

第三者割当増資の意義とその変遷

——経営と法律の視点から——

境 新 一

The Changes in Functions of Third Party Allocation in Increasing Capital

This study argues the changes in the functions of third party allocations from a defense tool to a restructuring measure, by examining lawsuit cases during 20 years from 1984 and 2003. From 1984 to 1993, a majority of lawsuits were regarded as a defense measure by management to protect the companies from being acquired by other companies' purchasing outstanding shares. After the burst of the bubble economy, there was a rapid increase in the number of derivative actions, alleging management responsibility for not pursuing shareholders' interest. Behind these moves, there were significant changes in the Japanese economy and legal frameworks, which, as a consequence, diversified companies' financing methods. Significant changes in the economy include a fall in asset values and deterioration of business performance, followed by restructuring. In the legal framework, there were material revisions in the Commercial Code, which encouraged shareholders to file more derivative suits, diversified capital increase methods and lowered standards for capital increase by venture capitals. Examining lawsuit cases amid these changes reveals the shift of the function of the third party allocation from corporate defense to restructuring to pursue public interest.

一 はじめに

本研究は、バブル経済破綻前に機動的な資金調達の道として認識される一方、提訴株主と現経営者による企業防衛・支配権の争奪として論じられてきた第三者割当増資が、バブル経済破綻後の今日、いかなる機能を発揮しているか、という問題意識に基づき第三者割当増資の現代における意義とその変遷を経営と法律の視点から訴訟事例を通して論ずるものである。

我国のバブル経済破綻前、特に昭和五九（一九八四）年から平成五（一九九三）年までに提起された大半の訴訟事例は、買収（提訴株主）に対する防衛（企業経営者）の視点から論じられるものが主流であった。¹しかし、バブル経済破綻後は株主代表訴訟に見られるように株主利益の視点から経営責任を問う事例が急増した。更に、平成六（一九九四）年から今日に至る最近一〇年間に経済・経営の領域では、株式、不動産を中心とする資産価値の下落、金融機関の経営破綻、企業再建、経営者の相続税対策や事業承継など、様々な問題が提起され、企業経営者、行政とも対応に苦慮してきた。一方、経営現象の変化に対応して法律の領域でも、平成一三（二〇〇一）年を転機として商法の大改正が続いている。本稿では、こうした経営と法律の関係についても検証する。

二 第三者割当増資による資金調達

二・一 株式発行による資金調達

一般的な資金調達の方法としては次の四種類が存在する。すなわち、①株式発行 ②借入 ③資産売却 ④経費削減である。この中で特に、①株式発行について述べる。

株式を発行する（新株発行）ことによって資金調達する方法は、増資（資本金の増加）を指し、自己資本が増加することを意味する。その結果、自己資本比率が高まり、損失が発生しても債務超過に至るおそれが少なく、調達した資金を返済する必要もないため、最も健全な資金調達方法である。ただし、その一方で、新株発行を引き受ける出資者の有無、出資者が現れても経営権が奪われる懸念、利益から多額の配当を要求するおそれも生ずる。更に、配当金は税引後利益から支払うため、費用（損金）には算入されず、負担も多い。

一般に、増資の目的としては主に三つの種類が存在する。第一に、事業の発展に伴う増資である。資本金を増やし、事業をさらに拡張展開する。第二に、株主構成を変化させる増資である。有力企業からの資本参加や、起業家自身の所有割合を上昇させる。第三に、経営危機を克服するための増資である。企業の創業時、当初計画より多くの資金が必要となった場合、あるいは資金繰りが厳しくなり増資せざるを得ない場合に要請される。企業にとって事業状況に関わらず、増資は不可避であり、その実行に十分な準備が必要である。

二・二 第三者割当増資の特徴

株式を発行して資金調達する有償増資には株主割当増資、公募増資、そして第三者割当増資の3種類が存在する。このうち第三者割当増資は株主以外の第三者または一部の株主に新株引受権を与えて新株を発行する方法である。非公開会社が当該増資を行う場合も多いが、公開会社が行う場合、資本提携、業務提携、会社再建などを目的としており、経営状態が悪く低株価のため株主割当や公募による増資に支障が伴う場合などに利用される。ただ、発行価格が時価を大幅に下回るときは既存株主の利益が損なわれる危険性があるので株主総会の特別決議が必要である。

元来、第三者割当増資は通称であり、商法においては第二八〇条の二、第二八〇条の一〇に規定されている「株主以外の者に対する新株発行」がそれに相当する。

三 法律の視点と分析結果

本節では第三者割当増資に関わる諸問題を法律の視点から整理し、分析結果を述べる。まず、新株の発行に関わる規定を我国における商法、証券取引法から概観し、次いで増資をめぐる判例の変遷を整理し、発行価格・発行目的の検討を行う。そして最後に経営者（取締役）を巡る責任を商法、米国における経営判断の原則と対比して試論する。その際、最初に平成五年までの第三者割当増資の変遷を論ずる立場から旧商法条文をあえて用いる。

(一) 新株発行に関する規定 (昭和五九年〜平成五年)

(a) 商法

本研究では株式払込による有償増資の場合に限定し法的制約を整理する。新株の発行は定款に定める会社が発行する株式の総数(授權株式数)の枠内でしか行えない。従って発行予定の新株数が授權株式総数の未発行分を超える場合は定款を変更して授權株式数をあらかじめ増加させておかなばならない(商法第三四二条)。この場合、新株発行の前に株主総会の特別決議(発行済株式総数の過半数に当たる株式を有する株主が出席し、その議決権の三分の二以上の多数決で行われる決議)により定款を変更する(商法第三四三条)。ただし授權株式数を増加させる場合でも発行済株式総数の四倍を超える数にする定款変更は認められない(商法第三四七条)。我国商法では授權株式制度のもとで原則として取締役会が自由に新株発行を行うことができる(割当自由の原則)。従って株式総会の決議が要求されている場合を除き、新株発行に関するいくつかの事項は取締役会決議で定めることができる(商法第二八〇条の二第一項)。

会社は新株を発行する場合、取締役会で決定された新株発行事項(新株の額面・無額面の別、種類、数、発行価額、払込期日及び募集方法)を払込期日の二週間前までに公告するか株主に通知しなければならない(商法第二八〇条の三の二)。当該条項は株主が新株の不正な発行による不利益を受ける恐れがある場合に株主に新株発行差止請求権(商法第二八〇条の一〇)を行使する機会を与えるためである。従って第三者割当の場合でも特に有利な発行価額で発行する場合に株主総会の特別決議を得るときは公告・通知は不要である。従ってその発行価額は「特に有利な発行価額」(商法第二八〇条の一「不正な発行価額」と同一と解釈される)であっても株主総会の特別決議等の手続きを経ていれば第三者割当増資を行うことはできる。一方、特に有利な発行価額でありながら特別決議のない場合には法令違反

として、また、その発行方法が不公正な目的（例えば現在の経営者の支配権の維持を主な目的とする場合）で行われるときは著しく不公正な発行方法として新株発行の差止請求の対象となる。従つて第三者割当増資を行なおうとする場合は本研究で問題とするところの二点、つまり発行価額と発行目的が妥当であるか否かを検討することが必要である。商法の条文では第二八〇条の二第二項、第二八〇条の一〇が相当する規定である。²⁾

(b) 証券取引法

証券取引法においては募集と売出、公募と私募、有価証券届出書と有価証券通知書という募集形式や提出書類の相違によつて個々に考えられる。

「募集」とは不特定かつ多数の者に対して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（証券取引法第二条第三項）、「売出」とは不特定かつ多数の者に対して均一の条件で既に発行された有価証券の売付けの申込をし、また買い付けの申込を勧誘すること（証券取引法第二条第四項）をいう。新たに発行される有価証券の対象者数が五〇名以上である増資が上記の「募集」に該当することになる（開示通達二・一）。従つて新たに発行される有価証券の取得の申込を勧誘する場合でも対象者数が五〇名程度未満である増資は「募集」に該当しない（開示通達二・二）。これが便宜的に第三者割当と呼ばれている。

証券取引法は新株発行に關して発行価額または売出価額の総額が五億円以上の有価証券の「募集」または「売出」をする場合には有価証券届出書を大蔵省に提出しなければならないと規定する（証券取引法第四条第一項）。財務大臣が有価証券届出書を受理した日から原則とし十五日を経過した日に届出の効力が生じる（証券取引法第八条第一項）。届出をしなければ有価証券の募集及び売出をすることはできないのである。届出書は記載された貸借対照表、損益計算書等について公認会計士または監査法人の監査証明を受けなければならない（証券取引法第一九三の二）。

一方、有価証券届出書の提出を要しない少額の有価証券の募集及び売出は有価証券通知書によって発行状況を把握するとともに届出書の提出の必要がないか判断資料とするものである。有価証券通知書の提出が義務づけられる場合は次の通りである（開示省令四、六）

①一〇〇万円を超えて五億円未満の募集または売出が行われる場合

②非継続開示会社が募集によらず五億円以上の株式を発行する場合

従って、届出書も通知書も提出する必要のない場合は五〇名以上の者に対して行う有償増資で発行総額一〇〇万円以下のとき、五〇名未満の者に対して行う一定の新株発行で五億円未満のとき（五億円以上では継続開示会社のときのみ臨時報告書で可）である。^③

また、証券業界では証券取引法とは別に自主ルールと呼ばれる、証券界の実務慣行とそれに影響を及ぼす国税庁通達（特に法人税基本通達）を参考に作られた取り決めが存在する。法的には該当事項に違反した場合、ペナルティが課される。第三者割当に関連する自主ルールとしては「時価発行増資に関する考え方」（平成元年八月改訂）が知られている。^④本ルールでは発行価額と発行インターバルについて次のように規定されている。

①一定の価額以上の第三者割当増資は認められる。一定の価額とは当該増資についての取締役会決議の直前日の終値または直前日を最終日として、これを遡る六カ月以内の任意の日を初日とする期日の終値平均に〇・九を乗じた価額とする。

②一定価額に満たない発行価額で行われた第三者割当増資の場合には業務提携等きわめて特殊事情がない限り次の増資までのインターバルを三年とする。

尚、上記の自主ルールは平成四年五月、日本証券業協会にて種々の引き受けに関する事項が全般的に見直された結果、「有価証券の引受けに関する規則」（公正慣習規則第一四号）が制定され、種々のルールが一本化されるに至った。^⑤

(d) 商法と証券取引法の関係

商法（とりわけ株式会社法）と証券取引法の関係については鈴木教授に従えば証券取引法が株式会社に関して経済主体間の利害調整の面において特に投資者保護のため諸措置を講じたものであることから、商法を企業関係を関係主体間の利益を調整する立場から規制する特別法と解するなら、一般法と特別法との関係にたつものと認められる。しかし、この関係は一定不変のものではない。証券取引法は法的処理において商法とは異なり、経済統制法に近似し法規の適用が一律でなく裁量の余地が残され専門的な見地からの判断を要する。従つて証券取引法は裁判所の管轄とならず行政官庁の管轄とされるのである。⁽⁶⁾

(二) 経営責任に関する規定（昭和五九年〜平成五年）

(a) 商法

経営者（取締役）は一般的に忠実義務（商法第二五四条の三）、善良な管理者の注意義務（商法第二五四条の三項、民法第六四四条）を怠つた場合に会社に対して損害賠償義務を負うべきである。実際に経営者の責任は次の二つの方法によつて追及される。⁽⁷⁾

まず取締役が法令・定款に反する行為をする場合に六カ月以上引き続き株式を有する株主は当該行為を意図する取締役に對して行為の差止請求権を有する（商法第二七二条）。

請求方法は取締役を被告として差止提訴を行い、訴えを本案として仮処分を申請する（民事保全法第二三条）。差止請求権は英米法の差止命令（injunction）の制度を变容したものであり、監査役にも認められる（商法第二七五条の二・特例法二五条）。類似の制度が新株の不正発行の場合に定められている（商法第二八〇条の一〇）。株主による差止請

求は訴訟の目的物が消極的な行為の差止であるが、会社が取締役に対して有する差止請求権を会社のために行使するのであって本質は株主代表訴訟と異ならない。管轄、弁護士報酬の請求、訴訟参加等に関する代表訴訟の規定が差止の訴えにも類推適用されるべきである。

次に株主代表訴訟は昭和二五年の商法改正の際、アメリカ法にならって我国に導入されたものである。株主代表訴訟の制度は株主が会社の代表機関的な立場で会社に代位し株主が会社に代わって原告となり取締役を被告として提起する訴訟である（商法第二六七条）。株主代表訴訟は利用可能な範囲が広範であるため企業経営に対する株主の是正手段として当初から幅広い機能が期待されたが、従来あまり利用されなかった。しかし、日興証券損失補填訴訟手数料事件を契機に株主代表訴訟は脚光を浴びるようになった。そして平成五（一九九三）年一〇月一日から施行された改正商法では商法二六七条第四項が新設され、代表訴訟の目的の価額について手数料が八二〇〇円で済むことになった。

株主代表訴訟はその実質的な機能、目的の面から考察すると株主による取締役の行為の差止請求訴訟（第二七二条）及び新株発行の差し止め請求訴訟（第二八〇条の一〇）等と同様、株式会社構成員である株主に認められた会社業務監督機能の行使であるということが出来る。会社の怠慢により最も影響を受ける株主の利益を守るために株主自らが全株主を代表して取締役の経営責任を追及する。株主代表訴訟では一定要件を満たす株主であれば請求できる金額に制限はないが、勝訴しても当該株主が直接受ける利益はなく、会社に損害賠償が支払われることによって間接的に全株主の一員として利益に資するだけである。

元来、株主代表訴訟は信託義務違反を理由とする全株主のための集合代表訴訟（class action）が起源であった。⁽⁸⁾ 我国の商法は米国の会社法における取締役に関わる注意義務（duty of care）、忠実義務（duty of loyalty）概念をそのまま援用している。⁽⁹⁾

(b) 経営判断の原則

米国では経営判断の原則 (business judgment rule) に依拠するところが大きい。経営判断の原則とは一般的に、取締役の正直かつ偏見のない判断が fiduciary duty 及びその他の法に従ってなされているものと推定し、裁判所が取締役の行動を後知恵をもって批判することを禁ずる、というものである。経営判断の原則は判例法により形成されてきた諸原則の例と同様に米国各州により適用される状況によつて表現は多様である。同原則は株主が会社を運営するため自ら取締役を選任したから、取締役の行動と決定が適切になされる限りにおいて責任を問うべきではない、という考え方が基本にある。従つて実体法のレベルでも証明責任のレベルでも会社の受託者である取締役を守る機能を果たしている。

一般に原告である少数派株主は取締役会の情報を入力することは事実上、限度があるため判断原則は取締役の経営決定を争う訴えにはほぼ完璧な防御を提供してきた¹⁰。我国においても増資に関わる提訴事例では証明責任が原告側にあるため差止請求(または仮処分等)が容認されにくく、経営責任の追及は十分とは言えなかつた。経営者は自社の株価動向に対して十分に監視する必要があるが、株価高騰が提訴株主側の問題には留まらない。

(三) 分析結果

(a) 第三者割当増資に関する訴訟当事者

バブル経済崩壊前後、昭和五九年(一九八四年)から平成五年(一九九三年)に至る一〇年間に第三者割当増資は多数実施されている。ここでは増資を巡り提訴された事例のなかで訴訟の当事者である発行企業、提訴企業及び割当先について整理した(表一)。

表1 第三者割当増資に関する訴訟と当事者 昭和59年—平成5年

割当時期 判決日	原告・提訴者 裁判所	被告・発行企業 事件名	割当先
昭44.1 47.4.27 48.7.27	個人 1審：東京地裁 2審：東京高裁	アイワ 株主代表差額金請求事件	ソニー
昭59.2 61.10.16 62.10.19 平3.2.28	個人 1審：東京地裁 2審：東京高裁 上告審：最高裁	アイデン 架空増資事件 公正証書原本不実記載、 同行使、詐欺被告事件	アイデン商事、タモン 他
昭62.6 平2.6.22	カロリナ 大阪地裁（第1次）	ゼネラル 新株発行禁止 仮処分申請事件	明電工、吉田工務店他
昭62.11 62.11.18 平2.5.2	コスモポリタン 大阪地裁 大阪地裁	タクマ 新株発行差止 仮処分申請事件	住友銀行、協和銀行他
昭 63.12 63.12.2	高橋産業 東京地裁（第1次）	宮入バルブ製作所 新株発行差止 仮処分申請事件	東洋製鋼、光陽鋼業他
平元.7 2.9.26	個人 東京簡裁	日新汽船 インサイダー取引事件	イ・アイ・インターナショナル他
元.7 平元.7.25	秀和 東京地裁	忠実屋 新株発行差止 処分申請事件	いなげや
平元.7 元.7.25	秀和 東京地裁	いなげや 新株発行差止 仮処分申請事件	忠実屋
平元.9 元.9.5	高橋産業 東京地裁（第2次）	宮入バルブ製作所 新株発行禁止 仮処分申請事件	八商、埼玉銀行他
平2.1 2.7.27	サンワエンタープライズ 神戸地裁	日工 不当利益返還事件	住友生命、日本生命他
平2.7 2.7.12	カロリナ 大阪地裁（第2次）	ゼネラル 新株発行禁止 仮処分申請事件	相生産業
平2.12 4.9.25	谷藤機械工業 東京地裁	マクロス インサイダー取引事件	佐々木ベジ
平3.3 平4.10	個人 東京地裁	アイベック 破産宣告	全国朝日放送他
平4.12 4.12.4	ナル 東京地裁	宇野澤組鉄工所 新株発行差止仮処分事件	宇野澤虎雄 他

(注1) アイワは昭和59年以前であるが、分析に関連するため本表に掲げた。
(注2) アイベック元社長らは平成6年6月、証券取引法及び商法違反で起訴された。

(b) 発行企業の特徴

提訴された主な発行企業に共通して見られる特徴は、中堅・中小企業であり、社歴は古いもののその後の飛躍的發展には今一つめぐまれず不動産等の資産は保有するものの、資本の伸びが小さく、業績不振等があげられる。当該企業の経営者は経営を抜本的に改革する必要がある、従って経営者の経営責任は大きいと言わねばならない。一方、当該企業における筆頭株主の多くは仕手集団（株式を安値で買い占め、高値で売却し差益を得る集団）の色彩が濃く、経営者は様々な意味で企業防衛を迫られていた。企業防衛は、企業の範囲内での利害関係者をも含む特定の利益、すなわち私益の追求と言えよう。

(c) 提訴者の特徴

前述の発行企業に対して提訴を行った者（株主。以下、提訴株主と言う）は筆頭株主にあたるものが多く、その特徴は個人、法人を問わずその主たる職種が不動産業、株式投資業であり、仕手集団の性格を有することである。当該企業は実際に株買い占め企業の経営権を奪取する意図を有さず、むしろ高値で買い取らせることによって、利益を確保することに重点があったと思われる。しかし、上記提訴株主の大半は、その後の株価下落により多額の含み損を生じて営業譲渡あるいは資金繰り悪化から破産に至っている。

(d) 割当先の特徴

第三者割当増資の割当先に見られる特徴は新株を発行する企業にとってグループ、支援先、関係会社、社長個人等にわたる。しかし、いずれも小資本で強い経営基盤を持たない企業像、経営不振の状況が理解されるのである。

(e) 判例・学説

新株発行に反対の株主は新株発行の効力につき争うことができるが通常に本訴を提起し審理したのでは時間的に合わないため、短時間で決定を下せる新株発行差止の仮処分申請という非訟事件として取り扱われる。仮処分は株主または会社の損害を避けるための事前の救済手段であるから新株発行が効力を生ずるまで、通常、払込期日までになされる。新株発行禁止の仮処分について会社がこれを無視して新株発行した場合の新株発行の効力については学説・判例とも見解の分かれるところである。ただ仮に効力を取引安全の保護、株主の利益、仮処分の効力を考慮して有効説をとるにせよ仮処分の実行性を確保する見地から立法論として仮処分違反に対して過料その他の制裁を定める必要を支持する意見が多い¹³⁾。裁判所の判断とその問題点を整理すると、訴訟の争点としては買占め、新株発行差止請求、不当利益返還請求、インサイダー取引、会社更生、株価操作、脱税等があり、第三者割当増資が企業犯罪の温床になる危険性を多分に有することが分かる。

新株発行差止を申請する場合、新株発行差止請求権を被保全権利とする新株発行差止仮処分申請がなされる。当該仮処分の本案訴訟は新株発行差止の訴えである。この仮処分は「仮の地位を定める仮処分」(民事保全法第二三条第二項)、満足の仮処分である¹⁴⁾。手続きは原則として口頭弁論または当事者双方の立会いのできる審尋の期日を経なければならぬ(民事保全法第二三条第四項)。ただし審尋等の期日を経ることにより仮処分命令申立の目的を達することができない事情があるときは例外として審尋等の期日を経る必要はない(同項但書)。ただ実務上は仮処分申請から払込期日まで一週間程度の短期決戦型が多く連日の審尋等の期日(通常は双方審尋)を重ねざるをえないため、書証の効率的な利用を行うなどを工夫する¹⁵⁾。従来、買取側から申請された新株発行差止の仮処分が容認された判例は極めて少なく、仮処分が容認されにくいことが分かる。その原因は新株の発行目的及び発行価額という主要事実の疎明が困難なためである。以下にこの二点を言及する。

(ア) 発行目的の検討

不公正な発行方法について判例は主要目的論と呼ばれる基本方針に依拠している。主要目的論とは新株発行が資金調達という正当目的でなく会社の経営権をめぐる争いに介入する不当目的が優越し、それが新株発行の主要目的と解される場合であるとする理論である。これに従えば不当目的の存否、当該目的が他の目的に優越することの疎明責任は新株発行差止仮処分を申請する株主側に負担させられる。しかし株主側が疎明に成功する可能性は少ない。その理由は株主側が主張する株主間の対立関係、持株比率の低下という間接事実の推認によつて不当目的を疎明しようとしても、資金調達目的が皆無であるケースは存在しない。また資金需要の有無を公平性の基準とする判例の立場は取締役の経営判断を尊重する傾向を否定できない。こうした主要目的論に対して増資の合理性を明確かつ客観的な基準で判断すべきであるとする学説も有力に主張されている。¹⁶⁾

(イ) 発行価額の検討

有利な発行価額について、公正な発行価額に対する明確な基準は存在しないものの、商法第二八〇条の第二項が要求する株主総会の特別決議が旧株主の財産的利益に対する保護にあるとする見解が支配的である。学説も通説はほぼ同様である。¹⁷⁾しかし、大量の株式買い占め等により株価が急騰した場合は公正な発行価額の基準について判例の見解は分かれている。タクマ・コスモポリタン事件¹⁸⁾では、急騰した株価は公正な発行価額決定の基準とはなりえず、買い占めの影響を受けない時期の市場価格を基準として公正な発行価額を算定すべきであるとし、秀和・忠実屋いながや事件¹⁹⁾では株式買い占め等により株価が急騰した場合であっても高騰した市場価格を基準としてそれを修正して公正な発行価額を算定すべきであるとする。また第1次ゼネラル事件²⁰⁾では市場価格の高騰に合理的な理由があるか否かによつて発行価額決定直前の市場価格に従うかどうかを分けて考えるとする。一方、学説は急騰した株価は公正な発行価額算定の基準と

はなりえないとする通説²¹、市場価格が高騰した理由によつて場合分けし、高騰した価額が一過性の現象に過ぎず合理的な理由がないときは無視してよいが企業提携等、企業価値の増大や相乗効果による企業価値の増加の結果として株価が高騰した場合、つまり合理的な理由があるときは公正な発行価額算定にすべきであるとする見解が主張されている²²。大量の株式買い占め等によつて株価が急騰した場合、一体、何を公正な発行価額と考えるか基準が判例、学説によつて統一されていないため裁判官も心証形成が困難である。

これまでの最高裁の判断によれば、公正な発行価額は発行決定直前の株価に近接していることが必要であることを横河電機製作所の新株発行に関する判例は示している²³。ただ、問題は株式が投機の対象となり時価が著しく高騰したときに時価基準をどう考えるかである。アイワ²⁴、タクマの両事件では株主の持分価値を重視し高騰している時価を基準とせず、企業提携や買占めによる影響を受けない時期における市場価額を基準として算定されるべきであるという見解を示している。これに対して忠実屋・いなげや、宮入バルブ²⁵、ゼネラル²⁶の各事件においては株式の持分価格よりも市場価格を重視し株式が市場で投機の対象となり株価が高騰した場合でも時価基準を採用すべきであるとする見解に転換した。また、証券業界は流通市場を尊重し割当先と一般投資家の間で株式取得を公平にするために時価とかけ離れた価格（特に著しく安い価格）である場合を排除すべく自主ルールを制定した²⁷。以上の状況を踏まえると私見ではまず、事例となつた企業の株価推移を調べ、当該株価の騰落習性を確認すべきであると考ええる。また株価と企業価値との関連性に関しては、その間の関係を問わず市場価格を出発点とする市場価格説²⁸、市場価格は企業の実体的価値を反映しているとする持分価値説²⁹がある。

四 経営の視点と分析結果

本節では第三者割当増資の目的が事実、有効に企業経営の改善に寄与したかを経営の視点から検証し、分析結果を述べる。分析方法としては数理統計手法を用いて、昭和六十二年から平成五年に至る第三者割当増資を行った企業について増資前後の株価推移と企業業績を対照させ比較する形をとる。対象となる企業総数は一七一社、このうち提訴されたのは一二社（以下、発行企業という）である。発行企業とその他企業（以下、比較企業という）との差異はどこに表れるか。端的にはそれが株価と企業業績に表れると考えられる。本研究では発行企業と比較企業の双方で割当前後の株価差異と企業業績との関係を検証する。

（一）既存研究と本研究の分析視点

増資の公開情報が株価に与える影響については市場の効率性に関する研究としていくつかの成果が米国、日本に存在する。ファマ (E.Fama) の「情報の効率性の研究」と情報の三段階分類、フレンド (Friend) の「取引の効率性と期待収益率の研究」が知られている⁽³⁰⁾。また、公開情報が株価の異常変動に与える影響を計測する方法として累積異常変動 (Cumulative Abnormal Return: CAR) の手法が開発されており、資本市場と企業情報の関係について、企業自身が創造した公開情報に対する資本市場の反応、株式収益と会計業績の関連、市場の効率性に関する異常値等が分析されている⁽³¹⁾。

本研究では分析対象となる株価が1カ月1株価、年間一二ポイントのデータ数と限定されており、かつ分析企業に特

表2 発行企業・比較企業一覧

割当時期	発行企業	比較企業 I	比較企業 II
昭44.1	アイワ	新和海運	トリオ
59.2	アイデン	クラウン	日本インター
62.11	タクマ	日本タイプライター	新潟鉄工所
63.12	宮入バルブ1	キャノン電子	日鍛バルブ1
平元.7	日新汽船	中外鋳業	日之出汽船
元.7	忠実屋	日本配合飼料	長崎屋
元.7	いなげや	浅香工業	東急ストア
元.9	宮入バルブ2	扶桑レクセル	日鍛バルブ2
2.1	日工	京セラ	北川鉄工所
2.7	ゼネラル	山水電気	古林紙工
3.12	マクロス	富士ロビン	明治機械
4.3	アイベック	メイク	トランス・コスモス
4.12	宇野澤組鉄工所	日本鍛工	電業社機械製作所

(注1) 比較企業 I は発行企業と同時期に増資を実施した企業である。

(注2) 比較企業 II は発行企業と同時期には増資を実施しなかった企業である。

異性があるため、独自の方法を考案した。ここでは提訴された一二社の企業及び当該企業と同時期に新株発行された企業、表2の三七社における増資前後の株価の動きに焦点を当て、発行株価や発行目的を具体的なデータ解析を通じて検証する。株式評価の方法論として単純評価法、比準評価法、折衷平均評価法等が知られているが本研究では上場企業のみを対象とするため市場株価(時価)を基礎とする。分析対象企業としては昭和六二年から平成五年に増資白書に登場した割当実施企業について割当月(増資実施月)を基準に6ヵ月前後、計一年間の株価(月末終値、ただし相場がない場合は最も月末に近い相場が建った日の終値)及び割当をはさむ二時点の企業業績(有価証券報告書^③)をデータ化する。データの項目は次の通りである。

(ア) 株価データ

- ① 分析対象企業の割当前6ヵ月、割当後6ヵ月、計13ヵ月分の月末株価(終値)
- ② 上記と同時点の日経平均株価
- ③ 取締役会決議日前日株価
- ④ 増資の払込株価

⑤ 発行価格のディスカウント率（取締役会決議前日株価基準、割当1カ月前株価基準、割当当月株価基準）

（イ）企業業績データ

本研究では企業の収益性、成長性、安定性と株価の関係を確認するために以下の経営指標を使用する。割当前び割当後の各直近決算期の①経常利益、②総資産、③株主資本、④借入金、⑤D I II多角化度指数³⁴である。

（二）分析内容及び分析方法

分析内容は昭和六二年から平成五年にかけての発行企業と比較企業について株価と企業業績の関係を対照させ分析する。比較条件には時期、業種、規模、上場の区別（一部・二部別）がある。株価に関しては差異率と累積差異を定義する。差異率とは各月毎の株価の変化率を表し、次式で表される。

t 時株価の対 $t+1$ 時株価に対する株価差異率 \parallel

$$\frac{(t+1\text{時株価} - t\text{時株価})}{t\text{時株価}} \times 100 (\%)$$

差異率が大きいほど株価の変化が大きい。一方、累積差異とは差異率の変化幅を表し、差異率の総和に関する標準偏差で算出される。累積差異が大きいほど変化幅が大きい。

分析方法としては数理統計分析の手法を用い基本統計量（最大値、最小値、平均値、中央値等³⁵）によっている。

(三) 分析結果

(ア) 増資が株価に与える影響

第三者割当増資が当該発行企業の株価に対してどのような影響を与えるか。本研究においては提訴された一二社の企業及び当該企業と同時期に新株発行された企業の株価の動きから分析した。表2の三七社における増資前後の株価の動きから次のことが言える。

① 提訴された発行企業の株価は増資前後において下降の傾向が見られる。

② 同時期に増資された比較企業の株価は増資前後において上昇の傾向が見られる。

これは増資のニュース（情報）のもつ株価に与える特徴を表現していると言えよう。つまり、通常の第三者割当増資のニュースは株価上昇の要因となるのに対して、³⁶⁾経営問題や支配を巡る争いがあるような提訴された企業では株価下降の要因となるのである。

また既成成果を受けて、本研究における新株発行と株価差異に関しては次の仮説、

『ある企業の株価差異が一定値を越える場合、増資によっても当該企業の経営は改善しない。』が提起され得る。以下にこの仮説を検証する。

(イ) 株価差異

発行企業の基準化された株価を用いて増資前後1カ月、6カ月の株価差異率を算出したものが表3である。また株価累積差異を発行企業、比較企業Ⅰ及び比較企業Ⅱと対照させたものが表4、表5である。これによれば、まず発行企業は比較企業Ⅰ・Ⅱに比べて割当前後の株価累積差異の変化が大きいことが分かる。次いで比較企業Ⅰは発行企業と同時

表3 割当月前後1・6カ月の株価差異率

全て終値ベース、単位：%

企業名	割当6カ月前	割当1カ月前	割当1カ月後	割当6カ月後
アイワ	-25.00	5.73	71.21	-5.00
アイデン	34.12	18.94	-26.84	なし
タクマ	-5.26	-9.87	33.97	20.26
宮入バルブ1	-3.54	16.12	-3.33	11.48
日新汽船	4.20	2.38	-0.45	-2.59
忠実屋	-11.11	-7.69	39.58	-5.26
いなげや	-3.88	-7.22	49.27	-11.32
宮入バルブ2	0.00	-28.75	-3.06	-16.34
日工	2.80	0.85	-54.67	-10.40
ゼネラル	18.25	3.80	12.50	-15.03
マクロス	-3.88	-30.15	-1.23	-29.41
アイベック	-9.00	-11.65	-29.67	0.00
宇野澤組鉄工所	0.76	-16.07	-16.36	8.46

(注) 上記の数値は次式によって算出される。

例 割当6カ月前株価の対5カ月前株価に対する株価差異率は
 $(\text{割当5カ月前株価} - \text{割当6カ月前株価}) / \text{割当6カ月前株価} \times 100\%$

表4 株価累積差異の比較 (1) -発行企業と比較企業I-

割当時期	発行企業名	比較企業 I	割当前差異		割当後差異	
			被告	比較	被告	比較
昭44.1	アイワ	新和海運	49.60	12.33	75.13	12.80
59.2	アイデン	クラウン	84.18	52.79	なし	64.94
62.11	タクマ	日本タイプ	19.36	29.82	43.84	18.77
		キャノン電子		31.04		44.84
63.12	宮入バルブ1	中外鉱業	26.51	20.86	17.99	11.63
平元.7	日新汽船	日本配合飼料	48.07	11.44	26.45	12.54
	忠実屋		11.85		40.33	
	いなげや		17.70		63.09	
元.9	宮入バルブ2	浅香工業	47.23	12.59	23.36	15.97
		扶桑レクセル		22.75		24.51
2.1	日工	京セラ	21.09	26.90	52.19	25.97
2.7	ゼネラル	山水電気	28.73	46.39	32.50	37.67
3.12	マクロス	富士ロビン	101.58	25.52	28.10	11.89
4.3	アイベック	メイク	12.28	36.00	49.00	16.79
4.12	宇野澤組鉄工所	日本鍛工	21.60	27.70	50.29	30.83

(注1) 比較企業Iは発行企業と同時期に増資を実施した企業である。

(注2) 累積差異は株価差異率の総和の標準偏差を算出したものである。

(注3) 時期、業種、規模、上場(1部・2部別)の比較条件のうち時期を第一要件としているため比較企業の業種、規模は発行企業と同一条件とは言えない。

表5 株価累積差異の比較 (2) -発行企業と比較企業II-

割当時期	発行企業名	比較企業II	割当前差異		割当後差異	
			被 告	比 較	被 告	比 較
昭44.1	アイワ	トリオ	49.60	35.14	75.13	24.92
59.2	アイデン	日本インター	84.18	23.24	-	-
62.11	タクマ	新潟鉄工所	19.36	20.56	43.84	25.81
63.12	宮入バルブ1	日鍛バルブ1	26.51	14.86	17.99	22.59
平元.7	日新汽船	日之出汽船	48.07	32.89	26.45	15.16
元.7	忠実屋	長崎屋	11.85	26.42	40.33	19.07
元.7	いなげや	東急ストア	17.70	16.11	63.09	31.67
元.9	宮入バルブ2	日鍛バルブ2	47.23	19.41	23.36	30.34
2.1	日工	北川鉄工所	21.09	12.38	52.19	29.10
2.7	ゼネラル	古林紙工	28.73	29.13	35.50	29.10
3.12	マクロス	明治機械	101.58	16.38	28.10	17.73
4.3	アイベック	トランス・コスモス	12.28	18.94	49.00	22.82
4.12	宇野澤組鉄工所	電業社機械製作	21.60	50.57	50.29	44.57

(注1) 比較企業IIは発行企業と同時期には増資を実施しなかった企業である。

(注2) 累積差異は株価差異率の総和の標準偏差を算出したものである。

(注3) 比較企業は発行企業と時期、業種、規模、上場(1部・2部別)の比較条件をほぼ同一条件となるように抽出している。

(注4) トリオの現商号はケンウッドである。

期に増資を実施しているにもかかわらず株価差異は小さいことが理解される。経営権を巡る相克の少ない企業、すなわち経営の安定度が株価に反映していると考えられる。更に発行企業と同時期に増資を実施しなかった比較企業IIは、株価差異が小さく、また業種(例えば、機械、電機、小売業など)、規模、上場別に固有の差異値を有すると推定される。

(ウ) 発行株価のディスカウント

日経平均株価を考慮した(日経平均株価の変化を控除した)、当該企業のみの変化を用いても割当1カ月前後の株価差異はそれ自体の変動と変わらない。いずれも割当に際して割当の情報が公開(新聞報道等)された時点を含む割当月株価は1カ月前、1カ月後を通じて次のように変化している。

同時期の比較企業が株価が上昇傾向であるのに対して提示した企業では株価は下降傾向にある。また株価は6カ月前と1カ月前を比較すると変化の大きさに相違が見られる。

表6 発行企業に関する第三者割当増資前後の企業業績

企業名/ 決算期	経常利益	総資産	株主資本	借入金	DI
アイワ					
昭43.11	502	12947	1779	921	35.6
44.11	737	14814	2032	632	36.2
アイデン					
57.11	-245	5729	603	1951	40.5
タクマ					
62.3	-948	44900	7141	13201	25.8
63.3	1239	55679	18105	10788	23.8
宮入バルブ					
63.9	152	6046	2935	983	46.4
平元.9	108	7753	4826	771	47.1
2.9	-1203	6739	3843	780	43.8
日新汽船					
元.3	1121	46390	1755	39306	26.2
2.3	2800	161554	29047	115309	13.7
忠実屋					
元.2	7562	178166	54795	52987	54.6
2.2	6731	187785	56100	74557	53.9
いなげや					
元.3	4499	58663	31564	5831	31.8
2.3	4512	65995	34256	6131	31.2
日工					
元.11	2295	27026	11586	1365	24.8
2.11	2742	40152	21987	2950	23.8
ゼネラル					
元.12	658	10678	6310	1060	27.4
2.12	510	16262	11787	1158	24.8
マクロス					
2.3	-559	7133	-2074	4017	46.8
3.3	97	4900	-1424	5161	39.8
アイベック					
3.3	524	15046	4516	9473	54.4
4.3	568	17491	5905	10437	49.4
宇野沢組鉄工所					
4.3	28	7193	1151	3509	52.9
5.3	-313	8500	1700	4500	52.8

(注) 単位：経常利益、総資産、株主資本、借入金は百万円、DIは100以下の正の実数である。

(工) 企業業績

発行企業の増資の前後で企業業績がどのように変化するか整理したものが表6である。これより、発行企業の割当後

以上の分析結果より発行企業は比較企業よりデイスカウント率(割引率)が大きいことが分かる。また株価変化率は割当月株価と1カ月後株価のみ有意差が認められる。発行企業は比較企業より割当月株価と1カ月後株価に差異が見られる。割当による株価の変化は割当1カ月後に顕在化すると言える。

表7 割当1・6カ月前, 1・6カ月後の株価差異と経営状況

企業名	割当6カ月前		割当1カ月前		割当1カ月後		割当6カ月後	
	10%	10%	15%	15%	20%	20%	15%	15%
	未満	以上	未満	以上	未満	以上	未満	以上
アイワ		○	○			○	○	
アイデン		×		×		×		
タクマ	×		×			×		×
宮入バルブ1	×			×	×		×	
宮入バルブ2	×			×	×			×
日新汽船	○		○		○		○	
忠実屋		×	×			×	×	
いなげや	○		○			○	○	
日工	○		○			○	○	
ゼネラル		×	×		×			×
マクロス	×			×	×			×
アイベック	○		○			○	○	
宇野沢組鉄工	×			×	×		×	

(注1) 差異幅は差異率の符号を無視した絶対値で表される。
 (注2) 宮入バルブは異なる時期に第三者割当増資を2回実施している。
 (注3) ○は経営改善, ×は経営悪化した企業を表す。

の借入金改善しており、また比較企業の経常利益が悪化していることが分かる。増資による改善点としては株主資本の増大、借入金の減少、債務超過改善等である。増資が減資とペアで債務解消の効果を発揮する。しかし、各社とも割当後二、三年と経過しても著しく財務改善がなされた企業はない。第三者割当増資は経営改善に解決策の切り札とは言えないのである。結果として企業業績が悪化すれば、当該増資は成功とは言えない。本研究では七社が経営改善に成功したとは言えない例となろう。増資して業績が改善したケースはいずれも総資産・株主資本が増えている。

発行企業に関して株価差異率の正負を無視した差異幅と経営状況を対照させたものが表7である。これより発行企業のうち経営が改善されている企業は株価差異が6カ月前は大きいものに対して、1カ月前は小さいことが分かる。つまり差異幅が一定値以下になっているのである。これに対して経営が悪化している企業は株価が6カ月前は小さいのに対して1カ月前は大きい。つまり割当直前の差異幅が一定値以上になっていることが分かる。

経営状況が改善している企業の6カ月前、1カ月前の株価推移は上昇の傾向があり、株価差異は1カ月前で一五%、6カ月前で一〇%の範囲内で変化する。これに対して経営悪化している企業は株価推移は6カ月前、1カ月前で下落の傾向にあり、株価差異は1カ月前で一五%、6カ月前で一〇%を超える株価差異が見られるのである。

また、当該表より発行企業とそれ以外の企業のいずれにも、自主ルール違反が存在することが分かる。ただ、自主ルール改訂以後、提訴件数は減少している。

(四) 考 察

まず、第三者割当増資が当該発行企業の株価に対して与える影響は次の通りである。

① 提訴された発行企業の株価は増資前後において下降の傾向が見られる。

② 同時期に増資された比較企業の株価は増資前後において上昇の傾向が見られる。

増資のニュース(情報)のもと株価に与える特徴は通常の第三者割当では増資のニュースは株価上昇の要因となるのに対して、提訴された企業のように経営問題や支配権を巡る争いがある企業では株価下降の要因となるのである。本研究における新株発行と株価差異に関する当該仮説『ある企業の株価差異が一定値を越える場合、増資によっても当該企業の経営状況は改善しない。』は支持される。

本研究で更に経営改善の有無と株価差異との関係から経験的に得られる知見として経営改善した企業の株価差異の幅は新株発行6カ月前では一〇%以内、1カ月前では一五%以内と小さい幅である。対照的に経営上改善がみられない、もしくは悪化した企業では新株発行6カ月前では株価差異が一〇%、1カ月前では一五%を超える。つまり経営改善し

ている企業には異常な株価差異が起こりにくいのである。一二社の株価に関する騰落習性から一過性の高騰か否かの判断をする一つの尺度として、この株価差異が検討される余地があろう。株価の異常な騰貴に対して経営者は監視する責任を有し、株価高騰を放置して経営悪化に陥れば経営者の責任は免れない。

以上の結果、発行価額の下限を定める既存の自主ルールに加えて株価差異の幅を考慮することが経営の視点を織り込んだ新株発行の余地を生む点で重要であると考ええる。第三者割当増資に対して経営と法律の両方の視点を用いて分析することは今日における第三者割当増資の役割を再認識させるのに有益である。

五 第三者割当増資の機能の変遷

経営現象も、法律も当然ながら時代と共に変化する。既述の分析対象期間であった昭和五九年から平成五年の一〇年間に對して、その後の平成六年（一九九四）から今日に至る最近一〇年の中で、経営と法律の各側面において二つの大きな変化が生じている。

第一に、平成二年後半から続いたバブル経済崩壊によって、資産価値の下落、様々な企業不祥事、相次ぐ金融機関の破綻（日本長期信用銀行、日本債券信用銀行、石川銀行、りそな銀行、足利銀行など）、海外での租税回避（旺文社）、欠陥情報隠蔽（三菱自動車）、老舗企業の経営破綻（カネボウ）等を背景に、第三者割当増資を活用する事例が多くなっている。すなわち、企業再建としての増資が注目され、経営者の相続税対策や事業承継を目的した増資も重要性を帯びている。第三者割当増資が関わった近年の事例をいくつか紹介する。

(1) 平成一三(二〇〇一)年一二月に経営破綻した石川銀行の場合、債務超過の財務状況を隠しながら、債務者に対して第三者割当増資を引き受けさせた。金融庁は当該事態を重く見て、平成一五年二月、「第三者割当増資に関するガイドライン」を公表した。第三者割当増資については、預金及び貸出等の業務を営む銀行が取引先等に対し直接に割当を行うため、法令等遵守に係る内部管理態勢の確立について、健全性や誠実さ等の観点から、資本充実の原則の遵守、優越的地位の濫用等不公正な取引の防止等を特に十分に留意するように求めている。

(2) 三菱ふそう、及び、三菱自動車は平成一五年一〇月以降、長年に渡るリコール(回収、無償交換)隠蔽の不祥事が明らかとなり、平成一六年四月、ドイツ・ダイムラー社から増資支援不承認を表明され、三菱自動車は三菱グループ内の支援に依存せざるを得ない状況に至った。同六月、同社は東京三菱銀行と三菱信託銀行に計一三〇〇億円の第三者割当増資を行い、増資総額は約五〇〇〇億円規模を目指す。三菱自動車が有利発行を行う背景にはリコール問題などが相次ぎ、市場から時価で資金調達することが困難であつた事情があろう。再建を主導する企業再生ファンド、フェニックス・キャピタル側にも、再建が成功して株価が上昇すれば、市場で株式を売却して多額の売却益を望める利点がある。なお、同八月に同社は産業活力再生特別措置法(産業再生法)の適用を認定された。

(3) カネボウは平成一五年中間決算が六二九億円の債務超過となり、化粧品事業を花王に売却する可能性も検討したが、結局平成一六年二月に、産業再生機構で企業再建を図ることを決定した。産業再生機構は五〇〇〇億円を投入し化粧品事業を分離し新会社に移行させた。同七月、臨時株主総会での承認を経て、事業再生計画に基づき、産業再生機構や主力取引銀行の三井住友銀行を相手先として総額約五〇〇億円の第三者割当増資を行い、財務体質を改善する一方、新たな会計監査体制で透明な経営を目指すこととなった。産業再生法の適用も認定された。産業再生機構が第三者割当増資

の相手先となり、有利発行が活用される。

(4) 旺文社（親会社。現オープンシャールディングス）のオランダ現地子会社はテレビ朝日株を現物出資により親会社より取得したため、当時の税法では帳簿価額で評価され、含み益は出さず法人税は課されなかった。その後、テレビ朝日株をグループの海外関連会社に第三者割当増資により移動し海外の実業家に譲渡した。東京国税局は現地子会社の当該取引が親会社からの所有権移転に当たると認定し、同族会社の行為計算を規制する法人税法一三二条を適用して当該株取引の譲渡益に対し約一〇七億円の追徴課税、更正処分を行った。平成一三年一月、東京地裁の一審は、あくまで海外子会社と関連会社の行為であり、旺文社が法人税を不当に減少させたものではないと判断して東京国税局の課税処分を取り消した。しかし、平成一六年一月の東京高裁での控訴審判決は、一審の判決を取り消し、課税当局の主張を認める判断を示した。現行法では現物出資を用いた当該取引は認められないが、海外取引を介した同種の租税回避行為は、課税当局との見解の相違も多く、訴訟に至るケースが見られる。

第二に、平成一三（二〇〇一）年を皮切りに、商法大改正が始まり、資金調達的手法は多様化した。特に、平成一三年に改正された株式関係の内容は大きな変革を伴っている。具体的には、①自己株式の取得解禁、②額面株式の廃止、③純資産額規制の廃止、④単元株制度の創設（実質的な単位株制度の恒久化）、⑤新株予約権の創設などである。³⁸⁾

①自己株式取得の解禁は、配当可能利益の範囲内に財源規制を設けたこと、買受にあたる場合は定時総会の決議によること、売却による処分には新株発行の手續に準ずることから、資本充実の原則や株主平等の原則に配慮している。また、企業再編（合併・株式交換・株式移転・株式分割）における新株の発行に自己株式を代用できることも、機動性が求められる企業経営には寄与する改正であろう。

②額面株式については、株主と会社における法律関係の問題を考える必要がある。株式は、均一の割合的単位の形を

とり、株主は複数の株式を取得することができる。このため、時価発行増資により株主が新株を引き受ける場合、投下資本利益率を判断する上で、額面金額の意味は既に喪失していた。この制度の弊害が、株式持ち合い構造の温床となってきたと言える。

③純資産額規制（旧商法第二一八条第二項）の廃止は、額面株式の廃止と株式の譲渡制限の撤廃とともに株式公開を目指す中小企業・ベンチャー企業の資金調達には極めて有益である。従来、外部株主に対する第三者割当増資の前に、株式分割を行って創業者の持株比率を維持することが困難であった。さらに、公開直前において、流通株式数を増加させ個人投資家への公募価格を抑える、または発行済株式総数を増やす事により上場後の株価を安定させるために純資産額規制の枠内でしか株式分割ができなかった。従って多様な種類の株式の発行が認められた今般改正の結果、ベンチャー企業の資金調達は機動性を増し、中小企業が直接金融を活用すべく株式公開が容易になったと言える。

④単元株制度の創設によって、額面株式の形骸化を解消し、実務上の株主管理費用や株価対策が会社の自由裁量に任せられ、定款に記載すれば可能となった。

⑤新株予約権の創設である。中小企業における既存株主の権利保護は、会社支配権の問題として重要である。株式譲渡自由原則の例外として、譲渡制限が規定されている譲渡制限会社においては、新株引受権は株主のものである。こうした新株引受権と、旧法の転換社債や新株引受権付社債（現行法の新株予約権付社債）における新株引受権とは、その性質が異なっていたため、今回明確に区別された。もつとも、非公開の中小企業においては、第三者割当を引き受ける者に対する有利な発行になるか否かは法人税課税や贈与税課税の点で重要であり、事業承継の問題とも関連する。ただ、バブル期に比べ自社株の承継には相続税法の改正によって軽減措置が拡充され、相続税と贈与税の一体化措置の創設など自社株評価への対応は多少とも容易になったと言える。

以上、商法大改正は、従来の企業防衛を目的としての第三者割当増資の使用頻度を少なくするであろう。一方、経

営責任の追及手段として新株発行の差止請求に加えて株主代表訴訟が株主の被った不利益を請求させる機会を作った。従つて今後、第三者割当増資の機能は主として本来の資金調達、企業提携に加えて企業再建を中心に求められるようになる。企業再建は社会・業界全体の不特定多数の利益、企業の範囲を超える一般市民としての利益という意味で公益の追求にも結びつくのである。

六 結 論

本節では、第三者割当増資の意義とその変遷について総轄することとしたい。

まず本研究では第三者割当増資のバブル経済崩壊の前後における訴訟に関して、法律の視点から検討した。商法（とりわけ株式会社法）と証券取引法の関係については一般法と特別法との関係にあるものと認められる。しかし、この関係は一定不変のものではない。証券取引法は法的処理の方法において商法とは異なり、経済統制法に近似し法規の適用が一律でなく裁量の余地が残される。また経営責任との関係で言及すると、取締役は忠実義務、善管注意義務を有し、株価の異常な騰貴に対して監視する責任が発生する。株価高騰を放置して経営悪化に陥れば経営責任は免れない。そして第三者割当増資をめぐる判例については個々の事例において、まず事実認定、判断基準に変化があり発行価額と発行目的の基準について、裁判所は明確にしているとは言えない。特に従来、新株発行差止仮処分の当否を握る株価の一過性、異常性の判定が困難であった。新株発行に係わる証券業界の自主ルールは改訂後も遵守されてきたとは言いきれない。

次に、経営の視点から増資と株価の関係について検討し、ルールや法則性の検証を試みた。分析結果によれば、昭和

五九年から平成五年までの事例では、企業防衛を踏まえたものが多く、増資しても経営が改善されないケースが多く存在し、資金調達の点からも問題を有する。改善の有無は事後的にしか判定できないが、増資前の株価動向に兆候が現れており、増資前後の株価動向とは因果関係を有する。分析の結果、発行株価の下限を決めている自主ルールに株価差異の幅を考慮することによって経営状況を織り込んだ新株発行の余地が生まれる。経営の安定した企業には異常な株価差異が起こりにくい。

最後に、平成六年から今日に至る最近一〇年間における経営と法律の各側面での大きな変化に注目した。すなわち前者では平成二年後半から続いたバブル経済崩壊による資産評価の下落、企業業績の悪化に伴う企業再建、税務対策や事業承継の要請、後者では商法大改正による資金調達手法の多様化の実現である。以上の意味で、第三者割当増資の意義は企業防衛から企業再建へ、私益から公益の追求へ、時代と共に変遷していると言えよう。

注・参考文献

- (1) 境新一、「第三者割当増資の現代的意義——経営と法の視点から——」筑波大学大学院経営・政策科学研究科修士論文、一九九四年、同『現代企業論——経営と法律の視点——第2版』文眞堂、二〇〇三年
- (2) 鈴木竹雄『会社法 新版全訂第5版』弘文堂、一九九四年、川尻慶夫『増資減資』ぎょうせい、一九九三年、北沢正啓・平出慶道共訳『アメリカ模範会社法』商事法務研究会、一九八八年、北沢正啓・浜田道代共訳『デラウェア会社法新版』商事法務研究会、一九九四年
- (3) 川尻・前掲注(2)
- (4) 丹羽昇一『時価発行増資の関する考え方』の一部改訂「第三者割当増資に関連して」『商事法務』一一九一号、六一—三頁、一九八九年
- (5) 小林繁治「有価証券の引受けに関する規制」の制定について、『資本市場』八三号、八八—九四頁、一九九二年

- (6) 田中耕太郎「組織法としての商法と行為法としての商法」『田中耕太郎著作集』第七卷、春秋社、一九五四年
- (7) 鈴木『会社法』・前掲注(2)
- (8) 竹内昭夫「株主代表訴訟の活用と濫用防止」『商事法務』一三二九号、三四一三九頁、小林秀之「株主代表訴訟の構造と役員賠償責任保険・上」『NBL』五三二号、二二頁
- (9) デニス・S・カージャラ「セミナーアメリカ証券法」商事法務研究会、五一二八頁、二二一—二二三頁、一九九一年
- (10) 増田晋「TOB防衛手段(第三者割当増資・営業資産の譲渡)の限界に関する米国法の発展・中」『国際商事法務』一六巻No.6、四八五—四八七頁、一九八八年 Lynch & Steinberge, The Legitimacy of Defensive Tactics in Tender Offers, 64 Cornell L. Rev. 901, at 915-16, 1979.
- (11) 「増資白書」『商事法務』一〇二二号、一九八四年、一一五〇号、一九八八年、一一八六号、一九八九年、一二二〇号、一九九〇年、一二五四号、一九九一年、一二九〇号、一九九二年、一三二五号、一九九三年
- (12) 柳田幸三「新株発行差止仮処分」『裁判実務大系』3巻、青林書院、一四三頁、一九八五年
- (13) 山口和男「会社訴訟・非訟の実務 3訂版」新日本法規出版、一九九一年
- (14) 中島弘雅「企業買収をめぐる裁判制度の問題点」『商事法務』一二六一号、二一八頁、一九九一年
- (15) 寶金敏明「新株発行差止の仮処分申請」『裁判実務大系』二二巻、一二六一—一四〇頁、一九九二年
- (16) 中島・前掲注(14)
- (17) 鈴木『会社法』・前掲注(2)
- (18) 大阪地判昭六二・一一・一八「判例時報」一二九〇号、一四四—一四八頁、一九八八年、三枝一雄「新株発行価額の公正性・タクマ事件」『金融商事判例』八六四号、三五—四四頁、一九九一年
- (19) 東京地判平元・七・二五「判例時報」一三二七号、二八一三五頁、柴田和史「新株発行禁止仮処分申請事件—秀和对忠実屋・いなげや事件」『ジュリスト』九四四号、一一三—一一七頁、一九八九年、関俊彦「二社間の相互引受による新株発行の差止下」『商事法務』一一九四号、二三一—二八頁、一九八九年
- (20) 大阪地判平二・六・二二「金融法務事情」一二六五号、三三一—三三三頁
- (21) 大隅健一郎・今井宏『会社法論・中巻 第3版』有斐閣、六〇五—六〇六頁、一九九二年
- (22) 神崎克郎「第三者割当と公正な発行価格」『商事法務』一一九一号、六一—一三頁、一九八九年
- (23) 最判第三小昭五〇・四・八「最高裁判所民事判例集」第二九巻四号、三五〇頁

- (24) 東京地判昭四七・四・二七『判例時報』六七九号、七〇一七三頁、東京高判昭四八・七・二七『判例時報』七一五号、一〇〇一〇二頁
- (25) 東京地判平元・九・五『商事法務』一一九三号、四一頁、『判例タイムズ』七一一号、二五六―二五九頁、『判例時報』一三三三号、四八一五一頁、阪瑩光男『宮入バルブの第三者割当増資の決定をめぐって』『商事法務』一一九四号、二一七頁
- (26) 東京地判昭六三・二・二二『金融・商事判例』八二二号、一七頁
- (27) 阪瑩光男『ゼネラルの第三者割当増資に関する二つの決定』『商事法務』一二二八号、九一―一四頁、一九九〇年、河本一郎・神崎克郎・河合伸一・佐久間一好・森田章・洲崎博史・木下公明・森本滋・川浜昇『第三者割当増資』一九九一年、河本一郎・森本滋・稲葉威雄・柳田幸三・遠藤博志・木下公明・竹中正明『別冊商事法務 第三者割当増資の論点』一九九〇年
- (28) 河合伸一他『第三者割当増資をめぐるその後の動向』『民商』一〇二巻三号、二三七―二八九頁、一九九〇年、蓮井良憲『第三者割当の方法による新株発行の差止請求の許否』『小私法判例リマックス』一号、一八〇頁、一九九〇年
- (29) 河合他・前掲注(28)、蓮井・前掲注(28)
- (30) 丸淳子・首藤恵・小峰みどり『現代証券市場分析』東洋経済新報社、一九八六年
- (31) Financial Statement Analysis (G.Foster 2nd ed. 1986) PP.375-PP.405, Investments (Z.Bodie & A.Kane & A.J.Marcus ed. 1989), Pooled Cross-Sectional and Time Series Data Analysis (T.E.Dielman ed. 1989), Modern Portfolio Theory and Investment Analysis (E.J.Elton & M.J.Martin 3rd ed. 1989)
- (32) 関俊彦『株式評価論』商事法務研究会一九八三年、二二四―二四八頁、田中茂『譲渡制限株式の評価』『企業法学』創刊号、一九七―二二二頁、一九九二年
- (33) 日本経済新聞社二二―二三頁『会社年鑑』(上場会社版)各年度
- (34) 吉原英樹・佐久間昭光・伊丹敬之・加護野忠男『日本企業之多角化戦略―経営資源アプローチ』日本経済新聞社、二二―二三頁、一九八一年、企業の第i番目の分野の売上構成比を P_i としたとき、 DI は次式で表される。 $DI = (1 - \sum P_i^2) \times 100$
 $\sum P_i^2$ は1からnまでのn個の事業分野の2乗和、 DI は事業分野間の集中度を示し、数値が大きい程、多角化していることを意味する。
- (35) ケンドール『統計学用語辞典』丸善、一九八七年
- (36) 国村道雄『現代資本市場の分析』東洋経済新報社、五一―五三頁、一九八六年

- (37) 『日本経済新聞』一九九八年一〇月一三日付、『同』一九九八年二月二日付、『同』二〇〇一年二月二八日付、『同』二〇〇三年五月一七日付、『同』二〇〇三年一月二九日付、『同』二〇〇三年一〇月三日付夕刊、『同』二〇〇三年一月二〇日付夕刊、『同』二〇〇四年一月二八日付夕刊
- (38) 神田秀樹『会社法 第5版』弘文堂、二〇〇四年