

令和 3 年 6 月 4 日現在

機関番号：13901

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2018～2020

課題番号：18K01360

研究課題名(和文)新株の有利発行規制の存在意義の検討

研究課題名(英文) Why does the Japanese Companies Act require shareholders' approval when issuing shares in "beneficial price"?

研究代表者

松中 学 (Matsunaka, Manabu)

名古屋大学・法学研究科・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)：有利発行規制の存在意義は疑われてきたが、現状では一定の機能を一応果たしている。(1)従来、敵対的買収の防衛等のための新株等の発行を抑止するものとして機能してきた。近時、より一般的に利益相反の規律の一環として捉える見解が登場し、これは支持できる。次に、(2)慎重な発行価格の決定プロセスを経させるという機能がある。これは取締役の義務を通しても規律できるが、十分でなければ有利発行規制でやるほかない。(2)との関係では、算定等のプロセスの開示が重要になる。しかし、会社法はこの点についてほぼ規制がない。金商法には規律があるが、会社法の観点から十分に加え、同法の適用対象とならない会社の問題が残る。

研究成果の学術的意義や社会的意義

存在意義が疑われてきた有利発行規制について、他の規律との関係も踏まえて、利益相反の規律という近時の見解を裏付け、また、有利発行にはならない発行価格となる場合についても慎重な手続を経させるという機能があることを明らかにした点に意義がある。また、発行プロセスの開示について、これまで金商法が担ってきたが、会社法の観点から規律を置く必要があることを明らかにした点は今後の規制にとって意義がある。

研究成果の概要(英文)：Japanese Companies Act requires a shareholder meeting resolution for issuing shares at a significantly low price. Commentators have cast doubts on the rule. However, it has functioned as a safeguard against defensive tactics that involve issuing shares or warrants at low prices. More generally, a recent view understands the rule as mitigation of the conflict of interest in share issuance. This project has shown that the recent view should be supported. Furthermore, the rule substantially requires a board to follow careful procedures for deciding the share price, especially when the board intends to issue shares to a particular person. Since directors' duties in share issuance are not clear enough, providing a special rule for this particular situation might well be reasonable. From the above viewpoint, disclosure of the process of deciding an issuing price is crucially important. However, both corporate law and securities law have partly failed in this aspect.

研究分野：民法学(会社法)

キーワード：新株発行 有利発行 利益相反

1. 研究開始当初の背景

会社法は、公開会社の新株発行について、原則として取締役会に募集事項の決定権限を賦与しつつ、「特に有利な金額」による発行については株主総会が決定するという権限分配を採用している(会社法201条1項、199条2項・3項)。これに違反して新株発行を行おうとする場合、差止めの対象となる(210条1号)。上場会社については、発行決定前の株価を参照して有利発行に当たるかどうかを判断する。

一般的には、低すぎる金額で株式を発行すると、発行済株式総数が増えるにもかかわらず新株主が十分な金額を払い込まないことで、既存株主の株式の価値が希薄化するため、既存株主の承認を求めるものと理解されている。しかし、その理論的な存在意義は疑わしい部分があり、なぜ株主総会決議を経させるのかといった観点から実際に色々な形で疑われている。

理論的な観点からは次の問題がある。

第1に、現在の規制は発行価格のみに着目しているため、利益移転の大きさと規制の対象になるかどうかが連動していない。

第2に、株価を利用することの問題点もある。上場会社において株価を使うという発想を非上場の公開会社にも貫徹させるのであれば、何らかの形で(発行前の)企業価値を算定し、発行価格と比較しないと一貫しないはずである。しかし、コストや評価のバラツキを考慮すると、現実には、非上場会社に一定の手法による評価を強制できず、発行価格の算定について取締役会の裁量を広く認めざるを得ない(最判平成27年2月19日民集69巻1号51頁〔アートネイチャー事件最高裁判決〕参照)。

第3に、例えば、トップ・アップ・オプションとして新株発行を行う場合のように、発行価格自体に着目することも、発行前の株価を基準とすることも全く意味を持たない場面がある。

2. 研究の目的

それでは、有利発行規制は意味がない、あるいは有害なものだったのか。

本研究は、有利発行規制は、現実には理論的な観点から導かれるものと異なる役割を果たしてきた可能性を検証する。具体的には、次の問いを検証する。

(ア) 有利発行規制は現実にはどのような役割を果たしてきたのか。これには、(a) 裁判を通じて(特に支配権争いが行われている場面における)不公正発行の規制を事実上一部代替してきた可能性と、(b) 自主規制の基盤となり、その形成を促してきた可能性がある。

(イ) 規模な第三者割当ての規律が強化されていることを踏まえて、今後も有利発行規制が必要なのかを明らかにする。

3. 研究の方法

裁判例や実際の発行事例をもとにしたケースの分析および海外の議論も含めた理論的な分析を行った。

4. 研究成果

(1) 概要

従来から、(ア) 敵対的買収の防衛等のための新株・新株予約権の発行を抑止するものとして機能してきた。久保田安彦(2020)は、より一般的に、利益相反に対する規律の一環として把握している。本研究の結果からも、発行数を無視することから過剰規制となっている点は現実には重要ではなく、現実の問題となる場面を踏まえるとこの見方は支持できる。

次に、(イ) 特に有利発行かどうか疑われる場面において、慎重な発行価格の決定プロセスを経させるという機能がある。すなわち、会社法は権限分配と一定の開示以外に発行価格等の条件を決めるプロセスを法定していないが、会計・ファイナンスの点で合理性のある算定を含む公正なプロセスを経させるためのバックボーンとして有利発行規制が存在すると位置づけられることを明らかにした。これは取締役の義務を通じても規律できるが、それが十分でなければ有利発行規制は一応正当化しうる。

(イ) との関係では、実際にどのような算定等のプロセスがとられたのかという開示が重要になる。しかし、会社法はこの点についてほぼ規制がない。有価証券報告書提出会社については金商法が規律を置くが、会社法の観点から十分かという問題があることに加え、同法の適用対象とならない会社においても同様に発行プロセスは重要な情報となる。そのため、開示規制については一定の充実を図る必要性がある。

(2) 利益相反への対処

① 利益相反に対処する規律としての存在意義

有利発行規制自体は特に利益相反を契機としたものではない。通常の経営判断にもとづく資金調達のために低い価格で発行するという判断をする場合にも適用される。もっとも、株主がアクションを起こすには一定のコストがかかることもあり、現実に特に問題になるのは経営陣・取締役会に利益相反が生じる場面である。従来からそうした場面の一つとして有利発行規制が地味ながら「活躍」してきたのが、敵対的買収に対して対象会社が新株発行・新株予約権を発行する場面である(松中 2016)。それにとどまらず、取締役の個人的な利益によって発行価格の決定が歪められる場合等、利益相反が生じる場面一般で機能しうる。

このような場面については、取締役の義務の設定が適切に行われ、責任追及が適切にエンフォースされている限り、新株発行だけを切り出した規律を置く必要はないとも思える。しかし、実際にはそうっていないのであれば、有利発行規制の存在は肯定することもできる(久保田 2020)。そして、任務懈怠責任に関する近時の裁判例をみると、利益相反取引のような単純な利益相反の場面と異なり、裁判例は、新株発行に伴う利益相反に対処しているというよりも、有利発行規制で対処されていることを前提に、新株発行における利益相反はさほど考慮していないものと理解できる(松中 2021)。ただし、久保田 2020 が指摘するとおり、これには必然的に過剰規制によるコストが伴う。

②利益相反への対処における課題

利益相反への対処という点で有利発行規制に意義を見いだせるとしても、課題も残る。

まず、アートネイチャー事件最高裁判決の基準の運用によっては、非上場の公開会社において、有利発行規制は利益相反に対処する機能を全く果たせなくなる。特に、同事件は取締役に対する新株発行を行った事例であるにもかかわらず、利益相反に全く言及することなく、取締役会の裁量を肯定している。そのため、有利発行規制に利益相反への対処という機能を見出すのであれば、何らかの縮小解釈ないし修正が必要となる。

利益相反への対処として捉えた場合、有利発行規制の存在意義が試される別の場面は、支配株主(あるいは支配権を把握しているとまではいえないものの、それに近い大株主)に対する新株等の発行である。株主総会決議を通じた規律である以上、支配株主に対しては基本的に有効に働きづらい。少なくとも、会社法 831 条 1 項 3 号の「特別の利害関係を有する者が議決権を行使したことによって、著しく不当な決議がされたとき」の解釈を通じて、効果的な対処がなされない限り、有利発行規制は支配株主の利益相反への対処としては意味がなくなる。

以上の支配株主に関する問題については、有利発行以外の問題も含めて、新たな科研費の課題(21K01249)として研究を続けている。

(3) 発行価格等の条件決定プロセスとの関係

①新株発行のプロセスの規律

会社法は、新株発行の際の発行価格等の条件の決定について、非公開会社では原則として常に株主総会決議を経させることを定め(199 条 1 項・2 項)、公開会社については有利発行の場合には株主総会決議により(201 条 1 項、199 条 3 項・2 項)、そうでない場合には取締役会決議による(201 条 1 項)と定める。もっとも、これ以上に発行価格の決定プロセスについて規定を置いているわけではない。

典型的には大規模な第三者割当てを行う場合のように、一定の規模の新株発行を行う場合には、M&A と同様の側面あるいは一種の M&A と評価できる側面がある。M&A においては、十分かどうかはさておき、主に株式買取請求権と価格決定続きを通じて、(a) 企業価値を毀損する場合、(b) 企業価値の毀損はない(むしろ上昇する)が、株主間のシナジー等の分配が不公正な場合に対処がなされてきた。こうした現象は、新株発行の場合、(a') シナジー等の企業価値の向上を生まない(利益を生むプロジェクト等のためではない)新株発行を低い価格で行うことによる既存株主からの価値の収奪、および(b') シナジー等が生じる場合に既存株主にとって不公正な分配となる価格で発行するという形で現れる。M&A については、株主総会決議と株式買取請求権、補足的に株主の差止請求権および株主総会決議の瑕疵を争う訴訟によって、事前の段階のプロセスを公正なものとする方向性がとられている(例えば、最決平成 28 年 7 月 1 日民集 70 巻 6 号 1445 頁)。

②発行価格等の条件決定のプロセスからみた有利発行規制の意義

M&A に対して新株発行の場合、特に公開会社では、上記の問題に対処する株主の権利として専ら差止請求権(210 条)が意味を持つ(新株発行無効は組織再編の無効と同程度に機能するかどうかである)。そして、不公正発行は主に支配権争いに関わる場面を扱っており、価値の分配といった経済的な利益を保護するのは有利発行規制である。とりわけ上場会社等においては、有利発行規制は実際に株主総会決議を経させるという機能もある一方で、取締役会限りで判断する場合には有利発行にならないようにする必要がある(そうしなければ、210 条 1 号により差止めの対象となる)という形で機能する部分が多い。そして、有利発行に当たるおそれがある場合に、事後的に有利発行であったと判断されるリスクを回避するには、専門家による発行価格の算定や第三者割当ての場合の割当先の探索・候補者との交渉といったプロセスを経ることが有益になる。このように、発行価格等の条件設定において適正なプロセスを経させるためのバックボーンとして有利発行規制が存在している。そして、これは金商法上の開示や有利発行適法性意見を求める上場規則といった開示規制により補強されている。

このような規律は、発行価格が全くもって有利といえない(十分に高い)場合には規制がかか

らず、過剰規制によるコストを避けられる。他方で、(2) でみたとおり、利益相反の問題が生じない場面であっても、価格のみをパラメーターとして規制がかかる。利益相反により低い価格で発行することは現実には考えられるが、逆に、低い価格だから利益相反を伴っていることが常であるとはいえない。そのため、この点では過剰規制のコストが生じる。

現行法を離れると、新株発行の際に適正なプロセスを経させるための手段は有利発行規制に限られるわけではない。特に、取締役の義務・責任を通じて規律がなされていれば、結果的に適正なプロセスを経るインセンティブは生じる（もちろん、組織再編等の M&A と同様の規律を置くことも論理的にはありうるが、小規模な新株発行も存在することから現実的ではない）。しかし、(2) でみたとおり、新株発行に関する取締役の任務懈怠責任についての近時の裁判例をみる限り、それは期待できない。

以上から、あくまで現状を前提とすると、有利発行規制を単純に撤廃した場合、株式買取請求権も価格決定続かない M&A ができあがるのに近い状態が生じる。この場合、不公正発行が既存株主の経済的利益を保護するためにも使われると考えられる。現在と同じように考えるのであれば、結局は不公正発行の一類型として有利発行のようなものができあがり、そうでなければ価格と支配権争いの有無等を総合的に考慮する枠組みができあがると考えられる。後者の場合、具体的な判断基準によっては過不足のないものになりうる。他方で、有利発行規制よりも不確実性の高い基準となるため、具体的な内容によっては、発行する会社による過剰な対応と過少な対応のどちらにつながる可能性もある（なお、(4) も参照）。

③課題

発行価格等の条件決定のプロセスを担保するという観点からは、次の 2 点が課題となる。

第 1 に、発行条件の決定プロセスの開示が十分かという問題である。開示規制は、それ自体が発行条件の決定プロセスの適正さを直接的に担保するだけでなく、総会決議のない有利発行であるとして株主が差止めを求める際にも重要となる。すなわち、有利発行規制の実効性にとっても重要となる。とりわけ、一定規模以上の新株発行は組織再編等と同レベルの開示が担保される必要がある。

第 2 に、非上場会社については、やはりアートネイチャー事件最高裁判決の設定した基準が問題となる。同判決は特に限定なく取締役会の裁量を認めているため、適正なプロセスをとるインセンティブになりづらいのである。利益相反がある場面が中心となるとはいえ、この観点からも同判決の設定した基準はその後の裁判例において制限的な方向で修正・解釈されていく必要がある。さらに、非上場会社については、（非上場ではあるが有価証券報告書提出会社であるといった場合はさておき）基本的に会社法の規律しか働かない。しかし、会社法では発行条件の決定プロセスの開示は極めて貧弱である。第 1 点と併せて、一定程度の開示規制を会社法に定めるべきだと考えられる。

(4) 不公正発行との関係

本研究では、有利発行規制と密接に関わる不公正発行規制についても包括的な分析を行い、主要目的ルールを廃止し、利益相反に着目した審査基準をとるべき旨を提唱した（松中 2020）。

有利発行との関係では、立法論的には、低い価格による新株発行についても有利発行規制という形で別の規制を置くのではなく、不公正発行の一環として位置づける方が適切な処理ができる可能性があるとの示唆を得た。ただし、(2) (3) で取締役の義務・責任について述べたのと同様に、経営陣と会社・株主の間に生じる利益相反を裁判所が適切に認識しないのであれば、そうした規律は働かない。この場合、有利発行規制を別立てで置くことによって経済的利益「だけ」はある程度守られる点で、ひとまとめに不公正発行規制に任せてしまうよりも望ましい状態になる可能性が高い。

そして、不公正発行の裁判例を分析した結果、支配権争いという狭い範囲の利益相反しか問題とされていない上に、支配権争いの存在を認める範囲自体もともすれば狭められがちであることが明らかになった（松中 2020）。そのため、裁判例における現在の不公正発行の判断基準を所与とすると、有利発行規制は存在した方がよい——まだマシといえるレベルではあるが——という議論が成り立つのではないかという一応の結論が出た。

〈引用文献〉

- 久保田安彦（2020）「公開会社の有利発行規制の再検討——利益相反を重視する観点から」久保大作ほか編『（吉本健一先生古稀記念論文集）企業金融・資本市場の法規制』121 頁（商事法務）
- 松中学（2016）「買取防衛策とその法的規律」法学教室 433 号 34 頁
- 松中学（2020）「主要目的ルール廃止論」久保大作ほか編『（吉本健一先生古稀記念論文集）企業金融・資本市場の法規制』189-241 頁（商事法務）
- 松中学（2021）「取締役の任務懈怠責任と利益相反」齊藤真紀ほか編『（川瀆昇先生・前田雅弘先生・洲崎博史先生・北村雅史先生還暦記念）企業と法をめぐる現代的課題』279 頁（商事法務）

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計7件（うち査読付論文 2件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 松中学	4. 巻 -
2. 論文標題 取締役の任務懈怠責任と利益相反	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 齊藤真紀ほか編『（川濱昇先生・前田雅弘先生・洲崎博史先生・北村雅史先生遺曆記念）企業と法をめぐる現代的課題』	6. 最初と最後の頁 279-325
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 -

1. 著者名 松中学	4. 巻 -
2. 論文標題 主要目的ルール廃止論	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 久保大作・久保田安彦・上田真二・松中学編『（吉本健一先生古稀記念論文集）企業金融・資本市場の法規制』	6. 最初と最後の頁 189-241
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 -

1. 著者名 Hatsuru Morita & Manabu Matsunaka	4. 巻 -
2. 論文標題 Career Judge System and Court Decision Biases: Preliminary Evidence from Japan	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 Yun-chien Chang ed. Selection and Decision in Judicial Process around the World: Empirical Inquires	6. 最初と最後の頁 132-159
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1017/9781108694469.006	査読の有無 有
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 -

1. 著者名 松中学	4. 巻 2192
2. 論文標題 大王製紙新株予約権付社債の発行をめぐる損害賠償請求事件の検討〔上〕	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 旬刊商事法務	6. 最初と最後の頁 10-17
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 -

1. 著者名 松中学	4. 巻 2193
2. 論文標題 大王製紙新株予約権付社債の発行をめぐる損害賠償請求事件の検討〔下〕	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 旬刊商事法務	6. 最初と最後の頁 35-41
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 -

1. 著者名 Manabu Matsunaka	4. 巻 15-1
2. 論文標題 Politics of Japanese Corporate Governance Reform: Politicians do Matter	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 Berkeley Business Law Journal	6. 最初と最後の頁 154-184
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 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 -

1. 著者名 松中学	4. 巻 1521
2. 論文標題 会社法改正と規律の方法	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 ジュリスト	6. 最初と最後の頁 70-75
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3件 (うち招待講演 0件 / うち国際学会 3件)

1. 発表者名 Manabu Matsunaka
2. 発表標題 What Drives Corporate Governance Reforms?: Challenging Existing Theories from Japan
3. 学会等名 CIBEL Global Network Conference (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Manabu Matsunaka
2. 発表標題 When Judges Don't Want to Judge: An Example of Share Issuance Case in Japan
3. 学会等名 Law and Society Association (国際学会)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 Hatsuru Morita & Manabu Matsunaka
2. 発表標題 Career Judge System and Court Decision Biases: Preliminary Evidence from Japan
3. 学会等名 2018 Asian Law and Society Association Conference (国際学会)
4. 発表年 2018年

〔図書〕 計3件

1. 著者名 田中亘 (編著), 飯田秀総, 久保田安彦, 小出篤, 後藤元, 白井正和, 松中学, 森田果	4. 発行年 2021年
2. 出版社 有斐閣	5. 総ページ数 324
3. 書名 数字でわかる会社法〔第2版〕	

1. 著者名 久保大作, 久保田安彦, 上田真二, 松中学 (編)	4. 発行年 2020年
2. 出版社 商事法務	5. 総ページ数 568
3. 書名 吉本健一先生古稀記念論文集企業金融・資本市場の法規制	

1. 著者名 岩原紳作（編）	4. 発行年 2019年
2. 出版社 商事法務	5. 総ページ数 880
3. 書名 会社法コンメンタル補巻 平成26年改正	

〔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
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------