

# 新株発行の割当規制における上場規則の役割

二 上 季 代 司

はじめに

2006年3月、東京証券取引所が20%超の第三者割当増資について株主総会の事前承認を求める規制を提案したが、これに対して経団連など上場企業側は、会社法が認めていることを東証が規制するのは越権行為である等の理由で猛反発し、この規制案は撤回された。ところが2年後の今年1月、再び同様の規制案を東証は再提案した<sup>1)</sup>。

第三者割当増資は、発行価格によっては既存株主の経済的利益を希薄化(Dilution)する恐れや、その主要目的が資金調達ではなく企業支配権の維持(あるいは移動)など不公正発行(Abuse)につながる恐れがあることも指摘されている。第三者割当増資の規制強化論が台頭している背景としては、こうした恐れのある第三者割当増資の規模が、近年、急速に膨らんでいる<sup>2)</sup>ことに加え、第三者割当増資に対する規制内容がもともとかなり緩やかであること、があげられる。

わが国では、授權資本の未発行株式については、新株の発行ならびに割当先に関する決定権限は取締役にある。既存株主が自らの利益保護のために講じ得る手段としては、発行価格が「特に有利な場合」(有利発行)において株主総会の特別決議(3分の2以上)を要すること、といった程度のものしかない。そこで東証は、20%超の大規模な第三者割当増資について既存株主の事前承認を要することとする規則を、例えば上場規則に盛り込もうとしたのであろう。

---

1) 『読売新聞』2008年1月7日付け。

2) 昨年度の第三者割当増資は1兆72百億円(前年度比2.3倍)、公募増資の5.5倍に相当する。

しかしながら、今回もまた、東証は自らの主張を実質的に撤回した。

すなわち、大規模な第三者割当増資について上場企業が取るべき望ましい行動指針を、東証の定める『企業行動規範』に盛り込むことに落ちついたのである。東証の『企業行動規範』は、上場規則と違って拘束力があるわけではない。これに違反したからといって上場廃止になることはない<sup>3)</sup>。したがって、経団連が従来から主張してきたように会社法マターに証券取引所規則が介入する、あるいはこれを代替するようなことがあったわけではない。

しかしながら、現行の会社法は閉鎖会社をも含む包括的な法律である以上、資本市場の発展に適合的とは言えない条文を含んでいることはつとに指摘されているところである<sup>4)</sup>。価格発見の場であり資本市場の中核的機能を担う証券取引所の規則が、「公開会社法」の代替的役割を果たし得ることは十分考えられる。諸外国でも会社法のほか、証券取引所などの自主規制機関規則ならびに民間団体のガイドライン等が実質的に「公開会社法」的役割を果たしていることはいくらかでも見られるのである。

実際、欧米における新株発行の割当規制は会社法のみならず証券取引所規則および民間団体のガイドラインなどがきわめて重要な役割を果たしている。このように考えると、第三者割当増資の規制に関する東証の提案は、証券取引所（および証券業協会）など自主規制機関の規則が公開会社法を補完する役割を果たすことについての絶好の問題提起であったように思われる。およそ以上が、本稿で欧米における新株発行の割当規制について、会社法レベルのみならず、証券取引所規則、民間団体によるガイドラインを紹介する理由である。

## 2、会社法の取扱い (Opt-out と Opt-in)

新株発行の割当に関する規制についてイギリス（およびヨーロッパ諸国）とアメリカでは、会社法における規制の方向はかなり対照的であるが、規制の実

---

3) 『日本経済新聞』2008年5月28日付け。なお、東証の「企業行動規範」とは投資家保護の観点から上場企業に適切な行動を求める事項をまとめた規則集である。

4) 例えば、現行会社法は「公開会社」を株式譲渡制限規定のない会社と定義し、あるいは募集概念を勧誘対象が1名でもよいという募集設立の募集概念としている。

効性と言う観点から、英米両国ともに、会社法や上場規則のほか、法律ではないが機関投資家のガイドラインや株主による集団訴訟等のような民間レベルの対抗措置も非常に大きな意味を持っており、これら三層の規制措置が合わさってはじめて有効に機能しているように思われる。わが国が参考にすべきはむしろこの点である。まず、会社法における扱いから見よう。

新株発行に際して、既存株主が第三者に先んじて（あるいは第三者よりも有利な条件で）その持分割合に応じて新株を引き受ける権限を「Pre-emption Right」（株主の新株引受権）という。この権限のもとでの新株発行は「株主割当増資」となるが、これによって既存株主は新株発行による株主価値の希薄化と企業支配権の移動を防ぐことが出来る。他方、株主割当増資は新株発行による資金調達源泉を狭い範囲（既存株主）に限定することに加え、株主への割当通知から新株発行まで、時間（したがって株価変動リスク）と経費がかかること等、資金調達の機動性に欠ける、というデメリットが指摘されてきた。

これとは逆に、株主の新株引受権を排除して、例えば公募増資あるいは第三者割当増資、私募など経営者の裁量を発揮出来る方法で発行すれば、資金調達源泉を拡大出来、あるいは資金調達の機動性を高めることが出来るが、1株あたり利益の低下や持分比率の低下など既存株主の利益を侵害する恐れが生じる。そこで、既存株主の利益保護と資金調達に関する経営者の裁量維持の相反する要求をどうバランスさせるかが問題となるが、そのバランスのあり様は株主の新株引受権を排除する際にどのような制約条件をつけるか、にかかってくることになる。抑止力としての集団訴訟の容易さなどもこれに関係してくるだろう。

ところで、会社法における株主新株引受権の取扱いはアメリカとヨーロッパ諸国では大きく異なっている。

マイナズ[2004]は、株主新株引受権 Pre-emption の取扱いによって、各国の会社法を、大きく Opt-out と Opt-in の 2 つに分類している。イギリスをはじめとするヨーロッパ各国は、1976年に採択された EU 会社法第二次指令により、株主新株引受権を会社法に明記することとしている。例えば、イギリスの

会社法には、「既存株主に持分割合に応じて株式を第三者と同等か、それよりも有利な条件で割り当てる」のでなければ株式をその第三者に割当てはならないとされる(2006年会社法561条<sup>5)</sup>)。したがって、公募増資や第三者割当増資を行う場合には、定款の定めによるか、あるいは株主総会で決議するなど特別の措置を講じて、あらかじめ株主新株引受権を排除しておく必要がある。こうした取扱いを Opt-out と呼ぶ。

その逆に、アメリカの多くの州会社法では、株主新株引受権は会社法に明定されていない。そこで既存株主の利益保護を優先するために株主に新株引受権を確保しようと思えば、あらかじめ、会社定款にその旨の明記をしておく必要がある。こうした取扱いを Opt-in と呼ぶ。マイナース[2004]によれば、アメリカにある48の州法のうち、33州は Opt-in であり、そのなかにはデラウェア、イリノイ、ニューヨーク、ニュージャージーなど、代表的なアメリカの上場企業のほとんどが登記上の本社を置いている州が含まれる<sup>6)</sup>。したがってアメリカは株主新株引受権の取扱いについて Opt-in であるとみなして差し支えないであろう。

わが国の会社法は、株主新株引受権について明定がなく、授權資本の枠内であれば新株発行とその割当の権限は取締役にあるので、アメリカの大多数の州会社法と同様、Opt-in に分類されることとなろう。

### 3、イギリス会社法における株主新株引受権排除の条件

Opt-out の会社法を持つ国では、株主新株引受権を排除するためには、会社法に特に排除のための条件を設ける必要があるが、イギリスでは、具体的にどのような条件なら株主新株引受権は排除(Disapplication)出来るのであろうか。

まず取締役は、定款の定めまたは株主総会決議によって、新株発行とその割

---

5) 株式転換権や新株予約権への割当ならびに金庫株の売却においても、同様に株主に優先権を与えている(560条)。もっとも既存株主には金庫株(自社株)を保有する発行会社自身は当然ながら含まれない。なお、イギリスでは2006年に1985年会社法の大改正がなされており、本文では2006年法の条項を引用する。

6) 他方、Opt-out の州としてはオハイオ、テキサス、ネバダなどである。

当の授権を承認される（Authorization）必要があり（551条）、その授権には割当株数の上限と効力発生期限を明記されていなければならない（5年を越えない）。なお、株主総会特別決議（75%以上）により、この権限を延長することは出来る（ただし5年を越えない）。この授権がある場合において、定款の定めまたは総会特別決議により、株主の新株引受権を排除し、あるいは修正することが出来る（570条、571条）。

もっとも、ボーナス株の割当<sup>7)</sup>（564条）、現金以外の対価で行われる株式の割当（565条）、従業員持株計画への割当（566条）については、株主新株引受権の適用除外となっており、このために定款の定めや総会の承認決議を得ておくことは不要である。

ここで、イギリスの株式発行方法について一瞥しておこう。イギリスの株式発行方法<sup>8)</sup>は、「Right Issue」（株主割当発行）、「Open Offer」（株主優先募集発行）、「Placing」（第三者割当発行）、「Public Offer または Offer for Subscription」（公募）に分かれる。このうち の Placing は現金対価の Cash Placing と現金以外の対価（例えば株式対価）で払い込まれる Vender Placing（Vender Consideration Placing と呼ぶ）に分かれる。

Right Issue は株主に新株引受権を与えて発行されるもので、株主は払込に応じたくなければその新株引受権を売却することが出来る。新株引受権は株式募集価格を行使価格、申込期日<sup>9)</sup>を満期日とするコールオプションとみなすことが出来、売却代金は株主がこの割当に応じない場合に生じる利益の希薄化を補償するものとなる。

Open Offer は、Right Issue と同様、株主に新株引受権があるのだが、その新株引受権は「Clawback」と呼ばれ、譲渡出来ない。このため、払込に応じなければ失権する。したがって、割当に応じない場合の株主利益の希薄化を補償するものがない。

7) 優先株や社債の販売促進のため発行される特別配分株を言う。

8) 以下は、マイナース [2004], 34~43ページによる。

9) Right Issue の場合、割当通知から払込受諾期日まで21日間である。

Right Issue と Open Offer は、ともに株主に新株引受権があるので発行に際して Disapplication の手続きは不要であるが、Cash Placing や Public Offer は新株の引受を株主以外の第三者あるいは公募に委ねるので「定款の定め」か「総会特別決議」による Disapplication の手続きが必要となる。

なお、Vendor Placing は通常、株式交換による企業買収に用いられる方法であって、買収側企業が発行する株式は、被買収企業株の売却側(vendor)に割り当てられる。これは現金対価の株式発行ではないので、株主新株引受権がもともと適用されない(565条)ため、Disapplication の手続きは不要である。このほか、「Cashbox structure」がある。これは第三者(通常はマーチャントバンクや投資銀行)が現金のみを資産とする特別目的会社(通称「Cashbox Company」と呼ぶ)を設立し、これを株式交換によって買収するもので、買収後、会社を解散させて資金を取りこむ方法である。実質的には現金対価の第三者割当(Cash placing)であるが、形式的には Vendor Placing の一種なのでこれも Disapplication の手続きは不要である。

以上は、会社法に基づく規定であるが、これを補完する形で、上場規則、民間レベルのガイドラインなどがある。次に、イギリスにおける上場規則ならびに機関投資家によるガイドラインを見よう。

#### 4、イギリスの上場規則(FSA上場規則)<sup>10)</sup>

イギリスの上場規則(Listing Rule、以下L.R.と略)は、会社法と同様に、原則、株主に新株引受権があることを明記している(L.R.9.3.11)。また、株主新株引受権が適用されないケースとして、会社法に基づき新株引受権排除(Disapplication)の授権を得ている場合や(a)端株発行(b)海外の法・規制上の理由で必要または適当と認められた場合の株式発行、従業員持株計画への金庫株売却、海外の会社が新規上場に際しておこなう株式発行、をあげている(L.R.9.3.12)。

10) 2000年5月以降、上場規則の制定、上場の許可・廃止の権限は、ロンドン証券取引所から金融サービス機構(FSA)に移管されている。

前述の株式発行方法のうち、Right Issue を除く Open Offer, Placing, Vendor Consideration Placing, Offer for Subscription の場合は、発行価格のディスカウント幅<sup>11)</sup>を10%に制限している(L.R.9.5.10(1))。これは、ディスカウント発行による既存株主の利益希薄化を防ぐためと解される。なお、10%をこえてディスカウントを設定したい場合には、株主総会の特別決議を得ておくか、あるいは株主新株引受権排除の事前承認を得ておく必要がある(L.R.9.5.10(3))。

なお、上場規則は、上場会社による大規模取引について一定の条件を上回るものについて総会決議を要求しているが、資産取得の対価としての株式発行もこれに含まれる場合がある。すなわち、大規模取引の基準として資産比率、利益比率、売上高比率、価格比率、総資本比率<sup>12)</sup>の5つの比率が用いられ、このうち すべての比率が5%未満をクラス3、ある比率が5%以上だがすべての比率が25%未満をクラス2、ある比率が25%以上の取引をクラス1、上場会社による事業・非上場会社・資産買収のうち、ある比率が100%を越える場合あるいはその事業、取締役会、企業支配権に根本的な変更をもたらす場合を「逆企業買収(逆TOB)」と分類し(L.R.10.2.2)、クラス1および逆TOBは株主総会の承認決議を義務付けている(L.R.10.5.1, 10.6.1.)。すなわち、現金対価以外の株式発行の場合、上記のクラス1、逆TOBに該当する場合には、総会決議を義務付けられるわけである。

## 5、民間団体によるガイドライン

上記の会社法、上場規則に加えて、イギリスでは株主新株引受権の取扱いに関する民間団体のガイドラインがある。このガイドラインは法的拘束力を持つものではなく、発行会社と株主が、株主新株引受権の取扱いを議論する際のベースを提供するもの、とされているが、実際にはきわめて大きな影響力を持って

11) イギリスはマーケットメイカー制であるため、ディスカウントはビッド・オファアの仲値(middle)を基準価格とする(L.R.9.5.10(2))。

12) 資産比率(取引対象総資産/上場会社総資産)、利益比率(取引対象資産に帰属する利益/上場会社利益)、売上高比率(取引対象資産に帰属する売上高/上場会社売上高)、価格比率(取引対価/上場会社時価総額)、総資本比率(被買収側総資本/上場会社総資本)である(L.R.10 Annex 1 Gのクラステスト)

いる。民間団体「Pre-Emption Group」による「Disapplying Pre-emption Rights, A Statement of Principles」がそれである<sup>13)</sup>。

このプリンシパルは、主としてロンドン証券取引所の公式上場企業による現金対価の株式発行において、経営者から「株主以外に割り当てる株式発行」(issuing non pre-emptively)が提案された際に、その提案を、「Routine Requests」と「Non Routine Requests」に分けて、提案への対応の原理・原則(Principles)を設けている。まず、Non pre-emptively 発行が、年間、普通株式発行額の5%未満、3カ年でも7.5%未満であり、ディスカウント幅が5%未満の場合は、「Routine Requests」であり、ほとんど問題とならないので、株主と経営者との対話も不要であり、投資家は基本的に賛成してもよいケースとされる。こうして、Routine Requests の場合は、定時株主総会でよほどのことがない限り賛成の決議が得られることとなる。

他方、発行株数がこれを越えるか、ディスカウント幅がこれを上回る提案は、「Non Routine Requests」に分類され、株主に次の ~ の情報を伝え、理解を得る必要があるとされる。

Non Routine Requests の場合の開示内容

The strength of the business case	資金調達目的、これにより得られるベネフィット、このファイナンスが当該企業のライフサイクルやニーズにいかにか合致しているか

13) [http://www.pre-emptiongroup.org.uk/documents/pdf/Disapplying Pre-Emption Rights Statement of Principles.pdf](http://www.pre-emptiongroup.org.uk/documents/pdf/Disapplying%20Pre-Emption%20Rights%20Statement%20of%20Principles.pdf)。「Pre-Emption Group」は機関投資家、上場会社、銀行、ロンドン証券取引所、マーチャントバンクなどからなる組織で、1987年に「Pre-emption Guideline」を公表している。その後、このガイドラインに対して産業界とりわけバイオ・テクノロジー関係の企業から資金調達の障害となっているとの批判が寄せられた。そこで、貿易産業省から諮問を受ける形で Paul Myners 氏がガイドラインを詳細に検討し (Myners [2004年])、これに対する各界からのコメントを整理した最終報告書を公表している (Myners [2005年])。これをうけ、「Pre-Emption Group」は新しいメンバーで発足し、「Pre-emption Guideline」は2006年5月、現在の「A Statement of Principles」に置き換わった。前のガイドラインと比べて、Disapplication が認められるべき条件、その時に考慮すべきファクターを明確にした、とされる。



The size and stage of development of the company and sector within which it operates	小企業で潜在成長力が高い場合には賛成出来るだろう
The stewardship and governance of the company	ガバナンスが優れている場合には賛成出来るだろう。たとえば株主価値を創造し、明瞭な経営企画、よきコミュニケーションがあった場合
Financing Option	多くの選択肢の中でなぜ、non pre-emptive が好ましいのか説明すること。
The level of dilution of value and control for existing shareholder	株主利益および企業支配権の希薄化の程度を説明すること
The Proposed process following approval	賛成決議が得られたあとの手続き（たとえば、実際に発行の発表が行われるまでの株主との対話のやり方）
Contingency plan	賛成が得られなかった場合の代替プラン

Non Routine Requests の場合は、上記の情報提供とそれに基づく対話によって正当性を証明出来れば定時株主総会で賛成の決議が得られるが、さもなければ特別に召集された臨時株主総会が必要になるとされる。

以上、イギリスにおける株主新株引受権の排除については、会社法、上場規則、民間団体によるガイドライン、の3つのレベルで規制措置があり、それを纏めてみると、次のようになる。

株式発行方法	「会社法」 Disapplication のための「定款の定め」または「総会特別決議」	「上場規則」 量的規制 ディスカウント幅の規制	「Principles」 量的規制 ディスカウント幅の規制
Right Issue	×（不要）	なし なし	なし なし
Open Offer	×（不要）	なし 10%以下	なし なし
Cash Placing	○（必要）	なし 10%以下	年間5%、3年間で 7.5%まで 5%以下
Vendor placing	×（不要）	なし	以前のガイドライン

		10%以下	では10%まで 5%以下
Public offering	○(必要)	なし 10%以下	年間5%, 3年間で 7.5%まで 5%以下

注1) Vendor Placing は、前の「ガイドライン」では量およびディスカウント幅の制限があったが、新しい principles は「現金対価」の Non pre-emptively 発行だけを対象としている。2) このほか、上場規則では現金対価以外の株式発行であってもクラステストによりクラス1、逆 TOB に該当する場合には総会決議を必要とする。

(出所) Myners [2004] pp12~13, に加筆修正を加えた。

## 6, アメリカにおける上場規則 (NYSE, NASDAQ の上場規則)

先述のように、アメリカでは多くの州会社法で株主新株引受権について Opt-in の扱いがなされており、基本的に株主には新株引受権が与えられていない場合が多い。しかしながら、連邦レベルの会社法のないアメリカでは、しばしば証券取引所上場規則が、その代替的役割を担っている場合が多く、NYSE 上場規則および NASDAQ 上場規則において、第三者割当増資や公募によって株主利益および支配権の希薄化が生じることに對し、次のような歯止めをかけている。

NYSE では、議決権の20%以上あるいは普通株の20%以上に相当する普通株発行 (株式転換権、新株予約権の発行も含む) について、発行価格 (転換価格、行使価格) が簿価または時価いずれか高いほうの金額を下回る場合には、株主総会の事前承認決議を義務付けている。また、企業支配権の変更をもたらすような発行にも株主総会の事前承認決議を義務付けている (NYSE 上場規則 312.03(c) および (d))。

同様に NASDAQ でも、企業支配権の変更をもたらすような発行、議決権の20%以上あるいは普通株の20%以上に相当する普通株発行および役員・株主による売出行 (株式転換権、新株予約権の発行も含む) のうちで、簿価または時価いずれか高いほうの金額を下回る発行は株主総会の事前承認決議を義務付けている (NASDAQ 上場規則 4350(i)(1)(B) および (D))

マイナーズ [ 2005 ] は、このような取引所上場規則に加えて、アメリカでは信任義務 (Fiduciary Duty) に関する慣習法 (Common Law) が発達しており、株主利益を侵害するような株式発行は「信任義務」違反と主張することがごく普通のことになっている、と指摘する。すなわちアメリカでは、株式の不正発行は、株主新株引受権によって防衛する必要がないほど、「信任義務」の思想が浸透しており、もし、こうした不正取引があるとみなされれば、「信任義務違反」として集団訴訟 (クラスアクション) の対象とされる (同, 15ページ)。集団訴訟は個人投資家にとってほとんどコストがかからない。株式の不正発行にかかる訴訟は相対的に少ないが、それでも皆無ではないとされる。

この点につきマイナーズは次のように言う。アメリカでも株主の新株引受権は、遅くとも1807年には慣習法上、当然と認められており、1922年には最高裁判例においても確認されており、イギリスと同様であったにもかかわらず、1930年代以降、新株引受権を排除する権限を認める制定法が出現し始め、1967年にデラウェア州が州会社法に株主新株引受権の Opt-in 規定 (既述) を導入して以来、それが各州に拡大していった、とされる。その理由として、マイナーズは3つ挙げる。

第一に、普通株以外の種類株の発行が拡大し、資本構造が複雑化して、どの種類の株式に新株引受権を付与して、どれに付与すべきではないのか、見分けることが容易ではなくなったこと。

第二に、経営者にとって株主新株引受権をそのままにしておくことは、面倒であり、企業目的の追求にとっても障害だからである。開示要件や株主通知から発行までの時間などコストと不確実性が高いからである。

第三に、信任義務 (Fiduciary Duty) に関する慣習法 (Common Law) が発達するにつれ、株式の不正発行に対する少数株主の恐れが減退したからであるとされる。マイナーズは、最後の「信任義務」の浸透を最大の理由に挙げる (マイナーズ [ 2005 ], pp13~15)。

## 7, 主要ヨーロッパ諸国の Non Pre-emptive Issue の条件

なお、イギリスと同様に Opt-out の会社法をもつ他のヨーロッパ諸国において、株主新株引受権を排除し株主以外に割り当てる株式発行 (Non Pre-emptive Issue) を可能にするための条件を簡単にまとめたものが次表である。

主要ヨーロッパ諸国における Non Pre-emptive Issue の条件

フランス	発行価格規制 (2004年6月まで「募集価格は、直近20取引日のうち連続する10取引日の平均価格を下回ってはならない」通称10/20ルールという) 新たな規制案 (ディスカウント幅が過去3取引日の加重平均価格の5%以内にとどまる場合は発行済み株式の10%までの発行を可能とする。ただし3取引日間は個人も応募出来るようにしておくこと)
ドイツ	定時株主総会で 株主新株引受権排除の権限が授權されていることを前提に、監査役会の承認が得られた場合に、発行済み株式資本の10%以下、ディスカウント幅5%未満の条件で発行出来る。 ただし、発行は年に1回まで、それ以上の発行は、臨時株主総会であらためて授權の承認決議が必要
イタリー	株主総会の承認決議を条件として、現物対価の発行の場合および 会社の利益に沿う場合に可能 定款の定めにより、発行価格が時価と同等かつ 法定監査報告書で確認されていることを条件として、発行済み株式数の10%以下であれば可能 株主総会で従業員向けに新株の1/4まで株主新株引受権排除 以上を超える分については株主総会の普通決議が必要
オランダ	Non Pre-emptive Issue の権限の授權は5年を超えない。ただし、監査役会の承認の下で延長が可能 (延長はごく普通に行われている) 通常、授權の枠は発行済み株式数の10~15% 額面を割り込む発行は禁止。それを除けば総会決議で上限を設けない限り ディスカウント幅に制限なし 海外株主については外国証券法の適用を避けるため新株引受権を排除
スペイン	定時株主総会で承認を受けること 定時株主総会で取締役から、発行ならびに発行価格について正当な理由があることを説明すること

(注) このほか、ヨーロッパ同様の Opt-out の会社法を持つ オーストラリアでは、会社法により毎年、発行済み株式数の15%まで、カナダでは証券取引所上場規則により6ヶ月ごとに25%まで Non Pre-emptive Issue が可能。

(出所) マイナズ [2004] 16ページ, 48~51ページ

## 8 , おわりに

以上のように、英米における新株発行の割当規制は、会社法における規制の方向はかなり対照的であるが、規制の実効性と言う観点から、英米両国ともに、会社法や 上場規則のほか、法律ではないが機関投資家のガイドラインや株主による集団訴訟等のような民間レベルの対抗措置も非常に大きな意味を持っており、これら三層の規制措置が合わさってはじめて有効に機能しているように思われる。わが国が参考にすべきはこの点である。

このように考えると、第三者割当増資の規制における証券取引所の役割は、わが国の場合、次のように考えられよう。

第一に、新株引受権についての株主利益保護策は、会社法レベルではヨーロッパ諸国が最も厳しい。会社法に株主の新株引受権が明記されてあるからである。その排除は株主の承認を必要としている（定款または株主総会決議）。ところがわが国の会社法はそうっていない。アメリカの多くの州会社法と同様に、株主の新株引受権が明記されていないからである。だとすれば、証券取引所上場規則あるいは機関投資家を中心とした民間団体のガイドライン等によって補足される必要がある。その際に参考にされるのはアメリカの上場規則であろう。会社法における新株引受権の取扱いが似通っているからである。NYSE や NASDAQ の上場規則は、一定規模以上に付いて、株主価値の希薄化や会社支配の移動を伴う株式発行は株主の承認を求めている。

しかし第二に、そのアメリカにおいても、集団訴訟による牽制効果が無視出来ないほど大きな影響力を持っている。むしろ、そうした牽制効果が充分働いているからこそ会社法における保護規定が不要となったという解釈さえみられるほどである。他方、会社法（さらには上場規則）における保護規定がすでに明記されているイギリスにおいても、実際の運用では、民間団体「Pre-emption Group」によるガイドラインが重要な働きをしている。わが国は会社法の取扱いはアメリカと似ているが、信任義務の思想がそれほど浸透していない。この点ではイギリスの民間団体のガイドラインが参考になるであろう。すなわち、

証券取引所が呼びかけて年金基金連合会など有力な機関投資家を糾合し、日本版「Pre-emption Group」のガイドラインを作成してみるのも一案である。

第三に、株主に新株引受権を与えないで行われる株式発行は第三者割当だけではなく公募増資も含まれる。今回、問題視されているのは第三者割当増資である。その理由は、第三者割当増資において、経営者は恣意的に新株の割当先を決めることが出来、それだけ株式の不正発行の恐れが高いからであろう。そうであれば、上場規則の強化によって第三者割当増資のみならず、公募増資によるファイナンスに障害が生じることは避けなければならない。

冒頭で見たように、閉鎖会社をも包含するわが国の現行会社法は、資本市場に適合的とは言えない規定を含んでおり、市場型金融システムへの移行を進めるにあたって、これを放置することは問題である。こうした観点から、本格的な資本市場を踏まえた公開会社法の提案すら行われているし<sup>14)</sup>、すでにそうした胎動がわが国にも見られるように思われる。すなわち、わが国においても、旧証券取引法を全面改正した金融商品取引法は、従来の開示規制に加えて内部統制義務や委任状規制をも含んでおり、公開会社のガバナンスにまで踏み込んだ規定を盛り込むようになっているのである。

そう考えると、公開会社法の役割を連邦証券法と証券取引所規則によって代替させるアメリカ的手法の導入は、今後、わが国においても十分、考慮に値するのではなからうか。

#### [ 参考文献 ]

- 1, 上村達男『会社法改革 公開株式会社法の構想』岩波書店, 2002年8月。
- 2, Paul Myners, The Impact of Shareholders' Pre-emption Rights on a Public Company's Ability to raise New Capital; An invitation to Comment from Paul Myners, 3<sup>rd</sup> Nov. 2004
- 3, Paul Myners, Pre-emption Rights; Final Report, Feb. 2005.

---

14) 上村達男 [2002年], 日本取締役会・金融資本市場委員会『「公開会社法要綱案」の概要について』2007年10月17日