

令和 2 年 7 月 15 日現在

機関番号：33917

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2016～2019

課題番号：16K17023

研究課題名（和文）募集株式発行のメカニズムと価格決定の在り方の再検討

研究課題名（英文）Re Examine of mechanizm of new share issue and pricing.

研究代表者

永江 亘（NAGAE, Wataru）

南山大学・法務研究科・准教授

研究者番号：20610786

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,000,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、募集株式の発行の場面の利害関係を今一度整理し、公正な価格決定の在り方を探索するものである。本研究では、過去の判例等の分析を通じ、募集株式の発行のうち、特に価格の有利性の問題を取り扱った判例・学説について検討をした。一方で、報告者の従来の研究分野である組織再編における法理との比較的な検討からは、価格決定に係る利害関係の状況は、利益相反がある場合も含め、近似した状況が発生しうることもあり、その法理を応用することが可能であることが示唆されるとの結論を得た。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究により、明らかになった事項により、募集株式の発行に係り、今後実務的なプロセスについて、従来の実務とは異なる形での提言が可能となり得る成果を得ることができた。すなわち、会社取締役の利害関係を分析することにより、募集株式の発行に係る価格決定プロセスについても、会社取締役に一定のプロセスを要求することが可能と考え得ることが明らかになった。このようなアプローチは、会社法改正後の議論の蓄積によって得られた視座であり、今後より詳細な場面について検討することで、実務に影響を与え得るものと思われる。

研究成果の概要（英文）：This study examines the structure of interest when a company issues its new stock. In this study, reporter analyze case laws and academics arguments on this topic. On the other hand, reporter tried to compare legal theory between the new share issue and M&A.

研究分野：会社法

キーワード：募集株式の発行 新株発行 価格決定 利益相反

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

## 1. 研究開始当初の背景

企業の事業活動には多額の資本の投下を必要とするが、わが国の会社法・金商法は附属法令等と一体となって、企業の事業活動に必要な資金を証券市場を通して調達する途を提供している。またこのことは、わが国の投資家に資産形成の途を提供し、わが国の金融システムの中で重要な地位を得ている。ところが、証券市場を通じた資金調達のうち、とりわけエクイティファイナンスにおいては、株主間の利益衝突を生じさせる行為も少なくなく、本研究が対象とする新規の株式発行における法的規制も伝統的にその一つと位置づけられてきた。なぜなら、新規の株式発行(以下、「募集株式の発行」という)による企業の資金調達は、いわゆる既存株主の権利の希釈化を生じ得ることへの懸念から、株主間の利益が衝突すると考えられたためである。このような議論の集積から、わが国では会社法による募集株式の発行手続きに係る規制に加え、**日本証券業協会「第三者割当増資等の取り扱いに関する指針」(平成22年4月1日)**が市場株価をベースにした価格決定の取り扱い指針を提供し、実務的には一応の決着をみているのが現状である。

ところが、会社法の制定以降、とりわけわが国における株式買取請求権制度が大きく変容したことを受け、わが国の会社法制を巡る「株式の価値」に係る議論は急激な蓄積を重ねてきた(飯田2013など)。そして、株式制度と市場株価の関係性の整理という観点で、2015年私法学会におけるシンポジウムのテーマとなり、学会においても注目されるテーマであるといえる。これらの議論を参照するに、前記日証協ガイドライン及びその他の規制の在り方に疑問が生じる。なぜならば、株式の価値が希釈化されるということは、株主が有する権利の面ではそうであると言っても、株主の経済的価値が毀損されるかは必ずしも自明のことではなく、また、どのような価格が法によって株主に保障されるべきであるかの判断に依存するためである(行澤2015)。また、株式買取価格決定の局面では、価格の妥当性を正当化するには、手続的な構成さが要求されるとの理解に鑑みると、募集株式の発行における場合にも、価格決定における手続的な公正性について再考する余地があると考えられるためである。

## 2. 研究の目的

本研究の対象である、募集株式の発行に係る株主間の利害調整は、価格決定における既存株主と将来株主との対立構造を内包していると評価できる。この対立構造は組織再編行為における株主間の利害調整の観点から分析しうることを示唆する。そして、これに会社の機動的な資金調達の要請との利害調整という伝統的な議論との融合を図る必要のある問題であるといえる。従って、本研究はわが国の会社法学における伝統的な議論と近時の発展した議論、及び実務的な現行ルールの策定に至る理論的バックグラウンドを、法理論及びファイナンス理論の双方から解明し、両者の架橋となるプラクティカルな議論を展開するものであると言え、現代の法学者が直面する重要かつ喫緊の課題であると位置づけることが出来る。

## 3. 研究の方法

本研究は、募集株式の発行に係る重層的な研究である。会社法・金融商品取引所法の理論及び日証協ルールの策定に至るまでの議論を参照し、その問題点と議論を考察し、諸外国の法制とその背後にあるファイナンス理論についても検討の対象を拡げながら、具体的には以下の点に分けて検討する。

(A) 我が国の募集株式の発行に関する法制度とその実態に関する研究

(B) 募集株式の発行に係るファイナンス理論の検討と価格決定プロセスの検討

(C) 募集株式の発行手続きに係る日米英の法制度の比較研究

(D) 募集株式の発行に係る価格決定プロセスと取締役の責任の検討

#### 4．研究成果

本研究では、募集株式の発行の場面の利害関係を今一度整理し、公正な価格決定の在り方を探索した。本研究では、外国の制度も念頭に、過去の判例等の分析を通じ、募集株式の発行のうち、特に価格の有利性の問題を取り扱った判例・学説について検討をした。わが国では、募集株式の発行の有利性の判断に際しては、日証協の基準が優位な指標となっており、概ね実務もこれに沿って動いていると評価できる。もっとも、募集株式の発行を巡る利害関係を分析すると、組織再編の際に生じる利益相反問題と類似の傾向が生じる場合もあり、その場合のルール設計は、会社法の改正以降の学説・判例の蓄積を経て、組織再編に係る制度の方が、よりち密に利益相反問題に対応していると言える。このような利害関係の類似性から検討すると、募集株式の発行の場合において、組織再編におけるような取締役の義務法理を通じた規律付けを検討する余地が生じることが示唆される。本研究では、これらの構造上の類似性と示唆を得たが、今後はより詳細に具体的な場面を想定しながら、その異同について検討することが課題である。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計1件（うち査読付論文 0件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 永江 亘	4. 巻 2154
2. 論文標題 投資銀行の責任と損害賠償の負担	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 商事法務	6. 最初と最後の頁 50-58
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計2件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件）

1. 発表者名 永江 亘
2. 発表標題 取締役の信託義務違反と投資銀行の教唆・幫助責任
3. 学会等名 神戸大学商事法研究会
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 永江 亘
2. 発表標題 組織再編における投資銀行の責任の問題構造と我が国の問題構造
3. 学会等名 関西企業法研究会
4. 発表年 2017年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 永江 亘	4. 発行年 2016年
2. 出版社 成文堂	5. 総ページ数 1176
3. 書名 現代商事法の諸問題	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----