

《判例研究》

著しく不公正な方法による募集株式の発行 —クオント新株発行差止仮処分命令申立事件—

〔平成20年6月23日東京地裁民事第8部決定、平成20年(ヨ)第20071号〕
〔新株発行差止仮処分命令申立事件、申立て認容〕

金 田 充 広

〔事実の概要〕

債務者である株式会社クオント（以下「Y会社」という。）は、昭和10年設立のファンド運営、投資先管理等の業務を目的とする会社である。取締役会設置会社、監査役会設置会社、会計監査人設置会社である。Y会社は、平成19年7月31日現在、資本金の額113億2587万0513円、発行可能株式総数8億1996万6928株、発行済株式の総数2億2803万6156株の会社であり、その発行する普通株式を株式会社ジャスダック証券取引所に上場している。債権者である株式会社オープンループ（以下「X会社」という。）は、IT及び人材サービス等を目的とする株式会社であり、Y会社の普通株式を390万6000株（持株比率1.71パーセント）保有する株主である。Y会社において、平成19年12月以降、B取締役らとE取締役らとの間で会社の経営権に関して対立がありその支配権が争われていた。平成20年5月23日のY会社取締役会において、同年6月27日に開催される定時株主総会において、E取締役ら3名を解任する議案その他が決議された。

このような状況において、Y会社のB取締役ら4名は、E取締役ら3名の反対にもかかわらず、同月9日に開催した取締役会の決議において、B取締役の意向に沿うイチヤ（以下「I会社」という。）及びクロニクル（以下「K会社」という。）に普通株式4444万4000株の募集株式の発行（以下「本件新株発行」という。）（本件新株発行後の発行済株式総数の16.31パーセントに当たる）を決議した。B取締役ら4名は、同月27日に開催される定時株主総会（以下「本件総会」という。）の18日前に本件新株発行の決議をし、その払込期日を本件総会の2日前である同月25日とした

上、I会社及びK会社に対して、会社法124条4項に基づき議決権を付与することを予定しており、他方、I会社及びK会社は、E取締役ら3名の解任を含む会社提案議案に賛成の意向を表明している。

X会社は、本件新株発行が行われる場合には、持株比率が1.71パーセントから1.43パーセントに低下することによって、その影響力行使の余地がほとんどなくなるといふ重大な不利益を被るなどと主張し、本件新株発行は、会社法210条に定める著しく不公正な方法によるとして、その差止めの仮処分を求めた。

〔決定要旨〕

申請認容

〔…2 争点1（本件新株発行が不公正発行に当たるか。）について

(1) 会社法210条は、募集株式の発行が、〈1〉法令又は定款に違反する場合（同条1号）、〈2〉著しく不公正な方法により行われる場合（同条2号）において、株主が不利益を受けるおそれがあるときは、株主は、株式会社に対し、当該募集株式の発行をやめることを請求することができる旨を定めている。

そして、同条2号に規定される「著しく不公正な方法」による新株の発行とは、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解されるところ、会社の支配権につき争いがあり、既存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が発行され、それが第三者に割り当てられる場合に、その新株の発行が既存の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであるときは、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に当たるといふべきである。…

カ これらの事情によれば、債務者の本件新株発行は、会社の支配権につき争いがある状況下で、既存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が発行され、それが第三者に割り当てられる場合であって、かつ、それが、成否の見通しが必ずしもつかない反対派取締役の解任が議案となっている株主総会の直前に行われ、しかも、予め反対派取締役を解任する旨の会社提案に賛成することを表明している割当先に会社法124条4項に基づき議決権を付与することを予定しているというのであるから、他にこれを合理化できる特段の事情がない限り、本件新株発行は、既存の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであると推認できるというべきである。…

(4) 以上によれば、債務者において資金調達の一般的な必要性があったことは否定できないものの、これを合理化できる特段の事情の存在までは認められず、本件新

株発行は、既存の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであると認めるのが相当であり、これを覆すに足りる疎明資料はない。

したがって、本件新株発行は著しく不公正な方法によるものと認定することができる。

…3 争点2（本件新株発行により、株主である債権者が不利益を受けるおそれがあるか。）について

(1) 会社法上、公開会社（会社法2条5号）においては、授権資本制度の下で（同37条、113条）、取締役会に認められた経営判断の行使として、第三者割当てによる募集株式の発行をすることができ（同法201条1項）、その結果、既存の株主の持分比率が低下しても、それによって直ちに株主が不利益を受けるものということとはできない。しかし、会社の支配権につき争いがあり、既存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が発行され、それが第三者に割り当てられる場合に、その新株の発行が既存の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものと認められ、従前の株主構成と比較して、既存の株主に看過できない持分比率の低下があると認められるときは、当該株主は不利益を受けるものといえる。…

エ このことを前提とすると、従前、第5順位であった債権者の持株比率が1.71パーセントから1.43パーセントに低下することは、債務者の従前の株主構成と異なり、事実上多数派を構成する株主が出現することから、債権者の影響力が著しく低下することにつながることは明らかであり、既存の株主である債権者にとって、従前の株主構成と比較して、看過できない持分比率の低下があるといえる。本件新株発行により、株主である債権者が不利益を受けるおそれがあると認められる。…」

[評 釈]

I はじめに

本件は、会社内部の取締役間⁽¹⁾の対立が、株主総会における味方の議決権割合を高めることにより会社の支配権を維持・獲得することを目的とする新株発行に至り、その差止めの仮処分申請の是非が争われた事案である。新株発行が著しく不公正な方法によるものであり、そのことによって株主に不利益が発生するおそれがある場合には、当該新株発行は差

し止めることができる（会社法210条）。会社は、営利法人であるから資金調達の実効性は事業計画の策定などにともない常に存在するということができる。事業の展開次第では、新株を発行することにより既存株主の持株比率を低下させることになる。たとえば金融機関からの融資、仕入れ先や販売等営業活動のあらゆる関連において、業務の提携が必要になることがあるであろうし、取引関係が形成されるのが通常である。株主割当ではなく第三者割当が必要になることもある。それに伴い従来の株主構成が変化し、既存株主が会社に対する支配的関係において不利益を被ることもある。会社の支配権が争われているときに、既存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が第三者割当の方法で発行され、その新株発行が既存株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてなされる場合には、当該募集株式の発行は、同210条の著しく不公正な方法によるものであるとされ差止めの対象になる。これが主要目的ルールである。裁判例の採用する基準である。

そこでこの株主の不利益は、経済的利益と支配的利益に分類することができる。本件では、Y会社の新株発行の結果、X会社の持株比率の低下がみられる。ただしその割合であるが、持株比率が1.71%から1.43%に低下しているだけであるので、そもそも特別決議はもとより普通決議の阻止勢力になることもないうえ、非常に小さい割合の低下に過ぎないということができる。これだけで支配的利益を問題にするのは疑問があるといわざるを得ない。株主に不利益があるとはいえないのではないかということである。しかしながら不利益の考え方は、株主の置かれている状況を種々検討することによってなされなければならない。本件はこのことに対する一つの示唆を与える事例ということができる。

次に本件においては、取締役間において会社支配権が争われているとき、平成20年5月23日のY会社取締役会において、同年6月27日に開催

される定時株主総会の議案として、E取締役ら3名を解任することが決議されており、同月9日に開催されたY会社取締役会において本件新株発行が決議され、払込期日を同月25日その直後の同月27日の定時株主総会で、反対派取締役の解任の提案に賛成の意を表明している新株の割当先に会社法124条4項に基づき議決権を付与することを予定しているという状況がある。このような状況に限定してではあるが、裁判所は、特段の事情がない限り、本件新株発行は既存の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権維持が目的として行われたものと推認できるとしている。

さらに株式会社をめぐる企業買収が問題となっている場面において、企業価値⁽²⁾や株主共同の利益が問題になることがある⁽³⁾。敵対的企業買収において会社の経営支配権が争われているとき、新株発行が行われる場合には、それが会社法210条に規定する不公正な方法であるならば新株発行は差し止められることがある。そのような新株発行につき主要目的ルールを適用する場合には、やはり支配権維持目的を検討しなければならない。しかし取締役が株主間の支配関係に介入する行為が特定の場合には不当ではないと解されることがある。企業価値・株主の共同利益の観点から、取締役のそのような行為が原則として株主総会における多数決により正当であると判断されるのである。

新株発行の差し止めが問題となっている場合における以上のような重要論点に関して、特に、主要目的ルールが、その運用面においてどのように機能しているのかに関して、本件を素材として検討することにしよう。

II 募集株式の発行規制

1 既存株主の保護

募集株式の発行又は新株予約権の行使によって、既存株主は種々の不利益を被るおそれがある。これには次のような二つの視点がある。既存

株主につき、①持株比率の低下と②発行価額が低いため株主の保有株式の経済的価値が低下することである。

株式が時価で発行されるかぎり、一株の経済的価値が以前より低くなることはないので、既存株主が経済的価値において不利益を被ることはない。逆に時価未満のときは保有株式の経済的価値が低下する。しかし株主割当により保有する持株比率に比例した数の株式を割り当てるならば、発行価額にかかわらず経済的に不利益を被ることはない。もちろんこの場合には株式の保有割合が有する支配的価値に関しても変化はない。

株式を発行する場合において株主割当する以外は発行前の保有割合に変化が生じ、割当先次第では持株比率の低下が会社経営に対する影響力の低下を招くことになる。会社経営の支配につき争いがある場合には、これは重大な不利益である。既存株主の保護については、これら両方の利益を考慮しなければならない。

(1) ライツ・イシュー

ライツ・イシューとは、新株予約権の発行である。株主に保有株式数に比例した新株予約権を無償で割り当て（会社法277条）、株主が予約権を行使しない場合に備えて、一定期日の取得条項を付して株主から行使されなかった新株予約権を買い取り、証券会社等に売却し行使することを約定しておくことにより予定の資金調達を可能にすることができる。株価が近時のように下落傾向にある場合は、時価による新株発行といえども、出資者にとっては甘受せざるを得ないとはいえ保有株式の経済的価値が低下することが少なくないことに加えて、会社の配当負担も大きくなる。支配的観点からも第三者割当や公募の場合は、株式の持株比率低下の不利益を被る株主がでてくる。保有株式の数に比例した新株予約権を割り当てるならば、予約権を行使することもできるし、これを売却換価することもできる。株主割当の場合は、経済的利益及び支配的利益

いずれの観点からも株主は不利益を被らない。近年、こうした投資者保護の観点から、ライツ・イシュー⁽⁴⁾が注目される。

(2) 株式の割当を受ける権利

(イ)改正前商法⁽⁵⁾

改正前商法は、譲渡制限株式発行会社以外の会社の株主には新株引受権を認めていなかった（改正前商法280条ノ5ノ2・280条ノ4）。譲渡制限は任意に定款で定めることができることが規定されていた（同204条）。譲渡制限は、敵対会社の関係者など会社にとって都合の悪い者が株主になることを防止することができる制度である。会社法では公開会社でない会社にあたる。全部の株式に譲渡制限が付されている会社である。旧有限会社法も会社の規模等社員の持株比率の保護を重視し、社員の出資引受権を規定していた（旧有限会社法51条）。

(ロ)会社法

改正前商法と同様に、株主に株式の割当を受ける権利を与える場合を規定している（会社法202条、改正前商法280条ノ2第1項5号）。「新株引受権」から「株式の割当を受ける権利」という文言になった。会社法は、従来より閉鎖的会社・公開会社として議論されてきた区分を公開会社という概念を用いて区分している。また会社法も株式譲渡制限の制度を規定し、公開会社でない会社の株主は、株式保有割合に応じた株式の割り当てを受けることによりその支配的利益が保護される。さらに会社法では、全部の株式に譲渡制限を付する以外に、種類の異なる株式として一部の株式にこれを付することもできる（会社法107条・108条）。

(i)公開会社でない会社

会社法では、全部又は一部の発行株式につき譲渡制限を設定していない会社を公開会社という（会社法2条5号）。すべての株式につき譲渡制限を設定している公開会社でない会社に関しては、従来どおり株主以外の者に対して新株を発行する場合には、株主総会の特別決議が必要で

ある。これら会社の株主の場合は、多くの場合において株主として会社支配に対する関心も高く、支配的利益は会社経営者らにとって重大な関心事であることが多い。逆にたとえば上場会社の少数株主にとっては、保有している株式の割合は、会社支配を問題とするにはあまりにも小さいことが多いのも確かである。そこで新株の割当てを受ける権利を付与することを原則とすることによりその保護措置としたのである。

公開会社でない会社の株主は、通常、株式保有割合に応じて株式の割当てを受ける権利を付与され、株主以外の者に対して割当てをする場合には特別決議を必要とする。会社法は、この点について改正前商法とほぼ同様である。募集株式の発行における募集事項の決定は、株主の権利であり株主総会の特別決議によらなければならない（同199条1項2項、309条2項5号による特別決議）。すなわち会社法は、株主以外の第三者に株式を割り当てることを厳重な要件のもとで許容することとし、株主割当てを原則としている。株主が当然に株式の割当てを受ける権利を有する、という原則を株主総会の特別決議で変更できるようにしているわけである。募集株式の発行には、株主割当て、第三者割当てと募集の三種類があり、株主総会の特別決議で募集事項を決定することになっており、どの方法で株式を発行するかにつき、第三者割当てや募集の方法ではなく原則どおり株主割当てによる場合においても、株主は発行に関する事項を株主総会の特別決議で決めなければならない（同199条2項）。ただし、これらは会社法202条3項の規定する区分に従い、定款の定めにより取締役または取締役会が決めることになる。

(ii) 公開会社

公開会社において、株主は株式の割当てを受ける権利を付与されていない。持株比率を維持することに関する利益が保護されていない。公開会社は取締役会を設置しなければならないのであって（会社法327条1項1号）、募集株式に関する事項の決定は原則として取締役会がする（同

201条1項・199条1項2項・295条2項)。委員会設置会社の場合は、その決定を執行役に委任することができる(同416条)。場合によっては、取締役会等の新株発行権限が濫用され特定の株主の持株比率を低下させることだけを目的として新株発行が行われることもある。このような場合には、著しく不公正な方法による発行となり差止事由に該当することがある。

2 新株発行の差止め

会社の成立後における株式の発行にさいして、会社法210条は、募集株式の効力が発生する前にこれを差し止めることができることを規定している。①当該株式の発行又は自己株式の処分が法令又は定款に違反する場合、または②当該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、の二つの場合において株主が不利益を受けるおそれがあれば、株主は当該募集株式の発行を差し止めることができる。差止めの訴えがあっても新株発行の手続きを止めることはできないので訴訟確定までに新株発行の効力が発生してしまうこともある。また訴訟の確定までには比較的時間がかかるので、暫定的に新株発行をしてはならないという仮処分を求めるのが普通である。新株発行差止請求権(同210条)を被保全権利とする新株発行差止の仮処分命令により、債務者会社に新株発行をしてはならないという仮の地位を定める仮処分(民保法23条2項)である。

(1) 主要目的ルールの検討

会社の支配権につき争いがある場合には、特定の第三者に対する新株発行が、敵対する株主の持株比率を低下させることになる場合がある。これを目的として第三者割当が行われることもある。株主総会では取締役の選任が行われ、会社の基本的事項を定めた定款の変更も行われる。会社の経営に関する支配権を目的として株式を保有し積極的に買収を進めている株主にとっては、持株比率に変更を加える株式が割り当てられ

ることは、持株比率に対する影響が大きければ大きいほど看過できない出来事である。当然そのような新株発行は差し止めなければならないということになる。会社法には公開会社の既存株主の持株比率の維持に関する保護規定はないが、そのような新株発行が会社の支配権維持を図る取締役の企図するものであるならば、新株発行の差止めを求めることができなければならない。会社法210条はこれを規定している。

新株発行に差止事由があるか否かの判断に関しては、主要目的ルールにより、資金調達の一必要性と会社支配権維持の目的が検討される。新株発行が有する二つの目的が比較されることになる。すなわち会社法210条2号にいう「著しく不公正な方法」による新株発行とは、会社の支配権が争われているときに、既存株主の持株比率に重大な影響を及ぼす数の株式が発行されそれが第三者に割り当てられる場合に、既存株主の持株比率を低下させ自派の会社支配権を維持することを主要な目的として行われる新株発行である。比較的古い見解によると、株主が両派に分かれ争っているとき、取締役が自己の味方に不当に多数の株式を割り当てる場合は不公正発行に当たるとし、あるいは一方において現実の資金需要があるならば、取締役の一味でない者への募集株式の割当が、結果的に取締役の希望どおりに反対派の株主の持株比率を低下させることになっても著しく不公正な発行ではないとする⁽⁶⁾。主要目的ルールの運用は、こうした学説の考え方に沿ったものであるということが出来る。そして裁判例は、新株発行の持つ資金調達機能に対する既存株主の持株比率への影響を検討し、自己の支配権維持のために新株を味方に大量に割り当てるような場合は不公正であるとし、そうでない限り資金調達の現実の必要性が認定されると不公正発行になることはないであろう、という見方が定着していた⁽⁷⁾。

ところで昭和25年の商法改正により、新株発行が株主総会の決議事項ではなく、授權資本制度の下で原則として取締役会決議により資金調達

の必要に応じてできるようになった(改正前商法166条4項・280条ノ2)。取締役会の権限行使は、株主の意思を反映したものでなければならない。授權資本制度は、株主が取締役会に新株発行権限を付与しているのであるが、その濫用的行使により既存株主の持株比率が希釈化されることに歯止めをかけている。このような観点から、現行法の下でも、公開会社の新株発行権限は改正前商法と同様の基準で限定されている(会社法37条3項)。しかしこの範囲でならば取締役会は自由に新株発行することができるのかというと、そうではなく株主が不利益を被るような一定の新株発行は差し止めることができなければならない。会社の支配権が争われているときに、既存株主の持株比率に重大な変更を加える新株発行は違法であるということになる。これは、会社の取締役の権限には、株主間の会社支配権をめぐる争いに介入することは含まれていないことを基礎とする考え方に基づくと解すべきである⁽⁸⁾。

①会社支配権につき争いのあるとき

会社支配関係において争いがあり、会社が新株を発行することにつきこれをどのように見るかということについては、まず第一に会社は取締役会の決議を支配する現経営者の有利になるよう議決権を行使してくれる者に新株を割り当てるのが普通であるということである。これは会社内部に取締役の対立があるときも企業買収者に対抗しているときでも同じであり、現経営者は自己の有利に議決権を行使してくれる者に株式を割り当てようとする。会社の経営権において争いがあるとき会社が新株発行しその差止めが争われるケースは、原則として以上のような動機があると考えてよいであろう⁽⁹⁾。

そもそも会社支配権に関し争いのある場合において行われる第三者割当につき、著しく不公正な方法として差止請求される場合には、現経営者の一味の者に対する割当てないはずはないということである⁽¹⁰⁾。たしかに会社支配権につき争いがある場合において新株が発行されるとして

も、そのことからただちに当該新株発行が不当な目的を達成する手段として利用される場合に当たるとすることはできない。資金調達の実必要性や発行される新株の数、割当先等を検討すべきは当然のことであろう。

本件において、裁判所は、争点1（本件新株発行が不公正発行に当たるか。）について、「Y会社の本件新株発行は、会社の支配権につき争いがある状況下で、…現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであると推認できるというべきである。」と判示している。裁判所の示したこの判断基準に関しては、主要目的ルールの運用にさいして、会社支配権に関する争いがある場合には、一定の事実関係のもとにおいて、新株発行が著しく不公正な方法として差し止められることがあり、そのさい会社支配権維持の目的が推認され差止めを求める株主の立証の負担を軽減することを明らかにした点において注目し得る。

②資金調達の必要性

主要目的ルールにおいて、会社支配権維持の目的は債務者会社の資金調達の実必要性との比較において検討されることになる。会社の資金調達は、会社において十分な営業活動を展開しようとするならば、そして新たに事業を拡大する場合には必ず必要になる。事業計画の実施に伴い、そのような要請は、営利法人である株式会社には常にあるといわねばならない。そうするとたとえば敵対的会社買収があるとき、株式が買い集められている最中に行われる新株発行の差止めが問題になる場合において、主要目的ルールの適用のさい、特に資金調達の実必要性が強いというのでない限り、資金調達の実必要性があるという理由によって、ただちに新株発行が認められることにはならないはずである。しかしながら主要目的ルールの適用については、資金調達の実必要性の有無を判断しこれが肯定されると比較的容易に新株発行を認めるケースが多い。たとえばタクマ・コスモポリタン事件⁽¹¹⁾（大阪地決昭和62年）、宮入パルプ事件⁽¹²⁾（東京地決昭和63年）その他これら以前の裁判例⁽¹³⁾においては、資金調達の必

要性ないし資金需要があるという理由で債務者会社の新株発行を認めている。この時期において恵比寿織物事件⁽¹⁶⁾（大阪地堺支判昭和48年）で裁判所は、「…不当な目的を達成する新株を発行する場合と言うためには、少なくとも、取締役会が新株発行を行うに至った種々の動機のうち、不当な目的を達成するという動機が、他の動機よりも優越し、それが主要な主観的要素であると認められる場合をいう…」として、新株発行の動機を比較検討している。資金調達の必要性の程度と不当目的を比較検討すべきことを明らかにしており、主要目的ルールの骨格を形成した裁判例であると評価することができる。

その後の忠実屋・いなげや事件⁽¹⁷⁾（東京地決平成元年）では、主要目的ルールの枠組みが確立されているといえることができる。すなわち裁判所は、「…株式会社においてその支配権につき争いがある場合に、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が発行され、それが第三者に割り当てられる場合、その新株発行が特定の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであるときは、その新株発行は不公正発行に当たるといふべきであり、また新株発行の主要な目的が右のところにあるとはいえない場合であっても、その新株発行により特定の株主の持株比率が著しく低下されることを認識しつつ新株発行がされた場合は、その新株発行を正当化させるだけの合理的な理由がないかぎり、その新株発行もまた不公正発行にあたるというべきである。…」と判示している。この判示部分の後半は、支配権維持目的がないときでも、結果として特定の株主の持株比率が著しく低下する場合には、新株発行が不公正であることが推定され、資金調達の必要性によりその推定が覆滅されるというアプローチである。本件及び後掲日本精密事件と同様の考え方である。

本件において、裁判所は、主要目的ルールを適用しつつ、「…他にこれを合理化できる特段の事情がない限り、本件新株発行は、既存の株主

の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであると推認できるというべきである。…」として、資金調達に関する特別の合理的な必要性がない限り会社の支配権維持を主要な目的とするものであると推認している。

③事実上の推定

本件において裁判所は、会社支配権が争われている場合において、発行される新株の数、新株の割当先等の状況において、資金調達を合理化できる特段の事情がないかぎり、当該新株発行は会社支配権維持を目的として行われたことが事実上推定されるとしている。同様の判断を示した事件として日本精密事件⁽¹⁶⁾がある。事件は概略次のとおりである。

債権者会社は、債務者会社の発行済株式の約17.18パーセントの株式を保有している株主であり、債務者の買収を検討していた。債権者は、債務者の大株主であるS（発行済株式の約12.57パーセント）及びP（発行済株式の約2.02パーセント）との間で、取締役の選任等に関し確執を生じていたところ、債務者がT会社とG組合に対し債権者の持株比率が17.7パーセントから11.64パーセントに低下することになる新株発行をすることを決定した。これに対して債権者が株主の利益が侵害されると主張してその差止めを求めた。

裁判所は、「…債務者の大株主であるC及びPと債権者との間で、債務者の取締役の選任等の支配権に関して争いがあり、また、債権者と債務者の現在の経営陣との間でも宝屋の買収等に関して確執があるところ、債務者が、本件総会のわずか16日前に突然発行済株式数の約50パーセントにも相当する新株を発行して第三者に割り当てることを決めた上、払込期日までに法律上必要となる期間に満たないわずか14日後を払込期日、申込期日及び新株券発行期日とし、更に当該新株を引き受ける第三者に新株全部について本件総会における議決権行使を認めることとしたというのであり、加えて、本件総会において選任すべき取締役候補者について、代表取締役のB等の一部のほかは、急遽、上記第三者が推薦する者を選任することとし、半数の取締役候補者を変更したというのであるから、本件新株発行については、特段の資金調達の必要性が認められない限り、現在の経営陣が自らの支配権を確保することを主要な目的として発行するものというべきである。…」として申立てを認容した。

日本精密事件における、会社支配権の争いは、債務者の大株主である

C及びPと債権者との間で、前掲のような状況で存在する。債務者が第三者割当て株主となる者に発行済株式の約50パーセントもの株式を割り当て、その後の定時株主総会で第三者に議決権を行使させ、かつ第三者の推薦する者を選任するため取締役の候補者を変更している。第三者に株主総会における議決権を行使することを認め、取締役の選任をその意のままにしようとした。このような事情は、会社の支配権争いを具体的に示す事実である。

ところで基準日後株主総会までの間に新株発行により株主になった者が株主総会で議決権を行使することができるかという問題⁽¹⁷⁾については、基準日株主が剰余金配当の賛否その他を決すべきであるという考え方が基本であろう。しかし基準日の制度が、既に発行された株式のみを対象とする制度であるならば、基準日における株主がその後株式を譲渡すれば譲受人が株主であるが、基準日における株主が株主としての権利を行使するのに対し、基準日後に新株発行により株主になった者には適用がなくその権利行使が認められることになる。会社法は、これに関して明文規定（会社法124条4項）を置いた。それまでの通説見解⁽¹⁸⁾に沿って立法化したものである。このように基準日後に株主になった者が、その後の株主総会において議決権を行使することができることは、適法なものとして認められているわけであるから、基準日後の第三者割合による株主が議決権を行使すること自体は、会社法の規定に従ったものであり違法ではない。当該新株発行が既存の持株比率に与える影響をどのように評価するかという問題である。日本精密事件において、裁判所は、会社支配権が争われているときにする新株発行は、特段の資金調達のない限り原則的に不公正であるとしている。会社支配権が争われているときに、このような大量の新株発行を行うことは、会社支配権の維持を主要な目的として行うものであることが事実上推定されることを明らかにしている。

本件の争点1において、裁判所は、基準日後に株主になった者の議決権行使につき、Y会社が「…予め反対派取締役を解任する旨の会社提案に賛成することを表明している割当先に会社法124条4項に基づき議決権を付与することを予定しているというのであるから…」という理由で「他にこれを合理化できる特段の事情がない限り、本件新株発行は、既存の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであると推認できるというべきである。…」とする判断を示している。事実上の推定を明らかにしたということができ、これら裁判例の意義は大きいと考える。⁽⁹⁾

(2) 不利益を受けるおそれ

新株発行のさい既存株主が受けることのある不利益には、経済的利益と支配的利益がある。公開会社については、現行会社法は改正前商法と同様に既存株主を保護していない。株主割当が規定されていない。しかしながらそのことは新株発行にさいして、会社は既存株主の持株比率を問題にする必要がないということの意味するわけではない。会社法210条は、株主が著しく不公正な発行により行われそのことにより株主が不利益を受ける場合には、これを差し止めることができることを規定している。本件新株発行によるX会社の持株比率の低下は、1.71パーセントから1.43パーセントであるから割合的には小さい。そうするとそもそもが会社の支配権に影響を及ぼすことができない割合であるならば、Y会社のB取締役派の株主に多数の株式を割り当てるのが、支配権の観点からはX会社に重大な影響を及ぼすことにはならないことから、本件新株発行が差止めの対象になることはないと考えるのが一般的である。

株主総会決議では、会社の基本的事項その他に関する決議を行うことになるが、決議要件の一番ゆるやかな普通決議（会社法309条1項）でも株主の議決権の過半数である。たしかに所有と経営の分離が進み、会社経営には無関心の多数の株主を前提にすると、株主総会決議に過半数

を必要とせずに会社の支配権を掌握することが可能になるのが一般的である。場合によっては、本件のような割合の低下でも新株発行により既存株主の影響力が著しく低下することがないではない。また株主は、単独株主権として会社に対する一定の監督是正権を有しており、少数株主権として持株比率又は持株数を基準に同様の権利を有している。前者には、取締役の違法行為の差止請求権（同360条）や代表訴訟提起権（同847条）などがある。後者には、議題・議案の提案権（同303条-305条）、帳簿閲覧権（同433条）などがある。しかしこれらはいずれも直接的には会社支配権を取得・維持するための手段ということではできない。

裁判所は、本件新株発行によってX会社は持株比率が1.71パーセントからわずか0.28パーセント低下することによって、影響力行使の余地がほとんどなくなるとしている。Y会社の従前の株主構成と異なり、事実上多数派を構成する株主が出現することになるからという理由で、X会社の影響力が著しく低下することにつながるとしている。しかしながらX会社の本件新株発行前の持株比率が、3パーセント以上を要求する少数株主権の基準にも達しないのであるから、影響力行使の余地がなくなると認定するには若干の補強が必要になるのではなかろうか。⁽²⁰⁾しかしこの点に関しては、支配権維持目的と不利益が全く独立したものと考えるべきではなく、主要目的ルールの適用において支配権維持目的を認定するとそこには不利益の要素が含まれており、そのため差止事由があるとする場合には当然不利益に関する判断が肯定的になされなければならないこととなる。⁽²¹⁾本件には、こうした判断が背景にあると解せられる。

3 企業価値及び株主の共同利益と主要目的ルール

会社の取締役は忠実義務を負う（会社法355条）。株式会社のため忠実にその職務を行わなければならない。通説・判例の立場からもまた忠実義務論による場合も、会社・取締役の利益衝突の場面において取締役は会社の利益を優先させなければならない。株主全体の利益、企業価値を

判断する場合においても、取締役は、会社のために行為しなければならないのであって、しかしながら資本多数決の原則は変えることができないし、また株主平等の原則も変えることはできないということである。

現在の取締役のする会社経営というものが容易に資本多数で変更されうるということは否定できない。しかしそのような変更は慎重に検討しなければならないことである。最高裁判所は、この点に関してブルドックソース事件において「…特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在しなかったり、虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである。…」と判示している⁽²²⁾。

主要目的ルールは、新株等発行にかかる会社支配権維持目的と会社の資金調達の必要性の比較であるが、たとえば会社法210条により新株発行の差止めが争われる限り、会社内部の取締役間の争いにせよ会社買収のための株式取得をめぐる攻防においても適用される。会社支配権維持目的は、本来は新株発行する会社すなわち取締役の行為に対する否定的な評価であったが、会社買収の場面において会社の企業価値が毀損されることを回避するために、会社がなし得る行為の基礎にある正当な目的となる。

この問題については、会社買収防衛策として新株等発行する場合において、その差止めを回避するための方策に関して、経済産業省・法務省が指針において示す三原則が参考になる。三原則とは、①企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則、②事前開示・株主意思の原則、③必要性・相当性確保の原則である。指針では、株主総会の決議により新株

予約権等を発行する場合には、新株予約権等の発行差止めを回避するための方策に関して、株主総会決議に基づいて、買収防衛策として新株予約権等を発行するときは、通常、指針の示す三原則に合致し、公正な発行とされる可能性が高いとしている。また取締役会の決議により新株予約権等を発行する場合には、買収防衛策としての新株予約権等の発行が、著しく不公正な方法による発行に当たるか否かは、最終的には裁判所の判断に委ねられるものの、立法趣旨や判例等を踏まえて、その内容を明確化すれば、三原則に合致するかどうか判断基準となろうとする。

これらについては株主平等の原則等会社法における基本原理との関連において検討を要する問題である。

Ⅲ おわりに

従来の判例では、資金調達目的があれば、不公正な方法であるとされることがないという傾向が、近時そうでないケースが主要目的ルールのもとで本件新株発行その他において散見されるようになった。新株発行が支配権維持の手段として使われることが多くなり裁判で争われるようになったことも否定できないが、会社法210条より新株発行の差止めが争われる仮処分個々具体的ケースにおいて、主要目的ルールにより基本的には不当な新株発行は差し止められなければならないということである。そのために資金調達を厳密に審査して新株発行を許容するということになる。また資金調達以外に業務上の連携を強化することを目的とする新株発行もある。これらはいずれも特段の資金調達の必要性又はそれに準ずる事情であると考えられる。ただし後者については、会社支配権に争いがあるときは目的そのものが特定の株主の持株比率の低下を目的とするものと判断されることになる場合が多いであろう。

すでに見てきたように、株式会社であるからには、会社債権者があてにすることができるのは会社財産だけであり、新たな営業の展開など資

金需要は常にあると言っても過言ではなく、それゆえ一般的な資金調達
の必要性をもって画一的に新株発行の合理性を説明する根拠とすること
はできないであろう。しかし事業計画の妥当性やそれに伴う資金調達の
必要性に関して、合理性を追求し計画された事業を不当であると判断す
ることはできないから、これにともなう資金調達であれば適法であると
いわなければならない。

しかしながら会社支配権が争われている場合に、具体的状況の下です
る新株発行に一応差止事由があるという推定の基礎となる事実関係が、
本件その他裁判例において明らかになったということができる。不公正
発行の推定が資金調達の必要性により覆滅されるというアプローチであ
る。これは新株発行の差止めを求める株主の立証上の負担を軽減する機
能を有する。また会社法210条に基づく差止めの訴えを訴訟で争う場合
と異なり、本条に基づく差止請求権を被保全権利として差止めの仮処分
を求めるときは、権利の証明に関しては疎明で足り裁判官が一応真実ら
しいという心証を形成する程度の立証で足りるのであるから、短い時間
での審理にさいして債務者会社側には資金調達の必要性に関する説得的
な疎明資料の提出が要求されることになる。

このことは主要目的ルールが、会社支配権に争いがあるときの新株発
行が不公正か否かの判断において、公正な新株発行のみを確実に許容す
ることとして、差止めを求める株主の保護と新株発行する会社の利害を
適切に調整することができる規範であると考ええる。そして従来の主要目
的ルールの運用からすれば、資金調達の必要性がある場合においても、
本件のようにこれを合理化できる特段の事情がないという理由で不公正
発行になることがあることからすれば、その機能する範囲が広がった
ということもできる。

- (1) 東京地決平成20年6月23日金融・商事判例1296号10頁、資料版商事法務293号227頁。判例評釈として、大塚和成・銀行法務21第691号66頁(2008年)、大塚和成・金融・商事判例1296号1頁(2008年)、栗山徳子・商事法研究65号14頁(2008年)、渡邊弘志・ビジネス法務2009年1号17頁(2009年)、清水俊彦・金融・商事判例1309号2頁(2009年)、清水俊彦・金融・商事判例1310号8頁(2009年)、王子田誠・金融・商事判例1312号23頁(2009年)、弥永真生・ジュリスト1375号58頁(2009年)、三原園子・関東学院法学18巻3・4号291頁(2009年)、若松亮・判例タイムズ1295号61頁(2009年)、仮屋広郷・平成20年度重要判例解説〔ジュリスト臨時増刊1376〕112頁(2009年)、楠元純一郎・ビジネス法務2009年11号94頁(2009年)、川島いづみ・中東=大杉=石綿編『別冊金融商事判例 M&A判例の分析と展開Ⅱ』142頁(2010年)など参照。
- (2) 経済産業省・法務省が、2005年5月27日に公表した、「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(以下「指針」という。)が、この問題に関して重要である。指針における用語としては、「企業価値」とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度であり、「株主共同利益」とは株主全体に共通する利益の総体であるとしている。
- (3) (ニッポン放送新株予約権発行差止事件) 東京高決平成17年3月23日金融・商事判例1214号6頁参照。各種メディアで広く報道された新株予約権発行差止が争われた事案である。その後、ブルドックソース事件において、最高裁判所が企業価値に関連する判断を示している。最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁参照。ブルドックソース株式会社が、会社買収に対して新株予約権無償割当てに対抗して会社支配権を争った事件である。
- (4) 従来の規制の下では、ライツ・イシューを行なおうとする場合、新株予約権1個に対して1株未満の株式を発行することができず、新株予約権が割り当てられる株式の数の整数倍の増資であった。そこで東証は、平成21年12月22日、有価証券上場規程施行規則を改正し、1株未満の株式を発行することができるようにし柔軟な増資を可能にした。すなわち同規則の「(新株予約権証券の上場基準) 第306条(3) 新株予約権1個の目的である株式が上場株券等1株に係るものであること。」を削除した。
- (5) 「会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」(平成17年法律87号)による改正前の商法をいう。以下同じ。
- (6) 鈴木竹雄=竹内昭夫・会社法(第3版)422頁(1994年)。
- (7) 拙稿「ニッポン放送新株予約権発行差止事件」奈良法学会雑19巻1・2号

- 192頁以下(2006年9月)において引用の裁判例参照。裁判例の傾向に関して、江頭憲治郎・株式会社法(第2版)691頁註(4)(2009年)、王子田・前掲註(1)24頁、弥永・前掲註(1)59頁など参照。
- (8) 森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢104巻2号15頁以下参照(1978年)。
- (9) 森本・前掲註(8)17頁参照。
- (10) 拙稿・前掲註(7)197頁。
- (11) 大阪地決昭和62年11月18日判例時報1290号144頁。
- (12) 東京地決昭和63年12月2日判例時報1302号146頁。
- (13) 拙稿・前掲註(7)192頁以下に掲載の裁判例参照。
- (14) 大阪地堺支判昭和48年11月29日判例時報731号85頁。
- (15) 東京地決平成元年7月25日判例時報1317号28頁・32頁。
- (16) さいたま地決平成19年6月22日 金融・商事判例1270号55頁。
- (17) 鳥山恭一「判批」金融・商事判例1287号22頁以下参照。
- (18) 境一郎・大森忠夫=矢沢惇編『注釈会社法(4)』33頁(1970年)、鳥山・前掲註(17)22頁。
- (19) 大塚・前掲註(1)銀行法務21第691号66頁、仮屋・前掲註(1)113頁など同趣旨。
- (20) 弥永・前掲註(1)59頁、大塚和成「ダイソー事件」野村=中東編『別冊金融商事判例 M&A判例の分析と展開』70頁(2007年)など参照。この点に関しては、持株比率の低下がわずかでも株主の不利益要件を満たす道が開かれたと評価する見解もある。楠元・前掲註(1)99頁参照。
- (21) 清水・前掲註(1)金融・商事判例1310号11頁参照。
- (22) 前掲註(3)平成19年最決。敵対者の買収により企業価値がき損されるのであれば、特定の株主を差別的に取り扱うこともまた、株主の平等原則の趣旨に反することにはならないと判示する。