

平成 30 年 6 月 2 日現在

機関番号：13901

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2015～2017

課題番号：15K03202

研究課題名(和文)大規模な第三者割当ての規制方法—株主総会に決定権限を付与すれば解決するのか？

研究課題名(英文)Regulating large block share issuance: will the shareholder meeting's decision right strategy be a silver bullet?

研究代表者

松中 学 (Matsunaka, Manabu)

名古屋大学・法学研究科・准教授

研究者番号：20518039

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,200,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、当然のように受け止められる支配権異動を伴う新株発行に株主総会の承認を求めるルール(総会決定ルール)の当否について、日本の会社法の立法過程も踏まえて検討したものである。本研究では、総会決定ルールの問題点として、取締役会が明らかに問題のある支配株主に対抗する手段を失うことが特に問題となることを示した。また、総会決定ルールが導入され、裁判所による不公正発行の審査が及ばないとなると、現状より悪くなる可能性があることをも示した。最後に、これまでの新株発行をめぐる規律の変化の背景には、構造的な問題もあることを明らかにした。

研究成果の概要(英文)：Is it better to leave the board of director power to issue a large block of shares or shareholder meeting should keep the power? Recent academic and regulatory trends in Japan favor giving the power to shareholder meeting. The trend reflects stricter view against abusive use of the power.

In contrast, this research project looks to side effects or dark side of depriving the power to issue shares from the board. First, if shareholder meeting exclusively owns the power to issue a large block of shares, the board would lose the most effective tool to resist a control shareholder who harms the firm or other shareholders. Second, giving the power to shareholder meeting might loosen the entire rule on share issuance. The fundamental issue under current system is court's unwillingness to review a board decision strictly enough. If the decision is made by shareholder meeting, the courts might further defer it regardless of shareholder's conflicting interest and other unfairness.

研究分野：会社法

キーワード：民事法学 会社法 新株発行

1. 研究開始当初の背景

本研究は、上場会社を中心に会社法上の公開会社を対象として、大規模な第三者割当てについて、株主総会に何らかの形で決定権限を与えるルール（以下、「総会決定ルール」）を採用すべきかという観点から、望ましい法ルールを明らかにする。

この背景には、近時、限定的にはあるが「総会決定ルール」を採用することで、問題のある大規模な第三者割当てに対処しようとする法ルールの整備が進んでいることがある。平成 26 年改正会社法は、発行後に特定の株主が総議決権の 2 分の 1 超を有することとなる募集株式の発行等について、割当先等の情報を株主に公示し、総議決権の 10 分の 1 以上の反対通知があった場合には、原則として役員選任と同様の株主総会決議を要することとした（206 条の 2）。また、それ以前に、証券取引所も、一定の大規模な第三者割当てについて、経営者から独立した者による意見の入手が株主総会決議等による株主意思確認という選択的なルールを自主規制として整備している（東証有価証券上場規程 432 条・同施行規則 435 条の 2）。

しかし、取締役会が自分達に友好的な者に大規模な第三者割当てを行って株主の利益を損なう等の事態は、株主総会に決定権限を与えれば解決するのだろうか？

既にこの点については疑問が呈されている。まず、株主総会決議を求めることに対して、有効性や過剰抑制の観点から疑問が呈されている（例えば、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』81 頁（有斐閣、2011））。また、これとは異なる観点から、むしろ平成 26 年改正会社法 206 条の 2 の導入により、不公正発行を中心とする差止めによる規律づけが重要になることも指摘されている（久保田安彦「第三者割当て（2014 年私法学会シンポジウム）」商事法務 2041 号 26 頁（2014））。

2. 研究の目的

本研究では、株主総会に決定権限を付与することで大規模な第三者割当てをめぐる問題を解決しようとするアプローチを批判的に検討し、代替的、補完的な法ルールを提示することを第 1 の目的とする。そして、ルール形成・エンフォースの主体について明らかにすることを第 2 の目的とする。

第 1 の目的との関係では、まず、(1) そもそも株主総会に決定権限を与えるのが望ましいのかを検討する。すなわち、「総会決定ルール」によって解決できる問題と、解決できない問題および反対に引き起こされる問題（弱点）を明らかにする。その際、他の規律手段としてどのようなものがありうるのかを考慮する。

次に、(2) 仮に「総会決定ルール」を採用するとしても、差止めによる規律はその弱点を補う補完的なルールとして機能させられ

るのではないかという観点から、差止めをめぐる法ルールを分析する。すなわち、「総会決定ルール」では対処が難しい問題および「総会決定ルール」によって引き起こされる問題に対処できるように、大規模な第三者割当てにおける取締役の義務を明らかにし、不公正発行等の差止事由の解釈に反映させる。これによって、「総会決定ルール」の効果が期待できる場面で実際に機能するように裏打ちをする。

さらに、第 2 の目的との関係では、(3) ルール形成の主体とこれに付随してエンフォースの主体についても分析する。これは、上述の平成 26 年改正や証券取引所の自主規制の背後には、裁判所が不公正発行について十分に厳格な判断を行わず、結果的に差止め（仮処分）によって問題のある大規模な第三者割当てに対処できていなかったという事情があるからである。

3. 研究の方法

(1) ないし (3) を明らかにする前提として、まず、(a) 最近の判例、証券取引所の自主規制の動向および平成 26 年会社法改正を踏まえた先行研究の洗い出しを行う。ここでは、先行研究が主張するような不公正発行の認定の厳格化が生じているかどうか注目する。

次に、(b) 「総会決定ルール」の当否・代替策の検討を行う（研究目的 (1) の検討）。ここでは、まず、「総会決定ルール」が問題のある大規模な第三者割当てのうち、どのようなものに対処できるのかを明らかにする。これを元に、「総会決定ルール」の代替となりうる規律の手法を検討する。

さらに、(c) 仮に「総会決定ルール」を採用する場合、差止めによる規律がそれを補完するものと位置づけて、差止事由をどのように解すべきか分析する（研究目的 (2) の検討）。これは、次の 2 つに分けて検討する。(c1) デラウェア州法も参照しつつ、大規模な第三者割当てを行う際の取締役の義務を明らかにして、不公正発行の解釈を検討する。次に、(c2) 総会決議を経ているが、そこに問題がある場合について、どのような事情があれば法令違反（または不公正発行）として差止めを認めるべきかを検討する。

以上の検討を踏まえて、(d) ルールの形成・エンフォースの主体が持つインセンティブを考慮して、誰がこれらを行うのが望ましいのかも検討する（研究目的 (3)）。

4. 研究成果

研究目的 (1) について

「総会決定ルール」には、現経営陣（取締役会）が、保身などの自己の利益の追求のために、支配権移動を伴う大規模な第三者割当てを行うことを阻止する機能が期待されている。これは、特に大株主（どの程度の議決権を持っていれば阻止できるかは、普通決議で足りるか、特別決議を求めるかによって異なる）が存在する場合には有効に働くとも考

えられる。立法過程や学説においてこうしたルールが主張される場合には、必ずしも株主構成に注目されるとは限らないが、経営陣の利益相反を防ぐという観点は共有されている。

他方、「総会決定ルール」は万能ではない上に、問題を孕む可能性がある。

第1に、平成26年改正会社法によって導入された206条の2について指摘されており、潜脱の余地が生じる。潜脱の容易さは、割当先の範囲や基準となる数値など、総会決議が必要になる要件を明確に規定すればするほど高くなると考えられる（松井智予「第三者割当増資」法律時報87巻3号18頁（2015）参照）。

第2に、株主構成によって規律の有効性が異なる。経営陣の利益相反に対応できる大株主が存在する場合は有効に機能しうる一方、株主が分散している場合には集合行為問題により、株主にとって利益にならない新株発行でも総会で承認される可能性がある。後述のとおり、こうした場面では差止めによる規律も十分に働かない可能性が高いが、「総会決定ルール」がうまく対処できる場面ともいえない。「総会決定ルール」の下で株主に賛否の提示を求めた場合、新株発行に反対する株主が反対の議決権行使をすることは差止めを求めるのよりも低いコストで行えるものの、十分な数の反対が集まらない限り、新株発行を阻止することはできない。

第3に、「総会決定ルール」が有効に機能するはずの大株主が存在する場面は、大株主の性格によっては、むしろこのルールが弊害を生じさせる場面にもなりうる。すなわち、大株主が違法な私的利益を引き出し、経営陣がこれに対抗しようとしている場合にも株主総会決議を求めると、こうした問題のある大株主を一切排除できなくなってしまう。これは、こうした問題のある者が支配権を取得しようとしている（すなわち、大株主になろうとしている）場合には、一定の限度で、取締役会限りで買収防衛策を導入・行使できるとする、これまでの判例のポリシーと整合しない。従来、裁判例において、大株主と対立する中で行われた第三者割当てが不公正発行ではないとしてきた裁判例には、こうした事案が実際にある。

研究目的（2）について

以上の検討を踏まえると、仮に現在の会社法206条の2と証券取引所の自主規制を超えて、より包括的な「総会決定ルール」を導入するのであれば、次の2つの対応が必要になる。これを考える際には、「総会決定ルール」が過剰規制となる場面および過少規制となる場面を分けて考えることが有益になる。

第1に、「総会決定ルール」が弊害をもたらす、すなわち、過剰規制となる場面に対応して、「総会決定ルール」に例外を設けることが必要である。具体的には、問題のある大株主への対抗（上記（1）の第3点）を認める

例外が必要になる。これは、買収防衛策に関する規律と整合的なものである必要がある（ただし、支配権を取得する場面の方がやや広く防衛を認める方が望ましい可能性も残る）。

第2に、過少規制の場面、すなわち、「総会決定ルール」を導入しても対処できない場面については、別の規律で対処する必要がある。現在の会社法に則していえば、このルールを導入したからといって、不公正発行（会社法210条2号）として株主が差止めを求める余地は否定すべきではない。

「総会決定ルール」を導入しても、新株発行を阻止するには十分な数の反対が必要になる。1人あるいは既に協調している大株主やそのグループが十分な議決権を保有している場合は、特にコストのかかるアクションは必要ない。しかし、例えば「総会決定ルール」で求められるのが普通決議である場合に、1/3の議決権を有する大株主が新株発行を阻止するには、委任状勧誘などを通じて、他の株主に反対の議決権行使を呼びかける必要がある。他方、新株発行の差止めを求める場合にも一定のコストがかかるが、他の株主の同調は必要ない。どちらのコストが高いかは場面によって異なるが、委任状勧誘であればコストに見合わないが、差止めであれば見合う場面もあると考えられる。そのため、差止めを求める余地自体は必要である。

また、持合株主などの経営陣に友好的な株主が多く議決権を保有している場合などには、十分な反対が得られるとは限らない。このような場合には、特別利害関係のある株主の議決権行使による著しく不当な決議であるとして決議取消しを求められる場面もあると考えられるが、端的に不公正発行として差止めを求めることもできると解すべくであろう。

なお、以上とは別に、「総会決定ルール」の下でも、株主総会決議取消訴訟を本案とした仮処分とするか会社法210条・民事保全法23条2項にもとづく新株発行の差止仮処分とするかは別として、株主総会決議自体に瑕疵がある場合に差止めを求める余地は必要である。

研究目的（3）について

従来、大規模な第三者割当てに対して「総会決定ルール」が主張されてきた背景には、不公正発行を通じた規律が十分に働いていないという考慮があったものと考えられる。特に、経営陣と対立する大株主の議決権割合を低下させるために行われる第三者割当てや、問題のある引受先に対する第三者割当ては、これまでの会社法の下でも、不公正発行として差止めることは十分に考えられる。しかし、不公正発行にもとづく差止めによる規律には次の問題があるため、十分には足らなかったと考えられる。

第1に、差止め（仮処分）を求めるために株主がアクションを起こす必要がある。経営

陣と対立する大株主や買収者が存在する場合はアクションを起こすインセンティブが十分にあるが、そうでない場面では、個々の株主にとってはアクションを起こす費用がそれによって得られる利益に見合わないため、集合行為問題により、株主が望まない新株発行であるにもかかわらず、誰も差止め（仮処分）を求めないという事態が生じる。

第2に、従来の主要目的ルールの判断枠組では、会社が資金調達必要性を主張した場合に、資金使途の合理性、資金調達の方法、および割当先について考慮はされるものの、差止められないように資金調達の必要性を作り上げたことが明らかなほど合理性を欠く場合以外、取締役会の判断が尊重され、これらの決定に影響を及ぼした可能性のある利益相反はほとんど考慮されていない。これでは、株主と対立する中で行われる大規模な第三者割当てにおいては、強い利益相反があるにもかかわらず、あたかも無条件に経営判断原則を適用しているのと近くなる。

以上の判断基準は学説から強い批判がなされ、近時は以前と比較すると詳細な審査がなされる傾向が生じてきている可能性もある。しかし、裁判所がそうした判断を続ける背景には、構造的な問題もあると考えられる。例えば、裁判所は、差止め仮処分を求める裁判において強い時間的な制約の下で判断をしなければならない。また、従来の主要目的ルールの下では、正当な目的として資金調達ばかりに焦点が当てられ、仮に問題のある大株主に対抗するための新株発行を行う場合でも、会社（経営陣）側は、正面からこれを正当な目的として主張するよりも、何らかの資金調達の必要性を準備することが合理的になる。そして、裁判所もそのような事案が紛れていることを理解していれば、資金調達の必要性について判断基準を強化することには慎重になるだろう。

以上からすると、従来の不公正発行の判断基準のまま差止めの規律を維持しても、「総会決定ルール」の代替になるわけではないのはもちろん、その問題点を十分にカバーできるわけではない。そのため、例えば、証券取引所の自主規制において、新株発行を行う際の会社の意思決定の手続的な規律を行い、これに反しているかどうかを不公正発行の判断においても考慮する（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 および新株予約権をめぐって」証券経済研究 64号 65頁（2008）参照）といったことも必要になると考えられる。

5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕（計9件）

1. Manabu Matsunaka, Politics of Japanese

Corporate Governance Reform: Politicians do Matter, Berkeley Business Law Journal Vol.15 No.1, pp.154-184 (2018), <https://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1125&context=bbj>〔査読あり〕

2. 松中学「法学のアントレ第3回 判例データベース色々」法学教室 441号 2-3頁(2017)〔査読なし〕

3. 松中学「公開買付前後の第三者割当てをめぐる法的問題の検討」田中亘・森・濱田松本法律事務所(編)『日本の公開買付け』113-152頁(有斐閣、2016)〔査読なし〕

4. 松中学「公開買付けに付随する取引 公開買付けに付随する第三者割当て」田中亘・森・濱田松本法律事務所(編)『日本の公開買付け』337-355頁(有斐閣、2016)〔査読なし〕

5. 松中学「著しく不公正な第三者割当増資」岩原紳作・神作裕之・藤田友敬(編)『会社法判例百選〔第3版〕(別冊ジュリスト 229号)』200-201頁(2016)〔査読なし〕

6. 松中学「買収防衛策とその法的規律」法学教室 433号 34-40頁(2016)〔査読なし〕

7. 松中学「コーポレート・ガバナンスと政治過程」穴戸善一・後藤元(編著)『コーポレート・ガバナンス改革の提言』429-475頁(商事法務、2016)〔査読なし〕

8. 松中学「非上場会社の有利発行の判断基準 アートネイチャー株主代表訴訟」ビジネス法務 15巻 8号 46-51頁(2015)〔査読なし〕

9. 松中学「収益還元法を用いて株式買取価格を決定する場合における非流動性ディスカウントの可否」法学教室 426号別冊判例セレクト 25-25頁(2016)〔査読なし〕

〔学会発表〕(計4件)

1. 松中学「大規模な新株発行と株主総会決議」商法研究会(2017)

2. Manabu Matsunaka, Welcome Economics, Goodbye Foreign Laws? : Assessing Trends in Corporate Law Research in Japan using Citation Data, Law and Society Association (2016)

3. Manabu Matsunaka, Share Issuance in Closely Held Corporation: Strange Case Law and Response by Legislators, The 3rd Joint Workshop of SNU Center for Financial Law, Bucerius Institut für Unternehmens-und Kapitalmarktrecht and Nagoya University Graduate School of Law (2015)

4. Manabu Matsunaka, Enforcement and Sanctions on Stock Manipulations in Japan, The University of Chicago and Shanghai Jiao Tong University Securities Law Forum (2015)

〔図書〕(計1件)

久保大作、森まどか、榊素寛、松中学『ひとりて学ぶ会社法』(有斐閣、2018)総頁数 321〔産業財産権〕

出願状況（計 件）

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

取得状況（計 件）

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

〔その他〕
ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

松中 学 (MATSUNAKA, Manabu)
名古屋大学・大学院法学研究科・准教授
研究者番号：20518039

(2) 研究分担者

()

研究者番号：

(3) 連携研究者

()

研究者番号：

(4) 研究協力者

()