

2014年11月

—会社法改正とエクイティ・ファイナンス—

平成26年改正会社法（法律第90号）では、会社の資金調達に関し、主として、

- ・ 支配権の異動を伴う募集株式及び募集新株予約権（以下「募集株式等」）の発行または自己株式の処分（以下合せて「発行等」）
 - ・ 出資の履行を仮装した設立、募集株式等の発行等、または新株予約権の行使
 - ・ 新株予約権無償割当てに関する割当通知
- について、見直しが行われました。

本稿では、改正の背景及び概要についてご説明した上、改正の与える影響等について検討します。

1 支配権の異動を伴う募集株式等の発行

(1) 改正の背景

現行法上、公開会社においては、発行可能株式総数（会社法37条、113条4項）の範囲内で行う募集株式等の発行等については、資金調達の機動性と既存株主の利益保護を調整する観点から、有利発行（会社法199条3項・238条3項）にあたらぬ限り¹、株主総会の決議を要しないものとされています（会社法201条1項・240条1項）。

したがって、発行可能株式総数の範囲内ならば、発行する株式数に制限はないため、株主総会決議なしに支配権を異動させることが可能でした²。しかし、大規模な第三者割当増資により、既存株主の持ち株比率を希釈化させたり、支配権を失わせたりする事例が増えるようになり、内外から批判が集中していました。

こうした批判を踏まえ、東京証券取引所は、平成21年（2009年）8月24日に有価証券上場規程を一部改正し、第三者割当てによる新株等の大量発行について規制を行いました。

すなわち、上場会社が第三者割当増資を行う場合に、希薄化率が25%以上となる時、または、支配株主が

異動する見込みがあるときは、緊急性が極めて高い場合を除き、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を入手するか、②株主総会決議等を通じて株主の意見を確認することを求めています（東京証券取引所・有価証券上場規程432条）。

しかし、上記証券取引所規則に違反した場合には、上場契約違反金等（有価証券上場規程509条）のペナルティーがありうるものの、募集株式等の発行等自体は有効になされてしまうため、取締役会決議により支配株主の変更が生じることになってしまいます³。

(2) 改正の概要

そこで、今回の改正では、公開会社が支配株主の異動を伴う募集株式等の発行等を行う場合、一定数以上の株主から反対があったときには、株主総会の承認を得ることとされました。ただし、機動的な資金調達の要請にも応えるべく、緊急の場合には株主総会決議が不要とされます（改正会社法案206条の2、244条の2）。

■ 規制対象となる募集株式等の発行等

公開会社が募集株式等の発行等を行う結果、引受人（その子会社等を含む）が総株主の議決権の過半数⁴を有することになる場合です⁵（これらに該当する募集株式等の引受人を「特定引受人」といいます）。

特定引受人が、募集株式等の発行等の前から当該発行会社の親会社等である場合には、支配権の異動を伴わないため、規律の対象外とされています（改正会社法案206条の2第1項ただし書、244条の2第1項ただし書）。

また、現行法上、株主割当てによる募集株式等の発行等が行われる場合には、各株主が保有する株式数に応じて募集株式等の割当てを受ける権利が付与されることとなり（会社法202条2項）、株主の利益確保の機会は保障されているため、この場合も規律の対象外となります（改正会社法案206条の2第1項ただし書、244条の2第1項ただし書）。

【監修者】 [パートナー弁護士 中森 亘](#)

【執筆者】 [弁護士 平田 えり（福岡事務所）](#)

本ニューズレターは法的助言を目的するものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、弁護士の助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所又は当事務所のクライアントの見解ではありません。本ニューズレターの発送中止のご希望、ご住所、ご連絡先の変更のお届け、又は本ニューズレターに関する一般的なお問合せは、下記までご連絡ください。

北浜法律事務所・外国法共同事業 ニューズレター係
(TEL: 06-6202-1088 E-mail: newsletter@kitahama.or.jp)

〔大阪〕北浜法律事務所・外国法共同事業
〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-8-16 大阪証券取引所ビル
TEL 06-6202-1088(代)/FAX 06-6202-1080・1130-9550

〔東京〕弁護士法人北浜法律事務所東京事務所
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 1-7-12 サピアタワー14F
TEL 03-5219-5151(代)/FAX 03-5219-5155

〔福岡〕弁護士法人北浜法律事務所福岡事務所
〒812-0018 福岡市博多区住吉 1-2-25
キャナルシティ・ビジネスセンタービル4F
TEL 092-263-9990/FAX 092-263-9991

<http://www.kitahama.or.jp/>

■ 具体的に必要とされる手続

規制対象となる募集株式等の発行等を行う公開会社は、株主に対して、払込期日（払込期間を定めるときはその初日）の2週間前までに、以下の事項を通知又は公告しなければなりません（改正会社法案206条の2第1項・第2項、244条の2第1項・第3項）。

- ・ 特定引受人の氏名または名称および住所
- ・ 特定引受人がその引き受けた募集株式等の株主となった場合に有することとなる議決権の数
- ・ その他の法務省令で定める事項⁶

これを受けて、総株主の議決権の10分の1以上を有する株主が、当該特定引受人による募集株式等の発行等に反対する旨を通知した場合には、株主総会の普通決議〔但し、最低3分の1の定足数が要求されます。改正会社法案206条の2第5項、244条の2第6項〕による承認が必要となります（改正会社法案206条の2第4項、244条の2第5項）。

■ 株主総会決議が不要とされる例外的場合

「当該公開会社の財産の状況が著しく悪化している場合において、当該公開会社の事業の継続のため緊急の必要があるとき」は、株主総会決議による承認は不要とされます（改正会社法案206条の2第4項ただし書、244条の2第5項ただし書）。

この例外要件については、要綱⁷では「当該公開会社の存立を維持するため緊急の必要があるとき」とされていたものが、「当該公開会社の事業の継続のため緊急の必要があるとき」に変更されていますが、その意味内容に変更はないと解されています⁸。

したがって、倒産の危機が迫っている場合等、株主総会を開催しては会社の存立自体が危ぶまれるといった場合でなければならぬと考えられます。

■ 適用開始時期

改正会社法施行日以降の日に募集事項の決定があった募集株式等の発行等から適用されます（改正会社法案附則12条、13条1項）。

(3) 改正による影響

今後、公開会社が支配株主の異動を伴う募集株式等の発行等を行う場合には、総株主の議決権数の10分の1以上の議決権を有する株主が反対したとき、株主総会決議による承認を要することとなります。

そこで、公開会社としては、総株主の議決権の10分の1以上の議決権を有する株主が反対するか否か、株主の動向を慎重に検討した上、その可能性がある場合には、株主総会の招集を前提とした資金調達スケジュールを組むことが必要になります。

もっとも、株式が分散した公開会社においては、総株主の議決権の10分の1以上という要件はかなりハードルの高いものであり、この要件を充たして株主総会承認

を要することになるのは、関係会社や機関投資家等の有力な株主の間に強い反対があるような場合に限られ、これら有力な株主の動向に留意しておけば足りることも考えられます。

2 仮装払込みによる設立、募集株式等の発行等または新株予約権の行使

(1) 改正の背景

募集株式等の発行等（以下、設立時または新株予約権の行使時を含みます。）において、払込みが仮装された場合、現行法下では、平成17年改正前商法の引受担保責任（改正前商法280条の13）が廃止され、仮装払込みがなされた場合の引受人の責任等が定められていないため、会社は募集株式等に係る資金を確保できないという事態に陥っていました。

出資の履行が仮装された場合の株式の効力については、現行法に規定はなく、有効説⁹と無効説¹⁰が存在するところ、有効説をとった場合は、募集株式の発行等がなされたにもかかわらず、それに見合う財産が拠出されていないことになり、既存株主から引受人に対する価値移転が生じてしまいます。他方、無効説をとった場合は、出資が仮装された株式が一旦市場で売却されてしまうと、無効となる当該募集株式を特定することは困難であり、結果として、有効説と同じく、既存株主から引受人に対する価値移転が生じてしまう等の問題がありました。

(2) 改正の概要

そこで、今回の改正では、仮装払込みを行った引受人は、払込期日または払込期間の経過後も、仮装した払込み金額全額の支払義務を負うものとし（改正会社法案52条の2第1項、102条の2第1項、213条の2第1項、286条の2第1項1号、286条の2第1項2号3号）、会社が募集株式等に係る資金を調達できない状況を回避できるようにしました。

また、そもそも出資を仮装するような者は支払能力が乏しいのが通常であることから、仮装払込みに関与した取締役または執行役についても、自らの無過失を立証しない限り、同額の支払義務を負うものとされました（改正会社法案52条の2第2項、103条2項、213条の3第1項、286条の3第1項）。

(3) 改正による影響

仮装払込みに関する引受人及びそれに関与した取締役等の責任が明確化されたことで、仮装払込みに対する抑止効果を期待でき、既存株主の保護につながるものといえます。

取締役等の支払義務については、株主代表訴訟における責任追及の対象になりますので（改正会社法案847条1項）、取締役等としては、仮装払込みが疑われる場合

には、間接的関与も認定されないよう、仮装払込みを積極的に防ぐ行動をとり、訴訟時の資料を充実させる観点から取締役会議事録に記録しておく等の必要があるものと考えられます。

3 新株予約権無償割当てに関する割当通知 (いわゆるライツ・オフアリング)に関する改正

(1) 改正の背景

現行法上、新株予約権の無償割当て時に必要となる割当通知の期限は、割り当てられた新株予約権の行使期間の初日の2週間前までとされています(会社法279条2項)。

加えて、基準日等株主の確定には総株主通知から概ね2週間程度を要することから、実務上、発行会社が割当通知を発送できるのは基準日等から通常2~3週間後となること、現行法に従って2週間前までに通知するとすると、株主確定日から権利行使期間の初日までに約1ヶ月程度を要することになります。さらに新株予約権の行使期間をある程度確保しようとする、その行使期間末日までに長期間を要することとなり、株主に新株予約権を無償で割り当てることによる資金調達(ライツ・オフアリング)を迅速に実施できないと指摘されていました。

(2) 改正の概要

そもそも、新株予約権無償割当てにおける割当通知の趣旨は、新株予約権無償割当てを受けた株主に対して、新株予約権の行使の準備をする時間的余裕を与えるためと説明されていますが、そのような趣旨からは、現行法下における権利行使期間の初日の2週間前ではなく、権利行使期間の末日までに2週間の期間を確保すれば足りると思えます。

そこで、今回の改正では、新株予約権の行使期間の末日が当該割当通知の日から2週間を経過する日より前に到来するときには、行使期間は、当該割当通知の日から2週間を経過する日まで延長されたものとみなすこととされました(改正会社法案279条3項)。

他方、登録株式質権者に対しても割当通知が必要とされる(会社法279条2項)趣旨が、新株予約権の無償割当てにより株主の権利内容に変更が生ずることを登録株式質権者に知らせる点にあることに鑑み、新株予約権の効力発生日(会社法279条1項3号)後遅滞なく割当通知を行うこととされました(改正会社法案279条2項)。

つまり、改正後、会社は、新株予約権の割当ての効力発生日後遅滞なく、かつ、新株予約権の行使期間の末日の2週間前までに、株主及び登録株式質権者に対し、割当通知を行う必要があります。

(3) 改正による影響

かかる改正の結果、割当通知の送付時期とかかわらず権利行使期間を開始することが可能になり、ライツ・オフアリングに要する期間を短縮できることとなります。

さらに、これとは別に、東京証券取引所と株主名簿管理人(証券代行機関)による株主確定作業等に要する期間の短縮と相まって、従前、ライツ・オフアリングによる資金調達は、新株予約権の発行に関する決議をしてから当該新株予約権の権利行使期間末日まで約2.5ヶ月間の期間を要していたものが、約1ヶ月程度にまで短縮することも可能となります。

この結果、これまで機動的な資金調達の要請に応えられなかったといわれるライツ・オフアリングの問題点が緩和され、特に、コミットメント型のライツ・オフアリング¹¹に関して、現行法下で長期間を要する状況では、証券会社は、その間の株価下落リスクを意識して、抑制的にならざるを得ない側面があると言われていましたが、今後は、株価決定から権利行使期間末日までの期間が短縮されることにより、株価変動リスクを低下させ、ライツ・オフアリングを採用しやすくなることが期待されます。

【ご参考】ライツ・オフアリングに関するその他の制度改正

近年の金商法の改正等による制度整備の進展により、ライツ・オフアリングの実施例は増えてきています。一方で、ノンコミットメント型のライツ・オフアリング¹²に関しては、引受証券会社の審査の仕組みがないことから、業績が悪く他の方法により資金調達が困難な会社が利用している点を疑問視する声もありました。このような批判を踏まえて、東京証券取引所は、有価証券上場規程改正し、ノンコミットメント型のライツ・オフアリングについては、上場基準に、①増資の合理性に係る評価手続の基準及び②経営成績及び財政状態に係る基準が追加しています(有価証券上場規程304条・平成26年10月31日施行)¹³また、同時に、新株予約権証券の上場日を権利行使期間の初日以降の日とする改正もなされています¹⁴(有価証券上場規程施行規則306条6項)。

以上

- ¹ なお、当該募集株式等の発行等が著しく不公正な方法により行われる場合には、株主は会社に対し差止めを請求できます（会社法 210 条 2 号・247 条 2 号）
- ² この問題に関し従来の裁判例は、支配維持目的と正当な発行目的のいずれが主要な目的かにより上記不公正発行等の判断を行ってきました（「主要目的ルール」）（東京地決 H1.7.25、東京高決 H16.8.4、東京地決 H20.6.23、仙台地決 H26.3.26 等）
- ³ 東証上場規則を踏まえた会社法改正の必要性に関する詳細は、法制審議会会社法制部会第 5 回会議（平成 22 年 9 月 29 日開催）24 頁〔荒谷委員発言〕以下を参照。
- ⁴ 会社法は、親会社等に該当するかどうかは実質基準で判断しますので、議決権ベースで 50%以下であったとしても親会社等に該当することもあります（会社法 2 条 4 号）、改正会社法 206 条の 2 及び同 244 条の 2 では、規律の明確化を図るため形式基準のみが用いられています。
- ⁵ 公募増資の場合、一般に、証券会社が総数引受け（会社法 205 条 1 項、206 条 2 号）を行った上、市場で売却する方法がとられますが、この場合を規律対象から除外すると、総数引受けを行った証券会社が特定の投資家に売却することで、規律の潜脱が容易にできることから、規律の対象外としないこととされました（法制審議会会社法制部会第 21 回会議（平成 24 年 6 月 13 日開催）〔坂本幹事発言〕）。
- ⁶ 会社法制の見直しに関する中間試案第 1 部第 3、1、(2)は、通知・公告の内容を次のように示しており、「その他の法務省令で定める事項」として定められる内容を推測することができます。
- ア 当該募集株式の発行等に際して当該引受人に割り当てられる募集株式に係る議決権の数
 - イ 当該募集株式の発行等についての取締役会の判断の内容
 - ウ 社外取締役を置く会社において、イの事項についての社外取締役の意見が取締役安芸の判断と異なる場合には、当該意見
 - エ 当該募集株式の発行等についての監査役または監査委員会の意見
- ⁷ 「会社法制の見直しに関する要綱」（法制審議会、平成 24 年 9 月 7 日）
- ⁸ 坂本三郎ほか「平成 26 年改正会社法の解説〔Ⅳ〕」旬刊商事法務 2044 号（2014 年）注四七。
- ⁹ 相澤哲ほか編著『論点解説 新・会社法 千問の道標』（商事法務、2006 年）29 頁。
- ¹⁰ 神田秀樹『会社法〔第 16 版〕』（弘文堂、2014 年）52 頁。
- ¹¹ 行使しない新株予約権を会社が買い取り、それを証券会社に一括譲渡した上で、証券会社が新株予約権の行使によって取得した株式を市場で売却する方法。
- ¹² ライツ・オフリングのうち、未行使分の新株予約権について、行使を約束する引受人がない類型のもの。

- ¹³ 改正の趣旨及び概要については、平成 26 年 7 月 25 日付け東京証券取引所・上場制度整備懇談会提言「我が国におけるライツ・オフリングの定着に向けて」、及び、平成 26 年 10 月 24 日付け東京証券取引所「新株予約権証券の上場制度の見直しに関する取引参加者規程等の一部改正について」を参照。
- ・「我が国におけるライツ・オフリングの定着に向けて」
<http://www.tse.or.jp/listing/seibi/b7gje6000005zc9-att/b7gje6000004qcyj.pdf>
 - ・「新株予約権証券の上場制度の見直しに関する取引参加者規程等の一部改正について」
<http://www.tse.or.jp/rules/regulations/b7gje6000000myd3-att/b7gje6000004yrlf.pdf>
- ¹⁴ かかる上場日の取扱いの変更は改正会社法の施行日より実施される。なお、改正の趣旨及び概要については、注釈 10 掲載資料を参照。

当事務所では、従来型の融資案件のみならず、資産流動化や不動産投資私募ファンド、VC・ファイナンス、種類株式等を利用したエクイティ・ファイナンス、メザニン・ファイナンス、事業再生案件におけるDESやDDS、エグジット・ファイナンス等の幅広いファイナンス分野において、法的助言・分析・評価、ストラクチャー組成、SPV設立、ドキュメンテーション、債権回収、交渉・裁判対応、業規制に関する行政対応・検査対応等の業務を行っております。

本ニューズレターは、これらの業務に携わっている当事務所所属の弁護士が執筆者となり、ファイナンス法に関する新しい情報を発信するものです。皆様の日々の業務に、ぜひご活用下さい。

ファイナンス・プラクティスチーム（担当パートナー 中森 亘／谷口明史／堀野桂子）