

Title	〔商法六〇四〕上場会社における有利発行を理由とする株主総会特別決議と不公正発行による差止め(平成三〇年三月二八日京都地裁五民事部決定)
Sub Title	
Author	堀井, 拓也(Horii, Takuya) 商法研究会(Shōhō kenkyūkai)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2020
Jtitle	法學研究 : 法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.93, No.2 (2020. 2) ,p.103- 116
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	判例研究
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20200228-0103">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20200228-0103</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

# 判例研究

## 〔商法 六〇四〕

### 上場会社における有利発行を理由とする株主総会特別決議と不正発行による差止め

平成三〇年三月二十八日京都地裁五民事部決定  
平成三〇年(回)第九〇号、新株発行差止仮処分命令申立事件  
金融・商事判例一五四一号五一頁

#### 〔判示事項〕

有利発行であることを承認する株主総会特別決議があったとしても、本件事案のもとでは、本件新株発行が著しく不正な方法であることは阻却されない。

#### 〔参考条文〕

会社法一九九条・二〇一条・二二〇条

#### 〔事実の概要〕

Y（債務者）は、産業廃棄物の再資源化等を主たる事業とする株式会社であり（代表者A）、東証JASDAQに上場している。同業他者とのM&Aを進めてきたX（債権

者・公開会社でない株式会社）は、将来的な業務提携のため、Yと何度か協議を重ねていたが、合意には至らなかった。そこで、Xは平成二九年二月二十八日以降、業務提携の交渉に向け、自己資金でY株式の取得を開始することにした。X関係者が取得した分も合わせて、平成三〇年三月二日の時点で二九万六、三〇〇株（持株比率二五・三四％）保有するに至っている。

平成二八年二月より計画していた事業資金が必要であったYは、平成三〇年二月二六日開催の取締役会（本件取締役会）において、同年三月二七日開催の株主総会（本件株

主総会) で承認されることを条件に、第三者割当ての方法により、①発行する株式・普通株式一七万七、八〇〇株、②払込金額…一株あたり一、一三〇円、③払込金額総額…二億九一萬四、〇〇〇円、④払込期日…平成三〇年四月二日、⑤割当先…B、I (株式会社が六社、個人が二名) という内容で新株発行をすることを決議した。もつとも、本件新株発行の払込金額は、直近の市場価値額二、六九三円から大きくディスカウントされたものであった。

以上の事実を知ったXは、平成三〇年三月二日、本件新株発行には「断固反対」する旨を表明した。さらにXは、資金調達が必要なのであれば、直近の市場価値でY株式を引き受け、前記④払込期日までに前記③払込金額総額を払い込むことを提案した(X提案)。これに対してYは、本件新株発行はX提案よりも優れており、Yにとって最善の方法であることなどを回答している。

その後、Y取締役会は、本件株主総会に先立ち、招集通知と株主総会参考書類を送付した(期日は不明)。同書類には、前記②払込金額となった理由について説明がなかった(もつとも、Yは前記招集通知とともに、X以外の株主に対して「第三者割当増資に関するQ&A」を配布しており、同書面において前記②払込金額を一、一三〇円とした

経緯・理由などを説明している)。同月二十七日、本件新株発行が本件株主総会において承認された。

以上のような事実関係のもと、Xが本件新株発行の差止めを求めたのが本件である。

#### 〔決定要旨〕

申立認容(本件は、保全異議申立後に取下げられている(弥永真生「本決定判解」ジュリスト一五二三号(二〇一八年)二頁)。

「ア 株式会社においてその支配権につき争いがあり、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に、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陣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発行が利用される場合にあたるというべきである。

イ これを本件についてみると、X側の持株比率は平成三〇年三月二日時点でも約二五%に留まるところ、XはかねてからYとの業務提携を望み、これを明確に拒絶したYを交渉の席に着かせるべく、Yから買増しをやめるよう申

入れがあったにもかかわらず、平成二九年二月から平成三〇年三月二日までの約一年間でみても、関係者取得分を含め合計約三〇万株の株式を自己資金で買い進め、本件新株発行が取締役会で決議された後にも、約三〇万株の株式を全て自己資金で買い進め、本件新株発行が取締役会で決議された後にも、遅くとも約一か月以内に約二億円の資金を準備する内容のX提案を行っているのであり、XがYの経営に関与したいという確固たる意思を有していること、それを實現する財源的裏付けもあることが一応認められる。

そして、Yの株主構成は、筆頭株主のY代表者でも約三一・九%にすぎず、四〇二名の議決権ある株主のうち個人株主が圧倒的多数を占め……、議案の決議の届すうに与えるXの実質的な影響力は数字以上のものともなり得ることに鑑みても、近い将来に特別決議を否決するに十分な議決権をとる可能性がある水準に達していると考えられ、こうしたXによる買増しに対してYが警戒感を抱いていたことから、XとYの現経営陣の間で、会社の支配をめぐる争いがあると一応認められる。」

「……本件新株発行の払込金額は、本件新株発行に係る取締役会決議日の六か月前の営業日である平成二九年八月二日から同年一二月五日の終値の平均価額から一〇%

ディスカウントした金額である。しかし、同月六日以降の株価については、Yの事業が、平成三〇年二月一九日付けの新聞報道を契機に市場で評価を受けたことを原因とする面もあるといえるほか……、Yは、三期連続で、売上高を伸ばし、営業利益も計上しているから、Yの株価を高く評価することにも相当の理由があるということができ、少なくとも平成二九年一二月六日以降取締役会決議日の直前営業日までを一律に算定の基礎から除外するのは、相当でない。」

「……本件新株発行はY株式の時価を著しく下回る払込金額で第三者に割り当てるといえる。本件新株発行によって、Yは払込金額総額約二億円に対して著しく大量の株式を発行することになり、Xの株式は大きく希釈化され、Xの持株比率に重大な影響があるものと考えられる。

以上によれば、本件新株発行は、XとYの現経営陣の間で会社の支配をめぐる争いがある状況において、Xの株式を大きく希釈化するものであり、Yの現経営陣の支配権を維持する目的でなされたものであることが推認される。」

「……設備投資のため、本件新株発行に係る払込金額総額について資金調達が必要があり、その調達方法として、自己資金でなく新規に資金を調達すること、その方法とし

て第三者に対する割当増資を選択すること自体には、……設備投資に要する予算規模やYの財務状況に鑑みれば、一定の合理性がある。

しかし、……本件新株発行の払込金額は、時価よりも廉価であり、株式の希釈化を生じさせるものである。……本件新株発行に係る取締役会決議当時、そのような価額でなければ払込金額総額について資金調達が困難になることを窺わせる事情は、見当たらない。取締役会後になされたX提案について、少なくとも株式の希釈化という点においては明らかに株主に有利な内容であったにもかかわらず、Yがこれを拒絶したことは、Yにおいて、Xの株式を希釈化し、その影響力を減殺する目的を有していたことを推認させるといえる。」

「取締役は、有利発行の場合には、当該払込金額でその者の募集をすることを必要とする理由について株主に対して説明する義務を負い（会社法一九九条三項）、上記説明すべき内容については、株主総会参考書類の提案の理由として記載しなければならない（会社法施行規則七三条一項二号）。

本件では、本件新株発行が公表された直後、Xから、直近の市場価額で払込金額総額分の株式を引き受けるという

提案（X提案）が行われており、Yとしては、資金調達方法として、X提案と本件新株発行と二つの選択肢を有することになるところ、X提案の方が株式の希釈化という点においては、株主にとつて有利な内容である。以上のような本件事案を前提とすれば、Yの取締役は、本件新株発行に係る議案について、なぜ当該払込金額としたかについての説明の一環として、より高い払込金額であり株式の希釈化の程度が低い増資の選択肢があること、にもかかわらず本件新株発行を選択する理由について、説明する義務があるというべきである。」

「……本件株主総会において、株主は、取締役から、当該払込金額でその者の募集をすることを必要とする理由について説明を受けたとはいえないから、たとえ本件新株発行に係る議案について特別決議が承認可決されたとしても、株主が議決権行使するにあたってその判断の正当性を失わせるような瑕疵があったといわざるを得ず、Yの支配権維持の目的による不正性を阻却することにはならないというべきである。」

「以上によれば、本件新株発行の主要な目的は、Yの現経営陣がその支配権を維持するためというべきであるから、本件新株発行は著しく不公正な方法によるものである」とい

える。本件の事案を考慮すれば、本件新株発行を承認する株主総会の特別決議があったとしても、その不公正性は、阻却されない。」

「また、Xの持株比率は、本件新株発行によって、約二五%から約二二%に減少するから、Xに著しい損害が生じるものといえる。本件新株発行の払込期日は、平成三〇年四月二日であるから、間近に迫っているということができ。以上によれば、保全の必要性が認められる。」

## 〔研究〕

差止を認容した結論には賛成するが、理論構成には再検討の余地があると考ええる。

### 1 本決定の意義・位置付け

本決定は、会社法二二〇条二号という「著しく不公正な方法」による新株発行（不公正発行）について、「株式会社においてその支配権につき争いがあり、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に、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陣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発行が利用される場合に

あたるといふべきである」と表現している。これは、不正発行該当性の判断枠組みとしてこれまでの裁判例において取られてきた、「主要目的ルール」の「定式」（松中学「判解」岩原神作ほか編『会社法判例百選（第三版）』（有斐閣、二〇一六年）二〇〇頁）を採用するものである（島田志帆「本決定判解」私法判例リマックス五八号（二〇一九年）八四頁）。近時、上場会社における公募による新株発行の不公正発行該当性が問題となった事案においても「主要目的ルール」が採用されている（東京地決平成二九年七月一八日金融・商事判例一五三三号五七頁。また、公募による新株予約権付社債発行の不公正発行該当性が問題となった東京地判平成三〇年九月二〇日資料版商事法務四一五号八三頁においても、同様の判断枠組みが採用されている）。本決定は、この「主要目的ルール」の「定式」に基づいて本件新株発行の不公正発行該当性を審査し、結論として、株主による不正発行を理由とする差止請求を認めた事案である（島田・前掲八四頁）。

かつての裁判例では「主要目的ルール」のもと、資金調達目的が認定されれば不正発行該当性を否定（例えば、有利発行該当性と不正発行該当性をともに否定した裁判例である東京地決平成元年九月五日判例タイムズ七一一号

五六頁)する傾向にあったが(江頭憲治郎『株式会社法(第七版)』(有斐閣、二〇一八年)七七三頁注四)、近時の裁判例では「主要目的ルール」を採用しつつも(なお、大阪地決平成二九年一月六日金融・商事判例一五一六号五頁は、「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、不正発行に該当するといふべきである」としており、本決定のような「主要目的ルール」の「定式」とはニュアンスの異なる判断枠組みを採用している。同決定の判断枠組みの理解について、矢崎淳司「判研・大阪地決平成二九年一月六日」東京都立大学法学会雑誌五八巻二号(二〇一八年)二六四頁以下参照)、新株発行の内容について詳細な審査を行うようになってきている(松中学「権限分配の「建前」と変容―第三者割当てを例に」ビジネス法務一四巻一二号(二〇一四年)一四七頁、島田・前掲八四頁)。本決定は、Y経営陣の会社支配権維持目的が推認できるとしたうえで、本件新株発行による資金調達必要性について詳細な審査を行っていることから、近時の裁判例における「主要目的ルール」の運用に沿うものと位置付けることができる(弥永・前掲三頁、福島洋尚「本決定判解」平成三〇年度重要判例解説(二〇一九年)九四頁)。

## 2 本決定の特色

本決定には、次の特色を指摘することができる。

第一に、Yの資金調達の必要性があったことを認めているものの、Yはより既存株主への影響力の小さい資金調達手段を採用することが可能であったことを述べたうえで、Y経営陣の会社支配権維持目的が主要な目的であると認定している点である(三浦治「本決定判批」金融・商事判例一五六五号(二〇一九年)四頁)。このような判断構造は、本件新株発行にかかる取締役会決議の後に、同額の資金調達を、より既存株主への影響が小さな方法によって実現できるX提案がなされていた本件の事実関係に由来するものであるが、従来裁判例には見られないものである(弥永・前掲三頁)。

第二に、裁判所による事実認定の問題とも関連するが、Yは本件新株発行が有利発行(会社法一九九条三項)に該当する可能性を憂慮して、Yの株主総会決議により承認可決されることを本件新株発行の条件としていた点である(松尾健一「本決定解説」法学教室四五六号(二〇一八年)一六〇頁)。そして本決定は、適法な株主総会決議の成立によって、問題となった新株発行の不正発行該当性が阻却される可能性があることを前提としている(鳥山恭一

「本決定判批」法律のひろば七二巻三号（二〇一九年）六三頁参照。もつとも、本件株主総会には、その判断の正当性を失わされるような瑕疵があったことから（有利発行に係る取締役の説明義務（会社法一九九条三項）違反、不公正発行該当性は阻却されないという結論を導いている）。理論的な問題として、適法な株主総会決議を経ていれば（何らかの形で株主の同意を得ていれば）、不公正発行とはならないといえるのか（このような議論として、神田秀樹編『会社法コンメンタール5』（商事法務、二〇一三年）一・二八頁（洲崎博史）、検討が必要となる（森本滋「新株の不公正発行問題の新たな展開」商事法務二一七四号（二〇一八年）一・二頁。本件について弥永・前掲三頁）。

第三に、第二の特色に関連して、本決定は「当該払込金額でその者の募集をすることを必要とする理由」として、「より高い払込金額であり株式の希釈化の程度が低い増資の選択肢があること、にもかかわらず本件新株発行を選択する理由について、説明する」義務が取締役にあると示した点である。このような判示は、これまでの裁判例では見られないものであることが先行評釈において指摘されている（弥永・前掲三頁）。

第四に、株主総会権限による新株発行であるにもかかわ

らず、取締役会に新株発行権限が帰属する法規制のもとで不公正発行該当性の判断枠組みとして運用されてきた「主要目的ルール」を採用した点である。会社法のもとでは、有利発行の場合の新株発行権限は株主総会に帰属することから（会社法一九九条三項・二〇一条・三〇九条二項五号）、取締役の新株発行権限の濫用の審査基準となつていた「主要目的ルール」を採用することができるのか（採用すべきであるのか）、ということが別途、理論的には問題となるように思われる。

以下、3では、第一・第三の特徴と関連して、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。4では、第二の特徴と関連して、本件のような株主総会決議（株主による承認）によって不公正発行該当性が否定されるのか検討する。5では、第四の特徴と関連して、不公正発行を理由とする差止めと本決定の法律構成について検討する。

### 3 本決定における「主要目的ルール」の運用

まず本決定における「主要目的ルール」がどのように運用されているのかについて検討する。

前述のように、本決定は不公正発行該当性の判断にあ



たつて、従来の裁判例で用いられてきた判断枠組みである「主要目的ルール」に従うことを明示したうえで、XとYの現経営陣の間には、会社支配権をめぐる争いが顕在化していたことを認定している。さらにそのような背景事情のもと、本決定は、Yが置かれた財務状況を前提に一定の資金調達を必要性を認めながらも、結論として会社支配権維持目的を認定している。本決定は会社支配権維持目的の判断にあたって、その判旨からも明らかのように、次の二つの事実を重視している。すなわち、第一に、本件新株発行が直近の市場価値よりも著しく安価で発行されていることであり、第二に、本件新株発行に係る取締役会決議の後に提案されたX提案を採用する方が、「少なくとも株式の希釈化という点においては明らかに株主に有利な内容であった」という点である。以下では、それぞれの事実と会社支配権維持目的の関係を検討する。

まず第一の事実について、本決定は本件新株発行の払込金額の算定にあたって、平成二十九年一月六日から本件取締役会決議日の直前営業日（平成三〇年二月二三日）までのYの株価の変動を一律に除外することを「相当でない」としている。他方でY側は、直近のY株式の市場価格は、Xによる市場内における不当な「買い占め」によって急騰

したのであり、株式価値の実態を反映しないものであると主張していた（金融・商事判例一五四一号六二頁）。株式の市場価値が高騰する原因には様々な要因が考えられ、有利発行か否かの判断にあたっていかなる場合に高騰した市場価格の排除を認めるべきであるのか、解釈上困難な問題がある（松中学「市場価格が高騰している場合の有利発行の判断基準」商事法務一九一一年（二〇一〇年）二八―二九頁参照）。下級審判例においても、不当な目的をもった大量の株式の買い占めによって市場価格が高騰している場合にはこれを排除することを認めるものがある（大阪地判平成二年五月二日金融・商事判例八四九号九頁参照）。しかしながら、本件の事実認定による限り、Xは真摯に業務提携を目指しており、売り抜けを前提としてY株式を取得しているとは評価することはできない。Y株式の価値の上昇は会社の生み出すキャッシュ・フローに基づき会社の客観的価値を反映しているものと一応いえそうである（小菅成一「本決定判批」嘉悦大学研究論集六二巻一号（二〇一九年）五七頁参照）。そうすると、本決定のいうように、平成二十九年一月六日から本件取締役会決議日の直前営業日（平成三〇年二月二三日）までのYの株価の変動を「一律に除外」することには合理的な理由がなく、取締役会限

りでこれを決定することは「相当でない」ということとなる(三浦・前掲五頁)。もつとも、4で検討するように、株主の同意を得ていれば、必ず有利発行による新株発行を行うことができるのかということが問題となりうる)。本件においては、XとYの間で会社支配権をめぐる争いが顕在化していたことと相まって、市場価格を著しく下回る価額で新株を発行することは、適法に株主総会決議を経ていたとしても、本件において会社支配権維持目的を推認する一つの事情として把握することができる(有利発行にかかる株主総会決議があったとしても、当然に不正発行該当性が否定されるわけではないことについて、森本・前掲一五頁。この点については4で検討する)。

次に第二の事実と会社支配権維持目的の関係について検討する。本決定は、X提案を拒絶し本件新株発行を履行したことを「Xの株式を希釈化し、その影響力を減殺する目的を有していたことを推認させる」と評価している。前述のように、本件新株発行にかかる払込金額相当額について、Yに資金調達目的があること自体は裁判所も否定はしていない。Xとの会社支配権をめぐる争いが顕在化する以前(平成二八年二月頃)からYは本件新株発行の目的である設備投資について検討していたことから、資金調達自

体は必要であったことを肯定している。しかしながら、本決定は、設備投資に必要な金額に相当する株式をできるだけ少ない数の発行で賄うことができたにもかかわらず、そしてそれが提案されていたにもかかわらず、これを採用しなかったことを問題視している。このように本決定は、不正発行該当性の判断に当たって、資金調達の必要性だけでなく、資金調達の方法の合理性についても検討(審査)しており、これが本件新株発行が不正発行と認定された最も大きな要因であったと考えられる(島田・前掲八四頁)。また、本決定は、有利発行に際して取締役が要求される理由の説明が不十分であったことを踏まえて、「たとえ本件新株発行に係る議案について特別決議が承認可決されたとしても、株主が議決権を行使するにあたってその判断の正当性を失わせるような瑕疵があったといわざるを得ず、Yの支配権維持の目的による不正性を阻却することにはならない」としている。学説では、有利発行を行う理由の説明について客観的合理性までは要求されないとするものが一般的であるが(神田編・前掲書一五頁(吉本健一))、本決定のように対抗提案が存在している場合には、より高度な説明義務が要求されることが明らかとなつている(必ずしもその理論的根拠は明らかではない。三浦・前

掲六頁、鳥山・前掲六七頁)。会社支配権をめぐる争いが顕在化していることと相まって、この高度な説明義務を十分にはたさないままに従前の新株発行を実行したことも(もつとも、招集通知とともに「第三者割当増資に関するQ&A」と題する書面が提供されており、これによって「高度な説明義務」が果たされたと解する余地もある。弥永・前掲三頁、島田・前掲八四―八五頁)、会社支配権維持目的を認定する一つの事情として把握することができない(松尾・前掲一六〇頁参照。島田・前掲八五頁は、本決定がこの説明義務に関する瑕疵を重視しているわけではないと評する)。

#### 4 株主総会決議による不正発行該当性の否定

次に、株主総会決議により不正発行該当性が阻却(否定)されるか否かについて検討する。

差別的行使条件付新株予約権無償割当ての事案ではあるが、株主総会の同意によって(新株予約権無償割当ての)不正発行該当性が阻却されうる可能性があることは、最決平成一九年八月七日民集六一卷五号二二一五頁の示すところであった(もつとも、同決定で問題となった株主総会決議はいわゆる「勧告的決議」であったことから、本決定

とは事案が異なるとする指摘として、森本・前掲一五頁、島田・前掲八五頁)。また、敵対的買収の対抗策としての新株予約権発行の不正発行該当性が問題となった、東京高決平成一七年三月二三日高民集五八卷一三九頁は、会社経営支配権の問題は、株主総会における取締役の選任を通じて株主が決すべきであるとしている。平成二六年会社法改正によって、支配株主の異動を伴う新株発行については、割当先の決定において(募集事項の決定ではない)株主の意思を確認するための手続規程が導入された(会社法二〇六条の二)。不正発行該当性が株主の同意によって阻却されるという本決定の採用する論理は、近時の裁判例と立法が示す会社支配権の問題は株主が決すべきという考え方(久保田安彦「支配権争いと不正発行―ベルシステム24事件決定およびニッポン放送事件決定を踏まえて」法学教室四五号(二〇一八年)一一七頁)と整合的であるように思われる。

もつとも、株主による同意(承認)があれば(株主総会決議さえ経ていけば)、不正発行とはならない(不正発行該当性が阻却される)といえるのか、理論的にはさらなる検討が必要となる(森本・前掲一五頁、弥永・前掲三頁)。5で検討するように、本決定についてはそもそもこの

ような法律構成を採用する必要があったのか、検討の余地があると考える)。また、少なくとも本件の事実関係のもとでは、不公正発行該当性が阻却されるべき事案ではなかったと評価できるように思われる。

すなわち、Y代表者AがYの支配株主であった(平成二九年一月三十一日時点で持株比率三一・九〇%を有していた)という点が、株主総会決議による不公正発行該当性の阻却の観点からすると重要であった。AとX以外については持株比率の小さい個人株主が圧倒的多数を占めるというYの株主構成からすると(株主構成については、金融・商事判例一五四一号五八頁参照)、本件株主総会決議は、支配株主であるY代表者Aの意向がそのまま決議の帰趨に反映されている可能性が高い(本決定の事実認定からは本件株主総会の実態は明らかではないが、平成三〇年三月二八日に提出された臨時報告書によれば、本件新株発行にかかる議案は六七・一八%の賛成という僅差で承認されている。以上につき鳥山・前掲六八頁注(1)、三浦・前掲七頁注(5))。さらに、A(Y代表者)を中心としたYとXの間で会社支配権をめぐる争いが顕在化していたという背景を前提とする限り、割当先として選定されていたのはA以外の者(B・I)ではあるものの、Aを特別利害関係株主と

して把握したうえで、著しく不当な決議として取消しの対象(会社法八三二条一項三号)とする解釈もとれるように思われる(森本・前掲二一一一三頁、三浦・前掲七頁注(6)参照。鳥田・前掲八五頁はこれに反対する趣旨であると考えられる。本決定のように、公開会社(上場会社)において支配株主が経営陣(取締役)を構成しているような場合には、有利発行にかかる株主総会決議を形式的には適法に経ていたとしても(有利発行であることに株主が同意していたとしても)、その実質的内容が問題となることがあるのである(森本・前掲一五頁、鳥山・前掲六八頁)。少なくとも本件のように、利益相反関係にある支配株主がその帰趨を決定できるような株主総会決議が存在しているのならば(決議取消事由として構成できない程度の問題であったとしても)、不公正発行該当性は阻却されないと解すべきである(鳥山・前掲六八頁参照)。

##### 5 「主要目的ルール」を採用する本決定の法律構成の問題

前述のように、本決定は、資金調達の必要性を肯定しながらも、①払込金額が市場価格より著しく安価であったこと、②Xによってより既存株主に影響の小さい資金調達方法の対抗案が提示されていたにもかかわらずこれを採用し

なかった(採用しない理由を十分に説明しなかった)ことから、Yの会社支配権維持目的を認定している。本件新株発行によるXの持株比率の低下は数字上はそれほど大きくはないが、本決定が言及するように個人株主が圧倒的多数を示す株主構成からすると、Xが「近い将来特別決議を否決するに十分な議決権をとる可能性がある」ことを認識し、その持株比率を低下させる目的でYが本件新株発行を移行していることが推察できる。結論としてXの請求を認め、差止請求を認容したことには異論はない(先行評釈においても結論に反対するものはない)。しかしながら、本決定の理論構成については、会社法における新株発行規制の構造および4で検討した株主総会決議を前提に、再考の余地があるように思われる。最後にこの問題を検討する。

平成一七年会社法制定前の商法(平成一七年改正前商法)は、昭和二五(一九五〇)年商法改正時に導入された授権資本制度を基本的に維持しつつ、有利発行である場合には株主総会決議による承認を要求するという手続規制となっていた(平成一七年改正前商法二八〇条の二第二項)。これに対して、会社法における公開会社の新株発行規制は、授権資本制度を維持しつつも有利発行の場合には株主総会に帰属することとしている(会社法一九九条三項・二〇一

条一項・三〇九条二項五号。以上の規律の相違について、山本爲三郎『会社法の考え方(第一〇版)』(八千代出版、二〇一七年)二七一頁)。この点について本決定は、「平成三〇年二月二十六日、取締役会において、同年三月二十七日開催予定の定時株主総会……において承認可決されることを条件として、次の要領で本件新株発行をすることを決議した」と表現しているが、現行の会社法の定める新株発行手続からすると、本件取締役会決議は、法的には株主総会における決議事項(株主総会の目的である事項(会社法二九八条一項二号)あるいは株主総会における議案(会社法二九八条一項五号))を決定したにすぎないということになる。

前述のように従来の裁判例では、取締役会の新株発行権限(正確には、新株発行にかかる取締役会による募集事項の決定権限)濫用の問題について、「主要目的ルール」が適用され不正発行該当性が判断されてきた。これに対して本決定で問題となっているのは、株主総会権限に基づく新株発行である。法的には取締役会決議に基づかない新株発行であるにもかかわらず、従来の裁判例と同様に新株発行に際して有する「目的」に着目した判断枠組みを用いて不正発行該当性を審査している点は、本決定に特徴的な

点である（なお、中曽根玲子「本決定判批」新・判例解説 Watch 商法 No. 116（二〇一九年）四頁は、株主総会決議と不正発行の問題は別個であるとする）。しかしながら、そもそも取締役会決議に基づかない本件新株発行については、取締役会の有する新株発行権限と目的に着目してきた従来の「主要目的ルール」を採用するべきであるのか、それともこれとは異なるアプローチを採用するべきではないのか、ということが理論的には検討されなければならないように思われる（「主要目的ルール」の限界について、松中学「大王製紙新株予約権付社債の発行をめぐる損害賠償請求事件の検討（下）」商事法務二一九二号（二〇一九年）三九頁参照）。そして、少なくとも、法的に取締役会の新株発行権限の行使と観念できない本件新株発行については、株主総会決議に基づく新株発行の差止めという法律構成をとることができた（とるべきであった）事実であったのではないかと考える。株主総会決議の瑕疵を反映させる法律構成として、次のアプローチが考えられる。

第一に、株主総会決議の法令違反を理由とする差止め（会社法二一〇条一号）である。本決定では、有利発行にかかる株主総会決議に取締役の説明義務（会社法一九九条三項）違反があると認定されていることから、法令違反を

理由とする差止めが可能であった事実であった（松尾・前掲一六〇頁、中曽根・前掲三頁、鳥山・前掲六七頁）。実際に、Xは法令違反を理由とする差止めを請求していた。

第二に、株主総会決議に基づいて新株発行が行われる場合についても、不正発行を構成するアプローチ（森本・前掲一三頁、鳥山・前掲六七―六八頁）である。このアプローチによれば、特別利害関係株主の議決権の行使は「不正」さを判断する一つの要素として考慮されることになる（森本・前掲一三頁）。前述のように、本件は、XとY経営陣の間には会社支配権をめぐる争いが顕在化しており、本件新株発行にかかる株主総会決議についてはYの代表者でありYの支配株主でもあるAが議決権を行使していたと考えられる事実であった。本件におけるこれらの事情は不正発行であることを基礎付ける要素として把握することができる。また、取締役による説明義務（会社法一九九条三項）違反も不正発行を基礎付ける一つの要素として把握されうる（鳥山・前掲六八頁は、このようなアプローチを指向しつつ、本件株主総会決議には「株主の判断の正当性を失わせるような瑕疵」があり、不正発行該当性は阻却されないという結論を導いている）。本決定のように、不正発行を理由とする差止めを構成するのであれば（さ

らなる理論的な検討は不可欠であるが)、端的に、このよ  
うな法律構成を採用することが妥当であったように思われ  
る(三浦・前掲六頁)。

〔付記〕 脱稿後、三原秀哲「本決定判批」ジュリスト一五四  
一号(二〇二〇年)一〇七―一一〇頁が公表された。

堀井 拓也