

公開会社（上場会社）における資金調達法制

2010/07/23 大証金商法研究会報告 京都大学 洲崎博史

参考文献：

伊藤昌夫「有価証券上場規程等の一部改正の概要」商事 1878 号 21 頁

谷口義幸ほか「第三者割当に係る開示の充実等のための内閣府令等の改正」商事 1888 号 4 頁

江島秀樹「第三者割当増資に関する開示規制と勧誘概念」商事 1891 号 15 頁

岩原紳作ほか座談会「上場会社をめぐるルール改正とわが国のコーポレート・ガバナンス〔上〕」商事 1878 号 4 頁

武井一浩ほか「第三者割当の有利発行適法性意見制度と実務対応〔I〕」商事 1872 号 50 頁、「同〔VII・完〕」商事 1886 号 21 頁

2009 年 12 月の開示府令改正による第 2 号様式の変更点

<http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20091211-4/02.pdf> 22 頁～32 頁

日本取締役協会・金融資本市場委員会「公開会社法要綱案 第 1 1 案」（2007 年 10 月 17 日）

http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/koukai_kaishahou/20100110_Youkou11.pdf

I はじめに

新株発行による資金調達について検討。

II 総説

1. 新株発行規制の目的

・会社法による規制

会社の資金需要に応じて機動的な資金調達を行いうる法制が要請される一方で、新株発行は既存株式の経済的価値や既存株主の持株比率に影響を与えうることから、既存株主の保護のための規制も必要。そのバランスをとったのが現行の会社法の規制。

公開会社では、引受人の募集の方式も含めて取締役会が決定（199 I II、201 I）。ただし、取締役会限りでの発行可能株数には定款による制限があり（113 III。最大でも発行済株式総数の 3 倍まで）、公正な払込金額（時価）を下回る価額での発行には株主総会の特別決議が必要（201 I、199 II III）。

既存株主は、法令・定款違反の新株発行、取締役会の発行権限を濫用するような新株発行を差し止めることができ（210）、差し止めの機会を確保するため、会社は、どのような新株発行を行うかについて事前に開示をすることが求められる（201 III）。他方、発行後に無効とできるのは、例外的ケースに限られる（単なる有利発行、不公正発行は有効）。

・金商法による規制

新株発行に応じて資金を拠出する際、投資家は投資対象の価値を正確に判断するための資料を提供されるべき ⇒ 発行開示の義務付け

新株発行という出来事自体が企業価値、ひいては株式価値に影響を及ぼしうることから、新株発行の事実を速やかに開示してそれを株式価値に反映させるべき ⇒ 適時開示の義務付け

・証券取引所による自主規制

金商法による投資家保護規制を補完するための種々のルール。

2. 公開会社法制推進論と資金調達法制の関係

今般の公開会社法制に関する議論： 株式を公開するような会社（上場会社）が不正に事業を行ったり、破綻すると、国民経済全体を混乱に陥れかねない。また、調達した資金が効率的に運用されなければ、経済発展が阻害される。こうして、上場会社が適正な企業統治のもと健全な発展を遂げられないことは、国民経済全体にとってマイナスとなることから、様々な手段を通じて企業統治を向上させることが要請される。そのためには、裁判規範たる会社法と行政規範たる金商法の間にある重複や矛盾を解消するとともに、上場会社のみを規制対象とする新たな統治システムが構築されるべきである、というのが近時の公開会社法制推進論。

資金調達法制に関しても基本的視座は同様…会社法と金商法の間重複・矛盾があるか、あるとすればそれらはどのように解消されるべきか。また、資金調達に関して、現在の会社法や金商法には欠けているが、上場会社について必要なルールというものがあるか。

Ⅲ 新株発行法制の現状

1. 公募による新株発行

(1) 序説

公募において特に阻止される必要があるのは、粉飾決算等により株式価値を粉飾し（または公募と並行して第三者割当てが行われるとの実体のない話によって当該会社の信用が高いものと誤信させ）、真の価値よりも高い価格で投資家に株を買わせる行為（証券詐欺）

(2) 会社法上の規制

・上記のような新株発行に対して差止めが可能か？

新株発行それ自体が証券詐欺となるような場合には、210条または360条（422条）による差止めも不可能ではなかろうが（既存株主や会社が損害を被るかという疑問もあるが、証券詐欺が実行され、それが明るみに出れば会社が信用を失い、破綻することは確実だろうから、当該新株発行により株主または会社が損害を被りうるという構成は可能だろう）、株主がそのような事実を把握することは容易ではなかろうし、自ら差し止めるインセンティブも持ちにくい（証券詐欺を主張して差止めを求めること自体が、証券市場での会社の信用を失わせ、倒産を早めることになりかねない）。

むしろ、金融庁、証券取引等監視委員会、証券取引所、証券業協会に差止めの権限を与

える方が実効的か（公開会社法要綱案（第 11 案） 2.11 参照）。

・会社、取締役の民事責任（2010 年 5 月・石田教授報告参照）

会社は会社法 350 条・民法 709 条、役員・会計監査人は 429 条 2 項

・会社法のもとで、会社法上の募集事項の公示と金商法上の発行開示の重複を解消（201 V を新設）。

金商法上の発行開示がなされている場合は、募集事項の公示（201 III）が義務付けられない（ただし、後述するように、上場株式については第三者割当ての場合にも発行開示がなされるから、公募に限らず上場会社の新株発行ではほとんど常に 201 条 3 項の公示義務が免除されるものと思われる）。

（3）金商法の規制

公募による新株発行は、通例、金商法上の「有価証券の募集」に該当することから、金商法の発行開示規制に服する。有価証券届出書において、発行価格のほか、募集の方法（株主に割り当てられる株式数、株主以外の者に割り当てられる株式数、一般募集がなされる株式数を区別して記載）、手取金の使途が記載される（開示府令 8 条、第 2 号様式）。

発行開示規制の違反があった場合（無届け、目論見書不交付、虚偽記載）の効果 ⇒ 内閣総理大臣による訂正届出書の提出命令（91・101）、裁判所による緊急停止命令（192。内閣総理大臣または内閣総理大臣と財務大臣の申立てによる）、課徴金（172）、刑事責任（197 I ①、197 の 2②）、金商法上の特別の民事責任（18 I II、21 I III、21 の 2、22。発行登録書につき 23 の 12V）。

（4）取引所による規制

・公募による新株発行に関しては、目新しいルール、ルール変更等はなし。

・株主割当て方式（ライツ・イシュー）による新株発行を普及させるため、無償割当てされる新株予約権の上場を容易にするためのルール変更を実施（2009 年 12 月）。変更前は、上場可能な新株予約権は、新株予約権 1 個に対して 1 株の新株を発行するものに限られていたが、その制限を撤廃。たとえば、会社が株式数を 1.1 倍に増やすような新株発行を行う場合、新株予約権 10 個に対して 1 株を発行する新株予約権を、既存の株式に対して、1 対 1 の割合で無償割当てすれば、手元資金がないため新株予約権を行使しない株主は当該新株予約権を市場で売却することにより、その株式価値の水割りを防ぐことが可能となることから、このような展開が期待されている。 ← 新株予約権 1 個に対して 1 株を発行するような新株予約権を、株式 10 株に対して 1 個与えるような無償割当てをしても同じ効果が得られるはずだが、会社法は、新株予約権無償割当てについては、株主割当て増資や株式無償割当て（202 II 但・234 I ③）とは異なり、1 に満たない端数を処理するための規定を置いていないため、そのような無償割当てはできないと解されていた模様。

2. 第三者割当てによる新株発行

(1) 序説

支配権変動につながりうる大規模発行、有利発行、不公正発行

(2) 会社法の規制

・どの機関の権限とされるか

有利発行が株主総会特別決議を要することは法定。

支配権の維持・強化のための発行 …法律には明記されていないが、ニッポン放送事件控訴審判決によれば例外的ケースでは、取締役会にはかかる発行を行う権限がある。株主総会には一般的にそのような権限があると考えてよいか？（ブルドックソース事件最高裁決定はそう考えているように思える）

有利発行にも不公正発行にもあたらない限りは、支配権を変動させるような発行も取締役会限りで行うというのが現行ルール（理論上は4倍額増資〔希釈化率300%の新株発行〕も可能）。大規模な新株発行（たとえば、発行済み株式総数の20%以上）を行うのに株主総会決議を要求すべきとの立法論は以前からあり、平成13年4月の「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」でも特別決議を要するとの試案が提示されたが、経団連等の経済団体から強い反対に遭い（たとえば、経団連は、企業の資金調達、再建支援、事業再編の機動性を著しく損ない、経営の選択肢を狭めると批判した）、立法化には至らず。

・第三者割当てに関する事前の開示

募集事項の公告・通知（201Ⅲ。以下「募集事項の公示」） …株主に差止めの機会を与えることが目的。

改正前商法のもとでは、「募集ノ方法」も公示の対象とされ（改前商280ノ3ノ2）、第三者割当てであるかどうかは公示により明らかにされることが予定されていた。

会社法では、199条1項各号の募集事項のみを公示すればよいとされ（201Ⅲ）、募集の方法（一般的な公募か、縁故募集か、第三者割当てか）は募集事項とはされていないことから、募集の方法は公示されないこととなった（取締役会で決定することが求められるのは199条1項各号の募集事項であり、決定することを求められていない事項まで公示することを要求するのは不合理という理由と思われる。改正前商法のもとでは、募集の方法は取締役会の決定事項として列挙はされていなかったが、公示の対象とはされていたため、事実上、取締役会で決定されていたものと思われる）。会社法のもとでは、かりに取締役会において具体的な割当先が決定されている場合でも、その公示はされないということになる。

しかし、次に述べるように、平成4年証取法改正後は、金商法上の発行開示を通じて、株主は第三者割当てが行われることを知りうるようになっていたから、会社法の規定上募集方法の公示が求められていないこともさほど問題にはならなかったのかもしれない。

・発行後の処理

発行までに差止めることができず、発行されてしまえば、公示義務違反があるような場合を除いて、無効主張は難しい。

有利発行の場合には、取締役・通謀引受人の責任追及は可能。

(3) 金商法の規制

平成4年改正前証取法：

募集とは「不特定かつ多数の者に対し均一の条件で、新たに発行される有価証券の取得の申込を勧誘すること」とされ、「多数の者」とは50名程度とされていたことから、上場会社が50名未満の割当予定先に対して第三者割当てを行う場合は募集には該当せず、有価証券届出書の提出は不要。

平成4年改正後の証取法：

50人未満の者に対する取得勧誘であっても、適格機関投資家向け私募・特定投資家向け私募・少人数向け私募のいずれかに該当しない限りは募集に該当（金商2Ⅲ、同施行令1の5）。しかも上場株式については適格機関投資家向け私募・少人数私募のいずれにも該当しないとされた（同施行令1の4①、1の7①。上場株式は転々流通する可能性が高いことによる）ことから、取引先等に対して行う第三者割当ても金商法上の募集に該当し、届出が必要に。

平成4年改正後は、第三者割当ての場合にも有価証券届出書が提出されることになるのが通例。有価証券届出書の中で募集の方法が記載されることから、投資家や株主は、発行開示を通じて、第三者割当てによりどれだけの株式が発行されるかを知ることが可能。

平成21年12月改正後の開示府令

平成21年12月11日に公布、施行された「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）により、開示府令が改正され、第三者割当てにかかる開示の充実が図られることに。近年、十分な情報開示がなされないまま、実態が明らかでない海外のファンドに大量の株式を割り当てたものの最終的に発行会社に資金が入らなかつたり（大幅増資の計画があるかのように市場に知らせることにより、当該発行会社の将来性や信頼について誤った印象を生じさせかねない）、既存株主の議決権の極端な希釈をもたらすなど投資者保護の点で問題のある第三者割当てが一部で行われることがあり、そのような動きに歯止めをかけることが目的とされる（谷口ほか・4頁）。

新開示府令のもとでは、有価証券届出書（第2号様式）に、「第三者割当ての場合の特記事項」という項目が新設され、その項目のもと、1「割当予定先の状況」、2「株券等の譲渡制限」、3「発行条件に関する事項」、4「大規模な第三者割当てに関する事項」、5「第三者割当て後の大株主の状況」、6「大規模な第三者割当ての必要性」、7「株式併合等の予定の有無及び内容」、8「その他参考になる事項」という8つの項目に分けて相当詳細な開示がなされる。

1「割当予定先の状況」については、発行会社と割当予定先との関係（出資、人事、資金、技術または取引等において重要な関係がある場合はその内容を具体的に記載）、割

当予定先の選定理由、割り当てようとする株式の数、株券等の保有方針、払込に要する資金等の状況、割当予定先の実態などが記載される。

3「発行条件に関する事項」では、発行価格の算定根拠及び発行条件の合理性に関する考え方を具体的に記載すること、有利発行に該当するものと判断した場合には、その理由及び判断の過程並びに当該発行を有利発行により行う理由を具体的に記載すること、逆に当該発行が有利発行に該当しないものと判断した場合には、その理由及び判断の過程を具体的に記載すること、また、当該発行にかかる適法性に関して監査役が表明する意見又は当該判断の参考にした第三者による評価があればその内容を記載することが求められる。

4「大規模な第三者割当に関する事項」では、(a)希釈化率が25%以上の第三者割当（発行済株式の議決権の25%以上に相当する第三者割当て）が行われる場合および(b)当該第三者割当により支配株主（議決権割合が50%超の株主）となる者が生じる場合に、その旨および(a)(b)に該当すると判断した理由について記載することが求められる。

6「大規模な第三者割当の必要性」では、上記(a)(b)に該当する場合には、当該大規模第三者割当を行うこととした理由及び当該大規模第三者割当による既存の株主への影響についての取締役会の判断の内容について具体的に記載することが求められる。大規模第三者割当を行うこととした理由については、他の資金調達の方法との比較を踏まえるなどして記載することが想定されている模様（谷口ほか・7頁）。また、これに加えて、大規模第三者割当を行うこととした判断の過程についても具体的に記載することが求められており、そのような判断の過程には、独立第三者からの意見の聴取、株主総会における株主の意思の確認その他の取締役会の判断の妥当性を担保する措置を講じる場合はその旨及び内容が含まれる。

手取金の使途については、従来から有価証券届出書の記載事項とされていたが、今般の改正において、支出予定時期も記載事項に加えられた。

このほか、金商法では、内部者取引規制に関連して、払込金額の総額が1億円以上の募集株式の発行は、166条1項の重要事実にあたることとされ（166Ⅱ①イ・有価証券規制府令49①イ）、公表措置がとられない限り、会社関係者は当該有価証券の売買ができない。

なお、発行総額1億円以上の株式を募集によらずに発行する場合には、取締役会の発行決議があれば、臨時報告書で発行数・発行価格・発行価額の総額・取得者について開示することが求められる（開示府令19条2項2号・2号の2）。

（4）証券取引所による自主規制

（2009年9月森田章教授報告「株主権と取締役会の業務執行権」も参照）

・大規模第三者割当ての手續等に関して新ルールを導入（東京証券取引所上場制度整備懇談会「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」（2009年4月23日））、2009年

7月にルール変更を実施。

① 有価証券上場規程において、上場会社が発行済株式の議決権の25%に相当する第三者割当てを行う場合および当該割当てにより支配株主が異動する見込みがある場合は、当該割当ての必要性および相当性に関する意見を独立第三者から入手すること、または、株主総会決議など株主の意思を確認する手続をとることを企業行動規範の「遵守すべき事項」として規定（上場規程432条）。

② 第三者割当てにより、株式、新株予約権、新株予約権付社債などの発行を行う場合、議決権の希釈率が300%を超えるときは、株主および投資者の利益を侵害するおそれが少ないと認められる場合を除き、上場廃止（上場規程601 I ⑰、同施行規則601 X III ⑥）。

③ 第三者割当てにより支配株主が異動した場合、その後3年以内に支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損され、株主および投資家の利益を侵害するおそれ大きいと認められるときは、上場廃止（上場規程601 I ⑨の2）。

（大証にも同様のルールあり。大証「企業行動規範に関する規則」2条、同「株券上場廃止基準」2条⑨の2、⑰等）。

・事前の開示

金商法166条2項に掲げられている重要事実と同様の事実を東証有価証券上場規程において適時開示事項として規定。⇒発行価額の総額が1億円以上の募集株式の発行は、発行の方式を問わず適時開示事項となる（ただし、株主割当ての場合と買収防衛策の導入・発動には、1億円の軽微基準は適用されないため、常に開示対象となる）。また、募集株式の発行に関する決定事実については、①(1)決定した理由、(2)決定事実の概要、(3)決定事実に関する今後の見通しを開示することが求められることから、第三者割当てで発行する場合は、割当ての相手方や割当ての理由についても開示することが求められるものと思われる。

また、第三者割当てである場合には、とくに、②「割当てを受ける者の払込みに要する財産の存在について確認した内容」、③「(a)払込金額の算定根拠及びその具体的な内容、(b)払込金額が割当てを受ける者に特に有利でないことに係る適法性に関する監査役又は監査委員会の意見等（ただし、(b)は取引所が必要と判断した場合に限る）」、④「(上記の大規模第三者割当てのための手続（独立第三者からの意見書の入手または株主の意思確認）を行う場合は）その内容」を開示することも求められる。②～④は、2009年7月のルール改正で導入されたものであるが、②については、資金的裏付けを欠く第三者割当て実施の情報は市場を混乱させ、市場に対する信頼低下を招きうることから、これを抑止すること、③については、有利発行かどうかを判断するための資料を株主に供すべきであることが、その導入理由とされている。

大証にも同様のルールがある（大証「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則」2条1項(1)a、同「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則の取扱い」1(1)a、1の2(1)(2)ほか）。

IV 検討

1. 第三者割当てに関する事前開示

(1) 現状の評価

会社法は、非上場会社も含むあらゆる公開会社（会社法2条5号にいう公開会社）を対象としているということもあり、その目的を実現するための十分な規制にはなっていないのではないか。募集の方法や第三者割当ての場合の割当先・割当て理由を公示しなくてよい（基本的に、発行総額・払込金額・払込期日を開示すれば足りる）という点や、公示手段が官報でもよいとされ株主が見逃すおそれが大きいという点で、差止め機会確保のためのルールとしては貧弱。

金商法による第三者割当てにかかる事前開示は、平成21年改正前は、EDINETを通じた開示がなされるという点で周知機能は高かったものの、第三者割当ての内容についての情報は貧弱（誰に対しどのような理由で発行されるのかを有価証券届出書から知ることは困難）。⇒21年12月の開示府令改正により、発行開示において第三者割当てに関して提供される情報は格段に詳しくなった。第三者割当ての内容が詳しく開示されることから、株主による差止めも以前より容易になると思われる。

証券取引所の適時開示規制は、それによる適時開示が金商法166条1項にいう「公表」の措置にあたりうるということとは別に、証券取引所が上場会社に遵守を要求するルールそのものであるから、上場会社はTDNetによる適時開示を義務付けられる。開示内容も、内部者取引規制にかかる金商法166条に基づいてなされる「公表」の内容よりも詳しい（第三者割当ての理由および概要についても開示が求められる）。

金商法による発行開示規制や証券取引所による適時開示規制は、投資判断のための情報を投資家に適時に提供することをそもそもの目的としており、既存株主のための差止め機会確保という会社法の目的とは異なる。しかし、会社法201条5項が、金商法上の発行開示がなされている場合には募集事項の公示を不要としていることから明らかなように、発行開示や適時開示によって、新株発行にかかる取締役会決議の内容が迅速かつ広く知られることとなるから、結果的に差止め機会の確保につながりうる。こうして、現在では、金商法の発行開示と証券取引所の適時開示による第三者割当ての事前開示が、結果として、会社法の規制の貧弱さを補っていると考えられる。

公開会社法制を構想するにあたっては、これを正面から制度化すること（株主に差止め機会を与えるための情報提供はEDINETまたはTD-Netによって行うこととする）が考えられる（公開会社法要綱案（第11案）2.06②および2.10も同旨）。

(2) 問題点

(イ) 金商法ルール・取引所ルールの違反と会社法上の効果

金商法の発行開示規制や証券取引所の適時開示規制による情報提供は、会社法による募集事項の公示そのものではない。金商法や証券取引所上場規程による情報提供に瑕疵があれば、金商法違反や取引所上場規程違反となりうるが、それとは別に会社法上どのような効果をもつか。

たとえば、金商法に基づき有価証券届出書が提出される場合、会社法201条3項により公示が求められる募集事項に相当する事項については虚偽記載はなかったが、開示府令により開示が要求される事項（たとえば第三者割当ての割当先や割当ての理由）については

虚偽記載があった場合に、会社法上の公示義務違反とみることができるか。法形式上は、会社法により公示が義務付けられる事項について正しく記載されている以上公示義務違反はないともいえそうだが、有価証券届出書中の第三者割当てに関する記載が虚偽であったために、株主が差止めの機会を逸してしまったという場合には、差止めの機会が実質的に確保されていなかったとみて、公示義務違反と構成しうるのではないか。公示義務違反と構成できるならば、当該公示義務違反のほかに差止事由があった場合には、適法な公示を欠いたがゆえに差止めをする機会が確保されていなかったとして、新株発行無効事由になるとの解釈を導きうる（最判平成9年1月28日民集51巻1号71頁参照）。

取引所の適時開示規制に違反した場合 …上場規程に基づき、上場廃止のような厳罰を課すことも可能。しかし、第三者割当てにかかる開示が虚偽であった場合には、当該第三者割当ての効力を否定する形の救済を与えればそれで足りるのではないか。

(ロ) 第三者割当てに関する情報提供は、発行開示として行うべきか、適時開示として行うべきか

発行開示とは、有価証券の募集・売出しを行う前に、一定期間発行会社や有価証券の内容について情報を提供させ、当該期間が経過するまでは有価証券の取得勧誘を禁ずることにより投資家の熟慮期間を確保し、もって、投資家を保護しようとするもの。

しかし、平成4年改正後の証取法のもとでは、第三者割当て自体が「募集」と構成され、さらに今般の開示府令改正により、第三者割当ての割当先について詳細な情報を提供することが求められたことから、有価証券届出書の効力が生じるまでは取得勧誘をしてはならないはずの割当先と発行条件や発行後の動向について協議し、その結果を開示しなければならないという発行開示の制度目的とは矛盾した状態が生ずることとなった。

⇒ 金融庁は、このような批判がありうることを想定して、開示ガイドライン（「企業内容等の開示に関する留意事項について」）を改正。

ガイドライン 2-11（第三者割当てにおける事前調査）「開示府令第19条第2項第1号フに規定する第三者割当てを行う場合であって、割当予定先が限定され、当該割当予定先から当該第三者割当てに係る有価証券が直ちに転売されるおそれが少ない場合（例えば、資本提携を行う場合、親会社が子会社株式を引き受ける場合等）に該当するときは、割当予定先を選定し、又は当該割当予定先の概況を把握することを目的とした届出前の割当予定先に対する調査、当該第三者割当ての内容等に関する割当予定先との協議その他これに類する行為は有価証券の取得勧誘又は売付勧誘等には該当しないことに留意する。」

しかし、割当予定先と割当てについて現に協議しているにもかかわらず、それが取得勧誘にあたらぬというのは相当に無理のある法律構成ではないか。ガイドラインがいうように転売のおそれが少ない相手方との協議は取得勧誘にはあたらぬとみるのであれば、そもそも、そのような相手方に対する取得勧誘は募集にはあたらぬと構成し、発行開示の対象から外した上で、当該第三者割当てを適時開示の対象として情報提供させる方が規制枠組みとしては自然であるように思われる（江島・20頁以下）。第三者割当てと並行して公募が行われるような場合には、全体を募集として発行開示に服させる必要があるが、

資本提携目的・企業再建目的の第三者割当てのみ行われる場合については、取締役会決議後（または株主総会決議後）直ちに臨時報告書を提出させ、その中で第三者割当てに係る情報を提供させるという枠組みが検討されるべきであろう。

なお、第三者割当てにかかる情報提供が金商法上も適時開示として行われるようになれば、金商法による適時開示と取引所による適時開示が重複することになるから、公開会社法制の観点からは両者の調整も検討されてよからう。

2. 第三者割当ての手續

(1) 問題点

(イ) 大規模第三者割当ての手續

取締役会限りで4倍額増資を行うことができるというわが国会社法のルールは比較法的にも異例であり、証券取引所が大規模第三者割当てにかかる取締役会の権限に一定の歯止めをかけようとした点は評価できる。ただし、取引所の自主規制では、①ルール発動の要件が発行済株式総数の20%以上ではなく、25%以上とされていること、および②常に株主総会決議が必要とされるのではなく、独立第三者による当該割当ての必要性と相当性に関する意見の入手でもよいとされていることが、ニューヨーク証券取引所のルールとは異なる。

証券取引所の自主ルールが株主総会決議を一律に要求せず、独立第三者からの意見の入手でもよいとしたのは、従来のルールからの根本的変更を避けようとしたことおよび株主総会決議の法的意味・効果ははっきりしないこと（新株発行権限を株主総会に移すという定款規定がなければ、株主総会に決定権限はない）を考慮したからとも推測される。しかし、独立第三者からの意見の入手という手續は、その信頼性に問題がないとはいえない。

たとえば、会社が、第三者割当てが公正妥当であることの意見書を書いて欲しいと弁護士10人に依頼したところ、8人は公正さに疑問を抱き、意見書の執筆を断ったが、2名が執筆に応じたというようなケースでも、表に出てくるのは、2名の弁護士が公正妥当だと判断した意見書だけかもしれない。当該割当てが必要性と相当性を満たしているという意見書が提出されても、独立第三者の立場にある人が一般的にそのような理解をしているということには当然にはならない。

また、当該第三者割当ての必要性と相当性を、当該会社の事業に通暁しているとはいえない会社外の人間に判断させることの当否も問題となりうる。

わが国の裁判所は、支配権争奪のコンテクストでは、独立第三者委員会や社外取締役の判断にほとんど重きを置いていないように思われる（ニッポン放送事件、ニレコ事件ではそれらの判断にかかわらず、差止めを認めた。また、ブルドックソース事件では、敵対的買収者による買収が企業価値を毀損するかどうかの判断は株主総会がなすべきとした）ことからすると、少なくとも支配権争奪の状況下では、独立第三者から意見を入手することは法的にはあまり意味がないのではないか。

立法論としては、希釈化率25%以上の新株発行については、株主総会決議を要求し、さらに、希釈化率100%（倍額増資）以上の新株発行については発行会社を他の会社の子会社にするような新株発行であって会社の基礎的に変更に近いといえることから特別決議を要求すべきではないか。有利発行に関して200条3項が定めているように、1年間は募集事項の決定を取締役に委任できるようにしておけば（ただし、希釈化率100%以内の新株発行に限るなど委任に上限を設けたり、通算規定を置くことなどが必要となろう。委任しうる期間も、1年間で妥当かどうか（半年でよいのではないかと）につき再検討の余地あり）、25%以上の新株発行に株主総会決議を要求しても機動性を害することにはならないと思われる。

（ロ）有利発行該当性に関する情報提供、監査役の意見表明

開示府令および取引所上場規程において、払込金額の算定根拠について開示を要求 ⇒ 社内において、有利発行該当性について従来よりも慎重な判断がなされることが期待できそう。

開示府令および取引所上場規程において、有利発行にかかる適法性に関して、監査役の意見の表明が期待されているように思われる点について … そのような意見表明がいかなる効果を持つことになるかという観点もふまえながら（武井ほか・商事1886号24頁以下参照）、慎重に評価する必要がある。

・何について意見を表明するのか。

「当該発行にかかる適法性に関して監査役が表明する意見」（第2号様式・記載上の注意(23-5)）

「払込金額が割当てを受ける者に特に有利でないことに係る適法性に関する監査役又は監査委員会の意見」（東証有価証券上場規程施行規則402条の2Ⅱ(2)b。ただし、取引所が必要と判断する場合に限られる。(2)柱書き参照)

・「～の理由から有利発行には該当しないと判断した」という意見表明がなされたが、その後の裁判で、裁判所により有利発行である（or あった）と判断された場合に、意見表明した監査役は不実記載等による責任を負うか。

監査報告中の記載ではないため、429Ⅱの責任は負わないだろうが、429Ⅰは負う可能性あり？

虚偽記載のある有価証券届出書の提出会社の役員としての責任（金商21Ⅰ①）は？

〔参考資料〕

東京証券取引所上場規程等

東証有価証券上場規程 第2節 会社情報の適時開示等

(会社情報の開示)

第402条 上場会社は、次の各号のいずれかに該当する場合（施行規則で定める基準に該当するものその他の投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものと当取引所が認めるものを除く。）は、施行規則で定めるところにより、直ちにその内容を開示しなければならない。

(1) 上場会社の業務執行を決定する機関が、次のaからapまでに掲げる事項のいずれかを行うことについての決定をした場合（当該決定に係る事項を行わないことを決定した場合を含む。）

a 会社法第199条第1項に規定する株式会社の発行する株式若しくはその処分する自己株式を引き受ける者（協同組織金融機関が発行する優先出資を引き受ける者を含む。）の募集（処分する自己株式を引き受ける者の募集をする場合にあっては、これに相当する外国の法令の規定（上場外国会社である場合に限る。以下同じ。）によるものを含む。）若しくは同法第238条第1項に規定する募集新株予約権を引き受ける者の募集（処分する自己新株予約権を引き受ける者の募集を含む。）又は株式若しくは新株予約権の売出し

（1億円未満の発行については、株主割当て（優先出資者割当てを含む。）による場合及び買収防衛策の導入又は発動に伴う場合を除いて、開示事項にはならないことを有価証券上場規程施行規則で規定）

東証有価証券上場規程施行規則

第2節 会社情報の適時開示等

(会社情報の開示の取扱い)

第402条の2 規程第402条、規程第403条及び規程第407条の規定に基づき開示すべき内容は、原則として、次の各号に掲げる内容とする。

(1) 規程第402条第1号、規程第403条第1号及び規程第407条第2項に定める事項（以下この項において「決定事実」という。）を決定した理由又は規程第402条第2号、規程第403条第2号及び規程第407条に定める事実（以下この項において「発生事実」という。）が発生した経緯

(2) 決定事実又は発生事実の概要

(3) 決定事実又は発生事実に関する今後の見通し

(4) その他当取引所が投資判断上重要と認める事項

2 規程第402条第1号aに該当する場合で、第三者割当による募集株式等の割当てを行うときの開示は、次の各号に掲げる内容を含めるものとする。

(1) 割当てを受ける者の払込みに要する財産の存在について確認した内容

(2) 次のa及びbに掲げる事項（bに掲げる事項については、当取引所が必要と認める場合に限る。）

a 払込金額の算定根拠及びその具体的な内容

b 払込金額が割当てを受ける者に特に有利でないことに係る適法性に関する監査役又は監査委員会の意見等

(3) 規程第 432 条に定めるところにより同条各号に掲げるいずれかの手続を行う場合は、その内容(同条ただし書の規定の適用を受ける場合は、その理由)

(4) その他当取引所が投資判断上重要と認める事項

東証有価証券上場規程 第 4 節 企業行動規範

第 1 款 遵守すべき事項

(第三者割当に係る遵守事項) (2009 年 8 月 24 日改正により新設)

第 432 条 上場会社は、第三者割当による募集株式等の割当てを行う場合(施行規則で定める議決権の比率が 25%以上となる場合に限る。)又は当該割当て及び当該割当てに係る募集株式等の転換又は行使により支配株主が異動する見込みがある場合は、次の各号に掲げる手続のいずれかを行うものとする。ただし、当該割当ての緊急性が極めて高いものとして施行規則で定める場合はこの限りでない。

(1) 経営者から一定程度独立した者による当該割当ての必要性及び相当性に関する意見の入手

(2) 当該割当てに係る株主総会決議などによる株主の意思確認

東証有価証券上場規程施行規則

(第三者割当に係る遵守事項の取扱い)

第 435 条の 2

3 規程第 432 条に規定する当該割当ての緊急性が極めて高いものとして施行規則で定める場合とは、資金繰りが急速に悪化していることなどにより同条各号に掲げる手続のいずれも行うことが困難であると当取引所が認めた場合をいう。