

# 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——

中 村 信 男

## 1 はじめに

募集株式の発行等において募集株式の割当を受ける権利を特定の者だけに与えて行う第三者割当による募集株式の発行等（以下、これを第三者割当増資ともいう。）は、一方では特定のスポンサーからの資金調達の実施による会社の資金繰り確保等を図る点で、資金調達機構としての公開会社・上場会社の業務執行上有用な機能を発揮しうる。しかし、他方で、1950年商法改正以来採用されている授權資本制度や、1966年商法改正で採用され会社法上も踏襲されている有利発行規制（会社法199条3項、201条1項）の下では、募集株式の引受人にとって一株当たりの払込金額が特に有利なものでさえなければ、既存株主の株式稀釈化をもたらしたり既存の株主の支配関係を変動させたりする大規模な第三者割当による募集株式の発行等であっても、これを業務執行機関の権限において行うことができ、現にそのような事例も散見される。

近時こうした状況を踏まえ、東京証券取引所等の規則（以下、東証規則ともいう。）による対応として、一定規模以上の第三者割当増資については、既存株主の納得を得るための手続きが導入されているほか、極めて大規模な第三者

割当増資は別途、厳格な規制に服せしめられている。また、新株予約権の上場規制の見直しによるライツ・イシューの促進策も講じられ、上場会社の増資形態を、既存株主の株式の稀釈化を生じさせないものへと誘導しようとする措置が併せ講じられている。金融商品取引法（以下、金商法という。）でも、こうした取引所の対応にも呼応してか、第三者割当増資に関する開示情報の充実を行うとともに、東証規則との連動もその中で実現しつつある。会社法は、公開会社の募集株式の発行等に関しては、たとえ会社支配権の変動を生じさせるものであっても、これをあくまで業務執行事項として位置付け規律するものであるが、東証規則や金商法によるこうした対応は、要するに、公開会社が行う第三者割当方式の募集株式の発行等のうち支配権変動を伴うものに対する会社法上の規律の在り方を、会社支配の変動に係る既存株主の利益保護という観点から検討し直す必要があることを示唆しているものと捉えることができるであろう。現に、2011年12月に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」（以下、中間試案という。）でも、公開会社が行う一定規模の第三者割当方式の募集株式の発行等に対する会社法上の規律の見直しを提案している。

そこで、本稿は、会社法と金商法の交錯する問題の一つとして、公開会社の募集株式等の発行のうち第三者割当によるものを取り上げて検討し、中間試案の提案にも言及しつつ、公開会社の募集株式の発行等に係る法的規律のあり方を探ろうとするものである。

## 2 会社法における第三者割当増資規制の変遷

### (1) 1950年改正商法による授權資本制度の採用と新株発行に係る法的位置づけの変容

わが国の新株発行法制については、周知のとおり、1950年の商法改正によって大きな変革が行われた。すなわち、1950年改正前商法の下では、株式会社の

資本の額が定款の絶対的記載事項とされていたこともあり（1950年改正前商法166条1項3号）、新株発行による増資それ自体が定款変更を要し、株主総会決議を経なければならぬとされていた（同法342条1項、343条1項）。必要とされた株主総会決議は、総株主（議決権のない株主等は除く。）の半数以上にして資本（議決権のない株主等の株式の金額は含まない。）の半額以上に当たる株主が出席して、その議決権の過半数を以て行うものとされていたため（同法343条1項、344条1項乃至3項）、頭数主義の加味された比較的要件の厳格な多数決が求められていた。解散や合併についても同様の決議要件が規定されていたこと（同法405条、408条1項・3項による343条の準用）から、1950年改正前商法が新株発行を株式会社の組織変動行為の一つとして位置付けており、業務執行事項の問題とは捉えていなかったことは明らかである。

ちなみに、1950年改正前商法は株主の新株引受権を法定していなかったため、株式会社の増資の原則的形態が株主割当てとされておらず、資本増加の決議において、新株の引受権を与えるべき者とその権利の内容を定めることができたが（同法348条4号）、それには、上記のように、定款変更に必要な株主総会決議を経なければならなかった。また、株式会社が特定の者に対し将来の増資において新株引受権を与えるべきことを約するには、定款変更の場合と同様の株主総会決議を経ることを要するとされていた（同法349条）。同法では第三者割当増資それ自体に合併や定款変更と同様の株主総会決議が求められており、これにより、新株発行によって影響を受ける個々の既存株主の支配的利益の保護が図られていたともいえるであろう。

これに対し、1950年改正商法は、株式会社を資金調達機構と捉えて、その資金調達の機動性確保を重視したことから、資本の額を定款の記載事項から削除するとともに、株式会社の新株発行の基本的枠組みとして授權資本制度を採用し、新株発行による増資を業務執行事項として位置付けるところとなった（1950年改正商法280条ノ2第1項本文）。

## (2) 非公開会社の第三者割当増資に係る規律の変遷

しかし、公開会社（会社法2条5号）でない株式会社（以下、非公開会社という。）に関しては、その法的性質が資金調達機構である公開会社と根本的に異なることから、新株発行を純然たる業務執行事項と位置づけることに本質的な疑問が呈され、新株発行における既存株主の持株比率の維持（支配的利益の保護）の必要性が説かれてきた<sup>(1)</sup>。この問題については、法務省民事局参事官室が1986年5月15日に公表した「商法・有限会社法改正試案」が、株式の譲渡制限の定めをした株式会社（すなわち会社法上の非公開会社）の株主の新株引受権を法定して新株発行の原則的方法を株主割当てとした上で、第三者割当増資については発行価額の如何を問わず株主総会の特別決議を要とする立法提案を行い（三・4および同（注））、これを受けて1990年改正商法280条ノ5ノ2第1項本文が非公開会社の株主の新株引受権を法定したこと<sup>(2)</sup>で立法上の解決を見たことは記憶に新しい。

会社法は、株主の優先的割当権の法定という形こそとらないが、非公開会社の募集株式の発行等につき、取締役会設置会社であるか否かを問わず、株主総会の特別決議を基本的に要件とすること（会社法199条2項、309条2項5号）で、手続規制の形をとりながらも、実質的には募集株式の発行等における既存株主の支配的利益の保護を図ろうとするものといえるであろう。

## (3) 公開会社の第三者割当増資に係る規律の変遷

これに対し、公開会社の新株発行ないし第三者割当増資に係る1950年改正商

---

(1) 例えば、酒巻俊雄「閉鎖的株式会社と新株発行」同『閉鎖的会社の法理と立法』181頁以下（日本評論社、1973年）参照。

(2) 1990年改正商法280条ノ5ノ2第1項本文は、「株式ノ譲渡ニ付取締役会ノ承認ヲ要スル旨ノ定款ノ定アル場合ニ於テハ株主ハ新株ノ引受権ヲ有ス」と定めていた。ちなみに、同項但書は、株主以外の者に対して発行することを得べき株式の種類・数について株主総会の特別決議があるときは、株主の新株引受権を排除しうる旨を定めていた。

法以降の法的規律の変遷をみると、第1に、当初は、1950年の商法改正の原動力ともなったGHQが株主の地位強化の観点から既存株主の持株比率の維持を重視したこともあって、妥協の産物との批判を浴びたものの、1950年改正商法は、会社設立時の定款の絶対的記載事項として、会社が発行する株式の総数についての株主の新株引受権の有無または制限に関する事項と、特定の第三者に新株引受権を与えることを定めたときはこれに関する事項とを記載することを求めていた（同法166条1項5号）。第2に、同法下では、会社が発行可能株式総数を増加する場合も、増加すべき株式につき株主に新株引受権を与えまたはこれを制限すること、もし特定の第三者に対し新株引受権を与えるときはその旨を定款に定めることが求められ（同法347条2項）<sup>(3)</sup>、第三者割当増資については、これを定款記載事項とすることで資金調達方法としては例外的なものとする取扱いが行われるとともに、取締役会の判断のみで第三者割当増資を行うことに対する一定の制約が付されていた。

もっとも、定款規定のし方を巡り法的混乱が生じたため<sup>(4)</sup>、早急な法改正が求められ、1955年の商法改正により、上記定款記載事項に関する規定が削除されるとともに、新株引受権の付与については商法または定款に別段の定めがない限り取締役会で決定することができるものとされた（1955年改正商法280条ノ2第1項5号）。しかし、その一方で、1955年改正商法は、株主以外の第三者に新株引受権を付与するには定款にその旨の定めがあるときであっても常に株主総会の特別決議を要するものと定め（1955年改正商法280条ノ2第2項）、第三者割当増資それ自体を規制する立法方式を採用した<sup>(5)</sup>。この規律は、第三者に対する新株引受権の付与そのものを規制対象とするものであって、第三者

---

(3) その一例として、東京地判昭和30年2月28日下民集6巻2号361頁。浜田道代「新株引受権騒動への緊急対策」浜田道代編『（北沢正啓先生古稀祝賀論文集）日本会社立法の歴史的展開』293頁～294頁（商事法務研究会、1999年）、久保田安彦「資本市場と会社法」中東正文＝松井秀征編著『会社法の選択』571頁、584頁（商事法務、2010年）。

(4) その内容については、浜田・前掲（注3）294頁～296頁参照。

割当増資に一般的に株主総会の特別決議を要するものとするこゝで、株主の財産的利益にとどまらず、既存株主の支配的關係に基づく利益をも一般的かつ積極的に保護する機能を有していたとされている<sup>(6)</sup>。

それが、周知のように、買取引受けの問題<sup>(7)</sup>をきっかけとして1966年の商法改正により変更を加えられ、第三者割当増資のうち特に有利な発行価額をもってするものだけが株主総会の特別決議を要するものとされた（1966年改正商法280条ノ2第2項）。株主は新株引受権を保障されているわけではない以上、新株が公正な価額で発行される限り、支配關係の変動による不利益（持株比率の低下）は甘受すべきものと考えられたからである<sup>(8)</sup>。これにより、第三者割当増資に対する法的規律のあり方が、もっぱら既存株主の経済的利益の保護におかれ、同年改正前は保護法益とされていた既存株主の支配的利益の保護は、違法・不公正な新株発行に対する株主の差止請求権で図るものとされた<sup>(9)</sup>。その後、この立法主義は基本的に変更を受けることなく承継され、会社法も公開会社については同様の規律を維持している<sup>(10)</sup>。

### 3 公開会社の募集株式発行等と会社法上の規律の概要・問題点

#### (1) 会社法における募集株式の発行等の規制と第三者割当増資の取扱い

会社法上、株式会社が募集株式の発行等を行うときは、その都度、募集株式

(5) 1955年改正商法280条ノ2第2項前段は、「株主以外ノ者ニ新株ノ引受権ヲ与フルニハ定款ニ之ニ関スル定アルトキト雖モ与フルコトヲ得ヘキ引受権ノ目的タル株式ノ額面無額面ノ別、種類、数及最低発行価額ニ付第三四三条ニ定ムル決議アルコトヲ要ス」と定めており、第三者割当増資については一般的に株主総会の特別決議を求める立法主義を採用していた。

(6) 酒巻・前掲（注1）184頁。

(7) 横濱地判昭和37年12月17日下民集13巻12号2473頁。また、鈴木竹雄「買取引受と商法二八〇条の二第二項」商事法務研究268号2頁以下（1963年）を参照。

(8) 鈴木・前掲（注7）3～4頁、酒巻・前掲（注1）185頁。

(9) 鈴木・前掲（注7）4頁、酒巻・前掲（注1）185頁。

(10) もっとも、2001年4月の「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」では、発行済株式総数の20%以上の第三者割当増資を株主総会特別決議事項とすることを提案していたが、経団連等の経済界からの強い反対にあい、実現に至らなかったという経緯がある。

について募集事項（募集株式の数、募集株式の払込金額、金銭以外の財産を出資の目的とするときは、その旨と当該財産の内容および価額、払込等期日・期間、および、株式を発行するときは増加する資本金および資本準備金に関する事項）を決定しなければならない（会社法199条1項・2項）。その決定は、公開会社では業務執行事項として取締役会の決議により行うものとされ、株主総会の決議を要しない（会社法201条1項）。委員会設置会社では、これを取締役会の決議をもって執行役に委任することができる（会社法416条4項）<sup>(11)</sup>。ただし、募集株式の払込金額が引受人にとって特に有利な金額である場合（有利発行）<sup>(12)</sup>は、既存株主の利益保護のため、取締役は有利発行を必要とする理由を開示し、株主総会の特別決議による承認を受けなければならない（会社法201条1項・199条2項・3項・309条2項5号）<sup>(13)</sup>。公開会社に関する限り、会社法は、払込金額が特に有利でなければ、第三者割当増資を発行株式数の大小に

---

(11) 委員会設置会社を採用する公開会社の対応を見ると、エーザイのように募集株式の発行等の権限をすべて執行役に委任する例がある一方で、ソニーのように発行済株式総数の5%以上の募集株式の発行等の権限を取締役に留保する例がある。また、募集株式の発行等の権限を取締役にすべて留保する例もあるようである。委員会設置会社に係るこうした規律は、それ以外の機関設計を採用する公開会社と比べて、大幅な権限移譲を認めるものとなっているが、委員会設置会社を選択した公開会社について、募集株式の発行等の権限を全般的に執行役に委任することを認めること自体、行き過ぎであり、その意味では、ソニーの上記対応は参考とされるべきであろう。中村信男「コーポレート・ガバナンス」川邊信雄・嶋村紘輝・山本哲三編著『日本の成長戦略』179頁（中央経済社、2012年）。

(12) この問題については、村上誠「上場会社の株式発行における払込金額規制」ビジネス法務2011年2月号118頁以下参照。

(13) 会社法は、募集株式の有利発行等に係る株主総会決議について、商法が定めていた有効期間（2005年改正前商法280条ノ2第4項）を規定していない。そのため、募集株式の有利発行等につき承認を与える株主総会決議は、当該決議の日より1年を超えて払込みが行われる募集株式の発行等にも効力を有することになりそうである。しかし、それでは、募集事項の決定を取締役または取締役会に委任するための株主総会の決議について、払込金額の下限が「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、払込等の期日または期間の末日が当該決議の日から1年以内とされる募集株式の発行等についてのみ効力を有するとする会社法200条3項と整合しないと考えられる。その意味で、募集株式の有利発行等の株主総会決議の有効期間の定めが会社法上置かれていないことは問題であって、会社法200条3項の類推適用により、当該決議は、当該決議の日より1年以内に払込み等の期日または期間の末日が到来する募集株式についてのみ効力を有するものと解するべきであろう。

かかわらず、取締役会（委員会設置会社では執行役）の決定で行うことを認めるわけである。

募集事項の決定後は、募集株式の引受けの申込みが行われ、株式会社は、募集株式の引受けの申込みをしようとする者に対し、所定の事項（会社法施行規則41条1号～7号）を通知しなければならないが（会社法203条1項）、金商法による目論見書の交付が行われている場合その他法務省令で定める場合は、それにより代替することができる（会社法203条4項、会社法施行規則42条）。その後、募集株式の引受けの申込みが行われると、株式会社は申込者の中から募集株式の割当を受ける者を定め、且つ、その者に割り当てる募集株式の数を定めることを要するが（会社法204条1項前段）、その際、割当株式数を引受申込株式数よりも減らすことができる（同項後段）。割当者と割当株式数の双方の決定に株式会社側の裁量権が認められ、いずれも公開会社では業務執行機関が行えるものとされている。

## (2) 公開会社における既存株主の支配的利益の保護と会社法の対応・問題点

このように、会社法上、公開会社における募集株式の発行等は既存株主の経済的利益の侵害を伴わない限り、業務執行機関の権限において行われ、株主の意思が反映されることはない。しかし、取締役・執行役の権限濫用により既存株主の利益が害されるおそれもあるため、その問題の処理について会社法は、必要と認める株主が単独株主権としての募集株式発行等の差止請求権（会社法210条）の行使により対処する事後救済に委ねている。また、その権利行使の機会確保のために、公開会社が取締役会決議により募集事項を定めたときは、払込期日または払込期間の初日の2週間前までに、当該募集事項を株主に通知するか、または公告しなければならない（会社法201条3項・4項）。

もっとも、第1に、会社法210条に定める募集株式発行等の差止請求権が所期の機能を発揮し、違法・不公正な募集株式の発行等に対する禁止的效果をも

たらしていれば、既存株主の利益保護はこれに任せることでも足りるが、残念ながら、現実の運用は必ずしもそうはなっていないようである。

殊に、近年における上場会社の増資形態の動向をみると、第三者割当が公募のほぼ倍程度の件数で推移する一方、株主割当の例は極めて僅少であること<sup>(14)</sup>は、現行会社法制が、公開会社における既存株主の株式の不合理な稀釈化を抑制する仕組みとして機能し得るものであるかどうかを改めて検証することの必要性を示しているものと考えられる。また、現在の判例の採用する主要目的理論では、取締役会が支配株主を交替させるほどの大量の募集株式の発行等を行うことも、業務執行上の必要があれば許容される<sup>(15)</sup>。そのため、株主によって選任される取締役が支配株主を選別するという、コーポレート・ガバナンスの根幹にかかわる問題が指摘されているだけでなく<sup>(16)</sup>、会社支配権の変動行為としての実質を持つ会社行為が業務執行行為として行ってしまうことの問題も看過することはできないであろう。

第2に、会社が株主の募集株式発行等の差止請求権行使の機会確保のために会社に開示を求める項目は会社法199条1項に定める募集事項であるが、そこには2005年改正前商法280条ノ3ノ2において開示が求められていた募集の方法（同条参照）が開示項目として含まれていない。また、第三者割当増資に関していえば、割当先はもとより第三者割当の方法によることの理由や必要性、当該割当先を選んだ理由、増資手取り金の使途と調達金額と当該使途において必要とされる資金の額との関係等が、差止を行おうとする株主にとっては

---

(14) 株式会社東京証券取引所上場部編『最新 東証の上場制度整備の解説』29頁～30頁（商事法務、2010年）および同書30頁の図表2-2参照。

(15) 例えば、東京高決平成16年8月4日金判1201号4頁（CSK 対ベルシステム24事件）。

(16) 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73頁（2010年）。中間試案が、公開会社の大規模第三者割当増資に対する規律見直しの問題を、企業統治の在り方に係る会社法制の見直しの一環として扱っているのは、この問題が株式会社の資金調達にかかわりながら、権限配分の在り方を含めコーポレート・ガバナンスに関する側面を持つからであろう（第1部の第3）。

必要情報でありながら、これらも会社法上の開示項目とはされていない。これに対し、会社法201条3項・4項の募集事項の開示は、金商法により所定の開示を払込期日等の2週間前までに実施している公開会社では免除されているが（同条5項）、金商法上株式の発行に際し発行会社が開示することを要する情報は相当詳細である。それだけに、この面での金商法上の規律は、金商法の適用を受けない公開会社も含め、会社法による募集事項の開示の内容の見直しの必要性を明らかにしているように思われる。

しかも、1955年改正商法の上記規律については、ともすれば不公正になりがちな第三者割当増資の抑制に貢献したとの評価もある<sup>(17)</sup>だけに、制度改正後50年近くを経ても会社法上の基本的規律について、この間の上場会社における投資家像の変化も踏まえた見直しが行われていないことは、それ自体、問題なしとしないであろう。

#### 4 募集株式の発行等と金商法による開示

##### (1) 金商法による規律—開示規制

金商法が同法適用会社による募集株式の発行等につき設ける規律は、情報開示規制であり、会社法のような手続規制・実体規制ではない。また、会社法は公開会社が行う募集株式の発行等のうち株主割当以外のものであって有利発行に該当しないものすべてに募集事項の公示を求めるが（会社法201条3項）、金商法は、同法にいう「有価証券の募集または売出し」に該当する場合だけを対象として発行会社に所定事項の開示を求める点で違いがある。さらに、制度趣旨の点でも、金商法の開示規制は資本市場の資源配分機能の効率的な発揮を図るため、当該証券の実質的な投資価値を判断するのに必要な資料・情報の投資者への提供を目的とする点で、会社法上の募集株式の発行等に対する規律と

---

(17) 浜田・前掲（注3）299頁。

異なっている<sup>18)</sup>。その意味で、両者を同列に論じるわけにはいかないが、それでも金商法が求める開示内容を見ると、金商法上の規律は、会社法上必要とされるべき開示項目を考える上で示唆に富むといえよう。

そこで、株式会社が募集株式の発行等を行う場合に係る金商法の規律を概観すると、金商法によれば、第1に、発行価額または売出し価額の総額が1億円以上の株式の募集または売出しにおいて、原則として多数の者（50人以上）に対し有価証券の勧誘を行うときは、発行者は有価証券届出書を内閣総理大臣に提出して届け出ることを要する（金商法4条1項、5条1項、2条3項・4項、施行令1条の5、同1条の8）。届け出られた有価証券届出書は原則として受理後15日を経過した日に効力が生じ、この日から正式に募集・売出しを行うことができるが（金商法8条1項、15条1項）、これが受理日から一定期間の公衆縦覧に付されること（同法25条1項）から、実質的に会社法201条3項・4項所定の募集事項の開示に代替することができるとされているわけである（会社法201条5項）。

第2に、第三者割当による株式会社の募集株式の発行等が金商法上の有価証券の募集・売出しに該当する限りは、発行会社は有価証券届出書の届出を要することになるが<sup>19)</sup>、上場会社が適格機関投資家または特定投資家を対象とせず行う第三者割当増資は、割当先が50人未満であっても少人数私募の要件を満たさないため、金商法上の「募集」に該当し、有価証券届出書の内閣総理大臣への提出が必要となる<sup>20)</sup>。

18) 近藤光男 = 吉原和志 = 黒沼悦郎『金融商品取引法入門【第2版】』103頁、110頁（商事法務、2011年）。

19) 山中政人他著『上場会社のための第三者割当の実務 Q&A』138頁（商事法務、2011年）。ただ、上場会社が第三者割当により上場株式を発行する場合に有価証券の募集に該当すると、実務上届出前に発行会社と割当先との間で行われる事前接触が違法と評価されるおそれがあるため、開示府令19条2項1号に該当する第三者割当を発行会社が行う場合であって、割当予定先が限定され、当該割当先から割当有価証券が直ちに転売されるおそれが少ない場合（資本提携、親会社による子会社株式の引受け等）に該当するときは、事前接触等が有価証券の取得・売付の勧誘には該当しないとされている（開示ガイドライン2-12）。山中他・前掲書146頁～147頁。

## (2) 開示内容

注目すべきは、有価証券届出書による開示の内容である。有価証券届出書の記載事項は、提出会社が組込方式も参照方式も利用できない場合の様式（第2号様式）（金商法5条1項，企業内容等の開示に関する内閣府令（以下，開示府令）8条1項1号）と，すでに1年以上継続して有価証券報告書を提出している会社が利用できる組込方式（第2号の2様式）（金商法5条3項，開示府令9条の3第4項），および，すでに1年以上継続して有価証券報告書を提出し，且つ，発行した有価証券の取引状況等に照らして企業情報がすでに公衆に広範に提供されていると認められる会社が利用できる参照方式（第2号の3様式）（金商法5条4項，開示府令9条の4第1項）に分かれる。しかし，いずれにせよ，募集・売出しの対象となる株式に関する証券情報は有価証券届出書の届出の都度，開示することが必要となり，簡素化は認められていない<sup>(21)</sup>。

次に，証券情報の内容を概観すると，上場会社の行う株式の第三者割当については，2009年12月11日における「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<sup>(22)</sup>。その趣旨は，第三者割当増資が機動的な資金調達手段としての有用性を有する一方で，十分な情報開示がなされないまま，実態の不透明な海外のファンド等に大量に株式の割当が行われたものの，最終的に発行会社に払込金の払込みが行われなるとか，既存株主の議決権の極端な稀釈化を合理的理由もなくもたらす例が見られるなど，投資者保護あるいは資本市場の信頼性確保の観点から看過しえない問題を孕むケースが現実に見られたことから，こうした事情に鑑み，割当先

(20) 近藤＝吉原＝黒沼・前掲書（注18）119頁。

(21) 近藤＝吉原＝黒沼・前掲書（注18）138頁。

(22) その概説として，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の改正」商事法務1888号4頁以下（2010年）参照。

の実態や大規模第三者割当増資の実施に係る発行会社（経営陣）としての考え方も投資判断に重要な影響を及ぼす情報と考えられたことにある<sup>23)</sup>。

金商法が求める開示情報には、以上の制度趣旨から、資金的裏付けのない不正な第三者割当増資に対するアラームとするための開示事項と、既存株主の株式希釈化に対する株主の納得を得るための説明責任としての開示事項とが併存していることに注意を要する。しかし、具体的な開示内容を見ると、第1に、新規発行株式の種類・発行数・内容、株式募集の方法と条件、引受人の氏名・名称や引受株式数・引受の条件、手取金の額、発行費用の概算額、手取金の使途が新株発行一般の共通事項として開示を求められている。ちなみに、手取金の使途は具体的に記載すること、買収資金の場合は買収事業の内容・財産についての概要を記載することが、2009年の前記内閣府令の改正により必要とされるに至っている（開示府令第2号様式・記載上の注意(20)a・b)<sup>24)</sup>。

そのうえで、第2に、第三者割当増資に係る特記事項として、まず割当予定先の状況（発行会社と割当予定先の関係、割当予定先の選定理由、割当予定株式数等）（開示府令第2号様式・記載上の注意（23-3））、株券等の譲渡制限（転売制限）、発行条件に関する事項（発行価格の算定根拠、発行条件に関する考え方、有利発行該当性の有無の判断根拠等）（開示府令第2号様式・記載上の注意（23-5））の開示が、第三者割当増資に一般的に求められている。また、大規模な第三者割当増資に関する事項として、割当議決権数が発行前の議決権総数の25%以上となる場合または割当予定先が支配株主となる場合にはその旨とその具体的理由（開示府令第2号様式・記載上の注意（23-6））、第三者割当増資後の大株主の状況、さらに、大規模な第三者割当増資の必要性に関する事項（その理由と既存株主への影響についての取締役会の判断の内容、大規模な第三者割当増資を行うことについての判断のプロセスの具体的記載）（開示府

<sup>23)</sup> 谷口他・前掲（注22）4頁～5頁。

<sup>24)</sup> 谷口他・前掲（注22）6頁。

令第2号様式・記載上の注意(23-8))を記載し開示することが求められている。ちなみに、第三者割当増資による割当議決権数が募集株式発行前の議決権総数の25%以上となる場合を金商法が特に問題とするのは、これを大株主の出現という観点から見た場合、持分法適用の基準となる20%の議決権を有する株主を誕生させる行為であることから、発行会社に一定の重要な影響を与える可能性があると判断したためであると説明されている<sup>(25)</sup>。

加えて、第3に、2010年6月4日の開示ガイドラインの一部改正により、第三者割当増資に関する重点審査の対象が明示されるとともに、手取金の使途と割当先の状況、発行条件に関する事項および大規模な第三者割当増資の必要性については審査上の注意点も明示されたことで、開示情報の充実化に資する措置が講じられていることも注目に値する<sup>(26)</sup>。

また、上記大規模第三者割当増資の基準は、後述する東証規則で株主の納得を得るための手続きを課す基準とほぼ一致しているからか、金商法上の開示規制が求める、大規模第三者割当増資を行うに当たっての判断プロセスの開示においては、社外役員または第三者委員会からの意見聴取や株主総会での株主の意思確認その他発行会社の取締役会の判断を支える措置があれば、これも併せ記載することを求めるものとなっている(開示府令第2号様式・記載上の注意(23-8) b)。これは、法令上の規律の中に取引所規則上の取扱いを取り込むことでhard lawとsoft lawとの連動を図るものであるともいえ、法運用の在り方として注目すべきものであろう。

### (3) 金商法の規律と会社法上の規律への示唆と限界

第三者割当による募集株式の発行等に関する金商法の規律は、基本的には証券取得者に対する投資判断情報の提供を目的とするが、その実質を見ると、第

<sup>(25)</sup> 谷口他・前掲(注22)7頁。

<sup>(26)</sup> 具体的な内容については、山中他・前掲書(注19)169頁～176頁。

1に、前述のように、本来は会社法が株主の差止権行使にとって必要・有用な情報として開示を求めても良いものが少なからず含まれているといつてよいであろう。殊に、第三者割当増資に関する有価証券届出書の特記事項の多くは、本来は会社法201条3項・4項による公示により既存株主に提供されて然るべき情報ということもできる<sup>27)</sup>。

第2に、金商法によるこの面での規律は、金商法の法目的との関係から、会社支配の変動を伴う第三者割当増資についても所定事項の開示を求めるとどまり、支配権変動行為としての実体的な規制にまで及んでいないが、有価証券届出書での開示内容として、大規模な第三者割当増資に関して、その理由や既存株主への影響のほか、判断プロセスの具体的内容の開示を求めており、会社法210条の差止権行使にとって有用な情報の提供に資する仕組みとなっていることは重要である。

しかし、会社法は大規模な第三者割当増資も小規模な第三者割当増資と同様の取扱いをするだけで、金商法におけるこうした開示情報の充実を受けて所要の対応をとっていないために、金商法の開示規制の進展・充実とは対照的に会社法上の規律の不十分さが顕在化している。

そこで、公開会社のうち金商法による開示規制の適用をうけるものについては、金商法上の開示により既存株主向けの開示を行うことを会社法上の原則的な公示方法として規定するとともに、金商法の適用を受けない公開会社についても有価証券届出書の開示内容を参考に会社法201条3項・4項による開示事項の大幅な見直しと充実を行うことが会社法上の規律の見直しにおいて必要と

---

<sup>27)</sup> 近時の判例は、不公正発行該当性の有無につき、問題となった募集株式発行等に係る機関決定の経緯、資金調達背景となった事業計画の内容、立案プロセス等を認定して判断する傾向にあるといわれている（太田洋＝野田昌毅「敵対的企業買収と第三者割当増資」商事法務1710号52頁（2004年））。それだけに、金商法上の第三者割当増資に係る情報開示項目のうち、発行会社における判断プロセスに関する特記事項は、大規模な第三者割当増資だけを対象とするものではあるが、会社法210条の差止権行使の要否・可否を判断する上で極めて重要な意味を持つ。

なると考えられる。

## 5 取引所規則による対応

### (1) 東証規則の概要

上場会社による第三者割当方式の募集株式の発行等の問題を既存株主の利益保護の観点から見た場合、有利発行のように既存株主の経済的不利益を生じさせるものはもとより、支配権の維持等に関心を有する機関投資家等の株主としての支配的利益を稀釈化させるものが問題となる。このうち、会社法上の事前規制は前者だけを対象とし、後者の問題は前述のように会社法210条に定める株主の募集株式発行等の差止請求権に委ねる事後救済主義が採られている。ただ、この体制の下で、第三者割当増資によって不利益を受ける既存株主が必要に応じてこの差止請求権を行使し、差止め成功すれば、仮に当該第三者割当増資が差止請求に違反して行われたとしても、それが新株発行無効原因と解されていることから<sup>(28)</sup>、相当の禁止的効果を発揮しうる。

しかし、会社支配権の帰趨等をめぐって問題となる募集株式の不正発行(会社法210条2号)については、いわゆる主要目的理論が判例上採用されるところ、その運用の実態を見ると、これまで差止めが認められた事例はさほど多くはなかった。さらに、資金調達が必要目的として認定されれば、支配株主の交替をもたらす募集株式の発行等であっても、その差止めが認められず、同理論の機能的限界も指摘されてきた<sup>(29)</sup>。

こうした観点から注目されるのが、東証規則等の金融商品取引所の規則による第三者割当増資規制である。これを東京証券取引所についてみると、募集株式の引受人の募集等の決議が行われた場合の適時開示規制(東証・有価証券上

(28) 最判平成5年12月16日民集47巻10号5423頁。

(29) 稲葉威雄=酒巻俊雄編集代表『会社法務質疑応答集第2巻』5639頁(中村信男)(第一法規、2010年)。同様の問題意識を持たれるものとして、明田川昌幸「第三者割当増資と利益相反(名古屋地決平成20年11月19日判批)」ジュリスト1424号119頁(2011年)。

場規程402条1号a, 同規定施行規則402条の2等)に加えて, 以下の規律の適用を受ける。

第1は, 上記開示の補完措置として, 支配株主を有する上場会社が第三者割当による募集株式等の割当を支配株主等に対して行うことを決議した場合には, その決定が当該会社の少数株主にとって不利益なものでないことに関し, 当該支配株主との間で利害関係を持たない者の意見を入手した上で, 所要の適時開示を行うことを要する点である(東証・有価証券上場規程441条の2第1項1号・2項・402条1号a)。

第2に, 上場会社が第三者割当による募集株式等の割当てを行い, その結果として第三者に割り当てられる議決権が総株主の議決権数の25%以上となる場合, または当該第三者割当増資により議決権総数の50%超の議決権を有する株主が生じることとなる場合は, 上場会社が遵守すべき企業行動規範の一つとして, 経営者から独立した者による当該第三者割当増資の必要性・相当性に関する意見を入手することを要するとともに, 当該割当に係る株主総会決議等による株主意思の確認措置を講ずることが求められる(東証・有価証券上場規程432条, 同施行規則402条の2第2項3号)。これに違反した場合は, 改善報告書の提出(東証・有価証券上場規程502条・503条), 公表措置(同規程508条1項1号), 上場契約違約金の支払い強制(同規程509条1項1号)が実施され, 一定の実効性確保が図られている。

このうち前者の開示義務は, 金商法上の前記開示と共通する部分があるが, 後者の株主意思確認措置の義務化は, 金商法はもちろん会社法にも存在しない手続である。しかし, 1955年改正商法が第三者割当増資それ自体を株主総会の特別決議事項とし既存株主の意思を反映させる仕組みを用意していたことが, 不公正発行の抑止効果を上げ新株発行の公正確保に貢献したとの評価があることに鑑みると, 東証の有価証券上場規程による上記規律は, 実質的に会社法の規律の不備を補う機能を有していると評価することもできるであろう。

ただ、上記要件に該当する第三者割当による募集株式発行を行う上場会社がこの規律に基づいて株主総会の決議を経たとしても、当該決議事項は会社法295条2項にいう会社法または定款所定事項に該当しない。そのため、会社法上の取扱いとしては、いわゆる勧告的決議として取扱わざるを得ないという規律間の連携不備が指摘されている<sup>30)</sup>。しかし、取引所規則により実施されるこうした既存株主保護の進展を踏まえると、これを会社法上も有効な措置として位置付ける架橋規定を設ける必要がある。

ちなみに、東証の前記規律では、緊急性が高いと認められた第三者割当増資については、当該規律の適用除外が認められており、機動的な資金調達の必要とのバランスがとられている点も重要である。こうした措置は、会社法よりも取引所規則による規律の方が適しているのかもしれないが、会社法上の規律として1955年改正商法のような立法主義を採用する場合は検討しておくべき課題の一つであろう。

第3は、さらに大きな支配権変動を伴う第三者割当増資に対する取引所の規律であり、稀釈化率<sup>31)</sup>が300%を超える第三者割当による募集株式の発行等を行う会社は原則として、上場廃止の対象とされ（東証・有価証券上場規程601条1項17号、同規程施行規則601条13項6号）、極めて厳格な規律に服せしめられている。ただし、これほどの大規模第三者割当増資であっても、東京証券取引所が株主・投資者の利益を侵害するおそれが少ないものと認める場合（公的資金注入のケースや、段階的に株主意思確認手続きが行われるケース）については、上場廃止とならない（同号但書<sup>32)</sup>が、基本的にはこの種の超大規模第三者割当増資に対し禁止効果が働くことになろう。また、東証規則による大規

---

30) 稲葉威雄『会社法の解明』357頁（中央経済社、2010年）。

31) 稀釈化率は、当該第三者割当により割り当てられる募集株式等に係る議決権の数（潜在的株式に係る議決権数を含む）を、当該第三者割当の募集事項決定前における発行済株式総数に係る議決権数（潜在的株式を除く）で除して得られる割合をいう（東証・有価証券上場規程施行規則435条の2第1項）。

模第三者割当増資に対するこうした規律の存在は、会社法上は公開会社が授権資本枠さえ留保している限り、これだけの規模の第三者割当増資であっても、有利発行に該当しない限りはこれを業務執行機関の権限で行えるとされていることの問題性を一層明らかにし、これをソフトローとして補完するものといえる。それだけに、ソフトローによるこうした規律は、支配権の大幅変動をもたらす第三者割当増資に対する会社法上の規律のあり方やその見直しの方向性を探る上で、示唆に富むものと考えられる。

## (2) 運用上の問題点

他方で、2009年8月24日から実施されている東証の上記第三者割当増資規制については、その実施状況から若干の問題点が指摘されており、公開会社の第三者割当増資に対する会社法上の規律の在り方を考える上で参考になると思われる。

すなわち、第1に、現行の東証規則によれば、希釈比率25%以上となるかまたは支配株主の異動をもたらす第三者割当増資につき株主の納得を得るための措置として経営陣から独立した者の意見の入手または株主総会の決議等の株主の意思確認が求められているが、基準に該当する事例では大半のケースで社外監査役や社外取締役からの意見入手という手段が講じられているという<sup>(33)</sup>。しかし、独立第三者の意見入手については、これを発行会社経営陣からの依頼で行われるものである点も含め、その信頼性に疑義が呈されている<sup>(34)</sup>。

---

<sup>(32)</sup> 渡邊・前掲（注16）78頁によれば、制度改正後2010年6月30日までの間に、希釈比率300%を超える第三者割当の事例が1件あったが、これは上場会社が再建計画の一環として種類株式と新株予約権を取引先銀行に割り当てたものであったこと、有利発行等に該当するとの理由で株主総会決議を経ていることから、上場廃止の措置が講じられなかったとされている。

<sup>(33)</sup> 渡邊・前掲（注16）76頁。

<sup>(34)</sup> 洲崎博史「(大証金融商品取引法研究会報告) 公開会社(上場会社)における資金調達法制」([http://www.ose.or.jp/f/news/19479/wysiwyg/18843\\_20101109\\_houkoku.pdf](http://www.ose.or.jp/f/news/19479/wysiwyg/18843_20101109_houkoku.pdf)) 18頁～19頁(2010年7月23日)。

第2に、制度実施により明らかになった問題として、基準となる25%を若干下回る稀釈化率（24.7%～24.9%）の第三者割当増資の事例も6件見られたとのことであり、今後この種の事例が増えることになれば、基準の見直し等の対応が必要となることが早くも指摘されている<sup>35)</sup>。現在、学説では、稀釈化率25%以上の第三者割当増資について発行価額のいかんを問わず株主総会の普通決議を要するものとするとの立法論が一部に提唱されているが<sup>36)</sup>、上記第2の問題点は、仮にそのような立法が実現した場合に同様の問題を孕みうることを示唆するものであろう。

## 6 公開会社の大規模第三者割当増資に係る 中間試案の会社法改正提案

### (1) 中間試案の提案の概要

#### ①中間試案第1部の第3・1(1)の提案

2011年12月に法務省民事局参事官室から公表された中間試案では、公開会社の第三者割当増資に係る現行会社法上の規律についての前記問題点を考慮する一方で、実務における資金調達機動性確保に対するニーズにも配慮して、公開会社が行う大規模な第三者割当増資について、その発行価額の如何を問わず株主総会の決議を要する旨の規律強化の提案を、規律の見直しを行わないとする現状維持案との両論併記の形をとりながら提示している<sup>37)</sup>。すなわち、中間

<sup>35)</sup> 渡邊・前掲（注16）76頁。

<sup>36)</sup> 洲崎・前掲報告（注34）20頁。洲崎教授は、稀釈化率100%以上のものには株主総会の特別決議を要するものとするべきとする立法論を提唱される。同報告20頁。ちなみに、森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢104巻2号21頁（1978年）はすでに、株式会社が特定の者に対し、発行済株式総数以上の数額の株式を割り当てる等、一定割合以上の第三者割当増資を行うに当たり株主総会の特別決議を経ることを要求すべきとの立法論を提唱していた。また、尾崎安央「〈会社法改正の理論と展望〉Ⅴ 株式、資金調達、計算」商事法務1940号44頁および49頁（注25）（2011年）は、立法論として、少なくとも公開会社が「大量」の第三者割当増資を行う場合には、その目的や第三者割当増資を選じたことの理由を株主に対して説明するための場として株主総会の決議を要するものとする一方、募集株式の発行等において法が現実の出資の履行を求めていることから、反対株主の救済策として株式買取請求権を法定することは考え難いとされる。

試案第1部の第3・1(1)は、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で、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による募集株式の発行等を行う場合について、原則としてこの種の第三者割当増資に株主総会の普通決議を要するものとするA案と、当該第三者割当増資に対し議決権総数の25%超を持つ株主から反対の通知があったときに限り、株主総会の普通決議を経ることを要することとするB案、および、現行法の規律を見直さないとするC案を併記し、規律見直しの要否等について提案を行っている。

このうち、A案は、中間試案のいう公開会社の大規模第三者割当増資について、原則として当該会社の株主総会の普通決議を経ることを求めたうえで、当該会社の定款に、取締役会が当該第三者割当増資による資金調達必要性、緊急性等を勘案して特に必要と認めるときには、株主総会の決議を省略することができる旨を定めることができるものとし、その旨の定めのある公開会社では、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の期間内に異議を述べない限りは、当該定款の定めに基づき株主総会の決議を省略して大規模第三者割当増資を行えることを提案している。A案が株主総会の普通決議を求める趣旨は、その対象とする、支配権の移転する第三者割当増資が、会社の経営を支配する者を決定する点で、取締役の選任決議と類似する面があることによるとされている。そのため、定足数についても、取締役の選任決議と同様、定款による定足数の軽減を議決権の総数の3分の1までしか認めない会社法341条の規律と同様の規律を設けるかどうかは、引き続き検討を行うものとされている<sup>38)</sup>。また、中間試案が、定款の定めに基づいて取締役会が

38) 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」（以下、中間試案補足説明という。）第1部の第3・1(1)ア。ちなみに、中間試案第1部の第3・1については、戸嶋浩二＝園田観希央「資金調達に関する規律の見直し」商事法務1957号14頁以下（2012年）、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」落合誠一＝太田洋＝柴田寛子編著『会社法制見直しの視点』171頁以下（商事法務、2012年）も参照。

株主総会の決議を省略しうると判断した場合であっても、これを阻止して株主総会の決議に係らせることができる少数株主の議決権要件を、議決権総数の100分の3とするのは、定款の定めに基づく取締役会による役員等の会社に対する任務懈怠責任の一部免除に対する株主の異議申立てを定めた会社法426条の規律を参考にしたものと説明されている<sup>(39)</sup>。

これに対し、B案は、支配権変動を伴う公開会社の第三者割当増資について、A案のように原則として株主総会決議を求めず、一定数の議決権を有する株主から一定期間内に当該第三者割当増資に反対する旨の通知が行われた場合に限り、株主総会の決議を求めるものである。その趣旨は、一定数以上の議決権を持つ株主が簡易組織再編に対して反対通知をした場合は、株主総会があ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796条4項）を参考に、これと同様の趣旨に基づく規律を設けようとするものであるとされている<sup>(40)</sup>。例外的に求められることになる株主総会の決議が普通決議であるため、原則的な普通決議の要件を前提とすると、これを否決に持ち込める株主の議決権数は議決権の総数の25%超ということになるとされるが、定款で普通決議の要件について別段の定めがある場合にも適切に対応できるようにするため、反対通知を行う株主の議決権の数の算定方法は会社法施行規則197条を参考にして法務省令において定められることになる<sup>(41)</sup>とされている。

## ②中間試案第1部の第3・1(2)の提案

次に、中間試案が第三者割当増資に係る情報開示の充実について行う提案を見ると、中間試案第1部の第3・1(2)および同（注1）は、公開会社が、中間試案第1部の第3・1(1)という大規模第三者割当増資を行うにあたり、払

(38) 中間試案補足説明・前掲（注37）第1部の第3・1(1)ア。

(39) 中間試案補足説明・前掲（注37）第1部の第3・1(1)ア。

(40) 中間試案補足説明・前掲（注37）第1部の第3・1(1)ア。

(41) 中間試案補足説明・前掲（注37）第1部の第3・1(1)ア。

込期日または払込期間の初日の2週間前までに、株主に対して、(i)当該第三者割当増資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・名称および住所と、(ii)当該第三者割当増資により当該引受人が有することとなる議決権の数、(iii)当該第三者割当増資により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、(iv)当該第三者割当増資についての取締役会の判断の内容、(v)社外取締役を置く会社にあつては、(iv)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は当該社外取締役の意見、(vi)当該第三者割当増資についての監査役または監査委員会の意見を通知するか、または、公告することを要するものとする会社法改正提案を行っている。

もっとも、これらの開示事項は、金商法の適用を受ける会社が有価証券届出書において開示することを要する情報の中に包摂されているため、中間試案第1部の第3・1(2)(注2)は、会社法201条5項を参考に、有価証券届出書において当該事項を開示している公開会社については、株主への通知または公告を要しないものとする旨も提案している。

## (2) 中間試案の提案に対する若干の検討

### ①中間試案第1部の第3・1(1)について

本稿において論じてきた、公開会社の行う第三者割当増資に対する現行会社法による規律の問題点およびそれに対する東証規則等の soft law による補完と、それらが会社法における第三者割当増資規制の在り方にとって持つ意味に鑑みると、中間試案のC案には賛成することができない。もっとも、問題となるような大規模第三者割当増資については東証規則等の soft law による対応が行われており、これが一定の効果を収めていると評価できるのであれば、当面は会社法それ自体の規律の見直しを行うことを要しないともいえる。

しかし、東京証券取引所の中間試案第1部の第3・1に対する意見を見ると、支配株主の異動する見込みのある第三者割当増資については、上場規則よりも

効果の強い法律による規律を設け、株主の意思確認を求めるべきとの考え方を表明している<sup>(42)</sup>。実効性の確保の観点からも、C案を採用したうえで、問題の解決を soft law に委ねるという方法には限界があろうし、前述した公開会社に関する会社法の規律（株主総会の権限等）と東証規則との間の連関の不備を解消するためにも、大規模第三者割当増資に係る株主の意思確認の仕組みを会社法上の手続きとして位置付けることが必要であると考えられる。

したがって、望ましい会社法制の在り方を探るとすれば、大規模第三者割当増資に対する株主意思の確認措置を会社法上明記する A 案または B 案のいずれかによるべきであるが、B 案は現在の東証規則等に定める規律よりも内容的に後退しており、制度の在り方として疑問がもたれる。公開会社の大規模第三者割当増資に係る規律の見直しは、基本的には A 案において行われるべきであると考えているが、A 案にも検討すべき問題が依然残されている。

第 1 に、A 案では、定款の定めに基づいて取締役会が大規模な第三者割当増資による資金調達必要性・緊急性等を勘案して、株主総会決議を経ずに当該第三者割当増資を行うことが特に必要であると認めた場合であっても、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ると、改めて株主総会決議を経なければならなくなる。そのため、当該会社の資金繰り等のために実際に必要で緊急性のある第三者割当増資が、迅速に実行できず、経営破たんを回避することができなくなるおそれがある。また、取締役会が定款の定めに基づき資金調達の必要性・緊急性等に鑑みて特に必要であると判断し株主総会決議を経ずに行おうとする第三者割当型の募集株式の発行等に異議のある株主は、会社法210条1号を根拠に法令・定款違反を主張して、当該募集株式の発行等の差止めを求めることもできる。それゆえ、A 案を基調として会社法の改正を行う場合でも、議決権総数の100分の3以上の議決権

---

(42) 株式会社東京証券取引所「「会社法制の見直しに関する中間試案」に対する東京証券取引所の意見」（2012年1月30日）2頁。

を有する株主の異議申立ての制度は、採用すべきではあるまい<sup>(43)</sup>。

第2に、中間試案は、A案による場合であれB案による場合であれ、株主総会決議を要する募集株式発行等の基準を、特定の引受人が議決権総数の50%超を保有することになる場合としているが、公開会社の事実上の支配可能性を考えると、これでは基準として高すぎる憾みがあり、株主総会決議を求める基準を、当該引受人が議決権総数の3分の1超の議決権を有することとなる場合とすべきかどうか問題となる。中間試案でも、この点はなお検討するものとされている（中間試案第1部の第3・1(1)(注1)）。会社法が親子会社の認定基準として、議決権総数の過半数保有以外に、議決権総数の40%以上の議決権の保有を前提に役員派遣その他所定の事由によって経営支配を行っていることを掲げていること（会社法2条3号、法務省令3条参照）に鑑みると、A案のように支配権変動のメルクマールを議決権総数の50%超の議決権の取得に求めることは、やや体系的整合性を欠くことになりはしまいか。また、金融商品取引法が義務的公開買付けの基準を、株券等所有割合が3分の1を超える場合とすること（金商法27条の2第1項2号・3号・4号参照）が、上場会社の支配権変動を考慮したものとしてされていること<sup>(44)</sup>をも勘案すると、中間試案第1部の第3・1(1)A案が採用される場合に、株主総会決議を求める基準を、議決権総数の3分の1超を取得することとなる第三者割当増資とすることは十分に検討に値しよう。

第3に、中間試案第1部の第3・1(1)A案は、対象となる公開会社の大規模第三者割当増資について株主総会の普通決議を要する旨を提案しているが、この種の募集株式の発行等は一種の組織再編行為として捉えることもできるであろう。その意味では、株主総会の決議要件は普通決議ではなく、特別決議と

(43) 「「会社法制の見直しに関する中間試案」に対する早稲田大学教授意見」【各論】第1部の第3・1参照。

(44) 近藤＝吉原＝黒沼・前掲書（注18）355頁～358頁。

する必要があるのではなかろうか。他方で、特別決議事項とする場合には、株主総会決議を求める基準を、引受人が議決権総数の50%超を有することとなる第三者割当増資とすることも考えられる。

第4に、公開会社が行う一定規模の第三者割当方式の募集株式の発行等について株式総会決議を経ることを会社法において要求する場合には、公募増資の際に証券会社が行う買取引受けが、実質的には第三者割当増資には当たらないものとして、当該規律の適用を受けないことを会社法上明記することも併せ求められるであろう<sup>(45)</sup>。

## ②中間試案第1部の第3・1(2)について

次に、中間試案第1部の第3・1(2)の提案する大規模第三者割当増資に係る事前開示情報の充実については、基本的方向性としてはこれを支持すべきであると考えられる。しかし、中間試案がその規律の対象を、中間試案第1部の第3・1(1)にいう大規模第三者割当増資とすることは、狭きに過ぎ、疑問が残る。前述のように、会社法201条3項・4項に定める募集事項の公示制度は、株主の募集株式の発行等の差止請求権の行使機会の確保のための仕組みとしては提供情報に不足があるから、その制度趣旨を考えると、金商法の開示規制を参考に会社法上公示を求める情報の拡充を図る必要がある。それゆえ、中間試案第1部の第3・1(2)の提案する情報開示の充実は、第三者割当増資一般について行われるべきであろう。

他方で、同(注2)のように、金商法により有価証券届出書において必要情報の開示を行っている公開会社については、それを以て第三者割当増資に係る会社法上の募集事項の開示に代えることができるとする取扱いは合理的なものといえるであろう。ただ、中間試案第1部の第3・1(2)および同(注1)に

---

(45) 金融法委員会有志、森・濱田松本法律事務所所属弁護士の意見として指摘されている点である。坂本三郎他「「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17頁(2012年)。1966年改正前商法の下で裁判上争われた買取引受け問題を繰り返さないためにも、この点の法律上の手当ては重要であろう。

例示された必要開示事項は、金商法上開示が求められる事項に比してやや限定的なものとなっていることには注意を要する。提案されている開示事項に該当しない金商法上の開示情報について、会社法上の公開会社でも株主の募集株式の発行等に対する差止権（会社法210条）の行使にとって必要なものがないのかどうかをなお検討する必要があるだろう。

## 7 おわりに

上場会社を念頭におき、第三者割当増資に係る会社法、金商法のハードローによる規律と、取引所規則によるソフトローの内容を概観し比較してみると、必ずしも制度趣旨が同一というわけではないが、既存株主の支配的利益の保護あるいは既存株主の株式の稀釈化防止の観点から問題とされる大規模第三者割当増資それ自体に対する会社法の規律の不備が浮き彫りとなる。既存株主向けに開示すべき情報の内容、質の充実と、第三者割当増資それ自体の実体的な規制の会社法における整備の必要性は明らかであろう。

それゆえ、産業界からの反対は強い<sup>(46)</sup>が、中間試案第1部の第3・1(1)A案の立場において会社法改正を実現することが必要であると考えられる<sup>(47)</sup>。もっとも、1966年改正前商法では規模の大小を問わず第三者割当増資一般に株主総会の特別決議を求める立法主義が採用されていたが、小規模なものについてまで株主総会決議を要求するのは規律の対象として広きに過ぎる。むしろ、この問題に関しては、公開会社における会社支配権の変動を伴う第三者割当増

---

(46) 坂本他・前掲（注45）17頁。例えば、(株)日本経済団体連合会「『会社法制の見直しに関する中間試案』に対する意見」（2012年1月24日）6頁～7頁は、C案を支持し、規律強化には反対である旨を明言する。

(47) なお、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』（ジュリスト増刊）87頁（2011年）は、株主総会決議事項とするだけでは、規制の実効性確保として不十分であるとされ、それに対する当面の対応として、現在は株主だけに認められている募集株式発行等の差止権（会社法210条、247条）を監査役（監査委員）にも与えることが検討に値するとされる。傾聴に値する立法論であろう。

資が組織再編的側面を併有する点に着目して、中間試案のように、一定規模の第三者割当増資だけを規律の対象とすれば足りるのであろう。

仮に会社法が中間試案第1部の第3・1(1)A案に従って改正された場合、会社法の不備を補ってきた東証規則等の soft law のうち立法化 (hard law 化) したものはその役目を終えることになるのかもしれない。それでも、上場会社に限られるとはいえ、金融商品取引所の上場会社に対する監督の一環として、会社法ルールの内容を上場規則等においても取り入れれば、それが会社法上の規律のエンフォースにも貢献することになるであろう<sup>(48)</sup>。また、金商法の規律を参考にすると、中間試案第1部の第3・1(1)A案や、第3・1(2)の提案内容は前述のようになお検討すべき問題が残されており、会社法改正に係る今後の議論においては、これらの点も十分考慮されることが求められる。

---

(48) ただ、その場合の金融商品取引所の対応として、上場廃止という制裁を科し、これによる禁止効果を期待することの当否は、一つの問題であり、無実の株主に却って不利益を被らせることがないよう、エンフォースの方法の検討については注意が必要である。大杉・前掲(注47)88頁参照。