

## 判例研究

# 経営支配権争いがある場合における 新株発行の差止め

—エスポア事件—

名古屋地決令和 4 年 2 月 17 日

(令和 4 年 (ヨ) 第 41 号)

矢崎 淳司

## I 事案の概要<sup>1)</sup>

X社（アークホールディングス株式会社）は、株式、有価証券の保有及び運用等を目的とする株式会社であり、Y社（株式会社エスポア）の普通株式 30 万株を保有している。また、Y社の代表取締役 A は、Y社の普通株式 19 万株を保有しており、Y社の取締役も務めている。X社及び A は、約 32.94 パーセントの Y社株式を保有し、出席率等を考慮すると約 40.41 パーセントの議決権を保有している。

Y社は、不動産の売買・賃貸借・仲介等を目的とする株式会社（資本金の額は 8 億 5180 万円、発行可能株式総数は 480 万株、発行済み株式総数は 152 万 4000 株、単元株式数は 100 株）であり、その発行する普通株式を、株式会社名古屋証券取引所が運営するセントレックス市場（現在はネクスト市場）に上

1) 名古屋地決令和 4 年 2 月 17 日 (LEX / DB 文献番号 25602054)。本件判批として、新里慶一・中京大学法科大学院 / CHUKYO LAWYER 38 号 17 頁 (2023 年) がある。本件に関連する文献として、仲卓真「令和四年度会社法関係重要判例の分析 [上]」商事法務 2332 号 (2023 年) 10 頁～11 頁も参照。

場している。令和4年1月30日現在、議決権を保有する株主は、223名いる。

X社は、令和4年1月6日付書面により、Y社に対し、会社法297条1項に基づき、A以外の取締役全員にあたる取締役F、同B、同E、同G及び同Hの解任並びに取締役4名を選任する提案（以下「本件株主提案」という。）等を目的とする臨時株主総会（以下「本件臨時株主総会」という。）の招集を請求し、また、本件株主提案議案について賛同する株主を調査すること等を目的として、会社法125条2項に基づき、株主名簿閲覧謄写を請求した。これを受けて、Y社は、令和4年1月14日、本件臨時株主総会において議決権を行使することができる株主を確定するための基準日を同月30日と定め、本件臨時株主総会の開催日時を令和4年3月4日とすること等を決定した。

令和4年1月24日、Y社は、M銀行（三井住友銀行）とのシンジケートローン契約に基づき、割当先をZ社（株式会社ストック）とする第三者割当増資<sup>2)</sup>について、貸付人及びエージェントに対して、回答期限を同月31日として、承諾を依頼した。Z社は、不動産の売買、賃貸、仲介、あっせん及び不動産管理業等を目的とする株式会社であり、Y社の普通株式49万株（X社及びAの保有株式数と同じ）を保有している。Y社の現在の取締役であるBは、令和2年7月1日までZ社の代表取締役及び取締役であったが、同日辞任した。Z社の現在の代表取締役は、Bの親族Cである。Z社の全株式はコスモランドが保有しており、同社の代表取締役はDである。Y社の取締役Bは令和2年6月30日まで、同Eは令和3年9月30日まで、それぞれコスモランドの取締役であった。

令和4年1月31日、X社は、本件臨時株主総会について、他の一般株主への委任状勧誘を行うため、株主名簿閲覧謄写の仮処分命令の申立てを行った。

令和4年2月1日、Y社は、取締役会において、本件株主提案を本件臨時株主総会の付議議案とする旨及び取締役会としては本件株主提案に反対する旨決

---

2) Y社の普通株式37万株（1株1,200円）をZ社に割り当てるもので、調達資金の額は現金出資4億4400万円、資金用途は物件（宿泊施設）購入及び有利子負債返済、払込期日は令和4年2月24日であった。

議し、同日、同決議の内容等を文書により公表した。

令和 4 年 2 月 5 日、Y 社の取締役 G は、Y 社の役員らに対して、同月 8 日開催の臨時取締役会（以下「本件取締役会」という。）を招集する旨のメールを送信した。同メールには、決議事項として、「1）第三者割当増資の件 2）基準日後株主の議決権付与の件 3）増資払込実施後の繰上弁済の件」とのみ記載され、資料は当日配布する旨記載されていた。第三者割当増資による資金調達及び宿泊施設の購入については、令和 3 年 5 月 27 日以降、本件取締役会より前、取締役会で議論されたことはなく、A に知らされたこともなかった。

令和 4 年 2 月 8 日、本件取締役会において、Z 社を割当予定先として普通株式 37 万株の新株発行<sup>3)</sup>（以下「本件新株発行」という。）を行うことが付議され、A 以外の取締役全員が賛成して決議された。また、本件取締役会において、会社法 124 条 4 項に基づき、本件臨時株主総会に係る基準日後に第三者割当により新株式を取得する Z 社に対して議決権を付与する旨決議された<sup>4)</sup>。

本件新株発行により、X 社及び A の議決権保有割合は約 26.38 パーセント、出席率を考慮しても約 30.96 パーセントに低下するのに対し、Z 社の議決権保有割合は約 46.29 パーセント、出席率を考慮すると約 54.34 パーセントに上昇する。そこで、X 社は、本件新株発行が会社法 210 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、本件新株発行の差止めを求めて仮処分を申し立てた。

---

3) 発行価額は 1 株 1,065 円、調達資金の額は 3 億 9405 万円、払込期日は令和 4 年 2 月 24 日であった。

4) 本件新株発行に関する Y 社の令和 4 年 2 月 8 日付リリースによれば、宿泊施設事業について、宿泊施設物件の慎重な精査（デューデリジェンス）、宿泊施設物件の事業スキーム構築、宿泊施設物件の購入取得、宿泊施設物件の運営を委託、宿泊施設物件の稼働状況をモニタリング、宿泊施設物件の保有方針の検討及び決定、というステップを計画しているとされている。Z 社は、令和 4 年 2 月 8 日の時点で、本件株主提案に反対の意思を表明していた。シンジケートローン契約のエージェントである M 銀行は、令和 4 年 2 月 9 日、Y 社に対し、同社の承諾依頼に関して、全貸付人より承諾する旨の回答があったと通知した。

## II 決定要旨

申立認容（本決定後、本件新株発行中止<sup>5)</sup>）

### 1 本件新株発行が、「著しく不公正な方法により行われ」（会社法 210 条 2 号）たといえるか

（ア）「上記認定事実によれば、Y 社の取締役会が本件新株発行の決議をした当時、Y 社の取締役会においては、X 社が、現在の取締役のうち A 以外の全員の解任を目的とする臨時株主総会の招集を請求して経営権をめぐる争いが顕在化していた。

Y 社の株主構成を見ると、従前は、X 社及び A が併せて約 32.94 パーセント、出席率を考慮すると約 40.41 パーセントの議決権を保有し、Z 社も同率の議決権を保有していて、Z 社、X 社及び A 以外の株主の動向によっては、X 社が本件臨時株主総会において多数派を構成する余地もある状況にあった。…仮に、本件新株発行が行われれば、X 社及び A の議決権保有割合は約 26.38 パーセント、出席率を考慮しても、約 30.96 パーセントにとどまるのに対し、Z 社の議決権保有割合が約 46.29 パーセント、出席率を考慮すると約 54.34 パーセントとなり、Z 社が多数派を構成することが極めて容易になる。これは、Y 社の既存の株主の議決権割合に重大な影響を及ぼすような数の新株が発行されるものといえる。」

「本件株主提案により解任を提案されている取締役 5 名は、本件臨時株主総会のわずか 24 日前に本件新株発行の決議に賛同した上、Z 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いる。Z 社は、本件株主提案において解任を提案されている取締役 B がかつて代表取締役を務め、

---

5) 本決定を受け、令和 4 年 2 月 24 日、Y 社は、本件新株発行を断念し、有価証券届出書及びその訂正届出書を取り下げる旨のプレスリリースを発表した。

<https://ssl4.eir-parts.net/doc/3260/tdnet/2089444/00.pdf> 参照。

現在の代表取締役が B の親族であり、現に、本件取締役会が開かれた令和 4 年 2 月 8 日の時点で、本件株主提案に反対の意見を表明していた。

Y 社は、令和 4 年 1 月 24 日には、M 銀行に対して本件新株発行について、承諾を依頼していたにもかかわらず、同年 2 月 5 日の本件取締役会の招集まで、取締役である A に対しては第三者割当増資に関する情報が知らされていなかった。』

「以上のとおり、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、既存の株主の議決権保有割合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るのみならず、それが、成否の見通しが必ずしもつかない現経営陣の多数派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、現経営陣の多数派と密接な関係を持ち、現経営陣の多数派を解任する旨の本件株主提案に反対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。本件新株発行をするために必要な、債権者の承諾を得るという対外的な手続が進められているにも関わらず、現経営陣の多数派と敵対する取締役には、第三者割当増資に関する情報が共有されていなかった。これらの事情を踏まえると、ほか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、既存の株主の議決権保有割合を低下させ現経営陣の多数派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。」

(イ) 「これに対して、Y 社は、本件新株発行は、新規事業である宿泊施設事業及び借入金返済に充てる資金調達を目的としたものであり、Y 社の支配権維持を主たる目的として実施されたものではないとして、資金使途を具体的に説明している。…

しかしながら、本件新株発行の割当先、Y 社が主張する宿泊施設の購入先及び調達した資金による借入金の返済先は、いずれも本件株主提案によって解任を求められている取締役と密接な関係を有する会社であることにかんがみると、Y 社の主張する資金使途が実体を伴うものであるか慎重にみる必要がある。」

「調達資金の使途とされる宿泊施設事業への展開についてみると、確かに、

X社も臨時株主総会招集請求書…において指摘するとおり、本件新株発行の決議当時、収益力を高めるため新規事業を立ち上げることがY社の経営課題となっていたことが認められるし、新型コロナウイルスの感染が拡大してまん延防止等重点措置が発令されている状況下とはいえ、新型コロナウイルスの感染収束後を見据えて宿泊施設事業を開拓することにも経営判断として合理性がないとはいえない。他方で、宿泊施設事業への展開は、本件取締役会で初めて報告され、取締役会は、事業の詳細を議論するより先に資金調達方法をその場で決議したのであり、Y社における意思決定は、拙速というべき態様であった。令和元年11月のY社の新中期経営計画…には、「親会社であるZ社との協業となるホテル運営事業についても今後参入予定」との記載があるが、その後新型コロナウイルス感染が拡大したこともあり、ホテル事業の検討はいったん中断されたというのであり、現に翌令和2年12月のY社の中期経営計画…にはホテル事業についての言及は見当たらない。Y社は、令和3年10月からZ社に宿泊施設事業への展開を相談してきたと主張するが、上記認定のとおり、本件取締役会より前にも、令和4年1月14日、同月19日、同年2月1日など、複数回取締役会が開催されてきたにもかかわらず、取締役会に宿泊施設事業への展開は報告や付議されてこなかったのであるから、今般の宿泊施設事業への展開は、仮に経営権をめぐる争いが顕在化する以前からY社内部において検討が始まっていたとしても、踏み込んだ検討がなされてきたのか疑問がある。Y社の主張によっても、購入する宿泊施設の候補が2つあるのみで、現在はまだ検討段階であり、令和4年3月以降に詳細な購入条件を交渉する予定というのであるから、宿泊施設事業への展開について、上記のように資金調達を急ぐ必要があったか疑問が残る。第三者割当増資による資金調達は、比較的低コストで短期間に資金を調達できるというメリットがあることを考慮すると、後記の借入金の返済資金と別に資金調達を行うと発行費用等が増えることから、借入金の返済資金と合わせて本件新株発行により宿泊施設事業に係る資金を調達した旨のY社の主張は、直ちに採用することができない。」

「調達資金の使途とされる借入金返済についてみると、X社が臨時株主総会

招集請求書…において指摘するとおり、取締役会が本件新株発行を決議した当時、Y社の有利子負債残高が高額であり、その圧縮が経営課題となっていたことは認められる…。しかしながら、宿泊施設事業への展開と同様、本件取締役会より前には、取締役会において、第三者割当増資に関する報告、議論がされてこなかったものであり、やはりその意思決定過程には拙速の感が否めない。…Y社がM銀行との間でシンジケートローンの返済期限延長の交渉を有利に進めるために財務状態を改善する必要があったとしても、令和4年3月以降の四半期ごとの決算内容を改善させ、その旨資料を示して説明すれば足りるとも考えられるし、また、事業年度ごとに作成される有価証券報告書が財務状態に関する重要な資料になるとしても、これが唯一の資料となるわけではないから、本件新株発行を急いで第50期（令和3年3月1日から令和4年2月28日まで）における財務状態を改善させておく必要性があったか疑問がある。」

「以上のとおり、Y社が主張する資金使途は具体的であり、合理性がないわけではなく、このことから、本件新株発行が支配権維持を主な目的としたものではないことを推認する余地はあるものの、資金調達が必要がさほど時期的に差し迫ったものか疑問があるにも関わらずその意思決定の態様が拙速であることなどを考慮すると、その推認力は相当に減殺されざるを得ない。結局上記（ア）で述べたとおりの事情によれば、本件新株発行が支配権維持を主な目的としたものであると推認され、Y社が主張する資金調達の必要性は、その結論を左右するとは認められない。

よって、本件新株発行は、現取締役らによるY社の支配権維持を主たる目的としてなされるものであると認められ、「著しく不公正な方法により行われ」たといえる。」

## 2 本件新株発行により、「株主が不利益を受けるおそれがある」（会社法 210 条柱書）といえるか

「従前、X社及びAとZ社の議決権保有割合は拮抗していたところ、本件新株発行によって、X社らの議決権保有割合が低下する一方、Z社の議決権保有

割合が上昇し、単独で多数派を構成することが極めて容易になるのであるから、X社のY社における影響力が著しく低下するのは明らかであり、X社が不利益を受けるおそれがあると認められる。」

### 3 保全の必要性

「本件新株発行の払込期日は今月24日に迫っており、本案訴訟による解決を待つことができないことを考慮すると、保全の必要性が認められる。」

## III 検討

### 決定要旨に賛成

#### 1 序

本事案は、Y社（発行済み株式総数152万4000株）において、大株主であるX社（Y社の普通株式30万株を保有）及びA（X社代表取締役及びY社取締役を兼務し、Y社の普通株式19万株を保有）と、Y社取締役会の多数派（A以外の取締役全員）との間に経営支配権をめぐる争いが顕在化していた状況において、Y社がZ社（Y社の普通株式19万株を保有）に対して行った第三者割当てによる本件新株発行に対して、X社が、会社法210条2号に基づいて差止め仮処分を求めたものである。名古屋地裁民事第2部は、令和4年2月17日、本件新株発行が著しく不公正な方法により行われたとして、本件新株発行の差止めを認めた。本決定を受け、令和4年2月24日、Y社は本件新株発行を中止した<sup>6)</sup>。

裁判所は、会社の経営支配権争いがある場合になされた新株発行の差止めを容易に認めるわけではないが、本決定は、本件新株発行が不公正発行に該当するとして、その差止めを認めている。本決定は、いわゆる主要目的ルールの判断枠組みにより、不公正発行該当性を認定したものと考えられるが、主要目的

6) 注(5)のプレスリリースを参照。



ルールについては、その判断基準が曖昧になりがちで恣意的な結論となりかねない点が問題視されてきた。近年の裁判例は、従来の主要目的ルールの判断枠組みを前提としつつ、資金調達目的の審査を厳格化したり、一定の事実があれば支配権維持目的を推認したりするなど、同ルールの運用を修正しようとする傾向がみられ、本決定もこのような流れに沿うものと考えられる。

以下では、主要目的ルールの運用につき概観したうえで、本決定における判断枠組みについて検討する。

## 2 主要目的ルールの運用

### (1) 基本的枠組み

主要目的ルールとは、募集株式の発行等が著しく不公正な方法による場合（不公正発行）であるかどうかに関する判断基準であり、不公正発行該当性が認められ、これにより株主が不利益を受けるおそれがあるときは、株主は差止めを請求することができる（会社 210 条 2 号）。不公正発行とは、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い<sup>7)</sup>、不公正発行該当性の判断基準について、裁判所は、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する主要目的ルールを構築してきた<sup>8)</sup>。もっとも、裁

---

7) 江頭憲治郎『株式会社法〔第 8 版〕』（有斐閣、2021 年）801 頁。後述するクオオンツ事件決定（東京地決平成 20 年 6 月 23 日金判 1296 号 10 頁）においても、不公正発行とは、「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」である旨が判示されている。

8) 主な先行研究として、以下のものがある。荒谷裕子「企業防衛手段の法理論的検討—第三者割当増資をめぐる学説の動向—」福岡大学法学論叢 36 卷 1・2・3 号 245 頁以下（1991 年）、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 卷 4 号 1 頁以下（1987 年）、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 658 号 31 頁以下（1988 年）、洲崎博史「不公正な新株発行とその規制（二・完）」民商 94 卷 6 号 17 頁以下（1989 年）、河合伸一「第三者割当増資をめぐる諸問題（二）」民商 100 卷 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）、森本滋「第三者割当増資と支配権の変更」商事 1191 号 13 頁以下（1989 年）、近藤光男「企業買収と対象会社（経営者）の対応」商事 1259 号 20 頁以下（1991 年）。

判例では、資金調達の一必要性を認定して不公正発行該当性を否定した事案<sup>9)</sup>が多く、主要目的が支配権維持目的であるとして不公正発行該当性を肯定した事案は珍しいといえる<sup>10)</sup>。裁判例において資金調達の一必要性が認定されるのが多いのは、資金調達の一必要性の有無は会社の経営にかかわることであるため、この点に関する判断を裁判所が敬遠しがちであることが考えられる。

主要目的のルールは、会社の機動的な資金調達目的の一必要性と既存株主の保護との調和を図るための判断基準のひとつとして評価することができる。しかし、主要目的のルールには、主要目的が何かの判断基準が曖昧なため、恣意的な結論が導かれる可能性は否定できず、不公正発行として認められるためには、主要目的が支配権維持目的であることの立証責任を、株主側あるいは会社側のどちらが負うかが明確ではないなどの問題点もあるため、主要目的のルールの運用にあたり、裁判所は、具体的事実を総合的に考慮しながら、資金調達目的と支配権維持目的を慎重に認定しているように思われる<sup>11)</sup>。

裁判所が主要目的のルールを採用した最初の判例は、恵美寿織物事件判決（大

- 
- 9) 主要目的のルールを適用して不公正発行該当性を否定し、新株発行の差止めを認めなかった事案として、第二次宮入バルブ事件決定（東京地決平成元年9月5日判時1323号48頁）、ベルシステム24事件決定（東京地決平成16年7月30日判時1874号143頁、東京高決平成16年8月4日金判1201号4頁）、ダイソー事件決定（大阪地決平成16年9月27日金判1204号6頁）、オープンループ事件決定（札幌地決平成20年11月11日金判1307号44頁）、京王ズホールディングス事件決定（仙台地決平成26年3月26日金判1441号57頁）などがある。
- 10) 本決定は、主要目的が支配権維持目的であるとして不公正発行該当性を肯定し、新株発行の差止めを認めた近時の裁判例のひとつとして位置づけられる。不公正発行該当性を肯定して差止めを認めた近時のその他の裁判例として、後述するクオンツ事件決定（東京地決平成20年6月23日金判1296号10頁）や、デジタルデザイン事件決定（大阪地決平成29年1月6日金判1516号51頁）がある。
- 11) 裁判所は、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支配権維持目的の有無を判断し、④資金の用途（資金調達の一一般的な必要性）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考慮して資金調達目的の有無を検討しているとされる。若松亮「主要目的のルールに関する裁判例の検討」判タ1295号（2009年）69頁～72頁。

阪地裁堺支判昭和 48 年 11 月 29 日判時 731 号 85 頁) である。その後の裁判例には、主要目的ルールによらずに不公正発行該当性を判断したものもあるが<sup>12)</sup>、不公正発行該当性の判断基準として、主要目的ルールが裁判例において定着しているといえる<sup>13)</sup>。

裁判所が初めて主要目的ルールに言及してから半世紀が経ち、主要目的ルールの判断枠組みにも少しずつ変化がみられるが、裁判所が構築してきた主要目的ルールの基本的枠組みを集約すると、「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該当する」ということになる<sup>14)</sup>。

---

12) たとえば、第 1 次宮入パルプ事件決定 (東京地決昭和 63 年 12 月 2 日判時 1302 号 146 頁) は、資金調達必要性があるから新株発行に合理性がないとはいえないとして、新株発行の差止めを認めなかった。

13) 近年では、新株予約権の発行にも主要目的ルールを適用したとされる事例も存在する (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 4 版]』(有斐閣、2021 年) 198 頁は、ニッポン放送事件高裁決定 (東京高決平成 17 年 3 月 23 日判時 1899 号 56 頁) は、新株発行の第三者割当てと同様に、新株予約権発行にも主要目的ルールが適用された事例であると評価する。)。ただ、新株予約権の発行は、新株発行とは異なり、必ずしも会社に資金調達目的があるとはいえない点や、そもそも主要目的ルールは、新株発行の第三者割当てが不公正発行にあたるかどうかを判断する基準として裁判所によって展開されてきた経緯がある点には留意する必要があるように思われる。

14) 忠実屋・いなげや事件決定 (東京地決平成元年 7 月 25 日判時 1317 号 28 頁) は、①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あたるというべきであり、また、②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限り、その新株発行もまた不公正発行にあたるというべ

## (2) 会社支配権争いが差し迫っている場合

以上に対し、会社支配権争いが差し迫っている場面では、裁判所は、上記の主要目的ルールの基本的枠組みを踏まえつつも、会社支配権争いが差し迫った状況に即したより精緻な判断を示しているように思われる。この点について重要な裁判例であるクオッツ事件決定（東京地決平成20年6月23日金判1296号10頁）<sup>15)</sup>について概観する。

### (a) クオッツ事件決定

クオッツ事件において不公正発行該当性が争われた新株発行は、会社の支配権につき争いがある状況下において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ており、会社支配権争いが差し迫った状況下で会社提案に賛成する割当先になされたものであった。裁判所は、会社の支配につき争いがあり、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、不公正発行にあたるとしたうえで、次のように判示し、差止めを認めた。

「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

---

きであると判示したが、その後、多くの判例が、忠実屋・いなげや事件決定の上記①の部分、主要目的ルールの判断枠組みとしている。三浦治「新株発行・新株予約権発行が著しく不公正な方法によるものとされた事例—大阪地決平成29・1・6—」金判1538号7頁（注8）。

15) クオッツ事件決定については、若松亮「主要目的ルールに関する裁判例の検討：クオッツ新株発行差止認容決定事件」判タ1295号61頁（2009年）、弥永真生「著しく不公正な方法による募集株式の発行」ジュリスト1375号58頁（2009年）などを参照。

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。」

#### (b) クオオンツ事件決定における主要目的ルールの修正

それまでの主要目的ルールの基本的枠組みは、(i) 会社の支配権につき争いがあり、(ii) 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、(iii) 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に、不公正発行該当性を認めるものである。

クオオンツ事件決定もこのような主要目的ルールの基本的枠組みを前提にしているが、それまでの主要目的ルールの基本的枠組みと異なるのは、上記(ii)に加えて、新株発行が、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(ii-1)、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(ii-2)のであれば、他にこれを合理化できる特段の事情がない限り、上記(iii)が推認されるとしている点である。このことは、経営支配権争いが差し迫った状況における新株発行の不公正発行該当性の判断基準について、それまでの主要目的ルールの基本的な判断枠組みをより精緻なものに修正して運用していることがうかがわれる。クオオンツ事件決定の立場は、デジタルデザイン事件決定(大阪地決平成29年1月6日金判1516号51頁)でも踏襲されている。

### 3 本決定における判断枠組み

本決定は、(i) 会社の支配権につき争いがあり、(ii) 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、(iii) 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に、不公正発行該当性を認めるという主要目的ルールの基本的枠組みを前提としながら、上記

(ii) に加えて、本件新株発行が、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 (ii-1)、予め反対派取締役を解任する旨の会社提案に反対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おり (ii-2)、現経営陣の多数派と敵対する取締役には、第三者割当増資に関する情報が共有されていなかった (ii-3) という事情を踏まえると、他にこれを合理化できる特段の事情がない限り、上記 (iii) が推認されるとしている (決定要旨 (ア) 本稿Ⅱ1 参照)。

本決定に関する上記 (i) (ii-1) (iii) は、クオンツ事件決定と同様の表現となっているが、上記 (ii-2) については、クオンツ事件決定とは異なり、割当先が会社提案に「反対」の場合となっている点、上記 (ii-3) については、クオンツ事件決定では言及がなく、本決定で加えられた点に違いがみられるものの、本決定の判断枠組みは、基本的にクオンツ事件決定の判断枠組みを踏襲するものと思われる。

また、主要目的が支配権維持目的であることの推認を打ち消すための特段の事情の有無についても、クオンツ事件決定と同様、資金調達必要性について本件新株発行に至った経緯等を詳細に検討している (決定要旨 (イ) 本稿Ⅱ1 参照)。次に、本件新株発行の不公正発行該当性について検討する。

#### 4 本件新株発行の不公正発行該当性

(1) 主要目的が支配権維持目的であるとの推認に関する決定要旨 (ア) について

裁判所は、上記 (i) について、経営権をめぐる争いが顕在化していた事情として、Y社の取締役会が本件新株発行の決議をした当時、Y社の取締役会においては、X社が、現在の取締役のうちA以外の全員の解任を目的とする臨時株主総会の招集を請求していたことをあげている。上記 (ii) について、Y社の既存の株主の議決権割合に重大な影響を及ぼすような数の新株が発行されるものといえる事情として、Y社の株主構成は、X社及びAを併せた議決権の保有率と、Z社の議決権の保有率は同率であり、X社及びA、Z社以外の株主の

動向によっては X 社が本件臨時株主総会において多数派を構成する余地もある状況において、本件新株発行が行われれば、Z 社が多数派を構成することが極めて容易になることをあげている。

新株発行の主要目的が支配権維持目的であること（上記（iii））が推認される事情に関しては、X 社及び A 以外の株主のほとんどは本件株主提案に反対するはずである旨の Y 社の主張を認めるに足りる疎明資料はなく、本件株主提案により X 社から解任を提案されている Y 社の 5 名の取締役は、本件臨時株主総会のわずか 24 日前に本件新株発行に賛同したこと（上記（ii-1））、本件取締役会が開かれた時点で本件株主提案に反対の意見を表明していた Z 社に会社法 124 条 4 項に基づき議決権を付与することを予定していたこと（上記（ii-2））、Y 社は、令和 4 年 1 月 24 日には、M 銀行に対して本件新株発行について、承諾を依頼していたにもかかわらず、同年 2 月 5 日の本件取締役会の招集まで、A に対しては第三者割当増資に関する情報が知らされていなかったこと（上記（ii-3））をあげている。特に、（ii-3）は、A によって本件新株発行が阻止されないようにし、Y 社取締役会の多数派（A 以外の Y 社取締役全員）の経営支配権維持を図ろうとすることが強くうかがわれる事情であることを考えると、これが（ii-1）及び（ii-2）と相まって、本件新株発行の主要目的が支配権維持目的であることが推認されると判示したことは妥当であろう。

「推認」の意味については、クオンツ事件決定と同様、裁判所は説明をしていないが、本決定要旨を読む限り、Y 社は、本件新株発行を必要とする会社の事業目的や資金調達必要性について合理的な説明をしなけりなかつたのに、そのような説明をしなかつたため、主要目的が支配権維持目的であるという推認を覆すことができなかつたように思われる<sup>16)</sup>。

---

16) この点については、主要目的のルール運用にあたり、主要目的が支配権維持目的であることの立証責任を株主側あるいは会社側のどちらが負うかという問題と関係するが、新株発行は、本来、会社の業務執行の中で行われるものであるから、会社ひいては株主の利益のために行われているとの推定が働くのが通常であることを考えると、支配権争いのある段階で、あえて特定の第三者に支配権変動を及ぼす大量の株式を割り当てるときは、このような推定は事実上覆されていると考えられ、

(2) 主要目的が支配権維持目的であるとの推認を打ち消す特段の事情の有無に関する決定要旨（イ）について

Y社は、本件新株発行は新規事業である宿泊施設事業及び借入金返済に充てる資金調達を目的としたものであり、支配権維持を主たる目的として実施されたものではないと主張したが、裁判所は、この点に関して、Y社は資金使途を具体的に説明しているとした。

しかし、本件新株発行の割当先、債務者が主張する宿泊施設の購入先及び調達した資金による借入金の返済先が、いずれも本件株主提案によって解任を求められている取締役と密接な関係を有する会社であることから、Y社の主張する資金使途が実体を伴うものであるか慎重にみる必要があるとして、宿泊施設事業及び借入金返済のそれぞれについて、資金調達の必要性があるかを詳細に検討している。

(a) 宿泊施設事業への展開について

裁判所は、本件新株発行の決議当時、収益力を高めるため新規事業を立ち上げることが債務者の経営課題となっていたことが認められ、新型コロナウイルスの感染収束後を見据えて宿泊施設事業を開拓することにも経営判断として合理性がないとはいえないとするが、他方で、宿泊施設事業への展開は、本件取締役会で初めて報告され、事業の詳細を議論するより先に資金調達方法を本件取締役会の場で決議したのであり、Y社における意思決定は、拙速というべき態様であったとする。裁判所は、令和元年11月のY社の新中期経営計画には、「ホテル運営事業についても今後参入予定」との記載があるものの、新型コロナウイルス感染拡大に伴いホテル事業の検討はいったん中断されたことや、令和2年12月のY社の中期経営計画にはホテル事業についての言及は見当たらないことなどから、宿泊施設事業への展開は、仮に経営権をめぐる争いが顕在

---

会社側に立証責任が転換されると考えてよいのではないかとと思われる。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）23頁、松井秀征「取締役の新株発行権限（2・完）」法学協会雑誌114号6号（1997年）136頁～137頁参照。



化する以前から Y 社内部において検討が始まっていたとしても、踏み込んだ検討がなされてきたのか疑問があるとした。また、購入する宿泊施設も検討段階であり、令和 4 年 3 月に詳細な購入条件を交渉する予定であることから、宿泊施設事業への展開について資金調達を急ぐ必要があったか疑問が残るとした。

### (b) 借入金返済について

裁判所は、取締役会が本件新株発行を決議した当時、債務者の有利子負債残高が高額であり、その圧縮が経営課題となっていたことは認められるとしたが、宿泊施設事業への展開と同様、本件取締役会より前には、取締役会において、第三者割当増資に関する報告、議論がされてこなかったのであり、その意思決定過程には拙速の感が否めないとした。裁判所は、令和元年に Y 社において O A K キャピタルに対する第三者割当が検討された際は、その検討等の状況について、取締役会で経過報告されていたことと対比しても、本件新株発行の決定過程は不自然であるとした。また、M 銀行との間でシンジケートローンの返済期限延長の交渉を有利に進めるために財務状態を改善する必要があったとしても、令和 4 年 3 月以降の四半期ごとの決算内容を改善させ、その旨資料を示して説明すれば足りるとも考えられることなどを指摘し、財務状態を改善させるために本件新株発行を急ぐ必要性があったか疑問があるとした。

### (3) 小括

以上のように、裁判所は、主要目的が支配権維持目的であるとの推認を打ち消す特段の事情を検討するにあたり、Y 社の主張する資金使途が実体を伴うものであるかを慎重に検討するため、本件新株発行の計画策定から実行までの経緯を詳細に検討している。裁判所は、Y 社が主張する資金使途は具体的であり、合理性がないわけではなく、このことから、本件新株発行が支配権維持を主な目的としたものではないことを推認する余地はあるとしながらも、資金調達の必要がさほど時期的に差し迫ったものか疑問があり、その意思決定の態様が拙速であったことから、その推認力は相当に減殺されざるを得ないとして、本件新株発行は、現取締役らによる債務者の支配権維持を主たる目的としてなされるものであると結論づけた。

会社支配権争いが差し迫った状況でなされる新株発行の不正該当性が疑われる場合、裁判所の立場によれば、本件決定やクオンツ事件決定において示された一定の事由があれば、主要目的が支配権維持目的であるとの推定が働くことになるため、会社側がそれを打ち消すためには、新株発行に至った意思決定過程において、真に資金調達の実必要性があったなどの事情について立証責任を負うことになると考えられる。会社側に真に資金調達の実必要性があったかどうかを判断するためには、新株発行に至った意思決定過程を慎重に検討することが不可欠であると考えられるから、本決定が、新株発行がなされたプロセスに着目した判断をしたのは妥当であり、本決定の結論も十分に説得力のあるものであると考える。

不正発行該当性については、経営支配権争いがある場合の中でも、特に、①当該経営支配権争いの帰趨が近く株主により決せられると見込まれ、かつ、②現経営陣が敗れる可能性も相当程度にあるといえる場合に、取締役会が、現経営陣を支持すると見込まれる第三者に割り当てて募集株式の発行等を行うことは、経営支配権争いの帰趨を株主が決めることを妨げてまでも当該募集株式の発行等を必要とする特段の事情がない限り、不正発行になると解すべきであるとする見解が主張されている<sup>17)</sup>。この見解によれば、本件では、現経営陣の多数派の解任が議案となっている本件臨時株主総会の直前に本件新株発行が行われ、その議案の成否の見通しが必ずしもつかないこと等から、上記①及び②をみたまつ場合に該当することになり、特段の事情のない限り、不正発行にあたることになろう<sup>18)</sup>。

---

17) 田中亘『会社法〔第4版〕』（東京大学出版会、2023年）534頁。経営支配権争いであっても上記の①②に該当しない場合は、主要目的のルールによって不正発行該当性を判断すればよいとする。

18) 本決定は、本件新株発行に至った諸事情を踏まえると、本件新株発行は特段の事情のない限り、現経営陣の多数派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判示しており、上記の見解の判断枠組みを採用したと理解することができよう。仲・前掲注(1)11頁参照。

## IV おわりに

主要目的ルールは、会社の機動的な資金調達目的の必要性和既存株主の保護との調和を図るための判断基準のひとつとして評価することができるものの、その判断基準が曖昧になりがちで恣意的な結論となりかねない点が問題視されてきた。近時の裁判例は、従来の主要目的ルールの判断枠組みを前提としつつ、資金調達目的の審査を厳格化したり、一定の事実があれば支配権維持目的を推認したりするなど、同ルールの運用を修正しようとする傾向がみられるが、近時の学説には、上場会社や株主が分散した非上場の公開会社を念頭に置いて、端的に利益相反の存在に着目した判断枠組みを採用すべきであるとする「主要目的ルール廃止論」も提唱されているところである<sup>19)</sup>。これまで半世紀にわたって裁判所により構築されてきた判断基準である主要目的ルールが直ちに不要とされることはないように思われるものの、その運用に当たっては、同ルールを更に精緻化させてゆく必要性は今後も求められるであろう。

---

19) 松中学「主要目的ルール廃止論」吉本健一先生古稀記念論文集『企業金融・資本市場の法規制』（商事法務、2020年）189頁以下。