

2009年2月26日

全7頁

企業ガバナンス改正の方向

第三者割当

経営戦略研究部
鈴木裕

既存株主の持分比率を減少させる第三者割当の見直しが進む

[要約]

- 経済産業省、金融庁、東京証券取引所で、上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する検討委員会を設けて審議が重ねられている。
- 新株や新株予約権の第三者割当は、通常取締役会の決議事項とされているが、既存株主の持分的利益を害する恐れもあり、何らかの規制が必要ではないかと指摘されている。
- 本稿では、現行法上の第三者割当の位置づけと、指摘される問題点に関わる検討委員会における検討について言及する。

第三者割当とは

第三者割当によって既存株主の持分が大幅に減少することについて、何らかの制度的対応の必要性が指摘されている。

会社は、資本を調達しようとする場合に、新たな株式（新株）の発行や、自己株式（金庫株）を処分によっておこなうことがある。新株の発行や保有自己株式の処分のことを、「募集株式の発行等」（会社法 199 条～会社法 213 条）という。

募集株式の発行等では、株式の割当先として

- ・公募：広く不特定多数の者に株式を割り当てる方法
- ・第三者割当：特定の第三者に株式を割り当てる方法
- ・株主割当：全株主に対し持株数に応じて株式の割当を受ける権利を付与する方法

の三種類がある。株主の一部の者に割り当てる場合にも、第三者割当と言う。

会社法上、公開会社の第三者割当は、株主の承認を要せず取締役会の決定のみでできるのが原則である（会社法 201 条 1 項、199 条 1 項 2 項）。会社法における公開会社と証券市場における公開会社は定義が異なるのだが、上場会社は会社法上も公開会社に当たる。つまり、上場会社の第三者割当は、原則として取締役会決定で自由にできる。原則に対して例外もあり、公開会社でも、新株を特に安く発行するような有利発行にあたる場合には、株主総会の特別決議が要求されるし、たとえ、有利発行でなくとも不公正な新株発行は差止めの対象となる。有利発行にもならないし、不公正発行にもならないのであれば、会社は新株発行によって、株主構成を自由に変わるといえることである。

第三者割当は株主の
関与無しに行なわれ
る

第三者割当規制

株主総会決議事項としていた時期もある

現行会社法上、有利発行に該当しない第三者割当は、株主総会決議を不要としている。しかし、会社法（旧商法）の経緯を見ると、1955年改正では、第三者割当を株主総会特別決議事項としており、現在の法規制とは異なるものであった。1966年改正で原則として取締役会決議事項とされ、これが現行会社法に引き継がれている。

株価に影響する経済的利益は保護される

現在の第三者割当規制では、既存株主の守られるべき利益とそうでない利益が切り分けて規制されている。まず、既存株主の守られるべき利益とは、株価に反映される経済的利益である。新株が時価に近い価格で発行されるのであれば、それによって直接株価が下落することは無いので、経済的利益が害されることにはならないと考えられる。経済的利益が害されないのだから、株主の意向を考慮しなくていいわけだ。それに対して、第三者が安く新株を買える場合、つまり既存株主が経済的利益を害される場合は、株主自身がその不利益を承認していることが必須となる。

支配権に影響する持分的利益は保護されない

会社に対する株式所有割合を表す持分的利益つまり、会社の支配権に関係する利益は原則として保護されない。このように制度が作られている理由は、公開会社の場合、いったん第三者割当によってある株主の保有比率が一時的に低下したとしても、株式を追加購入することで保有比率の回復は可能だと考えられているからだ。また、新株の発行に量的な限度があり、会社が発行できる株式の数は、定款記載の発行可能株式数（授權株数）の範囲内に限られていることも、持分的利益の保護が弱くなる理由となる。公開会社では、授權株数の4分の1以上の株式発行を要するとされていることから、新たに発行できる株式の数は、発行済み株式の最大3倍までとなるので、持分的利益は、最大4分の1にまで希釈することはあるが、それ以上にならないことが一応保証¹されているといえる。

以上のように現在の第三者割当規制の焦点は、発行価額に置かれており、発行数量については、ほぼ規制が無い状態となっているのだが、発行価額の規制では、新旧株主間や株主・経営者間の利害調整を十分に行なえないのではないかと指摘されている²。

差し止めが認められる第三者割当

第三者割当が争われるのは、有利発行に該当するにもかかわらず株主総会決議を経していない場合と、不公正な発行の場合の2つの類型がある。

図表 1 第三者割当の差し止め

法令・定款違反（株主総会決議の無い有利発行）
または
著しく不公正な方法（不公正発行）

株主が不利益を受ける恐れ **差し止め**

出所：大和総研作成

¹ もっとも、この授權資本制度による持分的利益の最低限の保証は、株式併合を先行させることで形骸化させることもでき、近時問題となっている。

² 「江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論(上巻)」(商事法務 2007年1月15日)所収「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」(明田川昌幸)

株主総会決議の無い有利発行

株主総会決議を経ていない有利発行は、それだけで差し止めの対象となるから、差し止め請求を避けるならば、適正な価格で発行するように取締役会は発行価格を決定しなければならない。しかし、それでも有利な価格かどうかはしばしば争われることがある。

ファンドが有利発行を争った事例

適正価格の発見が困難な事例も

ファンド投資家が、有利発行該当性を争った事例としてはサンテレホン社のケースが知られている（東京地裁平成 18 年 6 月 30 日決定）。これは、同社の株式を約 27% 保有していた米国系ファンドのダルトン・インベストメンツが、同社が行なった取得条項付新株予約権の第三者割当が、有利発行であるにも関わらず株主総会の特別決議を経ていないとして、差し止めの仮処分を申立てた事例だ。ダルトンが 3 割近い株式を保有していたことから、有利発行を承認する特別決議の可決は難しいので、有利発行に該当しないように同社側は配慮したのであるが、同社が決定した新株予約権の価格について、裁判所は「合理的な理由を直ちに見出すことは困難」として、差し止めを容認した。取得条項（会社側が持つコールオプション）をどのように新株予約権の価格に反映させるかが争点となったが、取得条項が行使されない可能性が高いと考えられる事情がある本件では、取得条項の行使の可能性を前提とした価格決定を退ける判断となった。この事例では、株主の新株予約権（コールオプション）に対して、会社側が取得条項によるコールオプションを有しているという状況であり、価格決定が難しい事情があったといえる。

不公正発行

判例の積み重ねによって解釈された主要目的ルール

前記のような価格面での有利発行該当性があれば、経済的利益が害されるので、既存株主の権利保護が重視されるのだが、発行価格が時価に近い場合には、発行が不公正な目的で行なわれたことを証明することで、差し止め請求が容認される。不公正な発行であるかどうかを決める基準が主要目的ルールといわれる。この主要目的ルールは、判例の蓄積を検討することによって抽出されたものだ。

主要目的ルールの概略を示すと図表 2 のようになる。現に支配権の争いがある状況で、持分比率を大幅に変更する場合には、経営者の支配権を維持することを主要な目的として第三者割当が行なわれるとの推認が働き、不公正発行であるとの認定に結びつく。

ここで、第三者割当が新株予約権について行われると、従来の主要目的ルールで対処できるか、問題となる。新株予約権の場合には、発行したとしても資本の払い込みは将来のことであるので、即座に株式保有比率の変動を来たすこともない。また、キャッシュが会社に入ってくるわけではないので、資金調達の必要性があるということが、会社側の主張とはなりにくくなる。つまりは、資金調達目的を重視する伝統的な主要目的ルールでは判断が付けにくくなるのである。

主要目的ルールは、新株予約権にも適用

この点については、よく知られているとおり、ライブドア対ニッポン放送の事例で、東京高裁が、現に会社の支配権が争われている場面で支配権の維持・確保を主要な目的として新株予約権が発行される場合には、原則として不公正発行に該当すると判断している。そして支配権の維持・確保目的であっても、例外的に不公正発行に該当しないと判断する要件として、濫用的買収に対抗するという、新株予約権発行を正当化する特段の事情の存在をあげた。この裁判は、敵対的買収であるというだけでは、濫

用的とは言えないことを判示した点でも注目された。

ファンドが不公正発行を争った事例

新株予約権の不公正発行をファンドが争った事例としては、オートボックスセブン社に対して英国系ファンドのシルチェスター・インターナショナルが新株予約権付社債発行の差止申立てが知られる（東京地裁平成 19 年 11 月 12 日決定）。このケースでは、発行された社債全てが普通株式に転換された場合の発行株式数は、発行済株式の総数の 4 割弱にも相当することから、当時発行済み株式の約 5% を保有していたシルチェスターが差止めを求めた³。シルチェスターは、有利発行とならび不公正発行も主張した。つまり、有利発行に該当するのに特別決議を経ていないことと、不公正発行にあたることを理由として発行差止仮処分を申立てた。東京地裁は、価格面では有利発行に該当しないことを認定し、また、現に支配権に争いが生じていたとは認められないので不公正発行にもあたらないとして申立を棄却した。

この件は、東京地裁の決定の後さらに、不可解な展開を示した。オートボックス社は地裁決定の翌日に払い込みが完了したと公表したが、同日夕刻には未だ払い込みが済んでいないと訂正を公表し、さらに 14 日は本件の社債発行を中止してしまったのであった。東証・大証は、同社に対して改善報告書の提出を求めることとなった。

図表 2 主要目的ルールの広がり

会社側の主張	株主側の主張	司法判断の例
資金調達の実必要性がある。	株主の持分的利益を害することを目的とした不公正な発行である。	[従来の主要目的ルール] <ul style="list-style-type: none"> ・ 現に支配権につき争いがあり、 ・ 持株比率に重大な影響を及ぼす第三者割当が行なわれ、 ・ 現経営陣の支配権支持を主要な目的としている <p style="text-align: center;">原則として不公正発行に該当する (平成 16 年 7 月 30 日東京地裁決定を要約)</p>
濫用的買収を防止する必要がある。	(濫用的買収者であることを争う)	[買収防衛策への拡張] 従来の主要目的ルールによって不公正発行に該当するとしても、 <ul style="list-style-type: none"> ・ 株主全体の利益保護の観点からその発行を正当化する特段の事情がある(特段の事情の例として、濫用的買収に対する防衛策としての発行であること) <p style="text-align: center;">例外的に不公正発行に該当しない (平成 17 年 3 月 23 日東京高裁決定を要約)</p>

出所：各裁判例から大和総研作成

第三者割当の問題点

以上のような第三者割当の法規制の状況と、実際に生じている様々な実例を踏まえると、持分的利益を保護するかどうかということと、情報開示を充実させるべきかという問題があることが指摘できよう。

持分的利益の保護について

³ シルチェスターの大量保有報告は、11 月 22 日の提出されている。

支配はしないが、影響力は保持したい投資の期待にどう応えるか

持分的利益の保護は、支配権が争われている例外的な場面でのみ保護が及ぶという現状は、一部の物言う株主には不満であるかもしれない。前記オートボックスセブン対シルチェスターの裁判例を取り上げたのは、支配権とまでは言えないが事実上の影響力を有するという程度の株主の持分的利益も場合によっては保護に値するのではないかという視点を示すためだ。こうしたファンドは、現実的に支配権を取得しようと言う場合も時にはあるが、多くは経営者に影響を与えて、配当政策や事業戦略を現在の経営者の下で変革していくことを志向している。いわゆるアクティビストの多くは、実際の企業経営に乗り出すのではなく、内部留保の適正化や不採算部門の整理を現在の経営者が行なうことを期待して事実上の影響力を行使しているのである。

こうした影響力は、持分比率によって裏打ちされており、例えば 5% を保有する大株主が会社に面談を申し込めば、多くの会社はこれを承諾するのではないだろうか。しかし、持分比率が低い場合には、さして重要な株主とは見ずに、拒否することもある。つまり、現に会社支配権が争われていない場合でも、経営者との対話を実現する契機として、持分比率は意味を持っていると考えられる。とすれば、会社側がこのようなファンドの事実上の影響力を縮減する目的で第三者に新株発行をした場合、ファンドは、損失を被ったとは言えないか。オートボックスのケースでは、社債が株式に転換されれば、経営者と親密な株主が会社をほぼ完全にコントロールできるようになる可能性が無くはなく、シルチェスターとしては、自己の影響力が事実上排除されてしまうという危惧もあったのだろう。物言う株主の声を小さくするための第三者割当の是非ということであるが、現在の裁判例から見限り現に会社支配権が争われていない以上、非とすることは難しいのではないか。

情報開示の充実について

第三者割当の割当先は、投資判断継続の判断要素

第三者割当は、株主の持分的利益を損なうことがある反面で、有利な事業機会を機動的に入手したり、会社間提携の手段としたりするために用いられる。こうした意図がある第三者割当であれば、既存の株主も納得できるだろう。第三者割当をうけて株主となる投資家は多額の資金を投資するのであるから、利潤を上げることを確信し、またそれを実現するために経営者を方向付けようとするはずだ。そして、それが実現すれば、既存株主にとっても大きな利益なので、既存株主は第三者割当をうける投資家がどのような意図を持っているかに関心を持つわけである。

しかし、時おり、どのような意図で資金を調達するか、不明なケースも散見される。海外籍の新設ファンドに割り当てて、その目的として財務基盤を充実し、新規事業への助言を受けるためとする説明があったとして、どれほどの納得性があるだろうか。このため、第三者割当先の情報開示が問題視されることとなっている。

検討委員会での審議

この第三者割当のあり方については、金融庁 SG と東証懇談会で、図表 3 のように課題として審議されている。

金融庁 SG 論点メモや東証懇談会の議事録を見る限りでは、情報開示の充実によって解決を図ろうとするようである。しかし、開示される情報や表明される意見が、常に信用に値するとは限らない。情報開示の質や量については、争おうとすれば、どのようにも争えることは、近時の買収防衛における情報提供や質疑のやり取りを見てもわかる。

株主に優先的な新株購入の権利（先買権）を与えるべきとする海外投資家の意見

機関投資家の中には、第三者割当を疑問視する声が少なからずあり、特に海外の投資家が関心を持っているようだ。アジア・コーポレート・ガバナンス・アソシエーションが2008年5月に公表した、「日本のコーポレート・ガバナンス白書」⁴は、米英の有力な機関投資家の意見をまとめる形で、「株主は、第三者または少数の特定株主への新株や転換証券の発行による希釈化から適切に保護されるような、先買権原則が確立されるべきである。」と主張している。

図表3 第三者割当に関する各委員会の検討

金融庁 SG	東証懇談会
<p>(論点メモ(1))</p> <ul style="list-style-type: none"> 市場においては、支配権に影響を与えるような大規模な第三者割当増資が頻発している。このような第三者割当増資が、株主の直接の関与なく取締役会決議のみで行われることについて、株主の権利保護等の観点からどう考えるか。 第三者割当増資等における開示の内容やタイミング等についてどう考えるか。資金使途（結果を含む）や割当先の詳細な内容等について開示の充実が必要ないか。 開示ルール等の整備に加えて、実際の開示内容の充実等を図る観点から、当局や取引所における執行面の充実や連携強化についてどう考えるか。 一定水準を超える希釈化や、問題のある割当先を伴うような第三者割当増資について、取引所が制限を加える、ないしは審査を行うべきであるとの指摘があるが、どう考えるか。その際には、企業再建における利用など、第三者割当増資が必要な場合も存在するという点についてどう考えるか。 	<p>(08年11月21日議事録)</p> <ul style="list-style-type: none"> 第三者割当は、企業再生の局面などでどうしても多額の資金調達が必要な場合に利用されることがある。 第三者割当について、問題のあるものがあるにしても、一部の問題行動のために、有用な第三者割当に大きな影響が出ないよう留意する必要がある。 第三者割当について、一定規模以上のものについて仮に上場会社に何らかの対応を求めるとしても、その水準を20%とするのは、会計上の持分会社の基準も考えると厳しすぎるのではないかと。 一定規模については、買収防衛策や公開買付け規制において、買付者が情報の開示などを求められるようなレベルを参考にするのが、説明がたくし、いいのではないかと。 第三者割当について、実際には増資をするつもりがないのにアナウンスをするようなものは問題である。 第三者割当について、エクイティストーリーをきちんと開示することが重要であり、それを基本に考えていけば良いのではないかと。 第三者割当について、社外役員による意見の開示を求めるといのはいいアイデアではないかと。 第三者割当について社外役員に意見を求めるのであれば、会社法の枠内で行うのが適切ではないかと。具体的には、社外監査役に適法性についての意見を求めるといのが妥当ではないかと。 第三者割当について、社外役員による意見の開示を求める程度であれば、上場会社の負担はそれほどではないのではないかと。

出所：各委員会の公表資料や議事録から大和総研作成

米英では、第三者割当に当たり、株主の関与を重視

これは、機動的な資金調達と言う利便性を犠牲にする可能性のある提言だが、背景には、米英での第三者割当が日本ほど自由には行われていないという事実があるのではないだろうか。金融庁SGの資料によれば、米国では、支配権の変更につながる新株発行や発行済株式総数の20%以上の新株発行等一定の場合には原則として株主総会の承認を必要としているとのことだ。英国でも、株主以外に割り当てる場合は、株主総会決議が原則として必要と言うことである。そのような実務に親しんだ海外の投資家の目では取締役会限りで決定できるという日本の原則は、株主の権利を十分に守っていないように映るのではないだろうか。

⁴ 英文 http://www.acga-asia.org/public/files/Japan%20WP_%20May2008.pdf

日本語 [http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_\(Japanese2\).pdf](http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_(Japanese2).pdf)

会社法研究者の見解でも、大規模増資の場合には、総会決議を経るという手続き面の規制にしたほうが増資の実態に則した規制であるとの提言や、経済的利益の保護のために株式買取請求権を付与すべきと言う指摘もある⁵。

次期会社法改正の論点の一つとなっているとの報道⁶もあり、第三者割当は、立法論に踏み込んだ検討が進められる可能性がある。資金調達の必要性を主張することで、実質的には買取防衛策ともなり得る第三者割当も可能であったが、改正次第ではこのような手法が使えなくなるかもしれない。

制度改正に当たっては、資金調達の機動性をどう確保するかも問題となろう。逼迫する金融情勢の中では、資金の出し手がいるのなら、迅速な対応が必要であろうが、株主総会を開催することが必要となれば迅速な決定が難しくなり、会社の存続に関わる事態が発生しないとも限らない。迅速な資金調達の要請と、持分的利益保護の要請をどのようにバランスさせていくかが問われる。

⁵ 脚注 2 参照

⁶ <http://www.nikkei.co.jp/news/keizai/20081207AT3S0600R06122008.html>