

Title	第三者割当の募集株式の発行等における払込金額
Sub Title	
Author	杉田, 貴洋(Sugita, Takahiro)
Publisher	慶應義塾大学法学部
Publication year	2008
Jtitle	慶應の法律学 商事法 : 慶應義塾創立一五〇年記念法学部論文集 (2008.) ,p.143- 166
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	
Genre	Book
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=BA88453885-00000005-0143

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

第三者割当の募集株式の
発行等における払込金額

杉
田
貴
洋

- 一 問題意識の提示
- 二 払込金額の公正性
- 三 特殊な状況下における第三者割当の払込金額
- 四 結語

一 問題意識の提示

一般に、募集株式の発行等の払込金額について、市場価格の存在する会社では、原則として払込金額決定時の市場価格（時価）を基準として決定すべきであるということに、現在、ほぼ争いはない。⁽¹⁾

議論があるのは、第三者割当の方法で募集株式の発行等が行われる場合の払込金額についてである。⁽²⁾ 具体的には、次の二つの場面が問題となる。一つは、異常・一時的に市場価格が高騰した状況下における第三者割当、今一つは、救済的資本提携を目的とする第三者割当の実施が発表されて市場価格が上昇した状況下における第三者割当についてである。いずれについても、高騰後・上昇後の市場価格を基準とすべきか、高騰前・上昇前の市場価格を基準とすることができるかをめぐって対立がある。前者の問題（異常・一時的の高騰の場合）で、高騰前の市場価格を基準とすることを認める考え方は、主として、市場価格が当該企業の客観的価値を反映しているか否かという点を根拠としている。こうした考え方によれば、会社法が求める払込金額の公正性は、株式（ないし企業）の客観的価値に合わせることでありと理解することになる。また、後者の問題（救済的資本提携による上昇の場合）で、上昇前の市場価格を基準とすることを認める考え方は、主として、シナジীর配分という観点から、これを説明する。すなわち、こうした局面で市場価格が上昇するのは資本提携によるシナジীর配分が株価に反映したものであり、第三者割当を実施しようとする会社側から見れば提携相手である引受人の「貢献」により株価が上がったものであり、上昇前の市場価格を基に払込金額を決め、その結果事後に引受人に利得が生じても不公正ではないとする。

しかしながら、株主割当以外の方法による募集株式の発行等で払込金額が問題となるのは、これが適正に定められないと新旧株主間で富の移転を生じてしまうためであると考えられる。⁽³⁾ 払込金額が市場価格より低い水準に

決定されて募集株式の発行等が実施されると、株式価値が希釈化されて市場価格が下落し、結果として既存株主に経済的な損失が発生する一方、新規株主は経済的な利得を得ることとなる。すなわち、既存株主から新規株主へ富の移転が生ずることになる。会社法は、こうした新旧株主間での富の移転を回避する趣旨で、公正な払込金額による募集株式の発行等の実施を求めていると考えられる。同様に、有利発行の場合に、株主総会決議を要するのは、有利発行により富の移転を生ずることが予想される場合に、これによって経済的に不利になる既存株主に、事前に承諾を求めることを要する趣旨であると考えられる。つまり、会社法は、ここでは、払込金額をめぐる新旧株主間の経済的側面での利益調整をしているものであつて、払込金額が株式の客観的価値と合致すべきといったことを目的とするものではないと考えられる。

ところで、第三者割当の方法による募集株式の発行等における払込金額の決定について、裁判実務においては、日本証券業協会が定める「第三者割当増資等の取扱いに関する指針」⁽⁴⁾⁽⁵⁾に沿って行われているかが問われることがある。⁽⁶⁾⁽⁷⁾同指針に準拠していれば差止(会社法二一〇条一号)の対象としないとの基準が裁判実務で確立したようであると言われることもある。⁽⁸⁾しかし、学説には同指針に拠って払込金額の公正性を判定する傾向に否定的な見方が多いようである。⁽⁹⁾そこで、本稿では、第三者割当の場合の払込金額の公正性について検討し、併せて同指針を紹介するとともに、同指針に沿って決定された払込金額が会社法の趣旨に適うものと言えるか否かについて検討したい。

- (一) 市場価格を基準としない考え方として、吉永榮助「新株の不正発行とエクイティ」上柳克郎(編) 大森先生還暦記念商法・保険法の諸問題(昭和四七年) 一六六頁以下、三枝一雄「第三者割当増資と公正な新株発行価額算定の基準」法律論叢六 五巻二・三号(平成四年) 七九頁、河合伸一「新株発行差止め仮処分」中野貞一郎・原井龍一郎・鈴木正裕(編) 民事保全

- 一講座第三卷（平成八年）二五二頁以下注一八がある。
- (2) それぞれの学説については後掲。
- (3) 払込金額の公正性については、既に論じたことがある（杉田貴洋「募集株式の発行等における公正な払込金額」法学研究七八巻九号（平成一七年）一頁以下、杉田貴洋「募集株式の発行等における公正な払込金額」私法六九号（平成一九年）二二五頁以下）。
- (4) 日本証券業協会「第三者割当増資等の取扱いに関する指針」（平成一八年五月一日改定）。
- (5) 同指針は、会員証券会社向けに、ガイドラインとして定めているものであって、外部に公表しているものではない。もとより、会社法の解釈を示したものでもない。同指針の前身に当たると、昭和四八年一〇月改定「時価発行増資に関する考え方」は、第三者割当が所定の基準に沿って行われなかった場合に、原則として、その第三者割当の払込期日から二年間、時価発行を見合わせる（インターバルを置く）という主旨のものであった（丹羽昇一「時価発行増資に関する考え方」の一部改定——第三者割当増資に関連して——）（商事法務一一九一号（昭和六四年）三〇頁）。制定の経緯や改定の経過等について、丹羽・前掲二六頁以下、太田洋「野田昌毅「企業買収防衛策としての第三者割当増資」敵対的M&A対応の最先端——その理論と実務——」（平成一七年）一八四頁以下参照。
- (6) 同指針の平成一八年改定（会社法制定に伴う改定）後の事件（同指針に言及するもの）として、仙台地決平成一九年六月一日金融・商事判例一二七〇号六三頁、横浜地決平成一九年六月四日金融・商事判例一二七〇号六七頁がある。
- (7) 同指針の平成一八年改定前の事件には、東京地決平成元年九月五日金融・商事判例八二八号二二頁、判例時報一三二三号四八頁（本件については、杉田・前掲注（3））、法学研究五六頁注六〇所掲の文献、福島洋尚「判例批評」野村修也〓中東正文（編）M&A判例の分析と展開・別冊金融商事判例（平成一九年）二二頁以下がある）、大阪地決平成二年七月二日金融・商事判例八五二号四四頁（本件については、杉田・前掲注（3））、法学研究五六頁注六二所掲の文献、武久征治「判例批評」龍谷法学二二三巻四号（平成三年）七二頁以下、飯屋広郷「判例批評」野村修也〓中東正文（編）M&A判例の分析と展開・別冊金融商事判例（平成一九年）三三頁以下がある）、東京地決平成二六年六月一日金融・商事判例一二〇一号一五頁、判例時報一八七三号一五九頁（本件については、杉田・前掲注（3））、法学研究五六頁注六三所掲の文献、太田〓野田・前掲注（5）一六七

頁以下、田中巨「判例批評」江頭憲次郎Ⅱ岩原紳作Ⅱ神作裕之Ⅱ藤田友敬（編）会社法判例百選・別冊ジュリスト一八〇号（平成一八年）六四頁以下、木下崇「判例批評」野村修也Ⅱ中東正文（編）M & A判例の分析と展開・別冊金融商事判例（平成一九年）四四頁以下、出口正義「判例批評」ジュリスト一三三九号（平成一九年）一七〇頁以下、久保田安彦「判例批評」酒巻俊雄Ⅱ尾崎安央（編）会社法重要判例解説（第三版補正版）（平成二〇年）一〇四頁以下がある。これらのうち東京地決平成一六年六月一日は、公正な発行価額（払込金額）の意味について最判昭和五〇年四月八日（民集二九卷四号三五〇頁）を引用して「旧株主の利益と会社が有利な資本調達を実現するという利益との調和の中に求められるべきものである」とした上で、日本証券業協会の自主ルール（当時の「第三者割当増資の取扱いに関する指針」は「旧株主の利益と会社が有利な資本調達を実現するという利益との調和の観点から日本証券業協会における取扱いを定めたものとして一応の合理性を認めることができる……」と述べている。

（8）江頭憲治郎・株式会社法第二版（平成二〇年）六九〇頁注三、瀬戸英雄（稿）江頭憲治郎Ⅱ門口正人（編）会社法体系2株式・新株予約権・社債（平成二〇年）二三四頁。

（9）阪禁光男「ゼネラルの第三者割当増資に関する二つの決定——第三者割当の公正な発行価額の問題点——」商事法務一二二八号（平成二年）一四頁、大隅健一郎Ⅱ今井宏・会社法論・中巻（第三版）（平成四年）六〇三頁、藤田友敬「株式会社企業金融(2)」法学教室二六五号（平成一四年）七七頁、宮島司「判例批評」江頭憲次郎Ⅱ岩原紳作Ⅱ神作裕之Ⅱ藤田友敬（編）会社法判例百選・別冊ジュリスト一八〇号（平成一八年）五七頁、田中・前掲注（7）六五頁、飯屋・前掲注（7）三五頁、江頭・前掲注（8）六九〇頁注三。

二 払込金額の公正性

本節では、会社法が求める払込金額の公正性について検討する。私見では、会社法が払込金額の公正性を求めるのは、これが公正でない場合、株式価値が希釈化され、既存株主から新規株主に富の移転を生じてしまうこと

になるため、これを避ける趣旨であると解される。そして、こうした富の移転を避けるには、その時点の市場価格と同じ水準に払込金額を決定することが必要になると考えられる。

ところで、第三者割当の場合の払込金額について、「第三者割当増資等の取扱いに関する指針」一項本文は、払込金額を決定する「取締役会決議の直前日の価額（中略）に0・9を乗じた額以上の価額であること」を求め、これに従えば、決定時点の市場価格より一〇%の割引を許すことになるが、このような割引の妥当性についても検討したい。

1 払込金額規整の立法趣旨

はじめに、会社法が払込金額の公正性を求める趣旨を検討したい。この点が明らかにされて初めて、公正な払込金額の意味も明確になるものと言えよう。

株主割当以外の方法による募集株式の発行等の公正な払込金額（一九九条三項、二〇一条一項・三項、二二二条一項一号）については、原則として市場価格（時価）を基準として決定すべきであるということに、現在、ほぼ争いがない。しかしながら、なぜ市場価格が基準とされなければならないのかについては、考え方が別れる。大きく分けて、株式（ないし企業）の客観的価値にその根拠を求める考え方と、それ以外のところに根拠を求める考え方がある。

株式の客観的価値に根拠を求める考え方とは、会社法は株式の客観的価値（ファンダメンタル・バリュエ）に等しく払込金額を定めるよう求めているとの理解を前提に、通常、市場価格がこの客観的価値を示している（市場価格に客観的価値が反映している）はずなので、市場価格が払込金額の基準になるとするものである。⁽¹⁰⁾つまり、市場価格であるが故に基準となるのではなく、市場価格は通常客観的価値を反映しているはずであるが故に公正性

の基準たりうるということである。こうした考え方は、市場価格が客観的価値を反映する限りにおいては公正払込金額の基準となるが、市場価格が客観的価値を反映しなくなる例外的な場合には市場価格を基準としなくてよいとする考え方（客観的価値反映説）につながる。

これに対して、株式の客観的価値に根拠を求めるのではなく、他の理由を掲げる考え方があり。第一に、市場価格を基準として払込金額を決めなければ、株式価値が下落し、既存株主が経済的不利益を受けるおそれがあるので、株式価値の下落から既存株主の利益を守る必要があること、⁽¹⁾ 第二に、新旧株主の資本的寄与の公平性を確保すべきこと、⁽²⁾ 第三に、流通市場において市場価格で株式を取得するしかない投資家との公平性を確保すべきこと、⁽³⁾ 第四に、企業の客観的価値を測定することができないこと、⁽⁴⁾ などが挙げられる。⁽⁵⁾

以上のうち、筆者は、後者第一の理由が、市場価格を払込金額の基準とすべきことの根拠であると考えられる。⁽⁶⁾ ただし、これだけではやや言葉が足りないように思われる。より厳密には、市場価格を基準に払込金額を決定しなければ市場価格が下落して既存株主が経済的不利益を被る一方、その富の移転を受けて新規株主が利得してしまう結果となることを防止する点にあるべきである。すなわち、払込金額が市場価格よりも低く設定されると、株式価値が全体として薄められることになるため、市場価格が下落する現象が起こる。いわゆる（株式価値の）希釈化作用である。これがあると既存株主は持株の価値が低下することによって損失を被ることになる。他方で、希釈化作用による株価下落では、希釈化後の市場価格は払込金額を上回るため、⁽⁷⁾ これにより新規株主は利得することになる。新規株主のこの利得は、既存株主の持株の価値が移転してきた結果生ずるものであるから、こうした不利益を受ける既存株主の承諾なしには、これを新規株主に帰することはできない。払込金額の水準と市場価格とはこのような関係にあることから、会社法は、こうした、新旧株主間での不当な富の移転発生を防ぐため、その金額の公正性を要求するものと考えられる。また、公開会社において、特に有利な払込金額で募集株

式の発行等を実施する場合に株主総会特別決議を要求していること、理由もここにあると考えられるし、逆に、株主割当の際に払込金額の水準が問題とされないのも、株主割当では富の移転による不公正が生じ得ないからである。このように払込金額規整の趣旨を考えた場合、公正な払込金額とは、原則としてその時点の市場価格ということになる。市場価格と同額にしておけば、希釈化による富の移転を避けることができるからである。

先に掲げた理由付けのうち後者第一以外の理由は、会社法の払込金額規整の趣旨としては不十分、あるいは不相当であると考える。まず、客観的価値を基準に払込金額を決定すべきであるというのは、これによって会社法上何を保護しようとするのかという点を十分説明できていないように思われる。¹⁸ また、新旧株主の資本的寄与の公平性という理由付け（後者第二）については、これが負担の公平性ということを中心として意味するものであれば、根拠としては不十分であり、かえって誤った結論を導くことにもなりかねない。¹⁹ 流通市場の投資家との公平性という理由付け（後者第三）については、このような利益は会社法の保護すべき利益とは考えられない。²⁰

2 公正な払込金額の意味

右のように払込金額規整の趣旨を考える場合、会社法が求める公正な払込金額とは、具体的にどのような金額を意味することになるか。

従来、多くの論者が、払込金額決定にあたっては、募集株式の発行等が効力を生ずる時点（二〇九条）の市場価格を予想して定める必要があるとしてきた。²¹ また、そのため、払込金額決定から効力発生までの間隔の市場価格の変動に備えて、決定時点の市場価格から若干の割引が必要になるともされる。これらの点について検討する。また、「第三者割当増資等の取扱いに関する指針」一項本文によった払込金額の妥当性についても検討する。

(一) 基準となる市場価格

まず、払込金額を決定する際、市場価格を基準とすべきというとき、いつの時点の市場価格を基準としたらよいかを考える。

これを考えるには、仮に払込金額が市場価格よりも低く定められたとき、それによって希釈化が生ずるのはいつの時点かということを考える必要がある。市場では将来確実に起きることは逐次そのことを織り込んで価格形成がなされるものである。そうすると、払込金額がその時の市場価格よりも低く決定・公表されれば、その直後からそのことが市場価格に織り込まれていくことになる。つまり、希釈化が起きる場合には、その作用は募集株式の発行等が効力を生じて初めて発生するものではなく、効力発生よりも前に完了してしまうと考えられる。したがって、希釈化の観点からは、払込金額を決定するにあたって、効力発生時点の市場価格を予測する必要はなく、払込金額を決定する時点、または決定直前の市場価格を基準とすればよいことになる。

もっとも、ここで注意すべきなのは、払込金額の水準の如何とは別に、会社が募集株式の発行等により資金調達をしそれを何らかの事業に投下するということ自体が、株価変動要因となるという点である。市場がその計画を好感すれば市場価格も上昇することになるし、嫌気されれば低下することになる。これは企業評価が改定されることから生ずる株価の変動である。このような企業評価改定による株価の変動と、希釈化作用による変動とは区別して捉えておく必要がある。つまり、払込金額決定にあたっては、企業評価改定を織り込んだ後の市場価格を基準に、富の移転を生じさせない払込金額の水準を選ぶ必要があるということである。例えば、資金調達計画の公表により企業評価が改定され市場価格が上昇した場合、その上昇分は既存株主の持株の価値上昇、すなわちキャピタル・ゲインとして既存株主に帰属する。これを既存株主から奪う結果とならないようにするため、払込金額決定にあたっては、情報が市場に適切に伝えられ、それが価格に反映された後の市場価格を基準としなければ

ばならない。こうした観点からは、有価証券届出書制度（金融商品取引法四条一項、一五条一項、二五条一～三項）等や取引所の規制（東京証券取引所・有価証券上場規定四〇二条(1)a）⁽²³⁾による発行開示が、会社法規整にとつても重要な意義を有するといえることができる。これらによって十分に情報が市場に伝わった後の市場価格を基準として払込金額を決定すべきである。そうでなければ、希釈化による富の移転を生ずることになる。⁽²⁴⁾

以上の理は、公募の場合にも、第三者割当の場合にも、原則としてあてはまることである。⁽²⁵⁾

(二) 基準市場価格からの割引

払込金額決定の実務においては、時価（市場価格）よりも若干割り引いた金額を払込金額とすることが行われている。市場価格は常に変動があることからしてやむを得ないことであり、会社法も、公開会社（二条五号）の募集株式の発行等の手続において、例外的に株主総会決議が必要となるのは、「特に有利な金額」（一九九条三項・二〇一条一項）の場合であるとしているから、公正な払込金額とはある幅を持った金額と解することが認められよう。

そこで、どの程度の幅まで許容することができるかについて、かつては時価から一〇～一五%の割引も許せられるとする見解があり、⁽²⁶⁾また昭和五〇年の最高裁判決（買取引受の事案）⁽²⁷⁾は約一一%の割引を公正な金額として認めた。しかし、最近の公募実務では、三%台にまで縮小されたと言われている。⁽²⁸⁾

こうした割引の意味について、募集株式の発行等を確実に実施させるため（資金調達を確実にするという会社の利益のため）に許容される割引であるとの理解と、⁽²⁹⁾募集株式引受人の利益を守るためのものであるとの理解とがある。後者の理解が適切であると考ええる。すなわち、払込金額が決定され、これに基づいて募集株式引受人が払込をし、それから効力発生（ないし株式を実際に取引できる状態になる時）⁽³⁰⁾までに時間的間隔がある場合に、その間の市場価格変動リスクから募集株式引受人を解放するのが、この割引の目的であると解される。したがって、

そのような時間的間隔が短ければ割引も小さくできるはずであるし、こうしたリスクを技術的に取り除ける場合には不要となる割引であると考えられる。⁽³¹⁾

かつて、一〇〜一五%の割引も許容できるとされてきたのは、次のような事情によるものと推察される。昭和四一年改正商法二八〇条の三の二（現行会社法二〇一条三項・四項参照）は、新株発行の株主への通知または公告を払込期日の二週間前までに行うべきことを求めていたところ、その通知・公告事項の「発行価額」（現行法の「払込金額」）については確定金額で示すべきであると解釈されていた。⁽³²⁾これが、金額確定から効力発生まで二週間以上と、長い間隔を要求することとなり、結果として大きな割引を容認せざるを得なかったと思われる。⁽³³⁾しかし、昭和五八年に、いわゆる算式表示方式が認められることとなり、⁽³⁴⁾その間隔は短縮されることとなった。⁽³⁵⁾さらに、平成一三年改正後はブックビルディングによる金額の確定が認められることとなり（現在では算式表示方式は利用されなくなった）、⁽³⁶⁾こうした制度改革により、現在では割引の幅も三%前後にまで縮められてきたものである。⁽³⁷⁾

以上の事情は主として公募の場合に関するものであるが、第三者割当の場合についても、制度的障害のない限り、払込から効力発生までの時間的間隔による割引は最小限に止めるべきである。この点で第三者割当を公募の場合と別異に扱う理由はない。⁽³⁸⁾むしろ第三者割当の場合には、時間的間隔を狭めることにより株価変動リスクをさらに小さくすることも可能であろう。そうであれば、公募の場合よりもさらに割引率を小さく設定することができるはずである。しかるに、「第三者割当増資等の取扱いに関する指針」一項本文は、払込金額を決定する「取締役会決議の直前日の価額（中略）に0・9を乗じた額以上の価額であること」としている。これによれば、決定直前の市場価格から、最大一〇%まで割り引いた金額を容認することになる。現在の公募実務における払込金額と比較して、一〇%もの割引は過大といえるべきであろう。⁽³⁹⁾⁽⁴⁰⁾前述のように払込金額決定にあたって市場価格が

ら割引を認める趣旨は時間的間隔による株価変動リスクから株式引受人を解放するものであると解するならば、第三者割当の場合であっても、この観点から合理的に説明できる範囲でのみ割引できるに過ぎないと言うべきである。漫然と同指針一項本文に従って一〇％割引するというだけでは、そのような払込金額は、原則として不正な払込金額と解されよう。⁽⁴⁾⁽⁴⁾

- (10) 江頭憲治郎「株式評価の方法」裁判実務体系第三卷会社訴訟・会社更生法（昭和六〇年）八九頁（ただし、江頭憲治郎・結合企業法の立法と解釈（平成七年）二二七頁以下）、洲崎博史「判例批評」判例評論三七四号（平成三年）四一頁、蓮井良憲「判例批評」私法判例リマックス一号一九九〇（平成二年）一八二〜一八三頁、坂本延夫「判例批評」金融・商事判例八六九号（平成三年）五一頁以下、吉本健一「会社支配権の価値と新株発行価額の公正性」（平成三年）新株発行のメカニズムと法規制（平成一九年）二二七頁以下、藤田・前掲注（9）七五頁以下、七八頁以下、飯屋・前掲注（7）三五頁、青竹正一・新会社法（第二版）（平成二〇年）三三三頁。
- (11) 坂本延夫「新株の発行と株主の保護」亜細亞法学五号（昭和四五年）九〇頁以下、森本滋「判例批評」ジュリスト五八四号（昭和五〇年）一四五〜一四六頁、阪埜光男「第三者割当と新株の発行価額」（昭和五三年）株式会社法の論理（平成二年）一八〇頁、弥永真生「判例批評」ジュリスト九五三号（平成二年）一三一頁、前田庸・会社法入門第一版補訂版（平成二〇年）二七〇〜二七一頁。
- (12) 森本・前掲注（11）一四六頁、神崎克郎「第三者割当と公正な発行価格」第三者割当増資の論点・別冊商事法務一一六号（平成元年）八七頁、篠田四郎「判例批評」名城法学三九卷一号（平成元年）五一頁、田邊光政・会社法読本（平成二〇年）一一一〜一二二頁。
- (13) 森本・前掲注（11）一四六頁、神崎・前掲注（12）八八〜八九頁注八、洲崎博史（発言）河合伸一〓神崎克郎ほか「座談会・2」第三者割当増資をめぐるその後の動向」（平成元年）河本一郎〓神崎克郎ほか・第三者割当増資企業金融と商法改正2（平成三年）九三頁。

- (14) 森本・前掲注(11) 一四六頁、篠田・前掲注(12) 五一頁、弥永・前掲注(11) 一三〇頁、秋坂朝則「判例批評」日本法学五六卷二号(平成二年) 一五七頁。
- (15) また、神崎・前掲注(12) 八八〜八九頁注八の「組織的な市場で時価が形成されている場合、株主は時価で株式を処分でき、投資家は時価を支払わなければ株式を取得できず、会社は時価で新株を発行できるのであるから」との理由付けはしばしば引用され、市場価格説の論者の賛同を得ている(例えば、倉澤資成「市場価格の役割・新株の有利発行と時価」倉澤資成(編)市場競争と市場価格(平成一七年) 五五頁以下)。
- (16) 杉田・前掲注(3) 法学研究二九〜三四頁、杉田・前掲注(3) 私法二二七〜二二九頁。
- (17) 例えば、一〇%の濃度の溶液に、同量の五%の溶液を加えれば、溶液の濃度は七・五%になる。加える五%溶液の量を増やしていっても、希釈後の溶液の濃度は決して五%を下回ることはない。これと同様に、希釈化作用による株価の下落では、事後の市場価格が払込金額を下回ることはない。もし、払込金額を下回る株価の下落があったときは、それは希釈化による下落ではないと判断できる。
- (18) 杉田・前掲注(3) 私法二二八頁。
- (19) 新規株主(募集株式引受人)が安く株式を手に入れられることが既存株主から見て不公平なのであってこの点が問題なのだとの誤解や、既存株主には多少の不利益は我慢してもらわなければならない(例えば株式の消化可能性に関する議論)、といった結論を導いてしまう恐れがある(杉田・前掲注(3) 法学研究三三頁、杉田・前掲注(3) 私法二二七〜二二八頁)。
- (20) 杉田・前掲注(3) 私法二二八頁。
- (21) 森本・前掲注(11) 一四六頁、伊沢和平「判例批評」昭和五〇年度重要判例解説ジュリスト六一五号(昭和五十一年) 八一頁以下、森淳二朗「株式価値の法的解釈(その一)——新株の発行価額の基本問題(二)——」民商法雑誌八二巻三号(昭和五五年) 三五三頁、神崎克郎「判例批評」民商法雑誌七五巻一号(昭和五十一年) 一三三頁以下、阪埜・前掲注(11) 一九八〜一九九頁、吉原和志「判例批評」新証券・商品取引判例百選別冊ジュリスト一〇〇号(昭和六三年) 三五頁、杉原則彦「第三者割当増資の諸問題」司法研修所論集一九九〇—一八三号(平成二年) 五〇頁、大隅Ⅱ今井・前掲注(9) 六〇二頁。
- (22) 杉田・前掲注(3) 法学研究三六頁、杉田・前掲注(3) 私法二二九頁。また、藤田友敬「株式会社企業の金融(1)」法学

教室二六四号（平成一四年）一〇〇頁以下、田中巨「募集株式の有利発行と取締役の責任——会社の損害か株主の損害か——」新堂幸司『山下友信（編）会社法と商事法務（平成二〇年）一八六—一八八頁も、後述する提携目的の第三者割当の場合を除いて同旨。

(23) 平成二〇年四月二二日現在。また、東京証券取引所「公募による新株発行のお知らせ」様式例（適時開示・決定事実に関する情報）、同「第三者割当により発行される株式の募集に関するお知らせ」様式例（<http://www.jse.or.jp/rules/tdoc/keitei.html>）参照。

(24) 払込金額決定にあたり、株式の供給（量）の増加による値崩れ（山崎輝彦「公募価格の決定方法について」商事法務研究二二五号（昭和三六年）四頁、竹中正明「判例批評」証券・商品取引判例百選別冊ジュリスト二〇号（昭和四三年）二〇五頁、菱田政宏「特異な第三者割当増資に関する考察」商事法務八二二号（昭和五三年）八頁、近藤弘二「判例批評」会社判例百選（第五版）別冊ジュリスト一六号（平成四年）一四三頁、大隅『今井・前掲注（9）六〇二頁、青竹・前掲注（10）三二二頁）や市場価格下落（高島正夫「新株引受権と有利発行」（昭和三三年）会社法の諸問題（増補版）（昭和五六年）五一頁、竹中・前掲二〇五頁）に備え、株式の消化可能性確保のための割引を容認する見解がある。しかし、そうした株価の下落は企業評価改定に伴うものと解釈できる。本文に述べたように、当該資金調達計画の情報が織り込まれた後の市場価格を基準とすべきなのであって、それよりも前に払込金額を決定することは避けるべきである。

(25) ただし、市場価格の異常・一時的高騰とその値崩れのケースについては後述する。

(26) 鈴木竹雄「新株発行の差止と無効」商法研究Ⅲ（昭和四六年）二二〇—二二二頁（ただし、鈴木竹雄『竹内昭夫・会社法（第三版）（平成六年）三九七頁・四〇二頁）。

(27) 最判昭和五〇年四月八日・前掲注（7）。

(28) 青竹・前掲注（10）三二二頁。また、中村建「判例批評」江頭憲次郎『岩原紳作』神作裕之『藤田友敬（編）会社法判例百選・別冊ジュリスト一八〇号（平成一八年）五九頁は、ブックビルディング手続による割引率は二—三%とされる。

(29) 学説の整理と詳細については、杉田・前掲注（3）法学研究五—七頁参照。

(30) 神崎克郎「時価による時価発行」商事法務九九四九号（昭和五七年）三—四頁、河本一郎「時価発行価額の算式表示による

公示——その意味と背景——」商事法務九八九号（昭和五八年）六頁、杉田・前掲注（3）法学研究三六頁。

（31）募集株式の発行等の実務で一般に行われている申込証拠金制を前提とすれば、募集株式引受人による申込金の支払から、現実に株式を取引できるようになるまでの間には時間的間隔が生ずるので、その間の価格変動リスクに配慮することが必要となる。なお、申込証拠金制を採らず、引受人による効力発生前の払込を求めない場合には（二〇八条二項、二〇九条参照）、払込をしない引受人は失権するだけであるから、引受人にこうしたリスクはないということができよう。

（32）味村治・改正株式会社法・商法の一部を改正する法律の解説（昭和四二年）一八一頁。

（33）さらに、当時の証券取引法の開示規制との関係で、発行価額（払込金額）決定の取締役会決議から払込期日まで二〇日間の間隔を要した（河本・前掲注（30）五〇六頁）。

（34）須藤純正「算式表示による時価発行について——法務省民事局第四課長回答をめぐって——」商事法務九八九号（昭和五八年）八頁以下参照。

（35）原田晃治・泰田啓太・郡谷大輔「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説（下）」商事法務一六〇九号（平成一三年）二五頁以下。

（36）江頭・前掲注（8）六四六頁注六。

（37）また、会社法二〇一条五項は、募集事項について金融商品取引法所定の開示手続きがとられていれば、同条三・四項所定の募集事項の公示は不要としている。

（38）鈴木・竹内・前掲注（26）四〇一頁。

（39）「〇・九」という数字は、同指針の前身に当たる、昭和四八年一〇月改定の「時価発行増資に関する考え方」の中に初めて出てくるものようである（丹羽・前掲注（5）三〇頁）。「〇・九」は、その当時、つまり昭和四八年当時の実務の状況から採用された数字のようである（丹羽・前掲注（5）二八頁）。元々規範性の薄い数字である。また、そうした実務の背景には、国税庁通達（現行法人税基本通達二一三七参照）上、「有利な発行価額」の判断基準として、時価からの割引がおおむね一〇%以上とされていたことにあつたとされる（丹羽・前掲注（5）二八頁）。しかし、このことも会社法の解釈指針とはなり得ないといふほかない。

(40) 野次馬「まな板に乗せられた公募価格」商事法務七五三号（昭和五十一年）三四～三五頁は、昭和五十一年当時の大蔵省が公募実務における一〇%の割引を問題視し、改善策検討の動きがあることを伝えている。

(41) 割引を認める趣旨を本文のように解する場合、割引率は時間的間隔の長短と時間あたりの株価の変動見込みとによって決まることになる。後者は発行会社の特質や株式市場の状況によって異なるものと考えられるから、一義的に何%の割引であれば公正であると一般に断定することはできない性質のものである。

(42) 同指針一項但書は、「直近日又は直前日までの価額又は売買高の状況等を勘案し、当該決議の日から払込金額を決定するために適当な期間（最長6か月）をさかのぼった日から当該決議の直前日までの間の平均の価額に0・9を乗じた額以上の価額とすることができる」としている。但書を適用すれば、結果として払込金額決定時点の市場価格を基準から排除することができることになる。いかなる場合に本文を適用し、いかなる場合に但書を適用するのか明示されていないことは問題となり得よう。また、さかのぼった期間の平均金額を計算するのは、直前の市場価格よりも低い金額を得るためであろうが、そこからさらに一〇%の割引を認めることの意図も不明である。

三 特殊な状況下における第三者割当の払込金額

前節で述べたように、株主割当以外の方法で実施される募集株式の発行等の払込金額は、当該募集株式の発行等に関する情報が織り込まれた後の市場価格を基準として決定すべきであると考えられる。しかし、第三者割当が、買占め等によって市場価格が急騰した状況下で行われようとする場合、また提携を目的として行われようとする場合について、その時点の市場価格を基準としなくても良いとする裁判例がある。また、そうした結論を支持する学説（後掲）も存在する。本節では、異常・一時的高騰の場合と救済的資本提携目的の場合とについて、払込金額決定時点の市場価格を基準から排除することができるか否かについて若干の検討をする。

1 異常・一時的高騰の場合

買い占め等の背景によって、株式が異常な投機の対象となり、市場価格の高騰が一時的と見られるような状況において募集株式の発行等を実施する場合の公正な払込金額について考える。

学説では、あくまで市場価格を公正な払込金額の基準とすべきであると説く市場価格説と、こうした状況では市場価格を公正な払込金額の基準から排除できるとする客観的価値反映説との対立がある。⁴⁴⁾

既に述べたように、会社法の払込金額規整の趣旨は既存株主から新規株主への富の移転を防止するという点にあると考えるならば、異常・一時的に市場価格が高騰している場合に、その市場価格よりも低額の払込金額としても、結果として富の移転が生じなければ、その払込金額は不正ではなかったことになる。富の移転の有無は、事後の市場価格と払込金額とを比較して、前者が後者を上回るときは移転があったことになるし、下回れば移転はなかったことになる。異常・一時的な高騰では、市場価格が実体を伴わないで形成され、募集株式の発行等の実施をきっかけにいわゆる値崩れを起こし、結果として事後の市場価格が払込金額を下回るといことがあり得よう。こうした下落は、希釈化による富の移転の下落ではない。希釈化による下落ならば払込金額を下回ることがないからである。⁴⁶⁾富の移転ならば、新規株主に利得が生ずるはずであるが、市場価格が払込金額を下回るなら利得はなかったことになる。新規株主に利得がない以上、既存株主にも富の移転による損失は発生していないことになる。このような株価の下落は、払込金額規整において守られるべき既存株主の利益には含まれていないと考えるべきである。⁴⁷⁾もつとも、異常・一時的な高騰であるか否かの判断を事前に行うのは難しいことである。結論としては高騰後の市場価格を基準としないことを認めるとしても、具体的にいかなる場合にそれを認めるかは明確な基準を立てることは極めて困難である。

2 救済的資本提携目的の場合

救済的資本提携を目的とする第三者割当の実施が発表されて市場価格が上昇した場合の払込金額について考える。

有力な学説は、こうした場合、資本提携公表後の市場価格の上昇は、提携相手会社、すなわち引受人の信用力や、シナジー発生により生じたものと見ることができ、いわば引受人の「貢献」によって発行会社の市場価格が上昇したものであるから、株価の上昇分は引受人の「貢献度」に応じて引受人に帰すべきものとして、上昇前の市場価格を払込金額とすることを認める。⁴⁸

しかし、資本提携の発表により株価が上昇する場合と、通常の資金調達の場合に市場がその計画を好感して株価が上昇する場合とを区別すべき理由はない。⁴⁹ いずれの場合にも情報を織り込んだ後の市場価格を基準とすべきであり、こうした株価の上昇は既存株主に帰属すべきものであり、また現に帰属しているのである。これを移転させるには、有利発行についての株主総会決議が必要になるといふべきである。これについて、資本提携の情報を公表すると同時に、その時点の市場価格に基づいて払込金額を決定しておけば、市場価格が上昇する前なので、既存株主にとっても損失は発生しないではないかとの反論が考えられる。確かに、そのようにすれば、既存株主にとっては持株の価値は上昇するだけで下落していかないで損失が発生していないかのようなのである。しかしながら、事後の市場価格が払込金額を上回るときは新規株主に富の移転による利得が生じているのであって、これは本来既存株主に帰属すべき価値であったものである。⁵⁰

また、仮に、シナジーを配分することが提携当回事会社の置かれた状況から望ましいとしても、その配分は既存株主に帰属していた、または帰属するはずであった価値を移転させて行うものであるから、これを取締役会限りで行うことができるというのは会社法の想定する権限分配を超えるものと言わざるを得ない。論者は発行された

株式数に応じてシナジーが配分されるとするが、それは事実を記述しているにすぎず、規範的に正しいことを保証するものでは全くない。まずは既存株主に帰属させた上で、その配分を既存株主自身に判断させ、取締役会には任せないとするのが、会社法の予定する権限分配である。シナジーの配分ということとは、取締役が株主総会で有利発行の承諾を得る際の正当化の根拠とはなり得ても、株主総会を省略することの根拠とはなり得ないと言ふべきであろう。また、提携の情報が流れ市場価格が上昇する場合、上昇後の株価を基準に払込金額を決めるのは提携相手会社にとって魅力が薄く、交渉に当たる発行会社の取締役にとっても交渉の幅が狭まると危惧する向きもある。⁽¹²⁾しかし、私見のように解したからと言って上昇後の市場価格を排除できなくなるわけではなく、株主総会決議を得れば排除できるのであり、また、その後の株主総会決議を前提に交渉を行うという点では合併などの場合と異なるところはない。むしろ、事前の市場価格を基準としうるとする解釈こそ、取締役の交渉の余地を狭めるものであろう。この局面では、取締役には、既存株主の利益に注意を払いつつ交渉に当たることが求められる。しかるに、事前の市場価格が基準になり得、しかもその裁量が取締役にあるというのでは、発行会社側は足元に付け込まれるばかりとなろう。

- (43) 宮島司「企業結合と新株の有利発行」(昭和五三年) 企業結合法の論理(平成元年)二五七頁、神崎・前掲注(12) 八七、
 八八頁、関後彦「二社間の相互引受による新株発行の差止(上)」商事法務一一九二号(平成元年)一二頁、篠田・前掲注
 (12) 判批五一頁・五三、五四頁、弥永・前掲注(11) 一三〇、一三一頁、秋坂・前掲注(14) 一一五七頁、権鍾浩「判例批評」
 ジュリスト一〇五四号(平成六年)一一五頁、大和正史「判例批評」服部榮三(編)平成会社判例一七五集(平成一四年)三
 三五頁、服部榮三「判例批評」服部榮三(編)平成会社判例一七五集(平成一四年)三四一頁・三四三頁、倉澤・前掲注(15)
 五七頁。

- (44) 坂本延夫「判例批評」金融・商事判例八三三号（平成二年）四五～四六頁、洲崎・前掲注（10）判批四一頁、蓮井・前掲注（10）一八二～一八三頁、坂本・前掲注（10）五一頁以下、吉本・前掲注（10）二一七頁以下、藤田・前掲注（9）七五頁以下、七八頁以下。
- (45) 学説の整理と詳細については、杉田・前掲注（3）法学研究一〇～一二頁・二六～二八頁参照。
- (46) 注（17）も参照。
- (47) 杉田・前掲注（3）法学研究三八～四〇頁、杉田・前掲注（3）私法二二九頁。
- (48) 森本滋「第三者割当をめぐる諸問題」（平成元年）河本一郎「神崎克郎ほか・第三者割当増資企業金融と商法改正二」（平成三年）二一六頁、醍醐聡「第三者割当増資における新株発行価格と株主の富」経済学論集五九巻一号（平成五年）八七頁、江頭・前掲注（10）結合企業法の立法と解釈二二七頁以下、江頭・前掲注（8）六九〇～六九一頁注三、大隅「今井・前掲注（9）六〇五～六〇六頁、堀口亘「判例批評」判例評論一七四号（昭和五一年）三二頁、森田章（発言）前掲注（13）《座談会・2》八四頁、栗山徳子「第三者に対する新株発行と公正な発行価額」判例タイムズ七九五号（平成四年）四九頁、藤田・前掲注（9）七八頁、飯屋広郷「判例批評」江頭憲次郎「岩原伸作」神作裕之「藤田友敬（編）会社法判例百選・別冊ジュリスト一八〇号（平成一八年）六三頁。
- (49) 杉田・前掲注（3）法学研究三八～四〇頁、杉田・前掲注（3）私法二二九頁。
- (50) 発行済株式総数一〇〇〇株、株価一〇万円（時価総額一億円）の会社で、提携の情報により一億円分の株価上昇があるとする（なお、新規株主から出資される金銭は市場では同額の評価を受けるものとする）。市場が情報を受け取った後の市場価格は二〇万円となるから、私見では、公正払込金額は二〇万円と考えることになる。これに対して、提携の情報が市場に伝わる前に、払込金額一〇万円として一〇〇〇株新規発行すれば、事後の市場価格は一五万円となる（三億円÷二〇〇〇株）ので既存株主には五万円の株価上昇となって損失はないとする反論が考えられる。しかし、このとき新規株主も一株当たり五万円を利得していることを見逃すべきではない。新規株主のこの利得は、情報開示が適切になされていれば（この点について公募の場合と提携目的の第三者割当の場合とで区別すべき理由は無い）、既存株主に帰属していたはずの価値である。
- (51) 江頭・前掲注（10）結合企業法の立法と解釈二二八～二二九頁。

(52) 藤田・前掲注(9) 七八〜七九頁、飯屋・前掲注(48) 六三頁。

四 結語

本稿では、日本証券業協会の定める「第三者割当増資等の取扱いに関する指針」を紹介しつつ、第三者割当の募集株式の発行等における払込金額について、その公正性を要求する会社法の解釈について検討した。同指針は第三者割当の実務において無視し得ない影響力を持っている。ただし、同指針自体は、会社法の要求する払込金額の公正性についての解釈を示すことを直接の狙いとするものではない。このことには注意が必要である。前述のように、ここで会社法は、新旧株主間の利益調整を図り、既存株主の利益を守ることを目的としていると考えられる。これに対して、同指針は、より広く、健全な資金調達の実務の醸成のため、証券業者間の自主ルールとして形成されてきたものである。⁽⁵³⁾ 元々目的が異なるのであるから、専ら会社法の解釈の立場から同指針を批判するとすれば、やや筋が違ふということになる。それでも、同指針に従っていれば適法な払込金額であるとの受け止め方が実務において広がりつつあるというのであれば、それには留保しなければならない点があることを指摘しておく必要がある。

(53) 丹羽・前掲注(5) 三〇頁参照。

〔追記〕 本稿執筆にあたり、日本証券業協会より、同指針全文を資料として掲載することをお許し頂いた(後掲)。資料提供は、齋藤健志氏(日本証券業協会)にご尽力頂いた。記して感謝申し上げます。

第三者割当の募集株式の発行等における払込金額（杉田貴洋）

〔追記2〕 本稿の一部については、法の経済分析ワークショップにて報告を行う機会を得た。

第三者割当増資等の取扱いに関する指針

(平成18年5月1日)
日本証券業協会

会員は、上場銘柄、登録銘柄及び店頭管理銘柄並びに外国の発行会社が本邦において特定の第三者に割り当てる会社法第199条第1項に規定する募集株式の発行等（以下、「第三者割当増資等」とします。）を行う場合には、当該第三者割当増資等が次に定める内容に沿って行われるよう要請する。また、当該第三者割当増資等の概要及び具体的な資金の用途を確認するよう努めるものとする。

1. 払込金額は、当該第三者割当増資等に係る取締役会決議の直前日の価額（直前日における売買がない場合は、当該直前日からさかのぼった直近日の価額）に0.9を乗じた額以上の価額であること。ただし、直近日または直前日までの価額又は売買高の状況等を勘案し、当該決議の日から払込金額を決定するために適当な期間（最長6か月）をさかのぼった日から当該決議の直前日までの間の平均の価額に0.9を乗じた額以上の価額とすることができる。
2. 会社法に基づき株主総会における特別決議を経て発行される場合は、1.の限りではない。