

2016年6月

「不公正発行と不公正ファイナンス」

第6期 客員研究員  
東北大学法学部准教授  
温笑侗

要約

近時は、架空増資や調達資金の開示目的外の流出などいわゆる不公正ファイナンスの問題が注目を集めている。その中には、出資の仮装のような法令違反と認定できるもののみならず、調達資金がもっぱら大株主から高値で資産を購入する代金に充当される新株発行や、株主に払込が強いられる新株引受権や新株予約権に基づく新株発行など、法令や定款には違反しないものの、首を傾げざるを得ないようなケースも含まれている。本稿は、このような不公正ファイナンスの事例について、会社法上の不公正発行に該当して差止の対象となりうるのかについて検討することを目的とする。

不公正発行の差止制度は、資金調達の便宜を図るために授權資本制度が採用されたことをきっかけに、新株発行に関する株主の権限の縮小に伴い、取締役の発行権限を制約するために、アメリカの差止命令の制度にならって導入されたものである。アメリカでは、差止による救済は、コモンロー上の救済では不十分である場合、多岐にわたり認められていることは、本稿の判例研究を通して確認することができた。これに対し、日本では、不公正発行の解釈に基づく正当な差止事由がなければならない。不公正発行とは何かについて、その意義は必ずしも明確ではないが、日本では、一般的に、支配権の維持または争奪、少数株主権の排斥を目的としてなした新株発行がそれにあたると解されており、資金調達を主要目的とする新株発行や、株主総会決議に基づく新株発行は、立法当時の趣旨からすれば、不公正発行による差止の対象として想定されていない可能性がある。しかしながら、これらの新株発行を不公正発行から排除する法的・学說的根拠はなく、現在日本の資本市場が直面する問題を解消するために、むしろこれらの新株発行も場合によって不公正発行として、差止めを認める余地がある。

東証は、2014年に公表した「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル―事例と解説―」において、ノンコミットメント型ライツ・オファリングを含めて、企業価値向上につながらないような資金調達の例が挙げられている。本稿は、これらの事例を踏まえて、不公正発行制度を適用する必要性とその限界を指摘し、取引所のプリンシプル規制と会社法上の不公正発行規制との関係を論じた。

以 上

(掲載誌：温笑侗『不公正発行と不公正ファイナンス』法学第80巻第2号(2016年6月)  
115-142頁)

- (注) 1 この内容の全部又は一部について、日本証券業協会に無断で使用(転用・複製等)及び改変を行うことはできません。
- 2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。