては、妥当な結論を得られるようにするには、他の手段に期待できないため、一定の範囲の第三者割当による防衛を認めない判断枠組を作るわけにはいかなかったであろう。そして、新株予約権制度が創設されてからも、しばらくは事前の防衛策の導入についても方向性は決まっていなかった。そうすると、表面的にはともかく、支配権争いに取締役（会）が介入するべきではないとの価値判断を明確に示すことはためらわれるはずである。他方で、正面から取締役会限りでの防衛を認める理論的な根拠はそれほど強くはない状況であったと思われる。

第三款　主要目的ルールの柔軟さ

本章では、これまで支配権争いに取締役会が介入できるかどうかという価値判断を伴う問題について、裁判所が判断を回避してきた点を中心にみてきた。本款では補足的に、主要目的ルールが持つ柔軟さについてみる。

新株発行の「主要な目的」に着目するという判断枠組自体がかなり柔軟なものである。既に指摘したとおり、価値判断を回避したまま用いることもできる。(175) それにとどまらず、前章でみた裁判例における主要目的ルールの実際の運用も柔軟（あるいは不明確）なものであった。当初はある新株発行の主要な「主観的な意図」により不公正発

行かどうかを判断するとしていた。そこでは、正当な目的と不当な目的が併存するような場合に「どのようにしていずれが主要であるかを決めるのか」の基準を提示しないまま、「資金調達が主要な目的である」あるいは「（支配権維持などの）不当な目的が主要な目的であるとはいえない」としていた。[176]

その後は、支配権争いが存在し、かつ問題の新株発行が支配権争いに影響を与える場合でも、資金調達の必要性があり、その使途の合理性が否定されないのであれば、支配権維持目的の存在を否定してきた。すなわち、資金調達という支配権維持とは関係のないはずの要素――資金調達のためであるから、支配権維持のためではないということには必ずしもならないはずである――から、支配権維持が目的ではないとしてきた。[177] いずれも、「資金調達目的」が簡単に認定しうるものであれば、事案に合わせてどのようにでも運用できる。

そして、「資金調達目的」は簡単に認定しうる。資金調達目的の有無の判断は、使途に実体があるかどうか、その使途が合理的かどうか、そして資金調達の方法として問題の新株発行は相当なものであるかというステップで行われてきた。実際には最後のものはほとんど審査されず、使途の合理性についても少なくともこれを理由に差止仮処分を認めたものはなかった。[178]

そうすると、調達する資金について実体のある使途が用意されれば、資金調達目的を認定しうる。これまでにもよく指摘されてきたように、[179] 会社には常に資金調達をする理由くらいはあるため、会社側による疎明がなされることが期待できる。反対に、資金調達の実体のある使途さえあればよいとまではしていなかったため、実際になされたことはないが、使途について合理性がないことを理由に差止仮処分を認めることも不可能ではない。このように柔軟な性質を持つ判断枠組であったため、価値判断を回避したままそれなりに妥当な結論を出すこともできたと考えられる。

もっとも、主要な目的を問題とする判断枠組に「柔軟さ」があるということは、裏を返せば法的な不確実さが存在するということでもある。しかし、裁判例では一貫して資金調達を正当な目的として位置づけ、かつそれを比較的容易に認定してきたことで、結果的に（少なくとも会社側にとっては望ましい結果になる方向で）不確実さが減じられてきたのではないだろうか。[180]

つまり、問題のある株式の大量取得のような事案が時折起きても、会社側は防衛する方法が残されることは割合はっきりしていたと考えられる。そのため、新株発行をするタイミングと準備さえ怠らなければ、そのような事案が多くの会社にとって対処が不可能なほど深刻な問題とはならず、結果として大きな不満が残らなかったことが主要目的ルールが維持され続けた背後にあったのではないだろうか。

(152)　東京地方裁判所商事研究会（編）『類型別会社訴訟Ⅱ』五六八頁（判例タイムズ社、二〇〇六）参照。

(153)　最判平成六年七月一四日・前掲注(5)参照。平成二年商法改正以前は譲渡制限会社においても同様の状況であった。なお、会社法下では、非公開会社においては、かつて不公正発行か否かが問題となったような第三者割当の事案では新株発行無効事由があると判断される場合が多いであろう。まず、非公開会社において総会決議を得ずに行った場合で、株主総会の招集通知がそもそもなされていないときは、新株発行の通知・公告がなされなかった場合と同様に新株発行無効事由となると考えられる。最判平成九年一月二八日民集五一巻一号七一頁（公示の欠缺以外に差止事由がないのでなければ無効事由となるとする）参照。会社法においては、非公開会社については新株発行の通知・公告が不要となり、募集株式発行を決議する株主総会の招集通知および総会における説明が公示の機能を果たすからである。龍田節『会社法大要』三〇三頁注一二九（有斐閣、二〇〇七）参照。次に、平成二年商法改正以降、譲渡制限会社における新株引受権を無視することは新株発行無効事由となるとされていた。東京高判平成一二年八月七日判タ一〇二四号二三四頁参照。また、上柳克郎・鴻常夫・竹内昭夫（編）『新版注釈会社法補巻（平成2年改正）』二四四―二四五頁（龍田節）（有斐閣、一九九二）参照。会社法でも、招集通知の欠如の他に差止事由がない場合や、招集通知は発せられていたが、適法な決議が得られて

いない場合も無効事由となるであろう。非公開会社における新株発行無効事由につき、江頭憲治郎『株式会社法〔第二版〕』六九五頁注二、六九七頁注四・注五（有斐閣、二〇〇八）参照。

(154) 合計一二件である。大阪地決昭和六二年一一月一八日〔コスモポリタン・タクマ事件〕・前掲注(43)、大阪地決昭和六二年一一月二一日・後掲注(156)、東京地決昭和六三年一二月二日〔第一次宮入バルブ事件〕・前掲注(48)、大阪地決平成二年七月一二日・前掲注(53)、東京地決平成元年七月二五日〔忠実屋いなげや事件〕・前掲注(55)（二件）、東京地決平成元年九月五日〔第二次宮入バルブ事件〕・前掲注(50)、東京地決平成六年三月二八日・前掲注(78)、東京地決平成一〇年六月一一日〔ネミック・ラムダ事件〕・前掲注(61)、東京地決平成一六年七月三〇日〔ベルシステム24事件原決定〕・前掲注(79)、東京高決平成一六年八月四日〔ベルシステム24事件抗告審決定〕・前掲注(84)、大阪地決平成一六年九月二七日〔ダイソー事件〕・前掲注(88)。なお、イチヤ事件については後掲注(155)参照。

(155) ここには保全抗告も含んでいる。なお、イチヤ事件では第一審（高知地決平成一六年六月一日・前掲注(100)）は申立ての翌日に差止仮処分が出され、異議審（高知地決平成一六年七月八日・前掲注(96)）は三五日、抗告審（高松高決平成一六年八月二三日・前掲注(101)）は四一日かかっており、顕著に長いので外している。これらを入れると、平均一三日になる。

(156) ここでは、前掲注(154)から、閉鎖会社に関する事案である東京地決平成六年三月二八日・前掲注(78)、大阪地決昭和六二年一一月一八日〔コスモポリタン・タクマ事件〕・前掲注(43)と同じ事案について一般株主が差止仮処分を申立てた事件（大阪地決昭和六二年一一月二一日資料版商事四七号三四頁）、および東京地決平成元年七月二五日〔忠実屋いなげや事件〕・前掲注(55)のうちの一件（周知のようにこの事件は、秀和が忠実屋といなげやの両社に対して差止仮処分を申立て、同日に同内容の仮処分を認める決定が出されている）を外した。重複を外すのは、同じ事実について同じ裁判官が判断するのであれば、判断にかかる時間が短くてすむことになるため、独立した一つの事件として扱うべきではないからである（前記二件はいずれも裁判官が同じである）。

(157) 東京地決平成元年七月二五日〔忠実屋いなげや事件〕・前掲注(55)は敵対的買収の事案といえるであろう。上場会社について、必ずしも支配権の獲得を目指していたわけではない（あるいは明らかではない）経営陣に敵対的な株式の大量取得として、大阪地決昭和六二年一一月一八日〔コスモポリタン・タクマ事件〕・前掲注(43)、東京地決昭和六三年一二

月二日〔第一次宮入バルブ事件〕・前掲注(48)、大阪地決平成二年七月一二日・前掲注(53)がある。

(158) 東京地決平成一〇年六月一一日〔ネミック・ラムダ事件〕・前掲注(61)、ベルシステム24事件（東京地決平成一六年七月三〇日〔原決定〕・前掲注(79)、東京高決平成一六年八月四日〔抗告審決定〕・前掲注(84)）。支配権争いの局面にはないとされたが、大阪地決平成一六年九月二七日〔ダイソー事件〕・前掲注(88)もここに分類できるであろうか。

(159) 大阪地決昭和四八年一月三一日〔第一紡績事件〕・前掲注(25)。

(160) 東京地決昭和五二年八月三〇日・前掲注(32)。

(161) 大阪地堺支判昭和四八年一一月二九日〔恵美寿織物事件〕・前掲注(28)。

(162) 平成二年改正後商法二八〇条ノ五ノ二第一項。

(163) 前掲注(153)参照。

(164) もちろん、平成二年改正後も不公正発行が全く問題とならなかったわけではなく、例えば、東京地決平成六年三月二八日・前掲注(78)では株主総会の特別決議を得た第三者割当につき、大株主が不公正発行を主張した（不公正発行ではないとされている）。

(165) 東京地決平成一六年七月三〇日〔ベルシステム24事件原決定〕・前掲注(79)、大阪地決平成一六年九月二七日〔ダイソー事件〕・前掲注(88)。第二章第四節第二款参照。

(166) 経済産業省の企業価値研究会が設置されたのが平成一六年九月一六日であり、翌年四月二二日に企業価値研究会『論点公開――公正な企業社会のルール形成に向けた提案』（経済産業省、二〇〇四）〔http://www.meti.go.jp/press/20050422005/050422ronten.pdf〕が公表された。その骨子が公表されたのが同年三月七日であった。後掲注(224)とその本文参照。そして、その約一ヶ月後に企業価値研究会『企業価値報告書』・前掲注(3)および経済産業省・法務省の指針（前掲注(3)）が公表された。

他方、平成一六年三月には内閣府経済社会研究所のM＆A研究会が中間報告を行い、同年九月頃には報告書を公表していた（前掲注(3)参照）。そこでは、防衛策を肯定する方向性がうかがわれるが、必ずしも明確に一定の態度決定を行っているわけではなく、また経済産業省・法務省・前掲注(3)のような何らかの基準を打ち出すものでもない。これは、それまでに十分な議論の蓄積がなされておらず、同研究会の（当時の）主な目的が現状と課題の分析にあったからでもある

と思われる。M＆A研究会『わが国企業のM＆A活動の円滑な展開に向けて――M＆A研究会報告』・前掲注(3)二頁参照（「……(1)わが国のM＆A活動の実態とその有効性及び今後の課題等について調査・分析し、(2)現在改革が進められているM＆A関連の各種法制度、税制など各分野での進展状況と今後の課題について検討し、(3)発展変化する経済環境及び金融システムやアジアなど国境を越える企業活動の展開等を視野に入れつつ、M＆Aを利用した企業・投資活動の推進について検討することとしました。」）。

(167) 例えば、大阪地決昭和四八年一月三一日〔第一紡績事件〕・前掲注(25)では、決定の中で裁判所はX側に総会屋の類の者がいた可能性に言及している。第二章第二節第一款参照。また、大阪地決昭和六二年一一月一八日〔コスモポリタン・タクマ事件〕・前掲注(43)に関しても、一連の事件においてタクマと争っていたコスモポリタンがグリーンメイラーともいえる存在であったことはよく知られていたといわれる。例えば、座談会・前掲注(45)三七頁〔河合発言〕参照。実際、裁判所は、後にコスモポリタンについて「……倒産会社〔コスモポリタン〕のタクマ株式の買い占めは、本来の意味におけるタクマの経営権の獲得を企図するものとはおよそかけ離れた、タクマ資本・資産の食い潰しにより直ちに自己のタクマ株式買い占め資金（多額の高金利利息を含む。）の回収と多額の利益の獲得を企図する不当なものであった。」としている。大阪地判平成二年五月二日金商八四九号九頁。また、第三者割当自体についてのものではなく、コスモポリタンによるタクマ臨時株主総会の開催（大阪地決昭和六二年一二月二四日・前掲注(44)により認可）について、タクマが開催停止の仮処分を申請した際の申請書では、コスモポリタンの会長が保有するタクマ株式の買取りを求めてきた旨が記載されている。資料版商事五一号二五頁、二九、三〇頁（ただし、コスモポリタン側は否定している。同事件のコスモポリタン側の答弁書（資料版商事五一号四一頁、四五頁）参照。）。

(168) 事後的に安定株主工作などをしている余裕はないであろうし、防戦買いや自社株買いは費用がかかるのみならず、浮動株が枯渇している状況ではそもそも買うことが難しいであろう。さらに、自社株買いは買収者の議決権割合も高めうる。従来より可能であった様々な防衛策とその検討につき、武井一浩・太田洋・中山龍太郎「企業買収防衛策の法的論点と実務上の諸問題――一連の商法改正と日本型ポイズン・ピルの導入を視野に入れて」武井・太田・中山（編著）・前掲注(8)三二頁、三三―五三頁参照。

(169) 他方、有利発行に関しては自主ルールが存在していた。有利発行は、必ずしも支配権争いに関する場合と同様の価値

判断を伴う政策判断を必要とする場面とはいえないかもしれないが、証券業協会の自主ルール（丹羽昇一「『時価発行増資に関する考え方』の一部改訂――第三者割当増資に関連して」商事一一九一号二六頁、三〇―三一頁（一九八九）参照）に則っていれば基本的には有利発行とならないという形で他の一定の影響力を持つ者による基準を尊重し、それに依拠することができた。例えば、東京地決昭和六三年一二月二日〔第一次宮入バルブ事件〕・前掲注(48)、大阪地決平成二年七月一二日・前掲注(53)、東京地決平成一六年六月一日判時一八七三号一五九頁など参照。もっとも、これが有利発行の規制として望ましいのかは別である。この自主ルールを重視することの問題点につき、藤田友敬「株式会社の企業金融(2)」法教二六五号七二頁、七六―七七頁（二〇〇二）参照。

(170) 松井・前掲注(9)四二五頁参照。

(171) 従来から主要目的ルールに関連して指摘されてきた「裁判所は当事者の顔をみて判断する」という説明（前掲注(8)およびその本文参照）も、裁判官（裁判所）が妥当な結論を志向することを前提としている。

(172) ただし、後述のとおり（後掲注(217)とその本文参照）、ニッポン放送事件以後でもこの制約は存在する。そのため、前章でみた時期における裁判例が全体としては価値判断を避けてきたことの決定的な理由にはならない。

(173) もちろん、下級審裁判所の判断は判例ではなく、そこで示された同種の先例に言及する必要もないので、事実上影響する可能性があるに過ぎず、決定的なものではない。

(174) これに関しては次のようにもいえる。世間にも政治的にも注目される問題について、いずれもありうる複数の価値判断のいずれかを選択することは、いずれを選んでも（おそらくは全く理屈の通らないものも含めて）強い非難にさらされることになる。他の者（立法府・行政府あるいは自主規制機関など）が先行していずれかを選んでいれば多くの非難の矛先はそちらに向くが、そうでなければ自身がその立場になる。しかし、裁判所はあえてそのようなことをしないのではないかと考えられる。

(175) 本章第一節第二款・第三款参照。

(176) 第二章第二節第二款参照。

(177) 第二章第三節第四款・第四節第四款参照。

(178) 第二章第五節第三款参照。

(179) 例えば、座談会・前掲注(45)三四頁〔森本発言〕。

(180) さらに、「資金調達目的か支配権維持目的か」といった主要目的ルールのミスリーディングなまでの「単純化」がなされてきたことも、結果的には「調達した資金の使途を用意すればよい」というメッセージになり、不確実さを減じたように思われる。このような「単純化」に関しては、前掲注(12)参照。もちろん、このような「単純化」が望ましいわけではない。

第三節　まとめ

以上のとおり、前章でみた時期については、裁判所にとって、支配権争いが生じている局面において、取締役会限りでどこまで新株発行が許されるかに関して、規整の基本的な方向性を規定する価値判断を回避してきたと考えられる。そして、裁判所が価値判断を回避するのはおかれた状況に照らして合理的だった。この価値判断の回避と妥当な結論の提示の両立を可能にしたのが、主要目的ルールの「柔軟さ」――必ずしも良い意味とは限らない――であった。

第四章　ニッポン放送事件以降の裁判例と本稿の説明

ニッポン放送事件以前の時期については、前章で検討したように裁判所は支配権争いに取締役会が介入できるかどうかに関する価値判断を回避しており、それが裁判所にとって合理的だったといえる。しかし、その後、すなわちニッポン放送事件以降は必ずしも裁判所が価値判断を回避しているわけでもない。本章では、ニッポン放送事件を中心に、同事件とそれ以降の裁判例でこの点についてどのように変化しているのか、そしてそれは前章と整合的に説明できるのかについて検討する。

第一節　ニッポン放送事件

第一款　事案の概要と判旨

まず、ニッポン放送事件の事案の概要と各決定の判旨を概観する。なお、不公正発行以外の点については省略する。他方で、裁判所の姿勢の変化を分析するため、抗告審決定のみならず東京地裁の各決定についてもとりあげる。

事案の概要　放送法にもとづく一般放送事業（ＡＭラジオ放送）などを業とする債務者Ｙ社（ニッポン放送）は、東証二部上場、発行済株式総数三二八〇万株の株式会社であった。Ｙ社はフジサンケイグループの一員であり、平成一七年一月時点で訴外Ｆ社（フジテレビジョン）の発行済株式総数の二二・五％を保有していた。債権者Ｘ社（ライブドア）はコンピュータネットワークに関するコンサルティング、ネットワーク管理、プログラム開発・販売などを主たる事業内容とする株式会社である。

Ｆは平成一七年一月一八日にＹの経営権獲得を目的として、Ｙの全ての発行済株式総数の取得を目指した公開買付けを開始した（本件公開買付け）。当初の公開買付けの条件は、買付予定数を発行済株式総数の五〇％（応募株券数がこれを超過した場合は全て買付ける）、一株五九五〇円、公開買付期間を同年二月二一日までとしていた。Ｙは一月一七日開催の取締役会において本件公開買付けに賛同する旨の決議をし、同日公表した。

Ｘは、従来よりＹの発行済株式総数の約五・四％を保有していたところ、本件公開買付期間中の二月八日にＴｏＳＴＮｅＴ―１を利用した取引により、子会社を通じてＹの発行済株式総数の約二九・六％をさらに取得した。Ｘは子会社保有分も含め、三月七日までにＹの発行済株式総数の四二・二三％を保有していた。このＴｏＳＴＮｅＴ―１取引の翌日に、Ｘの代表取締役はＹ株式の取得意図について、放送局が保有するＷｅｂサイトのポータル化によりシナジーを得るためであり、Ｆとの業務提携も見据えたものである旨を明らかにした。

他方、Fの代表取締役は二月九日にXとの業務提携に否定的な考えを示し、翌一〇日に本件公開買付けの買付予定数を二五％に下げ、買付期間を三月二日まで延長し（後述の本件新株予約権発行後にさらに三月七日に延長）、買付目的も追加した。本件公開買付け終了後、FはY株式を発行済株式総数の三六・七四％保有する株主となった。また、Fは二月一七日にYがXの子会社となった場合は、Yおよびその子会社との取引を中止する旨をYの代表取締役に伝え、後に全てのF・Y間の関係を清算する意向を書面で伝えている。

Yは同月一六日の取締役会において変更後の公開買付けに賛同する旨を決議し、さらに下記の新株予約権の発行を同月二三日の取締役会において決議した（本件新株予約権発行）。本件新株予約権発行は、一個につきY社普通株式一万株を取得できる新株予約権を合計四七二〇個発行するものであり、発行価額は一個につき三三六万二七三一円であった。この新株予約権が全て行使されると四七二〇万株（従来の発行済株式総数の約一・四四倍）が発行され、Xの持株比率は約四二％から約一七％に減少する一方、Fは本件新株予約権の行使のみで約五九％を取得することになる。

Yが公表した書面では、本件新株予約権発行の目的は、同社の企業価値の維持、Yがマスコミとして担う高い公共性の確保（XがYの支配株主となることはこの公共性と両立しない）、Xによる大量のY株式取得という本件公開買付けの開始後に発生した事情に影響を受けずに、Yが賛同するFによるYの子会社化を達成するためとされた。また、本件新株予約権発行により調達した資金は（仮）臨海副都心スタジオプロジェクトの整備資金に充当する予定とされた。

Xは本件新株予約権発行が不公正発行・有利発行であるとして、差止めの仮処分を求めた。

第一審決定判旨　以下、各決定の判旨を掲げる。なお、引用文に付した括弧数字は後の検討の便宜のため筆者が付

したものであり、〔　〕内は筆者による注である。

第一審の東京地裁決定[18]では、まず、新株予約権の不公正発行について、次の一般論を示した。

(1a)「〔平成一七年改正前、以下同じ〕商法二八〇条ノ三九第四項、二八〇条ノ一〇所定の『著シク不公正ナル方法』による新株予約権発行とは、不当な目的を達成する手段として新株予約権発行が利用される場合をいうと解されるところ、株式会社においてその支配権につき争いがあり、従来の株主の持株比率に重大な影響を及ぼすような数の新株予約権が発行され、それが第三者に割り当てられる場合に、その新株予約権発行が支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営陣の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであるときは、会社ひいては株主全体の利益の保護という観点からその新株予約権発行を正当化する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新株予約権発行が利用される場合にあたるというべきである。」

(1b)「商法は、公開会社について株主の新株引受権を排除し、原則として株主の会社支配比率維持の利益を保護していないから、新株又は新株予約権（以下「新株等」という。）の発行の目的に照らし第三者割当を必要とする場合には、授権資本制度のもとで取締役に認められた経営権限の行使として、取締役の判断のもとに第三者割当をすることが許容され、その結果として取締役の権限行使が株主の持株比率に影響を与えることがあることは法の予定するところである。(1c)しかしながら、会社支配権の争奪は、公開会社において、現にその支配権につき争いが具体化した段階において、取締役が、現に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。」

その上で、本件新株予約権発行について、Y社取締役の地位保全を主たる目的とするものではないが、Yが賛同するFによるYの子会社化という目的を達成するための手段として本件新株予約権を付与したのであるから、「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による支配権の維持」を目的とするものであり、現経営陣に

よる支配権維持を主たる目的とするものであるとした。

本件新株予約権発行はXが支配株主になることによる企業価値の毀損の防止、公共性の確保のためとするYの主張に触れた上で、次のように例外について示した。

(1d)「そこで検討するに、企業価値とは、会社ひいては株主全体の利益をいうものと解することができるところ、特定の株主の支配権取得によりかかる利益が毀損される場合には、取締役はこれを防止することを目的としてそのために相当な手段をとることが許される場合があるというべきである。(1e)他方、現経営陣の支配権の維持を主たる目的とする新株予約権の発行が原則として許されないことからすると、企業価値の毀損防止のための手段として新株予約権の発行を正当化する特段の事情があるというためには、特定の株主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であることを要すると解すべきである。」

そして、本来は支配権を争う者のいずれに経営を委ねた方が収益向上が期待できるかを判断するのは株主であり、株主への説明と理解・支持を求めるべきとした上で、企業価値の毀損の裁判所による審査について、次の立場を示した。

(1f)「これに対し、当裁判所の判断の対象となるのは、債権者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どうかという点である。……そうであれば、裁判所がこの判断を行うにあたっては、株主と同一の立場に立って、双方の事業計画や収益見通しを比較し、いずれが合理的かという観点から行うのではなく、債務者の疎明と債権者の疎明を総合して、債権者による支配権取得が債務者に回復しがたい損害をもたらすことが明らかといえるか、債権者が提示した事業計画に合理性が認められず、真摯に合理的な経営を目指すものということができないかという観点から行うべきである。(1g)そして、こうした観点から審査を行い、債権者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はいえない場合、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。」

本件では、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が明らかであるとはいえないとして差止仮処分を認めた。

異議審決定判旨　異議審決定[182]でも仮処分が認められた。同決定でも基本的に第一審決定と同様の立場を維持し、次の判示を付加した。

(2a)「……商法〔平成一七年改正前、以下同じ〕は授権資本制度を採用し（商法一六六条一項三号）、授権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（商法二八〇条ノ二第一項、二八〇条ノ二〇第二項）。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（商法二八〇条ノ五ノ二、二八〇条ノ二七参照）、取締役会決議により第三者に対する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自体は、商法も許容しているということができる。」

(2b)「しかしながら、これは、資金調達や従業員に対するストック・オプションの付与のためといった本来取締役会の一般的な権限に委ねられた事項について、実際にこれらの必要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、結果として、既存株主の持株比率が低下することがあることを許容しているにとどまるものであって、会社の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、現経営者又はこれに友好的な特定の株主の支配権を維持・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認めているとはいえないというべきである。(2c)商法上、取締役の選任・解任は株主総会の専決事項であり（商法二五四条一項、二五七条一項）、取締役は株主の資本多数決によって選任される執行機関といわざるをえないから、被選任者たる取締役に、選任者たる株主構成を変更することを主要な目的とする新株等の発行権限を一般的に認めることは、商法が定める機関権限の分配秩序に明らかに反するものである。この理は、現経営者が、自己あるいは現経営者と友好的な特定の第三者の経営方針が買収者の経営方針より合理的であると信じた場合であっても同様に妥当するものであり、誰を経営者としてどのような方針で会社を経営させるかは、株主総会における取締役選任を通じて株主が資

本多数決によって決すべき問題というべきであるから、現経営者が自己の信じる経営方針を維持するために、株主構成を変更すること自体を主要な目的として新株等を発行することは原則として許されないというべきである。」

例外的に支配権維持を主要な目的とした新株予約権の発行が認められる場合については、次のとおり判示した。

(2d)「もっとも、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、取締役の権限の正統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によるものであるから、株主全体の利益の保護という観点から新株予約権発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に、支配権の維持・確保を主要な目的とする発行も不公正発行に該当しないと解する余地がある。(2e)例えば、当該買収者たる株主が、真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ株価をつ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買取を行っている場合（いわゆるグリーンメイラーである場合）には、濫用目的をもって株式を取得した当該買収者は株主として保護するに値しない一方、当該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、取締役会は手段の相当性が認められる限り、一種の緊急避難的行為として、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認められなくとも、当該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であって、他の株主はもちろん、買収者たる株主の利益を含めて考慮しても、これを阻止することが株主全体の利益に資すると認められる場合には、取締役会は手段の相当性が認められる限り、一種の緊急避難的行為として、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できると考えられる。」

(2f)「したがって、現に支配権争いが生じている場面において、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行われた場合には、原則として、不公正発行として差止請求の対象となるが、例外的に、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、買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではないこと、あるいは、買収者による支配権取得が会社に回復しがたい損害をもたらすことが明らかであることを会社が立証した場合には、会社の支配権の帰属に影響を及ぼすような新株予約権の発行も例外的な措置として許容されるというべきである。」

抗告審決定判旨　抗告審決定[183]でも仮処分を認める結論は維持された。抗告審決定では、まず、不公正発行について次の一般論を示した。

(3a)「商法（平成一七年改正前、以下同じ）は授権資本制度を採用し（一六六条一項三号）、授権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（二八〇条ノ二第一項、二八〇条ノ二〇第二項）。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（二八〇条ノ五ノ二、二八〇条ノ二七参照）、取締役会決議により第三者に対する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自体は、商法も許容しているということができる。」

(3b)「しかしながら、一方で、商法二八〇条ノ三九第四項、二八〇条ノ一〇が株主に新株等の発行を差し止める権能を付与しているのは、取締役会が上記権限を濫用するおそれがあることを認め、新株等の発行を株主総会の決議事項としない代わりに、会社の取締役会が株主の利益を毀損しないよう牽制する権能を株主に直接的に与えたものである。」

(3c)「取締役会の上記権限は、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（いわゆる職務貢献のインセンティブとしてのストック・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ている。これらの事項について、実際にこれらの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、現経営者又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。」

(3d)「商法上、取締役の選任・解任は株主総会の専決事項であり（二五四条一項、二五七条一項）、取締役は株主の資本多数決によって選任される執行機関といわざるを得ないから、被選任者たる取締役に、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反するものである。この理は、現経営者が、自己あるい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第三者の経営方針が敵対的買収者の経営方針より合理的であると信じた場合であっても同様に妥当するものであり、誰を経営者としてどのような事業構成の方針で会社を経営させるかは、株主総会における取締役選任を通じて株主が資本多数決によって決すべき問題というべきである。したがって、現経営者が自己の信じる事業構成の方針を維持するために、株主構成を変更すること自体を主要な目的として新株等を発行することは原則として許されないというべきである。」

(36) 「……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、商法二八〇条ノ三九第四項が準用する二八〇条ノ一〇にいう『著シク不公正ナル方法』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。」

そして、例外的に支配権維持目的の新株予約権発行が認められる場合について次のとおり判示した。

(37) 「もっとも、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認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公正発行に該当しないと解すべきである。」

(38) 「例えば、①真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ株価をつ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会社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等処分させ、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高配当による株価の急上昇の機会を狙って株式の高価売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合など、当該会社を食い物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。そして、株式の買収者が敵対的存在であるという一事のみをもって、これに対抗する手段として新株予約権を発行することは、上記の必要性や相当性を充足するものと認められない。」

(31)「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、不公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ものではなく、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。」

第二款　分析

前款でみたニッポン放送事件の判示について、その後の事件も踏まえつつ、それまでの裁判例とどのように違うのかを検討する。前章でみたとおり、従来の不公正発行の裁判例は支配権争いに取締役会が介入してよいのかについて価値判断を回避してきた。しかし、ニッポン放送事件およびその後の裁判例をみると、必ずしも明確ではない点もあるにせよ、少なくとも価値判断を回避しようとしているわけではなく、敵対的な買収が行われ始めてから取締役会限りで行う防衛策について限定的にしか認めない姿勢を示していると考えられる。

本件の事案の特徴　本件の事案にはいくつかの特徴がある。XがYの支配権獲得を目指して敵対的な買収を行い、

他方でY側がそれに激しく抵抗していたが、このようなこと自体は過去の一部の裁判例にも一応みられる。[184] むしろ、新株予約権が防衛策として用いられた最初の裁判例であり、特にY・Fが当初よりXによる支配権取得に対抗し、FによるYの子会社化を達成するために本件新株予約権発行を行うと明言して、仮処分手続の中でもそれを主に主張してきた点が大きな特徴である。[185] 資金調達については、Yは一応主張はしていたものの、実際のところは資金調達のためという要素が全くといってよいほど存在しなかった。

そのため、敵対的買収が行われ、それに対して防衛策が用いられたという側面が明確に浮かび上がった事例であった。また、世間でも敵対的買収とそれに対して防衛策が用いられた事件として、非常に注目を集めた。

不公正発行の意味　本件の各決定では、支配権維持を主要な目的とする新株予約権の発行を不公正発行としている。これ自体は従来の裁判例と同様であるが、従来は、債務者側が主張する調達した資金の使途が形すらないような一部の事案で支配権維持目的であるとしていたにとどまる。そうでない事案では、支配権維持目的による新株発行は不公正発行であるとの一般論は掲げていたが、実際には、支配権争いへの介入がうかがわれる事案でも支配権維持が主要な目的ではないとして、例外に言及することもなかった。[186]

本件各決定では、単に支配権維持目的による新株・新株予約権発行は不公正発行であると掲げるだけではなかった。いずれも、授権資本制度の下で取締役会が新株・新株予約権の発行を行うことができ、持株比率の一定の低下はやむを得ないとしつつ（1b）（2a）（3a）、そこには限界があることを示している。すなわち、支配権争いが生じている場合に、支配権を争っている特定の株主の持株比率を低下させて、現経営陣またはそれを支持する特定の株主の支配権[187]を維持・確保することを主要な目的する場合は、原則として不公正発行となるとしている（1c）（2f）（3e）。これは、たとえ保身・地位の保全のためでなく、現経営陣が自らの経営方針の方が買収者のものよりも優れていると信じて

いるのであっても、取締役会が株主構成に影響を与えて支配権争奪の帰趨を決める権限は原則としてないとしたものである（2c）（3d）[188]。

そして、後述のとおり、例外として、支配権維持が主要な目的であっても一定の場合には新株予約権の発行が正当化されることを示している。その上で、実際に、本件新株予約権発行はFによるYの支配権確保[189]を主要な目的とするものであったと認定し、例外として認められるか否かを検討している[190]。

このように、本件各決定は、敵対的買収の事案であることを直視した上で、取締役会限りで支配権争いが生じている場面での防衛策の導入・発動に否定的な立場を示した。

本件で示されている価値判断　本件各決定の間で差異が全くないとまではいえないとしても、不公正発行の理解の基礎に「執行機関に過ぎない取締役（会）が支配権争奪の帰趨を決めてはならず、株主が決める」との判断があることが明確に示されている。すなわち、取締役の選解任の権限は株主総会の専決事項であり、そこで選ばれる執行機関に過ぎない取締役が、選任者である株主の構成を変更することを主要な目的として新株・新株予約権を発行するのは、機関権限の分配秩序に反するとしている（2c）（3d）[191]。これは、従来から学説で主張されてきた機関権限分配秩序の観点を採用したものと考えられる[192]。

もっとも、本件抗告審決定では、このような判示の前に、一定の事項について事業経営上の必要性・合理性があって第三者に新株等が発行された場合は、結果的に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ともしている（3c）。その中には、具体化している事業計画のための資金調達、業務提携に伴う対価の提供、業務上の信頼関係を維持するための株式の持ち合いが含まれている。そのため、支配権争奪が行われている状況下でも、これらの目的があれば不公正発行にならない余地があるようにも思われる[193]。仮にそうであれば、抗告審決定は従来

の裁判例と同様に明確な価値判断を示していない可能性もある。特に、業務上の信頼関係を維持するための株式の持ち合いについては、支配権争奪が行われている状況では、支配権維持・確保と同じことになりうる。[194]

ただ、結局は支配権維持目的を認めており、この部分は傍論である（資金調達のためであるとのYの（一応の）主張も却けられている）。また、この部分のすぐ後では「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争奪の帰趨を決める新株・新株予約権発行を行う権限を原則として否定している。

そうであれば、抗告審決定でも敵対的買収が行われている場合に、従来の裁判例のように資金調達などの目的が形だけのものでなく、ある程度の合理性があれば支配権維持目的が否定され、支配権争奪の帰趨を決めてしまう効果のある新株・新株予約権の発行が認められるとしているわけではないだろう。すなわち、この部分は支配権争いが現に行われており、かつ資金調達や一定の持ち合いのための新株・新株予約権発行が行われる場合についてまで直ちに及ぶものではないと理解できる。そうだとすれば、やはりニッポン放送事件ではそれまでと異なり、明確に前述のポリシーを打ち出しているものといえる。

防衛策が認められる場合について　本件各決定では、支配権維持目的の新株・新株予約権の発行であっても、例外的に不公正発行とならない場合があるとしていた。仮に「例外」が容易に認められるのであれば、上でみた「原則」である「取締役（会）が支配権争いの帰趨を決めてはならない」という判断は空洞化し、単なる「建前」になってしまう。以下では、「例外」が本当に例外といえるのか、すなわち、支配権争奪が顕在化した後に取締役会限りで防衛策を容易に導入・発動できるものでないといえるかを検討する。[195]

まず、第一審では特定の株主が支配権を取得することで企業価値が毀損されることを防止するために取締役が相当の手段をとりうるとし（1d）、さらにそれを絞り、支配権維持目的の新株予約権発行が正当化される「特段の事

情」の存在を肯定するには、その株主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」であることを求める（1e）。これは、株主と同様の立場に立って判断するのではなく、Xによる支配権取得によりYに「回復しがたい損害をもたらすことが明らか」か、Xが「真摯に合理的な経営を目指すものということができない」かとの観点から審査されるとする（1f）。そして、企業価値の著しい毀損が明らかでなければ、認められないとする（1g）。裁判所は、Yが主張した企業価値の毀損について「現段階では」明らかでないとして全て却け、他方でXの主張する事業計画の合理性、企業価値の向上の可能性は否定できないとした。

異議審決定では「(i)買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではないこと、あるいは、(ii)買収者による支配権取得が会社に回復しがたい損害をもたらすことが明らかであること」（ローマ数字は筆者が付した）の（会社側による）疎明が必要であるとする（2f）。両者が選択的にあげられていることから、第一審決定と異なるようにもみえるが、上述のとおり第一審でも裁判所の審査の姿勢については両者を選択的にあげており（1f）、実質的には同様と考えられる[196]。また、両決定とも特段の事情が認められるかどうかを審査する際の姿勢は共通している[197]。そうすると、上記(i)または(ii)のいずれかに該当すれば特段の事情が認められるとしても、その審査は防衛側にとって決してクリアしやすいものではないと考えられる。

他方、抗告審決定については、第一審・異議審決定と認められる範囲が異なるようにもみえる。抗告審決定では、特段の事情があると認められるには、上記(i)または(ii)のいずれかではなく双方を疎明することが求められているように読める（3h）[198]。また、第一審・異議審決定では防衛側にとって厳しい姿勢とはいえ一応は審査された、Xによる支配権取得の弊害などのYの主張は「主張自体失当」とされており、審査しているかにみえる部分も「念のため」言及している傍論に過ぎない[199]。そうであれば、やはり相当に限定的にしか特段の事情を認めないという立場だ

と考えられる。これは、「取締役会は原則として支配権争奪の帰趨を決めてはならず、株主が決めるべきである」との考え方と整合的である。

他方、解釈や当否をめぐって多くの議論がなされている「四類型」の例示（38）の理解によっては、それなりに防衛策が認められる範囲も広がる可能性もある。しかし、すぐ上で述べた部分を踏まえると、この部分だけを広く解すべきではないことになる。[200] また、いずれも相当に特殊なケースを指すものと読むことができるし、そうでなければ裁判所の判示が明らかにおかしなものになってしまうのであるから、やはり既に指摘されているように狭く理解するのが適切だろう。[201]

後の裁判例を踏まえて　ニッポン放送事件の後にもいくつか関連する裁判例が登場している。それらの裁判例が、「原則として取締役（会）が支配権争いの帰趨を決めてはならない」とのニッポン放送事件の判示の基本的な考え方と矛盾しているわけではなく、整合的に理解できることを確認する。

ニレコ事件では、敵対的買収が行われる前の段階で行われた、防衛策としての新株予約権の無償交付が問題となった。問題となった新株予約権の無償交付は、平成一七年三月三一日時点の株主に無償で一株につき二個の新株予約権を与えるというものであり、新株予約権者は、将来、Y社（債務者会社）の発行済株式総数の二〇％を保有する者が現われた場合は、新株予約権一個あたり権利行使価額一円で一株を取得できる。また、新株予約権には譲渡制限が付されており、取締役会は譲渡を承認しないものとされていた。

抗告審決定[202]では、このようなスキームでは買収と無関係な株主に損害が生ずるおそれがある点を問題として不公正発行に当るとし、事前あるいは事後の段階で取締役会がどのような防衛策をとりうるかといった点についてはとりたてて論じていない。第一審決定、[203] および異議審決定[204]でも既存株主に与える損害を差止仮処分を認める理由の一

つにあげたが、それにとどまらず、支配権争いが生じる前の段階においても被選任者の取締役が選任者の株主構成を変更することを主要な目的として新株予約権を発行することは、原則として機関の権限分配秩序に反するとした。事前と事後の違いを考慮すると第一審・異議審決定のロジックには問題もあると思われるが[205]、少なくともニッポン放送事件で示された方向性と矛盾するものではない。

他方、新株・新株予約権の不公正発行による差止仮処分について判断したものではないが、日本技術開発事件[206]の判示は、ニッポン放送事件と異なるかのようにもみえる。この事件では、敵対的な公開買付けをしかけられたY社による防衛策としての株式分割が問題となった。Y社は、Xとの接触の直後に、一定の情報提供などのルールを守らない株式の大量取得者が現われた場合には、株式分割などの方法により対抗する旨のルールを定め、公表した。Xはこのルールに従わなかった。そこで、Yはこれにもとづいて、Xによる公開買付けの開始前に従来の株式一株を五株に分割する株式分割（本件株式分割）を行う旨の取締役会決議を行った。本件株式分割の基準日は公開買付期間中であったが、効力発生日は公開買付けおよびYの直近の定時株主総会の終了後であった。

裁判所は、本件株式分割について平成一七年改正前商法二八〇条ノ一〇の適用および類推適用を否定したが、本件株式分割を決議した取締役会決議の効力を検討する中で、支配権争いが生じている場合に、現経営陣と買収者の「いずれに経営を委ねるべきかの判断は、株主によってされるべき」としつつ、合理的な情報提供の要求やそれに応じない買収者に対して取締役会が「相当な手段」をとることができるとした。そして、その相当性について次のとおり判示した。

「……取締役会が採った対抗手段の相当性については、取締役会が当該対抗手段を採った意図、当該対抗手段を採るに至った経緯、当該対抗手段が既存株主に与える不利益の有無および程度、当該対抗手段が当該買収に及ぼす阻害効果等を総合的に考

慮して判断するべきである。」

そして、本件株式分割を決議した取締役会決議は、保身をはかるためではなく株主の適切な判断を可能とするものであり、本件株式分割は株主の権利の実質的変動をもたらさず、効力発生日まで公開買付けを引き延ばす効果を有するだけであり、公開買付けを法的に不可能にするものでもないとして、相当性を欠くとはいえないとした。

前記引用部分からは本決定は、支配権争いが生じている局面では、買収者が「真摯で合理的な経営」を目指すのではなく、対象会社に「回復しがたい損害」を生じさせる場合にのみ（両者が重畳的か選択的かは別として）、支配権維持目的の新株・新株予約権の発行を行えるとのニッポン放送事件各決定と整合的ではないようにもみえる。しかし、本決定も現経営陣と買収者のいずれに経営を委ねるかは株主が決めるべきとしている。何より、本件株式分割は公開買付けを遅延させるだけであり、情報提供と考慮期間の延長により株主が適切な意思決定を行えるようにするためのものとして認めているのだから、支配権争いの帰趨を決める新株予約権の発行が問題となったニッポン放送事件の各決定と矛盾するわけではない[207]。このように理解すれば、ニッポン放送事件の各決定の射程は限定されるかもしれないが、整合的に理解できる[208]。

また、ブルドックソース事件では、敵対的な公開買付けがしかけられた後に、定款変更を経て株主総会の特別決議にもとづいて行われた新株予約権の無償割当てが問題となった。本件では、これに加えて、債権者（買収者）側以外の株主のほとんどである議決権総数の約八三・四％がその総会決議に賛成していた、債権者側の公開買付けの買付価格と同額で債権者側の新株予約権を買取るスキームを含んでいたとの特殊な事情があった。そのため、支配権争いが生じている局面において防衛策としての新株・新株予約権の発行や無償割当てが取締役会限りで行われる場合についてまで、その射程が及ぶと断言することはできない[209]。ただ、本稿の目的から、裁判所の示している姿勢

がニッポン放送事件と矛盾していないかどうかを確認しておく。

第一審[210]では、ニッポン放送事件の立場を踏まえて、支配権争いが生じている場合は、買収者と現経営陣のいずれに経営を委ねるべきかは株主が判断するべきであるとし、取締役会限りでの新株・新株予約権の発行と本件のように株主総会がその権限の行使として新株予約権の無償割当てを決議した場合とは基準が異なることを明示した[211]。

他方、原決定[212]および最高裁決定[213]では特にこのような区別を明示していない。しかし、最高裁決定では、株主平等原則違反か否かを検討する中で、「会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否か」の判断は株主が最終的に行うものであるとして、株主総会の決議がある場合には、手続的な瑕疵や前提となる事実に問題がなければ、その判断が尊重されるとしている[214]。そして、本件では債権者側以外の株主のほとんどに当る議決権総数の約八三・四％が賛成していたという事情をあげ、必要性を肯定している。そうすると、株主総会の決議を重視しているのであり、「原則として取締役会が支配権争いの帰趨を決めるべきではなく、株主が決めるべきである」との考え方と矛盾しているわけではないだろう[215]。

第三款　まとめ

ニッポン放送事件では、主要目的ルールのうち新株予約権（新株）発行の「主要な目的」に着目するという側面は、依然として維持されている。しかし、従来の裁判例と異なり、原則として「取締役会が支配権争いの帰趨を決めてはならず、それを決めるのは株主である」との価値判断を明確に示している。そして、これはその後に出された裁判例においても否定されているわけではない。かつては、取締役会が支配権争いの帰趨を決めてはならないとの判断を示したかにみえたが、すぐ後にやはり明確な価値判断を示さない流れに戻ったことがあった[216]。これと同様のことは、少なくとも現段階では起きていない。

このように、裁判所の姿勢はニッポン放送事件を機に変化したものと考えられる。それでは、なぜこのような裁判所の姿勢の変化が生じたのであろうか。次節ではこの点を検討する。

(181) 東京地決平成一七年三月一一日判タ一一七三号一四三頁。
(182) 東京地決平成一七年三月一六日判タ一一七三号一四〇頁。
(183) 東京高決平成一七年三月二三日判タ一一七三号一二五頁。
(184) 例えば、東京地決平成元年七月二五日〔忠実屋いなげや事件〕・前掲注(55)。
(185) 田中・前掲注(8)八頁参照。
(186) 第二章第五節第三款・第四款参照。
(187) ただし、第一審では単に現経営陣の支配権としている。
(188) 田中・前掲注(8)一〇―一一頁参照。
(189) ただし、第一審では、Fと同一のグループに属する現経営陣による支配権の維持としている。
(190) もっとも、各決定によって支配権維持目的であるとした際にウエイトをおいている要素は若干異なっているようにもみえる。第一審ではYが本件新株予約権発行に際して公表した書面の記載に言及している。異議審ではXによるY株式取得後というタイミングおよび本件新株予約権発行のX・Fの持株比率に対する影響をあげるが、抗告審では後者の点のみに言及している。
(191) なお、第一審では「機関権限の分配秩序」といった表現は用いられていないが、(1c)の表現や判示内容をみるかぎり、支配権争奪の帰趨を取締役会限りで決めてはならず、株主が決めるのが原則であるとの考えにもとづいており、本文で述べた考え方と整合的である。
(192) 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〕」商事一七四六号四頁、四頁（二〇〇五）、田中・前掲注(8)三六頁参照。
(193) そのため、機関権限分配秩序説を採用したわけでもないとも指摘されている。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」太田洋・中山龍太郎（編著）『敵対的M&A対応の最先端――その理論と実務』三五七頁、

三六九―三七〇頁（商事法務、二〇〇五）。同・三七〇頁注二三では、このように解釈するとベルシステム24事件の各決定との整合的な理解が可能であるとする。

(194) 藤田・前掲注(112)一〇頁参照（ただし、支配権争いが行われている場合について、「こういった目的だけを掲げて新株発行を正当化しうるのは、よほど特殊な事情のあるケースではなかろうか」とする）。

(195) 本稿の目的から、ここでは、どのような場合にどこまで防衛策が認められるのか、認められるべきかを明らかにするのではなく、単に「機関権限分配秩序を掲げながら実際は容易に防衛策を認める」わけではないことを確認するのに必要な範囲で検討するだけである。より詳細な検討としては、例えば、藤田・前掲注(192)四―六頁、田中・前掲注(8)一一―一三頁参照。また、本件各決定の枠組への批判として、大杉・前掲注(12)四〇―四一頁も参照。

(196) 藤田・前掲注(192)五頁参照。

(197) 異議審決定では「……原決定が認定したとおり……、XがYの支配株主となった場合に、Yに回復しがたい損害が生じることが明らかであることを疎明するに足りる証拠はなく、また、Xが真摯に合理的経営を目指すものではないことを窺わせる証拠も提出されていない」として、第一審決定を引用している。

(198) 藤田・前掲注(192)五頁。

(199) 田中・前掲注(8)一三頁。

(200) 判旨(38)では四つの類型を「会社を食い物にしようとしている場合」としてあげているのでもあり、特殊なケースを指していると読むべきである。藤田・前掲注(192)五―六頁。

(201) 田中・前掲注(8)一九頁。なお、抗告審の裁判長であった鬼頭季郎元判事のインタヴュー記事（「買収防衛に司法リスク――ニッポン放送事件の鬼頭季郎前高裁判事に聞く」日経新聞二〇〇六年二月二〇日朝刊一九面）では、「第三の類型では、財務内容の良くない会社が買収先の余剰資産に目をつけ、合併させて債務を消すなど財務内容を改善しようとする場合などだ。LBOでは事業の相乗効果を証明するなど、株主価値を損なわないことを証明しない限り正当な買収とは認められないと考えるべきだ」としている。

(202) 東京高決平成一七年六月一五日判タ一一八六号二五四頁〔ニレコ抗告審決定〕。

(203) 東京地決平成一七年六月一日判タ一一八六号二七四頁〔ニレコ第一審決定〕。

(204) 東京地決平成一七年六月九日判タ一一八六号二六五頁〔ニレコ異議審決定〕。

(205) 機関の権限分配秩序という考え方は抽象的には事前・事後でも変わらない。しかし、支配権争いが生じた後では現実に株主が取締役を選ぶ機会を取締役会が奪うことが正当化されるかが問題となるが、支配権争いが生じる前の段階であれば、内容によっては株主の選択の機会を奪っていないと評価できる可能性もある。そのため、同じように取締役（会）が支配権争いの帰趨を決めてはならないとの考え方に立っても、事前・事後で具体的な審査の内容や基準などは異なりうる。藤田・前掲注(192)八頁。

(206) 東京地決平成一七年七月二九日判時一九〇九号三七頁。

(207) 田中・前掲注(8)三五頁、田中亘「判批〔日本技術開発事件〕」野村・中東（編）前掲注(59)一一四頁、一一七頁参照。また、本決定には情報提供や考慮期間の延長のための措置と新株・新株予約権の発行を区別しているように見受けられる部分がある。本文で引用した部分の前で、「……敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、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認められないにもかかわらず、取締役会が公開買付けに対する対抗手段として、……直ちに新株発行や新株予約権の発行を行うことは、商法の定める機関権限の分配の法意に反し、相当性を欠くおそれが高いということができる……」としている。

(208) 藤田・前掲注(192)九頁参照。

(209) 田中亘「ブルドックソース事件の法的検討〔上〕」商事一八〇九号四頁、七頁（二〇〇七）参照。

(210) 東京地決平成一九年六月二八日金商一二七〇号一二頁。

(211) 第一審は取締役会限りで行う場合について、次のようにニッポン放送事件各決定と整合的な判示をしている。

「会社の経営支配権に現に争いが生じている場合に、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株比率を低下させ、現経営陣の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として取締役会が新株予約権の発行をした場合には、取締役会がその権限を濫用したものとして、原則として不公正な発行として差止請求が認められるべきである。もっとも、株主全体の利益保護の観点から当該新株予約権の発行を正当化する特段の事情のある場合、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ものではなく、敵対的買収者による経営支配権の取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情がある場合には、取締役会は一種の緊急避難的行為として相当な対抗手段を講ずることが許容されるという

べきであり、こうした事情を会社が主張、疎明した場合には、例外的に、手段の相当性が認められる限り、株主構成を変更すること自体を主要な目的とする新株予約権であっても、その発行を差し止めることはできない。」

(212) 東京高決平成一九年七月九日・前掲注(4)。

(213) 最決平成一九年八月七日・前掲注(4)。

(214) 「最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在しなかったり、虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである。」とする。

(215) もっとも、原決定については、ニッポン放送事件各決定と整合的な政策判断にもとづいていると明言するのは難しかもしれない。例えば、「……濫用的買収者が、株式を買い占め、多数派株主として自己の利益のみを目的として濫用的な会社運営を行うないし支配することは、会社の健全な運営などという観点を欠くのであるから、結局はその株式会社の企業価値を損ない、ひいては株主共同の利益を害することにつながるものであり、このような濫用的買収者は株主として、差別的な取扱いを受けることがあったとしてやむを得ないものである。それゆえ、そのようなおそれがある場合において、株式会社が、特定の株主による支配権の取得について制限を加えるなどして、企業価値を確保又は向上させることを内容とする買収防衛策を導入することは、対抗手段として必要性、相当性が認められる限りにおいて株式会社の存立目的に照らして適法かつ合理的なものといえる。」などとしていることから、取締役会限りでも同様の基準の下で対抗策をとりうるようにも思えるためである。ただ、少なくとも原決定は取締役会限りで支配権争いが生じた後に防衛策を導入・発動することについては特に言及しておらず、必ずしもニッポン放送事件各決定と明確に矛盾した判示をしているわけでもないと思われる。

(216) 前掲注(148)参照。

第二節　なぜ裁判所の姿勢は変化したのか？

前節でみたとおり、ニッポン放送事件を境に裁判所は敵対的買収に対する防衛のための新株・新株予約権の発行

に関して、「取締役（会）が支配権争いの帰趨を決めるべきではなく株主が決めるべきだ」との判断を示すようになり、それは維持されている。これは、第二章でみた裁判例とは異なるが、このような変化はどのように説明できるのか。本節では、前章で提示した説明と整合的にこの変化を説明することを試みる。

前章では、裁判所が支配権争いと取締役会の権限に関する価値判断を避けてきたとし、それは裁判所を取り巻く状況からすると裁判所にとっては合理的だったとした。具体的には、裁判所は、(1)時間的な制約、(2)主要目的ルールは潜在的に広い適用範囲を持っている、(3)参照可能な価値判断の不在、さらにこれと関連して(4)第三者割当を禁じた場合に問題のある株式取得に対する有効な対抗手段がなくなる、という状況で妥当な結論を示さなければならなかった。

このうち、ニッポン放送事件においても、(1)の点は大きく変化したわけではない。[217] これは公開会社について新株・新株予約権の発行のための通知・公告期間に関する規制[218]が変わらない以上、当然である。

事案の特徴との関係　しかし、次の事情が存在した点が大きく異なる。第一に、ニッポン放送事件では明らかに資金調達という理由が意味を持たない形で新株予約権が利用され、当事者の言動（特にYの新株予約権発行に関する公表）からも敵対的買収とそれに対する防衛策であることが明らかであった。[219]

また、当事者、特にY側の主張が当初から資金調達目的を中心とするものではなかった。Y側の主張では、まず、主要目的ルールにおける「不当な目的」を「自己の個人的利益を図る目的」とし、他方で「正当な目的」は「会社の利益のためという目的」とし、本件では前者は存在せず、敵対的買収が行われ、それにより「会社が大きな損失を被るおそれがある」のであれば防衛は会社の利益のためであるから、「不当な目的」ではないとしていた。[220]

これらの事情から、裁判所は正面から敵対的買収に対する防衛策として判断することを迫られたということがで

きる。同じ新株予約権の発行に関する事案でも、イチヤ事件とは大きく異なるものであった。[221]

また、このことは逆に主要目的ルールの潜在的な適用範囲が広いという(2)の問題を（ある程度は）緩和するものであった。すなわち、裁判所が判断を求められているのは、あくまで敵対的買収が生じてから取締役会限りで導入・発動した支配権争いの帰趨を決めてしまうような防衛策についてであり、支配株主との争いといった場面への影響は（一応）考慮しなくてよかったと思われる。[222]

裁判例以外のルール形成とその影響　さらに重要だったのではないかと筆者が考えるのは、裁判例以外のルール形成が進展し、それに伴い一定のコンセンサスが形成されつつあった点である。企業価値研究会が『論点公開――公正な企業社会のルール形成に向けた提案』として基本的な考え方の骨子を公開したのは、平成一七年四月であり、ニッポン放送事件各決定の後であった。[223]

しかし、同年三月七日に開催された第八回企業価値研究会では、この『論点公開』の骨子が取りまとめられていた。[224]そして、そこでは事前に導入し、敵対的買収が生じた際に発動する防衛策を一定程度認めるべきであるとの方向性が示され、合理的な内容であれば株主平等原則違反・不公正発行とすべきではないとも示されていた。[225]さらに、導入・発動に株主総会の承認を必須とはしていないが、防衛策が過剰とならないためには「買収の是非に関して株主の判断が反映できる工夫が必要」であるとしていた。[226]また、経済産業省のみならず、同研究会に関わっていた法務省もこの時点で一定の防衛策の導入が法的に可能であるべきだと認識していたと考えられる。[227]

裁判所はこのような裁判所外でのルール形成の動きを認識しており、その中身までである程度把握していたと考えられる。[228]それでは、このような事情は上記(3)・(4)との関係で、裁判所を取り巻く状況をどのように変化させたのだろうか。

企業価値研究会で示された方針が、そのまま採り入れられて、ニッポン放送事件の各決定やその後の裁判例でも維持されている「支配権争いが生じている場合に、取締役会がその帰趨を決めるような新株・新株予約権の発行をしてはならない」との判断が形成されているとはいえない。そもそも、企業価値研究会の検討は「平時導入」の防衛策を主眼としたものであり、支配権争いが生じている場合についてのものではないことは明らかだった[229]。また、企業価値研究会の基本的な考え方は、買収の是非は株主が「最終的に」決めるという点[230]ではニッポン放送事件で示されたものと整合的であり、矛盾するわけではない[231]とはいえ、全く同じものであるとまではいえない。したがって、ニッポン放送事件以降の裁判所の姿勢を後押しすることになったとはいえるが（3）の問題の緩和）、裁判所外で形成されたルールや方針がそのまま裁判例に反映されたわけではない[232]。

より重要なのは、企業価値研究会が事前（「平時」）の防衛策の導入が一定の範囲で可能であるべきであり、法的にも可能だとの方針を示し、それに関係官庁も基本的に同意していた点だと考えられる。すなわち、事前の防衛策の導入をある程度認めるべきであるというコンセンサスが形成されつつあったことから、問題のある株式の大量取得に直面してきた裁判所としても、支配権争いが生じてから、その帰趨を決めてしまう防衛策の導入・発動を認めなくても、会社による対処の手段を封じてしまうわけではないことが認識できたであろう[233]。これによって、上記(4)の問題が解決されたということができる。

(217) ニッポン放送事件では、仮処分申請から第一審決定までに一五日、保全異議申立てから異議審決定まで五日、保全抗告申立てから抗告審決定まで一二日であった。

(218) 会社法二〇一条三・四・五項、会社法施行規則四〇条、および平成一七年改正前商法二八〇条ノ三ノ二参照。

(219) 前掲注(185)とその本文参照。

(220) 「債務者準備書面〔ニッポン放送事件第一審〕」別冊商事二八九号四七六頁、四六九―四六七頁（二〇〇五）、東京地決平成一七年三月一一日〔ニッポン放送事件第一審決定〕・前掲注(181)「〔別紙〕債務者の主張」。

(221) イチヤ事件では大株主Xと経営陣は対立してはいたが、敵対的買収をうかがわせる事情は存在しなかった。他方で、経営陣が大株主Xに既に発行していた新株予約権の行使を懇願するなど資金調達の必要性は（ある程度は）存在していたと考えられる。また、株主総会の特別決議を取得していた。イチヤ事件の詳細については、第二章第四節第三款参照。

(222) 実際、ニッポン放送事件以降も東京地裁以外の裁判所ではあるが、大株主と経営陣が対立した状況で行われた第三者割当による新株発行が不公正発行か否かが争われた事件では、従来の主要目的ルールと同様の判断枠組を用いている。大阪地決平成一八年一二月一三日判時一九六七号一三九頁（約一二％の株式を保有する大株主と経営陣が対立関係にあることを認めたが、支配権争いの局面にあるとはいえず、資金調達の必要性もあるとして、不公正発行に当らないとした）、さいたま地決平成一九年六月二二日判タ一二五三号一〇七頁（資金調達の必要性が存在しないとして不公正発行に当るとした）。もちろん、「支配権争いの帰趨は取締役会が決めてはならず、株主が決めるべきである」という考え方は敵対的買収の場面のみのものではない。そのような政策判断を採用するのであれば、支配株主（あるいは大株主）と現経営陣が経営政策をめぐって対立している状況で、支配権変動や支配権の形成を生じさせる程度の第三者割当を行う場合についても、従来のままでは不整合となりうる。田中・前掲注(8)五四頁参照。

(223) 前掲注(166)参照。

(224) 「企業価値研究会（第８回）議事要旨」経済産業省ホームページ〔http://www.meti.go.jp/policy/economic_industrial/gather/eig0000044/index.html〕、およびそこでの配付資料である、企業価値研究会『敵対的買収防衛策（企業価値防衛策）の整備――企業価値研究会の論点公開の骨子と企業価値防衛指針策定に向けた対応』（二〇〇五年三月）〔http://www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g50307a11j.pdf〕、企業価値研究会事務局『論点公開骨子の概要』（二〇〇五年三月）〔http://www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g50307a10j.pdf〕参照。

(225) 企業価値研究会・前掲注(224)九―二〇頁。

(226) 企業価値研究会・前掲注(224)二三頁。

(227) 企業価値研究会・前掲注(224)一九頁（「『欧米で認められている企業買収防衛策は、日本流にアレンジすれば、ほとん

ど日本でも実現できる』（法務省）」、「※買収者以外の株主だけが行使することができる新株予約権の発行は可能（法務省）」といった法務省の見解であることを示す記述がみられる）。さらに、二〇〇五年三月の時点で、一定の防衛策を認めるという経済産業省の方向性には、関連する他の官庁である法務省と金融庁も同意していたとも指摘されている。Kenichi Osugi, *What is Converging ?: Rules on Hostile Takeovers in Japan and the Convergence Debate*, 9 ASIAN-PACIFIC L. & POLY J. 143, 154 (2007).

(228) 東京地決平成一七年三月一一日〔ニッポン放送事件第一審決定〕・前掲注(181)では、本章第一節第一款の判旨(1c)に続いて「（もっとも、このようにいうことは、公開会社が、あらかじめ敵対的買収者を想定して会社支配権の争奪の状況が発生する前に何らかの対抗策を設けることを否定する趣旨ではない。敵対的買収に備えて会社として事前にどのような措置を講ずることが許容されるのか、その内容、基準、社外取締役の関与、株主総会の承認など導入に際しての手順については、現在、有識者により様々な場において検討されているところであり、今後、議論が深化し、会社ひいては株主全体利益の保護の観点から公正で明確なルールが定められることが期待される。）」と明示的ではないが、企業価値研究会を含むと思われる動きに言及している。また、経済産業省・法務省による指針は、ニッポン放送事件において草案段階で裁判所に提出されていたという。Curtis J. Milhaupt, *In the Shadow of Delaware ?: The Rise of Hostile Takeovers in Japan*, 105 COLUM. L. REV. 2171, 2194 n. 74 (2005)（邦訳として、カーティス・J・ミルハウプト（伊藤靖史・訳）「デラウェアの影？（上）——日本における敵対的企業買収の興隆」ジュリ一三一五号八八頁、九三頁注一六（二〇〇六）参照。）.

(229) 企業価値研究会『論点公開』・前掲注(166)一〇二頁参照。『論点公開』ほど明確ではないが、平成一七年三月七日時点でも「平時導入」のものが念頭におかれていた。企業価値研究会・前掲注(224)一八—二〇頁参照。

(230) 平成一七年三月七日の時点で、「買収の是非については、株主が最終的なレフェリーであることが大前提。」とされていた。「敵対的買収防衛策（企業価値防衛策）の整備——企業価値研究会の論点公開の骨子と企業価値防衛指針策定に向けた対応参考資料」五〇頁（二〇〇五年三月）〔http://www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g50307a20j.pdf〕。

(231) 企業価値研究会で検討されていたのは、株主が判断するとして、その前提となる情報提供や考慮する時間の確保のための防衛策であり、「支配権争いの帰趨を決めてしまう」ようなものではないと考えられる。このことは、『企業価値報告書』では「一回の株主総会で消却が可能とする」とされたことにもあらわれている（企業価値研究会『企業価値報告

書』・前掲注(3)九〇頁)。それゆえ、取締役会限りで導入・発動できるとの方針が示されていても、ニッポン放送事件各決定の示した価値判断と整合的に理解することは可能である。

(232) 他方、東京高決平成一七年六月一五日〔ニレコ事件抗告審決定〕・前掲注(202)では、経済産業省・法務省・前掲注(3)において、買収開始以前の段階で「新株予約権等の発行と同時に、株主に過度の財産上の損害を生じさせるような場合」に不公正発行となる可能性が高いとされていた点に言及し、同様の判断を下している。

(233) ニッポン放送事件各決定では、いずれも事前の防衛策に言及して、各決定から直ちに禁じられることになるわけではなく、別途検討されるべきものである旨を明示している。第一審決定につき、前掲注(228)の引用部分参照。異議審・抗告審決定では、機関権限分配秩序からも「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(……)・発行手続(株主総会による承認手続があるか否か)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」り、事前の対抗策が全て否定されるわけではないとしていた。

第三節　まとめ

本章では、第一節においてニッポン放送事件を中心に、同事件以後の裁判例が従来の裁判例とは異なる傾向のものであることを確認した。それは、もはや裁判所は価値判断を回避せず、「取締役会は支配権争いの帰趨を決めてはならず、株主が決めるべきである」という価値判断を明確に打ち出したものであった。そして、少なくとも今のところはこの姿勢は撤回されていない。

次に、第二節において、この変化はどのように説明できるのかについて検討した。ニッポン放送事件では、事案の特徴から防衛策としての判断を迫られたのに加えて、裁判所のおかれた状況は以前のものとは異なっていた。そこで重要だったと思われるのは、裁判所外においてルールとコンセンサスの形成が進展したことである。具体的には、買収の是非は最終的には株主が決定するが、一定の事前の防衛策は認められるべきであるとの方針を企業価値

研究会が示し、それに（少なくともある程度は）他の省庁も同意したことである。

これは、支配権争いが生じている段階でその帰趨を取締役会が決めてしまう防衛策について判断する際にも、多少なりとも参照可能な価値判断の不在という問題を緩和したと考えられる。より重要なのは、これにより事前導入の防衛策を認めるコンセンサスが形成され、支配権争いが生じている段階での強い効果を持つ防衛策を原則として封じても、問題のある株式の取得に対抗するための手段は確保できる見通しがつき、したがって第三者割当を認めないと妥当な結論が出せないという問題が緩和されたことである。だからこそ、裁判所は前節でみたように姿勢を変化させることができたのではないかと考えられる。

第五章　おわりに

第一節　本稿の結論

本稿は、第一に主要目的ルールとはどのようなものであるのか、第二に、なぜ主要目的ルールなのかという問題を検討してきた。本節では、この問題への答えという形で本稿の議論を多少順序を入れ替えながらまとめて、結論を示す。

主要目的ルールとは何か？　まず、第一の問題について。第二章では、ニッポン放送事件以前の戦後の不公正発行に関する裁判例を分析した。従来の主要目的ルールでは、正当な目的として主に資金調達が掲げられ、他方で支配権維持が不当な目的として一応掲げられていた。支配権維持目的がありそうでも、資金調達の必要性（使途）が実在しているか、それがある程度の合理性を有しているか、資金調達の方法として合理的であるかとの点から資金調達の目的があると認定されれば、不当な目的を主要な目的とする新株発行ではないとして差止仮処分を認めなかっ

た。[234]

一時はこれと異なり、支配権争いが生じた段階で、特定の株主の持株比率を著しく低下させることを認識しつつ行われた第三者割当については正当化事由が必要だとして、原則として支配権争いの帰趨を決める新株発行を認めないかのような判断もなされた。[235] しかし、そのような傾向はすぐに覆され、依然として新株発行の「主要な目的」に着目し、支配権争いの局面でも資金調達に焦点が当てられるという紛争の本質から外れたような判断枠組が維持された。結局、資金調達の必要性が文字どおり形だけのものでなく、最低限の合理性が否定されなければ、支配権維持目的ではないとされてきた。[236] また、比較的近時の事案では現に支配権争いが生じているか否かという基準は採用されつつあったが、支配株主（大株主）と現経営陣の対立の事案でも、敵対的な株式の取得の事案でも、このような枠組は同様であった。

続いて、「主要な目的」に着目するという判断枠組自体の構造を分析した。この判断枠組は、どのような基礎的な考え方――そこには何らかの価値判断が必要となる――をもとにして「正当な目的」と「不当な目的」、および両者が併存しそうな場合に「いずれが主要な目的か」を決める基準を設定することもできるし、そのような考え方がないままでも運用が可能であることを示した。[237] つまり、新株・新株予約権の発行の主要な目的に着目する判断枠組は、そのような根本的な価値判断を行わずに、一応は妥当な事案の解決を示すことが可能なルールであった。裁判所がニッポン放送事件以前にとってきたのは、後者の対応であった。

この時期の裁判例では、裁判所は、単純にかつてみられたような「資金調達の必要性があれば支配権維持などの他の目的があっても関係がない」との立場をとるのではなく、一応は「支配権維持目的は不当な目的である」との立場は維持してきた。その一方で、「機動的な資金調達のために取締役会限りで新株発行を行える」という考えに

もとづいて、資金調達目的を「正当な目的」としてきた。両者が併存しそうな場面の解決の基準は明確に示されず、場合によっては資金調達目的を何とか認めることで、不公正発行ではないとしていた。そして、極論すれば調達した資金の使途さえ実在すればよいかのような運用をしてきたようにもみえる。結局のところ、これは「取締役会が支配権争いに介入してよいか」という価値判断を伴う政策判断を回避してきたものと考えると整合的に説明できる。[238]

ニッポン放送事件以降の裁判例では、このような裁判所の姿勢が変化してきた。[239] ニッポン放送事件各決定でも、問題の新株予約権発行の「主要な目的」に着目した判断枠組自体は維持されている。その意味では、「主要目的ルール」を採用した裁判例ということはできる。

しかし、それまでと異なり、もはや価値判断を回避する姿勢はみられず、「取締役会は支配権争いの帰趨を決めてはならず、株主が決めるべきである」との考えが打ち出されていた。そして、これは少なくとも今のところは後の裁判例でも否定されていない。ここでは、主要目的ルールは、このような考え方にもとづいて支配権維持目的が主要な目的であれば不公正発行であるとして、実際に、敵対的買収が生じた後に現経営陣が支持する（現経営陣を支持する）買収者による公開買付けを成功させるための新株予約権を原則として否定するものとなった。そして、そうであっても例外的に新株・新株予約権の発行が正当化される場合も示された。

なぜ主要目的ルールか？　次に、第二の問題として掲げた、なぜ主要目的ルールなのかについての説明をまとめる。この問題は、より具体的には、主要目的ルールが本稿でみたようなものであるとして、なぜそれが採用され、維持されてきたのかというものである。

ニッポン放送事件以前の裁判例で用いられてきた主要目的ルールは、結局のところ「取締役会が支配権争いに介入してよいか」という価値判断を伴う政策判断を回避したものであった。なぜ裁判所はこれを回避してきたのか。

本稿は、裁判所がおかれてきた状況に着目して説明を提示した。[240] 具体的には、裁判所は、(1)時間的な制約、(2)主要目的ルールの広い適用範囲、(3)参照できる価値判断の不在、(4)問題のある株式の大量取得に対抗する第三者割当以外の手段の欠如という状況の中で妥当な結論を出さなければならない。

まず、(1)は決定的な事情ではないであろうが、事案の解決に必要のない判示をしない方向に働く。(2)は、特に従来はかなり広い範囲の問題が主要目的ルールの下で判断されてきたため、全てに共通する価値判断を下すのが難しい（支配権争いに限っても、敵対的買収のみではない）、すなわち、考慮しなければならない将来への影響が多すぎるというものである。

そして、(3)は、支配権争いが生じている場面における取締役会の権限について、敵対的買収に限ってみても裁判例以外のルールも、社会的なコンセンサスも形成されていないという事情である。インパクトの大きい問題について、そのような状況で裁判所が単独で一定の方向性を示すことは避けるのではないかという見方を示した。バブル期を中心に問題のある株式の大量取得に直面してきた裁判所は、(4)の事情を考慮し、なおさら価値判断を避けるように思われる。このように、価値判断を回避してきたのは裁判所にとって合理的であった。

しかし、ニッポン放送事件を機に裁判所の姿勢は変化した。このような変化は、裁判所が価値判断を回避してきた要因となる事情が変化したことから説明できるとした。[241] (1)の時間的な制約は変化がないものの、事案の特徴、特に用いられた新株予約権の性格とその発行の経緯、そして当事者の主張から、裁判所は敵対的買収の防衛策として正面から判断することを迫られた。これは結果として、敵対的買収が生じた後に支配権争いの帰趨を決めてしまう新株・新株予約権の発行の問題として、適用範囲を適切に区切り、上記(2)の問題を緩和したことになる。

それにとどまらず、裁判外のルールの形成が進展していた。これにより、株主の判断の尊重が一応は示された。

より重要だと筆者が考えたのは、その中で、支配権争いが生じる前の段階での防衛策を一定程度認めるべきであるとの方針を企業価値研究会が示し、さらに関係する官庁の間でもコンセンサスが形成されつつあったことである。これによって、(3)のみならず、特に(4)の懸念が大きく緩和された。

(234) 第二章第五節第三款・第四款。
(235) 第二章第三節第三款。
(236) 第二章第四節。
(237) 第三章第一節第一款・第二款。
(238) 第三章第一節第三款。
(239) 第四章第一節第二款参照。
(240) 第三章第二節第二款。
(241) 第四章第二節。

第二節　示唆

次に、本稿の検討から得られる示唆について述べる。一つは従来主要目的ルールについて指摘されてきたこととの関係であり、もう一つは、法の形成という側面についてである。

従来の指摘との関係　問題のある株式の大量取得について当事者の属性にもとづいて判断していたというだけなら、裁判例では、支配株主との争いや特に問題のありそうな者による株式取得ではないような事案でも同様の判断枠組が用いられ、同様の方針で運用されてきたことの説明はつかない。[242] 本稿は主要目的ルールが仮装理由として用いられてきたことを否定するものではないが、むしろ次のように説明できるのではないかと考えている。すなわち、そ

のような事案についても、支配権争いという紛争の性格を踏まえて正面から「支配権争いに際して取締役会はどこまで新株発行を行えるか」を判断するのであれば、いきおい本稿で問題としてきた価値判断を迫られてしまうため、それを避けていたのだといえる。

確かに、例えば、既に支配株主となっている者が後から現経営陣と対立するといった状況において、どこまで取締役会が新株発行を行えるのかの判断は、敵対的な株式の取得に関するものとは違う面もある。裁判所が価値判断を回避してきた事情のうち上記(4)は関係がないだろう。そうであれば、そのような事案では価値判断を回避する理由がなさそうであるが、それでも他の(1)から(3)は存在する。(2)との関係で、紛争のタイプが異なっていても、同じ不公正発行の問題で主要目的ルールを用いる中で特定の価値判断を示すと、それが敵対的な株式の取得の事案にも影響する可能性はある。また、やはり参照可能な価値判断は裁判外で示されていない。そのため、裁判所としては価値判断を回避するのが合理的になるだろう。もちろん、当事者の主張の影響という要素も存在するとは考えられるが、このように支配権争いと取締役会の権限に関する価値判断を回避してきたことを踏まえると従来の裁判例をより整合的に説明できるのではないかと思われる。

支配権争いに関する法の形成　裁判所は支配権争いに関する価値判断を回避してきたために、従来のような主要目的ルールが形成され、それは当時の裁判所のおかれた状況を踏まえると合理的だったという第三章で示した説明は、見方を変えると次のようにもいえる。支配権争いに際して取締役（会）がどのような権限を有するべきかというのはすぐれて政策的な判断であり、困難な価値判断を伴う。そのような価値判断は情報や能力、投下できる資源の点からは立法府や行政が行う方が適しているともいいうる。

しかし、従来、敵対的な株式の取得との関係では、バブル期に大量保有報告や公開買付規整の整備が行われた以

外は、立法府が積極的な行動をとってきたわけではない。また、他国でみられるような自主規制機関によるルールの整備が行われるわけでもなく、かといって行政が主導して何らかのルール整備が行われたわけでもなかった。そのような中でも経済状況の変化などによって、支配権争い、特にインパクトの大きい敵対的買収が行われることはあったし、その他の支配権争いの事案も生じてはいた。紛争を持ち込まれた裁判所は、特にコンセンサスのない中でも、少なくとも不公正発行などの規定との関係で、判断を示さなければならない。とはいえ、裁判所にとって一定の基本的な価値判断を示すことは、状況に照らすと困難であった。

そのため、どのようなモデルにもとづいて支配権争いを捉え、規整を構築するのかについての判断は回避され、したがって支配権争いに関する明確な法ルールが形成されないままであった。その後、裁判所以外の関係者により一定のコンセンサスが形成され、必ずしもそれをそのまま採用したわけではないが、それを背景として裁判所は敵対的買収が行われてから取締役会限りで導入・発動される効果の強い防衛策に否定的な法ルールを形成した。[243] このように、本稿でみてきた主要目的ルールの展開は、法ルールではない一定の方針が作られ、コンセンサスが形成されることで、法ルールの形成を促した場面と位置づけられる。[244]

そして、このようにみると、新株・新株予約権の発行の「主要な目的」に着目するという主要目的ルールは、社会的なコンセンサスが形成されるまでの過渡期のルールであるように思われる。[245] どのような価値判断を基礎に据えてもよいし、あるいは据えなくてもよく、なおかつ一定の柔軟さはあるという性質は、基本的な考えが固まっていない中で、アドホックに妥当な結論を出すのに適している。

そうすると、ニッポン放送事件各決定が依然として「主要な目的」に着目する構造を維持していたことは、単に従来の判断枠組を形式的に引き継いでいるだけでなく、このコンセンサスの形成の程度を反映しているとも考えら

れる。現在のわが国では、敵対的買収への防衛についてある程度のコンセンサスは形成されつつあるかもしれないが、まだ価値判断が固まっているとまではいえないであろう。これは、未だに過渡期に適した性質を持つ「主要な目的」に着目する判断枠組が維持されていることと整合的である。

支配権維持目的が「不当な目的」であり、支配権争いが生じている場面でその帰趨を決定するような新株・新株予約権の発行を行うことが支配権維持目的になるとしても、この枠組を維持する限り、「正当な目的」にどのようなものを認めるかによって、実質的なルールの内容は大きく変わりうる。実際、ニッポン放送事件抗告審決定の判示では、いくつかの「正当な目的」となりうるものに言及しており、それは読み方によっては、「取締役会が支配権争いの帰趨を決めてはならず、株主が決めるべきである」との考え方と整合的ではない可能性が生じるものであった。[246] 逆にいえば、現段階ではある程度裁判所の姿勢は固まっているが、「主要な目的」に着目する判断枠組そのものが維持されている限りは、それは未だ不安定なものなのかもしれない。

他方で、敵対的買収と異なり、支配権争いのもう一つの重要な場面である従来からの支配株主と現経営陣が対立している局面において、取締役会の権限がどこまで認められるか（例えば、第三者割当が制約なしに認められるか）については、必ずしも方向性は固まっていない。上記の議論が間違っていないとすれば、このような問題について、やはり「仮装」の感のある資金調達を問題とするのではなく、紛争の本質を捉えた法ルールの形成がなされるシナリオの一つは、裁判例以外の次元での何らかの方針やルールが形成される場合かもしれない。[247]

(242) このような議論については、前掲注(8)とその本文参照。また、本文で述べた問題については、田中・前掲注(8)一二頁注二〇参照。

(243) これは、デラウエア州の裁判所が一九八〇年代中盤に支配権争いの帰趨を誰が決定するのかに関して、「二つの競合

するモデル」の選択を迫られ、取締役会に防衛策を採用する権限を与えるアプローチを採用したといわれる（Leo E. Strine, Jr., *Categorical Confusion: Deal Protection Measures in Stock-for-Stock Merger Agreements*, 56 Bus. Law. 919, 925 (2001)）のと比較すると分かりやすいかもしれない。わが国の裁判所はバブル期などに敵対的な株式の取得に伴う事件が起きても、このような選択を回避してきた。その後、裁判所は一定の選択をしたのではあるが、それは事案の特徴から判断を迫られただけでなく、状況が変化したことによる側面が強く、専ら裁判所が先導して何らかのモデルを選択し、一貫したルールを形成するというのとは異なるものであった。むしろ、立法府でも裁判所でもないところで形成されたガイドラインと裁判例が相互に影響しながら（後掲注(244)参照）、価値判断とルールが形成されてきたといえる。

(244) 行政や自主規制機関の対応も進んできているが、周知のように、そこに裁判例で示された考えが反映されてもいる。ニッポン放送事件抗告審決定において、例外的に支配権維持目的の新株・新株予約権の発行が認められる「四類型」が、経済産業省・法務省・前掲注(3)四頁注一にそのまま引用されていることは、既に指摘されている。藤田・前掲注(192)一〇頁参照。

(245) 詳細な検討をしなければわが国の主要目的ルールと同様の議論が当てはまるか断言できないが、アメリカやイギリスでも現在のルールの原型が作られるまでは「目的」に注目する判断枠組がとられていたことが興味深い。

(246) 第四章第一節第一款判旨(3c)、前掲注(193)・(194)とその本文参照。

(247) 支配株主（大株主）と経営陣が対立している状況において第三者割当による新株発行が行われた最近の事例では、従来と同様の主要目的ルールが用いられている。前掲注(222)参照。これは、本文で述べた点と一応整合的である。もちろん、このような問題は、敵対的買収の場面で支配権維持目的の新株・新株予約権の発行をどのような場合に認めるのかという判断と無関係ではなく、敵対的買収の裁判例を受けて新しい展開が生じるのかもしれない。しかし、考慮するべき要素は必ずしも全く同じとはいえない。

第三節　残された課題

最後に、本稿の問題点と解決すべき将来の課題に触れて本稿を締めくくる。

本稿の問題点　本稿の提示した説明が抱える最大の問題点は、裁判所はなぜ支配権争いに関して、裁判例の外に参照できる何らかの価値判断がない場合に自ら価値判断を示そうとしないのかを説明しきれていない点にある。これについて第三章で提示した説明は、比喩的にいえば、誰も拾おうとしない「火中の栗」を拾わされる裁判所はできるだけ無難な方法でそれを行おうとするであろうという発想にもとづいている。また、どの方向に動くべきか明らかではない中で注目を浴びている状況では、自分が目立つ形で「最初の一歩」を踏み出すのは避けるのではないかというものである。

確かに、裁判所がそのようなことを積極的に行うインセンティヴはあまりなさそうではある。[248] しかし、あえてそれを避けるインセンティヴの存在については十分な説明ができておらず、この点で本稿は未だ直感的な段階にとどまっている。本来であればこれを解明するべきだったのかもしれないが、主として筆者の能力上の問題からなしえなかった。

将来の課題　本稿は、記述的な主要目的ルールの分析と説明を行ってきたが、「では、どうすべきか?」という問題には全く触れていない。記述的な分析を安易に規範的な議論に接続するのは問題であるが、本稿の関心からは、「誰がルールを形成・運用するべきか?」に関する問題が将来の課題である。より具体的には、例えば、現在のところ裁判所はある程度中心的な役割を担っているともいえるが、それは果たして望ましいのか、あるいは他の担い手による方が望ましいのかといった問題が考えられる。本稿の検討からも、ルールの内容にはルールの形成・運用を誰が行うのかも影響すると考えられ、[249] このような課題の設定にも意味があるのではないかと思われる。

(248)　もちろん、裁判官によっては、非難される可能性があっても、あえてそのような判断を示すことに効用を有するのかもしれないが、少なくとも制度的なインセンティヴはないと思われる。

(249) この点については、アメリカとイギリスの敵対的買収に関する法制の差異について、「誰が」「どのような型（mode）で」ルールを形成したのかに着目して説明する、John Armour & David A. Skeel, Jr., *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why?: The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation* (Eur. Corp. Gov. Inst. Working Paper Series in Law, Working Paper No. 73/2006), *available at* http://ssrn.com/abstract=928928 参照。