

# 第三者割当増資実施会社の破綻回避率

## Survival Rates of Firms Issuing Shares to Third Parties

佐々木 浩 二

### 目 次

1. 普通株式発行による有償増資	1
1) 株主割当増資	1
2) 公募増資	1
3) 第三者割当増資	1
2. 第三者割当に関するルール	2
3. データ	7
4. 破綻回避率	11
1) 所属部	12
2) 実施回数	13
3) 割当先数	14
4) 希薄化率	14
5) ディスカウント率	15
結 語	16

第三者割当増資は、上場会社による私募増資（Private Investments in Public Equity：PIPEs<sup>1</sup>）の一手法である。本稿では50名に満たない投資家に割り当てる私募形式の第三者割当増資を実施した、東京証券取引所上場会社の破綻回避率について考察する。

## 1. 普通株式発行による有償増資

有償増資とは、株式を発行して株式会社の資本金を増やすことである。株式を発行して得た資金は、資本金及び資本準備金に振り分けられる。資本金の額によって登録免許税の額が異なることや<sup>2</sup>、減資をする際に株主総会の特別決議が原則必要となることなどから、調達資金の2分の1を資本金に、残額を資本準備金に振り分けることが多い。普通株式発行による有償増資は、株主割当増資、公募増資、第三者割当増資に分類される。

### 1) 株主割当増資

株主に新株引受権を割り当てて実施する増資である。公開会社は、取締役会で割当増資の実施を決議することができる。全ての株主が募集に応じ、支払期日までに出资をするとき、議決権の保有割合は増資実施前後で変化しない。この意味で株式は希薄化<sup>3</sup>しない。

### 2) 公募増資

不特定多数に出资を募る形式で実施する増資のことである。公開会社は、取締役会で公募増資の実施を決議することができる。株主が議決権保有割合に応じて株式を取得しない場合、あるいは株主でない投資家が株式を取得する場合には議決権の保有割合が変化し、既存株式は希薄化する。

### 3) 第三者割当増資

第三者に株式を割り当てる形式で実施する増資のことである。公開会社は、取締役会で第三者割当増資の実施を決議することができる。株式を割り当てられない株主の議決権保有割合は低下し、既存株式は希薄化する。

表1は、有償増資の際に既存株式の希薄化を回避する方法を示したものである。株主割当増資については、期日までに払込金額全額を納めれば希薄化を防ぐことができる。公募増資については、公募

1 U. S. Securities and Exchange Commission, Frequently Asked Questions about PIPEs, 金融商品取引法2条3項2号, 金融商品取引法施行令1条の5参照。

2 「株式会社又は合同会社の資本金の増加の登記」の際に、「増加した資本金の額」の「1000分の7」が登録免許税額となる。

3 「希釈化」とも表現する。

に応じ新株を取得することができれば、希薄化を一定程度抑えることができる。しかし第三者割当増資については、割り当てを受けない株主が希薄化を防ぐことは難しい。したがって第三者割当増資を実施する際には、株主の権利を保護する配慮が必要となる。

表1 普通株式発行による有償増資

	株主割当増資	公募増資	第三者割当増資
割当先	既存株主全員	応募者	特定の第三者
希薄化回避の方法	払い込み	応募	割当を受けない場合には困難

## 2. 第三者割当に関するルール

株主の権利を保護するために、証券業界は第三者割当増資実施に関するルールを、時代に合うように修正してきた<sup>4</sup>。以下表2を参照して、ルールの変遷を概観する。

表2 第三者割当増資に関する証券業界の自主ルール

年月日	策定	自主ルールの名称
1973年5月	株式引受部長会	第三者割当増資に対する統一見解
1992年4月	日本証券業協会	中間発行増資及び第三者割当増資の取扱いに関する指針
2003年3月	日本証券業協会	第三者割当増資の取扱いに関する指針
2007年6月	東京証券取引所	MSCB等の発行及び開示並びに第三者割当増資等の開示に関する要請について
2008年2月	東京証券取引所	株式併合に際しての投資者保護上の留意事項について
2009年4月	東京証券取引所	安心して投資できる市場環境等の整備に向けて

株式引受部長会は、1973年5月に『第三者割当増資に対する統一見解』<sup>5</sup>を示し、第三者割当増資を実施する際に「新株式発行申込書」を「増資決議に先立って証券会社に提出する」こと、発行価額を「時価に近い価格」に設定すること、「増資の目的、買受人の数、一般的保有期間」ならびに「今後の増資についての考え方」を公表することなどを、発行体に要請した。その後生じた「時価に近い価格」の解釈を巡る争い<sup>6</sup>を踏まえて日本証券業協会は、1992年4月に『中間発行増資及び第三者割当

4 新株発行に関する法令については、明田川（2007）、松井（2004）参照。

5 別冊商事法務116の239ページ、金融庁（2006）、内閣府経済社会総合研究所（2009）、丹羽（1989）の30ページ参照。

6 神崎（1989）、小塚編（2008）、野村・中東編（2007）、阪埜（1989）、森本（1989,1）、森本（1989,2）、森本（1989,3）参照。

増資の取扱いに関する指針』を策定した。指針は、有利発行に当たらない発行価額を税法の通達<sup>7</sup>に準じて「当該増資に係る取締役会決議の直前日の価額」に「0.9を乗じた額以上の価額であること」と定めた<sup>8</sup>。この規定は2003年3月の『第三者割当増資の取扱いに関する指針』においても踏襲された。

表3 宮入バルブ製作所事件の経緯

年月日	行動主体	行動
2004年3月31日	松佳ら	松佳が19.9%、投資家2人が16.8%の株を保有
2004年4月21日	松佳ら	34.76%を保有する共同保有者として届出
2004年4月27日	松佳ら	株主提案書を提出
2004年5月18日	宮入バルブ	6月4日時点の株主に次期総会の議決権を与える旨決議
2004年5月19日	宮入バルブ	6月3日を払込期日とする第三者割当増資を決議
2004年5月21日	宮入バルブ	第三者割当を受けた株主のみ次期総会の議決権を有する旨公告
2004年5月21日	松佳ら	第三者割当増資の差止仮処分申し立て
2004年6月1日	東京地裁	差止仮処分を決定
2004年7月2日	宮入バルブ	松佳らが短期売買で得た利益の返還を求める訴え
2004年11月26日	宮入バルブ	臨時株主総会にて社長解任を決議
2005年5月18日	松佳ら	子会社化を決議（共同保有者保有比率：58.2%）
2007年3月22日	松佳ら	連結除外を決議（共同保有者保有比率：3.28%）

2003年の指針発表後、発行価額の妥当性が争われた裁判の一つに、宮入バルブ製作所新株発行差止請求事件がある。以下表3に沿って事件の概要を説明する<sup>9</sup>。

株式会社宮入バルブ製作所<sup>10</sup>は、発行可能株式数2400万株のうち1630万株を発行し、流通させていた。株式会社松佳<sup>11</sup>、松佳の子会社、個人投資家2名（以下A、Bと記載）<sup>12</sup>は、宮入バルブ製作所の株式を以下の通り買い進めた。投資家Aは2003年3月末時点までに80万株（4.9%）を取得し<sup>13</sup>、そ

7 当時の規程は、別冊商事法務116の208-211ページを参照。これに対応する現行の規程は、法人税法基本通達2-3-7、所得税基本通達23-35共-7である。

8 野村証券株式会社編（1994）の171ページ注1、資料19ページ参照。

9 事件の詳細については、資料版商事法務No.243（2004）の130-141ページ、商事法務No.1717（2004）の62ページ、太田（2004）、出口（2007）、鳥山（2005）参照。

10 東京証券取引所第二部上場、コード6495。

11 東京証券取引所第二部上場、コード3011、現社名は株式会社バナーズ。

12 投資家AとBは、松佳の大株主であった（2004年3月31日付の保有比率は2人合わせて10.93%）。

13 株式会社宮入バルブ製作所、2003年3月期有価証券報告書。当時第4位の大株主。

の後2003年9月8日に33万株を追加取得し113万株（6.93%）まで保有株式数を増やした<sup>14</sup>。投資家Bは2003年8月29日に111万株（6.81%）を取得した<sup>15</sup>。松佳は105万7千株（6.48%）を2003年10月16日までに取得<sup>16</sup>し、その子会社は2003年12月18日までに83万株（5.09%）を取得<sup>17</sup>した。

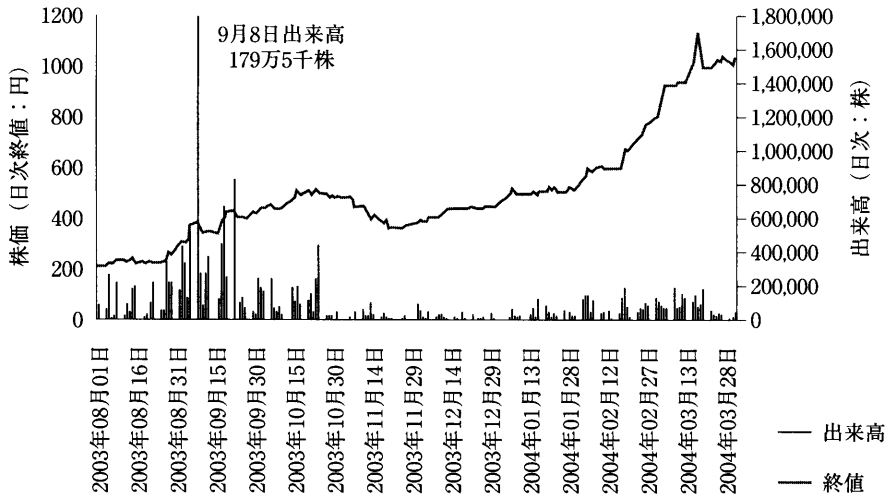


図1 宮入バルブ製作所の株価・出来高

図1は松佳らが株式を大量に取得した時期の、宮入バルブ製作所の株価と出来高の推移である。投資家A、投資家B、松佳が株式を買い進めた8月から10月の出来高が高く、投資家Aが33万株を取得した9月8日には179万5千株を記録していることが読み取れる。2004年3月末までに松佳は230万6千株、松佳の子会社は94万3千株、投資家Aは121万2千株、投資家Bは134万9千株を取得し、持株は合わせて581万株（35.6%）に達した<sup>18</sup>。

この間松佳らによって提出された大量保有報告書の投資目的欄には、「純投資」「政策投資」「将来性を買って」と記載されており、株主総会において「重要提案行為等を行う」とは記載されていない。しかし松佳らは4月21日に34.76%の株式を保有する共同保有者の届出をし<sup>19</sup>、4月27日に取締役5名、監査役1名の選任を議案とする株主提案書を提出した。当時宮入バルブ製作所は取締役7名

14 大量保有報告書（2003年9月16日提出）。33万株の全てを信用取引で購入している。

15 大量保有報告書（2003年9月3日提出）。購入代金2億4420万円のうち、2億3540万円を証券会社4社から借り入れている。8月29日の取引高は22万6千株であることから、少なくとも88万4千株は市場外で取得したと思われる。

16 大量保有報告書（2003年10月20日提出）。

17 大量保有報告書（2003年12月28日提出）。うち44万7千株は信用取引で購入している。

18 株式会社宮入バルブ製作所、2004年3月期有価証券報告書。

19 株式会社バナーズ、株式会社宮入バルブ製作所に対する共同保有の件及び当社の取り組み方針に関するお知らせ。

(全て社内取締役)、監査役3名(社外監査役2名)によって運営されていたので、取締役会の半数を超える取締役選任を提案したことになる。これに危機感を抱いた宮入バルブ製作所の取締役会は5月18日、次期株主総会にて議決権を行使できる株主を6月4日時点の株主とすると決議し、その翌日には6月3日を払込期日とする770万株の第三者割当増資を実施する旨決議した。続いて5月21日、6月4日時点の株主のうち新たに議決権を得るのは、第三者割当の割当先のみであると公告した。これに対し松佳ら共同保有者は、即日裁判所に第三者割当の差止仮処分を申し立てた。

東京地方裁判所は申し立てを受け入れ、6月1日に発行の仮差止を決定した。これにより宮入バルブ製作所は第三者割当増資の実施を断念せざるを得ず、11月26日開催の臨時株主総会にて社長が解任され、松佳らに経営権を奪われた。

この事件は、第三者割当増資によって生じる議決権の歪みと富の移転という2つの問題を提起している。まず議決権の歪みについて考える。第三者割当増資が差し止めされずに実施されていれば、松佳ら共同保有者の議決権保有割合は35.6%から23.6%へ低下する一方で、割当先は32.08%を確保して筆頭株主となる。この結果、松佳らの提案は株主総会で否決されたと考えられる。3月末に確定していたはずの議決権がこのように歪められることは問題である。

一方松佳ら共同保有者も、大量保有報告書の保有目的欄に「重要提案行為等」を行うと記載せずに株主提案したことを問われるべきである。2004年以降の宮入バルブ製作所の株価を月足チャートで示した図2を見ると、差止仮処分決定の翌日2004年6月2日、19万5千株の出来高を伴い高値1230円を付けた後株価は下落し、子会社化が発表された翌日の2005年5月19日には終値で685円を付けた。子会社化の後も株価は低迷を続け<sup>20</sup>、松佳らが宮入バルブ製作所の経営権を手放し連結除外とした翌日2007年3月22日の終値は225円であった。これは、差止仮処分決定翌日の高値1230円のおよそ18%の水準である<sup>21</sup>。ガバナンスの観点からこの事例を見ると、第三者割当増資の差止仮処分の決定には疑問が残る。

続いて富の移転について考える。決定文は割当価格393円の妥当性を、日本証券業協会の自主ルールに則って判定している。第三者割当増資の実施を取締役会で決議した日の前日、2004年5月17日終値の1010円を参照価格とすると、これに0.9を乗じた909円が適切な割当価格の基準となり、5月17日からさかのぼる6ヶ月間の終値平均値721円67銭を参照価格とすると、これに0.9を乗じた650円が適切な割当価格の基準となる。どちらと比較しても、この事例の割当価格393円は十分に低いと考えら

---

20 松佳は自動車販売ならびに不動産業、宮入バルブ製作所は高圧ガスのバルブの製造販売を中心に営んでいた。業種が異なる2社が一体となっても相乗効果は生まれにくい。この間の株価の動きはこうした経営の非効率を反映するものであると考えられる。

21 株式会社宮入バルブ製作所2009年3月期有価証券報告書に、「継続企業の前提に疑義」が生じていると記載されている。

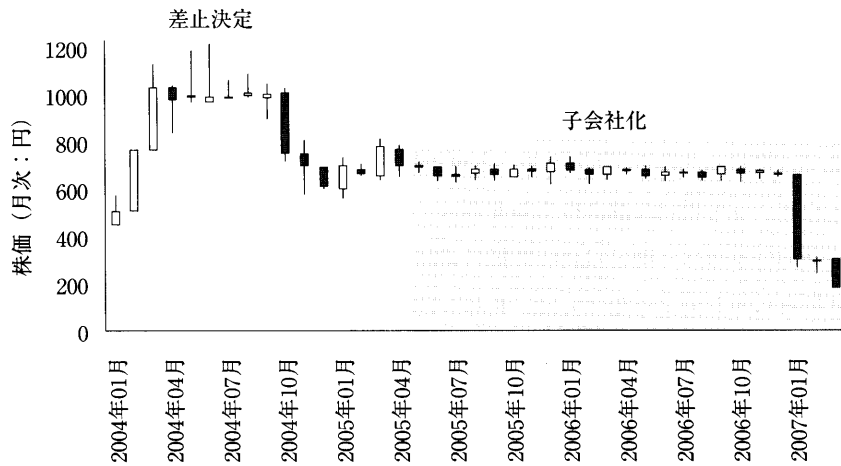


図2 宮入バルブ製作所の株価

れる。

ただし2003年3月末時点における宮入バルブ製作所の筆頭株主は209万3千株（13.1%）を保有する日本証券金融株式会社であり、第3位は104万5千株（6.4%）を保有する相文社であることに注意すべきである。貸借融資銘柄の場合、期末時点の信用買い残が日本証券金融の株式保有比率に反映される。したがって日本証券金融の高い保有比率は、3月末に大量の信用買い残が存在していたことを示唆する。また相文社は、実態が不明瞭な会社であるといわれている<sup>22</sup>。この株主構成が松佳らによる宮入バルブ製作所の株価釣り上げを意味するものであれば、決定文が示す方法で適切な発行価額を算出することに疑問が残る。

この事例においては第三者割当増資の差止めを請求する側、敵対的買収を防衛する側双方に問題があったと考えられるが、裁判所が業界自主ルールに沿って決定を下したため、以後参照株価の0.9倍が有力な有利発行の判定基準となった。

その後東京証券取引所は、2007年6月に『MSCB等の発行及び開示並びに第三者割当増資等の開示に関する要請について』を発表し、当該資金調達方法を選択した理由、資金使途、発行条件の合理性について「わかりやすく具体的」に説明することを上場会社に求めた。しかしこの要請文の発表後間もなく、発行可能株式総数の増加、株式併合並びに新株予約権の第三者割当を組み合わせた複雑な増資が実施され、波紋が広がった。

株式会社モック<sup>23</sup>は、2007年9月7日の取締役会にて、発行可能株式総数を30万株から53万7千株に増やし、10株を1株に併合し、潜在株式40万株の新株予約権を第三者割当形式で発行する旨2007年

22 日経ビジネス2005年1月17日号、121-124ページ参照。

23 当時東証マザーズ上場、コード2363。

9月26日の株主総会に付議すると決議した<sup>24</sup>。この案が総会で承認されれば、既存株式の株式数が134,263株から10分の1の13,426株へと減少する一方で、新株予約権の行使によって40万株の新株が発行されることから、既存株式は2979.3%希薄化することになる。東京証券取引所はこの資金調達に市場に混乱を招く恐れがあると考え、即日公表措置を採った。しかし9月26日の株主総会において上記提案は承認された。これに対して東京証券取引所は2008年2月に『株式併合に際しての投資者保護上の留意事項について』を発表し、「大量の新株式又は新株予約権の発行を伴う」株式併合を問題視したが、2008年3月11日、新株予約権の行使を受けてモックは割当先の子会社となった。その後モックは時価総額が3億円未満である期間が9ヶ月継続し、2009年5月1日に上場廃止となった。

表4 株式会社モックによる資金調達の経緯

年月日	行動主体	行動
2007年9月7日	モック	取締役会が新株予約権の発行等を株主総会に付議する旨決議
2007年9月7日	東京証券取引所	公表措置
2007年9月26日	モック	株主総会にて新株予約権発行等を承認
2008年3月11日	割当先	モックの子会社化
2009年3月31日	東京証券取引所	モックの上場廃止を決定
2009年5月1日	東京証券取引所	モックの上場を廃止

要請文の公表直後にこの事例が生じたことを重く見た東証は、2009年4月に『安心して投資できる市場環境等の整備に向けて』を発表し、株式併合を伴う第三者割当増資に対して注意を促した。

第三者割当増資に関する業界自主ルールは、上記のように先鋭的な事例を追いかける形で修正を重ねてきた。次節以降、資金調達の柔軟性と投資者保護の両立に自主ルールがどの程度貢献してきたのか、破綻回避率に注目して検証する。

### 3. データ

分析に用いるデータを、『NEEDS企業ファイナンス関連データ』収録の「G150 第三者割当増資」から抽出する<sup>25</sup>。本稿では以下の条件を全て満たす事例を分析対象とする。

- ・ 項番84「第三者割当増資割当件数」が、50件未満である事例
- ・ 項番90, 95, 100, 105, 110「株券種フラグ」が、「1：普通株式」である事例

24 株式会社モック、株式併合に関するお知らせ、第三者割当による新株予約権の発行に関するお知らせ。

25 科学研究費補助金（若手研究（B）, 課題番号19730226）より助成を受け、日経メディアマーケティング株式会社より購入した。このデータには、第三者割当増資を行った会社の証券コード、上場市場、増資決議日、発行地域、発行株式数等、134項目の情報が記録されている。



- ・ 項番113「取締役会決議日」が、2003年1月1日以降2007年12月31日までの事例
- ・ 項番114「所報フラグ」が、「T」：東京証券取引所報」である事例<sup>26</sup>
- ・ 項番128「中止情報 中止フラグ」が「0」：その他」である事例
- ・ 取締役会決議日の前日までに上場している会社による事例<sup>27</sup>

抽出の結果、「2003年から2007年まで」の5年間に「東京証券取引所第一部・第二部・マザーズ上場会社」が「普通株式」を「50名未満の第三者」に割り当てる旨取締役会で決議し、かつ「中止せず割り当てを実施」したのは631件、410社であることが分かった。件数が社数を上回っているのは、複数回増資を実施した会社があるためである。

図3は、増資実施会社数を実施回数別に集計したものである。図中棒グラフは第三者割当増資を実施し2008年末まで上場を維持した会社数を、“\*”は増資を実施し2008年末までに上場廃止となった会社数を表す。上場維持会社のうち1回だけ第三者割当を実施した会社は235社、2回は84社、3回は20社である。4回以上の実施はいずれも5社以下であり、最多は9回（1社<sup>28</sup>）であった。一方、上場廃止会社については、1回実施が34社、2回実施は17社である。3回以上の実施はいずれも3社以下であり、最多は5回（2社<sup>29</sup>）であった。

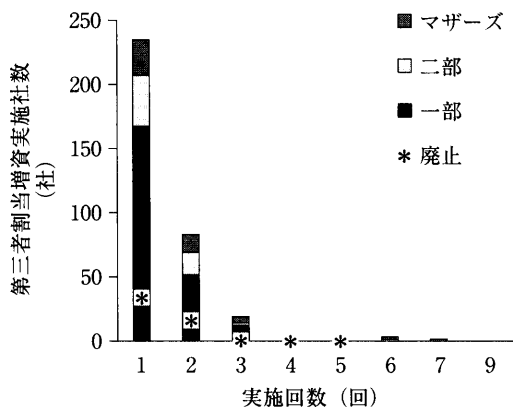


図3 増資実施社数

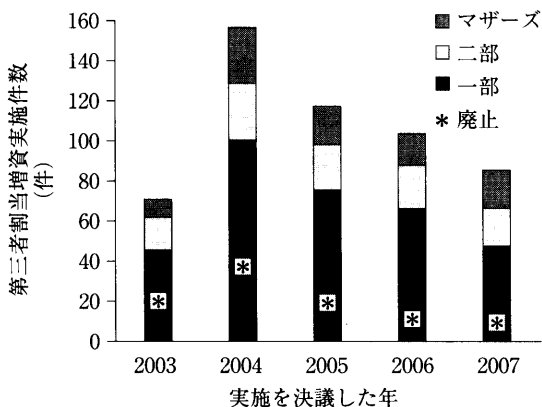


図4 決議年

26 J-REITを除く。

27 第三者割当増資の決議日が上場日、あるいはそれより前である事例を除く。

28 株式会社アドバックス（東証マザーズ、コード4749）。

29 株式会社インターネット総合研究所（当時マザーズ上場、コード4741）、株式会社西友（当時東証第一部上場、コード8268）。

図4は、増資実施件数を発行決議年別に集計したものである。図中の棒グラフは上場維持会社による増資実施件数を、“\*”は上場廃止会社による増資実施件数を表す。上場維持会社の実施件数は、2003年に71件を記録した後2004年に157件と期間中最多を計測し、以降2005年117件、2006年104件、2007年86件と減少した。上場廃止会社の実施件数についても同様の増減が見られ、2004年の37件を最多として、2007年の9件まで減少した。

図5は、増資実施件数を割当先の数別に集計したものである。ここで割当先とは、普通株式の割り当てを受けた会社やファンド等のことである。図の横軸“1”、“2”等は割当先数が1、2等の事例を表し、“10<”は割当先数が10超50未満である事例を表す。上場維持会社について見ると、割当先数が1であるものが397件と最も多く、2の48件、3の21件、4の20件と続く。割当先数が5以上の事例はいずれも10件未満であり、割当先数の最多は46であった<sup>30</sup>。一方、上場廃止会社については、割当先数が1である事例が76件であり、割当先数の最多は24であった<sup>31</sup>。

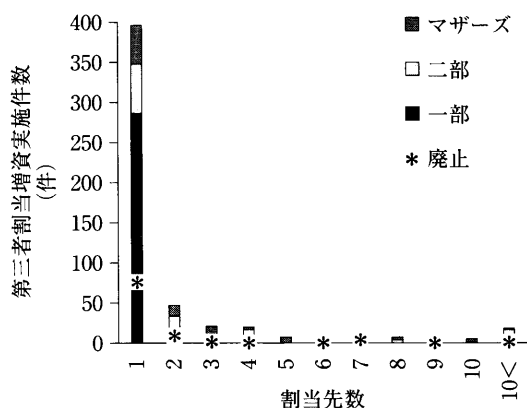


図5 割当先

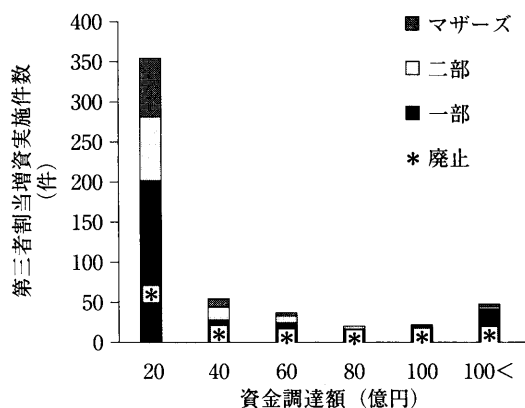


図6 資金調達額

図6は増資実施件数を資金調達額別に集計したものである。横軸数値の“20”、“40”等は20億円以下、20億円超40億円以下等の資金調達額を意味し、“100<”は100億円超の資金調達額を意味する。上場維持会社について見ると20億円以下が353件と最も多く、20億円超40億円以下の54件、40億円超60億円以下の37件と続く。資金調達額の最大値は1056億6百万円<sup>32</sup>であった。上場廃止会社については、20億円以下が61件と最多であり、資金調達額の最大値は1200億円であった<sup>33</sup>。

図7は、増資の件数を希薄化率別に集計したものである。ここで希薄化とは、第三者割当増資の実

30 長野日本無線株式会社（東証第二部、コード6878）が2004年4月5日に決議。

31 株式会社西友（東証第一部、コード8268）が2003年8月12日に決議。

32 三菱自動車工業株式会社（東証第一部、コード7211）が2005年2月14日に決議。

33 三菱UFJニコス株式会社（東証第一部、コード8306）が2007年9月20日に決議。

施によって既存株主の保有割合が低下することを意味する。本稿は、東京証券取引所（2009, p.7脚注番号9）に従い、希薄化率を用いて希薄化の度合いを計測する。

$$\text{希薄化率} = \text{増加株式数} \div \text{発行前株式数}$$

ここで増加株式数とは第三者割当増資によって増加した普通株式数を表し、発行前株式数とは、第三者割当増資実施前の発行済み普通株式数を表す。横軸の目盛は、東京証券取引所（2009, p.8）の調査に準じて等間隔には設定していない。“0.1”, “0.2”等は希薄化率の値が0.1未満, 0.1以上0.2未満等を, “1 ≤”は, 1以上を意味する。上場維持会社について見ると、希薄化率が0.1未満の事例は335件であり, 0.1以上0.2未満は59件, 0.2以上0.25未満は22件, 0.25以上0.5未満は68件である。希薄化率の最高値は4.84であった<sup>34</sup>。上場廃止会社については0.1以下の事例が最多で40件であった。希薄化率の最高値は2.03であった<sup>35</sup>。

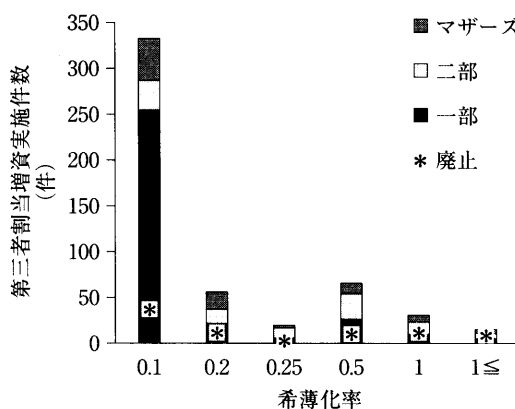


図7 希薄化

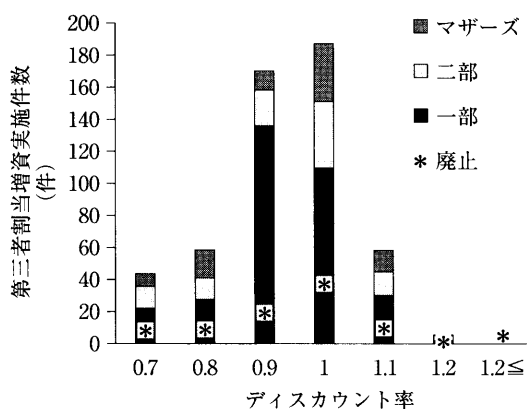


図8 ディスカウント

図8は第三者割当増資の実施件数を、ディスカウント率別に集計したものである。ディスカウント率とは、発行価額に対する取締役会決議日の直前取引日終値である。すなわち

$$\text{ディスカウント率} = \text{発行価額} \div \text{取締役会決議日前日の終値}$$

34 不動産株式会社（東証第一部、コード1813）が2003年12月25日に決議。当時の適時開示情報には、減資、株式併合、債務免除、第三者割当を組み合わせた財務再建策が提示されている。このため希薄化率の理論上の上限値3を超過している。なお値が3を超過したのは不動産によるこの事例のみである。

35 ニイウスコー株式会社（当時東証第二部上場、コード2731）が2007年8月29日に決議。

ディスカウント率の算出に直前取引日終値を用いるのは、「発行価額は、当該増資に関する取締役会決議の直前日の価額（直前日における売買がない場合は、当該直前日からさかのぼった直近日の価額）に0.9を乗じた額以上の価額であること」<sup>36</sup>との証券業界内の自主ルールに合わせるためである。図中、“0.7”、“0.8”等はディスカウント率が0.7未満、0.7以上0.8未満等を、“1.2≤”は1.2以上を表す。上場維持会社について見ると、ディスカウント率が0.9未満の事例は276件、0.9以上1未満は188件、1以上は71件である。ディスカウント率の最低値は0.18であり<sup>37</sup>、最高値は1.66である<sup>38</sup>。上場廃止会社についてみると、ディスカウント率が0.9以下であるのは43件、0.9超1以下が37件、1超が16件である。ディスカウント率の最低値は0.34であり<sup>39</sup>、最高値は1.66である<sup>40</sup>。

第三者割当増資が実施された地域については、香港で実施された1件を除き日本で実施された<sup>41</sup>。第三者割当と同時に実施された増資については、優先株式発行による増資が20件、有償割当増資が1件<sup>42</sup>であった。

#### 4. 破綻回避率

前項で示した第三者割当増資実施会社のうち、2008年末まで破綻せず上場を維持し続けた会社の割合はどれくらいであろうか。また破綻回避と関係がある要因は何であろうか。

前項で示したように、第三者割当を実施した410社のうち、2008年末まで上場を維持したのは352社、2008年末までに上場廃止となったのは58社である。ここで注意すべきは、上場廃止の理由は破綻に限定されないということである。図9は東京証券取引所『上場廃止銘柄一覧』に記載されている58社の上場廃止理由を、「1. 破産、民事再生法、会社更生法、監査意見不表明、虚偽記載」「2. 完全子会社化」「3. 全株取得、株式80%以上取得」「4. 合併、新設合併、会社分割」「5. 時価総額」の五種類に分類し、集計したものである。上場廃止の理由のうち、2、3、4、5は子会社になる等、上場廃止後も何らかの形で会社が存続したと解釈される。よって本稿では「破産、民事再生法、会社更生法、

---

36 日本証券業協会、2003、第三者割当増資の取扱いに関する指針。原本を取得することができなかったため、資料版商事法務 No.243の132ページより引用した（社団法人監査役協会 コーポレート・ガバナンスに関する有識者懇談会（2009）の84ページには、2006年5月1日付の『第三者割当増資等の取扱いに関する指針』の原本が転写されている）。

37 株式会社ソフマップ（東証第二部、コード2690）が2006年1月1日に決議。

38 日商エレクトロニクス株式会社（東証第一部、コード9865）が2003年2月3日に決議。

39 ニイウスコー株式会社（当時東証第一部上場、コード2731）が2007年8月29日に決議。

40 三井鉱山株式会社（当時東証第一部上場、コード1501）が2003年12月15日に決議。なお割当先は産業再生機構であった。産業再生機構を割当先とする事例は他になかった。

41 GMO インターネット株式会社（東証第一部、コード9449）が2007年6月14日に決議。

42 株式会社東京理化学工業所（当時東証第二部上場、コード5854）が2003年11月3日決議したものと並行して実施。

監査意見不表明、虚偽記載による廃止」を理由として上場廃止となった16社を、第三者割当増資を実施した後破綻した会社と捉え、破綻回避率を以下のように定義する。

$$\text{破綻回避率} = \frac{x+y}{x+y+z}$$

ここで、 $x$  は第三者割当増資を実施し2008年末まで上場を維持した会社の数、 $y$  は第三者割当を実施し2008年末までに上場廃止となったものの破綻しなかった会社の数、 $z$  は第三者割当を実施し2008年末までに上場廃止となり破綻した会社の数を表す。 $x=352$ 、 $y=42$ 、 $z=16$ であるから、破綻回避率は96.1%と算出される。以下破綻回避比率と企業属性、第三者割当増資の実施方法との関係を探ることとする。

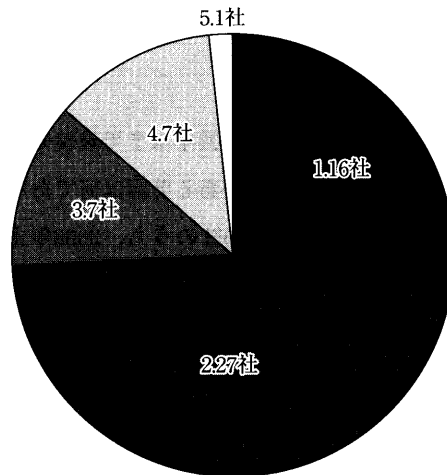


図9 上場廃止の理由

#### 1) 所属部

第三者割当実施会社の破綻回避率は所属部と関係があるであろうか。ここでは全上場廃止会社に占める実施会社の割合と、実施会社に占める上場廃止会社の割合の二側面から検証する。

2003年1月から2008年12月までに東京証券取引所を上場廃止となった367社<sup>43</sup>のうち、49社が「破産、民事再生法、会社更生法、監査意見不表明、虚偽記載」を理由としている。49社を第三者割当増資実施の有無と所属部別に集計した表5をみると、破綻会社のうち第三者割当増資実施会社の占める割合が最も高いのは東証マザーズに上場していた会社であることが分かる。では東証マザーズとその他の所属部との差は統計学上有意であろうか。「破綻会社に占める第三者割当増資実施会社の割合

43 東京証券取引所ウェブサイト、上場廃止銘柄一覧よりデータを取得。

は、所属部と関係がない」という帰無仮説の検定を行ったところ、第一部とマザーズ、第二部とマザーズ、第一部と第二部いずれの比較においても仮説は有意水準1%で棄却された<sup>44</sup>。したがって破綻会社に占める第三者割当増資実施会社の割合は所属部によって異なると考えられる。

表5 破綻会社数に占める第三者割当増資実施会社数の割合

	第三者割当 実施せず	第三者割当 実施	第三者割当実施 会社の割合
第一部	17	4	0.19
第二部	12	6	0.33
マザーズ	4	6	0.60

続いて第三者割当増資実施会社に占める破綻会社の割合に注目する。2008年末時点の第三者割当増資実施会社の様子を所属部別に集計した表6を見ると、マザーズ上場会社の破綻回避率は90%であり、第一部99%、第二部92%と差があることが分かる。この差は計学的に有意であろうか。「第三者割当増資実施会社の破綻回避率は所属部と関係がない」という帰無仮説の検定を行ったところ、第一部とマザーズ、第二部とマザーズ、第一部と第二部の比較すべてにおいて仮説は有意水準1%で棄却された<sup>45</sup>。破綻回比率は所属部と関係があると考えられる。

表6 所属部と破綻回避率（第三者割当実施会社）

	上場維持 (x)	上場廃止 破綻回避 (y)	破綻 (z)	破綻回避率
第一部	239	29	4	0.99
第二部	63	9	6	0.92
マザーズ	50	4	6	0.90

## 2) 実施回数

第三者割当増資の実施回数は破綻回避率と関係があるのでしょうか。ここでは第三者割当増資を1回実施した会社と複数回実施した会社の破綻回避率を比較する。表7を見ると1回だけ実施した会社の破綻回避率は97%であり、複数回実施した会社の95%よりも高い。この差が統計上有意であるか

44 第一部とマザーズの比較における統計量Zは12.7であり、第二部とマザーズの比較における統計量Zは7.00、第一部と第二部の比較における統計量Zは7.26である。

45 第一部とマザーズとの比較における統計量Zは143.52、第二部とマザーズとの比較における統計量Zは9.86、第一部と第二部との比較における統計量は135.88である。

「破綻回避率は第三者割当増資の実施回数と関係がない」という帰無仮説の検定を行ったところ、仮説は有意水準1%で棄却された<sup>46</sup>。

表7 増資実施回数と破綻回避率

	上場維持 (x)	上場廃止 破綻回避 (y)	破綻 (z)	破綻回避率
1回	235	25	9	0.97
複数回	117	17	7	0.95

### 3) 割当先数

破綻回避率と割当先数との関係はどうであろうか。本稿では割当先件数が1である事例と複数である事例を比較する。表8にある小数点以下の数値は、複数回第三者割当を実施した会社が、割当先数を1とする増資と複数とする増資を実施したことを反映している。例えば、2008年末まで上場を維持した会社が、割当先数を1とする増資を1回、複数とする増資を1回実施した場合、「上場維持(x)」の列の「1」の行と「複数」の行それぞれに0.5ずつ加算される。表を見ると、割当先数が1のとき、複数の場合よりも破綻回避率が高い。この差が統計学上有意であるか調べるために「第三者割当増資実施会社の破綻回避率は、割当先数と関係がない」という帰無仮説の検定を行ったところ、仮説は有意水準1%で棄却された<sup>47</sup>。

表8 割当先件数と破綻回避率

	上場維持 (x)	上場廃止 破綻回避 (y)	破綻 (z)	破綻回避率
1	277.05	34.4	12	0.96
複数	74.95	7.6	4	0.95

### 4) 希薄化率

第三者割当増資によって生じる既存株式の希薄化は、破綻回避率と関係があるであろうか。ここでは東京証券取引所(2009, p.1)の「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きを求めることが必要である」という提言に基づき、希薄化率が0.25未満の事例と0.25以上の事例の破綻回避率を比較する。表9を見る

46 統計量Zは39.93である。

47 統計量Zは16.60である。

と、希薄化率が0.25未満の事例の破綻回比率は、0.25以上の事例に比べて高い。この差が統計学上有意であるか調べるために「第三者割当増資実施会社の破綻回避率は、希薄化率が0.25未満であるか0.25以上であるかということと関係がない」という帰無仮説の検定を行ったところ、仮説は有意水準1%で棄却された<sup>48</sup>。この結果は、東京証券取引所の提言を支持するものだと考えられる。

表9 希薄化率と破綻回避率

	上場維持 (x)	上場廃止 破綻回避 (y)	破綻 (z)	破綻回避率
0.25未満	278.86	24.17	11.5	0.96
0.25以上	73.14	17.83	4.5	0.95

#### 5) ディスカウント率

ディスカウント率と破綻回避率とは関係があるであろうか。東京証券取引所（2009, p.12）は、「ディスカウント率が10%超となる場合については、適法性を担保するため、例えば、適法性について監査役（委員会設置会社の場合は監査委員会）がいかなる意見を述べたか等の開示」を会社に求めている。東証のディスカウント率と本稿のディスカウント率とは以下の式によって関係付けられる。

$$\text{本稿のディスカウント率} = 1 - \text{東証のディスカウント率}$$

この点に留意して、本稿のディスカウント率が0.9未満の事例、0.9以上1以下の事例、1超の事例を比較する。

表10 ディスカウント率と破綻回避率

	上場維持 (x)	上場廃止 破綻回避 (y)	破綻 (z)	破綻回避率
0.9未満	172.98	16.37	7.7	0.96
0.9以上1以下	140.87	18.63	5.6	0.97
1超	38.143	7	2.7	0.94

表10は第三者割当増資の事例をディスカウント率で分類し、集計したものである。これを見るとディ

48 統計量 Z は20.65である。



スカウント率が0.9以上1以下である事例の破綻回避率は、ディスカウント率がこの範囲の外にある事例に比べて高い。この差が統計学上有意であるか「第三者割当増資実施会社の破綻回避率は、ディスカウント率が0.9以上1以下であるかどうかと関係がない」という帰無仮説を検定して調べたところ、仮説は有意水準1%で棄却された<sup>49</sup>。

## 結 語

本稿では、東京証券取引所の上場会社によって実施された第三者割当増資と、破綻回避率との関係について分析した。分析結果は以下の通りである。

- ・所属部：破綻回避率が高い所属部から並べると、東証第一部上場会社、第二部上場会社、マザーズ上場会社の順となる。(有意水準1%)
- ・実施回数：一回だけ第三者割当増資を実施した会社は、複数回実施した会社と比べて破綻回避率が高い。(有意水準1%)
- ・割当先件数：割当先件数を1と設定した会社は、複数と設定した会社に比べて破綻回避率が高い。(有意水準1%)
- ・希薄化率：希薄化率が0.25未満である第三者割当増資を実施した会社は、0.25以上である増資を実施した会社に比べて破綻回避比率が高い。(有意水準1%)
- ・ディスカウント率：ディスカウント率を0.9以上1以下に設定した会社は、この範囲外に設定した会社に比べて破綻回避率が高い。(有意水準1%)

上記の結果を、第三者割当増資の方法、発行体の行動、所属部の三側面からまとめる。まず第三者割当増資の方法（希薄化率、ディスカウント率）についてみる。希薄化率が25%以上となるような大量の新株を第三者に割り当てる行為は、単に東京証券取引所（2009, p.1）が指摘するように既存株主の発言力が低下するだけでなく、会社の破綻回避率を低下させる恐れがあることが確かめられた。またディスカウント率が0.9を下回り、引受先にとって有利な発行価額で実施された第三者割当増資についても、単に既存株主から引受先へ富の流失が生じるだけでなく、破綻回避率を低下させる恐れがあることが分かった。本稿の分析結果が普遍性を持つものであれば、東京証券取引所が示す規制の方向性は望ましいものと思われる。

続いて発行体の行動（実施回数、割当先件数）についてみる。第三者割当増資を繰り返す会社の破綻回避率は、一度だけ実施した会社に比べて低いという結果が得られた。希薄化が生じる第三者割当

---

49 0.9未満と1超の比較における統計量Zは3.00、0.9以上1以下と1超の比較における統計量Zは4.60、0.9未満と0.9以上1以下の比較における統計量Zは13.10であった。

を何度も実施する会社の株主総会は、十分に機能していない可能性がある。例えば、発行済み株式の大部分が浮動株で、多くの株主が会社の経営に強い関心を寄せないとき、取締役は保身のために第三者割当を乱発するかもしれない。このようにガバナンスが十分に機能せず、経営の非効率性が温存されてしまう会社の破綻回避率は低いと考えられる。割当先数が複数である第三者割当増資を実施した会社の破綻回避率は、一度だけ実施した会社と比べて低いことが示された。この結果は、複数の新規株主の意見が一致せず経営が混乱したり、新規株主が経営陣を適切に監視していなかったりすることを反映するものであると考えられる。東証は、浮動株比率の高い会社によって第三者割当が実施される時、あるいはモニタリング費用を負担する誘因に乏しい低い投資家を割当先とする第三者割当増資が実施される時、ガバナンスが機能不全に陥らないよう注視すべきではなかろうか。

最後に所属部によって破綻回避率に差がある理由について考える。上場所属部が時価総額、売上高、事業継続年数、株主数等の企業特性を表す指標であると考え、会社が破綻を免れることができるかどうかを決める重要な要因は、会社の経営力であると解釈される。東証マザーズ上場会社と他所所属部の上場会社との基礎体力の違いから、同様の増資を実施しても、その後の生存率に違いが生じるのだと考えられる。東京証券取引所は所属部別に、たとえば第一部上場会社にはより自由度の高い規制を、東証マザーズ上場会社についてはより厳格な規制を設けるなどしてはどうだろうか。

少数株主保護の観点から第三者割当増資の規制を強める動きがあるが<sup>50</sup>、会社の回避確率を高める法令・ルールの整備が期待される。

## 謝辞

本研究は文部科学省「科学研究費補助金 若手研究(B) 課題番号19730226」から助成を受けて行った。また第三者割当増資実施会社のデータは日経メディアマーケティングより購入した。その際、データの整理等で宮武久子氏に大変お世話になった。ここに謝意を表す。

## 参考文献

- 明田川昌幸, 2007, 公開会社における株式および新株予約権の発行規制について, 黒沼悦郎・藤田友敬編, 江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論, 商事法務, 353-376.
- 太田洋, 2004, 宮入バルブの新株発行差止申立事件東京地裁決定, 旬刊商事法務1702, 24-31.
- 神崎克郎, 1989, 第三者割当増資と公正な発行価格, 商事法務, 1191, 6-13.
- 金融庁, 2006, 証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会第4回会合資料1, 発行体に対する証券会社のチェック機能の発揮について(論点整理).
- 金融庁金融審議会, 2009, 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報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～.
- 小塚社一郎編, 2008, ケース会社法 会社法判例・資料集, 商事法務.

---

50 金融庁金融審議会(2009), 日本経済新聞2008年12月7日朝刊1面, 3面参照。証券取引等監視委員会は「不適切なファイナンス」の監視を重点施策の一つに位置づけている。

- 社団法人日本監査役協会 コーポレート・ガバナンスに関する有識者懇談会，2009，上場会社に関するコーポレート・ガバナンス上の諸課題について。
- 出口正義，2007，買収防衛策としての第三者割当増資と公正な発行価額，ジュリスト，1339，170-172。
- 東京証券取引所 上場制度整備懇談会，2009，安心して投資できる市場環境等の整備に向けて。
- 鳥山恭一，2005，買占めによる株価の高騰と新株の有利発行 宮入バルブ製作所事件，法学セミナー，603，122。
- 内閣府経済社会総合研究所，2009，M&A 研究報告2009。
- 丹羽昇一，1989，「時価発行増資に関する考え方」の一部改訂 一第三者割当増資に関連して一，商事法務，1191，26-31。
- 野村修也・中東正文編，2007，別冊金融・商事判例 M&A 判例の分析と展開，経済法令研究会。
- 野村證券株式会社編，1994，＜新訂版＞新株発行ハンドブック，商事法務研究会。
- 阪埜光男，1989，宮入バルブの第三者割当増資の決定をめぐって，旬刊商事法務，1194，2-7。
- 松井秀征，2004，新株有利発行規制に関する一考察，小塚莊一郎・高橋美加編，落合誠一先生還暦記念 商事法への提言，商事法務，373-402。
- 森本滋，1989，1，第三者割当をめぐる諸問題（1），金融法務事情1238号，6-11。
- 森本滋，1989，2，第三者割当をめぐる諸問題（2），金融法務事情1240号，18-23。
- 森本滋，1989，3，第三者割当増資と支配権の変更，商事法務，1191，13-19。