慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	〔商法六二八〕会社法二〇六条の二第四項の株主総会決議を経ずになされた新株発行に無効原因があるとされた事例 (東京地判令和三年三月一八日)
Sub Title	
Author	重田, 麻紀子(Shigeta, Makiko) 商法研究会(Shōhō kenkyūkai)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2022
Jtitle	法學研究 : 法律・ 政治・ 社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.95, No.5 (2022. 5) ,p.37- 52
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	判例研究
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20220528-0037

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　六二八〕 会社法二〇六条の二第四項の株主総会決議を経ずになされた新株発行に無効原因があるとされた事例

東京地判令和三年三月一八日
令和一年(ワ)第一六六二九号（第一事件）、令和二年(ワ)第一二五六〇号（第二事件）、新株発行無効等請求事件
2021WLJPCA03188001、LEX/DB25589062

〔判示事項〕

会社法二〇六条の二第四項ただし書の場合に該当しないにもかかわらず、同条同項本文の株主総会における承認決議を経ずに行われた新株発行には無効原因がある。

〔参照条文〕

会社法二〇六条の二第四項

〔事案の概要〕

Y_1（被告）は、第一種金融商品取引業に係る登録を受け、第一種金融商品取引業を唯一の事業としていた株式会社（公開会社。発行済株式総数七万一〇四九株）である。

X_1（原告）は、平成二七年六月二六日当時、Y_1株式の全部を保有していた者から、その全部を譲り受け、同日以降平成二九年四月二四日までの間にY_1の増資を複数回引き受けていた。同様に、X_1の株主であるX_2ら（原告）も平成二九年八月から平成三〇年一月までY_1の増資を複数回引き受けていた。この間、平成二八年四月一日、Y_1は、売上げがないことなどにより事業を休止し、同年九月に事業を再開

したものの、収益を得られる状況にないため、増資によって資金調達を行う必要があった。なお、X_1及びX_2ら（以下、「X_1ら」という。）は、Y_1が平成三〇年六月六日に訴外Zに対してY_1株式一万四一三九株を一株の払込金額約二六九五円で発行するまで、Y_1株式をすべて保有する状況にあった。

平成三〇年一二月一〇日、Y_1（発行済株式総数七万一〇四九株）の取締役会は、普通株式七万三九四九株の新株発行（一株につき八八〇円）（以下、「本件第一新株発行」という。）をする旨、そのすべてを株式会社Y_2（被告）に割り当てる旨を決議し、Y_1は、X_1（保有株式数一万五五九六株）らに対し、この決議によって定められた募集事項及び会社法二〇六条の二第一項所定の事項を通知した。

同月一一日、Y_1は、Y_2との間で、Y_2が第三者割当増資を引き受ける旨の契約（以下、「本件第三者割当契約」という。）を締結した。

同月一八日、X_1は、Y_1に対し、本件第一新株発行に反対する旨の通知（以下、「本件反対通知」という。）をしたが、同月二〇日、Y_1の取締役会は、会社法二〇六条の二第四項ただし書を適用して同項本文の株主総会を開催せずに本件第一新株発行を行う旨決議し、Y_1は、Y_2に対し、同月二五日、本件第一新株発行をした。なお、同月二二日は土曜日、二三日及び二四日は休日であった。

なお、Y_1は、平成三〇年一二月三日当時、同月三一日には自己資本規制比率が一四〇％を下回る見込みとなり、また、同月一八日当時、本件第一新株発行に係る払込みがなければ、さらに平成三一年一月一九日から同月二五日の間にはその純財産額が五〇〇〇万円を下回ることも見込まれていた。

そこで、令和元年六月二四日、Y_1の株主であるX_1らは、Y_1らに対して、本件第一新株発行を無効とすること等を求める訴えを提起した。

なお、本件第一新株発行以降、Y_1は、自己資本規制比率が一四〇％を下回るなど純財産が減少する状況が続いたため、令和元年十一月二二日にY_2及びY_3に対し四万二八〇株、令和二年二月一九日にY_4（Y_2及びY_3と代表取締役が同一）に対し三万九四五七株をそれぞれ一株三八〇円で発行を行った。令和二年五月二〇日、X_1らは、各新株発行の無効の訴えを提起したが、本判決においていずれも認められていない。

〔判　旨〕

一部認容、一部棄却。

一　1　会社法二〇六条の二第四項は「支配株主の異動が公開会社の経営の在り方に重大な影響を及ぼすおそれがあることを踏まえ、新たな支配株主が現れることとなるような募集株式の割当てについては、原則として、株主総会の決議（特定引受人承認決議）をもって既存株主の意思を問うこととし（同項本文）、他方、株主総会の開催には相当の期間を要するため、株主から同項所定の反対通知があった場合に常に株主総会の決議を要するとなれば、公開会社が事業体としての存立を維持するために必要な資金調達が間に合わず、かえって株主の利益を害する結果となるおそれがあることを踏まえ、同項ただし書所定の場合に限り、株主総会の決議（特定引受人承認決議）を要しないこととする趣旨と解される。……そうすると、会社法二〇六条の二第四項ただし書にいう『当該公開会社の財産の状況が著しく悪化している場合において、当該公開会社の事業の継続のため緊急の必要があるとき』とは、倒産の危機が迫っている場合等、財産の状況の著しい悪化によって公開会社の事業の継続が現に困難となり、又は近い将来困難になる蓋然性があり、株主総会の決議（特定引受人承認決議）を経ることなく当該特定引受人に対する募集株式の発行をしなければ、公開会社の存立自体が危ぶまれるような緊急の必要がある場合をいい、このような場合に初めて同条四項ただし書の該当性が認められると解するのが相当である」。

2　「Y_1は、平成二八年から続く損失計上に伴う財産状況の悪化により、本件反対通知（平成三〇年一二月一八日）の時点で、遅くとも平成三一年一月二五日までにはその純財産額が五〇〇〇万円を下回る状況が生じていたから、この状況が継続することになれば、関東財務局から第一種金融商品取引業の登録の取消処分を受ける可能性」があった。「しかし、Y_1は、上記の時点で上記状況に陥る見込みがあったことの一事をもって直ちに関東財務局から第一種金融商品取引業者の登録の取消処分を受ける蓋然性があったとまではいい難く……」、また、一月二五日の時点において、「少なくとも自己資本規制比率が一四〇％を下回らないようにするための資金調達の方法として、引受人の払込金額を合計六五〇七万五一二〇円とする本件第一株式（原文ママ）発行を行うことが不可欠であったとまではいえない」「そして、本件第一新株発行に会社法二〇六条の二第四項ただし書の該当性が認められるとのY_1取締役会の判断……は、①原告らを引受人とする新株発行等の可能性……や②本件第一新株発行の承認を議題とする株主総会の開催の可能性……を十分考慮していない点において、その判断

の過程、内容に不合理な点があった」。

「これらの諸事情を総合考慮すると、財産の状況の著しい悪化によってY_1の事業の継続が現に困難となり、又は近い将来困難になる蓋然性があり、株主総会の決議を経ることなくY_2に対する本件第一新株発行を行わなければ、Y_1の存立自体が危ぶまれるような緊急の必要があるとまではいえない。」

二　1　会社法二〇六条の二は、「会社の支配権に関わる既存株主の利益の保護を図ろうとする趣旨と解される」。Y_1は、「X_1から本件反対通知を受けたこと等から、Y_2との間の本件第三者割当契約に係る特定引受人承認決議のための株主総会を開催すれば、Y_1の支配権に関わる既存株主の利益を有するXらの反対により、当該決議が行われない蓋然性があり、そのような蓋然性を認識しながら、上記株主総会を開催するかのような態度を示しつつ、……払込期日の五日前（同月二〇日）になってX_1に対して上記株主総会を開催しない旨を伝えたという状況の下において、株主総会の決議によるY_2との間の本件第三者割当契約の承認を得ないまま、本件第一新株発行を行ったものといわざるを得ない」。

2　「このような状況の下で、特定引受人承認決議を経なないままされた本件第一新株発行の発行手続には、……Y_1の支配権に関わる既存株主の利益を有するXらに対する十分な配慮がされず、そのような利益を一方的に侵害するような方法・態様で行われた点において、公開会社における内部手続の欠缺にとどまるとはいえず、重大な法令違反があるといわざるを得ない。」「Xらにおいて会社法二〇六条の二第四項違反を理由として本件第一新株発行を差し止める機会が保障されていたとは認め難いというべきである。」

〔研　究〕

判旨の結論に賛成。

一　本判決は、支配株主の異動を伴う新株発行を行った会社が、会社法二〇六条の二第四項所定の株主総会の決議による承認を経なかったことが同項ただし書に該当せず本条四項違反となるか、また、同項の株主総会決議を経なかったことが新株発行の無効原因となるかが争点となった事案である。右争点に関して学説上ではすでに議論がなされているが、本判決は本条のこれらの論点について初めて判示した裁判例である。

二　公開会社は、株主割当て以外の方法で有利発行する場合を除き、募集事項の決定は取締役会で行うことが原則で

ある（会社法一九九条一項三項、二〇一条一項）。しかし、近時、資本市場において不透明な第三者割当による大量の募集株式の発行が行われるケースが見られたことなどから、支配権の異動をもたらす募集株式の発行については取締役会による決定を認めるべきではないとして、平成二六年改正により新たな手続規制が導入された。すなわち、会社法二〇六条の二は、公開会社において、募集株式の引受人が株主割当て以外により議決権の数が総株主の議決権の二分の一を超えるとき、会社は、金商法開示をした場合を除き、株主に対して、払込期日の二週間前までに当該引受人（特定引受人）に関する情報を通知又は公告を行い（二〇六条の二第一項柱書本文・二項）、これを受けて、総株主の議決権の一〇分の一以上を有する株主が当該特定引受人による募集株式等の引受けに反対する旨を通知したときは、当該会社は、払込期日（又は払込期間）の前日までに株主総会の普通決議による承認を受けなければならないと定める（同条四項）。ただ一方で、当該会社の財産の状況が著しく悪化している場合において、当該会社の事業の継続のため緊急の必要があるときは株主総会を開催する必要はない（同項ただし書）。

このような経緯で新設された本制度において、まず問題となるのは、本事案の第一の争点である本条四項ただし書該当性、すなわち、同項にいう株主総会決議を要する新株発行であるか否かをどのように考えるかという点である。つまり、支配権の異動を伴う新株発行に株主総会の意思を必要とする一方で緊急の資金需要の必要性があれば株主総会決議を不要とする二元構造となっており、本制度を資金調達の機動性を重視してきた従来の規律の枠組みとの関係でどう位置付けるべきか考察しなければならない。また、本事案の第二の争点でもあるが、本条四項ただし書に該当せず株主総会決議を欠く新株発行が無効原因となるかどうかに関しても問題となる。従来、公開会社による新株発行の意思決定に瑕疵があっても無効原因とはならないとする判例が確立されてきたのに対し、本判決が本条四項所定の株主総会決議を欠く新株発行に無効原因を認めたことから、公開会社における新株発行の無効原因をめぐる先例との関係においても検討を要する。

三　（1）本判決は、本件第一新株発行の会社法二〇六条の二第四項違反の有無について、判旨一では、Y_1が第一種金融商品取引業の登録の取消処分を受ける蓋然性があったとまではいい難く、また、本件第一新株発行がY_1の存立に不可欠とはいえず、Y_1取締役会による同条四項ただし書該

当性をめぐる経営判断の過程及び内容が合理性を欠くとして、株主総会決議を欠く本件第一新株発行の同項違反を認めた。判旨は、株主総会の決議による承認を要しない場合、すなわち、本条四項ただし書のいう「当該公開会社の財産の状況が著しく悪化している場合において、当該公開会社の事業の継続のため緊急の必要があるとき」とは、「倒産の危機が迫っている場合等、財産の状況の著しい悪化によって公開会社の事業の継続が現に困難となり、又は近い将来困難になる蓋然性があり、株主総会の決議（特定引受人承認決議）を経ることなく当該特定引受人に対する募集株式の発行をしなければ、公開会社の存立自体が危ぶまれるような緊急の必要がある場合」であるとする。

本条四項ただし書について、立案担当者によると、反対通知があった場合に常に株主総会の決議を要すると、事業体としての存立を維持するために必要な資金調達が間に合わず、かえって株主の利益を害する結果となるおそれがあるため（坂本三郎「一問一答平成二六年改正会社法」一三三頁）、株主総会の省略が認められる資金調達の緊急性の高い場合に柔軟な法対応を望む経済界からの要望を踏まえて創設されたものである。また、四項ただし書の要件は、倒産の危機が迫っている場合等、株主総会を開催していては公開会社の存立自体が危ぶまれる緊急の事態が生じている場合に初めて充足するものであって、四項ただし書の「公開会社の事業の継続のため」の文言は、要綱の段階で用いられていた「公開会社の存立を維持するため」から変更があったところであるが、その意味は実質的に変更がないとされる（坂本・前掲一三三頁）。すなわち、単に資金調達が緊急に必要というだけではなく、その新株発行ができなければ会社が存続できなくなることまで要求されるということである（前田雅弘ほか「座談会『会社法制の見直しに関する要綱』の考え方と今後の実務対応」商事法務一九七八号二八頁（前田発言））。よって、本判決の示した要件の内容は、立案担当者の理解に即したものといえる。

ところで、本条と同様の規範は、東京証券取引所の企業行動規範で定められている第三者割当てに係る遵守事項に見られる。それによれば、上場会社は、第三者割当による募集株式等の割当てにより、当該第三者の議決権の比率が二五％以上となる場合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、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、あるいは当該割当てに係る株主総会決議などによる株主の意思

確認の手続のいずれかを行うものとし、ただし、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はこの限りでないとする（有価証券上場規程四三二条）。そして、特別の手続を不要とする緊急性が極めて高いものとは、「資金繰りが急速に悪化していることなどにより同条各号に掲げる手続のいずれも行うことが困難であると当取引所が認めた場合」とされ（有価証券上場規程施行規則四三三条三）、株主総会を開催していると経営破綻に至るおそれがあるような会社の存立に問題が生じてしまう場合を念頭に置いており、この発想は会社法も全く同じであるとされている（前田ほか・前掲二八頁（静発言））。

ただ、こうした取引所のルールは株主総会決議を必須の要件とせずに簡便な手続による第三者割当てを認めるため、緊急性が極めて高いものとして手続きが不要となるケースは、極めて限定的になるとされる（東証・ガイドブック「第三者割当に係る上場制度の概要及び実務上の留意事項」https://faq.jpX.co.jp/disclo/tse/web/knowledge7777.html）。そうだとすると、株主総会決議を要件とする同条四項ただし書所定の緊急の必要性について、上記取引所のルールのように限定的に解する必要はないともいえる。学説でも、判旨が「公開会社の事業の継続のため……必要がある」ときを「倒産の危機が迫っている場合等」ないし「公開会社の存立自体が危ぶまれるような……場合」に限定するのは法文言の解釈上やや強引であるとの指摘がある（弥永真生「本件判批」ジュリスト一五六一号二頁）。しかし、本判決の判旨二でも会社法二〇六条の二が「会社の支配権に関わる既存株主の利益の保護を図ろうとする趣旨」によるものであると解しているように、本条の主眼が既存株主の支配利益を保護することにあるとすれば、支配権の帰趨を取締役会限りで決することを例外的に許容する同条四項ただし書に関しては、支配利益の帰趨に関して株主が最終的な決定権者となるように極力解すべきである。たとえば、資金繰りがひっ迫し、手形の不渡りを出す可能性が高い場合など（野村修也「資金調達に関する改正」ジュリスト一四七二号二五頁）、眼前の新株発行を直ちに実行しなければ企業体として維持できず、株主総会を開催する時間的余裕すらないほどの切迫した状況として限定的に捉えるのが妥当である。後に検討する通り、差止めが極めて困難となる本条の下では、本条違反の新株発行は無効原因に当たるものとして事後的にその効力を争うことを通じて株主を救済することが望ましく、本条の原則的理念が支配権の移転における既存株主の保護にあることからも、四項た

だし書を緩やかに解すべきではない。したがって、判旨が同条四項ただし書について、倒産の危機が迫っている場合や公開会社の存立自体が危ぶまれるような緊急の必要がある場合であると厳格に判示したことは妥当な理解である。

（2）判旨は、上述の本条四項ただし書の適用を否定し、その理由として以下の三点の事情を挙げる。すなわち、①本件第一新株発行後に一四〇％を下回る事実が生じた際に、回復措置を講じることにより取消処分を受けなかったことを踏まえ、Y_1が、平成三〇年十二月一八日の時点で自己資本規制比率が一四〇％を下回り、又はその純財産額が五〇〇〇万円を下回るとの事実が生じたとしても、直ちに関東財務局から第一種金融商品取引業者の登録の取消処分を受ける蓋然性があったとまではいい難いこと、②平成三一年三月までの三カ月間の赤字を補塡するために必要な金額は、約二二二九万円であったから、同年一二月二五日の時点において、少なくとも自己資本規制比率が一四〇％を下回らないようにするための資金調達の方法として、引受人の払込金額を合計六五〇七万五一二〇円とする本件第一株式発行を行うことが不可欠であったとまではいえないこと、③本条四項ただし書の該当性が認められるとのY_1取締役会の判断が、X_1らを引受人とする新株発行等や本条四項の株主総会開催の可能性について十分考慮しておらず、その判断の過程、内容に不合理な点があったこと、である。

このうち、①及び②については、事業継続が困難となる蓋然性及び公開会社の存立自体が危ぶまれるような緊急性と必要性が客観的な状況として存在したかどうかに関して検討したものである。第一種金融商品取引業を営むY_1のように、業務の継続性に係る業種固有の財産規制を受ける業種であれば、そうした財産規制は該当性判断の一要素となろう。判旨の通り、Y_1は、第一種金融商品取引業を唯一の事業としていたとはいえ、事業継続が困難になるほどの緊急性はなかったといえ、自己資本規制比率の規制に照らしても、本件第一新株発行がなければ、Y_1の存続が危ぶまれるほどの緊急性はなかったと解されるので、判旨の判断は妥当である。

他方、③については、本条四項ただし書の適用において、X_1らが引受先となる新株発行を行う余地があったかどうか、また、反対通知の蓋然性を見極めて株主総会の開催の可能性を模索したかどうかに関してY_1取締役会の経営判断の過程、内容の合理性を考慮するものである。ただ、③で考慮された事情は、本条四項ただし書で明示されている内容で

はなく、①及び②が示す客観的事情とは異質なものであり、判旨がどのような趣旨で本条四項ただし書の判断で、③を考慮事由として挙げたものであるかは明らかではない。蓋しこの点は、取締役会として厳しい判断を強いられる難局であり、いわゆる経営判断原則のようにただし書該当性をめぐる取締役会の判断に一定の合理性があれば判旨がこれを尊重しようとする意とも解しうるところでもある。また、裁判所がただし書該当性を判断する場合、新株発行無効の訴えの場面では差止めの場面に比べて、取締役会の判断と裁判所の判断との間に時間のずれがあるため、経営判断原則に類似した考えにより取締役会の判断が尊重されるべきであり（福島洋尚「支配株主の異動を伴う募集株式の発行等」野田博＝大杉謙一＝小宮靖毅編『商事立法における近時の発展と展望：丸山秀平先生古稀記念論文集』（二〇二一年）五〇二頁）、裁判所による後知恵による判断を回避すべきであるとする指摘がある。

もっとも、判旨の判断枠組みは、たとえ①及び②の客観的事情が満たされていたとしても、③の事情が認定されない限り、ただし書の適用が認められないとするものと解されるため、取締役会の経営判断を検証する枠組みとしてその裁量幅を認め、取締役を救済しようとの趣旨であるとは考えにくい。本条の適用が問題となる場面は、日常の業務執行において経営判断を行う場面と異なり、非常事態ともいうべき局面であるから、そうした窮地での判断は困難を強いるものであるにせよ、取締役にとって実際に取りうる選択肢は相当絞られるはずであるから、取締役に広い裁量の幅を認める必要はないのである。判旨としては、①及び②で本件新株発行における必要性及び緊急性がなかったと判断したことが後知恵ではないことを裏付けるため、Y_1取締役会がX_1らを引受人とする新株発行を行うことの認識可能性、また、株主総会開催の可能性を探らなかったY_1取締役会の判断が既存株主の支配利益を保護する本条の趣旨に反するものであることを③において確認的に述べたものと考えられる。判旨がこうした趣旨により③における事情を考慮したに過ぎないのであれば異論はない。ただし書自体は限定的に解釈すべきであり、そうであれば、ただし書該当性の判断において取締役に一定の裁量の余地が残るような解釈の枠組みを採用すべきではなく、予見可能性の点からしても、形式的に理解すべきであると考える。

四　（1）次に、本条四項ただし書に該当せず、同項所定の株主総会決議を欠くことが新株発行の無効原因になるかが問題となる。この点、判旨二は、Y_1は、X_1らの反対通知

を受けたことなどから、本条四項の株主総会を開催すればX1らの反対により承認を得られない蓋然性があり、そうした蓋然性を認識しながら、Y1は同条四項の株主総会を開催するかのような態度を示しつつ、払込期日の五日前になってX1に対して上記株主総会を開催しない旨を伝えたという状況の下において、Y1の支配権に関わるXらの既存株主の利益を一方的に侵害するような方法・態様で行われた点は、公開会社における内部手続の欠缺にとどまるとはいえず、重大な法令違反があり、また、同条四項違反を理由とした差止めの機会が保障されていたとは認め難いというべきであるとして、本件第一新株発行に無効原因があるとした。

公開会社における新株発行の無効原因は、明文の規定はなく、解釈に委ねられているが、判例及び学説上、限定的に解されている（江頭憲治郎『株式会社法第八版』八〇六頁）。その上で、従来の判例は、公開会社の新株発行が代表者により行なわれる限り内部的な意思決定を欠いても無効とならないとの考え方を堅持してきた。最判昭和三六年三月三一日民集一五巻三号六四五頁によれば、有効な取締役会の決議を欠く新株発行について、新株発行が会社の業務執行に準ずるものであること及び善意の新株引受人を保護する必要があることを理由に、会社を対外的に代表する権限のある取締役が新株を発行した以上、取締役会の決議がなくても有効であるとする。この立場は後続の判例で踏襲され、株主総会の特別決議を経ずに新株引受権を第三者に付与した場合（最判昭和四〇年一〇月八日民集一九巻七号一七四五頁。なお、昭和四一年商法改正前は、公開会社が株主以外の者に対して新株引受権を与える場合、一定の事項につき株主総会特別決議が求められていた（昭和三〇年改正商法二八〇条の二第二項））、また、有利発行であるのに株主総会特別決議を経ずに新株発行した場合（最判昭和四六年七月一六日判時六四一号九七頁）においても有効とされている。従来の判例は、必要な機関決定の欠缺という法令違反について、会社の代表者が定款の授権の範囲内で発行している限り取引の安全や法的安定性の見地から無効原因にならないとする立場を確立している。

本条四項における株主総会決議を欠く新株発行の効力について、従来の内部的意思決定を欠く新株発行の効力と同列に考えるのであれば、本条四項違反の新株発行も無効原因にならないとするのが整合的である（弥永・前掲三頁）。しかし、判旨が、本条四項の株主総会決議を欠く新株発行は「公開会社における内部手続の欠缺にとどまるとはいえず、重大な法令違反がある」と述べているように、従来の

判例の立場とは異なるものと捉えられる。従来の最高裁判例が、取引の安全を図ることを優先して内部手続の瑕疵を不問としてきたのに対し、判旨は、新株発行手続において支配権に関わる既存株主の利益が侵害された状況に着目し、これをもって重大な法令違反と評価したものである。つまり判旨は、これまでの判例理論とは一線を画し、本条の下での事案においては従来のような内部的意思決定を欠く新株発行の場面と同視することはできないとの考え方を鮮明にしたといえる。

（2）他方、学説では、本条四項の株主総会決議を欠く新株発行が無効原因となるかどうかをめぐって見解が分かれている。従来の内部意思決定を欠く新株発行に関する最高裁判例と同様に考え、公開会社の募集株式の発行等の手続違反は無効原因とはならないとする見解（森本大介「第三者割当増資に関する規律及び子会社株式等の譲渡に関する改正」商事法務一九八五号二七頁。以下、有効説という）がある。これに対し、有力に主張されているのが、無効原因となりうるとする見解（以下、無効説という）である。無効説の理由として、支配株主の異動を伴う募集株式の発行等は、実質的に会社の基礎的変更に当たることや（江頭・前掲八〇八頁）、本条の適用場面では従来の判例のように新株発行の効力を維持すべきとの要請は強く働かず、無効と解しても特定引受人の手元にとどまっているのが通例であるから取引の安全が害されるおそれが少ないこと、とくに、二〇六条の二の場面は、特定引受人が当該株式を保有し続けるのが通例であり、取引の安全を考慮することが不要であることが多いとして（吉本健一「支配株主の異動を伴う募集株式の発行等」鳥山恭一＝福島洋尚編『平成二六年会社法改正の分析と展望』（経済法令研究会、二〇一五年）三六頁、江頭・前掲八〇八頁）、従来の判例が依拠してきた根拠が本条に当てはまらないとして有効説を痛烈に批判する。

これら両説は、本条四項ただし書該当性をめぐり株主に事前の差止請求又は事後の無効訴訟のいずれの方法で争わせるべきかという点で鋭く対立することになる。無効説からは、争われればほぼ必然的に緊急の必要性の有無が争点となり、結果が見えにくく法的安定性を欠くから、無効原因とはせずに差止請求で争うこととすべきと指摘され（山下徹哉「支配株主の異動を伴う募集株式の発行等」法教四〇二号二一頁）、特定引受人に関する公示がなされている限り、株主は差止請求で争う余地もあるとする否定説の主張に対して、肯定説は、会社は、反対通知が一〇分の一以

上の議決権比率に達したことを開示する義務がなく、株主がそれを知る手段を有さないので、事前の差止めは事実上困難であり（山下・前掲二一一頁）、たとえ、反対通知があったことを株主が知り得たとしても、反対通知をする期間と差止が可能な期間が重なりうるため、時間的に差止仮処分の申立てが難しい場合が生じうるとする（久保田安彦「第三者割当て」商事法務二〇四一号三〇頁）。また、仮処分の申立てができたとしても、審理期間が短いため、差止めが認められにくいことも指摘されている（久保田・前掲三〇頁、江頭・前掲七九二頁注9）。さらに、本条四項の株主総会決議を欠くことにより株主が被る不利益は、有利発行のように取締役の損害賠償責任など金銭的解決になじむ純粋な経済的不利益ではないから（山下・前掲二〇頁）、事後的に新株発行の効力を否定することにより救済するほかないという。たしかに本条の立法段階では、本条四項ただし書該当性は差止訴訟の中で判断されるべきであると整理されていたが（岩原紳作「会社法制の見直しに関する要綱案」商事法務一九七六号七頁）、蓋を開ければ現実は本事案のように株主にとって差止めで争うための時間的余裕のないケースが少なくないであろう。以上を踏まえると、無効説による主張は、本条の枠組みの中で差止請求及びその審理の機会が確実に保障されているわけではないという現実的な問題意識を基に、差止事由にとどまると解しては株主の救済を図ることができないという点において説得的な根拠があると考える。

（3）無効説が呈する右問題意識は、判旨においても共有されている。判旨は、Y_1が払込期日の五日前になってX_1に対して株主総会を開催しない旨を伝えるまで、株主総会開催をX_1らに期待させる行動をとっていたことから、X_1らには差止めの申立てを迫られる状況になく、しかも払込期日までの五日間のうち三日間は土休日であったとの事情を踏まえ、X_1らに差止めの機会が保障されていたとは認め難いとする。すなわち、Y_1のX_1らへの怠慢な対応によりX_1らの差止めの機会を奪う結果となったという事情こそ、判旨が本件新株発行に重大な法令違反があるとの判断に至った実質的な根拠になっていると思われる（弥永・前掲二、三頁）。判旨は特定引受人に係る情報が通知・公告されていた事案に関するものであるが、株主に差止めを検討する機会が事実上まったくなかったわけではないとしても、その機会が実質的に担保されていなかったことを問題視し、重大な法令違反を認めて無効原因があるとするものである。

この点、従来の最高裁判例も株主の差止めの機会に対す

る侵害に関して重大な瑕疵があるものと捉えてきている。最判平成五年一二月一六日民集四七巻一〇号五四二三頁は、差止仮処分命令に違反して行われた新株発行につき、差止請求権の実効性を担保する観点から無効原因があるとし、また、最判平成九年一月二八日民集五一巻一号七一頁は、募集事項の通知・公告を欠くことは、株主の差止めの機会を失わせることになるため、当該通知・公告以外に差止事由がないため差止請求が許容されない場合でない限り無効原因となるとする。すなわち、先例の立場は、内部手続に瑕疵のある新株発行の無効原因を否定しつつも、株主の差止めの権利を侵害する場合にはその無効原因を認める立場であり、新株発行の瑕疵に関する株主の救済は事前の差止め仮処分を通じて行われるべきであるとする姿勢がうかがえる（田中亘『会社法第三版』五二六頁（二〇二一年））。もっとも、判例が株主の差止めの機会をどの程度保障すべきと考えているかは明らかではない。たとえば官報公告（二〇一条四項、九三九条）の方法により公示が行われた場合、それを閲覧する可能性が低い株主にとって差止請求は容易でなく、株主に差止めの機会を与えたとは言い切れないとの疑問が呈されているが（山下徹哉・会社法判例百選第四版二〇五頁、田中・前掲五二六頁）、支配権争いのある同族会社の事案で差止めの機会を奪う実質的な公示義務違反として無効原因にあたるとする裁判例（神戸地判平成五年二月二四日判時一四六二号一五一頁）がある一方で、通知・公告が形式的であっても適法に行われれば無効にはならないとする裁判例（東京高判平成一九年三月二九日金判一二六六号一六頁）があり、下級審判例では必ずしも考え方が収斂されているとはいえないところである。ただ、判旨がXの差止めの機会が侵害されたことに重大な瑕疵があると判示したことは、右最高裁判例が差止め仮処分や公示義務に対する違反行為に無効原因があるとして株主の差止請求権を尊重していることと整合するものであり、さらに、そうした基本的立場を深化させ、前掲神戸地判平成五年二月二四日と同様に、株主に実質的な差止めの機会が担保されるべきとの価値判断を示したものとして位置付けることができる。

（4）本事案ではX_1らが事実上差止めの機会を奪われる結果となり、無効主張により事後的に争わざるを得なくなったことは、無効説も主張する通り、本条の制度が株主にとって差止めの機会を逸するリスクを多分に内在した構造であることにその主因がある。例えば、株主には、本条一項の特定引受人に関する情報の通知事項の一つとして「特

定引受人に対する募集株式の割当て又は特定引受人との間の総数引受契約の締結に関する取締役会の判断及びその理由」（会社法施行規則四二条の二第五号）について情報提供され、具体的には会社の状況、資金調達の必要性・緊急性、当該割当て等が会社に与える影響等を踏まえて記載されることが想定されているものの（坂本三郎ほか『立案担当者による平成二六年改正会社法関係法務省令の解説』（別冊商事法務№三九七）四七頁（二〇一五年））、これでもって株主が差止請求権を行使すべきかを判断する十分な情報が提供されたとはいえないであろう。また、会社法は、会社が株主から反対通知を受けた場合にそのことを開示するよう求めているわけではなく、加えて、会社が本条四項ただし書に該当するとして株主総会を開催しない決定をした場合であっても、法はその旨の株主への通知等を会社が行うことを要求していない。つまり本条は、株主にとって、会社（取締役会）の判断や他の株主の動向に適時に接することができず、株主総会を開催するかどうかが不透明な中で払込期日の到来を迎える可能性を含んだ制度設計となっている。それゆえ、本件のように反対通知をしたX_1らにおいても、払込期日の五日前になって総会不開催に急転する事態に遭うことも生じうるのであり、そうした局面においては、総会開催期日の払込期日までの差止めの機会は完全に封じ込められたものとなる。株主に差止めの仮処分命令を求めるための時間が確保されていたとはいえない場合には、事後的に新株発行の効力を争う途を認める必要がある。本件では、Y_1はX_1らの反対の通知を前もって予想できたこと、払込期日までに株主総会開催が必須となることは容易に想定しえたこと、また、株主が僅少ゆえに総会招集手続も簡略化できたはずで（会社法三〇〇条参照）、その開催自体が困難だったとはいえないことに鑑みても、事前の権利確保につき生来的に限界のあるY_1の株主に対して事後的救済を認めることに合理性はある。したがって、本条の下では株主総会が開催されないことについて法令違反として差止めを求める機会が制度上十分に保障されているとはいえないことも踏まえると、本件Y_1の新株発行の手続においてX_1らの差止めの機会を事実上奪った状況に重大な法令違反を見出すことができるのである。

（5）最後に、判旨の合理性は、平成二六年会社法改正による公開会社の新株発行に係る規律の転換に呼応したものである点にも見出せることを指摘しておきたい。公開会社の新株発行は、昭和四一年商法改正以降、有利発行でない限り取締役会で機動的に決定できることが原則と定められ、

株主の支配権に関わる利益は資金調達の機動性に劣後するものと整理されてきた。加えて、最判平成六年七月一四日判時一五一二号一七八頁が、所定の決議を経ずに著しく不公正な方法で行われた新株発行（以下、不公正発行という）であっても、前掲最判昭和三六年三月三一日を引用して無効原因ではないとの判断が確立され、不公正発行により侵害される株主の支配権に関する利益は事実上差止請求制度を通じて救済されるべきであるとの判例の姿勢が浮き彫りになった。ただ、司法の場では主要目的ルールにより不当目的が認定され不公正発行の差止めが容認されることは実際に限られる傾向にあり（江頭・前掲八〇二頁注4）、株主の支配権に関する利益を保護する裁判規範も実効的に機能してきたとはいえず、結果として経営陣の恣意的な第三者割当増資が蔓延らせてしまっていた。このように、法も判例も、公開会社の株主は持分比率に利害も関心を有しないものであるとの認識を標榜してきたともいえる中で、平成二六年会社法改正は、そうした濫用的な第三者割当増資の横行から株主の支配利益を保護するための新たな規律を導入し、公開会社の支配権が異動する局面では株主の意思を尊重するという新たな価値判断を示したものと解しうる。これを法の軌道修正と捉えるなら、本条の制定を境として支配権の移転の問題は、公開会社であれ取締役会ではなく株主の意思によって決定させるべきであるという考え方を会社法は取り込んだものと捉えていくべきである（久保田・前掲三〇頁）。すでに判例は、非公開会社における新株発行において株主総会決議を欠く場合、支配権を重視する株主の意思に配慮して無効原因があることを明らかにしている（最判平成二四年四月二四日民集六六巻六号二九〇八頁）。この法理の論拠は、会社法が、非公開会社の株主が支配権の維持に関心を有するのが通常であることを踏まえ、株主の意思で新株発行を決定させる規律を採用していることにある。公開会社における新株発行の通則的規律は非公開会社のそれとは異なるものの、本条も支配権の変動に大きな関心を有する既存株主を前提に株主総会決議を要する枠組みを採用しているとすれば、非公開会社における判例理論（前掲最判平成二四年四月二四日）を本条の局面に敷衍する素地がないわけではないとも解しうる（加藤貴仁ほか「座談会平成二六年会社法改正」ソフト・ロー研究二六号九八頁（二〇一四年）九八頁（田中亘発言））。たとえ公開会社の株主であっても誰が支配株主となるかに関心がまったくないわけではないから、支配権の異動が必至の本条の下では、株主の支配利益を優先的に保護し、公開

会社においても内部的意思決定を経ずになされた新株発行に無効原因を認めるべきである。判旨は、本条の趣意を踏まえた判断を示した点で評価できる。

〔追記〕 脱稿後、島田志帆「本件判批」ジュリスト臨時増刊一五七〇号八〇頁（令和三年度重要判例解説）に接した。

重田麻紀子