

支配権の異動を伴う第三者割当増資規制について

一橋大学法科大学院修了生 早乙女明弘

目次

- I 第三者割当増資の現状および本論文の問題意識
- II 第三者割当増資をめぐる近時の展開と東証の自主規制
- III 第三者割当増資の新たな方向性
- IV 立法論および解釈論に基づく検討
- V おわりに

I 第三者割当増資の現状および本論文の問題意識

本論文は、上場会社が行う第三者割当増資についての規制のあり方を検討するものである。これについては、平成 26 年 6 月 20 日、会社法の一部を改正する法律¹（以下、「改正法」という。）が参議院本会議で可決され成立したところであるが、本論文の結論の一部を先に述べれば、現行法および改正法における第三者割当増資規制は、株主からみてやや不十分なものであるといわざるをえない。この問題を論ずる前提として、本章では、第三者割当増資の現状を概観したうえで、どのような第三者割当増資を検討対象とすべきかについて述べることにする。

日本では、歴史的に、第三者割当増資は資金調達的手段として広く活用されている。日本証券業協会の資料²によれば、たとえば、上場会社において 2013 年に行われた第三者割当増資は 271 件、調達額は 5891 億 5800 万円であり、これは、株主割当増資の 2 件、11 億 6300 万円と比べてはもちろんのこと、公募増資の 104 件、1 兆 671 億 5900 万円と比べてみても第三者割当増資が広く利用されているのが分かることである。

持株比率に与える影響がなく、新株主から旧株主への株式の経済的価値の移転も起こることもないという意味では、株主割当てが多く活用されるべきとも思われ、現に昭和 40 年代半ば頃までは、株主に、当時存在した額面株式の券面額を払込金額として株式の募集を行う例が多かったが、この方法は、時価発行に比し発行会社にとり資本コストが高くなること、および、株主からみれば、その権利を行使して株式を引き受けないと持株の値下が

¹ 平成 26 年 6 月 27 日公布（法律第 90 号）、公布の日から 1 年 6 月を超えない範囲において政令で定める日において施行とされている。

² 日本証券業協会 HP（<http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/finance/>【最終アクセス：平成 26 年 8 月 31 日】）「全国上場企業のエクイティファイナンス」参照。

りによって損をするため経済的に払込みを強制されること等の事情から、上場会社等では行われることが稀になっている³。

このように、実務上広く第三者割当増資は行われているのであるが、日本において伝統的に見かけられるのは、大量の募集株式を第三者に割り当て、親子会社関係を作るなどして事業提携を行うケースである。たとえば、古くは業績不振のアイワがソニーに第三者割当増資を行い親子会社が形成されたケース、最近ではコジマがビックカメラに第三者割当増資を行い、親子会社が形成されたケース⁴などがある。

これらのケースは何が問題なのか。まず、取締役会決議のみで支配株主を作りだせるという事実は、株主が取締役の選解任権（会社法 329 条⁵）を通じて会社経営にコントロールを効かせる、という会社法の基本理念に反するおそれがある。判例も、「商法上、取締役の選任・解任は株主総会の専決事項であり（改正前商法 254 条 1 項、257 条 1 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は、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。」と判示している⁶。

次に、事業提携の手段として、たとえば株式交換を使えば株主総会決議が必要となる（子会社において、783 条 1 項、309 条 2 項 11 号）にも関わらず、第三者割当増資を使えば株主総会決議が不要である（201 条 1 項、199 条 2 項）という規制のアンバランスも問題と考えることができる。

また、第三者割当増資によって親子会社が形成された後に、子会社と親会社の利害が相反する取引により子会社少数株主等に損害が生じるなど、親会社はその支配的地位を利用して子会社から搾取することも十分に起こりうる。親会社の子会社を搾取した場合におけ

³ 江頭憲治郎『株式会社法（第 5 版）』（有斐閣、2014 年）（注 4）706 頁（3）。株主割当てによる資金調達と第三者割当てと比較して株主に対する弊害が少ない手法であることに鑑み、ライツ・オフリングが従来から検討されてきたが、各種の規制による実務上の弊害があり、実現は難しかった。しかし、2009 年 12 月 30 日に施行された東京証券取引所の上場規定の改定や 2011 年の金商法の改正により、上場企業がライツ・オフリングを実施しやすくするための環境整備が着々と進んできている。太田洋・柴田寛子「ライツ・オフリングの規制緩和と第三者割当増資に関する規律」商事法務 1951 号 20 頁（2011 年）。

⁴ http://www.biccamera.co.jp/ir/news/pdf2012/20120511_2news.pdf【最終アクセス：平成 26 年 8 月 31 日】参照。

⁵ 以下、本論文において条数のみの記載があるときは会社法の条数とする。

⁶ 東京高決平成 17 年 3 月 23 日高民集 58 卷 1 号 39 頁（ニッポン放送事件）。有事に導入した買収防衛策に基づく取締役会決議による新株予約権発行の差止めの可否が争われた事案である。このニッポン放送事件で述べられた機関権限分配法理が、IV で検討する改正法の基礎となっている。

る親会社（支配株主）の責任の問題は、現行会社法では解釈に委ねられており⁷、子会社少数株主保護を図るいくつかの方法が主張されているがどれも不十分と解されている⁸。そうすると、現行法の解釈として、親子会社間の不当な利益相反取引が行われた場合に、株主を事後的に救済することは容易ではない。したがって、第三者割当増資によって親子会社が形成される場面においては、支配権の異動を伴う第三者割当増資が行われる時点での対処が重要となる。

支配権の異動を伴う第三者割当増資が行われる時点での規制として典型的なものには、不公正発行を理由とした、株主による新株発行差止請求（210条2号）がある⁹。しかし、不公正発行とされるのは、判例上、支配権争いがある場合において、現経営者が支配権維持目的で募集株式を発行しようとする場合であり¹⁰、支配権争いがない場合や支配権維持目的とはいえない場合（たとえば、友好的 M&A の局面）にはかかる規制を使うことはできない。

そこで、本論文では、株主の関与なく行われうる支配権の異動等を伴う第三者割当増資¹¹に関する近時の動きを概説し、どのような規制があるべき姿なのかを明らかにすることとしたい。具体的には、IIにおいて、東証が近時支配権の異動等を伴う第三者割当増資に対してどのような規制を及ぼすこととしたのか、そしてそれは十分なものかを検討し、IIIでは、支配権の異動等を伴う第三者割当増資について株主総会を要求すべきではないとする立場についても批判的検討を加え、株主総会決議導入の理論的根拠について検討する。そして、IVでは、中間試案および改正法を紹介した後、規制のあり方についての立法論的検討を行い、さらに、改正法の解釈論上の問題を考察することとする。

⁷ 子会社少数株主の保護の問題について、法務省民事局参事官室が公表した「会社法制の見直しに関する中間試案」（平成23年12月発表、<http://www.moj.go.jp/content/000082647.pdf>【最終アクセス：平成26年8月31日】、以下本論文において「中間試案」と呼ぶ。）では、株式会社と親会社との間の利益相反取引により、当該取引がなかったと仮定した場合と比較して当該株式会社が不利益を受けた場合には、当該親会社は、当該株式会社に対して、当該不利益に相当する額を支払う義務を負うものとする旨の規定を置くことも提案されたが、結局見送られることになった（岩原紳作「会社法制の見直しに関する要綱案の解説【Ⅲ】」商事法務1977号11頁（2012年）以下。）

⁸ 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』（有斐閣、1995年）101頁（注10）参照。

⁹ その他、「量」に着目した規制としていわゆる4倍ルール（113条3項）がある。

¹⁰ いわゆる主要目的ルール。主要目的ルールを採用したとみられる裁判例を総合的に検討したものとして、松中学「主要目的ルールの検討（一）（二）」阪大法学57巻6号（2008年）135頁、同58巻1号（2008年）87頁。

¹¹ この論文で支配権の異動等とは、支配株主がいる場合に第三者割当増資によって支配権が異動する場合と、支配株主がいない場合に第三者割当増資によって支配株主が出現する場合を指す。

II 第三者割当増資をめぐる近時の展開と東証の自主規制

本章では、改正法に至るまでの第三者割当増資に関する一連の動きを概観したうえで、東証の自主規制の実効性について検討する。

1 会社法改正の議論に至るまでの近時の状況

支配権の異動等を伴う第三者割当増資を含めた様々な第三者割当増資の問題点についてどう対処するかについて、証券取引所や省庁は報告書を取りまとめている。2009年4月に東京証券取引所上場制度整備懇談会がとりまとめた「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」¹²では、その4頁以下において第三者割当ては、多かれ少なかれ株主権の希釈化が生じることになるし、支配権の異動を生じる場合があるとされ¹³、会社経営の権限の根源である株主権の安易な希釈化や株主の選択は、株主・投資家の保護及び市場の信頼性の維持という流通市場の観点からは望ましいものではなく、株主の納得性を増すための手続を経ることが必要という提案がなされた。

同年6月には、金融審議会金融分科会の下に設置されたスタディ・グループから、「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～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」が提出されている¹⁴。これによれば、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異動を伴うような大規模な第三者割当増資が行われる例が頻繁に見られるとしたうえで、これに対する対応策として、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述べられている。また特に、支配権の移動を伴うような大規模な第三者割当増資への対応として、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て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るとされている。

¹² <http://www.tse.or.jp/listing/seibi/b7gje60000005zc9-att/seibi.pdf> 【最終アクセス：平成26年8月31日】

¹³ その他の第三者割当ての問題点として、(注12)4頁以下では、当該割当ての間で行われる取引の健全性に疑義が生じる可能性があること、有利発行(199条3項)に該当するかが不明確な事例があること、また、資金的な裏づけが明確でない第三者割当実施の情報は、時に市場を混乱させ、市場に対する信頼を著しく損なわせるおそれがあるほか、故意に株価を操作するために悪用されるおそれがあることがあげられている。

¹⁴ http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf 【最終アクセス：平成26年8月31日】

そして、同年同月、経済産業省経済産業政策局長の研究会として設置された企業統治研究会も、企業統治研究会報告書で同様の内容の報告をしている¹⁵。

これらの報告書を受けて、平成 21 年 8 月、東京証券取引所の上場規則の改正が行われた¹⁶。第三者割当増資により 25%以上の希薄化を伴う場合¹⁷や、優先株式や新株予約権の転換または行使などにより支配株主が異動する見込みがある場合、一定の手続を実施することを求めることとした（有価証券上場規程（以下「規程」とする。）432 条、規程施行規則 435 条の 2）。この一定の手続とは、経営者から一定程度独立した者による第三者割当の必要性および相当性に関する意見の入手（同条 1 号）、または第三者割当てに係る株主総会決議などによる株主の意思確認（同条 2 号）のいずれかの手続である。1 号の「経営者から一定程度独立した者」には、第三者委員会、社外取締役、社外監査役などが想定されている。また、「必要性及び相当性に関する意見」については、資金調達を行う必要があるか、他の資金調達手段との比較で当該第三者割当てを選択することが適当であるか、会社の置かれた状況に照らして各種の発行等の条件の内容が相当であるかなどに言及することが求められる。

また、希薄化率が 300%を超える第三者割当てに係る決議または決定を行った場合には、株主および投資者の利益を侵害するおそれが少ないと東証が認めるときを除き、上場は廃止される（規程 601 条 1 項 17 号、施行規則 601 条 13 項 6 号）。この他、第三者割当てにより支配株主が異動した場合において、3 年以内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東証が認めるときにも、上場は廃止される（規程 601 条 1 項 9 号の 2）¹⁸。

このように、上場会社においては、東証による有価証券上場規程等の改定によって一定程度支配権の異動等を伴う第三者割当増資について規制がなされている。しかし、問題は、この東証の自主ルールのみで足りるのかということである。東証の上場規程の目的はどこにあり、また、その実効性は真に担保されているのかを検証しなければならない。

¹⁵ <http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g90617b01j.pdf> 【最終アクセス：平成 26 年 8 月 31 日】

¹⁶ 概要については、伊藤昌夫「有価証券上場規程等の一部改正の概要」商事法務 1878 号（2009 年）21 頁参照。

¹⁷ 上場会社が第三者割当を短期間（6 ヶ月程度）に複数回実施する場合は、それらの第三者割当てによる募集株式等に係る議決権の数を通算して希薄化率を計算することを想定している。

¹⁸ その他の改正内容も簡潔に示したものとして、中東正文「募集株式の発行等」江頭憲治郎編『株式会社法体系』（有斐閣、2013 年）411 頁表参照。

2 東証の自主規制とその実効性

何よりもまず始めに、東証の自主規制が、どの程度問題のある支配権の異動等を伴う第三者割当増資に対して対処できているかを検討しておく必要がある。現状、東証の自主規制で十分対応できている、というのであれば、法の改正によって、硬直的に規制を行うよりも、東証に規制を任せた方が事案に応じた柔軟な対応が可能であるため、現状のままの方が望ましい。

まず考えるべきは、規程自体が有効なものとなっているかである。規程 432 条 2 号は、株主総会のコストに鑑み、事実上あまり利用されていない¹⁹。そこで問題は規程 432 条 1 号についてである。1 号の「経営者から一定程度独立した者」には、第三者委員会、社外取締役、社外監査役などが想定されている。しかし、それらの独立第三者とされる者は、当該会社から報酬を受け取って意見書等を書く以上、当該第三者割当増資は公正妥当なものと書くことが推測されるし、会社としても、そのような意見を書いてくれそうな人に意見書等を頼むであろう²⁰。すなわち、依頼者と報酬を渡す者が一致している点に問題がある。また、後にも述べるように、社外取締役らの意見は株主総会決議に代替できるとはいえないから、彼らによる意見を入手するだけでは、大規模第三者割当増資規制としての実効性は低いとも思える。

より大きな問題は、この自主規制を無視して第三者割当増資がなされた場合の効力である。会社法に違反してなされた新株発行の効力についても、取引の安全に配慮して、有効なものとなる場合がある²¹ことを考えると、東証の自主規制に違反してなされた第三者割当増資が無効になるとはいいがたい。また、会社法では損害賠償請求や 210 条の差止請求等で株主の救済ができる場合があるが、東証の自主規制はそのような規定を置くには適しておらず、株主の救済が難しい。

第三者割当増資が有効である一方で、東証の自主規制に違反したため、当該会社が上場廃止、ということになれば、一番被害を受けるのは、自己の株式の売却が困難になった株主である。会社としては、上場廃止もやむを得ないとの認識の下に自主規制を無視して第三者割当増資を行っているのであるから、唯一の被害者は株主ということにもなる。この

¹⁹ 岩原ほか「上場会社をめぐるルール改正とわが国のコーポレート・ガバナンス【中】」商事法務 1879 号（2009 年）16 頁も同旨。具体的数字については、渡邊浩司「東証による 2009 年 8 月制度改正後の第三者割当の開示状況」商事法務 1906 号（2010 年）72 頁。

²⁰ 洲崎博史「公開会社（上場会社）における資金調達法制」大阪金融商品取引法研究会平成 22 年 7 月 23 日報告（2010 年）19 頁参照。

²¹ 例えば、著しく不公正な方法によりなされた新株発行の効力について、最判平成 6 年 7 月 14 日判時 1512 号 178 頁は、著しく不公正な方法で発行されたことは無効原因とならないとしている。

ように考えると、制裁としての上場廃止等の手段を設けたとしても、有効性に欠けることになろう²²。

Ⅲ 第三者割当増資規制の新たな方向性

1 第三者割当増資の性質

Ⅱでは、東証の自主規制があまり機能していないのではないかという指摘を行った。改正法においては、第三者割当増資を行うに際して、支配権の異動等を伴う場合²³には株主総会普通決議が要求されることになっている。機関権限分配秩序論から考えれば、これはごく自然な考えのように思える²⁴。しかし、そもそも、第三者割当増資に株主の関与を要求するのが発想として正しいといえるかは議論の余地がある。すなわち、友好的に支配権を移すような取引は業務執行行為の一種であり、経営判断の問題とも考えられる²⁵から、株主の関与は基本的に必要ないし妥当でもないという考えもありうる。この考えに立てば、大規模第三者割当増資も取締役会の決議でもって行うことが可能であり、そもそも、株主総会決議は不要となろう。また、機関権限分配秩序論という抽象的、理念的概念のみから、支配権の異動等を伴うような大規模第三者割当増資は株主総会決議事項であると結論付けることはやや乱暴とも思える²⁶。

以下では、まず、2、3において、第三者割当増資を原則として業務執行の一環と考える立場にたって検討を行い、これらでは支配権の異動を伴う第三者割当増資規制の実効性が十分でないことを指摘した後、4で株主総会決議導入の理論的根拠を検討することとする²⁷。

2 210条再考

支配権の異動等を伴う第三者割当増資について、業務執行の一環として取締役がこれを行うことができるとの見解にたった場合、「抑止されるべき第三者割当増資」を防ぐための

²² 平成23年2月23日開催法制審議会会社法制部会第10回会議

(<http://www.moj.go.jp/content/000072741.pdf>【最終アクセス：平成26年8月31日】)

26頁〔中東幹事意見〕も同旨。

²³ 詳細は次章で述べる。

²⁴ たとえば（注22）22頁〔静委員意見〕、25頁〔奈須野幹事意見〕も同旨。

²⁵ （注22）27頁〔藤田幹事意見〕を参照。

²⁶ 大杉謙一「大規模第三者割当増資」岩原紳作・小松岳志編『会社法施行5年理論と実務の現状と課題』（有斐閣、2011年）87頁も同旨。

²⁷ 次章で示すように、中間試案の段階では、A案とB案が、何らかの形で株主総会決議を必要とし、C案は、従来どおり取締役会決議で足りるとする案が示されていた。本章は、C案には賛成できないことを示すものである。

何らかの手当てを用意しておく必要がある。そこで、現行法でいえば、会社法 210 条の活用を検討する。

判例および通説は、支配権争いがある場合において、支配権維持目的の第三者割当増資をすることは、「著しく不公正」(210 条 2 号)であり、抑止されるべき第三者割当増資であると考えているといえる。しかし、支配権争いがない局面において、第三者割当増資が会社間の株式の相互の持合いや業務提携、子会社化に用いられる場合、「著しく不公正」といえるもの、すなわち抑止されるべき第三者割当増資といえるものがあるのか。

株主総会決議の導入に対して消極的な見解の一つとして、大杉教授の見解²⁸がある。大杉教授は、現行法には、有利発行・不公正発行に関する規制が既存株主の利益を害する新株発行を漏れなく捕捉できているかどうかについて疑問があるとして、その一つに、新株発行時には会社支配権をめぐる具体的な争いは生じていないが、新株発行により将来の敵対的買収の可能性が大きく減少させられるという問題があるとする。すなわち、友好的 M&A により株主が買収プレミアムを得る機会を失うことを問題とするものである。

この大杉教授の問題意識を参考にすれば、現に支配権争いが生じていない場合において、友好的 M&A を行う場合、株主が将来の買収プレミアムを得る機会を失うため、「著しく不公正な方法」にあたる、すなわち、抑止されるべき第三者割当増資にあたる場合があると考えられる。

確かに、支配権争いがない場合において不公正発行の問題が生じる場合があることは判例上も認められている²⁹。しかし、事業提携においては、友好的 M&A の結果として敵対的買収の可能性が失われるものの、買収防衛策の導入と異なり、直接的に株主が買収プレミアムを得る機会を喪失したとはいいがたいため、これを一般に不公正発行とすることは難しい。そして、どのような友好的 M&A が抑止されるべきかを決定する機関として、何ら会社に対して最終的責任を負わない裁判所はふさわしいものとはいえないし、友好的 M&A は高度な事業経営上の専門的判断であり、裁判所がどれだけ実効的に不公正発行該当性を審査することができるかは疑問である。そうすると、誰に判断させるのが適切かという観点からは、残りは取締役か株主か、という選択になる。では次に取締役に決定させるのが適切という観点から、社外取締役の活用について検討する。

²⁸ 大杉・前掲(注 26) 84 頁以下参照。

²⁹ 東京高決平成 17 年 6 月 15 日判タ 1186 号 254 頁(ニレコ事件抗告審決定)。本決定は、平時に導入した買収防衛策に基づく新株予約権の発行の差止めの可否が争われた事例である。東京高裁は、新株予約権の発行が買収とは無関係の株主に不測の損害を与えることを理由に、不公正発行該当性を肯定した。

3 社外取締役の活用等

取締役が問題のある支配権の異動等を伴う第三者割当増資を行なうことを防止する手段として次に考えられるのは、社外取締役の活用等である。

東証は、一般株主保護の観点から、独立役員（一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役または社外取締役をいう）の選任を義務付けているが、会社法は、株式会社に社外取締役の設置を義務付けていない³⁰。

社外取締役設置の義務化により、その監督機能が十分に果たされ、真に適切な第三者割当増資のみがなされるのであれば、株主総会の関与は不要とも思われる。他方で、社外取締役にそのような監督機能が期待できないのであれば、株主総会決議を必要とする方向に向かっていく。そこで、社外取締役が選任されている場合の監督機能の実効性の問題を検討する。

そもそも社外取締役に期待される機能³¹は様々であるものの、その主たる役割は会社の業務執行者の業績評価と利益相反性に関する判断を外部者（第三者）が客観的に行うことでお手盛りを防止することにあると解されている³²³³。

大規模第三者割当増資を利用した事業提携等の場面でも、取締役が割当先を決定する際に、増資後の役職の保証や、退職金の額等の個人的利益を最も多く図ってくれるかどうかを重視してしまい、真に株主の利益になるか否かを考慮しないまま割当先を決定するおそれがあるという点で、取締役と株主の間に利益相反が認められる³⁴。このような利益相反は、意識的に株主の利益よりも自らの利益を優先させる不忠実な取締役にのみ認められるのではない³⁵。後述するように、事業提携を含む企業買収の場面において、割当先を決定する取

³⁰ 改正法は、社外取締役の設置は義務付けないこととしたが、公開会社かつ大会社である監査役会設置会社のうち、金商法 24 条第 1 項の規定によりその発行する株式について有価証券報告書を提出しなければならない株式会社において、社外取締役が存しない場合には、社外取締役を置くことが相当でない理由を定時株主総会で説明するものとするとした（改正法 327 条の 2）。なお、改正法附則 25 条では、法律施行後 2 年を経過した場合において、社外取締役を義務付けるかどうかを再度検討するとしている。

³¹ 以下の説明について、神作裕之「取締役会の実態とコーポレート・ガバナンスのあり方」商事法務 1873 号（2009 年）17 頁参照。

³² 行澤一人「公開会社法制の検討・社外取締役制度の強化について」大証金融商品取引法研究会平成 22 年 6 月 25 日報告（2010 年）参照。

³³ 中間試案の補足説明（<http://www.moj.go.jp/content/000082648.pdf>【最終アクセス：平成 26 年 8 月 31 日】）においても、社外取締役の機能として、①経営全般の監督機能と②利益相反の監督機能を期待するとされている。

³⁴ 大規模第三者割当増資だけではなく、友好的買収一般に買収対象会社の株主と取締役の潜在的な利益相反関係を問題視するものとして、白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』（商事法務、2013 年）、特に 34 頁以下参照。

³⁵ 白井・前掲（注 34）38 頁。

締役は、株主の利益を追求して行動を行っているつもりでも、実際には株主の利益を害する行動をとる可能性がある。

株主総会決議を要求することに反対し、社外取締役の積極的活用によって不当な第三者割当増資を防止しようとする見解の一つ³⁶は、社外取締役に、以上のような利益が相反する第三者割当増資であったり、支配権維持目的が主要な目的とはいえない（したがって、210条の差止めの対象とならない）けれども、第三者割当増資を行う時点において資金調達の必要性が低いような第三者割当増資を監督することを期待し、また、社外取締役に差止請求権を付与することで十分抑止されるべき第三者割当増資は規制されると主張する。

この見解についてはいくつかの観点から検討を加える余地がある。

1つは、社外取締役に機能させるために不可欠な、善管注意義務違反の中身が不明確であるということである。何をしたら善管注意義務違反になるのかが明確でなければ、社外取締役の行為規範は不明確なままであるし、任務懈怠責任が制裁として機能し得ない。

大規模第三者割当増資を含む、友好的買収の場面において、買収対象会社の取締役の善管注意義務・忠実義務違反の有無について判断した公表裁判例はほとんど存在しない。また、我が国の学説上も、これまでのところは、友好的買収の場面における取締役の善管注意義務・忠実義務違反の有無を判断する際の審査基準について、具体的な議論はほとんどされてこなかったといえる³⁷。

これは、主に立証の困難性に起因するものといえよう。すなわち、取締役の任務懈怠責任を追及する場合、会社（代表訴訟であれば株主）側が取締役の善管注意義務違反を立証しなければいけないところ、「この会社ではなく、別の会社と事業提携していれば、現状これだけ利益が出ていたはずだ」と立証することが難しい点にあると考えられる。そして、事業提携の時点で、会社にどのような選択肢があったのか（どの会社と事業提携をする選択肢があったのか）を事後的に株主が知ることは困難であるし、特に、第三者割当増資については、割当自由の原則が認められてきた以上、取締役の責任が認められる可能性は一層低いため、このような問題を扱った裁判例はなかったものと考えられ、また、学説も議論が不十分であったといえる。このように訴訟提起されるリスクが事実上ない以上、行為規範としては機能しにくい。従来まで、適切な第三者割当増資と不適切な第三者割当増資の境目は曖昧であったといえる。

³⁶ 平成 22 年 9 月 29 日開催法制審議会会社法制部会第 5 回会議議事録
（<http://www.moj.go.jp/content/000056163.pdf>【最終アクセス平成 26 年 8 月 31 日】） 27 頁 [荒谷委員意見] 参照。

³⁷ 白井・前掲（注 34） 100 頁。

特に、社外取締役の義務は、監督義務であるところ、通常の業務執行行為の善管注意義務違反が作為を問題とするのに対し、監督義務違反は不作為を問題とするから、会社内部の情報をあまり有していない株主等にとっては、立証が困難になる。このように、社外取締役は、業務執行取締役と比べても、任務懈怠責任が行為規範として機能しづらい状態にある。

また、後にも述べるように、友好的買収の場面において、取締役は、株主の利益になると考えて行動しているにもかかわらず、誤って株主の利益を害する行動をとってしまうという認知上のバイアスが存在する以上、大規模第三者割当増資による事業提携が問題となっている場面において、第三者割当増資の判断あるいは監督を社外取締役の判断に委ねることは妥当とはいえない。

なお、一般に取締役会設置会社では、利益相反取引を行う場合には、取締役会決議で足り株主総会決議は要求されていない（365条1項、356条）が、これと同様に、大規模第三者割当増資の場合においても取締役会で審議すれば足りると考えることはできない。通常、利益相反取引は、利益を受ける者が単独、あるいは少数の取締役であるから、利害関係を有しない他の取締役で十分その公正性を判断できると考えることには合理的理由がある。しかし、大規模第三者割当増資は、前述のように、取締役全員が認知上のバイアスから適正な判断を行えないおそれがあるのである。そして、より重要な点は、利益の性質が異なるということである。利益相反取引では、当該取締役が得られる利益は、基本的には、一回の取引において、公正な額から実際の取引価額を引いた部分の経済的利益である。しかし、第三者割当増資の場合、報酬という経済的利益のみならず、会社を支配できる、取締役という「地位」それ自体の保証もされる場合もあることから、多大な権限、社会的地位、名声などを有することになるという点で、得られる利益の性質が異なり、取締役の判断の公正を害するおそれが高い。そうすると、その規律を単純に利益相反取引規制と同様に考えることはできず、株主総会決議を何らかの形で必要とすることにも妥当性がある。

次に、社外取締役の立場についての問題がある。

前に述べたような社外取締役の二面性は、トレードオフの関係にある。業務執行を客観的な立場から監督するには、社内取締役とはある程度距離を保たなければならない。他方で、真に実効的な監査をするには、社内取締役との緊密な連携が不可欠である。独立性があり、かつ情報を有している者が真に実効性ある監督機能を果たせるのであって、そのような地位にない社外取締役に抑止されるべき第三者割当増資か否かの判断を委ねることは適切とはいえない。

最後に、社外取締役の要件自体にも問題がある。現行会社法では、社外取締役とは、「株

株式会社取締役であって、当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人でなく、かつ、過去に当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人となつたことがない者」と定義されている（2条15号）ため、取引先の人間や支配株主が社外取締役になることも可能であり、社外取締役の独立性には疑問がある。改正法において、社外取締役になれない者の範囲を拡大することが提示されており、これによれば、親会社取締役や取締役の配偶者などは社外取締役になれないことになっている³⁸が、このような形式的基準のみでは、実質的独立性を確保するのは難しいであろう。

加えて、公開会社においては、社外取締役の任期は、選任後2年以内に終了する事業年度のうち最終のものに関する定時株主総会の終結の時までとされており（332条2項）、再任が可能であることからすれば、かなり長期にわたり社外取締役の地位に就いている者もいるであろう。そして、一般的には、任期が長期になればなるほど、会社外部の人間というよりも内部の人間としての意識が強まり、独立性を保つことが難しくなってくる。そして、社外取締役が仮に義務化されたとしても、社外取締役制度の活用には消極的な企業は、監査の能力と意欲のあふれた人物よりも、社内の経営に口を出さないような人物を探すことに固執するであろう。そうすると、社外取締役選任を義務化しても、監督機能が強化されるとはいいがたい。

したがって、社外取締役制度の活用では取締役の行為に対する有効な抑止力とはならないと考える。

4 株主総会決議導入の理論的根拠

支配権争いがない場合においても、支配権が異動するような大規模第三者割当増資を行なうには株主総会決議が必要であるとする立場から、主な論拠として挙げられるのは、①大規模第三者割当増資は、会社の構造、株主構成、経営計画、会社資産の状況等大きく変わることになる会社の基礎的変更であるから、組織再編と同様、株主総会（特別）決議が必要であり³⁹、支配権の異動を伴う第三者割当増資に株主総会決議を要求しないことは規制のバランスを欠くというもの、②大規模第三者割当増資は、取締役が株主を選ぶことになり、会社法上の基本的権限分配秩序に反するというもの⁴⁰である。もちろんこれらは相

³⁸ 改正法2条15号参照。

³⁹ 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」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論（上）』（商事法務、2007年）363頁、（注36）21頁〔前田意見〕。

⁴⁰ 森本滋「新株の発行と株主の地位」京都大学法学論業104巻2号1頁、20-22頁（1978

互に排他的な論拠ではないが、この論拠に説得力があるか、そして現行法が資金調達機の機動性に配慮し新株発行を取締役会の権限としていることとの整合性が保てるかどうかを検討してみる。

まず、企業買収の手段という観点から考えてみる。買収者側からみた企業買収の手法としては、買収者による買収対象会社の株式の取得、買収者と買収対象会社との間の事業譲渡、あるいは、組織再編といった3通りの方法が考えられる。このうち、事業譲渡および組織再編は株主総会決議が必要である(309条2項11号12号)⁴¹。また、買収対象会社の株式の取得には、公開買付け(金商法27条の2以下)や大規模第三者割当増資があるが、公開買付けでは、株主総会決議はないものの、株主が公開買付けに応募するかどうかを決定できる点で株主の関与が予定されている⁴²⁴³。しかし、大規模第三者割当増資は、株主の何らの関与もなく、取締役会決議のみで行いうる。これを支配株主の立場から述べれば、会社が組織再編の手段をとれば事実上これに対する拒否権を持つことが出来るのに対し、第三者割当増資の手段をとれば自身の関与なく支配権が失われうる。このアンバランスを考えれば、大規模第三者割当増資についても株主総会決議を要求するのが妥当と考えられる。

もっとも、第三者割当増資は、基本的には公募、株主割当てと並んだ新株発行による資金調達の手段である。この機能において、組織再編の各手段とは異なる点がある。

また、第三者割当増資は、小規模のものであれば取締役会の権限の範囲内であるが、組織再編と同様な規模の場合であれば、株主の権限が変わるのだ、と性質の転換を説明することは難しい。大規模なものであっても、真に資金需要があるのであれば、資金調達の迅速性に配慮し取締役会の権限としておく必要があろう。

加えて、本論文冒頭で述べたように、我が国においては、第三者割当増資が資金調達の主要な手段の一つとして使われてきたという歴史的背景が存在する。この第三者割当増資について、大規模なものについては、一律に株主総会決議を要するとなると、会社は事実

年)、洲崎博史「不公正な新株発行とその規制(二・完)」民商94巻6号721頁、731-733頁(1986年)など。

⁴¹ 事業譲渡について467条1項1号、株式交換について783条1項など。

⁴² なお、公開買付けには強圧性が存在するため、株主の自由な意思決定が常に保障されているかは問題とする余地があるが、これは本論文では扱わない。

⁴³ これに関連して、金商法27条の2第1項2号が支配権の異動が生じる際の少数株主保護の観点から設けられている規制であることに鑑み、第三者割当増資の場合にも割当先が3分の1の議決権を有することになる場合には、株主総会決議を要求することも考えられる。しかし、個々の株主が自己の株式を売り渡す機会を与えられる公開買付けと、多数決が支配する株主総会決議とを同じに考えられるかは疑問もある。

上重要な資金調達手段を失う可能性があり、日本経済の国際競争力を損なうおそれもある。

このように考えると、確かに大規模第三者割当増資と組織再編とはその効果において類似性が認められるものの、そこから直接に株主総会決議を要求すべきと結論付けるのは妥当でない。

次に、支配権の異動等を伴う第三者割当増資は、取締役が支配株主を選ぶことにつながり、事実上取締役の選任と同視できるから、株主総会決議を要求すべき（329条1項参照）という論拠を検討する。

ここで、取締役が支配株主を選ぶこととなる、というのは、取締役が自己を支持してくれる者に第三者割当増資を行うことで、その者が当該会社の支配的株主となり、株主総会でまたその取締役を選ぶ、という点で、結果的に取締役が株主を選んでいるのと同じ状況になるということである。

問題の本質は、機関権限分配秩序というものをどれだけ重視するかにある。機関権限分配秩序は、株式会社制度を維持、発展させていくうえで本質的なものと考えられるため、会社法の様々な規定に具体化されているものである。他方、会社法は公開会社の新株発行において取締役の裁量および資金調達の機動性を重視しており、どれだけの量を誰にどの程度の価額で割当てるとのかという点については、基本的に取締役の裁量の範囲であるため、その間接的な結果として支配権の異動が生じることも、会社法自体が容認しているものとも考えられる。

ではどう考えるべきか。機関権限分配秩序の観点は否定されるべきでないことは明らかであるが、これを全面に押し出して、株主総会決議を一律に要求し、現実にある投資機会、ビジネスチャンスを逃すことが、株主の利益になるとは思えない。そもそも、法が株主総会で選任した取締役に事業経営を行わせている趣旨は、効率的な事業経営が可能となるからである。多数の株主が全員で事業を行うということになれば、意思決定のスピードは格段に遅くなるだろう。専門的知識、ノウハウを有する少数の取締役が迅速な意思決定によって事業を遂行することは、通常会社の利益につながる。すなわち、機関権限分配秩序も究極的には、会社の利益、株主共同の利益のために存在するものと考えられる。そうすると、両者は矛盾するものではなく、株主共同の利益の確保の手段という観点から、どちらを優先させるかを調整していけばよいことになろう。つまり、一律に株主総会決議を要求すべきとか、株主の関与は一切不要というような硬直的な考え方は妥当とはいえない。

以上を踏まえたうえで、なお、何らかの形で株主の最終的な判断権限を行使する機会を

確保することは、次の 2 点において、潜在的には株主と利益相反関係⁴⁴に立つ取締役の行為を是正する効果が期待できる⁴⁵。

第 1 に、取締役としては、株主に十分に納得してもらえような形で自らの権限を適切に行使する必要が生ずる。第 2 に、近年の認知心理学の分野の研究の進展によって、人は自らの利益に合致する立場を無意識のうちに正しいものとして支持してしまう傾向が存在することが広く認識されるようになってきているところ、友好的買収の場面においては、取締役は、自らの利益を追求する行為が株主の利益になると信じ込んでしまうことによって、株主の利益を積極的に害する意図はないにもかかわらず、誤って株主の利益を害する行動をとっている可能性も存在するが、このような認知上のバイアスとは無縁の株主による判断機会を確保することは、取締役の誤った認識を是正する機会を与えるものであると評価できる。

このように考えれば、株主は、裁判所と同様、十分な判断能力を有していないし、また、取締役と比べて情報も不十分であるから、取締役の方が結果として望ましい判断ができるのではないかという反論は説得的でないことが分かる。すなわち、株主総会決議にかけられうるという事実自体が、取締役に対する適切な規律付けになるのであり、取締役と株主の情報の格差についても、取締役が本当に望ましいと考えている買収であれば、進んでそのような情報を提供するであろうから、情報が公開されない場合には、その事実を踏まえて、株主が判断を行なえばよいと考える。

そして、前節で述べた社外取締役や裁判所に規律を委ねるべきであるとする見解と比べても、インセンティブの観点から、この見解は正当化される。株主は、会社の実質的所有者であり、剰余請求権者である。会社の利益が株主の利益につながる以上、株主としては自己の利益を確保するため、正しい判断を行うインセンティブを有している。そして、一次的に取締役会に委ねていた新株発行権限について、特定の場合に、株主のイニシアチブにより、自ら株主総会において新株発行あるいは不発行を決定した場合に、仮にこの判断が間違っていたとしても、それは自己責任として正当化される。他方、社外取締役は、自己の利益が会社の利益と必ずしも一致しない。裁判所にはより一層、これが当てはまる。そうすると、誰に最終的な判断権限を与えておくべきかは明らかである。

以上、組織再編との類似性および機関権限分配秩序の観点から、直接的に株主総会決議を一律に要求すべきとは考えられないが、他方、現状のままでもよいとはいえず、資金調達の必要と取締役の判断の公正のトレードオフを十分に考慮したうえ、取締役の判断の公

⁴⁴ 利益相反取引規制と同様に考えられる性質のものでないことは III 3 で述べた。

⁴⁵ 以下の記述につき、白井・前掲（注 34）462 頁。

正性を担保するという見地から必要な限りにおいて、最終的な判断権限を株主に付与しておくことが重要であろう。

V 立法論および解釈論に基づく検討

本章では、今までの議論を踏まえ、支配権の異動等を伴う第三者割当増資について、中間試案および改正法の概要をまず示す。そして、改正法の立法論的問題点および解釈論としてあるべき方向性を検討することにした。

1 中間試案

中間試案の段階では、「第 3 資金調達の場合における企業統治の在り方の 1 支配権の異動を伴う第三者割当てによる募集株式の発行等」において、以下のような複数の案が示された。

A 案は、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ついては、原則として株主総会の普通決議を要するものとしたうえで、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できる旨を定款で定めることができるとするものである。公開会社は、このような定款の定めに基づいて株主総会決議を省略しようとする場合は、異議があれば一定の期間内に異議を述べるべき旨を株主に通知又は公告しなければならず、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この期間に異議を述べた場合、株主総会決議の省略は認められない。これは、426 条の規律を参考にしたものである。また、株主総会の決議は普通決議とされている。これは、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による⁴⁶。

B 案は、原則として取締役会決議で支配権の異動等を伴う第三者割当増資が可能であるが、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には、株主総会決議を要するものである。これは、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ため、株主総会決議を要するものとされている（796 条 4 項）ことと同様の趣旨に基づく規律を設

⁴⁶ ただし、この理由付けから直接に株主総会決議を要求することは疑問であることは前の章で述べた通りである。

けるものである。

C案は、従来の規定を変更しないものとするものである。

前章で述べたように、取締役の判断の公正性を担保するという考え方からは、C案では不十分であることは明らかであり、何らかの株主の関与がなされることが望ましい。そして、B案は、基本的に支配権の異動を伴う第三者割当増資を取締役の権限としており、これについては賛成であるが、4分の1の異議という要件は要件が厳しすぎ、取締役に対する有効な規律とはなりえない点で問題がある。そこで私は基本的にA案が妥当と考えるが、私見についての詳細は、改正法の内容を示した後、その検討の中で論ずることとする。

2 改正法

改正法は、A案とB案の折衷案ともいえる内容になっている。

改正法については、以下の通りである。

(公開会社における募集株式の割当て等の特則)

第206条の2 公開会社は、募集株式の引受人について、第1号に掲げる数の第2号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（以下この項及び第4項において「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第1号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。

一 当該引受人（その子会社等を含む。）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

二 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 前項の規定による通知は、公告をもってこれに代えることができる。

3 第1項の規定にかかわらず、株式会社が同項の事項について同項に規定する期日の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、第1項による通知は、することを要しない。

4 総株主（この項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第1項の規定による通知又は第2項の公告の日（前項の場合にあっては、法務省令で定める日）から2週間以内に特定引受人（その子会社等を含む。以下この項において同じ。）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、第1項に規定する期日の前日までに、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または当該特定引受人との間の第205条第1項の契約の承認を受けなければならない。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、当該公開会社の事業の継続の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、前項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。

【下線部筆者】

3 改正法の検討

(1) 情報開示

206条の2第1項柱書および2項においては、特定引受人の氏名や住所を株主に通知するものと規定されている。IIで述べたように、従来は、上場会社についてのみ、金商法上、有価証券届出書および発行登録追補書類の「証券情報」の「第三者割当の場合の特記事項」欄の記載により、割当予定先の実態等が開示されることとなっていた⁴⁷。今回の改正は、上場会社にとどまらず、公開会社一般について、第三者割当増資についての情報開示の対象を拡大するものであり、株主が第三者の氏名・住所を割当前に知ることができるため、ある程度210条等の有効活用に資するものとして評価されると考える。なお、金商法上の情報開示の方が、改正法と比べてより詳細になっているが、金商法の適用会社は多数の利害関係人が存在するのであるから、金商法上の情報開示の方が詳細なことは当然であろう。

⁴⁷ 2009年12月11日の「連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則等の一部を改正する内閣府令」（平成21年内閣府令第73号）の公布・施行と、これと併行して行われた「企業内容等の開示に関する留意事項」等の関係ガイドラインの改正により、開示内容の充実が図られている（企業内容等の開示に関する開示府令第2号様式「第一部 証券情報」の「第3 第三者割当の場合の特記事項」、第十二号様式「第一部 証券情報」の「第3 第三者割当の場合の特記事項」、新開示府令19条2項1号ヲ・2号ホ）。谷口義幸＝宮下央＝小田望未「第三者割当に係る開示の充実等のための内閣府令等の改正」商事法務1888号（2010年）4頁参照。

(2) 実体要件

改正法は、①原則として取締役会決議で支配権の異動等を伴う第三者割当増資が出来るが、②例外的な場合に株主総会決議が必要⁴⁸であり、さらに、③例外の例外にあたる場合には、株主総会決議が不要、という3段階の構造になっている。

改正法は、株主総会決議が要求される基準として、当該第三者割当増資により、株主が議決権の過半数を取得する場合としており、発行株式の「量」自体に着目しているわけではない。すなわち、例えばX社がY社の株式を49%保有していたところ、X社がY社に第三者割当増資によって株式を発行した結果、X社がY社の株式の51%を保有することになった場合にも、改正法の規制が及ぶことになる。すなわち、法的に親子会社となる場合、もしくは、単独で取締役を選任できる過半数を超える株式取得を規律の基準としている。

また、改正法206条の2第5項においては、341条と同様の規律がなされていることから、機関権限分配秩序論を一部採用していることが分かる。改正法の基本的な考え方は、機関権限分配秩序や組織再編との類似性を考慮はするものの、基本的に、現行法と同様資金調達の機動性を重視し、取締役会による決定権限を広く認めているものといえるだろう。

改正法において株主総会決議が必要とされる場合とは、概要を述べれば、当該第三者割当増資によって親会社が出現する場合において、総株主の議決権の10分の1以上の反対がなされた場合である。そこで、以下この要件が資金調達の機動性と取締役の判断の公正性のトレードオフを十分に考慮した結果となっているかどうかを検討する。

まず、一律に株主総会決議を要求するのではなく、「異議」という形にしたことそれ自体については、繰り返し述べてきた、資金調達の機動性確保、第三者割当増資という手法の必要性等に鑑みれば、問題ではない。しかし、株主の10分の1以上の異議という要件は、株式所有の分散した大会社等においてはかなり重いものであり、関係会社や機関投資家等の有力な株主の間に強い反対がある場合でないと、この要件を満たすことは容易ではない。その意味では本当に濫用的な第三者割当増資のみをチェックする機能を持つことになる⁴⁹。そして、本当に濫用的なものしか規制されないのであれば、取締役の判断の公正性は、限定的にしか担保されないことになる。取締役の判断の公正性を担保するためには、不明瞭

⁴⁸ 昭和30年商法改正下においては、株主以外の者に新株引受権を与えるには、基本的には株主総会特別決議をもって取締役会に新株引受権に関する一定事項につき決定権限を与える旨を決議することが必要とされていたが、改正法はこの規制に戻ったものではないことは明らかである。

⁴⁹ 岩原紳作「会社法制の見直しに関する要綱案」の解説【Ⅱ】商事法務1976号7頁(2012年)。

な資金の活用法や収益率の見込み、割当先等が取締役から提示された場合に株主総会決議がいつでも発動されうる、という状況にしておかなければならない。そうすると、株主総会決議が要求される異議の要件は、もう少し緩やかなものにしておく必要がある。この点において、中間試案 A 案の 100 分の 3 以上の異議という要件がよかったのではないかと考える⁵⁰。

そして、会社の所有者である株主が自ら判断権限を行使したいというのであれば、それは株主の自己責任の下許容されるべきであり、株主総会にかかるコストはやむをえないものとして是認されるべきである⁵¹。

他方、新株発行による資金調達的手法として第三者割当増資以外の利用が増え、資金調達の迅速性が確保出来る状況になれば、改正法のように、一定数の株主の異議を要件とするのではなく、一般に株主総会決議を要求することも考えられる。たとえば、ライツ・オフリングの規制緩和がなされ、これを利用しやすくなる環境が整備されてきた今日において⁵²、将来、実際にライツ・オフリングが資金調達の手段として一般的になった時には、資金調達の機動性は充足されるのであるから、取締役の判断の公正性担保に重きをおき、一定数を超える規模の第三者割当増資については、一律に株主総会決議を要求するという立法的判断が望ましいと考える。

また、立法論ではあるが、会社法 200 条を参考に、1 年間に限り、募集事項の決定を取締役に委任できることとして、資金調達の機動性に配慮する規定を設ければ、株主総会決議を一律に要求しても、取締役の判断の公正性の担保と、資金調達の機動性を両立させるこ

⁵⁰ なお、白井・前掲（注 34）464 頁以下は、迅速な資金調達や資本提携を可能にするという利点と、取締役が株主の利益に十分配慮して行動するための規律付けを与えることによる利点との間のトレードオフ関係を考慮し、会社支配権の移転を伴う第三者割当増資について株主総会特別決議を要求することを提唱している。しかし、総会決議を一律に要求しなくても、本文で述べたような株主の異議制度を設けておけば、取締役に對する適切な規律付けになると考えられるし、事業提携のような場合では、一次的には専門的知見を有する取締役に第三者割当増資の権限を与えておいた方が結果的に株主の利益になる面もある。以上から、支配権の異動を伴う第三者割当増資について株主総会を一律に要求することは妥当ではないと考える。

⁵¹ 「会社法制の見直しに関する中間試案」に寄せられた意見の概要

（<http://www.moj.go.jp/content/000095492.pdf>【最終アクセス：平成 26 年 8 月 31 日】）
28 頁以下において、多くの団体により株主総会開催のコストの問題が指摘されているが、異議が出された場合に限り株主総会は開催されるのであるから、この問題は決定的な問題点とはいえない。

⁵² （注 3）参照。なお、上場会社にとって安定的な資金調達手法となりうるコミットメント型ライツ・オフリングについては、2013 年 4 月に株式会社 IRJAPAN が初めて行っており、今後の広まりが期待される場所である。

とができる⁵³だろう。この点において、株主総会決議を原則として必要とするものの、株主総会決議を省略することができる定款規定を定めることが出来るとする中間試案 A 案は一度定款に定めてしまえば、取締役会に広い裁量が認められる点で、やや不十分なものといえる。

次に、株主総会決議が必要とされる場合において、例外的に株主総会決議が不要とされる要件である「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、当該公開会社の事業の継続のため緊急の必要があるとき」の要件を検討することにしたい。

検討の指針となるのは、やはり、株主共同の利益の確保という目的を達成するため、資金調達の機動性と取締役の判断の公正性を担保することのバランスをどう図っていくかということである。そして、先に述べたように、改正法の 10 分の 1 以上の異議という要件が取締役の判断の公正性に対する規律として弱いものであることを前提とすれば、この要件は、限定的に解釈すべきであろう。

まず、この規定には、①財産状況の著しい悪化、②緊急の必要、という 2 つの要件が含まれている。条文の文言からみてとれるように、①が満たされれば、当然に②も満たされるという関係にはなく、①に加えて、②を要求することで、さらに要件に絞りをかけているといえよう。これは、上記解釈指針からも導かれる。

そして、①財産状況の著しい悪化とは、(i) 破産手続開始原因事実の生ずるおそれがあること、または、(ii) 事業の継続に著しい支障を来たすことなく弁済期にある債務を弁済できないこと（民事再生法 21 条 1 項）と解するのが妥当であろう。このような場合に限定することは、上記解釈指針に適合的であるし、破産原因が生じていないと要件を満たさないとするのは、逆に厳しすぎ、会社の再生を妨げるおそれがあるからである。

また、②緊急の必要であるが、当該第三者割当増資を行わなければ、事業再建の可能性が失われる場合、と限定的に解しておくべきである。そして、他の手段によって倒産を回避できるのであれば、その手段をとるべきであり、ここにいう緊急の必要にはあたらないと解する⁵⁴。例えば、金融機関から救済的融資を受けることによって資金調達が可能なのであれば、緊急の必要があるとはいえない。

最後に、この規定から派生する問題について検討する。

206 条の 2 第 1 項に該当する規模の第三者割当増資がなされる場合において、株主の 10

⁵³ 前掲・洲崎（注 20）20 頁。

⁵⁴ 前田雅弘ほか「[座談会]『会社法性の見直しに関する要綱』の考え方と今後の実務対応」商事法務 1978 号（2012 年）28 頁 [前田発言] も同旨。疎明資料としては、会社の代表者が状況を説明した書面や、会社の財政状況や資金繰りの状況を示す資料があげられる（同 29 頁 [石井発言]）。

分の 1 以上の異議があったにもかかわらず、取締役が事業の継続のため緊急の必要があると考えて第三者割当増資を行おうとしている場合、かかる緊急の必要がないと考えている株主がこれを法令違反として 210 条により差止めることができるのか。実際上は、差止請求権を被保全権利として、民事保全法 23 条 2 項の仮処分を申し立てることが考えられるが、この審理の最中に、会社が倒産してしまうことも考えられる。そうすると、当該第三者割当増資がなされれば、会社は倒産の危機を免れるという場合に、差止請求を認め、これを審理して増資の時期を遅らせることは、株主の共同の利益に反することとなりかねないため、これを認めるべきではないとの価値判断もありうる。

しかし、事後的な株主の救済は難しい。考えられるのは、任務懈怠に基づく損害賠償請求（423 条 1 項）であるが、任務懈怠責任を追及するために要求される「任務懈怠」「損害」および「因果関係」要件の立証は困難である。すなわち、財産状況が著しく悪化していることは、財務諸表等である程度客観的に明らかであるが、緊急の必要があったかどうかはなお経営判断に委ねられるものと考えられるところ、責任を追及する側としては、当該状況下で他の取りえた選択肢をあげなければ「任務懈怠」は認められない。また、当該第三者割当増資により株価が下がらなければ「損害」は認められないし、かかる損害が緊急の必要がないにも関わらず、第三者割当増資を行ったことに起因するものだ、と立証しなければ「因果関係」は認められないが、これらを立証するのは困難であろう。

加えて、株主総会決議が必要な場合⁵⁵であったにもかかわらず、これを経ないで新株発行がなされた場合には新株発行無効の訴え（828 条 1 項 2 号）の無効事由になるのかが問題となりうる。しかし、株主総会特別決議を経ないでなされた有利発行も無効事由にならないとの判例⁵⁶および「譲渡制限株式以外の株式の発行等に係る手続上の法令違反は、一般には無効事由と解すべきではない」⁵⁷と学説上解されていることからすると、無効事由にはならないと考えるのが従来の解釈からして整合的であると考え⁵⁸。このように、既存株主の事後的救済は困難である。

この点を勘案しても、206 条の 2 第 4 項ただし書違反の第三者割当増資は、210 条 1 号

⁵⁵ 改正法 206 条の 2 第 4 項本文に該当する場合である。

⁵⁶ 最判昭和 46 年 7 月 16 日判時 641 号 97 頁。

⁵⁷ 江頭・前掲（注 3）766 頁。

⁵⁸ これに対して、会社法上、株式会社は、反対通知が 10 分の 1 以上の議決権比率に達したことを開示する義務はなく、株主がそれを知る手段を有しないため、株主の差止めの機会が奪われていたことを理由に無効事由になりうるとする見解として、山下徹哉「支配株主の異動を伴う募集株式の発行等」法教 402 号（2014 年）16 頁。なお、改正法 206 条の 2 第 1 項違反の場合は、最判平成 9 年 1 月 28 日民集 51 卷 1 号 71 頁に照らしても十分に無効事由になりうると考える。

の法令違反として差止事由になると考えられる⁵⁹。しかし、会社側が倒産の危機に瀕していると主張してきた場合に、裁判所は積極的に要件該当性を審査し、差止請求を認めることを躊躇するであろうことは容易に予想され、結局、差止めが認められるケースはほとんどないと考えられる。そうすると、既存株主の救済が困難になることが危惧される。

V おわりに

本論文では、今日、第三者割当増資が資金調達的手段として広く利用されていることを踏まえたうえ、支配権の異動等を伴う第三者割当増資を取締役会決議のみで行うことができってしまう現状について分析・検討を加えてきた。まず、210条2号の不公正発行は、主要目的ルールの下、主として支配権争いが生じている場合にのみ適用されるものであり、そうでない場合（たとえば友好的 M&A の局面）においては210条2号の不公正発行として捉えることは難しいこと、また、社外取締役による監督機能は、本論文が問題とする局面では機能しにくいことを指摘した。そして、私見としては、一次的には取締役会に第三者割当増資を行う権限を与えて、資金調達の機動性を確保しておくことが、株主共同の利益という観点から望ましいが、取締役の判断の公正を担保するために、最終的な判断権限を株主に留保しておくことが必要であると考えた。この観点から改正法を検討すれば、株主総会決議が必要となる10%の異議という要件が重すぎることを指摘した。なお将来的にライツ・オファリングが一般的な資金調達手法になった場合には、第三者割当増資の様々な弊害に鑑み、支配権の異動等を伴う第三者割当増資について一律に株主総会決議を要求することも考えられるということも述べた。

上記のように立法により取締役の判断の公正が担保できないとすれば、改正法の「財産の状況が著しく悪化している場合」「事業の継続のため緊急の必要がある」の要件は、厳格に解すべきであるとともに、この要件に違反して第三者割当増資がなされるのであれば、210条1号の法令違反として差止事由になると解すべきである。このように考えなければ、取締役の判断の公正を確保できないし、事実上、従来のような株主総会決議を事実上不要とする規制と何ら変わらなくなってしまうからである。しかし、裁判所が、倒産の危険があると会社側から主張されている場合において、上記のような厳格な解釈を行い、差止めを認めるかは疑わしい面もあり、裁判所がどのような判断をするかは、今後の事例の蓄積、および実務での運用を見守るしかないが、株主保護の観点からは、裁判所の積極的な介入

⁵⁹ 同様の見解として、森本大介「第三者割当増資に関する規律および子会社株式等の譲渡に関する改正」商事法務1985号（2012年）23頁。

が期待されるところである。