

# 上場会社における第三者割当増資を巡る問題

——会社法制の見直しに関する

中間試案・要綱案（第1次案）を中心に——

岡 本 智 英 子

## 要 旨

会社法制の見直しに関する中間試案において、支配株主の異動を伴う第三者割当による募集株式の発行を行う場合に、株主総会の決議を要するものとするかどうかについて提案がなされている。と同時に、中間試案において、新たな増資方法の一つとして、新株予約権無償割当てによる方法が提案されている。本稿では、その内容を検討するとともに、上場会社における第三者割当増資の問題について、会社法が行うべきことについて考察を行う。

## I は じ め に

第三者割当増資を巡る問題は、上場会社に限らない。会社法上でいう公開会社、公開会社でない会社においても、問題は山積している。

昭和25年の商法改正において授権資本制度が採用され、新株発行権限が株主総会から取締役会に帰属することとなり（昭和25年商法280条ノ2）、また、新株引受権を法定せず、新株引受権の有無またはその制限を定款の絶対的記載事項とした（同法166条1項5号）ことにより、株主以外の者に新株を発行するとき、既存株主は支配的利益と財産的利益の両面において害される虞が生じることとなった。改正後、定款の記載方法が裁判で争われる事態となり<sup>1)</sup>、昭和30年の改正では新株引受権に関する事項を定款の絶対的記載事項からはずすとともに、株主以外の者に新株の引受権を与えるには、株主総会の特別決議を要するものとした（昭和30年商法280条ノ2第2項）。しかし、公募の一形態とされていた買取引受は、昭和30年商法280条ノ2第2項の第三者に対する新株引受権の付与にあたり、株主総会の特別決議を経ない買取引受の方法で行った新株発行は無効ではないかという訴えが提起され、買取引受は第三者に対する新株引受権の付与であるという判決が出された<sup>2)</sup>。昭和41年の改正では、「株主以外の者に新株引受権を与えるには」という文言が、「株主以外の者に対し特に有利なる発行価額を以て新株を発行するには」という文言に改正された（昭和41年商法280条ノ2第2項）。特に有利な発行価額によるものでない限り、

第三者割当ても取締役会の決議のみで行えるようになったのである。第三者に新株引受権を与えることは株主の経済的利益のみならず株主の支配的利益をも侵害するものであるにもかかわらず、昭和41年の改正は株主の経済的利益のみを保護し、株主の支配的利益は後退したのである。平成2年の改正において、譲渡制限のある会社においてのみ、株主の新株引受権を法定し（平成2年商法280条ノ5ノ2）、譲渡制限のある会社の株主は支配的利益が保護されることとなった。その後、平成13年4月18日に公表された「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」において、株主以外の者に対して、発行済株式の総数の一定の比率（例えば、5分の1）を超える新株を発行するときは、発行することができる株式の額面無額面の別、種類及び数について、株主総会の特別決議がなければならないものとする提案<sup>34)</sup>がなされたが立法化されなかった。

平成17年に公布された会社法においても、公開会社においては第三者割当増資を行う場合には、払込金額が引受人に特に有利な金額でない限り、取締役会で決定することができる（会社法201条1項）。一方、公開会社でない会社においては、新株引受権は法定されないこととなったが、発行権限は株主総会にあるものとした（会社法199条2項）。

第三者割当増資が行われれば、必ず既存株主の支配的利益は害される。昭和25年改正の商法以来、会社法においても、支配的利益が害されたとしても、資金調達機の機動性を優先すべきという立場をとっているのである。

昭和45年頃までは株主割当てによる方法が比較的高い割合であったが<sup>5)</sup>、平成13年以降、第三者割当増資が増え続けた。平成18年以降、資本市場において、既存株主の株式の大幅な支配比率の希釈化あるいは支配権の移動を伴うような大規模な第三者割当増資や、割当先が不透明な第三者割当増資が行われる例がみられるようになった<sup>6)</sup>。行使価額修正条項付新株予約権附社債（MSCB）の問題も含め第三者割当増資を巡る問題は、日本の証券市場が株主・投資家の利益を軽視し、経営者側の事情が優先する、不公正な市場であることの象徴として、海外投資家等の批判を招き、アメリカやEUとの間の政府間協議において、海外政府から、日本企業における第三者割当増資の不透明さなどの指摘を受けた<sup>7)</sup>。

そこで、上場会社における第三者割当増資の問題が、クローズアップされることになったのである。

その後、金融審議会金融文科会の「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループによる「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告」が公表され<sup>8)</sup>、それを受けて、平成21年8月に東京証券取引所の規則改正<sup>9)</sup>、同年12月金融庁による「企業内容等の開示制度に係る内閣府令」改正<sup>10)</sup>が行われた。一定程度の効果は表れたものの<sup>11)</sup>、これらのいわゆるソフト・ローによる規律が必ずしも十全に働いてこなかったという事実を否定することができず、ソフト・ローによる規律をバックアップしてよりやり

やすくするために、法律が大きい規制の枠組みを提供する制度をつくる意義があるとして<sup>12)</sup>、会社法制の見直しに関する中間試案<sup>13)</sup>において、公開会社において、支配株主の異動を伴う第三者割当による募集株式の発行を行う場合の株主総会の決議の可否と情報開示の充実、新しい増資方法である新株予約権無償割当てによる方法の利便性を向上するための提案がなされたのである。

本稿では、中間試案、中間試案に続く要綱案（第1次案）の整理・検討を行い、その上で、上場会社における第三者割当増資を巡る問題について、会社法上、行うべきことについて考察する。

## II 中間試案<sup>14)</sup>15)16)17)18)・要綱案（第1次案）の検討

### 1 中間試案の内容

法制審議会会社法制部会は、平成23年12月7日に「会社法制の見直しに関する中間試案」を公表した。第三者割当増資に関しては、「第一部企業統治の在り方」の「第三資金調達の場合における企業統治の在り方」の「1 支配株主の異動を伴う第三者割当て<sup>19)</sup>による募集株式の発行等」において、以下のように提案されている<sup>20)</sup>。

#### (1) 株主総会の決議の要否

公開会社が、ある引受人（当該公開会社の親会社等を除く。）に募集株式を割り当てることにより、当該引受人が総株主の議決権の過半数を有することとなるような第三者割当て<sup>21)</sup>による募集株式の発行等を行う場合に、株主総会の決議を要するものとするかどうかについては、次のいずれかの案によるものとする。

【A案】 原則として株主総会の普通決議を要するものとする。ただし、取締役会が当該募集株式の発行等による資金調達の必要性、緊急性等を勘案して特に必要と認めるときは、株主総会の決議を省略することができる旨を定款で定めることができるものとし、そのように定めた場合には、総株主の議決権の100分の3以上の議決権を有する株主が一定期間内に異議を述べない限り、当該定款の定めに基づく株主総会の決議の省略が認められるものとする<sup>22)</sup>。

【B案】 総株主の議決権の4分の1を超える数の議決権を有する株主が一定期間内に当該募集株式の発行等に反対する旨を通知した場合<sup>23)</sup>には、株主総会の普通決議を要するものとする<sup>24)</sup>。

【C案】 現行法の規律を見直さないものとする<sup>25)</sup>。

(注1) A案又はB案によることとする場合に、当該引受人が総株主の議決権の3分の

1を超える数の議決権を有することとなるような第三者割当てによる募集株式の発行等にまで規律の対象を広げるかどうかについては、なお検討する<sup>26)</sup>。

(注2) 第三者割当てによる募集新株予約権の発行等の取扱いについては、なお検討する<sup>27)</sup>。

## (2) 情報開示の充実

公開会社は、(1)の募集株式の発行等に際しては、払込期日又は払込期間の初日の2週間前までに、株主に対し、次に掲げる事項を通知しなければならないものとする。当該通知は、公告をもってこれに代えることができるものとする。

① 当該募集株式の発行等により総株主の議決権の過半数を有することとなる引受人の氏名又は名称及び住所

② 当該募集株式の発行等により当該引受人が有することとなる議決権の数

(注1) 本文に掲げる事項のほか、株主に対して通知しなければならない事項としては、例えば、次に掲げるものが考えられる。

ア 当該募集株式の発行等に際して当該引受人に割り当てられる募集株式に係る議決権の数

イ 当該募集株式の発行等についての取締役会の判断の内容

ウ 社外取締役を置く会社において、イの事項についての社外取締役の意見が取締役会の判断の内容と異なる場合には、当該意見

エ 当該募集株式の発行等についての監査役又は監査委員会の意見

(注2) 上記と同様の事項が有価証券届出書(金融商品取引法第5条第1項)等の内容として開示されている場合には、株主に対する通知を要しないものとする(会社法第201条第5項参照)。

また、第一部第三の「4新株予約権無償割当に関する割当通知」として、「新株予約権無償割当てに関する株主及び登録株式質権者への割当通知(会社法第279条第2項)は、新株予約権無償割当てがその効力を生ずる日後遅滞なく、かつ、新株予約権の行使期間の末日の2週間前までにしなければならないものとする。」と提案された<sup>28)</sup>。

## 2 パブリックコメント

第一部第三1(1)について、本文について、意見が分かれたが、何らかの規律の見直しを要するとの意見(A案またはB案)に賛成する意見が多数であり、(注1)について意見を述べるものの中では、引受人が総株主の議決権の3分の1を超える数の議決権を有することとなるような第三者割当てによる募集株式の発行等にまで規律の対象を広げるべ

きとの意見が多数であり、(注2)について意見を述べるものは、すべて、第三者割当てによる募集新株予約権の発行についても、募集株式の発行等と同様の規律を設けるべきであるとの意見であり、(2)についても、反対意見を述べるのは1団体のみであり、その他はすべて賛成意見であり、4については、慎重意見を述べるものもあったが、その他はすべて賛成意見であった<sup>29)</sup>。

### 3 要綱案(第1次案)<sup>30)</sup>

第一部企業統治の在り方 第三 資金調達の場合における企業統治の在り方

#### 1 支配株主の異動を伴う募集株式の発行等

(1) 公開会社における募集株式の割当て等の特則

① 公開会社は、募集株式の引受人について、アに掲げる数のイに掲げる数に対する割合が2分の1を超える場合には、第199条第1項第4号の期日(同号の期間を定めた場合にあっては、その期間の初日)の2週間前までに、株主に対し、当該引受人(以下(1)において「特定引受人」という。)の氏名又は名称及び住所、当該特定引受人についてのアに掲げる数その他の法務省令で定める事項を通知しなければならないものとする。ただし、当該特定引受人が当該公開会社の親会社等である場合又は第202条の規定により株主に株式の割当てを受ける権利を与えた場合は、この限りでないものとする。

ア 次に掲げる数の合計数

(ア) 当該引受人がその引き受けた募集株式の株主となった場合に有することとなる議決権の数

(イ) 当該引受人の子会社等が有する議決権の数

イ 当該募集株式の引受人の全員がその引き受けた募集株式の株主となった場合における総株主の議決権の数

② ①による通知は、公告をもってこれに代えることができるものとする。

③ ①にかかわらず、公開会社が①の事項について①の期日の2週間前までに金融商品取引法第4条第1項から第3項までの届出をしている場合その他の株主の保護に欠けるおそれがないものとして法務省令で定める場合には、①による通知は、することを要しないものとする。

④ 総株主(④の株主総会において議決権を行使することができない株主を除く。)の議決権の10分の1(これを下回る割合を定款で定めた場合にあっては、その割合)以上の議決権を有する株主が①による通知の日又は②の公告の日(③の場合にあっては、法務省令で定める日)から2週間以内に特定引受人による募集株式の引受けに反対する旨を公開会社に対し通知したときは、当該公開会社は、①の期日の前日までに、株主総会の決議によっ

て、当該特定引受人に対する募集株式の割当て又は当該特定引受人との間の第205条の契約の承認を受けなければならないものとする。ただし、当該公開会社の財産の状況がしく悪化している場合において、当該公開会社の存立を維持するため緊急の必要があるときは、この限りでないものとする。

⑤ 第309条第1項の規定にかかわらず、④の株主総会の決議は、議決権を行使することができる株主の議決権の過半数（3分の1以上の割合を定款で定めた場合にあっては、その割合以上）を有する株主が出席し、出席した当該株主の議決権の過半数（これを上回る割合を定款で定めた場合にあっては、その割合以上）をもって行わなければならないものとする。

(2) 公開会社における募集新株予約権の割当て等の特則

① 公開会社は、募集新株予約権の割当てを受けた申込者又は第244条第1項の契約により募集新株予約権の総数を引き受けた者（以下①において「引受人」という。）について、アに掲げる数のイに掲げる数に対する割合が2分の1を超える場合には、割当日の2週間前までに、株主に対し、当該引受人（以下(2)において「特定引受人」という。）の氏名又は名称及び住所、当該特定引受人についてのアに掲げる数その他の法務省令で定める事項を通知しなければならないものとする。ただし、当該特定引受人が当該公開会社の親会社等である場合又は第241条の規定により株主に新株予約権の割当てを受ける権利を与えた場合は、この限りでないものとする。

ア 次に掲げる数の合計数

(ア) 当該引受人がその引き受けた募集新株予約権に係る交付株式の株主となった場合に有することとなる議決権の数のうち最も多い数

(イ) 当該引受人の子会社等が有する議決権の数

イ ア(ア)の場合における総株主の議決権の数のうち最も多い数

② ①の「交付株式」とは、募集新株予約権の目的である株式、募集新株予約権の内容として第236条第1項第7号ニに掲げる事項についての定めがある場合における同号ニの株式その他募集新株予約権の新株予約権者が交付を受ける株式として法務省令で定める株式をいうものとする。

③ ①による通知は、公告をもってこれに代えることができるものとする。

④ ①にかかわらず、公開会社が①の事項について割当日の2週間前までに金融商品取引法第4条第1項から第3項までの届出をしている場合その他の株主の保護に欠けるおそれがないものとして法務省令で定める場合には、①による通知は、することを要しないものとする。

⑤ 総株主（⑤の株主総会において議決権を行使することができない株主を除く。）の議決

権の10分の1（これを下回る割合を定款で定めた場合にあっては、その割合）以上の議決権を有する株主が①による通知の日又は③の公告の日（④の場合にあっては、法務省令で定める日）から2週間以内に特定引受人による募集新株予約権の引受けに反対する旨を公開会社に対し通知したときは、当該公開会社は、割当日の前日までに、株主総会の決議によって、当該特定引受人に対する募集新株予約権の割当て又は当該特定引受人との間の第244条第1項の契約の承認を受けなければならないものとする。ただし、当該公開会社の財産の状況が著しく悪化している場合において、当該公開会社の存立を維持するため緊急の必要があるときは、この限りでないものとする。

⑥ 第309条第1項の規定にかかわらず、⑤の株主総会の決議は、議決権を行使することができる株主の議決権の過半数（3分の1以上の割合を定款で定めた場合にあっては、その割合以上）を有する株主が出席し、出席した当該株主の議決権の過半数（これを上回る割合を定款で定めた場合にあっては、その割合以上）をもって行わなければならないものとする。

#### 4 新株予約権無償割当てに関する割当通知

株式会社は、第278条第1項第3号の日後遅滞なく、かつ、同項第1号の新株予約権についての第236条第1項第4号の期間の末日の2週間前までに、株主（種類株式発行会社にあつては、第278条第1項第4号の種類の種類株主）及びその登録株式質権者に対し、当該株主が割当てを受けた新株予約権の内容及び数（第278条第1項第2号に規定する場合にあつては、当該株主が割当てを受けた社債の種類及び各社債の金額の合計額を含む。）を通知しなければならないものとする。

## 4 検 討

支配株主の異動を伴う第三者割当てにおける株主総会決議の要否に関して、中間試案の補足説明において、「現行法の規律を見直すものとするA案及びB案においても、資金調達の緊急性が高い場合における柔軟な対応を可能とすることへの配慮から、支配株主の異動を伴う第三者割当てによる募集株式の発行等について、常に株主総会の決議を要するものとはせず、株主総会の決議を要する場合を限定するものとしている。」とあるが<sup>31)</sup>、この配慮について、第19回（平成24年4月18日）においても部会資料21に基づき検討が行われ、A案で、必要性、緊急性がある場合であっても、100分の3が反対すれば、原則に戻って株主総会の決議が必要になるという点について批判が多く、必要性、緊急性がある場合は、むしろ、取締役会の判断で、取締役会限りで新株の発行ができるようにすべきだという考え方が多く<sup>32)</sup>、また、緊急性、必要性がある場合は、総会決議省略を認めるということに加えて、原則一定比率以上の株主が異議を唱えたときだけ総会決議を要するという、

言わばA案、B案の組合せ的なものもあり得るのではないかという意見があった<sup>33)</sup> ことにより、第21回（平成24年6月13日）の部会資料24会社法制の見直しに関する要綱案の作成に向けた検討においては、A案が、原則株主総会決議から、B案と同じ原則取締役会と変貌している。そして、第23回会議（平成24年7月18日）の部会資料26会社法制の見直しに関する要綱案（第1次案）によると、部会資料24のA案が採用されている。第21回と第23回の議事録がまだ公表されていないので、詳細は不明である。

規律の対象となる募集株式の発行等の範囲について、第19回会議において、3分の1以上という意見と、少なくとも過半数であるべきという意見に分かれたが、第21回会議の部会資料においては、2分の1を超える場合となり、要綱案（第1次案）においても同様である。実務において、過半数を新株でというのは実際にはあまりないが、3分の1なら十分ありえるので、相当やりにくくなるという発言があるように<sup>34)</sup>、また、平成21年8月から平成23年8月の期間に取引所規則が適用された事例が合計107件で、そのうち中間試案が適用される事例は16件となる調査も出ているように<sup>35)</sup>、過半数では本来の趣旨が全うできないのではないかと。そもそも、対象を第三者割当増資にするべきではなかったのか。

有利発行の場合は、特に有利な金額の「決定」について株主総会の特別決議を要求するものであるが、支配株主の異動を伴う第三者割当ての場合は、当該特定引受人に対する募集株式の割当て又は当該特定引受人との間の第205条の契約の「承認」について、総株主の議決権の10分の1以上の議決権を有する株主が反対したときに、株主総会の普通決議（但し、定款の定めによっても、その定足数を議決権を行使することができる株主の議決権の3分の1未満とすることはできない）を要求するものである。この差は、どう理解すればいいのか。

開示事項についても、取締役会の判断内容、社外取締役、監査役または監査委員会の意見については、求められなくなり、取引所規則、金融商品取引法の開示事項に委ねられることになる。

新株予約権無償割当て（会社法277条）を利用した資金調達（ライツ・オファリング）を実施しやすくするため、平成21年12月30日に施行された東京証券取引所の有価証券上場規程の改正、平成23年においては、ライツ・オファリングに係る開示制度等の整備のための「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」による金融商品取引法の改正等が行われ、環境整備が行われ、中間試案で提案された内容もその一環である。この問題は、第三者割当増資の問題が大きく関わっている。

欧州において実施されているライツ・オファリングの方法によって、日本の上場会社が行うとすれば、会社法上、①上場株式の株主割当て（会社法202条）、②上場株式を目的とする新株予約権の無償での株主割当て（同法241条）、③上場株式を目的とする新株予約権

無償割当て（同法277条）が考えられるが、①は会社法立法時に譲渡できない権利と整理されたため、割当てを受けた株主は、申込み・払込みを行って持株比率を維持するか（同法203条2項、208条1項、209条）、申込み・払込みを行わずに失権するか（同法204条4項）の選択を迫られ、権利落ちした保有株式の値下がり相当額を回復するためには、事実上払込みを強制されることとなり、②は申込みという既存の株主の行為がないと新株予約権の割当てが失権することから（同法242条2項、243条4項）、多数の株主を有する上場会社において手続上の困難さが伴い、③は申込みという既存株主の行為を経ずに当然に割当てが行われ、かつ新株予約権の割当てを受けた株主には、新株予約権の行使・払込みを行い持株比率を維持するか、新株予約権を譲渡して権利落ちした保有株式の値下がり相当額を回復するかという、現実的な選択肢が与えられることになる<sup>36)</sup>。

①の方法、すなわち、株主割当ての方法により、平成17年改正前商法下において、新株引受権の譲渡性を認め（平成17年改正前商法280条ノ2第1項5号6号）、新株引受権証書を発行し（平成17年改正前商法280条ノ6ノ2）、かつ新株引受権が取引所市場に上場され、そこでの取引の対象となることを予定していたが、証券取引所での新株引受権証書の取引は稀であった<sup>37)</sup>。会社法立法時に、平成17年改正前商法上の新株引受権の譲渡を認めるケースにおいては、権利者に対し新株予約権を無償で発行し、権利の譲渡は、新株予約権証券を交付する形で行われることとし、新株引受権証書の制度は廃止された。

新株予約権の無償割当ては株主割当てによる資金調達という制度目的本来の使い方ではなくて、むしろ敵対的企業買収に対する防衛策の目的での利用のほうが注目され、前述の平成21年のスタディグループ報告で、第三者割当増資によって既存株主が害されているのではないかという指摘がされ、それを受けて、第三者割当増資についての開示府令の改正、取引所規則の改正が行われるという流れの中で、本来の制度目的、つまり既存株主の利益保護に手厚い資金調達の方法として新株予約権無償割当てによる増資方法（ライツ・オフエリング）を活用すべきという声が強くなってきたのである<sup>38)</sup>。

募集株式の発行に対して、募集の方法として、株主割当てないしそれに準じる方法（ライツ・オフエリング）を原則とするのか、公募増資を原則とすべきか、それとも、現行法が採用する「割当自由の原則」を維持すべきかという基本的な設計思想にかかわる問題なのである<sup>39)</sup>。

第三者割当ての検討の際には、経営者が支配株主を選ぶのではなく株主が選ぶことを前提としているが、結局は、資金調達の機動性にひれ伏すこととなり、一方で、既存の株主にとって希薄化の影響を受けにくく<sup>40)</sup>、発行会社にとっては大規模な資金調達を可能とするライツ・オフエリングの方法を推し進めるため、環境整備を行うというのは、結局は、資金調達の機動性を優先しているということである。株主割当て、公募、第三者割当ての

方法について、根本的に検討することも出来たのではないか。

### III 第三者割当増資の問題について会社法が行うべきこと

会社法上、第三者割当増資の問題について何を行うべきなのか。発行決定時、発行決定後から発行の効力発生前、発行の効力発生後の3つの場面に分けて考える。

#### 1 発行決定時

発行決定時において、取締役会限りで、第三者割当増資を行うことが出来ない規整に、根本的に見直すことである。つまり、会社が新株を発行する場合に会社に対して優先的に新株の割当てを請求することが出来る権利という意味の新株引受権<sup>41)</sup>を株主に法定し、株主割当て以外の方法による場合には株主総会の特別決議を必要とする規整に方向転換することである。

第三者割当増資の問題を根本的に解決するためには、会社法が行うべきことは発行権限の問題ではなく、会社が新株を発行する場合に会社に対して優先的に新株の割当てを請求できる権利という意味の新株引受権を法定することである。我が国において、この意味における新株引受権を巡り、紆余曲折を経て、会社法においては、概念の異なる新株予約権と新株引受権について整理を行わないまま<sup>42)</sup>、新株予約権無償割当てを新設し、今回の会社法制の見直しに関する中間試案・要綱案（第1次案）においては、新株予約権無償割当てによる増資方法としてライツ・オフリングを進めているのである。

見直すべきは、新株引受権と新株予約権の概念の整理を行い、新株予約権無償割当ての制度を廃止し、新株引受権を法定することである。増資方法として、株主割当て・公募・第三者割当てのどの方法を原則とするのかという根本的な問題について見直すべきなのである。

#### 2 発行決定後から発行の効力発生前

会社法において、発行決定時に既存株主の保護をしていないが、発行決定後から発行の効力発生前において、株主には、新株発行差止請求権がある（会社法210条）。昭和25年に授權資本制度を導入した結果、新株発行権限が株主総会から取締役会に帰属することになり、新株引受権を法定しなかったため、株主以外の者に新株を発行する場合には、既存株主の支配的利益と経済的利益が害されることになったために、新設されたものである（昭和25年商法280条ノ10）。昭和41年改正により、有利発行の場合には株主総会の特別決議事項とすることにより経済的利益は保護したが（昭和41年商法280条ノ2第2項）、支配的利

益は後退したので、新株発行差止請求権の行使の機会を確保するために、同改正において、会社は払込期日の2週間前に、新株の発行に関する事項を公告し、又は株主に通知しなければならないとし（同法280条ノ3ノ2）、株主保護のため、新株発行差止請求権を強化したのである。会社法では公開会社において引き継がれている（会社法201条3項、4項）。

不公正発行にあたる典型的な例は、取締役が支配力を維持・獲得するために自己またはその一派（縁故者・関係者）に多数の新株を割当てるとされ、上場会社における第三者割当増資が著しい不公正発行に当たるか否かについて、会社法210条2号で争うことになるのである。判例は、いわゆる主要目的ルールをとっており、株主の差止請求権が認められる例は多くはない<sup>43)</sup>。

支配権の争奪が行われる場合にも、内紛の場合、敵対的買収の場合など様々であろうが、問題となるのは、「誰に」「何株」発行したのかという点である。今回の会社法制の見直しに関する中間試案・要綱案（第1次案）においては、当該引受人が総株主の議決権の過半数を有することとなるような第三者割当増資を行う場合には、払込期日又は払込期間の初日の2週間前までに、株主に対し、「総株主の議決権の過半数を有することとなる引受人の氏名又は名称及び住所」と「当該引受人に割り当てられる募集株式に係る議決権の数」を通知又は公告を行わなければならないとする。あくまでも、このような第三者割当増資を行う場合の決定に株主が関わることによって株主を保護するというのではなく、「誰に」「何株」発行するのかについての情報を開示し、総株主の議決権の10分の1以上の議決権を有する株主が反対した場合は、株主総会の決議によって、当該特定引受人に対する募集株式の割当て又は当該特定引受人との間の会社法205条の契約の承認を受けなければならないものとするのである。「誰に」「何株」発行するかについての情報を開示しなければ、法令違反として差止事由となり、開示したとしても、必要な株主総会の決議を経なければ、法令違反として差止事由となるであろう。その点においては、株主の保護にはなるであろう。

しかし、現在の判例がとっている、不公正発行についての差止事由を広げることによって、既存株主を保護することは出来る。商法は株主の具体的事情に応じて調整する役割を果たすのではなく<sup>44)</sup>、中立的な立場に立っている<sup>45)</sup>と考えると、取締役会の割当権限を拘束するという意義をもつ新株引受権を法定しない政策をとっている商法においては、割当権限の濫用が認められる場合には、不公正な発行とすべきである。割当権限の濫用が認められる場合とは、第三者割当増資の結果、株主の持株比率が低下し、会社に対する支配権をはじめ、少数株主権も含め株主の権利に影響を与えるときであり、この場合は不公正発行となる。第三者割当増資によって侵害された株主の支配的利益を償うに足るだけの合理的理由がなければ、著しく不公正な方法による発行になると考える。

取締役会には割当自由の原則があるが、新株割当先の決定に関する広範な裁量権が付与されているのではなく、「割当の自由」は、本来、募集による新株発行（及び募集設立）の際に申込みが総数を超過し、しかし按分比率等の割当方法が予め定められていないときに取締役（発起人）にやむを得ずに認められたものであり<sup>46)</sup>、募集による発行の枠内で認められたものであり、新株引受権が排除されていても、そのことから「割当の自由」に意味を拡張して第三者割当ての割当先決定の自由まで当然に意味すると解すべきとはおもわれない<sup>47)</sup>。

### 3 発行の効力発生後

発行後に効力を争う方法として、株式会社の成立後における株式の発行の無効の訴え（会社法828条1項2号）があるが、無効原因については規定されていないため、解釈に委ねられている。判例・学説上、多くの議論があることは周知のとおりである。判例においても学説においても、利益衡量による考え方が有力である。新株発行に瑕疵がある場合には、既存株主の利益の保護と取引の安全の保護の要請を比較衡量し、取引の安全を重視して、無効原因はできるだけ限定すべきであるという考え方である。

取締役会の決議を欠く新株発行について、最判昭和36年3月31日<sup>48)</sup>が、初めてこの考え方を示し、取引の安全を、新株発行を有効とする根拠としている。有利発行に必要な株主総会の特別決議を欠く新株発行につき、最判昭和40年10月8日<sup>49)</sup>は、昭和36年判決を引用し、同様の結論を導き出している。その後、この考え方を原則とし、取引の安全の確保が必要でない場合に限り、当該瑕疵は無効原因になるとする考え方が、下級審判例にも多く見られるようになったが、最判平成6年7月14日<sup>50)</sup>は著しく不公正な新株発行について、前述の昭和36年判決を引用し有効とした。これに対し、新株発行事項に関する公示義務違反については、最判平成9年1月28日<sup>51)</sup>、最判平成10年7月17日<sup>52)</sup>は無効原因になるとする。また、新株発行差止めの仮処分命令違反について、最判平成5年12月16日<sup>53)</sup>は無効原因になるとする。

以上のように、平成に入り、これまで問題となってきた無効原因に対する最高裁の判断が出揃ったが、新株発行の差止めという事前の救済手段が用意されていることに重視し、新株発行の差止めと結びつく手続上の瑕疵のみを新株発行の無効事由としている。昭和41年改正により後退したといわれる既存株主の支配的利益は、この程度の保護が限界というのであろうか。

今回の会社法制の見直しに関する中間試案・要綱案（第1次案）においては、「誰に」「何株」発行する情報の開示を求めているが、この開示がなかった場合は無効事由となる可能性は高いであろうが、一定の場合に求めている株主総会決議がなかった場合に無効事

由となるであろうか。有利発行で求められている株主総会の特別決議がなくても有効としている判例の立場から考えると、今回の中間試案・要綱案（第1次案）で求めている株主総会決議がなかった場合、無効事由とはならないであろう。有利発行の場合の株主総会は有利発行の決定についてであるが、今回の場合の株主総会は割当て又は会社法205条の契約の承認である。また、今までの判例の立場で考えると、不公正発行は無効事由にはならないので、支配株主の異動を伴う第三者割当増資であっても、無効事由になるとは限らない。

差止請求権と結びつく手続きのみが無効事由となる現状から考えると、「誰に」「何株」発行することについての通知又は公告がなかった場合は無効となり、株主の保護にはなるであろう。

しかし、無効事由を広げることによって、既存株主の保護をはかることは出来る。無効事由を狭く解釈するのは、取引の安全のためであるが、取引の安全が優先されるのは、会社法が支配的利益を保護していないからである。差止事由を狭く解釈するのは、資金調達を優先するためであるが、資金調達が優先されるのは、会社法が支配的利益を保護していないからである。会社法で出来ることは、支配的利益を保護することである。つまり、会社が新株を発行する場合に会社に対して優先的に新株の割当てを請求することができる権利という意味の新株引受権を法定することである。この新株引受権は、新株の割当先について取締役会の決定権限を拘束することに意義があるのである。

第三者割当増資の問題について会社法が行うべきことは、新株引受権を株主に法定することである。

#### IV お わ り に

今回の改正で、支配株主の異動を伴う募集株式の発行等において、ある一定の場合に、株主総会の決議が求められることになりそうな方向性は、今までの資金調達の改正の流れからみると、大きな一歩なのかもしれない。しかし、海外投資家から株主割当てを望む声がある中で、新株引受権の法定を根本的に検討すべき大きなチャンスではなかったのか。会社法を立法する過程において、株主割当てで権利の譲渡が認められない場合に附されるのが平成17年改正前商法下におけると同じ新株引受権であるとし、会社法上新株予約権の譲渡と認めるケースにおいては権利者に対し新株予約権を無償で発行する制度を新設したことで、会社が新株を発行する場合に会社に対して優先的に新株の割当てを請求できる権利という意味の新株引受権は闇に葬られたのであろうか。

そもそも、第三者割当増資の問題が生じる原因となる新株引受権と新株予約権無償割当

ては異なる概念である。新株引受権とは、会社が新株を発行する場合に会社に対して優先的に新株の割当てを請求できる権利であり、新株予約権無償割当ては会社から与えられるものであり、その回の資金調達方法は会社から株主割当ての方法が選択されただけのことであつて、第三者割当増資はいつでも行える仕組みであることには何等変わりはないのである。第三者割当増資の問題を根本から解決するためには、会社が新株を発行する場合に会社に対して優先的に新株の割当てを請求できる権利という意味の新株引受権を法定することである。

#### 注

- 1) 東京地判昭和28年2月23日下民集4巻2号(1953年)253頁, 東京地判昭和30年2月28日下民集6巻2号(1955年)374頁。2つの判決の結論は異なる。
- 2) 横浜地判昭和37年12月17日下民集13巻12号(1962年)2473頁, 東京地裁八王子支判昭和38年8月30日下民集14巻8号(1963年)1676頁。
- 3) ジュリスト1206号(2001年)165頁。
- 4) 中間試案の解説では、「すべての株式会社について、発行済株式総数の一定比率を超える新株を発行するときは、株主総会の特別決議による授権がなければならないとするものである。一定比率については、具体的な数値を定めることとなるが、5分の1を一つの例として掲げ、実務における新株の発行状況、諸外国の制度等を踏まえて引き続き検討することとする」とある(前掲注3)184頁)。
- 5) 石塚洋之=伊藤昌夫「新株予約権証券の上場制度を利用したライツ・イシューの考察」商事法務1902号(2010年)16頁。
- 6) 池田唯一「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて—金融審議会スタディグループ報告書の概要—」商事法務1871号(2009)29頁。
- 7) 岩原紳作「総論—会社法制見直しの経緯と意義」ジュリスト1439号(2012年)16頁。
- 8) 金融審議会金融分科会・我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告(平成21年6月17日)「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」商事法務1870号(2009年)45頁以下。
- 9) 大規模な希薄化や支配株主の異動を伴う第三者割当増資への対応に関する規律が設けられた(有価証券上場規程432条, 601条1項9号2・17号, 有価証券上場規程施行規則601条13項6号)。
- 10) 第三者割当増資における有価証券届出書等の記載事項として「大規模な第三者割当に関する事項」, 「大規模な第三者割当の場合の特記事項」が追加された(企業内容等の開示に関する内閣府令第2号様式等, 19条2項2号ホ)。
- 11) 田村嘉章「不公正ファイナンスをめぐる課題等について—第三者割当増資を中心に—」会計・監査ジャーナル668号(2011年)85頁。
- 12) 岩原紳作=中西敏和「会社法制の見直しへ向けた課題と展望—中間試案取りまとめを振り返って—」商事法務1956号(2012年)9頁(岩原発言)。
- 13) 以下, 法制審議会会社法制部会の議事録, 部会資料, 参考資料については, <http://www.moj>.

go.jp/shingi1/shingi03500005.html を参照。

- 14) 法制審議会会社法制部会第1回会議の部会資料1の1(1頁)において、まず、見直しの観点として、「会社を取り巻く幅広い利害関係者からの一層の信頼を確保する観点」が揚げられ、委員・幹事としても、証券取引所、金融庁、経済産業省などの資本市場の関係者が含まれている。
- 15) 第三者割当増資の問題は、法制審議会会社法制部会第1回の参考資料1の指摘21(3頁)で取り上げられている。「近年、資本市場においては、既存株主の株式の大幅な支配比率の希釈化や支配権の移動を伴うような大規模な第三者割当増資が行われる例等が頻繁に見られるが、企業の判断で株主の権利が大きく希釈化されることや、支配権の所在が経営陣自身によって恣意的に選択されることについては、コーポレート・ガバナンスの観点から、看過することができない重大な問題を孕んでいるとの指摘」。
- 16) 第1回から第3回までは、論点の洗い出し作業が行われた。第1回会議(平成22年4月28日)において、静委員により、証券取引所において上場制度の整備をすることにより、既存株主の株式の大幅な支配比率の希釈化や支配権の移動を伴うような大規模な第三者割当増資に対処してきたが、法律でないといけないこともあるという発言があり(第1回議事録18頁~20頁)、野村幹事より下記の意見(同議事録36頁~37頁)が出た。「会社法がうまく機能していなかった部分について、ソフトローがその役割を担っている場合があり、そうした規律の中には、むしろ法律に格上げしてもらわないと上手くいかないものがあるという指摘はごもっとな話である。例えば、取引所のルールとして、希釈化率が25%以上になったら株主総会の決議を取るべきだと設けられているが、会社法上、株主総会は法定決議事項が定款で定めた決議事項以外は決議できないということになっているので、一体この決議は何物なんだということになる。もう一つの手段としてルール化されている第三者委員会による評価で乗り切ろうとしても、実務が十分に確立しておらず、いい加減な報告書も散見されるという話が出てくる。したがって、ここは会社法の出番、立法上の課題として、議論しなければならないと思う。」
- 17) 第3回会議(平成22年6月23日)において、静委員より、「コーポレート・ガバナンス向上に向けた上場制度の整備について」(参考資料10)に基づき、「第三者割当増資は、海外では、経営危機に陥った会社くらいしかこの手法は使わないという極めて例外的なものであるのに、日本ではこれが主流になっているという日本のマーケットの状況というのは、海外から見れば異常と言っていい。発行済みの3倍を超える新株発行の問題については、平成21年8月に東京証券所規則改正により、株主および投資者の利益を侵害するおそれが少ないと取引所が認める場合を除き、上場を廃止することとしたが、強行突破されれば、株主は希薄化で損害を被った上に、上場廃止で売却機会も閉ざされるという筋に合わない結果になりかねないリスクがある。発行済みの3倍を超える新株発行は第三者割当増資でなくても、脱法的な行為なので、法令で手当てをして頂くのが筋ではないか。ライツ・オフリングの普及をお願いしたい」という発言があった(第3回議事録4頁~5頁)。また、築館委員より、「平成21年8月の東京証券取引所の規則改正の中では、一定の第三者割当てに係る有利発行の該当性に係る適法性に関する監査役意見の開示が必要となったことにより、株主保護の観点から監査役が果たすべき役割について法整備を図る必要があるのではないかと。監査役による差止請求

権の拡充についても議論をしてほしい。」という発言があった（同議事録34頁）。

18) 論点の洗い出し作業（第1回から第3回まで）の後、第1読会（第4回から第8回）、第2読会（第9回から第12回）、中間試案の取りまとめに向けた議論（第13回から第16回）が行われている。第三者割当増資に関しては、第1読会では第5回、第2読会では第10回において取り上げられている。

19) 第10回会議（平成23年2月23日）では、「第三者割当てによる募集株式の発行等」となっており、本文には、「支配株主の異動に伴う」という文言はあるが、タイトルにはついていなかった。

第5回会議（平成22年9月29日）の部会資料3において、下記のように提案されている。

「大規模な第三者割当てがあった場合に関し、第三者割当てに関する規律について、どのような見直しが考えられるか、以下検討する。例えば、一定割合以上の株式の発行等がされる第三者割当てについて株主総会の決議を要するものとすべきであるとの指摘がある。これについては、株主総会の決議を要するものとするのが①既存の株主の議決権が希釈化されることを問題とするもの、②会社の経営者が支配株主を選択することができることを問題とするもの、③新たに支配権を獲得した株主が会社を搾取するおそれがあることを問題とするものという指摘に示された問題意識に有効にこたえるものといえるかどうか、検討する必要がある。」この提案に対し、藤田幹事から、第三者割当ての中核の問題は②であるという発言があり（第5回議事録26頁）、②に舵が切られたという印象が強い。

20) 商事法務1952号（2011年）7頁以下。

21) 補足説明によると、「A案又はB案によることとする場合、支配株主の異動を伴うものとして株主総会の決議の対象となり得る募集株式の発行等は、引受人が新たに公開会社の親会社となるようなものとするのが考えられる。もっとも、募集株式の発行等に株主総会の決議が必要であるにもかかわらずこれを経なかった場合には、募集株式の発行等の効力に影響し得ることから、株主総会の決議が必要となり得る募集株式の発行等の範囲は、実質基準による親会社の概念によって定めることは適切ではなく、客観的かつ形式的な基準によって定める必要があると考えられる。」とある（法務省民事局参事官室「会社法制の見直しに関する中間試案の補足説明」商事法務1952号（2011年）32頁）。

22) 補足説明によると、「A案は、取締役（会）による役員等の責任の一部免除に関する会社法第426条の規律を参考にしたものである。異議を述べるべき期間については、同条第3項では、1か月を下ることができない旨が定められているが、資金調達への緊急性への配慮という観点から、例えば、公開会社が株主に対する通知又は公告をした後2週間以内とすることが考えられる。株主総会の決議要件を普通決議としているのは、支配株主の異動を伴う第三者割当てによる募集株式の発行等に関する決議は、会社の経営を支配する者を決定するという点で、取締役の選任の決議と類似する面があることから、当該決議に係る株主総会の決議要件（同法第309条第1項）を参考にしたものである。さらに、定足数についても取締役の選任と同様の規律（同法第341条）を設けるものとするかどうかについては、引き続き検討する必要がある。」とある（前掲注21）31頁）。

23) 補足説明によると、「B案は、簡易組織再編の要件を満たす組織再編について、一定数以上の議決権を有する株主が反対通知をした場合には、株主総会が開催されれば議案が否決され

- る可能性があることを理由に、株主総会の決議を要するものとされていること（会社法第796条第4項）を参考に、これと同様の趣旨に基づく規律を設けるものである。」とある（前掲注21）31頁）。
- 24) 補足説明によると、「B案においても、A案と同様の理由から、株主総会の決議要件を普通決議としており、これに上記のB案の趣旨を当てはめると、反対通知をする株主が有すべき議決権の数は、株主総会が開催されれば普通決議の成立を阻止する可能性があるような議決権の数とすることが相当と考えられる。具体的には、普通決議の要件について定款に別段の定めがない場合において、株主総会の決議を要することとするためには、総株主の議決権の4分の1を超える数の議決権を有する株主が反対通知をする必要があることになる。ただし、普通決議の要件について定款に別段の定めがある場合にも適切に対応し得るようにするため、具体的な議決権の数の算定方法は、法務省令において定めることが考えられる（会社法施行規則第197条参照）。反対通知をすべき期間については、A案と同様に、例えば、公開会社が株主に対する通知又は公告をした後2週間以内とすることが考えられる。」とある（前掲注21）31頁）。
- 25) 補足説明によると、「C案は、資金調達の高急性が高い場合における柔軟な対応を可能とするため、現行法の規律を見直さないものとするものである。」とある（前掲注21）31頁）。
- 26) 補足説明によると、「部会では、第三者割当てによる募集株式の発行等の結果、引受人が総株主の議決権の3分の1を超える数の議決権を有することとなる場合には、實際上、当該引受人が公開会社を支配することが可能となるため、そのような募集株式の発行等も、A案又はB案のような規律の対象に含めるべきであるとの指摘もされている。」とある（前掲注21）32頁）。
- 27) 補足説明によると、「募集株式の発行等についてA案又はB案のような規律を設けたとしても、募集新株予約権の発行等について何らの規律も設けないとすると、募集新株予約権の発行等をした上で、その引受人が直ちに新株予約権を行使すること等により、容易に規律が潜脱されるおそれがある。そこで、募集新株予約権の発行等についても、何らかの規律を設けることを検討する必要があると考えられる。もっとも、そのような規律の対象となる募集新株予約権の発行等の範囲をどのように定めるかについては、新株予約権の目的である株式の数として、確定した数のみならずその算定方法を定めることも認められていること（会社法第236条第1項第1号）も踏まえて、引き続き検討する必要がある。」とする（前掲注21）32頁）。
- 28) 補足説明によると、「このような規律とする場合には、割当通知の時期にかかわらず、新株予約権の行使期間を開始することが可能となり、ライツ・オフリングを完了するのに必要な期間を短縮することができると考えられる。」（前掲注21）37頁）。
- 29) 坂本三郎＝高木弘明＝宮崎雅之＝内田修平＝塚本英巨「会社法制の見直しに関する中間試案」に対する各界意見の分析〔中〕商事法務1964号（2012年）16頁～17頁，21頁。
- 30) 要綱案の作成に向けた検討は第21回と第22回であり、第三者割当増資に関しては、第21回において取り上げられている。第23回では、要綱案（第1次案）が検討され、第24回では、要綱案の検討が行われる予定である。
- 31) 前掲注21）31頁。
- 32) 第19回議事録52頁（岩原部会長発言）。

- 33) 第19回議事録53頁（田中幹事発言）。
- 34) 弥永真生＝坂本三郎＝中村直人＝高橋均「会社法法制の見直しに関する中間試案をめぐって〔上〕」商事法務1954号26頁（中村発言）。
- 35) 戸嶋浩二＝園田観希央「会社法法制の見直しに関する中間試案を踏まえた実務の検討（2）資金調達に関する規律の見直し」商事法務1957号（2012年）16頁。
- 36) 石塚洋之＝伊藤昌夫「新株予約権証券の上場制度を利用したライツ・イシューの考察」商事法務1902号（2010年）17頁。
- 37) 前田重行『新版注釈会社法（7）』（有斐閣，1987年）205頁。
- 38) 前田雅弘「ライツ・オフアリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」金融商品取引法研究会研究記録第34号（公益財団法人日本証券経済研究所，2011年）4頁。
- 39) 大田洋＝柴田寛子「会社法見直しの検討（8）ライツ・オフアリングの規制緩和と第三者割当増資に関する規律〔上〕」商事法務1951号（2011年）24頁。
- 40) ライツ・オフアリングの問題点を検討したものととして，太田洋＝柴田寛子「会社法見直しの検討（9・完）ライツ・オフアリングの規制緩和と第三者割当増資に関する規律〔下〕」商事法務1953号（2011年）29頁以下，石津卓＝関口尊成「総会決議を有する有利発行に当るのか引受証券会社への「未行使新株予約権の譲渡価格」の設定」ビジネス法務12巻4号（2012年）89頁以下。
- 41) 倉澤康一郎『新版注釈会社法（7）』（有斐閣，1987年）。
- 42) 岡本智英子「新株予約権と新株予約権無償割当て」法と政治63巻1号（2012年）99頁以下。
- 43) 岡本智英子『募集株式発行の効力論』（税務経理協会，2007年）7頁以下。
- 44) 武久征治「新株発行をめぐる手続上の瑕疵および不正発行一判例理論の検討を中心として一」西尾幸夫編『会社訴訟—その理論と実務の展開—』（法律文化社，1994年）169頁。
- 45) 宮島司『新会社法のエッセンス〔第3版補正版〕』（弘文堂，2010年）272頁。
- 46) 岡野敬次郎『会社法』（有斐閣，1929年）259頁。
- 47) 鳥山恭一「最新判例演習室 商法 筆頭株主の著しい持株比率の低下と新株発行の差止め—株式会社ベルシステム24事件—東京高決2004.8.4」法学セミナー1601号（2005年）122頁。
- 48) 民集15巻3号（1961年）645頁。
- 49) 民集19巻7号（1965年）1745頁。
- 50) 金融・商事判例956号（1995年）3頁。
- 51) 民集51巻1号（1997年）71頁。
- 52) 金融・商事判例1057号（1999年）15頁。
- 53) 民集47巻10号（1993年）5423頁。

本稿は，平成22年度に公益財団法人石井記念証券研究振興財団より受けた助成金の研究成果の一部である。