

第3者割当増資の問題点

大 島 和 夫

はじめに

- 1 裁判に現れた事例
 - 2 第3者割当増資の問題点
 - 3 実務家の主張
 - 4 金融審議会・金融分科会のスタディグループの報告
 - 5 東京証券取引所の有価証券上場規程の改正
 - 6 私見
- まとめ

はじめに

新会社法は新株発行が会社の資金調達的重要手段であることから、経営を機動的に行えるようにという理由で、公開会社では取締役会で新株発行を決定できることを原則としている。さらに、株式譲渡制限会社（非公開会社）の株主にも新株の優先的割当の権利を認めなかった。これは、行き過ぎであるように思う。

公開会社の場合、株主に新株引受権を与えなくても、新株の発行が時価発行であれば、株価が下がることはないから、既存株主に経済的損失を与えるおそれはないとされる。しかし、議決権比率は低下する。もっとも、株主の多くは経済的利益に主眼をおいており、経営そのものには関心をもっていないので、議決権比率はほとんどの株主には問題とならない。しかし、議決権比率を低下させることが目的である場合には、そのような新株の発行、特に第3者割当は認められない（ニッポン放送事件）。

第3者割当による新株発行には問題が含まれている。会社法は、第3者に対する有利発行には株主総会の特別決議を要するとして、既存株主の利益の保護を図っている^{*1}。129条3項で言う「株式を引き受ける者に特に有利な金額」とは、時価よりも低い発行価額を指すが、実務では、第3者にとって時価よりも少し低い発行価額でなければメリットがないため、第3者割当の発行価額

*1 会社法199条2項3項。

を少し低く定めることが普通である。したがって、どの程度までが有利発行にあたるかが問題となる。有利発行に当たると判断されれば、株主総会の特別決議を経ない場合には違法となり、新株発行の差止めが認められる^{*2}。

2008年に一挙に深刻化した世界的な経済危機の中で、多くの大企業が大規模な第三者割当増資を行っている。一般的には当たり前と受け止められているかもしれないが、たいていの場合には、第三者にかなり有利な価額で割り当てられており、株主平等という観点から見た場合に大きな問題があるように思う。

戦後の日本では企業が増資するときには券面額で株主に割り当てるのが通常であったが、これでは調達できる金額が多くないために、1960年代の中頃から時価による公募発行が多くなった。新株予約権付社債の発行も時価ファイナンスという意味では同じである。ところが、その後、第三者割当増資が増加する。龍田節教授が掲げる表によると、2004年は公募が第三者割当増資を少し上回ったが、2005年度は第三者割当増資が8101億円となって公募を1400億円以上上回り、株式による資金調達額の26%を占めている。ちなみに株主割り当ては42億円に過ぎない^{*3}。この傾向は、その後拡大する。

第三者割当増資は特定の者に新株の割当を約束することであり、そのものに新株の割当を受けられる権利を与えたことになる。株主になってもらいたい者が引き受けやすいように、払い込み金額を時価より低くすることが多い。

しかし、コーポレート・ガバナンスの原則から言えば、会社の所有者は株主であり、所有者に不利な割当は、エージェントとしての経営者にとっては忠実義務違反になる可能性がある。つまり、本来は、投資家が株を選ぶ。それが市場におけるガバナンスの意味である。ただし、専門的な知識と機動的な判断が要求されるために取締役会に委任されているにすぎないはずである。しかし、第三者割当増資の現実には経営者が株主を選んでいる。これでは市場によるガバナンスが働かないだけでなく、会社を支配するものが株主ではなく、経営者であることを露呈している。もちろん、経営者は議決権過半数株主（支配株主）の同意を得て行っているという反論がありうる。しかし、あとで述べるベルシステム事件の場合には、経営者が筆頭株主の持ち株比率を下げ、他の会社の子会社になるために1318億円もの第三者割当増資を行った。従って、経営者は必ずしも議決権過半数株主の同意を得て行動しているわけではない。

第三者割当増資の本来の姿は、業務提携の相手方企業とか、従業員持ち株制度の下で従業員に割当てることだと言われてきた。ところが、現実には、増資が抑制されているときの資金調達とか、上場廃止を避けるため株主数・株式数増加などの目的で、この方法を利用したり、募集に対する規制を迂回して私募の形をとることが行われてきた。それは株主平等の原則だけでなく、企業経営の透明さ、証券市場の透明さの確保にも反し、好ましくないことは明かである。第三者割当増資をした直後に倒産した例や、株式公開直前の第三者割当増資が贈賄に利用された例（リクルー

*2 新株発行の差止事由は会社法の210条に規律されている。

*3 龍田節『会社法大要』有斐閣2007年289頁、表082.30。

ト事件)もある。第3者割当増資に対する規制は一時強化されたが、最近はまだ緩和されている^{*4}。私は、企業の不祥事が大量に発覚した90年代以降の会社法改革を一定評価するが、第3者割当増資が事実上野放しに近い現在の状況は、株主と投資家にとって大きな問題であると考ええる。

1 裁判に現れた事例

1 他の会社との結合を強化するため

(1) アイワ・ソニー事件

1969年1月にアイワがソニーとの提携を深めるため、取締役会決議でもって資本金6億円を倍額にし、増資分6億円をソニーに割り当てた。この新株発行においては、発行価額の70円が前日の市価145円の約半額であり、「特に有利なる発行価額」に該当するために、その新株発行について総会の特別決議を必要とするのに、それを経ていなかった^{*5}。株主から新株発行無効確認の訴えが提起された。

裁判所は、発行価額の点にはふれず、商法280条の2第2項違反は新株発行無効の原因にはならないと判示した^{*6}。そこで株主は、商法280条の11により、この発行価額が著しく不公正であるとして新株引受人であるソニーに対し差額金請求の代表訴訟を提起した。1審判決は、アイワの株式の市価145円はソニーとの企業提携の見込みを反映して株価が高騰した結果であるから、発行価額70円が市価との間に差があっても、それが企業の提携に影響されない時期の市場価格ないし企業の客観的価値を基準として適正に定められている限り、不公正な発行価額ではないとし、2審判決もこれを支持した^{*7}。この判決は、目的による正当化というよりも、有利発行の基準となる市場の株価について、「特殊事情によって短期間に高騰した価格は基準にならない」と判断したものと理解できる。

2 現経営者の支配権維持のため

(1) タクマ事件

1987年11月9日に、株式会社のタクマは同社の発行済み株式総数の32.36%を保有するコスモポリタン株式会社に対抗するため、その直前である同月7日の同社株の終値が1520円であるにもかかわらず、680円の発行価額で1600万株を金融機関等15社に割り当てて発行した。これに対し、コスモポリタンは、この新株発行は特に有利な価額をもってする発行であるにもかかわらず総会の特別決議を経ていないとして、発行の差止めの仮処分を求めた。これに対し、裁判所は、タクマの株式の市価はコスモポリタンの株式買い占めによつて急騰したものであるから、そ

*4 龍田節『会社法大要』有斐閣2007年291頁。

*5 旧商法280条の2第2項、会社法199条3項

*6 東京地裁判1970.1.29商事法務513号20頁。

*7 東京地裁判1972.4.27判時679.10、東京高裁判1973.7.27判時715.100。

のような株価は公正な価額の決定に際して基準たり得ないとして、差し止めの仮処分を下さなかった^{*8}。この判断も、アイワ・ソニー事件と同じである。

(2) 忠実屋・いなげや事件

大手不動産会社秀和が中堅スーパー「忠実屋」および「いなげや」の株式をそれぞれの発行済み株式総数の33.4%および21.01%買い集めたのに対抗して、「忠実屋」と「いなげや」は、両社の業務提携の強化を目的に掲げて、相互に発行済み株式総数の19.5%に当たる新株を発行する旨の取締役会決議を行った(1989年7月10日)。発行価額は「いなげや」は1580円、「忠実屋」は1120円であった。しかし直前の市価はそれぞれ4150円、5050円であった。秀和は、この発行価額は「特に有利なる発行価額」にあたり、かつ、本件新株発行は、資金調達必要性を欠き、現実にも資金が調達されておらず、もっぱら秀和の持ち株比率を低下させ、現経営陣の支配権を維持する目的でなされたものであるとして、新株発行禁止の仮処分を申請し、裁判所がこれを認容した^{*9}。「忠実屋」と「いなげや」が取締役会で決定した発行価額は直前の市場価額と比べてそれぞれ22%、38%であった。この事件は、「有利な価額」の認定が根拠になっているが、同時に、互いの株式の引き受けが見せ金的であったことも見逃せない。

(3) 宮入バルブ事件(新事件)^{*10}

東証2部上場会社の宮入バルブは、その普通株の価額が2003年8月には200円台であったが、同年9月ごろから上昇を始め、2004年3月には1020円にまで達した。その時点で仮処分事件の債権者Aらの取得株式は36.76%に達していた。同年5月宮入バルブはBに対し、1株当たり393円で同社の普通株770万株(発行後の31.08%)を第三者割当の方法で発行することとした。決議前日の株価は1010円であった。

Aらは、本件第三者割当増資が特定の者に対する有利発行であるにもかかわらず株主総会の特別決議を経ていないとして仮処分を申請した。東京地裁は2004年6月に宮入バルブの新株発行を差し止める仮処分を下した^{*11}。

決定は、発行価額が決議前日の株価の39%に過ぎないことが「特に有利な金額」であると認定したが、関連して証券業界の自主ルールに言及した。

証券業界の自主ルールは1973年の「第三者割当増資に対する統一見解」および76年の「時価発行増資に関する考え方」にまとめられ、2003年3月に改正されている。そこでは、とくに有利な発行価額によらない第三者割当増資の際の発行価額は「取締役会決議の直前日の価額に0.9を乗じた額以上の価額であること、ただし、諸状況を勘案して決議の日から最長6ヶ月をさかの

*8 大阪地裁決1987.11.18 判時1290.144, 抗告審は大阪高裁決1987.11.24(未発表)。

*9 東京地裁決1989.7.25 商事法務1190.93

*10 宮入バルブは第三者割当の常連で、1988年頃にも同種の事件を起こしている。後述。

*11 東京地裁決2004.6.1 商事法務1702.24

ほった日から、決議の直前日までの間の平均の価額に0.9を乗じた額以上の価額とすることができる」と定められた。

宮入バルブの東京地裁決定は、本件発行価額は本件新株発行決議の日の直前日の価額に0.9を乗じた909円に比較しても約43%、本件新株発行決議の日の前日から6ヶ月前までの平均の価額に0.9を乗じた650円と比較しても約60%にすぎないと述べて、「特に有利な金額」を認定した^{*12}。

(4) ニッポン放送事件 新株予約権の発行

2005年に2月にライブドアは東証の時間外取引を利用してニッポン放送の約35%の株を取得し筆頭株主となった。危機感を抱いたニッポン放送は、2005年2月23日にフジテレビに対して新株予約権を発行する決議を行った。これに従って新株を割り当てれば第3者割当増資と同じ効果が生じる。翌日、ライブドアが新株予約権の発行差止めを東京地裁に申請した。ニッポン放送側は、新株予約権の発行目的はフジテレビの子会社になることによる企業価値の維持・向上にあると主張したのに対し、裁判所は、「経営陣の支配維持を主たる目的とする新株予約権の発行は原則として不公正な発行に当たる」としつつ、株主全体の利益の保護という観点から特段の事情がある場合には不公正な発行にあたらぬ場合があるとして4つの類型を検討し、結果として本件はいずれの特段の事情にも該当しないとして、新株予約権の発行差止めを認めた^{*13}。この事件では1審でも保全抗告審でも、「有利な金額による発行」を根拠にしたのではなく、「不公正発行」を根拠にして差止めを認めた。この背景には、新株予約権の場合には、新株を現実に発行する場合とは異なり、その現在価値をどのようにして計算するかという困難な問題の存在がある。

3 資金調達

(1) ベルシステム事件

2004年7月20日にベルシステム24が筆頭株主であるCSK（持株比率39%）の意向に反してNPI（日興プリンシパル・インベストメント）ホールディングスを引受先とする1318億円の第3者割当てを行おうとして、ベルシステム24とCSKの間で裁判となった。CSKは、増資の目的がCSKの持ち株比率を引き下げることによる現経営陣の地位の維持にあるとして、新株発行の差止を求める仮処分を申請した。しかし、裁判所は、現経営陣の一部がCSKの持ち株比率を低下させて自らの支配権を維持する意図を有していたことが推認できるとしながらも、発行会社に合理的な事業計画があり、かつその事業計画のために新株発行による資金調達の必要性がある場合には、現経営陣の支配維持を「主要な目的」とするものであったとは認めることができないとして、不公正な新株発行ではないと判断した^{*14}。

*12 岸田雅雄『ゼミナール会社法入門』第6版、日本経済新聞社2006年326頁以下参照。

*13 商事法務1726号70頁。

*14 商事法務1705号115頁、1710号48頁。

この事件では、ベルシステム 24 が NPI の子会社になったので、アイワ・ソニー事件と似ているが、第 3 者割当増資が支配権の維持を目的とするものであっても、主たる目的が資金調達である場合には許されるとした点で、実務に大きな影響を与えたものと思われる^{*15}。

2 第 3 者割当増資の問題点

第 3 者割当増資の問題点は次の 3 点に集約することが出来る^{*16}。

1 第 1 は、発行価額である。会社法 199 条 3 項は「株式を引き受ける者に特に有利な金額」で第 3 者に新株を発行する場合には総会の特別決議を要求しており、もし、それが行われなければ、このような発行は違法となり、新株発行の差止めが認められる。しかし、実際には第 3 者に購入してもらうために、ある程度時価よりも低く売られるのが普通である。そうすると、どの程度までなら「特に有利な金額ではない」と認められるかであるが、前述の証券業界の自主ルールを参考にとすると、割当決議の直前日までの間の平均の価額に 0.9 を乗じた額以上の価額ということになろう。問題は、株の買い占めによって市場価格が高騰している場合である。アイワやタクマの事件では、裁判所は、株の買い占めによって高騰した市場価格は公正な発行価額の決定に際して必ずしも基準にはならないとした。しかし、そんなに簡単に「市場価格ではない」と言い切れるものだろうか。株の売買の駆け引きが存在しない市場価格などありうるのだろうか。

これに対して、忠実屋・いなげや事件では裁判所は、買い占めによる市場価格の高騰が株式市場における一時的現象にすぎない場合に限り市場価格を公正な発行価額の算定基礎から排除することができるとし、同事件においては、高騰した価格が 2 年 5 ヶ月の長期間にわたって続いたのであるから、その価格を公正な発行価額の算定基礎から排除したのは相当でないと判断した。

その後、前述の宮入バルブ事件の東京地裁決定 2004 年 6 月 1 日において、有利な価格の判定において、証券業界の自主ルールに言及されているので、今後は、第 3 者割当増資の際の発行価額が取締役会決議の直前日の価額に 0.9 を乗じた額以上の価額であることが、ひとつの目安になるのではないかと思われる。

2 第 3 者割当増資が、特定の株主の持ち株比率の低下を目的とする場合である。発行価額が公正であり、払い込みによって会社資産が増大する場合でも、第 3 者割当増資が、もっぱら特定の

*15 結局、ベルシステム 24 は、NPI が CSK から買収する形になった。その後、2006 年にはベルシステム者に対する投資をめぐって NPI の不正会計が発覚し、日興グループの経営陣は退場することとなり、NPI はアメリカのシティグループに買収された。ところが、シティは 2008 年に経営が破綻し、経営再建のために、買収した日興コーディアル証券や日興アセットマネジメントなどを次々に売却することとなり、ベルシステムも売却されることとなった。2009 年 9 月 1 日に入札を締め切ったが、日米欧の大手投資ファンドなど 10 社程度が名乗りをあげ、買収金額は 1500 億円を超える見通しとなった。

*16 河本一郎『現代会社法』新訂 9 版、商事法務 2004 年 290 頁以下参照。

株主の持ち株比率の低下を目的とする場合には「著しく不公正な方法」によるものとして、株式の発行を差止められる可能性がある^{*17}。

宮入バルブ旧事件では2度にわたって、裁判所から新株発行が著しく不公正な方法によるものではないとの判断が下された。1988年9月末にT社等が宮入バルブの発行済み株式総数の50.07%にあたる550万8000株を買い占めたのに対し、宮入バルブの取締役会は、同年11月18日、280万株の新株発行決議を行い、これを主要な取引先等に割り当てた。T社側は新株発行差止の仮処分を申請したが却下された^{*18}。

その後、T社およびこれに同調する株主等は、宮入バルブ株式を合計で640万株（約47%）保有するに至ったところ、宮入バルブは1989年8月21日の取締役会で、再び250万株を一株851円^{*19}で関連会社と金融機関および取引先に割り当てる旨の決議を行った。T社等はこの新株発行についても差止の仮処分を申請したが却下された^{*20}。裁判所の決定理由は、新株発行の結果、T社等の持ち株比率が約40%に低下するとしても、新株発行の主要目的が資金調達にある場合には、著しく不公正な方法によるものとはいえないというものであった。

しかし、事実認定の問題として、この判断には大きな疑問を抱く。現に、宮入バルブは2004年5月にも同じことを繰り返した。この時は「特に有利な金額」が認められて差止めが認められた。特定の株主の持ち株比率の低下を目的としていたことは明かである。反社会的な勢力による会社の乗っ取りを防衛する必要があるが（T社がそうだというわけではない）、それは、別の方法で行うべきであって、第3者割当増資を簡単に認めるというのは間違っている。

前述のベルシステム事件でも、裁判所は、現経営陣の一部がCSKの持ち株比率を低下させて自らの支配権を維持する意図を有していたことが推認できるとしながらも、発行会社に合理的な事業計画があり、かつその事業計画のために新株発行による資金調達の必要性がある場合には、現経営陣の支配維持を「主要な目的」とするものであったとは認めることができないとして、不公正な新株発行ではないと判断している。この事件では、最終的にはNPIがCSKから株を買い取っているため、CSKが特に不利な扱いを受けたということにはならないかもしれないが、第3者割当増資が支配権の維持を目的とするものであっても、主たる目的が資金調達である場合には許されるとした点で、実務に大きな影響を与えた。

3 お互いを引受人とする新株発行は違法性が高い。忠実屋・いなげや事件では、「忠実屋」と「いなげや」は、同時にお互いを引受人として新株発行をしようとしたが、このような場合には、新株発行によって調達された資金は相手方の発行する新株の払込金にあてられるから、実際には資金の増加はなく、ただ両社の資本だけが増加するにすぎず、いわゆる資本の空洞化が生じる。こ

*17 会社法210条2号。

*18 東京地裁決1988.12.2判時1302.146。

*19 1989.2.20から8.18までの終値平均に0.9を乗じて算出したもの。

*20 東京地裁決1989.9.5商事法務1193.41。

これは、かなり違法性が高いと判断される。たとえ、業務提携の強化を目的に掲げていても、許されるものではない。

3 実務家の主張

2009年2月6日に東京国際フォーラムにおいて東京大学ビジネスロー・比較法政研究センターによる第33回比較法政シンポジウムが行われた。テーマは「上場会社法制の将来」であった。総論報告の中で、神田秀樹教授は、上場会社法制の整備が最近さかんに議論される背景として、昨今、第3者割当増資などの分野において、市場の投資者の利益を損ないかねないような事例がまみられることをあげた^{*21}。つまり、大規模第3者割当増資が株主や投資者の利益を損なうおそれがあるので、それを防ぐために上場会社法制の整備が急務であるということである。しかし、整備の方向について意見がまとまっているわけではない。このシンポジウムのなかで、「企業法務からみた上場会社法制をめぐる論点」という報告を行った武井一浩弁護士は、同報告およびその後の論文の中で、第3者割当増資に対する規制を単純に強化すべきではなく、柔軟な対応をすべきであると主張した。そこで、武井報告の要点を以下に紹介する。

上場会社法制を含めた上場企業をめぐるインフラのあり方は、企業価値の向上、日本企業の国際競争力の強化につながるものでなければならない。この目的意識は、私たち研究者の「資本市場に対する投資家と株主の信頼の形成と保護」という意識とはかなり異質であるが、実務家であれば当然なのであろう。

武井弁護士は、第2、第3の目的として、企業を取り巻く各ステークホルダーの利害をバランスよく調整して設計すること、業務執行側と株主側との間の疑心暗鬼を緩和ないし解消することをあげている。この第3の目的に関しては、「経営者側と株主側との間ではどうしても意見の一致をみない項目が不可避免的に生じる」とか「資本主義である以上こうした衝突はどの国も定期的に繰り返している。そうした衝突が起きること自体は歴史の中で不可避な現象」であると述べている。そして、重要なことは、「経営者と株主間の相互不信を深刻化させないこと」であり、「そのためには相互不信の芽が現場で効率的に対処されるよう、上場会社法制を含む上場会社を取り巻くインフラにも、経営現場と株主・資本市場間の疑心暗鬼を緩和するためのいろいろな工夫を組み込んでおく必要」があるとする^{*22}。

全体としては妥当な主張かもしれないが、私は経営者と株主の疑心暗鬼とか意見の不一致というとらえ方には賛成できない。経営者はあくまでも株主の財産の受託者であり、忠実義務を負っている。硬直的な考え方といわれるかもしれないが、これは近代市民法の大原則であって譲ることはできない。従って、問題はやはり、経営者が企業財産の所有者である株主の利益を害するよ

*21 商事法務 1865.6。このシンポジウムの報告と討論の内容は、商事法務 1865号と別冊商事法務 No.332に掲載されている。

*22 商事法務 1865.37。

うな大規模な第3者割当増資を行おうとするときに、それをどのようにしてチェックし、規制することができるかである。目標は、「経営者と株主の間の相互信頼」ではなく、「株主による経営者のチェック」である。すでに見てきたいくつかの事例は、そのことを雄弁に物語っている。

武井弁護士は、企業価値向上・国際競争力強化に資する上場会社法制であるためには、各種のステークホルダー間の利害や各種の「論理」や「要請」との間の適正なバランスを常時さぐっていく必要があるとし、そのためには上場会社法制はどこか「柔らかく」つくられるべきではないかと示唆する。これは実務から得られた貴重な経験に基づくものと思われる。ただ、上場会社法制は最初から「常にこうあるべき」という価値判断で堅い構造のものを作ると、「硬直性による弊害が生じる」と述べられ、弊害を生むような「規律について機動的な改正がなされないと、本来行われるべき企業活動が行えなくなる」と述べられるときの、弊害の意味がよく分からない。少なくとも、現実の諸事件を見る限り、弊害はむしろ、適切な規律の不存在によって多くの株主に損失が生じていることであり、その結果、日本の資本市場に対して大きな失望が生まれていることのように思われる。「本来行われるべき企業活動」を保障するためにも、日興グループがベルシステム24を利用して行ったような粉飾決算を阻止しうる法制の整備が急務と思われる。ただし、規律の仕方が柔構造であるべきという指摘は検討に値すると思う。

武井弁護士は、大規模な第3者割当増資のあり方について、経営者と株主との疑心暗鬼が一つの原因という見方もできるとしながら、6つの論点をあげている^{*23}。

第1の論点は、大規模第3者割当増資が取締役会による支配株主の選定にあたらぬかということである。会社法の世界では経営権に争いがある局面での不公正発行として多くの裁判例がある。経営権に争いがない状況でも、支配株主を取締役会が選定できることは問題である。この論点に関して、武井弁護士は、取締役会のチェック機能と関連させて分析している。彼によると、取締役会は、所有と経営の分離している状況において経営現場に不可避的に生起する利益相反を解消・緩和するための仕組みとして各資本主義国において用いられている一つの知恵である。彼はそれをSupervisory Boardと呼んでいる。直訳すれば監督理事会であろうか。それが、株主・資本市場と経営・執行現場との「クッション」として、両者の間で機能しているとする^{*24}。その意味で、武井弁護士によれば、取締役会による支配株主の選定は必ずしも否定的に評価される必要はないということになる。しかし、彼自身も、オーナー系企業のMBO事案には少数株主保護の点で問題があることを指摘しているし、なによりも、非業務執行役員である社外取締役を一名も入れていない上場会社が少ないことを認めている。

取締役会のモニター機能説については、現状分析だけでなく、そもそも理論的にも問題があるように思うが、その検討は次の機会に回したい。

第2の論点は、議決権の希釈化である。第3者割当増資は、特定の者に対する有利発行に該当

*23 商事法務 1865.38 以下。

*24 商事法務 1865.40。

しなくても議決権は必ず希釈化する以上、株主から経営者に対して、その第3者割当増資が合理的な手段であることを説明するように求められる。特に、この間の商法改正で自由化された新株予約権の第3者割当の場合には、直ちに増資による資金が流入するわけではないから、説明の必要性はより大きくなる。

第3は、すでに触れた忠実屋・いなげや事件のような、「見せ金」的な場合である。

第4は、資金調達の緊急性の判断である。武井弁護士はエクイティによる資金調達について過度の制約を行うことは、企業にとって緊急に資金を調達しなければならないときに危険ではないか、として次のように述べる。増資では既存株主の議決権が希釈化することはあっても、資金が上場会社に入ってくるという面からは会社自身には目に見える損害は出ていない。こうした「会社利益を損なわないが株主利益には影響のある行為」について、現行会社法はおおむね、会社役員に何らかの法的義務を課すよりも、株主側の自衛措置（差止めや株式売却）に委ねている。それで妥当ではないかということであろう。

それなりの説得力はあるが、問題はやはり「会社利益を損なわないが株主利益には影響のある行為」のとらえ方であろう。エクイティによる資金調達が会社の（中長期的な）利益の拡大につながる場合には、このような判断は正当化される。しかし、それが、経営者の保身や特定の相手方との関係強化を目的とする場合には、やはり許されないのではないか。問題は、そこで主張されている「会社利益」の中身である。

また、緊急の資金調達についても、エクイティによる資金調達が妥当か検討する必要がある。例えば、CPの利用もあるし、環境が不利な場合には、取引先銀行にコミットメントラインを設定してもらう方法もある^{*25}。コミットメントラインが設定してもらえないような会社が大規模第3者増資を行う事自体が、問題を発生させるように思う。

第5は、株主承認である。有利発行の場合には総会の特別決議でクリアできるようになっているが、有利発行の判断があまりののではないかという問題がある。株式についてはすでに述べた90%ルールが存在する。しかし、武井弁護士は、10%ディスカウントまでなら常に有利発行に該当しないという理屈ではないとする。一方、外形上は「第3者割当増資には株主の承認が必要」という法制にみえる国でも、必ず緊急時には株主の了解は不要であるとか、他にいろいろな柔軟性のある例外措置がきちんと手当されているとする。

私は外国法のことは分からないが、日本の場合にはそもそも原則にあたる規制ルールが弱いのであるから、原則と例外という関係を持ち出されても比較のしようがない。

なお、新株予約権の場合には何をもって有利発行というのか客観的な認定が容易でないことは、武井弁護士の指摘するとおりである。

第6は、引受先の透明性である。第3者割当増資によって上場会社の株式の20%とか、30%といった大きな割合を保有するようになる主要株主であれば、上場会社の経営や他の株主に大きな影響を与える。その主要株主がすでに上場会社である場合には情報は十分に開示されているが、

*25 コミットメントラインは2008年12月末には6兆400億円に達している。日経新聞2009.9.8。

投資事業組合や特別目的会社（SPC）が引受先の場合には、慎重な調査が必要である。特に税制上の利点がある海外の租税回避地に登記されている場合には注意が必要である^{*26}。武井弁護士は、上場会社の一定の主要株主には相応の規律が伴うのではないかと指摘する。正当であると思う。現行法制下では金融商品取引法の大量保有報告制度（いわゆる5%ルール）がすでに存在しているが、武井弁護士は、重要な法的効果といえる議決権停止など会社法上の効果とのリンクが重要であると指摘する。

以上、実務家の鋭い指摘に学ぶべき所は多いと思うが、根本的には、第3者割当増資そのものが、株主から財産を受託されている者としての経営者の忠実義務に抵触するのではないかという点で、とらえ方に差があるように思われる。

4 金融審議会・金融分科会のスタディグループの報告

2009年6月17日に金融審議会の金融分科会に設置された「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」が「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」という報告を公表した。このグループは、座長が池尾和人教授でメンバーは30人、オブザーバーが法務省の民事局参事官と経済産業省の経済産業政策局の産業組織課長の二人という大規模なもので、研究者と実務家から構成されていた。銀行や証券会社の役員の他に、東京証券取引所の代表取締役専務、大阪証券取引所の常務執行役員、日本証券業協会副会長も参加していた。研究者メンバーには岩原紳作教授、上村達男教授も含まれていた。

このスタディグループは、2008年10月から8回にわたり審議を行い、上場会社等のコーポレート・ガバナンスのあり方について、幅広い検討を行い、それを報告書にまとめた。その内容は、きわめて重要である。

1 報告書は、日本の上場会社のコーポレート・ガバナンスの実効性を確保するとともに、日本の資本市場が国の内外の投資者等の十分な理解を得て、国際的なレベルでの信認を確保できるようにするために、多くの重要な論点を指摘し、改善の方向について提案した。本稿では、その中から、主に第3者割当増資にしばって紹介する。

報告は、日本の市場の現状について次のように述べる。「現時点でも、上場会社等の不祥事や少数株主等の利益を著しく損なうような資本政策などが後を絶たない。また、上場会社等の経営が会社内部の論理で支配され、外部に対する十分な説明責任が果たされない、あるいは、経営の変革が求められる局面にあっても、対応が遅れがちとなるケースが少なくないとの指摘もある。こうした中で、我が国上場会社等のコーポレート・ガバナンスについては、内外の投資者等から強い懸念が示されており、このことが、日本株全体に対する市場評価を低下させる大きな要因と

^{*26} 日経新聞2009.4.27によると、金融監視委員会は、英領バージン諸島私書箱P.O.BOX957を住所とするSPCへの第3者割当増資はきわめて怪しいと断言している。

なっているとの指摘がある。」このような認識のうえに、①コーポレート・ガバナンスの実効性の確保、②資本市場への信頼の獲得、を目標に掲げる。

資本市場における資金調達に関しては次のように指摘する。「上場会社等が市場において行う資金調達等をめぐって、少数株主等の利益を著しく損なうような事例などが後を絶たないことが挙げられる。上場会社等の資本政策をめぐるガバナンスの強化は喫緊の課題」である。

次に新株の発行等について、次のように指摘する。「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や、割当先が不透明な第三者割当増資が行われる例が頻繁に見られる。

我が国の会社法では、第三者割当増資について、有利発行に該当する場合には、株主総会の特別決議が必要であり、また著しく不公正な発行に該当する場合には、差止請求の対象となっているが、これらの場合に該当しない第三者割当増資については、支配比率の希釈化等の程度に関わらず、株主の直接の関与なく取締役会の決議のみによって行うことが可能となっている。しかしながら、上場会社等について、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、看過できない重大な問題を孕んでいる。この点に関連しては、我が国資本市場の担い手として、個人又は個人を最終受益者とする機関投資家の比重を増大させていくとの観点から、増資について、公募増資の原則を確立すべきであるとの指摘もある。

さらに、発行市場における問題あるファイナンスは、当該ファイナンスに伴うさまざまな株価の動き等に伴い、株価操縦やインサイダー取引、粉飾など、流通市場における公正性・透明性の確保の観点からもしばしば問題を招いているとの指摘がある。

こうした状況の中で、我が国市場の公正性・透明性を確保し、投資者の信頼を確保するため、第三者割当増資について、一層の市場規律の強化が急務となっている。」

長々と引用したが、これ以上簡潔にまとめることができないくらい、問題点を明確に指摘している。その上で、第三者割当増資について4点にわたって対応を示唆している。ここでは、そのうちの3点について紹介する。

2 第三者割当増資一般についての対応

「第三者割当増資をめぐる諸問題に適切に対応していくためには、まず、上場会社等による第三者割当増資一般について、発行会社の経営陣による株主に対する説明責任を一層向上させていくことが重要となる。このためには、上場会社等が第三者割当増資を行う場合、例えば、資金使途の詳細、割当予定先との資本関係、事業上の契約や取極め、割当予定先による増資予定会社株式の保有状況や保有方針の詳細など、当該増資をめぐる当該上場会社等、割当予定先や両者の関係に係る具体的な情報の開示を求めることが適当である。また、当該割当予定先が増資の引受けに当たりどのように資金の手当てを行っているかについて、上場会社等に確認手続の実施を求め、当該確認の方法及びその結果についても、適切な開示を求めることが適当である。法定開示及び

第3者割当増資の問題点

取引所ルールにおいて、適切な対応を求めたい。さらに、有利発行に該当する疑いがある第三者割当増資については、その適法性を担保するため、取引所において、監査役による意見表明を求め、その公表を義務付けることが適当である。」

報告は、注で「英国、ドイツ、フランスでは、新株の発行は株主割当が原則とされており、株主以外に割り当てる場合は、株主総会の決議が必要とされている。また、米国では、会社法上（デラウェア州などの場合）、我が国同様、取締役会決議で第三者への割当てが可能となっているが、取引所ルールにおいて、一定の割合以上の新株の発行について、株主総会特別決議を求めている。」と指摘している。

3 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3者割当増資等への対応

「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等については、特に、投資者保護の観点から大きな問題を生じ得るものであり、企業再建における利用など少数株主を含む株主の意思や利益に合致し、かつ透明な形で行われる真に止むを得ないと考えられる場合に限って、正当化されるべきものである。

このため、大幅な支配比率の希釈化や支配権の移動を伴うような第三者割当増資等については、取引所において、十分な透明性を確保するとともに、資金調達を第三者割当で行う必要性等について、経営陣から独立した者からの意見聴取や株主総会決議などによる株主意思の確認など、希釈化の程度等に応じて適正手続を確保するための措置が講じられるべきであり、また、法定開示においても、これらの情報の開示を求めることが適当である。」

4 MSCB等の発行に対する対応

MSCB (Moving Strike CB) とは、転換価格修正条項付転換社債型新株予約権付社債のことで、ライブドアがニッポン放送株を買い集めるためにリーマン・ブラザーズに発行して話題となった。通常の転換社債と異なり、転換価格を定期的に修正できる条項がついている。転換価格は時価よりも1割程度低い価格に修正されるのが大半である。しかし、発行済み株式数も増えるため、転換価格が引き下げられれば、既存の株主は1株当たりの利益の希薄化などで不利益を被る。報告は次のように指摘している。

「近年、MSCBやMSワラント（行使価格修正条項付新株予約権）等を通じて、問題のあるファイナンスが行われている例がしばしば見られる。MSCB等についても、取締役会決議によって発行が行われているが、支配比率の希釈化や支配権の移動等により、株主の権利を損なうおそれに加えて、所有者に株式への転換・売却のインセンティブを与える性質の商品であり、適正な相場形成という流通市場の機能を損ないかねないとの問題点が指摘されている。

MSCB等に関しては、取引所や日本証券業協会において、適切な開示の確保や転換条件の適正化等の観点からルール整備が行われているが、これらのルールは、経済的にMSCBに類似した取引を十分に規律するものとなっていないとの問題がある。また、MSCB等の発行条件の合理性

や発行後の行使状況等に係る開示が不足しているとの問題も指摘されている。

したがって、上記の第3者割当増資等に対して述べた対応に加え、取引所及び日本証券業協会においては、経済的にMSCBと類似したスキームについても、MSCBと同様の規制に服するようルール整備を図るとともに、MSCB等の発行条件の合理性や発行後の行使状況等に係る開示の充実を図る等の措置が講じられるべきである。また、法定開示においても、同様の観点を含めMSCB等に係る開示の充実が図られるべきである。」

以上の指摘は正当なものであって、この方向にそって早急に法律や規則の整備が奨められるべきであると考えられる。

5 東京証券取引所の有価証券上場規程の改正

東京証券取引所は2009年7月30日、「2008年度上場制度整備の対応について」と題する実行計画に基づく有価証券上場規程等の一部改正を公表した。このような上場規程による規律は、武井弁護士が言う柔構造に属している。この中の「第三者割当への対応」を紹介する。

1 上場廃止基準の整備

上場会社が第3者割当を行う場合において、希釈化率が300%を超えるときは、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと当取引所が認める場合を除き、その上場を廃止する。

第3者割当により支配株主が異動した場合において、支配株主が異動した日が属する事業年度の末日の翌日から起算して3年を経過する日までの期間に支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損されていると当取引所が認めるときは、その上場を廃止する。

2 企業行動規範の新設

上場会社が第3者割当を行う場合で、希釈化率が25%以上となる時、または、支配株主が異動するときは、原則として、経営陣から一定程度独立した者による第3者割当の必要性及び相当性に関する意見の入手または株主総会の決議などの株主の意思確認の手続を経ることを企業行動規範の「遵守すべき事項」として規定する。ただし、当該割当ての緊急性が極めて高いものとして当取引所が認めた場合はこの限りでない。

3 適時開示に関する規定の新設

上場会社が第3者割当を行う場合は、割当先の払込みに要する財産の存在について確認した内容や払込金額の算定根拠およびその具体的な内容（取引所が必要と認める場合は、払込金額が割当先に特に有利でないことに係る適法性に関する監査役または監査委員会の意見等を含む）等の事項について適時開示を行うことを求める。

4 確認書の提出

上場会社が第3者割当を行う場合は、割当先が反社会的勢力との関係がないこと示す確認書を作成後直ちに提出するものとする^{*27}。

*27 商事法務1874.67。

東証は、この改正が、企業行動規範や実効性確保手段の整理および上場制度整備懇談会より公表された提言内容を踏まえたものであるとしている。私には、6月17日の金融審議会の金融外科会のスタディグループの報告が大きな影響を与えているように思われる。

6 私見

1 みずほフィナンシャルグループは2009年5月15日に6000億円の普通株公募発行を柱とする資本増強を発表し、7月15日に発行価格を決定して5263億円の資本増強を決定した。三菱UFJフィナンシャルグループは、それよりも前に普通株の公募増資を行い3986億円を調達していた。三井住友フィナンシャルグループも2009年7月9日に増資を発表して8850億円を調達したようである^{*28}。

多くの人々は、このようなニュースを聞いて、銀行が資本を増強するのは当然ではないかと思うかもしれない。しかし、現在進行している事態には見過ごすことができない問題が含まれているように思われる。

今回の3メガバンクの増資は公募であるから、第3者割当増資のように既存の株主に不利益になるおそれはないようにみえる。銀行が資本を厚く持てば企業への融資能力が高まり景気回復に資するという考え方もある。しかし、現在、銀行の自己資本比率を高める動きが強まっているし、今回の増資もそれをにらんでいる^{*29}。そうすると、増資したからといってそれが直ちに融資の拡大にはつながらない。本来、株式で調達した資金は収益性の高い事業に回されて収益をあげることが前提であって、そうでなければ株式の価値は薄まるだけである。さらに、3メガバンク合わせて1兆8000億円もの増資を行うことは、リスクマネーの流れが滞る中で、資本調達を必要とする他の企業に市場の資金が行き渡らなくおそれも生まれる^{*30}。

公募増資であっても、収益的事業に投資されて成果が上がらなければ株式の希釈化が発生するのに、第3者割当増資の場合にはさらに割当の不正という問題がある。

大規模な第3者割当増資は、会社の所有権、支配権の移動である。それが株主総会ではなく、取締役会で行われることは、会社法が求める正当性から許されないのではないだろうか。

ベルシステム24事件では、ベルシステムの経営者等は当時の筆頭株主CSK（持株比率39%）の支配から脱出して、日興コーディアルの100%子会社であるNPIの傘下に入ろうとして2004年に大規模な第3者割当増資を利用した^{*31}。

ニッポン放送事件では、35%の株を取得して筆頭株主になったライブドアの支配を逃れるため

*28 日経新聞 2009.7.16

*29 2009年9月4,5日にロンドンで開かれたG20会議は、世界の主要銀行に対し、自己資本の量と質の向上を求めることで合意した。新しい規制の内容は2010年に決まる。

*30 日経新聞 09.5.16, 編集委員・小西龍四郎。

*31 この過程で日興コーディアルは、組織ぐるみで大きな不正を行った。詳細は拙著『世界金融危機と現代法』法律文化社2009年156頁。

に、ニッポン放送が2005年2月にフジテレビに大量の新株予約権の発行を決定した。さすがに、これは裁判所で否定されたが、明らかに従来からのフジテレビの支配を維持しようとするものであった。このように、大規模な第三者割当増資は会社の支配権の移動や維持といった経営者側の論理に基づくものであるから、株主からのチェックのシステムが当然に必要である。

次に、会社の支配権が移動するほどではない第三者割当増資の場合にも、株式の希釈化、それによる株主の利益の侵害が発生する。第三者割当増資では既存の株主が割当を受ける場合もある。しかし、すべての株主が平等に割当を受けるわけではないから、割当を受けなかった株主の一株当たりの価値は大きく減少する可能性が大きい。それが避けられるのは、増資によって株価が大幅に増加する場合だけであるが、最近の情勢では難しい。

2 すでに触れたように現行法にも第三者割当増資に対する規制がある。まず、第三者に割当てる株式の価額が、引き受ける者にとって特に有利な金額である場合には、取締役は株主総会において「その金額でその者の募集をすることを必要とする理由」を説明し、特別決議によって募集事項を決定しなければならない^{*32}。

この第三者割当の募集事項は、株主総会の特別決議によってあらかじめ取締役会に決定を委任することができる。この場合には、募集株式の数の上限と払込金額の下限を定めなければならない。この払い込み金額の下限が、募集株式を引き受ける者に特に有利な金額である場合には、取締役は委任を受ける総会において「当該払込金額でその者の募集をすることを必要とする理由」を説明しなければならない^{*33}。

これは、株主の承諾を得ることによって、第三者割当の不公正さが治癒されるという考え方であるが、そもそも取締役会が割当価額が「特に有利である」と考えない限り、株主総会には提案されない。そこで、時価とどれくらいの差額があれば有利発行かということが問題となる。取締役会が特別決議を経ずに発行した第三者割当の発行価額が裁判所によって「有利」と判断された場合には、法令に違反する発行として株主による発行差止請求の対象となる。

また、第三者への新株の割当が著しく不公正な方法により行われると判断される場合には、株主は会社に対し株式の発行の差止を請求できる^{*34}。

このような規律の仕方は、有利発行や不公正発行の極端な場合は規制できても、大規模な第三者割当増資そのものが基本的に株主利益を侵害する、という認識には立っていないように思われる。さらに、総会の特別決議で承認すればよいという株主自治の考え方は、少数株主に対する配慮が弱いように思われる。

*32 会社法199条2項3項、309条2項5号。

*33 会社法200条1項2項、309条2項5号。

*34 会社法210条2号。

3 第3者への新株予約権や新株予約権付社債の発行の場合には、株式のような市場価格が存在しないので、さらに紛争が生じやすい^{*35}。まず有利発行については会社法は次のように規律している。新株予約権や新株予約権付社債について有利発行を行う場合とは、募集新株予約権と引換えに金銭の払込みを不要とする場合において金銭の払込みを要しないとすることが当該者に特に有利な条件であるとき^{*36}、または募集新株予約権の払込金額またはその算定方法を定める場合において払込金額が当該者に特に有利な金額であるとき^{*37}である。

有利発行であるにもかかわらず、株主総会の特別決議を経ないで発行が行われた場合には、当該新株予約権の発行は、法令に違反する新株予約権の発行として、株主による発行差止請求の対象となる^{*38}。

新株予約権の発行が著しく不公正な方法により行われた場合にも、株主は会社に対し株式の発行の差止を請求できる^{*39}。

新株予約権の発行が著しく不公正な方法により行われたと判断されて株主による株式の発行の差止が認められたケースが、ニッポン放送事件であった^{*40}。これはニッポン放送側の行き過ぎた防衛策として、あきらかに不公正であったので、保全抗告審では提訴した株主の方が有利発行の主張を撤回している。しかし、不公正発行の立証が難しく、有利発行が争点となった場合には、現行制度では、その立証は必ずしも容易ではない。すなわち、ブラック・ショールズ・モデルに代表されるように新株予約権のオプション価格（プレミアム）の算定は、かなり複雑な要素が考慮されるからである^{*41}。したがって、当面の争点は不公正発行ということになるであろう。

まとめ

経営者はオーナー企業でないかぎり、他人の財産に基づく支配であり、支配権の維持が正当化されるのは、所有者・プリンシパルである株主の承諾がある場合のみである。これを原則1と呼ぼう。これに対しては、つぎのような反論がありうる。乗っ取り対策でも許されないのか、相手が反社会的勢力でも許されないのかというものである。まず、乗っ取りが経営目的であるのか、不当な利益追求であるのかについては、社外取締役がひとりもないような取締役会で判断すべきではない。できれば第3者機関で判断することが望ましい。どんな場合でも身内で固めた旧経営者の目には常に「不当な乗っ取り」と映る。それを防ぎたかったら、高株価経営を行うか、

*35 有利発行については、武井一浩・山中政人・善家啓文「第三者割当の有利発行適法性意見制度と実務対応」商事法務1872.50, 1873.113が詳細な検討を行っている。

*36 会社法238条3項1号。

*37 会社法238条3項2号。

*38 会社法247条1号。

*39 会社法247条2号。

*40 東京地裁決2005.3.11判タ1173.14, 東京高裁決2005.3.23判タ1173.140。

*41 1973年に発表された同モデルの場合には、原資産価格、権利行使価格、金利、満期までの期間、原資産のボラティリティ（価格・金利の変動性）の5つのパラメータによって計算する。

MBOによって上場を廃止するしかない。株主の信託も得られない状況で第3者割当によって支配を維持しようとする経営者達は退場した方がよいのではないだろうか。

TOBの場合には状況は異なるかもしれない。ブルドックソースや北越製紙の事件では、一部の株主や労働組合員までもがTOBに反対を表明した。しかし、この場合でも、株主がTOBに応じるといふことは、現経営陣に対する不信任と言える。

次に、資金調達が必要がある場合、経営者は増資に当たって、特別な理由がない限り、株主を平等に扱わなければならない。これを原則2と呼ぼう。そうでなければ、特定の株主に対してのみ大きな利益を与えることとなり、明らかに不公平である。では、特別な理由として、どのようなものが考えられるであろうか。

まず、相手先企業との関係の強化が目的であり、そのことが株主の利益となる場合が考えられる。これは、割当価額が特別に有利なものでなければ認められる。このような第3者割当は今後とも必要となるだろう。次に、手続き的に、総会の特別決議による承認が考えられる。しかし、3分の1以下しか保有しない株主は利益を害される可能性がある。この場合には、実体的な要件の是非につき裁判所が踏み込むことを認めるべきである。

私は、たとえ市場価額であっても特定のものにだけ株式取得権を与えるということは、株主平等の原則に反すると考えるが、反対の意見もある。岸田雅雄教授は、新株発行においては、原則として割当自由の原則があり、第3者割当として誰に割り当てようと自由であるとされる^{*42}。しかし、会社の財産が株主のものであることを考えると、あるいは少なくとも経営者のものではない（オーナー企業は別）ことを考えると、割当自由が原則というのに賛成できない。原則は株主平等であって、第三者割当は例外的に許されるべきものではないだろうか。1955年の商法改正によって株主から原則として新株引受権を奪ったことは大きな問題であった。現にEU諸国では現在でも新株発行増資は既存株主への割当が原則とされている^{*43}。今こそ、日本においても原則1を再確認し、原則2を再び明文化すべきであると考える。

(2009年9月15日受理)

(おおしま かずお 公共政策学部公共政策学科教授)

*42 岸田雅雄『ゼミナール会社法入門』第6版、324頁。

*43 日経新聞2009.4.27「法務インサイド」