

経営支配に影響を及ぼす第三者割当増資をめぐる

大崎 貞和

■ 要 約 ■

1. 2007年11月、東京地裁は、オートボックスセブンによるCB発行の差し止めを求める英国の投資ファンド、シルチェスターの申立てを却下した。
2. このCBは、投資会社2社を割当先とし、すべてが転換されれば、割り当てられた投資会社がオートボックスの発行済み株式数の36.4%を保有することになるというものであった。シルチェスターは、このCBの発行が株主総会特別決議を経ない違法な有利発行もしくは著しく不公正な方法に該当すると主張した。
3. 裁判所は、両者の主張を詳細に検討した上で、有利発行、不公正発行のいずれについても十分な疎明がなされなかったとして、シルチェスターの申立てを退けた。
4. 裁判所の決定内容自体は、過去の裁判例からみても穏当なものと言えるが、差し止め申立ての背景として、経営支配権の異動をもたらすような大規模な第三者割当増資に対しては何らかの歯止めが必要ではないかという問題意識があったことも見逃せない。この点については、東京証券取引所も検討の余地があるとの考えを示しており、今後の動向が注目される。

I はじめに

2007年11月12日、東京地方裁判所民事第8部（鹿子木康裁判長）は、東証一部・大証一部上場企業であるオートボックスセブン（以下「オートボックス」という）による転換社債型新株予約権付社債（CB）発行の差し止めを求める英国の投資ファンド、シルチェスター・インターナショナル・インベスターズ（以下「シルチェスター」という）の申立てを却下する決定を行った¹。

申立てを行ったシルチェスターは上場企業10数社の株式を5%以上保有するなど日本株への投資に積極的な投資ファンドである。申立てが却下されたこともあり、この事件はそれほど大きな注目を集めなかったようだが、申立ての背景の一つとなった経営支配権に影響を及ぼすような第三者割当増資をどう考えるべきかという問題をめぐっては、制度面

¹ 平成19年（ヨ）第20137号新株予約権付社債発行差止仮処分命令申立事件決定。

の見直しを含めた検討が本格化する可能性もあり、今後の動向が注目される。

II オートボックスのCB発行と差し止め申立て

オートボックスは、2007年10月26日の取締役会決議に基づき、バージン諸島の投資会社であるSKアドバイザリーとARCMの2社を割当先とする総額650億円のCBを発行するとしていた。CBの行使価額は2,890円（発行決議日前日の大証一部市場における終値と同じ）とされ、すべてが転換された場合、SKアドバイザリーとARCMは、合計でオートボックスの発行済み株式の36.4%を保有することになるものであった。

一方、シルチェスターは、オートボックスの発行済み株式の2.4%を保有する大株主だったが、11月6日、本件CB発行が、①社債に付されたクーポンなどの条件から特に有利な条件による発行（いわゆる有利発行）であるのに株主総会の特別決議を経っていない、②事業経営上の正当な目的を欠き、現経営陣による支配権取得を目的とした著しく不公正な発行である、として発行の差し止めを申立てたのである。

シルチェスターは、裁判所への申立てでは明確に主張しなかったが、本件CB発行によって、CBの割当先である投資会社が株主総会の特別決議に対する事実上の拒否権を有することとなるにもかかわらず、そうした支配権の異動が他の株主の同意なしに行われることや支配権の取得に伴うプレミアムを負担するとは言えないような条件になっていることを問題視したようである。また、割当先投資会社の実態が不明確である点にも疑問を呈していた²。

III 裁判所の判断

1. 有利発行をめぐる判断

CBは、予め定められた転換価額に基づいて株式に転換される社債であり、法律的には、新株予約権の行使に際して当該新株予約権に係る各社債を出資するものとして構成されている。そこで、CBの発行にあたっては、当初の払い込みは、各社債に対して行われるものとし、新株予約権部分については無償（金銭の払い込みを要しない）とするのが通例である。しかしながら、理論的に言えば、新株予約権は、行使価額のいかんにかかわらず、オプションとしての経済価値を有するので、それにもかかわらず無償で発行されるのであれば「特に有利な条件」に該当し、株主総会の特別決議を必要とする可能性がある（会社

² 11月8日付けのロイター通信社配信記事によれば、シルチェスターのステイブ・バット会長は、そのような趣旨の発言を行っている。また、後述のオートボックスによる改善報告書によれば、オートボックスは、以前から同社に対してM&A案件のアドバイスなどを行っていた大手証券会社出身のアドバイザーが代表者を務める投資運用会社を通じて、この投資会社を紹介されたとのことである。

法 238 条 2 項、3 項 1 号、309 条 2 項 6 号)。仮に、有利発行でありながら、株主総会の特別決議を得ていなければ、法令違反の発行として差し止めの対象となり得る (同法 247 条 1 号)。

もっとも、CB は、株式への転換というオプションを投資家に与えることと引き替えに、同じ発行者が発行する普通社債よりも低い利率で発行される。そこで、CB の発行条件が、会社法にいう「特に有利な条件」に該当するか否かは、普通社債と当該 CB との利率の差に対応する価値と、新株予約権の公正な価値 (オプション価格) とを比較し、前者が後者を大幅に下回る場合には有利発行に該当するという形で検証されるべきだと考えられる。

かつては、CB の発行条件に関してこうした精緻な検討は十分に行われず、実務上は、転換価額が発行者の直近の株価とかい離していなければ問題なしとするといった取扱いもなされていた。しかし、本件 CB では、第三者機関に依頼して、発行者と同水準の格付けを有する発行者が発行した社債との利率の比較、モンテカルロ・シミュレーションを用いた株価予測に基づく新株予約権の価値評価を行い、発行条件の合理性を確認するという手続きが踏まれていた。

それにもかかわらず、シルチェスターは、比較の対象となる普通社債の調達コスト算定に用いられた格付けが不適切、株価予測に用いられた市場流動性などの前提が誤りである、などと主張し、本件 CB の発行条件が有利発行に該当するとした。これに対して裁判所は、シルチェスターの主張とオートボックスの反論とを詳細に検討した上で、本件 CB の価値評価が合理性を欠くものとは認められないと結論づけた³。

2. 不公正発行をめぐる判断

前述のように、シルチェスターは、本件 CB の発行差し止めを申し立てるにあたって、有利発行と並んで、会社法が差し止めを認める「著しく不公正な方法」による発行 (会社法 247 条 2 号) にあたるとも主張していた。

その主張の根拠は、①オートボックスは本件 CB 発行の目的を M&A 案件の実施として、実際には手持ち資金が豊富で、クレジット・ファシリティの設定も受けており、資金調達の必要性はない、②しかも CB 発行の決議と同時に自己株式の取得決議も行っており、資本政策として矛盾する、③現経営陣と密接な関係を有する者と本件 CB の割当を受ける投資会社の持株比率を合わせれば約 50% となり、経営陣がオートボックスの支配権を取得するという不当な目的で行われる発行である、④直ちに支配権を取得する目的がないとしても、合理性を欠く買収防衛策である、からだとされる。

これに対して、裁判所はまず、「著しく不公正な方法」による新株予約権の発行とは、

³ 筆者のヒアリングによれば、金融工学の専門家の中には、オートボックス側が示した新株予約権の価値評価には、転換のスピードが実際よりも遅いものと仮定するなど問題点がないとは言えず、有利発行に該当するという見方も成り立ち得ると指摘する向きもある。もっとも、仮にそのような指摘が正しいとしても、シルチェスター側はそうした主張は行わず、むしろ市場の流動性によって転換のスピードが制約されることを考慮しないモデルを自己の主張の根拠付けに用いており、両者の主張を検討した上で、シルチェスターの主張を退けた裁判所の判断は、やむを得ないものであったと言わざるを得ないだろう。

不当な目的を達成する手段として新株予約権の発行が利用されることをいい、会社の支配権につき争いがある場合に、特定の株主の持株比率を低下させ現経営陣の支配権を維持することを主要な目的として、従来の株主の持株比率に重大な影響を及ぼすような数の新株予約権が発行される時などが該当するとの一般論を述べた。いわゆる主要目的ルールである。その上で、オートボックスの支配権をめぐる争いが生じているという事情はない上、本件 CB の割当先が現経営陣と特別密接な関係にあるは言えない、M&A のための資金調達の実効性がないとは言えず、買収防衛策であるとも言えない、としてシルチェスターの主張を全面的に退けた。

3. CB 発行の顛末

このように、裁判所はシルチェスターの主張を退け、オートボックスによる CB 発行を容認する判断を示したが、その後の展開は意外なものとなった。

地裁決定が出された翌日の 11 月 13 日、オートボックスは、650 億円の払い込みが完了したと発表した。同日 17 時現在払い込みが未了であったと訂正し、翌 14 日には CB の発行を中止すると発表したものである。

経営支配権にも影響を及ぼすような大規模な CB 発行をめぐる争い、このように不正確な情報開示が行われることは、投資家の保護と公正な市場の維持という観点から大いに問題である。そこで、東京、大阪の両証券取引所は、社内管理体制の重大な不備による不適切な情報開示を行ったとして、相次いで、オートボックスに対して改善報告書の提出を求めることとした。さらに、両取引所は、提出された改善報告書に記載された経緯や改善措置の内容が不十分であるとして再提出を求めることとし、12 月 12 日、報告書が再度提出された。

CB の払い込みが行われなかったのは、割当先の投資会社が、差し止めの申立がなされたことを嫌気したためだといった憶測もなされたが、オートボックスが提出した二度目の改善報告書には、払込の完了を確認する先方のレターの文言をめぐる判断に問題があったことなど、発表と訂正に至った経緯が詳細に記されている。

IV 大規模な第三者割当の問題点

1. 現行法の考え方

東京地裁の決定は、新株予約権の有利発行をめぐる判断枠組みについて通説的な考え方を採用するとともに、不公正発行をめぐる従来の裁判例の考え方を踏襲した穏当なものと言うことができる⁴。少なくとも、現行法の解釈としては、今回の決定は妥当なものと言

⁴ 注 3 前述のように有利発行の判断について疑問の余地はあるが、差し止めを申し立てた側が疎明しようとした内容に対する判断としては、妥当なものと言える。

えるだろう。

もっとも、シルチェスターの提起した疑問、すなわち、上場会社が経営支配権の異動につながるような第三者割当を自由に行っても構わないのかという問題意識にどう応えるかは、課題として残されたままである。第三者割当をめぐる現行法制度には、少数株主の権利保護という観点から、果たして問題はないのだろうか。

この点は、数年前の株式公開買付（TOB）制度のあり方をめぐる検討の中でもある程度まで議論された。既に発行されている株式や新株予約権付社債を取得して経営支配権を獲得しようとする場合には、いわゆる 3 分の 1 ルールによって、TOB の実施が強制されている（金融商品取引法 27 条の 2 第 1 項）。これに対して、新たに発行される株式の取得によって経営支配権を獲得しようとする場合には、そのような規制は及ぼされない⁵。

既に発行されている株式等の取得による経営支配権の獲得に TOB が強制されるのは、既存株主に対して支配権プレミアムの分配に参加する機会を与えるためであろう。これに対して、新たに発行される株式等の取得によって支配権を獲得する場合には、既存株主が株式を譲渡するわけではないので、状況が異なるとの見方も成り立ち得る。

もちろん、支配権を獲得する者が、公正な価格を大幅に下回るような価格で株式等を取得すれば、既存株主に経済的損害が生じることになるが、この点については、会社法の有利発行規制で歯止めがかけられている。また、経済的損害が生じるとは言えないような場合であっても、「著しく不公正な方法」による発行であれば、有利発行と同様に差し止めの対象となる。2004 年 12 月に提出された金融審議会第一部会公開買付制度等ワーキンググループ報告でも、こうした会社法上の制度が少数株主の保護に資するとの観点から、第三者割当を TOB 強制の対象とする必要は現状ではないと結論づけている⁶。

また、会社法は、発行可能株式総数（いわゆる授權枠）を定款で定めることとし、定款変更によって増加させる場合にも、発行済み株式総数の 4 倍を限度とすることで、既存株主の権利の希薄化に一定の歯止めをかけようとしている（会社法 113 条 3 項）。近年、発行可能株式総数を引き上げるための定款改正案が、株主総会で機関投資家による反対を受けるといった事例が少なくない。裏を返せば、会社法上の制度は、既存株主の権利保護という観点から、一定の機能を果たしていると言えるだろう。

2. 権利の希薄化に対する意識の高まり

とはいえ、近年、大型のエクイティ・ファイナンスが増加する一方、機関投資家による議決権行使が積極化するなど株主権に対する意識が高まってきたことで、投資家の間で、株式発行に伴う既存株主の権利の希薄化に対する反発や警戒感が高まってきているのも事実である。

⁵ 例外的に、3 ヶ月以内に市場の内外で 10%超を取得する場合で、そのうち 5%超が市場外での買い付けまたは新たに発行される株式の取得であって、取得後の所有割合が 3 分の 1 を超えることになる場合については、TOB が強制される（金融商品取引法 27 条の 2 第 1 項 4 号、同法施行令 7 条 2 項乃至 4 項）。

⁶ 同報告書 4 頁。

前述の発行可能株式総数制度は、既存株主に対して発行可能株式総数の範囲内での権利の希薄化は覚悟しておくよう求めている制度とみることも可能だが、現実にはその範囲内であっても、大型の増資は好意的に受け止められないことが少なくない。2006年7月の日本航空による大規模な増資が、公募増資であったにもかかわらず、各方面からの強い批判を招いたことは記憶に新しいだろう。

日本航空のケースでは、株主総会の直後に総会ではまったく言及されなかった大規模な増資が発表されたことが既存株主の反発を招いたという側面もあったが、単純に一株当たり利益が減少することへの批判も強かった。理論的には、増資による調達資金で負債を返済すれば金利負担が軽くなり一株当たり利益も増加するはずだし、公募増資である以上、低下した持株比率の回復を望む既存株主は、市場で新たに株式を買い付ければ済む話なのだが、市場の受け止め方は、そう単純に割り切れるものではない。

大規模な第三者割当の場合、既存株主は、通常の意味での権利の希薄化に加えて、経営支配権の異動に伴う経営の方向性の変化のリスクにもさらされる。今回のCB発行に対するシルチェスターの不満は、このことに起因したのである。

前述のTOB規制についても、仮に、第三者割当においても、経営支配権の獲得につながるといった場合には発行価額に支配権プレミアムが上乗せされるべきであり、それを会社に払い込ませることで、間接的に既存株主へのプレミアムの分配を行わせるべきだとの観点に立てば、従来の有利発行に対する規制だけでは不十分との見方も成り立ち得るだろう。2004年のワーキンググループ報告も、「株式等の第三者割当をめぐる今後の動向等については引き続き注視していく必要がある」と述べているが、この問題をめぐっては、改めて検討が求められているのかも知れない。

V 今後の展望

2007年11月、東京証券取引所の斉藤惇社長が、少数株主の権利を害するような第三者割当増資について、取引所の企業行動規範などで一定の規制を課すことが必要かどうか検討する考えを示したと報じられている⁷。今後、上場制度整備懇談会などの場で、何らかの検討がなされる可能性もある。ニューヨーク証券取引所(NYSE)では、議決権総数の20%を超える議決権を付与するような普通株式や転換証券、予約権などを発行する場合や経営支配権の異動を引き起こすような発行を行う場合には、株主総会の事前承認を得ることが要求されているという事実も、こうした検討を求める背景にあるように思われる。

もっとも、NYSEの規則は、会社法が州ごとに異なり、日本の発行可能株式総数規制のようなルールが連邦レベルでは存在しないという米国の国情を反映したものであることを忘れてはならない。また、NYSEの規則では、現金払込による公募発行が行われる場合や普通株式の時価および純資産価値を上回る価格での現金払込による私募発行、時価および

⁷ 2007年11月21日付けロイターニュース記事。http://jp.reuters.com/article/companyNews/idJPJAPAN-28991720071121.

純資産価値を上回る価額を転換価額もしくは行使価額とするような転換証券や予約権等の私募発行については、株主総会による承認は求められないものとされており、日本で問題視された日本航空やオートバックスのようなケースについて、一律に株主総会の承認を求めるものとは言えないという点にも注意が必要である。

そもそも、特定のファイナンス手法について、一律の事前規制を課すことが妥当であるかどうかという点には、慎重な検討が必要であろう。日本では、いわゆる MSCB（転換価額修正条項付き転換社債型新株予約権付社債）の発行をめぐって、投資家の利益を大きく損なうような事例が相次いだことを契機として、月間の転換数量が上場株式数の 10% を超えるような MSCB の引受を禁じる証券業協会ルールが設けられているが⁸、こうした規制手法は、投資家の保護や公正な市場の確保といった観点から必ずしも問題があるとは言えないような企業行動をも阻害してしまう可能性もあり、適切な手法であるかどうかは疑問なしとしない。

第三者割当には、特定の投資家から出資を募るという機能だけでなく、証券会社による MSCB の引受に代表されるように、特定の引受人が価格変動リスクを一定の範囲で負いながら、機動的な資金調達を実現するための手段という側面もある。企業の資金調達手法多様化という観点から望ましい機能を損なうことなく、実効的な少数株主保護に資するような規制手法が模索されるべきであろう。

⁸ 会員における MSCB 等の取扱いに関する規則（平成 19 年 5 月 29 日制定）。東証規則でも、上場会社に対して、同様の内容を遵守するよう求めている（有価証券上場規程 435 条、同施行規則 436 条）。