

# 募集株式の発行が「著しく不公正な方法」による発行ではないとされた事例

—— 仙台地裁平成二六年三月二六日決定（金融・商事判例一四四一号五七頁） ——

矢 崎 淳 司

## 一 事実の概要

本件は、債務者Y（京王ズホールディングス）の株主である債権者Xらが、Yの平成二六年二月二八日の取締役会決議に基づく第三者割当ての方法による募集株式の発行は「著しく不正な方法」（会社法二一〇条二号）による発行であるとして、その差止めの仮処分命令を申し立てた事案である。

Yは、電気通信事業法による通信事業者の通信機器販売代理店業務を営むことなどを目的とする株式会社である。Y株式は東証マザーズ市場に上場されており、社債、株式等の振替に関する法律（以下「社債等振替法」という。）一二八条一項所定

の振替株式である。平成二六年二月二八日当時のYの発行可能株式総数は一七〇〇万株、発行済株式総数は五六一万四六〇〇株、総株主の議決権数は五万四九六一個である。

X1（光通信）は、Yの筆頭株主である。X1は、電気通信事業法に定める電気通信事業等を目的とする株式会社であり、その株式を東証市場第一部に上場している。<sup>(1)</sup> X2は、Yの第二位株主である。X2は、Yの創業者であり、平成二四年一月三〇日まではYの代表取締役であった。X3（E・Sワン）は、Yの第三位株主であり、X2が支配する株式会社である。

Yは、東北地方を中心とした移動体通信店舗事業等を営んでいたところ、平成一八年九月、X1との間で、東北地域最大の

募集株式の発行が「著しく不公正な方法」による発行ではないとされた事例

（都法五十六―二） 四一五

携帯電話販売網を確立することを目的とした業務提携に関する基本合意を締結し、X 1の子会社であるA（テレコムサービス株式会社）を一次代理店、Yの子会社であるB（株式会社京王コミュニケーション）を二次代理店とする代理店委託契約に基づき取引をするようになった。

Yは、長年にわたり、X 2が代表取締役を務めていたが、平成二三年八月、過年度の有価証券報告書等において、Yの不適切な取引及び訂正の対象となり得る会計処理が存在する疑義が生じたとして、社外有識者によって構成される第三者調査委員会を設置して調査を行い、同年一月、その調査結果として、Yにおいて、長年にわたり、X 2に対する不正な資金の社外流出、利益の過大計上が行われていた旨を公表した。東証は、平成二四年一月一八日、Y株式を特設注意市場銘柄に指定した。なお、かかる指定から三年を経過する平成二七年一月一八日時点において、東証がYの内部管理体制等に引き続き問題があると認めた場合には、Y株式は上場廃止となる。

X 1は、平成二三年一月三日付けで、平成二四年一月開催予定のYの定時株主総会において、X 1が選定した八名の役員選任を議案とする旨の株主提案を行った。平成二四年一月三日、Yの定時株主総会が開催され、X 1の株主提案については、会社提案と重複する一名の取締役候補者Cを除いて否決されたが、Yの取締役の経歴を有するD等を役員候補者とする会社提

案が可決され、X 2等の旧経営陣が役員を退任し、Dが代表取締役就任するなどした。

X 1は、平成二四年八月三〇日付けで、Yに対し、X 2に対する不正な資金の社外流出等によりYに損害が生じたことについて、当時の取締役であったX 2及びDに対する責任追及等の訴えの提起を請求し、平成二四年一〇月一二日付けで、Dに対し、取締役としての善管注意義務違反を理由に、代表取締役及び取締役からの辞任を求める旨の要求書を送付した。さらに、X 1は、平成二四年一月二二日付けで、平成二五年一月開催予定のYの定時株主総会において、X 1が選定した五名の取締役選任を議案とする旨の株主提案を行い、同日付で、同定時株主総会における委任状勧誘等に利用するとして、Yの株主名簿の閲覧及び謄写請求をしたが、Yはこれを拒絶した。<sup>(2)</sup>平成二五年一月一二日、Yの定時株主総会が開催され、X 1の株主提案については、会社提案と重複する一名の取締役候補者Eを除いて否決されたが、D等を候補者とする会社提案が可決され、Dが代表取締役に再任されるなどした。<sup>(3)</sup>

このような状況の中、Aは、平成二五年一月二八日付けで、Bに対し、同年三月末日をもって、既存の代理店委託契約を期間満了による終了とし、新規の代理店委託契約を締結したい旨を通知した。これに対し、Yは、同月一日付けで、Aに対し、新規の代理店委託契約は、手数料等の点において、従前の契約

条件に比してBに不利な内容であり、既存の代理店委託契約の終了は認められない旨を通知し、以後、AとB及びYの間で、代理店委託契約に関する協議が行われた。<sup>4)</sup>

Yは、平成二五年六月二七日付けで、通信事業者E（ソフトバンクモバイル株式会社）から、顧客の満足度、新規獲得及び代理店収益の改善を目指し、店舗の好立地への移転や大型化を推進する旨の通知を受領した。また、Yは、同月二八日、移動体通信事業を中心とし、主に関東を中心に携帯電話の販売店舗を運営する会社の買収につき、M & Aコンサルティング会社と面談し、買収価格が約七億五〇〇〇万円であること等の説明を受けた。Yは、Eの通知に対応するための資本金約六億六〇〇〇万円、会社の買収資金約七億五〇〇〇万円、平成二五年一月三〇日を返済期限とするAに対する負債約四億二二〇九万円の各資金の融資を、同年七月二日、F銀行（みずほ銀行）仙台支店に打診した。

Yは、平成二五年一〇月一〇日、通信関連機器及び家庭用電化製品の販売等を営み、その株式を大証ジャスダック市場に上場しているG（株式会社ノジマ）が、Yに対する出資を検討している旨の連絡を受け、同月二三日、Gの取締役等と面談し、Gは家電販売業よりも携帯電話販売代理店としての収益が大きいこと、Gグループとして携帯電話販売代理店の全国展開をしたいと考えていることからY株式の過半数を保有してYを子会

社化したいこと、Yが特設注意市場銘柄に指定されていることは把握していること等の説明を受けた。平成二五年一〇月三一日当時、Yの株主の上位三者は、X2（持株比率約一五・一五％）、X1（持株比率約一四・九三％）、X3（持株比率約一三・〇六％）であり、X1は、平成二五年一月一五日以降、取引市場においてY株式を買増し<sup>5)</sup>した。

Yは、平成二五年一月一八日、F銀行仙台支店から、Y株式が特設注意市場銘柄に指定されていることから、融資は実行できない旨を告げられたので、翌一九日、今後の資金調達が困難になったこと、A及びX1との代理店委託契約に関する交渉について進展が見込めず、いつ取引を停止されるかわからない状況であることから、資金繰り及び移動体通信店舗事業の運営において極めて危機的な状況であるとして、Gとの協議を本格化させることにした。

平成二六年一月二四日、Yの定時株主総会が開催され、D等を候補者とする会社提案の取締役選任議案が可決された（X1は反対）。Yは、同年二月二八日付けで、Gとの間で、業務資本提携契約及び株式総数引受契約を締結し、Yの取締役会は、同日、Gを割当予定先とする第三者割当ての方法により普通株式六一〇万四七〇〇株（従前の発行済株式総数（五六一万四六〇〇株）の約一〇八・七三％、総株主の議決権数（五万四九六一個）の約一一・〇七％に相当）を、払込金額約二億一万

六八〇〇円（一株につき三四四円）、平成二六年三月三十一日を払込期日とする新株発行（以下「本件新株発行」という。）に係る決議をした。

平成二六年三月一九日当時、Yの株主の上位三者は、X1（二六万二〇〇〇株、議決権数一万二六二〇個、持株比率約二二・四八%、議決権比率約三二・九六%）、X2（八万五五〇〇株、議決権数八五〇五個、持株比率約一五・一五%、議決権比率約一五・四七%）、X3（六万九五〇〇〇株、議決権数六九五〇個、持株比率約一二・三八%、議決権比率約一二・六五%）であったが、本件新株発行がされた場合、Yの発行済株式総数は一一七二万九三〇〇株、総株主の議決権数は一一万六〇〇八個となり、株主の上位四者は、G（六一〇万四七〇〇株、議決権数六万一一〇四七個、持株比率約五二・〇九%、議決権比率約五二・六二%）、X1（二六万二〇〇〇株、議決権数一万二六二〇個、持株比率約一〇・七七%、議決権比率約一〇・八八%）、X2（八万五五〇〇株、議決権数八五〇五個、持株比率約七・二六%、議決権比率約七・三三%）、X3（六万九五〇〇〇株、議決権数六九五〇個、持株比率約五・九三%、議決権比率約五・九九%）となる。そこで、X1、X2、X3は、本件新株発行は、現経営陣がXらの影響力を排除し自己保身を図ることを目的として行われた著しく不公正な方法による新株発行であるとして、本件新株発行差止め<sup>(6)</sup>の仮処分命令を申し立てた。

## 二 決定要旨

### 申立却下（抗告後、和解）<sup>(7)</sup>

(1)「平成二四年一月開催の定時株主総会において、X1がDの取締役選任に反対したこと、同年一月、X1がDに対し代表取締役及び取締役からの辞任を要求したこと、同年一月、X1が、自らが選定した五名の取締役選任を内容とする株主提案に加え、委任状勧誘等に利用する目的でのYの株主名簿の閲覧及び謄写の請求をしたが、Yは、これを拒絶し、株主名簿の閲覧及び謄写を命ずる仮処分命令が発令されてもお、これに反せず、……X1とYの現経営陣は、Yの経営支配に関して対立関係にあり、特に、X1とDとの間では、遅くとも平成二四年一月以降、対立が継続している状況にあったということができる。」

「X1は、従前、Yの第二位株主であったが、平成二五年一月二五日以降、取引市場においてY株式の買増しを進め、平成二六年二月七日までに、Y株式二二〇万四七〇〇株（議決権数一万二〇四七個、持株比率約二二・四六%、議決権比率約二一・九二%）を保有する筆頭株主となったこと、このような状況下において、同月二八日、Yの取締役会が本件新株発行に係る決議をしたこと、本件新株発行は、株主でなかったGに対し、従前の発行済株式総数の約一〇八・七三%、総株主の議決権数

の約一一・〇七%に相当する株式を割り当て、持株比率約五

二・〇九%、議決権比率約五二・六二%に相当する株式を保有する筆頭株主としてGを出現させ、それまで上位三者の大株主であった債権者らの持株比率（議決権比率）を半減させるものであること等からすると、本件新株発行は、X1と現経営陣との間で、会社の経営支配権について争いがある状況の下で、既存の株主の持株比率（議決権比率）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ものということができる。……X2らとYの現経営陣との関係についてみると、Yの現経営陣は、いずれも、X1が取締役選任に反対したにもかかわらず、X2らが賛成したことにより、取締役を選任された者であり、本件新株発行に係る取締役会決議以前において、X2らと現経営陣との間に争いがある状況であったわけではないが、Yは、X2の行為に起因して東証により株式が特設注意市場銘柄に指定され、これが解除されなければ、平成二十七年一月一八日に上場廃止となるとともに、これが資金調達の一定の障害となるなどしていたのであって、Yとしては、上記指定の解除を受けるため、いずれX2に対する一定の措置を講じることが不可避な状況にあったから、近い将来、Yの現経営陣とX2らが対立関係に立ち、X2らの意向により現経営陣が取締役に再任されない可能性があったことは否定できず、すると、X2らとYとの間には、会社の経営支配権に関する争

いが潜在していたとみることもできる。」

「本件新株発行に至る経過、本件新株発行が既存の株主の持株比率（議決権比率）に与える影響等は、本件新株発行がYの現経営陣が大株主である債権者らの影響力を排除し自己保身を図ることを目的として行われたことをうかがわせる事情ではある。」

(2)「Yの現経営陣は、平成二五年一〇月、Gから移動体通信店舗事業における業務資本提携を通じて子会社化の提案を受けているが、それ以前において、現経営陣とGとの間に、Gが現経営陣の取締役の地位の確保に与するような関係があったことをうかがわせる疎明はない。そして、現経営陣がGとの間で取り交わした業務資本提携契約書兼株式総数引受契約書には、Gは、Yの株主総会において選任されることを条件として、Yの内部管理体制の再構築及び強化を担当する取締役を含め、取締役総数の過半数を下限として取締役を派遣する旨が定められていること、Yが東北財務局長に提出した有価証券届出書に、本件新株発行後に臨時株主総会を開催し、Gから、Yの取締役会の過半数となるよう、必要な人数を受け入れる旨が記載されていること等からすると、少なくとも現経営陣の過半数について、本件新株発行後、Gが選定する取締役に交替することが予定されており、引き続きYの現経営陣の地位が確保されているわけではない。」

「Yは、東証による特設注意市場銘柄の指定により、金融機関からの借入れが困難な状況にある一方で、自らの売上げのほぼ半分を占めるX1の子会社であるAからの手数料等の支払は、代理店委託契約に関する見解の相違から減額され、さらに、Aから借入債務の返済を求められるなどしていたのであり、このような状況にあったYとしては、安定的な経営を行うために、Yが主張する積算内容はともかく、一定の資金調達必要性があったことは、否定し難いところである。」

「Yは、平成二五年一月以降、X1の子会社であり、自己の売上げのほぼ半分を占める取引先であるAから、既存の代理店委託契約は平成二五年三月末日に期間満了により終了し、新規の代理店委託契約を締結する必要があることを前提とした対応をされ、その対応に異論があったことから、その後、Aとの間で協議を継続していたものの、約一年が経過してもなお、何らかの合意に至る見通しが立たない状況にあったのであるから、このような状況において、Yとして、上記のような一定の資金調達の必要性をも考慮した上で、A、ひいてはX1に代わり得る事業パートナーの候補として、Y株式が特設注意市場銘柄に指定されていることを認識しながらYに対する出資を申し出たGと協議して、Gが業務上及び財務上の支援の条件として提示するYの連結子会社化を受け入れたことについては、そのメリツト及びデメリツトの評価を含めた将来予測にわたる経営上の専

門的判断として、合理性がないということではできない。」

「Yが予定するGとの業務資本提携の内容等がYの現経営陣の地位確保に直結するものではなく、本件新株発行が資金調達及び新たな事業パートナーの必要性等に裏付けられた一つの経営判断といえることからすると、…直ちに、本件新株発行を、Yの現経営陣が大株主である債権者らの影響力を排除し自己保身を図ることを目的としてしたものとは断ずることはできず、仮にそのような目的があったとしても、本件新株発行に伴う副次的効用として意図した以上のものということは困難といわざるを得ない。」

(3)「本件新株発行は、本件新株発行に至る経過、本件新株発行が既存の株主の持株比率（議決権比率）に与える影響その他の事情を考慮しても、会社法二一〇条二号所定の「著しく不正な方法」による発行であると認めるには足りない。」

### 三 検討

決定要旨の結論には賛成であるが、その理由に疑問がある。

#### 1 本決定の意義

本件は、Yの株主であるXらが、本件新株発行は会社法二一〇条二号の「著しく不正な方法」による発行であるとして、本件新株発行差止め仮処分命令を申し立てた事案である。<sup>(8)</sup> 本



件では、Y株式の特設注意市場銘柄指定に伴い、Yが上場廃止の危機に陥ったことを契機に、Yの主要な取引先Aの親会社であるX1とYの現経営陣とが対立している状況の下で、Yが株主でないGに対する本件新株発行を行い、その結果、GがYの筆頭株主となり、Xらの持株比率が半減させられる危険があった。

第三者割当てによる新株発行が会社法二一〇条二号の「著しく不公正な方法」によるものであるかどうかについて、従来の裁判例は、支配権維持目的と正当な新株発行目的のいずれが主要な目的であるかにより不公正発行に該当するかどうかを判断する枠組みを構築してきた（主要目的ルール）。本決定は、本件新株発行の主要な目的が何であるかに関しては明示していないものの、現経営陣の支配権維持目的を推認させる諸事情と資金調達目的等の正当な目的により新株発行が行われたことを推認させる諸事情を総合的に考慮して、いずれが優越するかを判断していることから、主要目的ルールを適用した裁判例の中に位置づけることができる<sup>(9)</sup>。

以下では、不公正発行該当性に関する従来の学説・裁判例を概観したうえで、本決定における主要目的ルールの運用について検討する。

## 2 不公正発行該当性に関する従来の学説・裁判例

著しく不公正な方法による募集株式の発行等とは、不当な目的を達成する手段として募集株式の発行等が利用される場合をいう<sup>10)</sup>。取締役が自己の利益を図るため、あるいは、自己の支配的地位の維持・強化を図るために、特定の者に不当に多数の新株を割り当てること<sup>11)</sup>がその典型例である。不公正発行は新株発行の差止事由となり、株主は新株発行の差止請求権を有する。では、不公正発行該当性の判断基準はどのように考えられてきたのであろうか。

この点、大量の新株を第三者に割り当てることによって、会社の支配関係に変動をきたしたとしても、これも原則として割当自由の原則の範囲内における取締役会の経営判断事項であると解する見解<sup>12)</sup>、取締役は企業の実質的所有者たる株主の授權に基づいて会社の経営権を有するにすぎず、誰が会社を支配すべきかを決めるのは株主の意思であり、取締役が判断することはできないとする見解<sup>13)</sup>などが主張されているが、裁判所は、いわゆる「主要目的ルール」を採用してきた。

主要目的ルールとは、新株発行の主要な目的が何かによって不公正発行該当性を判断しようとする見解である<sup>13)</sup>。この見解は主要目的の如何を問題とするので、取締役会が第三者割当てを決議するに至った種々の動機のうち、支配関係上の争いに介入する動機が他の動機に優先しそれが主要なものであるときは、不公正発行にあたるということになる。もともと、実際の裁判

例では、資金調達の必要性を認定して著しく不公正な新株発行ではないとした事案が多く、資金調達目的よりも支配目的が主要なものであるとされた例はほとんどない。不公正発行と認められるためには、支配目的が主要目的であること、その証明ないし疎明責任は株主側が負担することが要求されている<sup>(14)</sup>。また、近年は、新株予約権の発行にも同ルールを適用したとされる事例が存在する<sup>(15)</sup>。

### 3 本決定における主要目的ルールの運用

#### (1) 主要目的ルールの具体的判断基準

主要目的ルールの運用に際し、どのような事情が考慮されるのであろうか。裁判所は、支配権維持目的の認定にあたり、①支配権争いの実態が存在すること、②新株等の発行が支配権争いに多大な影響を与えることを前提に、③新株等の発行が支配権維持目的にあることを疑わせるその他の事情を総合的に考慮しており、また、資金調達目的については、④資金の用途（資金調達の一般的必要性）が存在することを前提に、⑤資金調達計画の実体性・合理性、⑥資金調達方法の相当性を検討しているとの有益な分析がある<sup>(16)</sup>。以下では、この分析に従い、本件における支配権維持目的と資金調達目的につき、これらの目的を推認させる事情があるかどうかを検討する。

#### (2) 本決定における支配権維持目的

本決定では、「X1とYの現経営陣は、Yの経営支配に関して対立関係にあり、特に、X1とDの間では、遅くとも平成二十四年一〇月以降、対立が継続している状況にあったということが出来る。」としており、支配権争いの存在（①の事情）は認められる。また、「本件新株発行は、株主でなかったGに対し、従前の発行済株式総数の約一〇・八・七三%、総株主の議決権数の約一一・〇七%に相当する株式を割り当て、持株比率約五二・〇九%、議決権比率約五一・六二%に相当する株式を保有する筆頭株主としてGを出現させ、それまで上位三者の大株主であった債権者らの持株比率（議決権比率）を半減させるものである」とされていることから、新株発行が支配権争いに多大な影響を及ぼすこと（②の事情）も認められる。

しかし、本決定は、②の事情について、「本件新株発行がYの現経営陣が大株主である債権者らの影響力を排除し自己保身を図ることを目的として行われたことをうかがわせる事情ではある。」としながらも、支配権維持目的を疑わせるその他の事情（③の事情）については、「少なくとも現経営陣の過半数について、本件新株発行後、Gが選定する取締役に交替することが予定されており、引き続きYの現経営陣の地位が確保されているわけではない。」として否定しているようである。

#### (3) 本決定における資金調達目的

資金調達の一般的必要性（④の事情）については、「Yは、



東証による特設注意市場銘柄の指定により、金融機関からの借入れが困難な状況にある一方で、自らの売上げのほぼ半分を占めるX1の子会社であるAからの手数料等の支払は、代理店委託契約に関する見解の相違から減額され、さらに、Aから借入債務の返済を求められるなどしていた」としたうえで、「安定的な経営を行うために、Yが主張する積算内容はともかく、一定の資金調達の実体性があった」として肯定している。

資金調達計画の実体性・合理性(⑤の事情)については、次のように肯定する。すなわち、Yが、「自己の売上げのほぼ半分を占める取引先であるAから、既存の代理店委託契約は平成二五年三月末日に期間満了により終了し、新規の代理店委託契約を締結する必要があることを前提とした対応をされ、その対応に異論があった」ためにAとの間で協議を継続したものの、約一年が経過しても合意にいたる見通しが立たず、このような状況において「Yとして、上記のような一定の資金調達の必要性をも考慮した上で、A、ひいてはX1に代わり得る事業パートナーの候補として、Y株式が特設注意市場銘柄に指定されていることを認識しながらYに対する出資を申し出たGと協議して、Gが業務上及び財務上の支援の条件として提示するYの連結子会社化を受け入れたことについては、そのメリット及びデメリットの評価を含めた将来予測にわたる経営上の専門的判断として、合理性がないということはできない。」とする。

資金調達方法の相当性(⑥の事情)については、具体的な事実を示した説明がなされているわけではないが、「Yが予定するGとの業務資本提携の内容等がYの現経営陣の地位確保に直結するものではなく、本件新株発行が資金調達及び新たな事業パートナーの必要性等に裏付けられた一つの経営判断とい得る」と述べていることからすると、裁判所はこの点について肯定したと読めるように思われる<sup>(17)</sup>。

#### (4) 若干の検討

以上のような支配権維持目的及び資金調達目的に関する諸事情を認定したうえで、裁判所は、結論として、本件新株発行が、Yの現経営陣が大株主であるXらの影響力を排除し自己保身を図ることを目的としたものと断ずることはできないと判示した。

決定要旨の文言には、主要目的が何かという文言こそないものの、裁判所は、本件新株発行に至った諸事情を比較衡量したうえで、Yの現経営陣の支配権維持目的を図ることを目的とするものではないと結論付けており、不正発行該当性に関する判断枠組みは、これまでの裁判例において展開されてきた主要目的のルールを踏襲したものと考えられる。

しかし、不正発行該当性を肯定する方向に働く支配権維持目的に関しては、①及び②のような支配権維持目的が強く推認される事情を認定しながらも、不正発行該当性を否定する方

向に働く資金調達目的に関しては、先に述べた事情以外には何ら言及されておらず、支配権維持目的と資金調達目的との比較衡量の過程において後者の目的が優越すると判断するに至った根拠に関する十分な説明がなされていないように思われる。とりわけ、⑤の事情については、本件新株発行により、従来の筆頭株主であるX1に代わり、新たな筆頭株主であるGが出現しているにもかかわらず、当該株主を割当先として新株を発行する必要性に関する十分な説明がなく、仮に本件新株発行が新たな事業パートナーの必要性等に裏付けられたものであるとしても、本件新株発行で調達される額は約二億円にのぼり、その具体的な使途や必要性等についての説明が全くないにもかかわらず、結論として容易に本件新株発行の合理性を認めたことには疑問があるとの指摘もあり、主要目的ルールを適用する際、株主が支配関係上の争いがあるということを主張・証明すれば、取締役の支配介入の目的が事実上推定され、会社側がその推定を覆すためには、この時期に第三者割当てを必要とすることに<sup>(19)</sup>ついての合理的な説明を要する見解もあることを考えると、①及び②のような支配権維持目的が強く推認される事情を認定した以上、本件新株発行を行う必要性・合理性につき、より詳細な説明がなされるべきであつたように思われる。

もっとも、本件は、Y株式が特設注意市場銘柄に指定され、銀行からの融資も受けられない状況にあつた等の事情をすべて

受け入れたGに対して第三者割当てがなされていることから、裁判所は、借入れの困難性と資金調達の必要性、従来の提携先から新たな提携先への変更の合理性等を考慮して不正発行と認めるには足りない<sup>(20)</sup>と判断したのであり、結論としては妥当といえるのではなからうか。また、⑤の事情と密接に関連する⑥<sup>(21)</sup>の事情については、Y株式が東証による特設注意市場銘柄に指定され、金融機関からの借入れが困難だったことを考えると、肯定してよいように思われるが、割当先がGである理由やGが割当先である場合のYの経済的優位性等について踏み込んだ判断があつてもよかつたように思われる。

#### 4 平成二六年会社法改正と本決定

本決定は、当時の会社法の下で、本件新株発行が「著しく不公正な方法」による発行ではないと判示したものであるが、本決定後に成立した平成二六年改正法の下ではどのように判断されることになるであろうか。

本件新株発行がなされると、引受人であるGの議決権の数は、総株主の議決権の数の二分の一を超える（五二・六二%）ことになるため、Gは特定引受人に該当する。この場合、Yは、払込期日の二週間前までに、株主に対し、当該特定引受人であるGの氏名又は名称及び住所、Gの議決権の数等を知なければならぬ。（改正法二〇六条の二第一項）この通知は、公告

(同条二項)又は有価証券届出書の提出等(同条三項)をもつて代えることができる。総株主の議決権の十分の一以上の議決権を有する株主が、通知又は公告の日から二週間以内に特定引受人であるGによる募集株式の引受けに反対する旨をYに對し通知したときは、Yは、払込期日の前日までに、株主総会の決議によつて、Gに對する募集株式の割当て又はGとの間の総株引受契約の承認を受けなければならないが、Yの財産の状況が著しく悪化している場合において、Yの事業の継続のため緊急の必要があるときは、この限りではない(同条四項)。この場合の株主総会の決議要件は、普通決議である(同条五項参照)。

X1・X2・X3の議決権の合計は過半数を超えているので、反対株主三名が反対通知をすることにより、Yは本件新株発行を行うことはできなかったことになるが、Yの財産の状況が著しく悪化している場合において、Yの事業の継続のため緊急の必要があるときは、株主総会決議は不要であるから、このような場合に該当するかどうかが問題となる。とりわけ、「事業の継続のため緊急の必要があるとき」と解釈できるかが問題となるが、「事業の継続のため緊急の必要があるとき」とは、株主総会を待つては会社が破綻するおそれが現実にあるときが典型例と解されていること<sup>(22)</sup>からすると、本件でこのような事情があったことはうかがえず、結論として株主総会を省略することは認められなかったと考えられる。

#### 〔注〕

(1) X1は、平成二〇年一月、Yとの資本関係を一層強化し、より強固な協力体制を構築することで、東北地域における更なるシェア拡大を図ることを目的として、第三者割当増資によりY株式を引き受け、増資後はYの発行済株式総数の約三・〇％を保有する第二位株主となった(当時の筆頭株主はX2)。Yは、移動体通信店舗事業がほぼ唯一の事業であり、売上げのほぼ半分がX1の子会社であるAとの取引で占められている。金判一四四一号五九六〇頁。後にふれるように、Yの上場廃止の危険がでてきた平成二三年一二月以降、Aの親会社であるX1とYの現経営陣との間の対立関係が明らかになってきた。

(2) X1は、株主名簿の閲覧及び謄写を求める仮処分命令の申立てをし、同年一二月二〇日にかかる申立てを認容する仮処分命令が発せられたが、Yは保全異議の申立てをし、X1からの株主名簿の閲覧及び謄写請求に応じなかった。金判一四四一四一六〇頁。

(3) なお、X1は、かかる株主提案及び会社提案につき、議決権を行使しなかった。金判一四四一四一六〇頁。

(4) B及びYは、既存の代理店委託契約の終了は認められず、従前の基準による手数料等の支払を請求する旨を通知したが、Aはこれに応じず、Bに対して新規の代理店委託契約において適用される基準により算出した額の手数料等の支払を続けた。金判一四四

一号六一頁。

(5) この買い増しにより、X 1は、平成二六年二月七日までに、Y株式二二〇万四七〇〇株（持株比率約二一・四六％、議決権比率約二一・九二％）を保有する筆頭株主となった。X 1は、その後もY株式の買増しを進め、平成二六年三月三日までに、Y株式二六万二〇〇〇株を保有するに至った。

(6) Yは、X 2及びX 3の当事者適格を争ったが、裁判所は、X 2及びX 3の申立ては、社債等振替法一五四条二項所定の少数株主権等の行使に該当し、同条三項所定の個別通知が必要となるが、その申出に係る個別株主通知がされたことにつき主張疎明はないから、いずれも当事者適格を欠き不適法であるとした。金判一四四一号六二頁。本稿では、この点については省略するが、以下の決定要旨は、X 1の申立てについての裁判所の判断ということになる。

(7) 和解の内容は、①Yは本件新株発行を行わない、②X 1は本申立てを取り下げる、③X 1はYの資金調達に協力する、④YとX 1は従前の代理店委託契約書の契約条件に戻す、⑤YはX 1が公開買付けを行う場合、これに賛同する、⑥X 1による公開買付け成立後、Y取締役三名を辞任させ、X 1が指名する新たな取締役三名を選任する、というものであった。以上、受川環大「本件判批」金判一四五三号（二〇一四年）三頁。本件判批として、このほか以下のもを参照。森本滋・金法二〇〇三号（二〇一四

年）三〇頁、鳥山恭一・法セ七一七号（二〇一四年）一二五頁、三原園子・関東学院法学二四卷一号（二〇一四年）九五頁、白井正和・法教（判例セレクト二〇一四―二）（二〇一五年）二二頁、尾形祥・新・判例解説 Watch 一六号（二〇一五年）一一九頁。

(8) 株主が不正発行であることを理由に新株発行差止めの仮処分命令を申し立てる事実としては、①株式買占事案、②敵対的買収事案、③安定株主工作事案、④内紛事案があげられるが（布井千博「判批」金判一二〇九号（二〇〇五年）五六頁）、本件は④の事案にあたる。

(9) 前掲注(7)に掲げた本件判批のいずれも、本決定は主要目的ルールを適用したうえで、本件新株発行が不正発行に該当しないと判示したとする。

(10) 江頭憲治郎『株式会社法（第6版）』（有斐閣、二〇一五年）七六四頁。

(11) 鈴木竹雄・竹内昭夫『会社法（新版）』（有斐閣、一九八七年）三八八頁、大隅健一郎・今井宏『新版会社法論中巻Ⅱ』（有斐閣、一九八三年）六二七頁、河本一郎『現代会社法（新訂第四版）』（商事法務研究会、一九八九年）二五三頁。この見解は、現行法が資金調達の機動性確保を重大な政策課題として授權資本制度を採用し、新株発行を業務執行に準じて取締役会の決議事項としていること、株主の持株比率の維持は、原則として法的に保護されるべき利益ではないことを根拠とするが、平成二年改正によ

り旧商法二八〇条ノ五ノ二が新設され、株式の譲渡制限のある会社においては、定款で排除しない限り株主の新株引受権が法定されたことや、平成二六年改正法で新設された会社法二〇六条の二などからすると、現行法の解釈としては無理があろう。

- (12) 機関権限分配秩序論と呼ばれる。森本滋「第三者割当増資と支配権の変更」商事一一九二号（一九八九年）一三頁以下、川浜昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動の規制（三・完）」民商九五巻四号（一九八七年）一頁以下、近藤光男「企業買収と対象会社（経営者）の対応」商事一二五九号（一九九一年）二〇頁以下。この見解によれば、支配権の争奪を防止するために取締役が第三者割当てを利用することは原則としてできないことになる。ただし、機関権限分配秩序論に立つ論者の中でも、株主間に支配関係上の争いが存する場合に、取締役は当該争いに重大な影響を与える第三者割当てを一切行うことはできないとするのはあまりにも非現実的であるとして、かかる場合に、あえて当該争いに重大な影響を及ぼす第三者割当てを行うためには、反対派株主を排除して、特定の者に対して積極的に第三者割当てを行うことを要する企業経営上の特段の事情がなければならず、これがないときにはかかる新株発行は不公平発行となるとする見解もある。森本滋「第三者割当てをめぐる諸問題（三）」金法一二四三号（一九九〇年）一七頁、川浜・前掲二四頁。

- (13) 今日の学説の通説的見解である。洲崎博史「不公平な新株発行

募集株式の発行が「著しく不公正な方法」による発行ではないとされた事例

（都法五十六―二） 四二七

- とその規制（二・完）」民商九四巻六号（一九八九年）一七頁以下、吉本健一「新株の発行と株主の支配的利益―判例の分析―」判タ（一九八八年）六五八号三一頁以下、田中誠二「再全訂会社法詳論（下）」（勤草書房、一九八二年）九四六頁、主要目的ルールの下では、新株発行が会社と与えるプラスの効果と支配権維持というマイナスの側面を比較衡量し、前者が優越するかどうかを個別に判断することになる。大杉謙一「大規模第三者割当増資」『会社法施行5年 理論と実務の現状と課題』（有斐閣、二〇一一年）八四頁。

- (14) 森本滋「第三者割当てをめぐる諸問題」『第三者割当増資―企業金融と商法改正2―』（有斐閣、一九九一年）二二二頁、弥永真生「著しく不公正な方法による募集株式の発行」ジュリ一三七五号（二〇〇九年）五九頁、楠元純一郎「取締役間の支配権争いと第三者割当て新株発行を差し止めたクオオンツ事件」ビジネス法務二〇〇九年一月号九八頁を参照、学説にも、主要目的ルールを修正し、株主が支配関係上の争いがあるということを主張・証明すれば、取締役の支配介入の目的が事実上推定され、会社側がその推定を覆すためには、この時期に第三者割当てを必要とする点についての合理的な説明を要するとして、証明責任の転換を図る見解がある。洲崎・前掲注（13）一三三頁以下。

- (15) 東京高決平成一七年三月二三日（判時一八九九号五六頁、判タ一一七三号一二五頁、金判一二四号六頁）。高橋英治「第三者

割当による新株予約権発行の差止め」『会社法判例百選〔第2版〕』

（有斐閣、二〇一一年）二〇〇頁参照。

- (16) 若松亮「主要目的のルールに関する裁判例の検討」判タ一二九五号（二〇〇九年）六九〇七二頁。同論文は、クオンツ新株発行差止認容決定事件とオープンループ新株等発行差止却下決定事件を検討したものであるが、現在の裁判所による主要目的のルールの運用状況につき詳細な考察がなされており、参考になる。

- (17) もつとも、資金調達目的の合理性（⑤の事情）が認められるにもかかわらず、資金調達方法の相当性（⑥の事情）が否定される場合は、容易に想定しがたいと考えられる。若松・前掲注（16）七一頁。

- (18) 受川・前掲注（7）五頁、尾形・前掲注（7）一二二頁、三園・前掲注（7）一〇二〜一〇三頁。森本・前掲注（7）三八頁は、「本決定において、第三者割当てがY社経営陣ないしそれと利害関係を有する者に対するものであったならば、その経営判断の合理性について厳格に審査することが求められるが、そうでないのであるから、反対派株主が合理的な対案を提示していない以上、本決定の事実認定から、事業計画の策定とそれを実行するための資金調達方法の決定は合理性がないとはいえない」とする。

- (19) 洲崎・前掲注（13）二三頁以下。

- (20) 森本・前掲注（7）三八頁参照。

- (21) 若松・前掲注（16）七一頁参照。

- (22) 坂本三郎ほか「平成二六年改正会社法の解説〔Ⅳ〕」商事二〇四四号（二〇一四年）六頁。