

〔論 説〕

第三者割当による新株発行に関する規制の基礎的考察

尾 関 幸 美

一. はじめに

近年、第三者割当増資は、機動的な資金調達手段として、上場会社による利用が普及する一方で、株主・投資家からは既存株主の議決権の希釈化や経営者による大株主の選択（支配権の移転）といったコーポレート・ガバナンス上の重要な問題を生じることが認識されつつある。

わが国では、昭和二五年の商法改正以来、授權資本制度の下、取締役会設置会社は、発行済株式の四倍までの数の株式を発行可能株式総数として定款に定めることができ（会社法一一三条三項本文）、公開会社は株主割当以外の方法による有利発行の場合を除き、新株・新株予約権の発行を取締役会決議で行うことができる（会社法一九九条一項・二〇一条一項・三七条一項・一一三条三項一号）。このように、取締役会に新株発行の決定権限が付与されている理由は、授權資本制度と相まって、会社に機動的な資金調達を可能とするためであるという¹⁾。しかし、株主総会の決議

を経ずに、最大で発行済株式総数の三倍の数の株式・新株予約権の発行が可能であるから、第三者割当による大量の新株・新株予約権が発行されると既存株主の持株比率の希釈化や株式の経済的価値の低下を招きやすい点は、以前から、機関投資家等から問題視されていた。²⁾ また、実際に、市場の公正性や上場会社の企業経営の健全性に対する信頼を損なうような発行事例も少なからず見られる。

これに対して、東証は平成二一年八月に株主の権利の不当な制限の禁止や、株主の納得性を増すための手続きの義務付け、不適切な割当予定先の排除、割当先との取引関係の健全性確保等の第三者割当に係る上場制度の整備を実施すると共に、運用面でも、個別事案の実体に合わせた対応を強化した。具体的には、上場会社に対して、第三者割当に係る決議・決定の前に十分な期間を設けて東証に事前相談するように要請し、第三者割当の必要性及び相当性、資金使途の合理性、発行条件等の合理性、割当予定先の適切性等の観点から十分な検討を行ったかの確認を実施することになった。³⁾ そして、上場会社が第三者割当増資をする場合、割当株式が議決権の二五%以上となるとき、または増資による支配権の異動の見込みがあるときは、経営者からある程度独立した者（社外取締役や社外監査役）による意見の入手か、あるいは株主総会の決議による株主の意思確認が求められる（東京証券取引所有価証券上場規程四三二条）。また、払込金額の算定根拠等を含む一定の情報開示も必要とされる（同規程施行規則四〇二条の一）。⁴⁾

さらに、平成二六年会社法改正では、支配権の移転に繋がりうる大量の株式を発行する場合、これを取締役会の判断だけで行えるということになると、経営者による恣意的な利用の危険があることから、募集株式の発行後に、当該募集株式の引受人（特定引受人）が保有することになる株式数が総株主の議決権数の二分の一を超える場合、会社は払込期日または期間の初日二週間前までに特定引受人に関する事項について、株主に対して通知することを要し（公

社法二〇六条の二第一項。なお、公告に代えることも可。同条二項）、この通知から二週間以内に、総株主の議決権の一〇分の一以上を有する株主が会社に対し、当該株式の引受けに反対する旨の通知を行った場合、会社は当該特定引受人に対する株式の割当について、株主総会による承認（普通決議）を受けなければならないとされた（会社法二〇六条の二第四項）。ただし、当該会社の財産状況が著しく悪化している場合であつて、当該会社の事業の継続のために緊急の必要がある場合、この決議は不要とされる（同項但書）。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等の中には、会社を倒産の危機から救済するための資金注入目的のものがあるからである。

このように上場会社が支配権に影響を与えるような第三者割当増資をする場合、会社法の規制に加えて、取引所の上場規程による規律も受けることとなった。

会社法改正や自主規制機関による対応もなされているところであるが、企業の規模と比較して増資の規模（新株の発行数量の発行済株式総数に対する割合）の大小により株価に与える影響力及び議決権の希釈化の度合いも異なることからすれば、既存株主の利益保護の観点から、未だ、不十分な点があるように考えられる。

そこで、本稿では、会社法の下で、第三者割当による新株・新株予約権の発行の際に資金調達機の機動性と既存株主の利益保護をいかに調整するかという問題について、我が国の新株発行規制の変遷を踏まえた上で、この点に関するアメリカ法の規制を参考に、若干の検討を試みることにする。

なお、新株と新株予約権の発行規程は、両者を纏めてほぼ同様の規定を設けられることが多いが、発行目的および法的性質等において、異なる点もあるので、本稿では、まず、新株発行を中心に取扱うことにする。

二、我が国の第三者割当による新株発行に関する規制の経緯

(一) 昭和二五年商法改正

昭和二五年商法改正前は、資本増加は定款変更事項として株主総会の特別決議が必要であったが（昭和二五年改正前商法一六六条一項三号、三四二条、三四三条、三四八条）、同年の改正により授權資本制度が採用され、定款所定の会社の発行予定株式総数（平成一七年改正前商法一六六条一項三号）の範囲内で、原則として、取締役会が必要に応じて適宜新株発行を決定できることとなった（平成一七年改正前商法二八〇条ノ二）。ただし、新株引受権に関する事項（株主の新株引受権の有無またはその制限に関する事項等）を定款に記載しなければならないとされていた（昭和三〇年改正前商法一六六条一項五号、三四七条二項）。

この改正時、法制審議会では、株主の新株引受権の付与を巡って見解の対立があり、既存株主の利益保護の見地から、法律上、株主に新株引受権が付与されるが、これを定款で奪うことができるようにすべきであるという見解と、新株発行の機動性を確保するために、定款で特に新株引受権を付与していない限り、株主には法律上新株引受権はないものとするべきであるという見解があった。昭和二五年改正法は、両者の妥協点として、法律上は株主に新株引受権の有無につき、明記せず、定款による会社の自治に委ねるとともに、原始定款における絶対的記載事項とした。⁵⁾

そして、新株引受権を認められた者に対しては、有利な発行価額での新株発行も当然に行い得るとされていた（昭和四一年改正前商法二八〇条ノ三但書）。この場合、既存株主には、自らの経済的利益を守るための法的手段はなく、公募で有利発行がなされる場合のみ、当該新株発行の差止請求権の行使（昭和四一年改正前商法二八〇条ノ一〇）、

あるいは発行決議に賛成した取締役の損害賠償責任（昭和四一年改正前商法二六六条一項五号、二六六条ノ三）および通謀引受人の責任（昭和四一年改正前商法二八〇ノ一）の追及が可能であった。⁶⁾

（一）昭和三〇年商法改正

昭和三〇年改正法は、絶対的記載事項とされていた株主の新株引受権の付与に関する規定を削除し、原則として、株主は新株引受権を有しないこととした。そして、定款に別段の定めがなければ、取締役会が新株引受権を与える株主を決定するが（昭和四一年改正前商法二八〇条ノ二第一項五号）、株主以外の者に新株引受権を付与する場合は、有利発行か否かに関わらず、株主総会の特別決議を経ることとした（昭和四一年改正前商法二八〇条ノ二第二項）。

これは、授権資本制度の立法趣旨である新株発行の機動性を重視したために、原則として、株主に新株引受権を認めないこととしたが、会社が株主に新株引受権を与えることは、株主にとって一般的に不利益を及ぼすものではないから、取締役会の決定で行うことができるものとした。しかし、株主以外の者に新株引受権を与えることを取締役会の権限にすると、濫用される危険があると考えられたことから、取締役会の権限とはされなかった。すなわち、これを認めると、たとえば、取締役会が資金調達のためではなく、自派の者に新株引受権を与えて会社の支配権を掌握しようとするおそれがあるからである。⁷⁾ただ、経営が傾いた時に、金融機関の救済を受ける等、株主以外の者に新株引受権を与えることが妥当であるか否かを株主自身が判断し得るよう、株主総会の特別決議による承認を要求することにした。⁸⁾

当時は、新株引受権者に対して、有利発行が当然にできると解されていたため、第三者割当てでこれが行われる場合、

既存株主の経済的利益が害されるにもかかわらず、これを保護する手段が何ら用意されていなかったことから、事前に株主総会の特別決議を要求することで既存株主の保護を図ろうとする趣旨である。

しかし、既存株主の経済的利益の保護のために、株主総会の特別決議を要求するという規制方法を採用した理論的根拠は曖昧である。たとえば、持株比率の希釈化に上限を設けるために発行株式数に量的規制をかける、新株発行に反対する少数株主には株式買取請求権を与える、あるいは株式の価値を著しく希釈化するような新株発行は取締役の忠実義務違反になると規定するといった他の規制手法の採用について、まったく議論されていないようである。⁹⁾ 事後的な救済手段としては、前述した取締役に対する損害賠償責任や株式の通謀引受人の責任追及といった方法は存在したが、上場会社の場合、昭和三〇年改正当時、我が国の証券市場は効率的であるとは言えず、第三者割当による新株の有利発行が、とかく非合理的なものになりがちであったと指摘されていることを考慮すると、¹⁰⁾ 事後的な責任追及が、十分に機能したとはいえなかったであろう。仮に証券市場が効率的ならば、理論的には、新株発行時の株価が有利発行による資金調達に運用までを織り込んだ価格で形成され、非合理的な有利発行であるか否かの判断材料を取締役や株主に与えることができるから、事後的な責任追及の方法に、ある程度期待できると考えられる。

したがって、当時の改正法が、事前に株主総会の特別決議を求めるといった規制方法を選択したことは、やむをえなかったと言わざるを得ないという評価に対しては、これを首肯できるだろう。¹¹⁾

(三) 昭和四一年商法改正

昭和三十一年改正により、第三者割当による新株発行には、常に株主総会の特別決議を要することとなったが、その

後、買取引受の適法性との関係で問題とされた。証券会社が発行会社の発行する新株をすべて引受け、これをその新株の払込期日までに引受価額と同一価額で一般投資家に売出し、売残りの株式があれば、買取るといふ、いわば間接公募を買取引受という。実務では、買取引受は公募発行の一形態であり、第三者に対する新株引受権の付与に当たらないと考えられていたため、株主総会の特別決議を得ることはなかった。¹²しかし、買取引受は証券会社に新株引受権を付与するものであるから、株主総会の特別決議を要すると判示した下級審が現れた。¹³最高裁は、買取引受に係る新株発行の無効が争われた事件において、株主総会の特別決議を得ずに行われた新株発行は無効とならない旨を判示したが、買取引受が第三者に対する新株引受権の付与に当たるか否かについて、直接には判断しなかった。¹⁴

これらを契機として、昭和四一年商法改正において、買取引受の場合には株主総会の特別決議を不要とする商法改正の要望が経済界から出され、実務上の疑義を解消すべく、株主以外の者に特に有利な発行価額で新株を発行するには、その者に対して発行することを得べき株式の額面・無額面の別、種類、数および最低発行価額について、株主総会の特別決議を要することとなった（平成一三年改正前商法二八〇条ノ二第二項）¹⁵。

昭和三〇年改正の立法趣旨が、既存株主の経済的利益の保護にあったため、昭和四一年改正はこれにつき新たな視点を提示したのではなく、単に買取引受に関する立法の不備を是正したにすぎないと考えられている。¹⁶

この改正により、新株の有利発行に株主総会の特別決議を要するという規制の原型が作られ、現行法に継受されているといえよう。

(四) 平成二年改正

前述したように、原則として、株主に新株引受権が与えられていない規整の下では、会社が株主割当以外の方法で新株発行をすると、既存株主の持株比率は低下する。上場会社であれば、株主は市場で株式を取得することにより、持株比率を維持することができるが、定款で譲渡制限の定めがある会社の場合（譲渡制限会社）、これは極めて困難である。

そこで、平成二年商法改正は、譲渡制限会社においては、原則として株主は新株引受権を有するものとした（平成一三年改正前商法二八〇条ノ五ノ二第一項本文）。また、株主割当以外の新株発行も可能とするために、株主以外の者に新株を発行する場合は、株式の額面・無額面の別、種類および数について、株主総会の特別決議を要するものとした（平成一三年改正前商法二八〇条ノ五ノ二第一項但書）¹⁷⁾。

(五) 平成一七年会社法改正

会社法は、新株発行の手続きについて、公開会社（会社法二条五号）と非公開会社に分けて規定している。会社法においても、「新株発行」という概念は維持されているが（会社法八三四条二号括弧書、八四〇条一項参照）、既存株主に与える影響という点で、新株発行と自己株式の処分は基本的に異なるところがないし、旧商法の規定でも自己株式の処分に新株発行の規定の多くを準用していた（平成一七年改正前商法二二一条三項本文）。そこで、会社法は通常の株発行と自己株式の処分を「募集株式の発行等」として、まとめて規整を置いている。

公開会社が募集株式の発行等を行うには、①募集株式の数（種類株式発行会社の場合は募集株式の種類および数）

(会社法一九九条一項一号)、②募集株式の払込金額またはその算定方法(会社一九九条一項二号)、③金銭以外の財産を出資の目的とするときは、その旨ならびに当該財産の内容および価額(会社法一九九条一項三号)、④募集株式と引換えにする払込みまたは出資財産の給付の期日またはその期間(会社法一九九条一項四号)、⑤株式を発行する時は、増加する資本金および資本準備金に関する事項(会社法一九九条一項五号)といった募集事項を取締役会で決定する(会社法一九九条二項、二〇一条一項)。その時は、払込期日または払込期間初日の二週間前までに、募集事項を公示しなければならない(会社法二〇一条三項四項)。これは既存株主に募集株式の発行等の差止請求権の行使期間を与えるためである(会社法二一〇条)。

株主割当の方法で、募集株式の発行等を行う場合、前述の募集事項に加えて、株主に対して申込みをすることにより、募集株式の割当を受ける権利を与える旨、および募集株式の引受けの申込みの期日についても、取締役会の決議で定める(会社法二〇二条一項、三項三号)。その場合、会社は募集株式の引受けの申込期日の二週間までに、募集株式の割当てを受ける権利を与えられる株主に対して、募集事項、当該株主が割当てを受ける募集株式の数および募集株式の引受けの申込期日を通知しなければならない(会社法二〇二条四項)。

公開会社においても、株主以外の者に対して、募集株式を「特に有利な払込金額」で発行するためには(有利発行)、株主総会の特別決議を要する(会社法一九九条二項三項、二〇一条一項、三〇九条二項五号)。その場合、募集株式の数の上限と払込金額の下限を株主総会の特別決議で定めたいうえて、募集事項の決定を取締役に委任することもできる(会社法二〇〇条一項、三〇九条二項五号)。株主総会で取締役は有利発行をする理由を説明しなければならぬ(会社法一九九条三項、二〇〇条二項)。

非公開会社における募集株式の発行等を行うには、原則として株主総会の特別決議で、前述の募集事項を決定しなければならぬが（会社法一九九条二項、三〇九条二項五号）、募集株式の数の上限と払込金額の下限を株主総会の特別決議で定めた上で、これを取締役に委任できる（会社法二〇〇条一項、三〇九条二項五号）。取締役は有利発行を行う場合、その理由を説明しなければならない（会社法一九九条三項、二〇〇条二項）。

株主割当て募集株式の発行等を行う場合、募集事項に加えて、株主に対し、申込みをすることにより、募集株式の割当てを受ける権利を与える旨、および募集株式の引受の申込みの期日についても、原則として、株主総会の特別決議で定める（会社法二〇二条一項、三項四号、三〇九条二項五号）。その場合、定款の定めにより、募集事項等の決定権限を取締役（取締役会設置会社では取締役会）に付与することができる（会社法二〇二条三項一号二号）。この場合、会社は募集株式の引受けの申込期日の二週間前までに、募集株式の割当てを受ける権利を付与される株主に對して、募集事項、当該株主が割当てを受ける募集株式の数および募集株式の引受けの申込期日を通知しなければならない（会社法二〇二条四項）。

以上で見たように、立法の経緯からすれば、新株の有利発行に株主総会の特別決議を要するという規制方法は、必ずしも理論的必然性を見いだせないこと、ならびに既存株主の保護のために、他の方法と十分に比較検討を重ねた上で得られた結果ではないと言えるだろう。¹⁹⁾

三. アメリカにおける株式の第三者割当に関する法的規制の概要

(一) デラウエア州会社法

デラウエア州会社法によれば、新株発行は日本の規制と同様、原則として、授權枠の範囲内であれば取締役会決議で発行できるが、これを基本定款 (certificate of incorporation) において、株主の権限とすることは妨げられない。²⁰⁾

また、額面株式の額面未滿発行は禁止されているが、それ以外に、割当先や発行価額について特段の規制はない。法定の要件を満たす閉鎖会社は、株式の引受先を予め基本定款で制限することはできる (同法三四二条 (b) 項および三四七条)。²¹⁾

(二) ニューヨーク証券取引所の上場規則の概要

上場会社が新株発行で資金調達を行う場合、公募で行うのが当然であるように思われるが、実際には、わが国だけでなく諸外国においても、公募による新株発行は株価の下落を招きやすい等の理由からこれを避け、第三者割当によるケースが多いという。²²⁾ たとえば、アメリカでは P I P E s (private placement in public equities) と呼ばれる、伝統的な転換社債の第三者割当やわが国で言う M S C B の第三者割当などが用いられている。

アメリカの州会社法は新株発行に関して事前の規制をほとんど定めておらず、上場会社における第三者割当発行に関して、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) の上場規則第三二二・〇三条以下に規制がある。²³⁾ それらによると、上場会社は、発行済株式 (自己株式・子会社が保有する親会社株式を除く) を基準として、株式数または議決権数の一

定比率以上にあたる株式・新株予約権を発行する場合（自己株式の処分を含む）、原則として、株主の承認を要する。²⁴ 具体的には次の場合がこれに該当する。

- (a) 役員・従業員に対するエクイティ証券を付与する計画 (equity-compensation plan) を実行する場合（発行する新株等の比率を問わない）（規則第三二二・〇三条一項、三〇三A・〇八条）
- (b) 取締役・執行役または当該会社の大株主に対して一%を超える数の株式等を発行する場合（規則第三二二・〇三条b項、三一二・〇四条d項）
- (c) 大株主に発行する場合
 - 五%以上を保有する大株主に対して、(i) 五%を超える数の普通株式を発行する場合、または、(ii) (i) に該当せず、かつ、一%以上の普通株式を発行する場合で、発行価格が一株当たり簿価純資産額及び時価のいずれかを下回る場合は、株主の承認を要する。
 - (d) 二〇%以上の株式等を発行する場合
 - 二〇%を超える株式の発行については、原則として、株主の承認を要するが、次の場合には、株主の承認は不要である。
 - (i) 現金を対価とする公募発行の場合 (public offering for cash)
 - (ii) (現金を対価とする「公正な第三者割当」(bona fide private financing) であり、かつ株式の発行価額や転換証券の転換価額が発行会社の普通株式の簿価純資産及び時価のいずれも下回らない場合（規則第三二二・〇三条c項）²⁵

(e) 株式等の発行が支配の変動 (change of control) を生じる場合

(f) 株主の承認を得ようとすると時間がかり、その間に企業の財務状況が著しく悪化するおそれがあり、かつ、これに該当することにつき、監査委員会の明示の承認を得た場合 (規則第三二二・〇五条)²⁶⁾

前述した (d) (ii) 「公正な第三者割当」とは、(イ) 証券会社が引受けた株式等を private sale (＝公募・売出不い方法で売却すること) という見通しを持って株式を取得する場合 (一九三三年証券法規則第一四四 A) や、(ロ) 発行会社が複数の引受先に当該証券を発行する場合で、いずれの引受先 (関連当事者を含む) にも割当は売却・発行前の発行会社の普通株式・議決権数のいずれにおいて5%以下である私募の場合を指す (規則第三二二・〇四条 f・g 項)。

そして、上記規則の運用に当たっては、上場会社は事前にNYSEと協議を行うものとされている (規則第三二二・〇三条)。

アメリカ法における規制と我が国における規制を比較した時に、最大の相違は、有利発行規制 (会社法一九九条三項、二〇一条一項、二〇〇条二項・二一〇条一号) と不公正発行規制 (会社法二一〇条二号、二二二条一号) を区別せず、その両方を包含する事前規制となっている点にある。また、新株発行等の差止請求訴訟についても、アメリカ法では我が国で言うところの不公正発行と有利発行の各要素を分けることなく、総合的に判断する点に違いがある。²⁷⁾

次に、アメリカ法においても、普通株式の発行価額について、証券取引所規則で一定の考慮がされる場合はあるが、実際には、この点についての学説の議論はほとんど見られない。その理由として、上場株式については、一般的に、我が国のようなディスカウント発行の慣行がないこと、ならびに第三者割当による発行にあたっては、新株引受人は

投下資金の回収手段を確保する意味で優先株式が用いられることが多いことが考えられるという。⁽²⁸⁾ さらに、価格の公正性については、それ自体が問題とされるのではなく、全体としての株式の発行の適法性を判断する際に、一要素として扱われ、その適正性は第三者である専門家の意見の聴取の有無や交渉が独立当事者間としてなされたかというプロセス面が重視されている。⁽²⁹⁾

第三に、上記で見たように、デラウェア州会社法、連邦証券諸法上、新株発行は取締役会の権限とされているが、これは決して取締役会の裁量が自由であることを意味するものではなく、新株発行も会社の経営に関する意思決定の一場面であるから、取締役は会社に対する忠実義務 (Fiduciary duty) を負い、これに反する新株発行は許されないと考えられている。⁽³⁰⁾ たとえば、第三者割当が敵対的企業買収に対する防衛策として利用されていない場合には、通常の経営判断の原則 (Business Judgment Rule) が適用されることになる。⁽³¹⁾

また、通常の公募発行の場合は独立当事者間取引であり、取締役・執行役は会社に対して忠実義務を負っていることから、既存株主を害するよう著しく低い価額で発行する可能性は低いと考えられるため、発行価額に関する詳細な規制の必要性がなかったのかもしれない。

四、会社法における新株発行規制の検討

アメリカ法の規制を踏まえると、上場会社が大量の新株・新株予約権を、とりわけ第三者割当によって発行する場合、既存株主の持分比率の希釈化あるいは経済的不利益に対応する方法として証券取引所の自主規制による対応が挙げられる。つまり、公募と第三者割当を区別し、後者については、原則として、株主の承認を要求することが考えら

れる。また、会社の財務状況が悪化した場合の第三者割当については、例外措置を設けることが望ましいと言える。

この点、既に見たように支配権の異動が生じ得るような第三者割当による大量の新株発行については、東証の事前相談や上場規程による対応は、かなりアメリカの規制内容を意識したものになっていると評価できるだろう。その場合でも、もちろん、規制対象となる割当株式の比率が二五%以上で良いのか、また、増資により支配権が移動する見込みとは具体的にどのような場合とされるのか、その場合に必要とされる経営者から独立した者による意見の入手につき、独立性をいかに解釈すべきかといった問題については、さらに議論の余地があるように思われる。

その一方で、会社法による規制に目を転じると、平成二六年改正により、経営権の異動を生じ得るような大量の新株発行については、募集株式の発行後に当該募集株式の引受人が保有することになる株式数が総株主の議決権数の二分の一を超える場合、すなわち、特定引受人による引受けにつき、株主へ通知し、その結果、総株主の一〇分の一以上を有する株主が会社に反対の通知をした時は、株主総会の普通決議による承認を受けなければならないものとされた（会社法二〇六条の二第一項四項）。ただし、当該会社の財産状況が著しく悪化している場合であって、当該会社の事業の継続のために緊急の必要性がある場合は、株主総会の決議は免除される。この改正も、基本的にはアメリカ法の規制と同様の内容であると言えるだろう。しかし、会社法においては、規制対象となる特定引受人による引受けを、割当てられる新株により議決権の過半数を超える株式を保有する場合とするのに対して、アメリカ法は発行済株式の二〇%以上の新株発行ならびに支配権の変動を生じ得る新株発行と数量規制ならびに実態に応じた規制を講じている点が異なると考えられる。

また、株主総会の決議が免除される「当該会社の財産状況が著しく悪化している場合であって、当該会社の事業の

継続のために緊急の必要性がある場合」の解釈も実際にはかなり難しいように思われる。³³⁾

これ以外にも、アメリカ法では厳密には不公正発行と有利発行とを分けてはいないが、前述のように公正な第三者割当ではない、あるいは発行価額が著しく低額で既存株主に損害を与える場合、株主保護のために、取締役の会社に対する、あるいは多数派株主の少数株主に対する忠実義務の問題として位置づけ、事後的にその違反の有無を裁判所が判断するという規制手段も取られている。³⁴⁾これに対して、我が国の会社法の下では、有利発行の場合の取締役の責任について、学説においてその問題は指摘され、議論されつつも、未だ結論が出ているとは言えない状況である。³⁵⁾この点においても、アメリカ法の考え方は参考になると思われる。

五. 結びに代えて

本稿では、大量の第三者割当による新株発行に関する法規制について、資金調達機の機動性と既存株主の利益保護のバランスをいかに取るか、アメリカ法の規制を参考に簡単な考察を試みた。結論としては、公開会社における株式や新株予約権の発行規制は、その発行価額に着目した有利発行に関する規制だけではなく、発行数量による規制も重要であると考えられる。また、現行の法規制が十分に機能しているとも言えないので、既存株主の保護を徹底するのであれば、株式買取請求権を認めるべきであるとの主張には大いに賛同できよう。³⁶⁾

さらに、事後規制としては、有利発行および不公正発行の場合に、取締役の善管注意義務あるいは忠実義務違反の問題として、積極的に位置付け、損害賠償責任の追及を容易にすることで保護を図るという方向性も考えられよう。この問題については、別途検討したい。

*本研究は、平成二七年度成蹊大学長期研修制度による研究成果の一部である。

注

- (1) 鈴木竹雄「竹内昭夫『会社法』第三版」三九二頁(有斐閣、一九九四年)。
- (2) 東京証券取引所「東証上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する投資家向け意見募集に対して寄せられた意見の概要に ついて」二頁以下(平成二〇年八月二六日公表) (https://www.jpix.co.jp/equities/improvements/general/tvidvq0000004iib-at/2008toushika_iken.pdf) 参照。
- (3) 東京証券取引所「上場管理業務について―不適切な第三者割当の未然防止に向けて―」(平成二二年九月) (https://www.jpix.co.jp/regulation/public/nlsgeu000001igdj-at/203index_pdf_09.pdf)。
- (4) 伊藤昌夫「有価証券上場規程等の一部改正の概要」商事一八七八号二四頁(二〇〇九年)、渡邊浩司「東証による二〇〇九年八月制度改正後の第三者割当の開示状況」商事一九〇六号七二頁(二〇一〇年)。
- (5) 鈴木竹雄「石井照久『改正株式会社法解説』二五―二六頁(日本評論社、一九五〇年)。
- (6) もっとも、通謀引受人の責任に関する規定が適用されるのは、特定の新株引受人にのみ、取締役会で決定した発行価額を著しく下回る価額で新株を引き受けさせた場合を想定していたようである。鈴木「石井同書一八〇頁以下参照」。
- (7) 吉田昂「商法の一部を改正する法律案要綱仮案」について」ジュリ七八号八頁(一九五五年)。
- (8) 同一頁。
- (9) 法制審議会においても、事前に株主総会の特別決議を要求するという規制方法につき、ほとんど異議なく認められたという。昭和三〇年改正は、株主保護の観点と資金調達機動性という実務上の必要性との兼ね合いで、こうした内容に落ち着いたというところである。鈴木竹雄「改正法上の新株引受権」『商法研究Ⅲ』一八二頁(有斐閣、一九七一年)。
- (10) 鈴木・同書一六二頁。
- (11) 松井秀征「新株有利発行規制に関する一考察」小塚壯一郎他編『商事法への提言』三八四頁(商事法務研究会、二〇〇四年)。
- (12) 当時の議論の状況を示すものとして、鈴木竹雄「買取引受と商法二八〇条の二第二項」・前掲注9書一九七頁以下を挙げておく。
- (13) 横浜地判昭和三七年二月一七日下午民一三卷一三二四七三頁、東京高判昭和三九年五月六日高民一七卷三三二〇一頁、大

- 阪高判昭和三九年六月一日高民一七卷四号二四八頁。
- (14) 最判昭和四〇年一〇月八日民集一九卷七号一七四五頁(前注13大阪高判昭和三九年六月二一日の上告審判決である)。
- (15) なお、平成一三年商法改正で額面株式が廃止されたため、株主総会の特別決議事項からも株式の額面・無額面の別は削除された(商法二八〇条ノ二第二項)。
- (16) 松井・前掲注11文献三八五頁。
- (17) 大谷禎男「商法等の一部を改正する法律の解説」[七] 商事二二二八号二一一三二頁(一九九〇年)、北沢正啓「改正会社法の解説」一〇六一〇七頁(有斐閣、一九九〇年)。
- (18) 定款上、すべての株式について、譲渡制限が付されている会社をいう。また、種類株式発行会社では、全部の種類株式について譲渡制限が付されている会社である。
- (19) この点につき、詳細は松井・前掲注11文献を参照。
- (20) Del. Code Ann. tit.8, § 153 (2001)。
- (21) Id. at § 342 (b). 347。
- (22) 松尾順介「大杉謙一」岡村秀夫「新しいファイナンスをめぐる問題について」MSCBおよび新株予約権めぐって」証券経済研究六四号六五頁、七四頁以下(二〇〇八年) 参照。
- (23) NYSE Listed Co. Manual ("NYSE Rule") § § 31203 (b), (c) and (d), 31204 and 31205。
- (24) 原則として、総株主の議決権数の過半数が決議に参加し、そのうちの過半数が承認することが要件となっている(NYSE Rule § 31207)。
- (25) この場合、転換・行使価額と発行時点における株価との比較だけが問題とされており、いわゆるオプション価値については考慮されていない点は興味深い。中山龍太郎「米国における買取防衛策に関する法的議論の外観」第三者割当・複数議決権株式を中心に「武井一浩」中山龍太郎編著『企業買取防衛戦略Ⅱ』一七〇頁注二一(商事法務研究会、二〇〇六年)。
- (26) 会社はすべての株主に対して株式等の発行の一〇日以上前に郵便を送付し、その中で当該株式等の発行が元来であれば取引所の政策により、株主総会の承認が必要であるところ、株主総会の承認を省略しようとしていることを株主に警告し、例外的取扱いにつき監査委員会が明示に承諾したことを株主に示すことを要する。
- (27) 中山・前掲注25書一六三一一七八頁。
- (28) 中山・同一七九頁。

- (29) ARTHUR FISHER, ALEX SUSSMAN AND GAIL WEINSTEIN, TAKEOVER DEFENSE: MERGERS AND ACQUISITIONS (8th ed. 2017) ¶ 13-31.
- (30) 中山・前掲注25書一七一頁。
- (31) アメリカにおける経営判断の原則とは、一九世紀以降、判例法理として生成・発展してきた原則であり、取締役の経営判断が会社に損害をもたらす結果を生じたとしても、当該判断がその誠実性・合理性をある程度確保する一定の要件の下に行われた場合には、裁判所が判断の当否につき、事後的に介入し、注意義務違反として取締役の責任を直ちに問うべきではないという考え方である。吉原和志「取締役の任務懈怠責任―商法から」潮見佳男〓片木晴彦編『民・商法の溝をよむ』一三五頁（日本業論社、二〇一三年）。
- (32) このような例として、次の裁判例がある。See *Doskocil Cos. v. Griggv.*, 14 Del. Corp. L. 661 (Del. Ch. Aug. 4 1988), subseqent proceedings, 14 Del. J. Corp. L. 668 (Del. Ch. Aug. 18, 1988); *Glazer v. Zapata Corp.*, 658 A.2d 176 (Del. Ch. 1993).
- (33) 改正法の間題試案の段階でのこの問題について検討したものに、中村信男「公開会社の第三者割当増資に係る会社法上の規律とその見直し―会社法および金融商品取引法の交錯の視点からの一考察―」早稲田商学四三二一―五三九―五四三頁（二〇一二年）がある。
- (34) 神田秀樹『会社法「第四版」』一九八頁（弘文堂、二〇一三年）。
- (35) 松井・前掲注11文献三七九頁注五、田中亘「募集株式の有利発行と取締役の責任」新藤幸司〓山下友信編『会社法と商法』一四五頁以下（商事法務研究会、二〇〇八年）参照。
- (36) 明田川昌幸「公開会社における株式および新株予約権の発行規制について」黒沼悦郎〓藤田友敬編『企業法務の理論（上）』三五―一頁（商事法務、二〇〇七年）。

