

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

有価証券上場規程の具体的検討（２）
—企業行動規範（２）ファイナンス、株主の権利行使、情報開示—

2019年6月28日（金）15:00～17:00
大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
白井	正和	同志社大学法学部教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授

有価証券上場規程の具体的検討（２）

—企業行動規範（２）ファイナンス、株主の権利行使、情報開示—

東京大学大学院法学政治学研究科教授

加 藤 貴 仁

目 次

- | | |
|-----------------------------|-------------------------|
| I. 報告の対象 | III. 議決権行使を容易にするための環境整備 |
| II. 第三者割当による募集株式等の割当てに関する規制 | 1. 関連する上場規程・規程施行規則 |
| 1. 関連する上場規程及び規程施行規則 | 2. 制定の経緯 |
| 2. 制定の経緯 | 3. 分析 |
| 3. 分析 | 討論 |

○伊藤 それでは、定刻になりましたので、6月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、「有価証券上場規程の具体的検討（２）—企業行動規範（２）ファイナンス、株主の権利行使、情報開示—」というテーマで加藤先生からご報告をいただきます。よろしくお願いします。

○加藤 それでは、報告を始めさせていただきます。

本日は、「有価証券上場規程の具体的検討（２）—企業行動規範のファイナンス、株主の権利行使、情報開示—」というテーマで報告します。

I. 報告の対象

レジュメにありますとおり、企業行動規範におけるファイナンス、株主の権利行使、情報開示に関連した事項は、前回の伊藤先生の分類に従いますと、遵守すべき事項として合計5条、望まれる

事項として合計5条あります。ただ、一つ一つを取り上げていくと、それぞれの密度が低くなるということもあり、その中でも個人的な興味・関心から重要と思われる2点に焦点を絞りたいと思います。

一つ目は、第三者割当に係る遵守事項です。もう一つは、議決権行使を容易にするための環境整備に関する事項です。ただ、企業行動規範として位置付けられているこれらの事項については、そのほかに一緒に検討したほうが望ましい他の有価証券上場規程（以下「上場規程」といい、同規程施行規則は以下「規程施行規則」という）の規定もありますので、そちらも併せて検討します。

なお、本日の報告で取り上げることはできませんが、最近の利用状況を踏まえると、MSCB等の発行に関する遵守事項は、現在でも重要性を失っていません。ただ、本日の報告に向けて準備は進めていたのですが、時間切れになってしまいましたので、本日は第三者割当に係る遵守事項と

議決権行使を容易にするための環境整備の2点に焦点を絞って報告します。

II. 第三者割当による募集株式等の割当てに関する規制

1. 関連する上場規程及び規程施行規則

関連する上場規程及び規程施行規則は、参考資料としても配付していますけれども、見やすいように重要なものはレジюмеに貼り付けています。

1 ページから 2 ページにかけて挙げているのが、企業行動規範に位置付けられている上場規程 432 条です。

これに加えて、上場廃止事由である上場規程 601 条 1 項及び規程施行規則 601 条も、同じ時期に制度が整備されたということもあり、取り上げています。

2. 制定の経緯

まず、これらの上場規則の制定の経緯を確認したいと思います。

第三者割当に関する上場規則の整備というのは、平成 21 年改正によって行われました。この平成 21 年改正といえますのは、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」（以下「上場制度整備懇談会 2009 年報告書」という）を受けた制度整備であると説明されています。

ただ、この上場制度整備懇談会 2009 年報告書の内容は、レジюмеにも書いてありますとおり、金融審議会金融分科会・我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」（2009 年 6 月 17 日）（以下「スタディグループ報告書」という）でも同様の提言がされています。このスタディグループ報告書は、同じく平成 21 年に施行された企業内容等の開示に関する内閣府令（以下「企業内容等開示府令」という）の改正の基になっていまして、同時期に別々の報告書が出され、別々の制度改正がされたわけです。しかし、その内容は非常に似通っているということを指摘でき

ます。

次に、具体的な平成 21 年改正の内容ですけれども、これは四つの対応策から構成されると説明されています。

一つ目は、企業行動規範として第三者割当に係る遵守事項を新設したことです。これは現在の上場規程 432 条及び規程施行規則 435 条の 2 に相当する規定を新設したということです。

二つ目に、企業行動規範の新設だけではなくて、適時開示に関する規定を新設しています。これが現在の規程施行規則 402 条の 2 第 2 項に相当する規定です。

三つ目に、本日は取り上げることはしませんが、第三者割当の割当先が反社会的勢力との関係がないことを示す確認書の提出も平成 21 年改正で義務付けられています。これは本日の参考資料に抜粋を付けることができなかつたのですけれども、現在の規程施行規則 417 条 1 号 g に相当する規定の新設ということになります。

四つ目の対応策として、上場廃止基準の整備も行われています。これがレジюме 2 ページに掲げている現在の上場規程 601 条 1 項 9 号の 2 と 17 号及び規程施行規則 601 条 9 項と 14 項 6 号に相当する規定の新設ということです。

具体的にこれらの四つの対応策は、上場制度整備懇談会 2009 年報告書のどのような提言に従ってつくられたかということが、3 ページから 4 ページに掲げられています。いずれも、レジюмеの①から④の規定を理解するためには必要な提言かと思しますので、確認しておきます。

(1) 既存株主の利益への配慮

具体的には、「第三者割当は、既存株主の株主権の希釈化をもたらすことなどから、上場会社の資金調達方法として必ずしも望ましいものとはいえない側面がある。上場会社はその実施の是非について慎重に検討すべきであり、実施する場合には、東証は、株主にその必要性和相当性について十分な説明を行うことを上場会社に求めることが必要である」とされています。

(2) 株主の権利の不当な制限の排除

具体的には、「希釈化比率が 300%を超える第三者割当については、既存株主の権利を著しく侵害するばかりでなく、不当に侵害する場合もあり、市場の信頼性に重大な影響を及ぼす。上場会社の企業行動としては原則として容認されるべきではなく、実質的な審査のプロセスを設けて、未然防止を図ることが必要である」とされています。

(3) 株主権の希釈化・大株主の選択への対応

具体的には、「会社経営の権限は、株主の負託に基づくものであり、自らの権限の根源たる株主の議決権を安易に希釈化することや、大株主を選ぶことは本来的に望ましいものではない。25%以上の希釈化を伴うものや支配権の移動を伴うような第三者割当については、原則として株主の納得性を増すための手続を求めることが必要である」とされています。

(4) 不適切な割当先の排除

具体的には、「第三者割当への反社会的勢力などの関与は、市場の信頼性と公正性の確保の観点から、断固排除すべきである。割当先を確認するプロセスなどを設けて未然防止を図ることが必要である」とされています。

(5) 割当先との取引の健全性の確保

具体的には、「株主・投資家保護及び市場の信頼性維持の観点からは、上場後においても支配株主を含む関連当事者等との取引の健全性は維持されるべきである。第三者割当によって支配株主の異動があった場合には、会社の意思により上場審査時の前提が変更されることとなるため、事後的に支配株主との間で不当な取引等が行われていないかについて確認するプロセスを設けて、未然防止を図ることが必要である」とされています。

(6) 有利発行規制遵守の担保

具体的には、「第三者割当が総会決議を要する有利発行に該当するかどうか、株主・投資者にとって必ずしも明らかでない場合がある。払込金額の算定根拠等の十分な開示やこれに基づく監査役意見の会社による開示など、適法性を担保する

ために必要な開示を求めることが必要である」とされています。

(7) 資金手当の確認

具体的には、「資金的な裏付けのない第三者割当の実施に関する情報は、市場を混乱させるだけでなく、一部の者が不当に利益を得ることに利用されるおそれがある。市場の公正性の観点から、割当先の資金手当てについての確認と開示を求めることが必要である」とされています。

3. 分析

3-1. 「第三者割当に係る遵守事項」の概要

それでは、もう少し具体的な分析に移ります。最初に、「第三者割当に係る遵守事項」の内容を確認しておきたいと思います。

(1) 「第三者割当に係る遵守事項」の対象となる取引

適用対象となる取引は、具体的には、第三者割当による株式の発行、自己株式の処分、新株予約権の発行、自己新株予約権の処分であって、以下のいずれかの条件を充たす取引とされています。

一つ目が、規程施行規則で定める議決権の比率が 25%以上となる場合です。この要件は、希釈化率が 25%以上となる場合と言われることもあります。

二つ目が、株式の発行、自己株式の処分、発行又は処分される新株予約権の行使によって支配株主が異動する見込みがある場合です。希釈化率の算定の仕方は、規程施行規則 435 条の 2 第 1 項において定められています。詳細については、レジユメの記載で代えさせていただきますが、例外的に規程施行規則 435 条の 2 第 1 項に定める希釈化率では算定の方法として不適切である場合には、証券取引所がその都度定める方式によって希釈化率を計算するというのが定められています。

適用対象となる取引に関して、二つの特徴があります。一つ目は、自己新株予約権の処分というものは、会社法上の規制対象にはなっていないと

思いますけれども、第三者割当に係る遵守事項の対象にはなっているということです。二つ目は、短期間に第三者割当を繰り返す場合、これらの第三者割当を一体とみなして希釈化率が算定されるということです。

ただ、短期間に第三者割当を繰り返す場合にはそれらを一体とみなすということは、会社情報適時開示ガイドブックで明確に指摘されているわけですが、その規程ないしは規程施行規則上の根拠はよく分かりませんでした。もしかしたら、規程施行規則 435 条の 2 第 2 項の取扱いとしてこのような希釈化率を合算して計算する取扱いなのかもしれません。

(2) 「第三者割当に係る遵守事項」によって要求される事項

原則として、以下のいずれかの手続が必要とされています。①経営者から一定程度独立した者による第三者割当の必要性及び相当性に関する意見の入手、②第三者割当に係る株主総会決議などによる株主の意思確認、という手続です。

①の経営者から一定程度独立した者による第三者割当の必要性及び相当性に関する意見の入手について、まず、経営者から一定程度独立した者としては、第三者委員会や社外取締役、社外監査役などが想定されていると説明されています。そして、第三者割当の必要性及び相当性に関する意見の内容としては、「資金調達を行う必要があるか、他の手段との比較で今回採用するスキームを選択することが相当であるか、[会社]の置かれた状況に照らして各種の発行条件の内容が相当であるか」という点を中心に言及」されることが想定されています。

②の第三者割当に係る株主総会決議などによる株主の意思確認については、会社法の規定又は定款の定めに基づく株主総会決議だけではなく、勧告的決議でもよいことが想定されています。

原則として、これらのいずれかの手続が必要となるわけですが、例外として、資金繰りの急速な

悪化などにより会社が①又は②のいずれかの手続も行うことが困難であると東証が認めた場合（上場規程 432 条但書、規程施行規則 435 条の 2 第 3 項）には、①、②のどちらの手続も不要であるという取扱いになっています。

ただし、経営者から一定程度独立した者による意見の入手でも足りるとしているのであるから、少なくとも①の手続ですら行うことが困難だという状況は相当例外的な場合に限られるであろうという指摘が会社情報適時開示ガイドブックなどでなされています。

以上が、第三者割当に係る遵守事項の概要です。

3-2. 「第三者割当による募集株式等の割当て」を対象とした適時開示の特則の概要

(1) 「第三者割当による募集株式等の割当て」を対象とした開示（上場規程 402 条の 2 第 2 項）

これは、第三者割当に係る遵守事項の対象となるか否かを問わず、第三者割当による募集株式などの割当て一般に適用される適時開示の特則という意味です。つまり、上場会社の業務執行を決定する機関が会社法 199 条以下の手続に基づく株式の発行又は自己株式の処分、会社法 238 条以下の手続に基づく新株予約権の発行、自己新株予約権の処分を行うことを決定する場合には適時開示をしなければいけないということが上場規程 402 条 1 号 a によって定められているわけですが、その特則という位置付けです。

具体的に開示が要求される事項を 7 ページで紹介していますが、規程施行規則 402 条の 2 第 2 項によれば、一つ目が、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。二つ目が、払込金額の算定根拠及びその具体的な内容。三つ目が、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、監査等委員会又は監査委員会の意見です。ただ、3 番目の開示事項については、東証が必要と認める場合に限るとされています。

なお、払込金額の算定根拠及びその具体的な内

容として要求される適時開示の内容については、会社情報適時開示ガイドブックでは、「払込金額等の発行条件を決定するにあたり……割当予定先が経済的利益を享受できる可能性、発行体の信用リスク、社債の利率を含む発行条件、割当予定先が負う価格下落リスク、株式の消化可能性その他の様々な観点から十分な検討を行い、総合的に判断することが望まれ」として、単に日本証券業協会の「第三者割当増資の取扱いに関する指針」

(2010年4月1日制定)に依拠するだけでは不十分であるという注意喚起がされています。

3番目の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などの意見については、東証が必要と認める場合に限るという規定ぶりになっていますけれども、東証が必要とは認めない場合の例示として、①株主総会において会社法に基づく有利発行の特別決議を経る場合、又は、②決議の直前日の価額、決議日から1か月、3か月、6か月の平均の価額からのディスカウント率を勘案して会社法上の有利発行に該当しないことが明らかな場合(上場株式に限る)であって、かつ、①又は②であることの記載がある場合には、この監査役などの意見は不要であるという説明がされています。

(2) 「第三者割当に係る遵守事項」(上場規程432条)に係る開示(上場規程402条の2第3項)

前述の第三者割当による募集株式などの割当て一般に共通した規定に加えて、上場規程432条、すなわち第三者割当に係る遵守事項の適用がある場合の特別な開示というものがあります。それは、会社が上場規程432条に基づき実施した手続の内容、及び会社が上場規程432条但書に基づき同条に基づく手続を実施する必要がないと判断した理由、これらが適時開示の対象とされています。

3-3. 金融商品取引法における開示規制との関係

平成21年の企業内容等開示府令改正によって、

上場制度整備懇談会2009年報告書と類似の問題意識に基づき、有価証券届出書及び発行登録追補書類の「証券情報」に「第三者割当の場合の特記事項」欄などが新設されました(企業内容等開示府令第2号様式・第12号様式)。

直接的には、前述のとおり、スタディグループ報告書の提言を受けた改正ですけれども、その内容は、先行する上場制度整備懇談会2009年報告書とほぼ同じではないかと思えます。これは、その当時の日本の資本市場における第三者割当が抱えていた問題について共通認識が存在したことを示していると思えます。

実際に第三者割当の場合の特記事項を記載しなければいけないのは、企業内容等開示府令19条2項1号の第三者割当でありまして、その具体的な定義につきましては、本当は抜粋を付ければよかったのですが、第三者割当に係る遵守事項の対象となる第三者割当と、企業内容等開示府令19条2項1号の第三者割当は同じです。注7(レジュメ4頁)で第三者割当の定義を紹介しています。

次に、平成21年改正によって新たに付け加わった第三者割当の場合の特記事項欄の開示内容ですけれども、立案担当者によれば、レジュメ9ページの①から⑦から構成されるとされています(谷口義幸=宮下央=小田望未「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」(商事法務1888号(2010年)5頁))。

- ①割当予定先の実態
- ②割当予定先による株式等の譲渡に関わる事項
- ③割当予定先による資金手当て
- ④手取金の使途
- ⑤発行条件等に関する事項
- ⑥大規模な第三者割当に関する事項
- ⑦キャッシュアウト等の予定

①から⑦を見ていただくとお分かりのとおり、第三者割当の場合の特記事項は、第三者割当によ

る募集株式等の割当てを対象とした適時開示の特則の内容とかなり似通っているわけです。発行条件などに関する事項と大規模な第三者割当に関する事項には共通点が多いですし、この大規模な第三者割当というものは、上場規程 432 条と同じく、希釈化率 25%以上の第三者割当とされています。

時間の都合上、金融商品取引法（以下「金商法」という）の規制については、非常に簡単に説明するだけにとどめさせていただきます。有価証券届出書の内容として、こういった事項を開示義務の対象とすること自体、異例だと思います。なぜなら、有価証券届出書による開示の直接の相手方である第三者割当の引受先は、既に有価証券届出書の提出が行われる前に引き受けることを決めているはずだからです。ですから、平成 21 年の企業内容等開示府令改正によって導入された開示規制の目的は、黒沼先生が既に金商法の教科書でご指摘されているとおり、注 17（レジュメ 8 頁）で引用させていただきましたけれども、一定の行動、特に⑤とか⑥で要求している行動を上場会社にとらせることが目的であると思います。そのため、実質的には証券取引所の上場規則と同じ趣旨の規定であるということになります。

報告の準備に際して、改めて白紙の状態から、両者の内容に何か意味のある差異があるかを考えていたのですが、現時点では、重要な差異は存在しないとの結論に至りました。そうすると、なぜ二つ併存している必要があるのかという問題の方に興味が出てきました。この問題に対する暫定的な結論としては、金商法の開示規制は形式的には開示規制にとどまっているのに対して、11 ページにあるとおり、証券取引所の規制は具体的な行為を要求しているところまで踏み込んでいるということが非常に重要であって、この点に着目すると、金商法の改正が行われた後でも、証券取引所の上場規制には重要性が残っていると考えています。

3-4. 会社法改正及び近年の実務の発展との関

係

第三者割当については、平成 26 年の会社法改正と密接な関係があり、その改正の後、第三者割当に関する上場規則がどういった意味を持っているのかということもやはり検討すべきかと思いましたが、12 ページ以下では、そのような観点から検討を試みています。

(1) 会社法 206 条の 2 と上場規程 432 条

この点については、レジュメの 12 ページにあるとおり、黒沼先生の教科書の記述をそのまま抜粋しているだけですけれども、「[規程 432 条]は、希釈化率 25%以上の第三者割当増資でも適用され、また 10%の株主が求めない場合でも株主総会の決議等を要する点で……なお存在意義がある」との指摘がなされています。

会社法 206 条の 2 に基づく手続との関係で、黒沼先生の記述を参考にしてもう少し具体的に検討を試みたのが 12 ページから 13 ページの部分です。最初に、会社法 206 条の 2 の手続では、一定の情報を株主に通知するということが求められます。その際に求められる情報としては、①社外取締役を置く株式会社において、第三者割当に関する取締役会の判断が社外取締役の意見と異なる場合には、その意見（会社法施行規則 42 条の 2 第 6 号・55 条の 2 第 6 号）、②第三者割当に関する監査役、監査等委員会又は監査委員会の意見（会社法施行規則 42 条の 2 第 7 号・55 条の 2 第 7 号）です。

平成 26 年改正後の会社情報適時開示ガイドブックの改正では、会社法上、株主に通知することが要求されている①と②の事項を適時開示でも開示しなければいけないとされています。そうすると気になりましたのが、こういった社外取締役の意見とか監査役会などの意見というものは、上場規程 432 条 1 号が求めている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とどういう関係にあるのかということです。実際には、①の会社法施行規則 42 条の 2 第 6 号などは、第三者割当をするという取

締役会の決定、判断及びその理由と社外取締役の意見が異なる場合にはその意見の開示を求めているということなので、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というものは、相当程度、会社法で要求されている①や②の内容に含まれているようにも思います。

さらにもう一点が、会社法 206 条の 2 は、一定の条件、つまり 10% の株主が求める場合に株主総会決議が必要となるという規定ですけれども、株主総会決議の要否に係る不確実性を避けるために、会社法 206 条の 2 第 1 項の要件を充たす第三者割当を行う場合は、同条 4 項の条件が充たされることを停止条件とする株主総会決議を経ることが可能ではないかという実務家の提言があり、これを支持する学説もあります。

こういった実務が定着すると、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という条件も多くの場合充たされるようになると思います。

ですから、会社法 206 条の 2 ができたことによって、少なくとも支配権の異動を伴うような第三者割当については、相当程度、上場規則が達成しようとしてきたことが、法律上の要求に格上げされているというように評価できると思いました。

(2) 会社法 180 条 3 項と規程施行規則 601 条 14 項 6 号

会社法 180 条 3 項、これは株式併合後の発行可能株式総数の上限を設けた規定ですけれども、これと規程施行規則 601 条 14 項 6 号の関係について検討したいと思います。

規程施行規則 601 条 14 項 6 号は、300% を超える希釈化率の第三者割当を行うことは、原則として上場廃止事由になるということを定めた規定です。

こういった規定ができた背景には、平成 26 年の会社法改正前から発行可能株式総数を定款変更によって増加させる場合には、いわゆる 4 倍規制の

適用があったけれども、株式の併合の場合には、4 倍規制に相当するような規定がなかったので、株式の併合と第三者割当などを組み合わせることによって、実際に発行済株式総数の 30 倍ぐらいの株式の発行をしたという事例の存在があります。しかし、会社法 180 条 3 項ができたことによって、株式の併合についても 4 倍規制が導入されました。ただ、こちらも黒沼先生の教科書の記述をただ抜粋してただけですけれども、「[会社法 180 条 3 項]により、株式併合を利用した希釈化率 300% 超の第三者割当増資を行うことはできなくなる。もっとも、株主総会において条件付きの定款変更を行って発行可能株式総数を発行済株式総数の 16 倍まで増加させることができるから、会社法では、大幅な持分割合の希釈化を完全に防止することはできない。したがって、「規程施行規則 601 条 14 項 6 号」は、依然として意義を有する」という指摘がなされています。

どのようにすれば発行可能株式総数を発行済株式総数の 16 倍まで増加させることができるのかについてですが、13 ページに挙げているような取引を行うことを想定されているのではないかと思います。

つまり、具体的に考えると、発行可能株式総数 1,000、発行済株式総数 500 の会社が、まず①発行可能株式総数を 2,000 株に増加すると同時に、新たに 1,500 株の株式の発行が効力を生ずることを条件として、発行可能株式総数を 8,000 株に増加する旨の定款変更決議を行う。②発行可能株式総数が 2,000 株であることを前提とした 1,500 株の株式の発行——これを「第 1 株式発行」といいますけれども——と、第 1 株式発行が効力を生じ発行可能株式総数が 8,000 株に増加することを前提とした 6,000 株の株式発行（第 2 株式発行）を同時に行う。①と②の取引を行えば、会社法の規定に抵触することなく、発行可能株式総数を発行済株式総数の 16 倍まで増加させることができそうです。

確かに、発行可能株式総数を増加させる定款変

更の決議において、決議の効力に一定の条件を付けることは許されないわけではありません。これは、最判昭和 37 年 3 月 8 日民集 16 卷 3 号 473 頁がそのような判示をしています。

確かに昭和 37 年最判は、13 ページの①の定款決議のようなものはできると判示しています。つまり、発行可能株式総数を増加させる定款変更決議に新株発行の効力発生という条件を付けることは認められるということです。

会社法 113 条 3 項によれば、4 倍規制は定款変更の効力が発生した日が基準となるので、4 倍規制と決議の効力に一定の条件を付けることは相容れないわけではありません。ただ、発行可能株式総数を増加させる定款変更決議に付すことが許される条件の範囲については、何らかの制限があるように思います。例えば、先ほどの①と②の手続を同じ株主総会で行う場合には、会社法 113 条 3 項に違反すると解釈できる余地があるように思います。

そうすると、規程施行規則 601 条 14 項 6 号の存在意義は何なのかという点、積極的に考えるのであれば、希釈化率 300%を超える第三者割当は資本市場のルールからして許されないのだから、発行可能株式総数を増加させる定款変更決議に付けることができる条件に制約があることを示している点にあると思います。結論としては、残しておく意味はあるとは思いますが、会社法上希釈化率 300%を超える第三者割当が可能であるから残しておくべきであるというよりは、そのような第三者割当は 4 倍規制に抵触するという解釈の根拠になるから残しておくべきであると考えられることではないかと思いました。

(3) 支配株主の異動を伴わない第三者割当と利益相反

本日、経済産業省から「公正な M&A の在り方に関する指針」が公表されました。その 3 ページの注 2 に、「例えば、大株主等に対する第三者割当増資や大株主等による部分的公開買付けによる実

質的支配権の取得においても一定の利益相反の問題が生じ得るとの指摘がある」という部分があります。

ここで言及されている大株主などに対する第三者割当の利益相反を考える手掛かりとして、最近、少し話題になった DMG 森精機株式会社による財団への第三者割当を取り上げたいと思います。

15 ページから 16 ページには、プレスリリースを参考にして、この第三者割当について利益相反という観点から問題となり得る事実を記載しています。まず、財団に対して直接自己株式を処分するというわけではなく、財団を受益者とする信託を設定して、信託銀行に自己株式を割り当てるといった形がとられています。割り当てられた自己株式の議決権については、受益者に指図権があるわけではなくて、15 ページにあるとおり、「第三者外部機関として三井住友信託銀行株式会社が、受益者である本財団の活動原資となる安定配当を確保する観点に基づき、長期的な企業価値の向上を重視して当社に対して行使を行うものとします」とされています。

しかし、この財団と DMG 森精機の関係は非常に密接であって、例えば人的関係は、DMG 森精機の代表取締役のうち 1 名が本財団の代表理事、もう 1 名が本財団の理事で、従業員 1 名が本財団の監事を兼務し、取引関係としては、DMG 森精機は本財団に寄附を行っている、こういった事実が存在します。

信託銀行が議決権を行使するわけですが、受益者と発行会社の関係が相当密接なので、第三者割当の目的は安定株主工作ではないかという疑念が生じるのは当然であると思います。この取引は有利発行ですので、株主総会の特別決議が必要だったわけですが、ある議決権行使助言会社が反対の助言をしていると話題になりました。

この事例では、希釈化の規模自体はそれほど大きくないと思いますし、少なくとも第三者割当に係る遵守事項が適用されるような規模の希釈化率

ではないことは明らかです。したがって、企業行動規範の適用はありません。しかし、経営者と割当先の間には利益相反関係が存在する第三者割当については、有利発行に係る株主総会決議を経ることが予定されているとしても、証券取引所の規則によって、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を要求することが検討されてもよいと思います。

つまり、「公正な M&A の在り方に関する指針」を踏まえると、株主総会決議さえあればよいというわけではなく、株主が判断する材料として、どういった経緯でこのような第三者割当が行われたのかということを開示させることが望ましいように考えています。

(4) 判例法理における有利発行の判断基準の揺らぎ？

「揺らぎ？」と書いたのは言い過ぎかもしれませんが、第三者割当に関する上場規則は、現在の有利発行の判断基準を前提にしてつくられていると思います。例えば、払込金額の算定根拠やその具体的な内容に関する規定は、伝統的な発想、つまり、有利発行か否かを判断する際には、公正な払込金額を確定して、それと実際の払込金額の比較を行うべきであるという考え方に依拠していると思います。また、規程施行規則 402 条の 2 第 2 号の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、監査等委員会又は監査委員会の意見などは、有利発行に該当しないという意見なのか、有利発行に該当しないという取締役会の判断が適法に行われたという意見なのかについて議論がありますが、この問題も有利発行の判断基準、すなわち、既存株主の経済的不利益を根拠として株主総会の承認決議を要求すべき株式の発行の範囲と関連しているように思います。つまり、どういった情報を株主に提供すべきなのかという問題は、結局、有利発行の判断基準と密接に関係しているということです。

この点について、レジюмеでは、2 点ほど個人

的に興味を持っている事例を紹介しています。1 点目は、東京地決平成 30 年 9 月 20 日金判 1554 号 40 頁です。これは、大王製紙と北越紀州製紙の著名な事件でありまして、新株予約権付社債の有利発行の判断基準として、これまでの判断基準よりもプロセスを重視した判断基準を提示した点に特徴があると思います。これまでは、新株予約権及び新株予約権付社債の有利発行の場合には、裁判所は公正な払込金額が何かを具体的に念頭に置きつつ、それと比較して有利発行かどうかを判断すると考えられてきたように思います。つまり、裁判所は価格自体に着目して公正さを判断するということです。これに対してこの事件では、アトネイチャーの第三者割当に関する株主代表訴訟事件を引用して、価格自体に着目するのではなく、その価格がどういった経緯で算定されたのかということを中心として重視しているように思います。もちろん、これは新株予約権付社債という発行市場がない、つまり市場価格がない資金調達的手段に特有の裁判例という位置付けも可能なのかもしれません。

もう一点興味を持っているのが、1 年ぐらい前の東芝の第三者割当です。この東芝の第三者割当の事例では、希釈化率が 50%を超えていたので、企業行動規範の適用がありました。そこで、払込金額が一体どういった経緯で決められたのかということが 17 ページから 18 ページにかけて説明されているのですが、興味深かったのは下線部で、「公募増資におけるブックビルディングに類似した公正性の高いプロセスを経て適切なディスカウント率の決定を行った」というところです。こういったプロセスに着目して有利発行ではないという判断を行うことは、アトネイチャーの第三者割当に係る株主代表訴訟事件のロジックと整合性が高いと思いますが、これまでの第三者割当に関する払込金額の決定の正当化事由とは異質であるように思います。

なお、東芝の事例では、第三者割当に対する払込金額は、募集事項を決定した取締役会決議の直

前の取引日の終値から10%のディスカウントがされた金額でした。ですから、価格自体に着目する立場からも、払込金額は著しく有利ではないという評価も可能であったように思います。個人的には、もし、「公募増資におけるブックビルディングに類似した公正性の高いプロセスを経て」ディスカウント率が30%であった場合、プロセスに着目すれば有利発行ではないという解釈が成り立つのか興味を持っています。

二つの事例は私が個人的に興味を持っているだけであり、様々な解釈の仕方があると思いますので、もしご意見をいただけるのであれば幸いです。私が申し上げたかったのは、有利発行の判断基準に係る判例法理が変化していく場合に、上場規則も変わっていく必要があるか否かという問題があるということです。つまり、判例法理がプロセス重視の方向に変わっていった場合に、上場規則は公正な払込金額という一つの正しい価格があり、正しい価格を探究するという方向で情報開示規制の内容を設計するという方向を維持するべきなのでしょう。この点は今後もしかしたら問題になる可能性があるかと思い、問題提起の意味を込めて16ページから18ページで二つの事例を紹介いたしました。

Ⅲ. 議決権行使を容易にするための環境整備

1. 関連する上場規程・規程施行規則

こちらでもまず、関連する上場規程と規程施行規則の内容を確認したいと思います。

(1) 企業行動規範の望まれる事項

上場規程446条に、「上場内国株券の発行者は、株主総会における議決権行使を容易にするための環境整備として施行規則で定める事項を行うよう努めるものとする」とあります。

この「施行規則」というのは規程施行規則437条でありまして、時間の都合上、読み上げることはしません。

(2) 株主に発送する書類の提出

この議決権行使を容易にするための環境整備と密接な関係があるのが、19ページで紹介している、株主に発送する書類の提出に関する規定です。具体的には、上場規程421条に基づく規程施行規則420条で、上場内国会社は、株主総会招集通知書などを東京証券取引所に招集通知の発送日までに提出し、かつ、それを東証が公衆の縦覧に供するという内容です。

2. 制定の経緯

これらの規定がどういった経緯で設けられたかを確認していきたいと思います。

企業行動規範の「望まれる事項」というものは、平成19年の改正によって導入されました。ただ、平成19年の改正で導入はされたわけですが、実際にはしっかりと確認できているわけではありませんけれども、平成19年改正の東証の担当者の方が説明した資料（木村芳彦「上場制度総合整備プログラム2007に基づく上場規則の改正」（商事法務1816号（2007年）29頁））を読むと、もともと「株主総会における株主の議決権行使の促進に向けた環境整備のお願い」という要請事項を東証が出していて、それを企業行動規範に位置付けたということであるので、新しく何か規定を新設したということではないような気がします。

その後、平成21年改正で企業行動規範が遵守すべき事項と望まれる事項に整理されたことを受けて、この議決権行使の促進に向けた環境整備は、望まれる事項に位置付けられたということです。

規程施行規則437条の5号を除くものは、既に平成19年改正で導入されていたのですけれども、平成21年改正で5号が付け加わったということです。この5号が付け加わったのは、機関投資家による議決権行使（指図権の行使）を容易にするための環境整備を促すことにあると説明されています。これは実質的には、東証とブロードリッジの合弁会社であるICJによる議決権電子行使プラットフォームの利用を促すということにあると思

います。

次に、規程施行規則 420 条 1 項、これは株主に発送する書類の提出に関する規定ですけれども、「『2008 年度上場整備の対応について』に基づく有価証券上場規程等の一部改正について」によって、つまり平成 21 年の改正によって導入されました。

この規程施行規則 420 条 1 項については、上場制度整備懇談会 2009 年報告書による提言には含まれてはいなかったのですけれども、本報告書では、規程施行規則 420 条 1 項に相当するような制度改正をしてほしいという意見があったということが紹介されていました。

3. 分析

(1)「議決権行使を容易にするための環境整備」の現状

東証のウェブサイトには、3 月期決算会社の株主総会情報というものがまとめられていて、これを拝見すると、議決権行使を容易にするための環境整備については、各上場会社の対応が相当進んでいるのではないかなという印象を受けました。さらに、議決権電子行使プラットフォームの採用状況も非常に進んでいるような気がします。

以上を踏まえて、22 ページ以下では、今後の検討課題ということで、主に 3 点問題提起をしています。

(2) 今後の検討課題その 1 - 会社法改正作業との関係

1 点目は、会社法改正作業との関係です。2019 年 2 月 14 日に会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱が決定されましたけれども、そこで電子提供措置の導入が提案されています。

時間の都合上、説明を省略しますが、電子提供措置が導入されると、招集通知の位置付けが大きく変わる点に注目したいと思います。つまり、これまで招集通知及び株主総会参考書類によって提供されていた情報のほとんどは、電子提供措置と

いう形で株主に提供されることになるということです。その結果、招集通知の意義は、会社による電子提供措置の場所、すなわち、URL を知らせるということと議決権行使書面を同封するということ、それらにとどまると思います。

このような改正が提案されているわけですけれども、23 ページでは、いくつかの検討課題を指摘しています。

1 点目は、電子提供措置の時期を 3 週間より早期に開始するように努める旨の規律を上場規則に設ける必要があるという内容の附帯決議がされていますが、この附帯決議と上場規則の関係です。附帯決議とされていますので、望まれる事項の改正で対応がなされると思いますが、電子提供措置を 3 週間よりも早期に開始することを望まれる事項に付け加えると同時に、招集通知の早期発送に関する規定の取扱いが問題になるかもしれません。なぜかといいますと、要綱では、電子提供措置は株主総会の日の 3 週間前までにしなければいけないのですけれども、招集通知については、株主総会の日の 2 週間前までで足りるという現行法の規定を維持しているからです。現在では、招集通知についてもできるだけ早く発送することが望まれる事項として挙げられているわけですけれども、これをどのように位置付けるかも検討する必要があると思います。

次に、電子提供措置という形をとった場合には、例えば会社のウェブサイトがダウンしているような場合に、それが招集手続の法令違反になるかが問題となります。これを救済する規定として、電子提供措置の中断に関する規定を導入することが提案されているわけですけれども、東証のウェブサイトにも電子提供措置と同じ情報が公表されているということをどう考えるかが問題となります。東証のウェブサイトで公表されていれば、例えば取消事由にはならないという解釈の可能性などを検討する必要があると思います。

(3) 今後の検討課題その 2 - 集中日問題への対

処の限界

参考資料4で3月期決算会社の株主総会情報を挙げていますが、最集中日における集中率の推移は、1983年から2018年までのグラフが示すとおり、相当下がっています。しかし、最集中日ではなくて、6月の最終週に対象を拡大すると、実は7割の会社が同じ週に定時株主総会を開催しているという状況があります。一定の日に定時株主総会の開催が集中すると複数社の株式を保有している投資家は株主総会に参加する機会が制約されます。しかし、機関投資家はそもそも株主総会に参加しない場合が多いと思われるので、最集中日における集中率が緩和されても開催時期が一定期間内に集中しているという状況が存続する限り、議決権行使の準備に費やせる時間の制約は依然として無視できない規模で存在するようには思います。

では、1週間のうちに3月期決算の7割の会社の株主総会が集中しているという状況を解消できるかということ、そもそも3月期決算の会社の数が多いという状況を変えない限り、集中日問題については抜本的な解決を期待できないように思います。

(4) 今後の検討課題その3－コーポレートガバナンス・コードとの関係

実は、規程施行規則437条で望まれる事項として掲げられている事項は、コーポレートガバナンス・コードの原則1-2、それに補充原則1-2②、1-2③、1-3④、1-2⑤とほぼ同じです。つまり、コーポレートガバナンス・コードと同じ内容が望まれる事項として書いてあるということです。これらの重複については、今後、整理が求められるように思います。

個人的には、コーポレートガバナンス・コードに入れたほうがコンプライ・オア・エクスブレインの対象になるので、望まれる事項の多くはコーポレートガバナンス・コードのほうに統合するという形にしたほうが、上場規則の構造として分かりやすいと思います。ただ、もしコーポレートガ

バナンス・コードと上場規程の望まれる事項を併存させることに何らかの意義が見いだせるのであれば、例えば機関投資家の株主総会への出席について、コーポレートガバナンス・コードの補充原則1-2⑤に相当する規定を望まれる事項に入れることを検討することが考えられるかもしれません。

非常に雑駁な報告でしたけれども、時間になりました。これで私からの報告は終わりということにさせていただきます。ありがとうございました。

~~~~~

### 【討 論】

○伊藤 どうもありがとうございました。ご報告の内容は、第三者割当に係る問題と議決権行使を容易にするための環境整備に係る問題に大きく分かれるかと思しますので、今日は順にご議論いただいたほうがいいかなと思います。

まずは、第三者割当についてご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

それでは、最初に私のほうから少しだけ伺ってもよろしいでしょうか。

### 【上場制度整備懇談会2009年報告書と平成21年改正の関係】

○伊藤 レジュメの3ページから4ページにかけて書かれてある「上場制度整備懇談会2009年報告書の提言の概要」というところと上場規程432条の関係ですけれども、上場規程432条のルールの中身を見ていると、必ずしもこの3ページから4ページにかけて書いてある(1)から(7)の行動全てに対応するものでもないように思われました。上場規程432条はあくまで、一定の希釈化率、あるいは支配株主の異動ということを基準に適用されるものですので、例えば(4)の不適切な割当先の排除というのは、直接には関連しないように思えます。

また、(6)と(7)の行動も、直接的な関連はなさ

そうに感じます。もちろん、発行数が多い(6)と(7)の問題は深刻になり得るわけですが、支配株主が変わるといことは、(6)と(7)に直接は関係ないと思われま。まず、このような理解で差し支えないかということをお伺いしたいと思います。

○加藤 ご指摘のとおり、3ページから4ページにかけて紹介している上場制度整備懇談会2009年報告書の提言の全てが上場規程432条によって実現されているというわけではありません。3ページの上の方で「四つの対応策から構成される」と説明していますように、①から④の四つの対応策によって上場制度整備懇談会2009年報告書の提言が実現されているということです。

ですから、例えば資金手当の確認であるとか、不適切な割当先の排除ということについては、確認書や適時開示に関する規定の中で、その割当てを受ける者の払込に要する財産の存在について確認した内容を開示するというになっています。このように複数の制度の改正が同時に行われていますので、それらを通して上場制度整備懇談会2009年報告書の提言に対応したという関係があります。

ですから、上場規程432条は、提言の中では主に(3)にのみ対応しています。

○伊藤 ありがとうございます。

#### 【第三者割当に関する遵守事項と社外監査役職務の関係】

○北村 上場規程432条1号に、同条柱書の第三者割当をするときは経営者から一定程度独立した者による必要性及び相当性に関する意見の入手をすとあり、レジュメ6ページでは、その一定程度独立した者として「第三者委員会、社外取締役、社外監査役などが想定されている」とされています。ここで社外監査役が出てくるのですけれども、これは監査役としての立場として意見を述べるのか、そうではなくて、独立した何か専門的知識のある者という意味なのかをお伺いしたいと思います。

というのは、必要性及び相当性というのは適法性の問題ではなくて、経営判断に関する問題です。例えばレジュメの7ページにある「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」等の意見という場合は、適法性ということで監査役になじむのですが、必要性・相当性についての意見は監査役の職務になじまないとも思いますので、この点につきお教えいただければと思います。

○加藤 この問題は、第三者割当に関する遵守事項ができた当時から議論されている問題で、大証の研究会のときに洲崎先生が報告されて(大証金融商品取引法研究会研究記録「公開会社(上場会社)における資金調達法制」(2010年7月23日、京都大学大学院法学研究科洲崎博史教授報告))、この研究会でも議論されたと記憶しています。当時の議論の詳細を説明することは省略しますが、まず、その当時、ほとんどの会社では、経営者から一定程度独立した者としては社外監査役しか存在しなかったため、社外監査役を挙げざるを得なかったという状況が存在したことを指摘しておきたいと思ひます。

その上で、北村先生がご指摘のとおり、社外監査役職務は監査にとどまるにもかかわらず、ここで社外監査役が第三者割当の必要性や相当性を監査役として判断しているのか、それとも監査役職務とは別の専門家として判断しているのかという問題が生じるのですけれども、結局、前回の研究会でも見解の対立が解消するには至らなかったと記憶しています。ただ、個人的には、有利発行に該当するか否かと異なり、第三者割当の必要性や相当性を評価することは監査とは言い難いので、監査役職務としてではなく、外部の専門家としての判断を社外監査役に期待していると位置付けた方が適切であると考えています。

ただ、このような解釈をとると新たな問題として、第三者割当に関する遵守事項の対象となる第三者割当に関して、取締役だけではなく社外監査役も会社法423条1項又は429条1項の責任を負

うか否かという問題が生じます。上場規程 432 条 1 号に基づき社外監査役が意見を述べることは監査役としての職務に含まれないと解する場合には、必要性及び相当性に関する意見を述べることに何らかの問題があった場合でも、会社法 423 条 1 項の責任も 429 条 1 項の責任も発生しないという解釈もあり得ることになります。

この問題は、今後、改めて検討する必要性が生じる可能性があります。注 37 (レジュメ 15 頁) で紹介しています「公正な M&A の在り方に関する指針」でも、MBO 等の場合に設定される特別委員会の委員として社外監査役はどのように位置付けられるかが議論されています。ここでも、社外監査役の職務として特別委員会の委員となるのか、別に任務を委託されて行うのかという二つの法律構成が紹介されています。このことは、第三者割当の場合に未解決であった問題が、別の局面でも問題になり得ることを示していると思います。

○北村 ありがとうございます。

○前田 この問題が以前この研究会で議論されたときの内容を正確には記憶していないのですが、有利発行についての監査役の意見の方は、監査役の適法性監査の結果を確認するものであって、まさに監査役の法定の職務としてなされるものだと思うのですが、今問題になっている第三者割当の必要性とか相当性に関する意見というのは、加藤先生が今おっしゃったように、監査役の法定の職務ではないはずであって、これは、独立性がある程度期待できるということで社外監査役が会社から別に委託を受けていると構成するのがいいのではないかと思います。

これが具体的に問題になってくるのは、例えば第三者委員会のメンバーに社外監査役が入っていて、その委員として手当を受けているというときに、その手当を監査役報酬に含めるべきかどうかです。これに関連して、最近の旬刊商事法務の実務問答の中で、社外監査役が任意の諮問委員会などの委員となって妥当性の意見を表明するときに、その対価として受ける報酬は、監査役報酬に該当

するという解釈が示されています(野澤大和「取締役会の監督機能を補完する任意の委員会の委員としての活動と会社法上の報酬規制」(商事法務 2200 号(2019 年) 44 頁以下))。しかし、第三者委員会などでは、まったくの外部有識者が委員になることも少なくないところ、委員としての社外監査役がなすべき行為も受ける対価も、外部有識者と変わらないはずであって、それにもかかわらず、その行為を監査役としての職務の執行と見るのは無理があるのではないかと思います。

○北村 過去の大証の研究会以降の事情として、レジュメ 12 ページから 13 ページに述べられている会社法 206 条の 2 の新設があります。それについて、レジュメ 12 ページの最後の行にあるように会社法施行規則 42 条の 2 第 7 号によって監査役の意見が必要になるのですが、これは会社法上の監査役の意見ということになるはずですが、

ところが、加藤先生がレジュメ 13 ページでこの会社法施行規則上の監査役の意見と先ほど出てきました一定程度独立した者の必要性と相当性に関する意見の入手と併せて考えてもいいのではないかというようなご提言をされたように記憶しているのですが、ここはどう理解すればよろしいでしょうか。

○加藤 上場会社が会社法 206 条の 2 の手続が適用されるような第三者割当を行う場合、企業行動規範の 432 条も適用されるので、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が行われる可能性があると思います。私が申し上げたかったのは、監査役等が意見を出す場合、会社法施行規則に基づく意見と企業行動規範に基づく意見を別々の意見として出すのではなく、一つの意見として出すのではないかと、ということです。

北村先生のご意見を伺って、どこまでが会社法に基づく意見で、どこまでが企業行動規範に基づく意見なのかということ、厳密に区別する必要があるのか、また、区別できるのか、考える必要があると気付くことができました。

ご指摘によって、私の説明が不十分であったところを補充していただくことができました。ありがとうございました。

【第三者割当に関する開示規制が上場規則と金商法の双方に存在する意義について】

○川口 第三者割当の開示について、証券取引所のルールと金商法のルールの二つが併存しています。この点については、確かに、出発点が上場制度整備懇談会から始まったものと、金融審のスタディグループから始まったものがあり、結局、最終的に2本立てになってしまったということかと思えます。しかし、先ほどのご報告でもあったように、両者は似通ったものになってしまっています。これについての加藤先生の評価をお聞かせください。

すなわち、レジュメの12ページでは、「二つの開示規制が存在することの意義は？」と書かれています。その意味するところは、やはり保護法益が違うので、両方あっても構わないという話なのか、あるいは、趣旨は同様で、本来的にどちらかに統一してやるべきなのか、その点をお教えいただければと思います。

○加藤 ある事項について開示規制が併存するという状況は、第三者割当に限った話ではなくて、例えば決算短信と有価証券報告書にも存在します。ただ、この場合は、決算短信は速報性を重視し、有価証券報告書はより充実した情報開示を重視するというような形で役割分担が明確です。

これに対して、第三者割当の開示規制については、適時開示の方が速報性を重視しているというわけではないようです。少し古い文献になりますが、2014年の実務家の解説によれば、金商法のガンジャンピング規制のため、多くの場合、有価証券届出書の提出をした後にプレスリリースを出すという実務が存在するようです。そうすると、時期もほぼ同じで、内容もほぼ同じ開示規制が二つ併存しているということになると思います。

保護法益については、報告でも申し上げました

けれども、第三者割当に応じるかどうかを判断する投資家保護というよりは、第三者割当に応じる投資家以外の既存株主の保護が主であって、それは共通していると思うのです。しかし、開示の時期も同じ、開示の内容もほとんど同じで、むしろ支配株主との取引に関する開示が証券取引所の規則の方でのみ要求されるというので、証券取引所の規則の方が重い面もあります。ですから、開示規制の中心は証券取引所の規則であり、それで足りているという評価もあり得ると思います。

二つの開示規制が併存しているという状況を意味のあるものにするという点では、第三者割当に関する有価証券届出書の提出義務をなくすか、ガンジャンピング規制を緩和して、速報性と開示の充実のような役割分担を明確化する方向での制度改革が考えられます。

○川口 有価証券届出書での開示で、引受先についての詳細を開示させますよね。

○加藤 はい。

○川口 有価証券届出書での開示の目的は、投資家に情報を伝えることにあるはずですよ。しかし、第三者割当に関しては、投資家は引受先に限られ、そこで、自分についての情報開示をしてもらってもまったく意味がないですよ（笑）。このような観点から、有価証券届出書で開示させるのは不相当だという考え方もあるように思います。この点からも、適時開示に寄せていく方向性があるようにも思いますが、いかがでしょうか。

○加藤 開示規制の形式としては適時開示の方が適切だと思います。ただ、金商法の開示規制を残すのであれば、臨時報告書を利用することが考えられます。

○川口 分かりました。私自身も、金商法でやるのであれば臨時報告書での開示が適切ではないかと思っています。臨時報告書と適時開示は今でも併存しているわけですね。そういう意味でも、違和感はありませんというところでしょうか。ありがとうございました。



【利益相反のおそれがある第三者割当に規制対象を拡大することの是非について】

○伊藤 ほかはいかがでしょうか。

○船津 14 ページからの支配株主の異動を伴わない第三者割当と利益相反ということで、先ほどもちょっと開示の指針のお話に絡めてあったと思うのですが、支配株主が異動しない場合であっても、経営者と割当先の間には利益相反関係が存在する第三者割当については、証券取引所の規則によって相当性とか必要性に関する独立した者による意見の入手を求めているかどうかということ、加藤先生は16 ページに書かれています。ここでまずお聞きしたいのは、15 ページに書かれていたDMG 森精機の事例は、具体的にどういうものが経営者と割当先の利益相反関係として存在するとして、意見の入手を求めべきだとお考えなのか。

例えば、割当先が大株主である場合において、特別決議を超えるような形であるとか、あるいは90%を超えるような形の第三者割当をすることかといったものも含まれるのかどうかという、まず対象の点が1 点目。

2 点目は、何となくですけども、割当先の必要性とか相当性というものは、証券取引という点からすると、そういうことを開示すればいいような気がするんですけども、なぜここで意見の入手を求めるところまでしなければいけないのか。もしかしたら、これは支配株主の異動に関しても言える話なのかもしれませんけれども、なぜあえて手続をとる、意見を入手するということ、これを要求される必要があるのかという点。

これらの2 点についてお聞きしたいと思います。お願いします。

○加藤 1 点目は、支配株主の異動を伴わない、大株主などに対する第三者割当として、具体的にどのような取引を念頭に置いているのか、というご質問であると理解しました。例えば DMG 森精機の事案は、代表取締役が代表者を務める別の法人への株式等の割当てとして一般化することが許されるのであれば、まさに経営者と会社及び一般株

主の利益相反が問題になる取引に該当すると思います。船津先生のご指摘があった10%程度持っているような株主に対する第三者割当も、不公正発行とは言えないとしても、利益相反によって取引条件が経営者に友好的な大株主に有利な方向で歪められる危険性はあると思います。このような危険性が一定程度を超える場合には、第三者割当に係る遵守事項に類似した規制の対象にすることが考えられるように思います。

2 点目は、必要性と相当性の開示に加えて、第三者の意見の入手まで求める必要性があるのか、というご質問であると理解しました。第三者割当について必要性と相当性があるかどうかを利益相反関係がある人に判断させても、その情報は信頼性に欠けると思います。ですから、少なくとも利益相反関係がない、客観的に会社及び一般株主の利益の観点から判断できるような人による判断を株主に提供するということが重要であると思います。

○船津 その点ですけれども、要するに利益相反があると開示する情報が汚れる、だから、独立性のある人の意見を求める、という形だとすると、これは別に新株発行とかに限らない話になってきますよね。利益相反があることに関して、例えば現在種々の開示規制があるとしたら、それも全て汚されていることになるのではないかという気がしましたので、そうなってくると、利益相反全てについて第三者からの必要性なり相当性なりの意見を入手するという手続を入れていくというふうに話がつながるような気がしたので、そうではないのでしょうか。

○加藤 船津先生のご指摘の趣旨は、利益相反が問題となる取引は、大株主などに対する第三者割当に限られるわけではなくて、至るところにあるにも関わらず、なぜ第三者割当に限って規制を設けるのか、ということであると理解しました。この点に関する私の考えを述べる際に、公正なM&Aの在り方に関する指針の報告書において言及されている大株主などに対する第三者割当における利

益相反の問題の具体例を挙げることができればよかったのですが、一定の類型の取引について利益相反があると多くの投資家が考えているのであれば、まずは個別具体的な問題の対処の要否から検討を始めるべきだと思います。第三者割当については、まさにこのような観点から証券取引所が積極的な役割を果たしてきたのだと思います。立法や判例法理によって一般的に対応できるような問題であっても、実際に投資家の利益保護の観点からは無視できない問題が生じているのであれば、証券取引所が率先して対応を行うというのは、望ましいと思いますし、証券取引所に期待されていると思います。

もう一つ考えなければいけないのは、許容される利益相反とそうでない利益相反の線引きだと思います。少なくとも第三者割当の場合は、株主の権利や持株割合に直接の影響が生じますので、許容されない利益相反に属すると思います。

ただ、ご指摘のように、利益相反の問題は至るところにあるので、本来であれば、一つ一つ利益相反の問題をピックアップするとともに、最終的に何か包括的な対応をするというのが理想であるかもしれません。

○船津 ありがとうございます。

【「経営者から一定程度独立した者による当該割当の必要性及び相当性に関する意見の入手」を遵守事項とする意義】

○黒沼 二つ教えていただきたいのですが、まず、大規模な第三者割当をするときに、独立した者による割当の必要性及び相当性に関する意見の入手が必要だというのは、必要でないし相当でもないという意見でも、意見さえ入手すれば、これを守ったことになるのかどうか。もしそういうふうに解されるおそれがあるとしたら、規定ぶりにやや問題があるのではないかというのが第1点です。

もう一点は、必要かつ相当だという意見を手入れしなければならぬという意味だとして、そうい

う意見が入手できなかった場合に、株主は会社法210条に基づいて差止めを請求することができるかどうか。法令には違反していないけれども、著しく不公正な方法として差止めの対象になるのではないかなど私は思うのですが、その点についてご意見があればお教えてください。

○加藤 まず、2点目のご質問についてですが、おっしゃるとおり、株式の発行又は自己株式の処分が著しく不公正な方法により行われるか否かは主要目的ルールによってのみ判断されるという解釈は、会社法210条の文言から導かれる唯一の解釈ではありません。ですから、ご指摘のように、第三者割当は必要かつ相当であるという意見を手入れできなかったにも関わらず第三者割当を行うことは不正発行の一種であるという解釈は、私はあり得ると思います。

次に1点目のご質問の趣旨は、必要性及び相当性に関する意見の入手が要求されているに過ぎないので、それらを欠いているという内容の意見を手入れしても、第三者割当に係る遵守事項を遵守したことになるのか、ということであると理解しました。上場規則の中に明確な根拠があるわけではないのですが、会社が第三者割当に関する開示を行う際には東証に事前相談する必要があるので、会社がそのような意見しか入手できていないにも関わらず開示をして第三者割当を実行することを東証は許さないのではないかと思います。

私は、第三者割当に係る遵守事項は事前相談とセットになっていると思います。ですから、必要性及び相当性に関する意見の入手という要請は、事実上、必要性和相当性が認められる場合に限り第三者割当を行って下さい、そうではない場合、東証は第三者割当を行うことを認めません、ということだと思います。ですから、規定の趣旨は、経営者から独立した者から第三者割当は必要かつ相当であるという意見を手入れしなければならない、ということになると思います。

○黒沼 ありがとうございます。

○松尾 今、黒沼先生がご確認されたところで、

事実上必要性と相当性があるという意見の入手を求めるといふ趣旨だとし、かつ東証がそれをエンフォースするだろうということになりますと、有利発行に係る総会決議を経ることが予定されているとしても、なおそれらの意見を求めてはどうかというところで、加藤先生は、総会での判断材料として要求してはどうかとおっしゃったと記憶しています。総会に付議すれば通るかもしれないけれども、意見を入手できないから止めるということもあるとすると、株主の判断というのはそれほど信用できないのではないかとも思います。証券取引所は市場の秩序ですとか、上場会社の行動規範として必要性・相当性の意見を求めることに独自の利益があるのではないか、私自身はそういうこともあるのではないかなど考えているのですけれども、やはりここはあくまで総会での判断材料として提供させるべきと、そういうお考えでしょうか。

○加藤　ご質問の趣旨は、上場規程 432 条の構造は「(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」と「(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」の選択制であることと、16 ページの提案との関係を説明して欲しい、ということであると理解しました。確かに、現在の第三者割当てに係る遵守事項はいずれか一方で足りるとされていますが、私は、(2) が機能するためには(1) が必要ではないかと考えているのです。本来は(1) と (2) の双方が実施されることが望ましいと思いますが、資金調達機動性等にも配慮する必要があり、(1) のみで足りるという選択を残すことにも意味はあると思います。ただ、(2) によって株主総会決議等を経れば足りるという構造には、少し疑問を持っています。株主の判断に多くを委ねる際には、株主が集団として正しい判断をすることが期待できる環境、反対の株主も多くの株主が賛成するからやむを得ないとの結論を受け入れてくれるような環境を整備する必要があると思います。そのような環境を整備するために

は、株主に対して十分な情報を提供することが必要であり、特に経営者から一定程度独立した者による割当ての必要性及び相当性に関する情報が提供されることの重要性は高いと考えました。ですから、(2) の株主総会決議等を実施する場合には、(1) も要求するべきではないかと考え、16 ページの提案に至りました。

ただ、私の提案は、現在の上場規程 432 条が依拠する発想とは異なることは承知しています。ですから、上場規程 432 条に対する問題提起も含んでいるとご理解いただければと思います。

○松尾　ありがとうございます。

【第三者割当てに係る遵守事項の実効性を会社法の解釈において考慮することの是非について】

○伊藤　黒沼先生のご発言にも関係すると思うのですが、上場規程 432 条の実効性について加藤先生の評価を伺えればと思います。上場規程 432 条の場合、例えば独立役員制度と違って、事前の届出のような仕組みはビルトインされていません。事前相談も、例外なくやらなければいけないというものでもなかったと思います。そうすると、規定に違反した発行が行われる場合にどうなるかを考えなければいけないのですが、実効性確保措置を見ていると、実際に使われそうなのは公表措置で、ひどい場合は上場契約違約金とか、そういう措置なのかなと思われま

す。そして、会社法上の規律が、先ほど黒沼先生からのご質問にあったように、差止事由になるかという話になります。黒沼先生は差止事由と考えてもよいということをおっしゃって、加藤先生もそうおっしゃっていたのですが、不公正発行というのは、不当な目的を達成する手段として新株の発行が利用される場合をいうとされますので、単に上場規程 432 条を遵守せずに発行をしようとしているということが不当な目的を達成する手段として行われていると言えるかどうかについては、考え方は分かれると思われま

す。このように考えていきますと、上場規程 432 条

というのは、サンクションはほどほどだという感じになるかと思います。そこで加藤先生として、もう少し上場規則 432 条の実効性を上げた方がいいと評価されるのか。あるいは、上場規則というのはそもそもそういうものであり、上場規則 432 条の適用範囲も実は明確ではないので、そこまで実効性を上げるのも適切ではないと考えられるのか。そのあたり、どういうふうに評価されているのかを伺えればと思います。

○加藤　まず、企業行動規範の遵守すべき事項の実効性についてですが、伊藤先生のご指摘のとおり、事項ごとに、東証が利用可能な仕組みにばらつきがあると思います。その上で、第三者割当に係る遵守事項の実効性を確保するために、会社法上の措置を活用する必要があると考えているのか、とのご質問であると理解しました。

この問題を検討する際には、まずは、実際に事前相談が行われている対象とその実効性の程度の認識を確認することを避けて通ることはできないように思います。ただ、部外者が事前相談の実態を知ることは困難です。例えば、これまで事前相談をせず第三者割当が行われた事例がどれくらい存在するのか、第三者割当に係る遵守事項が導入されたことによって第三者割当の実態にどのような影響が生じたのか、といった情報が存在しないと、上場規則 432 条の実効性を分析することは困難です。

関連して、事前相談がどういった根拠で運用されているのかということについて、会社情報適時開示ガイドブックを見ても、事前相談を求めますとは書いてありますが、根拠は書いてありません。この点については、何か明文の規定を設けた方が良いでしょうに思いました。ただ、上場契約の中に既に存在するのかもしれません。

次に、会社法上の措置を利用して第三者割当に係る遵守事項の実効性を高める必要があるか、という問題ですが、まず、会社法 210 条 2 号は、「株式の発行又は自己株式の処分が著しく不公正な方法により行われる場合」なので、目的以外の要素

に着目して不公正な方法か否かを判断するという解釈も文言には違反しないと思います。証券取引所の上場規則の違反、特に遵守すべき事項の違反は重大ですから「株式の発行又は自己株式の処分が著しく不公正な方法により行われる場合」に該当するという解釈は、十分に成り立ち得ると思いますし、既存株主の利益保護という観点からも望ましいと思います。

ただ、そのような解釈をする際には、平成 26 年会社法改正によって、第三者割当に係る遵守事項の対象範囲が変わったことに注意する必要があります。つまり、支配株主の異動を伴う場合には、事実上、会社法 206 条の 2 に関連した株主総会決議が行われると思います。ですから、第三者割当に係る遵守事項の実効性の確保は、希釈化率は 25%以上であるが、支配株主の異動を伴わない取引について問題になるということになります。ただ、希釈化率が 25%以上の第三者割当の場合は、株主構成が大きく変更し、支配株主にかなり近い大株主が現れる可能性もあります。ですから、平成 26 年会社法改正の後も、第三者割当に係る遵守事項の実効性の確保を会社法の解釈において考えていく必要性は変わらないと思います。

○伊藤　一つだけ補足させていただいていいですか。不公正発行に当たるかどうかのところで、加藤先生は不公正な方法になると解釈すればよいとおっしゃったのですけれども、不公正な方法というのは、あくまで会社法から見て不公正な方法だと評価されなければいけないと思いますので、その説明は何とかつけなければいけないのかなと思いました。単に上場規則に反するから不公正だ、というのではなくて、上場規則に反するこういう行動は、会社法の観点から見てもこのように不公正になるので、だから不公正な方法として差止めの対象になる、という説明がついた方がいいのではないかと思います。

○加藤　確かにご指摘の問題はあるかもしれませんが。類似の問題は既に委任状勧誘規則違反と株主総会決議の効力の関係で問題にされていたと記

憶しております。ご指摘、ありがとうございます。

【会社法 206 条の 2 第 4 項の株主総会決議が停止条件付決議として行われた場合の当該株主総会決議の瑕疵と株式の発行等の効力の関係】

○片木 13 ページで、会社法 206 条の 2 の要件に該当するかどうかが不確定であるために、停止条件付きの株主総会決議をとるという実務について言及しておられますけれども、この停止条件付き株主総会決議で、会社法 206 条の 2 第 5 項ですか、ちょっと要件が特殊ですけれども、それを充たすような決議が成立した場合には、恐らく請求したら停止要件が成立して、だったら、今さらやってもしょうがないので、要するに 10 分の 1 を超える株主の方であっても、もう請求はしないだろうということが予想されるわけですね。そのときに、この決議は、結局最後まで一種の勧告的決議みたいなままで残ってしまうということになるのかということなのです。

会社法 206 条の 2 の決議というのが、要件が異なっていますので、そもそもその決議に瑕疵があるときに、例えば株式発行の無効事由になるのかどうかというのは相当難しいところがあるように思うのですけれども、仮に先ほど黒沼先生からお話がありましたような会社法の規定に基づく監査役の意見とか取締役の説明あたりで、あるいはその他の開示項目に不実な記載その他があったときに、そのまま、つまり勧告的決議のままで例えば取消しを請求してもいいのだろうかとか、非常に難しい問題が起こりそうな気がしたのですけれども、いかがでしょうか。

○加藤 後半部分のご指摘から私の考えを述べさせていただきますと、例えばレジュメの 12 ページにある会社法 206 条の 2 第 1 項に基づき株主に通知しなければならない事項について虚偽の記載などがあった場合には、そのことが法令違反になりますので、それを根拠にして差止めや新株発行の無効の訴えが認められると思います。

前半部分のご質問の趣旨は、株主総会を成立させたことについて、例えば招集通知に虚偽記載があるなど、会社法 206 条の 2 第 1 項に基づく株主への通知とは別の事項について法令違反があった場合、停止条件が成就していないので決議の効力は生じていないから、取消しの訴えを提起することもできないのではないかと、ということであると理解しました。新株発行の効力は無効の訴えによってしか争うことはできませんが、無効事由は解釈に委ねられています。ですから、招集通知に虚偽記載をして停止条件付きの株主総会決議を成立させたことが、無効事由の存在を肯定する方向で考慮されるように思います。

別の言い方をすると、レジュメの 13 ページで紹介したような株主総会決議の成立に法令違反等があったということは、決議取消しを経由することなく、新株発行の無効事由の解釈において考慮できるのではないかと考えています。

【会社法 210 条 1 号の法令違反に上場規程の違反が含まれるかについて】

○前田 先ほどの、上場規程に違反する新株発行が会社法上の新株発行の差止事由になるかという問題は、上場規程のエンフォースメントを考える上で非常に重要な問題だと思います。

そして、会社が証券取引所との間で上場に関する契約を締結した以上は、会社をして上場規程に違反する行為をさせることは、取締役の善管注意義務違反になるのではないかと考えるのです。新株発行の差止事由の会社法 210 条 1 号の法令・定款違反の「法令」違反には、善管注意義務違反を含まないと解するのが伝統的な通説のようですが、近時は、善管注意義務違反を含めるべきではないかという見解も現れており、このような見解をとれば、先ほどの議論のように著しい不公正に無理に当てはめる必要はなく、法令違反の方で差止事由になると考えていいのではないかと。

【電子提供措置と東証のウェブサイトにおける開

示の関係】

○伊藤 差し支えなければ、議決権行使を容易にするための環境整備の方に移らなければならないタイミングかと思えますけれど、よろしいでしょうか。ご質問等、よろしくお願ひします。

それでは、私から簡単なコメントをさせていただきます。

23 ページで、加藤先生は、東証のウェブサイトに参加書類等がアップロードされていたら、取消事由にならないといった解釈ができるのではないかというお話しされていたかと思ひます。私はそういう解釈は支持できると思ひますし、取消事由になるとしても、少なくとも裁量棄却のところ調整はつくのではないかというふうにおもひました。

○加藤 ありがとうございます。

**【議決権電子行使プラットフォームを利用した実質株主とのコミュニケーションの実態】**

○北村 参考資料6の「議決権電子行使プラットフォームの仕組み」で、「プラットフォームに参加すると上場会社と機関投資家は効率的かつ効果的にコミュニケーションを取ることができます」と下線が引いてあるところについてお伺ひします。昨年の日本私法学会のシンポジウムでの武井一浩先生のご報告では、現在のプラットフォームの状況では、カストディ銀行や常任代理人の背後にいる実質機関投資家を特定することはできず効果的なコミュニケーションができないので何らかの「見える化」が必要であるというご意見が述べられました（商事法務 2175 号（2018 年）58 頁）。参考資料6の下線部は実質的なコミュニケーションの向上という意味かもしれませんが、この点について何かもしご意見がありましたら、お伺ひしたいと思います。

○加藤 ご質問の趣旨は、議決権電子行使プラットフォームを通じて発行会社が名義株主の背後にいる国内外の真の実質株主とどこまでコミュニケーションをとることができるか、ということでしょうか。

○北村 そうです。

○加藤 私も、ある会社の方から、少なくとも誰がどういった内容の議決権行使をしているかは分かると同ったことがあります。つまり、真の株主の誰が賛成なのか、反対なのかということは分かるということのようです。しかし、どのような仕組みによって、「プラットフォームに参加すると上場会社と機関投資家とは効率的かつ効果的にコミュニケーションを取ることができます」ということになっているのか、私も把握しておりません。

○松崎（東京証券取引所常勤監査役） ※ 当該回の研究会に傍聴者として出席

繰り返しになるかもしれませんが、議決権電子行使プラットフォームに参加すると、真の実質株主とコミュニケーションをとることができますと書いてございます。それで、実際に海外の実質機関投資家などは、ほとんどこのプラットフォームを通じて議決権行使を電子的に行うというのが一般的でございます。この仕組みの中では、発行会社の方から株主総会の議案の資料を提供して、株主の方はそれを見て議決権行使として賛否を入力します。その賛否動向は議案ごとや名義株主ごとに日々集計され、発行会社側で把握することができるようになっております。

また、最近よく使われている機能として、集計された賛否動向において反対票が多いような状況が見受けられたときに、発行会社側からさらに追加的に補足説明をする資料をアップロードすることができます。それによって、場合によっては株主の意見が反対から賛成に変わるというようなことも実際にあるようです。そういったことが具体的なコミュニケーションの内容ということになるかと思ひます。

○加藤 つまり、誰が真の実質株主かは、議決権電子行使プラットフォームを利用しても分からないということですね。

○松崎 そこまでは、多分、分からないと思ひます。

○北村 ありがとうございます。

【定時株主総会の集中と決算期の集中の関係】

○伊藤 どの問題でも結構ですので、さらに何かご質問等がありましたら、お願いできればと思います。

○久保 集中日の対処に限界があるのではないかということで、3月期決算に集中すること自体が問題で、そこを解消しないと、6月最終週に株主総会が集中するという問題は解消できないのではないかというご報告がレジュメ 23 ページのあたりであったと思います。そうすると、3月期決算から他の時期の決算に移るような施策をどうやってとるのかという問題が恐らく問題になってくるのだらうと思います。

そこでは、なぜ3月期決算にこれほど集中するようになってしまったのかという問題と、では、それをほかの例えば9月期決算なり12月期決算なりに動かすためには一体法律に何ができるのかという問題があるのだらうと思うのですが、なぜ3月期に集まったのかというあたり、あるいは動かすために何かやれることがあるのか、あるいはないのか、どういうことになるのでしょうかというあたりについて、加藤先生のご感触をお聞かせ願えればと思います。

○加藤 この点も、問題提起にとどまっており、何か妙案があるわけではありません。決算期は各会社が自由に決めることができるわけですし、既に現在の決算期を前提にして様々な社内の事務手続が決まっていると思います。ですから、自主的に決算期を変更する動きを上場会社に期待することはできないと思います。

しかし、決算期の変更を定時株主総会の集中を解消するために法律で強制するというのも、決算期の変更によって生じる影響の大きさを考えると、難しいように思います。ですから、一定期間に定時株主総会が集中するという問題は、多くの人が問題意識を共有しているにもかかわらず、なかなか解消できないのだと思います。

ですから、久保先生のご質問に正面からお答えできていないことは重々承知しているのですが、3月期決算を維持した上でできることを地道に積み上げていくという選択しかないのかもしれないかもしれません。

○久保 分かりました。ありがとうございます。

【「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、監査等委員会又は監査委員会の意見等」と有利発行の判断基準の関係】

○伊藤 ほかはいかがでしょうか。

○飯田 レジュメ 16 ページから 18 ページの有利発行のところに戻るのですけれども、監査役等の意見というのは、有利発行に該当しないという取締役会の判断の適法性に関する意見なのか、それとも価格それ自体の評価をするのかということですが、結局、例えばレジュメの 17 ページ一番下にあるような意見というのは、手続の話について適法かどうかを表明しているものであって、私はそれで全く問題ないという意見です。

要するに、有利発行の判断基準が揺らいでくるということの影響があり得るのは、価格自体を見なければいけないという立場をとっていた場合には影響があるけれども、もともとそうではなくて、取締役会の意見が、適法かどうかを評価すればいいということであれば、全く影響ないという理解でいいでしょうか。

○加藤 ご指摘のとおりです。

○飯田 分かりました。

○伊藤 それでは、時間になりましたので、本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。どうもありがとうございました。