判例研究

新株等の発行は著しく不公正な方法による発行であるとしてその発行を差し止めた仮処分決定を認可した事例

――平成 29 年 1 月 6 日大阪地裁決定（金判 1516 号 51 頁）――

矢﨑　淳司

一　事案の概要

基本事件は、Ｙ社の株主であるＸが、平成 28 年 12 月 21 日の取締役会決議に基づき現に手続中の普通株式 6 万 7175 株の新株発行及び新株予約権 60 万 5475 個の発行（以下「本件新株等発行」という。）について、会社法 210 条 2 号及び同法 247 条 2 号に定める「著しく不公正な方法」による発行（以下「不公正発行」という。）であるとして、これを仮に差し止めるよう求めた事案である。原決定[1)]は、Ｘの仮処分命令申立てを認容したが、原決定を不服としてＹ社が保全異議を申し立てたのが本件である。

Ｘは、Ｙ社の普通株式 119 万 5900 株を保有する株主であり、平成 28 年 10 月 12 日までＹ社の代表取締役を務めていた者である。Ｙ社は、情報サービス等を目的とする株式会社であり、発行済株式総数は 269 万 1000 株（単元株式数 100 株）で、その発行する普通株式を東京証券取引所（ＪＡＳＤＡＱグロース）に上場している。

1)　大阪地決平成 28 年 12 月 27 日（平成 28 年（ヨ）30056 号）。

Y社は、平成28年12月21日の取締役会（以下「本件取締役会」という。）において、次のとおり、本件新株等発行の実施を決議した（以下、「本件取締役会決議」といい、これによって発行される新株予約権を「本件新株予約権」という。）。

ア　新株発行

（ア）払込期日	平成29年1月6日
（イ）新規発行株式	普通株式6万7175株
（ウ）発行価格	1株につき950円
（エ）発行価額の総額	6381万6250円
（オ）割当の方法	第三者割当
（カ）割当先	株式会社A　4万7093株
	株式会社B　2万0082株

イ　新株予約権発行

（ア）払込期日	平成29年1月6日
（イ）発行数	新株予約権60万5475個
（ウ）発行価格	1株につき30.02円
（エ）発行価額の総額	1817万6359円
（オ）割当の方法	第三者割当
（カ）割当先	株式会社A　42万3833個
	株式会社B　18万1642個
（キ）当初行使価額	1個（1株）につき900円
（ク）行使期間	平成29年1月6日から同年10月5日

本件においてXは次のとおり主張した。

(1) 被保全権利について

Xは、取締役の解任及び選任を求め、平成28年10月27日付け書面にて、Y社に対し、株主総会の招集請求をした上、同年11月4日付けで、裁判所に対し、株主総会招集許可申立てを行っていた（会社法297条1項及び4項）。

本件新株等発行に係る本件取締役会決議は、このような状況下でなされたものであり、本件新株等発行が、Ｘが求める取締役の解任及び選任議案の可決を阻止することを主たる目的とするものであることは明らかであり、本件新株等発行は不公正発行に該当する。実際、本件新株等発行により、Ｘには看過できない持分比率の低下が生じており、Ｘには「不利益を受けるおそれ」（会社法 210 条本文、247 条本文）が生じている。よって、Ｘは、Ｙ社に対し、本件新株等発行をやめることを請求することができる。

(2) 保全の必要性について

払込期日（平成 29 年 1 月 6 日）が差し迫っており、同日までに本件新株等発行を仮に差し止める必要がある。

これに対して、本件においてＹ社は次のとおり主張した。

(1) 被保全権利について

本件新株等発行は、純然たる資金調達目的での新株及び新株予約権の発行である。Ｘが求める取締役の解任及び選任議案の可決を阻止することを目的とするものではなく、現取締役による支配権維持目的は皆無であった。したがって、本件新株等発行は不公正発行には該当しない。

Ｘ保有の 119 万 5900 株の持株比率は、本件新株等発行及び本件新株予約権の全部行使によっても、44.44％から 35.56％へと低下するのみであり、Ｘの持株比率が圧倒的多数であることに変わりはない。したがって、Ｘが「不利益を受けるおそれ」（会社法 210 条本文、247 条本文）は生じておらず、Ｘは、Ｙ社に対し、本件新株等発行をやめることを請求することはできない。

(2) 保全の必要性について

Ｘの持株比率は、本件新株等発行及び本件新株予約権の全部行使によっても、依然として圧倒的多数である。したがって、本件新株等発行を差止める必要はない。

二　決定要旨

原決定認可

1　被保全権利について

(1) 証拠及び審尋の全趣旨によれば、次の事実が一応認められる[2)]。

ア　Xの持株比率等

「(ア) Xは、Y社の普通株式119万5900株を保有する筆頭株主であり、その持株比率は44.44%（119万5900株÷発行済株式総数269万1000株＝44.44%（小数点以下第3位を四捨五入。以下同じ。））である。……（イ）平成28年1月31日現在のY社の総株主の数は1147人であり、その議決権の総数は2万6909個であった。Y社の直近の定時株主総会（平成28年4月26日開催）に出席した株主の議決権の数は1万7620個であり、その出席率は65.48%（1万7620個÷2万6909個＝65.48%）であった。……（ウ）Xが有する議決権の数は1万1950個であり、上記（イ）の出席率を基準とした場合のXの議決権割合は、1万1950個÷1万7620個＝67.82%となる。」

イ　本件新株等発行に係る本件取締役会決議に至る経緯等

「(ア) Y社の代表取締役は、平成28年7月22日以降、Xと丙川梅郎（以下「丙川」という。）の2名であった。同年10月12日にXが代表取締役を辞任し、新たに乙山竹彦が代表取締役に就任した。以後、Y社の代表取締役は、丙川と乙山竹彦の2名となり、現在に至っている。……（イ）Xは、平成28年10月27日、Y社に対し、取締役を辞任する旨の辞任届を提出した上、取

2)　本決定の決定要旨において裁判所が一応認められるとした事実（Xの持分比率等、本件新株等発行に係る本件取締役会決議に至る経緯等、本件新株等発行の影響等）は、事案の概要を把握するうえで重要であると考えられるので、本稿では、該当箇所の一部を省略した他は原文のまま記している。

締役の過半数を入れ替え、取締役の構成を一新することが企業価値の向上と一般株主の利益に資するとの考えから、同日付け書面にて、取締役 1 名（丙川）の解任及び新取締役 6 名の選任を目的とする株主総会を招集するよう請求した。そして、同招集請求から 1 週間が経過するも同招集請求があった旨の適時開示がされなかったことから、同年 11 月 4 日付けで、大阪地方裁判所に対し、株主総会招集許可を申し立てた（同裁判所平成 28 年（ヒ）第 89 号株主総会招集許可申立事件）（以下「別件総会招集許可申立事件」という。）。……（ウ）別件総会招集許可申立事件においては、担当裁判官の提案に基づき、Ｙ社が、Ｘが求める取締役の解任及び選任を目的とする株主総会を、平成 29 年 1 月末日までに自主的に招集する方向で調整がなされ、別件総会招集許可申立事件の決定は留保されることとなった。そして、Ｙ社は、平成 28 年 12 月 6 日開催の取締役会において、平成 29 年 1 月 31 日に臨時株主総会を開催する旨を決議し、同日、その旨のプレスリリースをした。……（エ）臨時株主総会については、プレスリリースはされたものの、基準日公告はされないままであった。平成 29 年 1 月 31 日に臨時株主総会を開催するには速やかな基準日公告が必要であると考えたＸは、平成 28 年 12 月 13 日、代理人を通じ、その旨をＹ社に伝えた。これに対し、Ｙ社は、同月 16 日、代理人を通じ、臨時株主総会の開催日を平成 29 年 1 月 31 日～2 月 2 日、基準日を同年 1 月 5 日～6 日とし、その旨を平成 28 年 12 月 21 日開催予定の取締役会（本件取締役会）で決議し、同じく平成 28 年 12 月 21 日に基準日公告を行う予定である旨を連絡した。また、同日中に、臨時株主総会の開催日を平成 29 年 1 月 31 日～2 月 9 日、基準日を同年 1 月 5 日～10 日と訂正する旨を連絡をした。……（オ）Ｙ社は、上記（エ）の連絡をしたのと同じ平成 28 年 12 月 16 日付けで、Ｘに対し、同月 21 日開催の取締役会（本件取締役会）の招集通知をした。この招集通知書には、議題として、臨時株主総会開催の件が記載されているものの、本件新株等発行については何ら記載されていなかった。そのため、Ｘは、本件取締役会において、本件新株等発行に係る本件取締役会決議がされるとは想定だにしていなかった。……（カ）平成 28 年 12 月 21 日、本件取締役会が開催された。Ｘは、

上記（イ）のとおりの辞任届を提出していたことから、出席をしなかった。……（キ）本件取締役会においては、臨時株主総会開催の件のほか、本件新株等発行の件が議題とされた。そして、臨時株主総会の開催日を平成 29 年 2 月 10 日に変更し、基準日を同年 1 月 11 日とし、平成 28 年 12 月 27 日に基準日公告を行う旨が決議されるとともに、この基準日に先立つ平成 29 年 1 月 6 日を払込期日とする本件新株等発行を実施する旨が決議された。……（ク）平成 28 年 12 月 27 日、Y 社は、上記（キ）の取締役会決議に基づき、平成 29 年 2 月 10 日開催の臨時株主総会につき、基準日を同年 1 月 11 日と定める旨の基準日公告をした。」

ウ　本件新株等発行の影響等

「（ア）本件新株等発行及び本件新株予約権の全部行使による希釈化率は 24.99％であり、その発行数は上場規程 432 条が定める規制ライン（25％）に達しない範囲で設定されている。……（イ）X 保有の 119 万 5900 株の持株比率は、本件新株等発行及び本件新株予約権の全部行使によると、44.44％（上記ア（ア））から 35.56％に低下する。また、上記ア（イ）の出席率を基準とした場合の X の議決権割合は、67.82％（上記ア（ウ））から 49.09％（1 万 1950 個÷（1 万 7620 個＋ 6724 個）＝ 49.09％）に低下する。」

(2) 不公正発行該当性について

「会社法 210 条 2号及び 247 条 2 号に定める「著しく不公正な方法」による発行（不公正発行）とは、不当な目的を達成する手段として新株又は新株予約権の発行が行われる場合をいう。そして、取締役の選任・解任は株主総会の専決事項とされているところ（会社法 329 条、339 条）、被選任者である取締役が、選任者である株主の構成を自由に変更できるとすることは、資本多数決を旨とする機関権限分配の趣旨に反することとなる。したがって、株主構成の変更自体を主要な目的としてなされた新株又は新株予約権の発行は、原則として、不公正発行に該当するというべきである。そして、現取締役らの取締役たる地位の得喪や取締役会における影響力の変動にかかわる経営権争奪の局面におけ

る第三者割当による新株又は新株予約権の発行は、実質的な利益相反状況下における新株又は新株予約権の発行であるといえるから、これを合理化するに足りる特段の事情のない限り、現取締役らの経営権維持を目的とするものであり、株主構成の変更自体を主要な目的とする不公正発行に該当するものと推認できる。」

「本件新株等発行は、Ｘが求める取締役の解任及び選任議案の可決の可能性を低下させることを目的とするものであり、株主構成の変更自体を主要な目的とする不公正発行に該当すると推認される。このように判断した理由は、次のとおりである。

（ア）本件新株等発行に係る本件取締役会決議は、いわゆる大株主であるＸが、取締役の過半数を入れ替えるべく、取締役 1 名（丙川）の解任及び新取締役 6 名の選任を目的とする株主総会の開催を求める状況下でなされている……。しかも、かかる株主総会の開催に関する招集決議と同じ取締役会においてなされている……。このように、本件新株等発行は、現取締役らの取締役たる地位の得喪や取締役会における影響力の変動にかかわる経営権争奪の局面においてなされた新株又は新株予約権の発行であるといえる。

（イ）そして、Ｘの持株比率は 44.44％であり、過半数を超えているわけではなかったが、直近株主総会における出席率を基準とした場合の議決権割合は 67.82％であったから……、Ｘが求める取締役の解任及び選任議案は、可決されることが確実であるとまではいえないものの、可決の可能性が高い状況にあったと認められる。一方、本件新株等発行及び本件新株予約権の全部行使によると、Ｘの持株比率は 44.44％から 35.56％に低下し、また、直近株主総会における出席率を基準とした場合の議決権割合は、67.82％から 49.09％に低下するのであり……、本件新株等発行は、Ｘが求める取締役の解任及び選任議案の可決の可能性を低下させる効果のある新株又は新株予約権の発行であったと認められる。これらの事実によれば、本件新株等発行は、利益相反性の高い新株又は新株予約権の発行であったということができる。

（ウ）そこで、かかる利益相反状況下での本件新株等発行を合理化するに足

りる特段の事情が存するか否かにつき検討するに、この点について、Y社は、本件新株等発行が純然たる資金調達目的での新株又は新株予約権の発行であったと主張する。

a　上記（ア）及び（イ）のとおり、本件取締役会決議がされた平成28年12月21日当時は、大株主であるXが求める株主総会の開催が現実的なものとなり、かつ、開催予定の株主総会において、Xが求める取締役の解任及び選任議案が可決される可能性が高いという状況にあった。したがって、Y社主張の資金調達の必要があったとしても、同株主総会まで待てるのであれば、同株主総会で株主の信認を得た取締役において、同株主総会後に資金調達に係る経営判断を行うこととするのが、上記のとおりの状況下にあったY社の取締役の採るべき措置であったといえる。しかるに、一件記録によるも、Xが求める株主総会の開催を待っていてはY社に重大な損害が生じる状況にあったとの疎明はなく、上記のとおりの措置を採ることが検討された形跡も見あたらない。かかる事情に、上記（ア）及び（イ）で検討したところを総合すれば、本件新株等発行が純然たる資金調達目的であったというのは疑問であり、むしろ、本件新株等発行は、Xが求める取締役の解任及び選任議案の可決の可能性を低下させることを目的とするものであったと考えるのが自然である。

b　しかも、Y社の取締役らは、Xが求める株主総会の基準日の設定と基準日公告の実施が喫緊の課題とされる中、本件取締役会決議において、基準日（平成29年1月11日）の5日前である同月6日を払込期日とする本件新株等発行の実施を決議した……。もとより，上記aで述べたのと同様、払込期日を基準日よりも前の日としなければならなかった理由は定かではない上、Y社主張の資金調達が必要であったとしても、払込期日を6日ほど後らせ、基準日後とすることも可能であったと考えられる。しかるに、Y社の取締役らは、本件新株等発行に係る払込期日をXが求める株主総会の基準日前に設定し、割当先の議決権行使を可能なものとしたのである。かかる事実関係に照らしても、本件新株等発行が純然たる資金調達目的であったというのは疑問であり、むしろ、本件新株等発行は、Xが求める取締役の解任及び選任議案の可決の可能性を低

下させることを目的とするものであったと考えるのが自然であるといえる。

ｃ　上記ａ及びｂによれば、仮に、Ｙ社主張の資金調達目的があったとしても、上記（ア）及び（イ）のとおりの利益相反状況下でなされた本件新株等発行を合理化するに足りる特段の事情が存するとまでは認められない。

（エ）したがって、本件新株等発行は、Ｘが求める取締役の解任及び選任議案の可決の可能性を低下させ、現取締役らの取締役たる地位や取締役会における影響力を維持することを目的とするものであり、株主構成の変更自体を主要な目的とする不公正発行に該当すると認めるのが相当である。」

(3)「不利益を受けるおそれ」について

「本件新株等発行及び本件新株予約権の全部行使により、Ｘの持株比率は 44.44％から 35.56％に低下し、また、直近株主総会における出席率を基準とした場合の議決権割合は、67.82％から 49.09％に低下する。したがって、本件新株等発行は、Ｘが求める取締役の解任及び選任議案の可決の可能性を低下させるものであるといえ、Ｘには、本件新株等発行により、自らの望む株主総会決議の可決の可能性の低下という「不利益を受けるおそれ」（会社法 210 条本文、247 条本文）が生じたものと認められる。」

2　保全の必要性について

「本件新株等発行によりＸが不利益を受けるおそれがあることは上記 1（3）のとおりである。また、この不利益は将来損害賠償によって解消し得る性質の不利益ではない。さらに、払込期日（平成 29 年 1 月 6 日）が差し迫っており、本案判決を待っていては、回復しがたい損害が生じるおそれがあるといえる。したがって、保全の必要性も認められる。」

三　検討

決定要旨に賛成。

1　はじめに

本件は、Y社の株主であるXが、本件新株等発行は会社法210条2号及び247条2号に定める「著しく不公正な方法」による発行であるとして、その差止めを求めたところ、原決定がこれを認容する仮処分決定をしたことから、Y社がその保全異議を申し立てた事案である[3)]。本決定は、被保全権利及び保全の必要性ともに認められるとして、原決定を認可した。

本決定で注目されるのは、決定要旨の不公正発行該当性に関する部分である。本決定では、不公正発行とは、「不当な目的を達成する手段として新株又は新株予約権の発行が行われる場合」であるとしたうえで、「取締役の選任・解任は株主総会の専決事項とされているところ（会社法329条、339条）、被選任者である取締役が、選任者である株主の構成を自由に変更できるとすることは、資本多数決を旨とする機関権限分配の趣旨に反することとなる。したがって、株主構成の変更自体を主要な目的としてなされた新株又は新株予約権の発行は、原則として、不公正発行に該当するというべきである。」と判示している。

---

3)　本件新株等発行及び本件新株予約権の全部行使による希釈化率は24.99％であり、その発行数は上場規程432条が定める規制ライン（25％）に達しない範囲で設定されている。上場規程432条によれば、上場会社は、第三者割当による募集株式等の割当てを行う場合（施行規則で定める議決権の比率が25％以上となる場合に限る。）又は当該割当て及び当該割当てに係る募集株式等の転換又は行使により支配株主が異動する見込みがある場合は、当該割当ての緊急性が極めて高いものとして施行規則で定める場合を除き、(1) 経営者から一定程度独立した者による当該割当ての必要性及び相当性に関する意見の入手 (2) 当該割当てに係る株主総会決議などによる株主の意思確認のいずれかを行うものとすると規定されている。

「株主構成の変更自体を主要な目的としてなされた新株又は新株予約権の発行は、原則として、不公正発行に該当するというべきである。」との箇所からは、本決定は、主要目的ルールの適用を前提としているように読める。他方、「取締役の選任・解任は株主総会の専決事項とされているところ（会社法 329 条、339 条）、被選任者である取締役が、選任者である株主の構成を自由に変更できるとすることは、資本多数決を旨とする機関権限分配の趣旨に反することとなる。」との箇所からは、本決定は、学説において提唱されていた機関権限分配秩序論に立つものとも読める。

そこで、以下では、本決定が、これまでの不公正発行該当性に関する判断基準との関係で、どのように位置づけられるかを中心に検討する。

2　不公正発行該当性の判断基準―新株発行の場合―

本決定との関係で言及した主要目的ルールや機関権限分配秩序論は、もともとは新株の第三者割当ての不公正発行該当性に関する判断基準として議論されてきた経緯があるため、まずこの点を整理しておくことにする [4]。

（一）新株の第三者割当ての不公正発行該当性に関する判断基準

この点については、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 [5]、会社支配権に争いがある場合に、取締役が行う買収防衛策には原則として経営判断原則が適用さ

4）　新株の第三者割当ては、会社法成立前の商法の規定では、原則として取締役会決議のみで行うことができ、その結果、安定比率を増大させ、会社にとって好ましくない者の持株比率を低下させることができる点において、最も有効な措置と考えられてきたことから、会社支配権争奪に関する紛争を解決する手段としては、専ら新株の第三者割当てが利用されることになった。

5）　鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法（新版）』（有斐閣、1987 年）388 頁、大隅健一郎＝今井宏『新版会社法論中巻Ⅱ』（有斐閣、1983 年）627 頁、河本一郎『現代会社法（新訂第四版）』（商事法務研究会、1989 年）253 頁。

れ、経営者はその経営判断によって自らの支配権を維持するために新株発行を行ってもよいとする見解[6]、新株発行の主要な目的が何かによって不公正発行かどうかを判断する見解（主要目的ルール）[7]、取締役は企業の実質的所有者たる株主の授権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（機関権限分配秩序論）[8]が提唱されてきた。

（二）判例における主要目的ルール

判例は基本的に主要目的ルールを採用しているといえる[9]。既存株主の持株比率を下げようとしたり、現経営陣の支配権を維持しようというような不当な目的が少しでも認定されれば、直ちに不公正発行にあたり、差止請求が認容さ

6） 河合伸一「第三者割当増資をめぐる諸問題（二）」民商法雑誌 100 巻 1 号 22 頁（1989 年）、森田章「第三者割当増資と経営判断」商事 1198 号 2 頁以下（1989 年）。

7） 今日の学説の通説的見解である。洲崎博史「不公正な新株発行とその規制（二・完）」民商 94 巻 6 号（1989 年）17 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（1988 年）658 号 31 頁以下、田中誠二『再全訂会社法詳論（下）』（勁草書房、1982 年）946 頁等。同ルールによれば、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ことになる。

8） 森本滋「第三者割当増資と支配権の変更」商事 1191 号（1989 年）13 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 95 巻 4 号（1987 年）1 頁以下、近藤光男「企業買収と対象会社（経営者）の対応」商事 1259 号（1991 年）20 頁以下。

9） 裁判所が最初に主要目的ルールを採用した事例は、恵比寿織物事件（大阪地裁堺支判昭和 48 年 11 月 29 日判時 731 号 85 頁）である。なお、秀和事件決定（東京地決平成元年 7 月 25 日判時 1317 号 28 頁）においては、新株発行の主要目的が不当な目的でない場合であっても、一定の場合に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限り不公正発行にあたり、その合理的な理由についての証明ないし疎明責任は会社側にあるとしている点において、それまでの主要目的ルールとは異なる新たな基準が示されている。主要目的ルールを適用した最近の裁判例の分析として、若松亮「主要目的ルールに関する裁判例の検討」判タ 1295 号（2009 年）61 頁以下参照。

れるとすると、自己資金充実のための手段としての機能を負っている新株発行制度の実質が無に帰するおそれがあるが、他方で会社の自己資金調達という公正な目的が認められさえすれば、いかに取締役会が不公正な目的を有していたとしても常に不公正発行にあたらないとすると、株主に不公正発行による新株発行差止の権利を認めた法の趣旨を無視することになる。そこで、会社の機動的な資金調達と株主の利益との調整を図ろうというのが、判例が主要目的ルールを採用する理由である。もっとも、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、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ことから、同ルールをより実質化するのか、あるいは異なるルールを採用するのかはともかく、裁判所が、新株発行に係る計画の策定経緯や合理性について会社側にどの程度丁寧な説明を求め、その説明が説得的かどうかをいかなる観点から判断するかが問題の中心となっている[10]。

3　不公正発行該当性の判断基準―新株予約権発行の場合―

この点についての代表的な事例としては、①債務者の株主である債権者が、債務者が従前の発行済み株式数の約 1.44 倍の新株予約権を発行することは不公正発行にあたるとして発行差止めを求めたところ仮処分決定がなされ、原審異議決定により発行差止めの仮処分の認可がなされたので債務者が保全抗告した事例（東京高決平成 17 年 3 月 23 日判時 1899 号 56 頁〔ニッポン放送新株予約権発行差止保全抗告事件高裁決定〕）、②債務者の株主である債権者が、債務者が取締役会決議に基づいて現に手続中の新株予約権（以下「本件新株予約権」という。）の発行について、これを仮に差し止めることを求めたところ、認可決定がなされたため、債務者が抗告の申立をした事案で、債務者による本

10）　神田秀樹編『会社法コンメンタール 5』〔須崎博史〕123 頁、若松・前掲注（9）69 頁～ 72 頁参照。

件新株予約権の発行は、債務者に対する濫用的な敵対的買収を未然に防止するという目的で設計された制度に基づき行われたものであり、敵対的買収者が現れた場合など一定の場合に取締役会が本件新株予約権を消却しない旨の決議を行うことができるとして、現実の新株発行手続が一定の制限に服することを定めるものではあるが、本件新株予約権が行使され新株が発行された場合には、債権者を含めた既存株主が予測し難い損害を被るものであるから、債務者の取締役会に与えられている権限を逸脱してなされた著しく不公正な方法によるものといわざるを得ないとして、抗告を棄却した事例（東京高決平成 17 年 6 月 15 日判時 1900 号 56 頁〔ニレコ新株予約権発行差止保全抗告事件高裁決定〕）がある。

①は、いわゆる有事における新株予約権の発行が不公正発行とならないかが問題となった事例であり、裁判所は、「会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において，株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ，現経営者又はこれを支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株予約権の発行がされた場合には，原則として，商法 280 条ノ 39 第 4 項が準用する 280 条ノ 10 にいう「著シク不公正ナル方法」による新株予約権の発行に該当するものと解するのが相当である。」としたうえで、「株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする発行も不公正発行に該当しないと解すべきである。」とし、結論として債権者の仮処分命令申立てには理由があるとした[11)]。

②は、将来の敵対的買収に備えるため、平時において新株予約権を発行することが不公正発行とならないかが問題となった事例であり、裁判所は、債権者の仮処分申請は認容すべきものと判断したが、その不公正発行該当性を認める

11） 本決定は、新株予約権発行には、新株の第三者割当てと同様に、「主要目的ルール」の適用がある点に意義が認められるとされる。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 3 版〕』（有斐閣、2016 年）202 頁。

にあたっては、①のように新株予約権発行の主要な目的が会社支配権維持にあることは理由にしていない。②決定では、将来において新株予約権が行使された場合に持分利益が希釈化されるおそれがあり、このことが投資対象としての債務者株式の魅力を減殺させ、新株予約権を取得した既存株主も、株価値下がりの危険や長期にわたってキャピタルゲインを獲得する機会を失う危険をおうことになり、このような経済的不利益を既存株主が被る危険があることを理由に不公正発行該当性が認められた点が、①決定とは異なっている[12]。

4　本件における新株発行及び新株予約権発行の不公正発行該当性

（一）序

本決定は、（ⅰ）「会社法 210 条 2 号及び 247 条 2 号に定める「著しく不公正な方法」による発行（不公正発行）とは、不当な目的を達成する手段として新株又は新株予約権の発行が行われる場合をいう。」としたうえで、（ⅱ）「取締役の選任・解任は株主総会の専決事項とされているところ（会社法 329 条、339 条）、被選任者である取締役が、選任者である株主の構成を自由に変更できるとすることは、資本多数決を旨とする機関権限分配の趣旨に反することとなる。したがって、株主構成の変更自体を主要な目的としてなされた新株又は新株予約権の発行は、原則として、不公正発行に該当するというべきである。そして、現取締役らの取締役たる地位の得喪や取締役会における影響力の変動にかかわる経営権争奪の局面における第三者割当による新株又は新株予約権の発行は、実質的な利益相反状況下における新株又は新株予約権の発行であると

12）　もっとも、同事案の東京地決平成 17 年 6 月 1 日金判 1218 号 8 頁では、問題となったライツプランに関わる新株予約権の発行は、「株式会社の経営支配権に現に争いが生じていない場面において、将来，敵対的買収によって経営支配権を争う株主が生じることを想定して、かかる事態が生じた際に新株予約権の行使を可能することにより当該株主比率を低下させることを主要な目的として発行されるものということができる。」と判示しており、主要目的ルールの判断枠組みによったものと考えられる。

いえるから、これを合理化するに足りる特段の事情のない限り、現取締役らの経営権維持を目的とするものであり、株主構成の変更自体を主要な目的とする不公正発行に該当するものと推認できる。」と判示している。

上記（ⅰ）からは、本件の新株発行と新株予約権発行を「新株等」として、不公正発行該当性を論じているが、三 2 及び三 3 でみたように、判例における新株発行の場合における不公正発行該当性の判断基準と新株予約権発行の場合における不公正発行該当性の判断基準は必ずしも一致するものではないことから、本決定のように「新株等」の不公正発行該当性を論じてよいものかが前提として問われなければならない。

次に、上記（ⅱ）の前半部分からは、いわゆる機関権限分配秩序論に立ったように読めるが、同じく上記（ⅱ）の後半部分からは、主要目的ルールの立場から同ルールを厳格に適用したものとも読め、これまでの判例・学説との関係でどのように考えればよいのかが問題となる。この点については、本決定が主要目的ルールに従って新株等の発行差止めを認めた一例として位置づけられるとする考え方[13]、本決定がこれまでの裁判例や裁判実務とは異なり、主要目的ルールに依拠しないものに立ったとする考え方[14]がある。

以下、上記の二つの問題について検討する。

（二）新株発行と新株予約権発行では不公正発行該当性の判断基準は同一か

三 2 及び三 3 でみたように、新株発行の場合における不公正発行該当性の判断基準と、新株予約権発行の場合における不公正発行該当性の判断基準は、必ずしも一致するものではない。一般的に言えば、新株発行の場合とは異なり、新株予約権の場合は、新株発行と同程度の資金調達の必要性等が会社に認められるとは必ずしもいえないため、両者の不公正発行該当性に関する判断基準を常に同列に扱うことはできないように思われる。

もっとも、本件の場合は、①平成 28 年 10 月 12 日に辞任するまでＹ社の代

13） 商事 2137 号 57 頁。
14） 金判 1516 号 53 頁。

表取締役の職にあったＸが、平成 28 年 10 月 27 日にＹ社の取締役を辞任する旨の辞任届を提出したうえで、同日付けの書面においてＹ社の取締役の過半数を入れ替えるため、現職の取締役 1 名の辞職と新取締役 6 名の選任を目的とする株主総会の招集請求をし、後に裁判所に株主総会招集許可を申立てたこと、②Ｙ社は、平成 29 年 1 月 31 日に臨時株主総会を開催する旨のプレスリリースを行ったが、基準日公告はされないままであり、Ｘは速やかな基準日の公告が必要である旨をＹ社に伝えていたこと、③Ｙ社は、平成 28 年 12 月 21 日開催予定の本件取締役会で基準日公告を行う旨をＸに伝えたが、Ｘに対する本件取締役会の招集通知には、本件新株発行及び新株予約権発行について何ら記載されていなかったことといった事実から、Ｘが求める取締役の解任及び選任議案の可決に関して、ＸとＹ社側には対立がみられる。このような状況下において、本件取締役会において本件新株発行及び新株予約権発行に係る取締役会決議がなされることなど想定しなかったＸが本件取締役会に出席しないまま、本件新株発行及び本件新株予約権発行が決定されたのである。このような事実からすると、本決定において本件新株発行と本件新株予約権発行とを「新株等発行」として一体のものと捉え、同一の基準で不公正発行該当性を判断することに問題はないであろう。

（三）主要目的ルールか機関権限分配秩序論か

本決定の上記（ii）を読むと、本決定は従来学説において唱えられていた機関権限分配秩序説に立つものと読むこともでき、そうだとすると、本決定は、これまでの裁判例や裁判実務とは異なり、主要目的ルールに依拠しない立場をとったものと位置づけることもできよう[15]。

また、本決定以前にも、本決定と類似の趣旨を判示したものとして、旧商法の 266 条ノ 3 の損害賠償責任が問題となった京都地判平成 4 年 8 月 5 日判時 1440 号 129 頁がある[16]。

15）　金判 1516 号 53 頁参照。

16）　事案は、閉鎖会社内部における多数派株主と少数派株主との会社支配権をめぐる紛争に端を発するものであり、公開会社において乗っ取り者が株式を買占める買収

京都地判平成４年８月５日判時1440号129頁

同判決は、「支配権の争奪への介入を主要な目的とする新株発行は、不公正な方法によって新株を発行するものである。」としたうで、問題となった新株発行の自己資本拡充の目的は、支配目的に比し極めて小さいものであったと推認でき、これを覆すに足る的確な証拠がなく、新株発行は、主として、現経営陣の支配確立のためになされたと認定した。そのうえで、「取締役は、授権資本制の下において，会社の資金調達のための新株の発行と、その自由な割当ての権限を有する。しかし、誰が会社支配権を獲得すれば会社にとって有益かについて、決定する権限を有しない。他方、株主は、会社役員の選、解任権を通じ、会社を支配することが許されている。したがって、会社の株主の間で支配権争奪がある場合に、取締役は厳に中立を守り、これに介入すべきではない。」と判示したうえで、支配権の争奪への介入を主要な目的とする新株発行は、不公正な方法によって新株を発行するものであり、これは、取締役の法令を遵守し、公正な方法に基づき新株を発行すべき義務に違反する任務懈怠ないし違法行為にあたると判示した。

（四）本決定及び京都地判平成４年８月５日の判断枠組み

それでは、これまでの判例・学説との関係において、本決定及び京都地判平成４年8月５日の立場をどのように位置づければよいのであろうか。

まず前提として、いずれの事案でも株主と現経営陣との間に会社経営に関して対立がある状況で新株等発行がなされている。このような状況で新株等の不

防衛策として新株発行がなされた場合とは場面が異なる。Ａ社の株主であるＸらは、Ａ会社の取締役Ｙらに対し、問題となった新株発行は、Ｙらの会社支配権確立を目的とした不公正な方法によるものであり、また反対派株主であるＸ１に特別決議のための株主総会招集通知がなされなかった違法があり、その結果Ｘらは既存株主として株価低下による損害を被ったとして、新株発行前の株価と新株発行後の株価との差額及び慰謝料の支払を、商法266条ノ3、民法709条により損害賠償請求した。同判決は、本来なすべきではない新株の発行がなかったならば維持していたであろう株式の従前の時価と有利発行による株価の計算上の低下との差額を損害と認めるのが相当であるとして、Ｘらの損害賠償請求を認めた。

公正発行該当性が争われる場合、株主側は当該発行が現経営陣の支配権を確保する目的でなされたと主張するであろうし、会社側は当該発行が会社の資金調達の目的でなされたと主張するであろう。新株等の発行は必ずしも単一の目的のためになされるわけではなく、複数の目的でなされることもあるから、少しでも不当な目的があれば直ちに不公正発行に該当するとしてしまうのでは、新株発行制度や新株予約権制度が無意味なものとなってしまうし、逆に少しでも資金調達などの公正な目的があれば常に不公正発行に該当しないとしてしまうのでは、株主に不公正発行に対する差止請求権を認めた法の趣旨を没却することになる。

以上からすると、不公正発行該当性を考える際には、当該発行の主要な目的が何かを判断することには重要な意味があり、最判所が主要目的ルールの判断枠組みを採用してきた背景もこのあたりにあるように思える。そうだとすれば、本決定及び京都地判平成 4 年 8 月 5 日は、主要目的ルールによらない立場を示した裁判例というよりは、従前と同様に、主要目的ルールの枠組みに依拠した裁判例と位置付けるのが妥当ではないかと思われる。また、本決定及び京都地判平成 4 年 8 月 5 日において機関権限分配秩序論に立ったようにも思われる判示部分は、いずれの事例においても会社側の主張が退けられていることからすると、会社側の主張を退けるための理由づけの一つとして加味したと捉えることができるのではないだろうか。

（五）本決定における主要目的の判断要素

以上のことから、本決定は、主要目的ルールの判断枠組みに依拠して新株等の差止めを認めた一事例として位置づけるのが妥当であるように思われる。しかし、主要目的ルールについては、実務上、主観的な意図の優劣の立証は極めて困難であること、差止めを請求する側で、現経営陣の会社支配の意図の立証とその意図が資金調達目的に優越することを立証するのは極めて困難であり、結局、取締役会の経営判断が尊重される結論となりやすいことを考えると、裁判所は、支配権維持目的の認定にあたっては、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する必要があり、また、資金調達目的の認定にあたっては、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について考慮する必要があろう[17]。

⑴支配権維持目的について

本決定では、以下の（ⅰ）（ⅱ）のように、支配権争いの実態が存在すること（上記①）、新株等の発行が支配権争いに多大な影響を与えること（上記②）について具体的かつ詳細な検討を行い、支配権維持目的を認定している。すなわち、（ⅰ）本件新株等発行に係る本件取締役会決議は、いわゆる大株主であるXが、取締役の過半数を入れ替えるべく、取締役1名の解任及び新取締役6名の選任を目的とする株主総会の開催を求める状況下でなされており、かかる株主総会の開催に関する招集決議と同じ取締役会においてなされていることから、本件新株等発行は、現取締役らの取締役たる地位の得喪や取締役会における影響力の変動にかかわる経営権争奪の局面においてなされた新株又は新株予約権の発行であるといえ、（ⅱ）Xの持株比率（44.44％）と直近株主総会における出席率を基準とした場合の議決権割合（67.82％）を考えると、Xが求める取締役の解任及び選任議案は、可決の可能性が高い状況にあったと認められる一方で、本件新株等発行及び本件新株予約権の全部行使によると、Xの持株比率は44.44％から35.56％に低下し、また、直近株主総会における出席率を基準とした場合の議決権割合は、67.82％から49.09％に低下することから、本件新株等発行は、Xが求める取締役の解任及び選任議案の可決の可能性を低下させる効果のある新株又は新株予約権の発行であったと認められ、本件新株等発行は、利益相反性の高い新株又は新株予約権の発行であったということができるとして支配権維持目的を認定しており、妥当であろう。

なお、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（上記③）については言及されていないが、上記①②の事実が存在することに

17） 若松・前掲注（9）69頁～72頁参照。

ついて具体的かつ詳細な検討を行ったうえで支配権維持目的の存在を肯定しているので、上記③についての言及がなくても特段の問題とはならないであろう。

⑵資金調達目的について

本決定では、以下の（iii）のように、本件新株等発行を合理化するに足りる特段の事情の有無を検討する際に、上記④⑤⑥について特に立ち入らずに、本件では特段の事情はなかったと判示している。すなわち、（iii）利益相反状況下での本件新株等発行を合理化するに足りる特段の事情の有無については、⑴本件取締役会決議がされた平成 28 年 12 月 21 日当時は、大株主であるＸが求める株主総会の開催が現実的なものとなり、かつ、開催予定の株主総会において、Ｘが求める取締役の解任及び選任議案が可決される可能性が高いという状況にあったことから、Ｙ社主張の資金調達の必要があったとしても、同株主総会まで待てるのであれば、同株主総会で株主の信認を得た取締役において、同株主総会後に資金調達に係る経営判断を行うこととするのが、Ｙ社の取締役の採るべき措置であったと考えられること、⑵Ｙ社の取締役らは、Ｘが求める株主総会の基準日の設定と基準日公告の実施が喫緊の課題とされる中、本件取締役会決議において、基準日（平成 29 年 1 月 11 日）の 5 日前である同月 6 日を払込期日とする本件新株等発行の実施を決議したが、払込期日を基準日よりも前の日としなければならなかった理由は定かではないことから、本件新株等発行を合理化するに足りる特段の事情が存するとまでは認められないと判示しており、妥当な結論であろう。

本決定が資金調達目的について言及したのは、Ｙ社主張の資金調達の必要があったとしてもＸが求める株主総会後に資金調達に係る経営判断を行うべきであったことや、基準日の 5 日前を払込期日とする本件新株等発行の実施を決議する合理的理由がなかったことのみであるが、本件新株等発行に係る本件取締役会決議に至る経緯等や本件新株等発行の影響等からすると、本件は支配権維持目的が肯定される事案であったという事情が影響したように思われる。

5 おわりに

本決定は、主要目的ルールの判断枠組みを前提としつつ、株主構成の変更自体を主要な目的としてなされた新株又は新株予約権の発行は、原則として、不公正発行に該当するというべきであり、これを合理化するに足りる特段の事情のない限り、現取締役らの経営権維持を目的とするものであり、株主構成の変更自体を主要な目的とする不公正発行に該当するものと推認できると判示したものである。決定要旨には、機関権限分配秩序論に立っているような表現があるが、不公正発行該当性を判断する際には新株等が発行された主要な目的が何かを判断することが重要であるから、本決定は主要目的ルールによらない判断基準を示したと捉えるべきではなく、これまでの裁判例の多数と同様に主要目的ルールに従って新株等の発行の差止めを認めた事例として位置づけるのが妥当であるように思われる。