

判例研究

〔商法 五八八〕 出光興産新株発行差止請求抗告事件

（東京高決平成二九年七月一九日
平成二九年（ラ）第一三三三号新株発行差止仮処分命令申立て下決定に対する抗告事件
〔金融・商事判例一五三三号五七頁〕

〔判示事項〕

一 会社法二一〇条二号所定の「著しく不公正な方法」による募集株式の発行とは、不当な目的を達成する手段として株式発行が利用される場合をいうと解されるところ、会社の支配権につき争いがあり、現経営陣が、支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、もって自らの支配権を維持・確保することなどを主要な目的として新株発行をするときは、当該株式発行は不当な目的を達成する手段として行われる場合に当たるというべきである。

二 一般論として、上場企業の公募増資においては、第三

者割当増資の場合に比して、取締役に反対する株主らの支配権を減弱させる確実性は弱いものと考えられる。

〔参照条文〕

会社法二一〇条二号

〔事實〕

本件は、Y株式会社（発行済株式総数一億六〇〇〇万株。東京証券取引所第一部上場）の株主であるXら（X₁～X₆。Y社株式の保有合計数は五四二七万二四〇〇株。保有割合は約三三・九二%〔事実①〕）が、Y社が平成二九年七月三日の取締役会決議に基づいて公募増資の方法で行う四八

〇〇万株の普通株式の発行（本件新株発行）は「株式の發行……が著しく不公正な方法により行われる場合」（会二一〇条二号）に該当し、これによつてXらが「不利益を受けるおそれがある」（同条注書）として、本件新株発行を仮に差し止めるよう求める申立て（本件申立て）をした事案である。

原審が本件申立てをいづれも却下したので（東京地決平成二九年七月一八日金融・商事判例一五三三二号四一頁）、Xらはこれを不服として抗告したが、本決定は抗告をいはずも棄却した。

以下のような経緯、事実が認められる。

(1) Z社との経営統合（合併）をめぐるXらとY社との従前の対立およびY社によるZ社株式の取得
Y社は、平成二七年七月三〇日、Z社の株式一億二五二六万一二〇〇株を一株当たり一三五〇円。前年七月三〇日の前日の同株式の市場株価の終値は一株一一〇二円であり、上記取得価格は、当時の市場株価よりも相当程度高いものであった（この株式取得を「本件株式取得」と呼ぶ）。
その後、Y社第一〇二回定期株主総会に先立ち、Xらは、精神で経営統合を目指す意向であること、Z社との間で、経営統合に向けての本格的な協議を進める合意が成立していることなどを公表するとともに、同日頃、Xらに対し、Y社とZ社との経営統合（合併）に関する説明をし、平成二八年一月二九日および同年六月九日、Xらと面談した。

これに対しXらは、株式希薄化などを理由にZ社との合併に反対した。

こうした中、Y社は、平成二八年六月二八日、第一〇一回定期株主総会を開催し、Aら一〇名の取締役の選任議案を提出し、いづれも可決されたが、Xらが反対したこともあり、その賛成の割合はAが約五二・三%であり、その余の取締役も約五八・八・六〇・七%であった。

Y社は、平成二八年一二月一九日、取締役会の決議を経た上、B社から、Z社の株式一億一七七六万一二〇〇株（前年七月三〇日に決定した取得数より七五〇万株少ない数）を代金一五八九億七八〇〇万円（一株当たり一三五〇円。前年七月三〇日の前日の同株式の市場株価の終値は一株一一〇二円であり、上記取得価格は、当時の市場株価よりも相当程度高いものであった）で買い受ける株式譲渡契約を締結した（この株式取得を「本件株式取得」と呼ぶ）。その後、Y社第一〇二回定期株主総会に先立ち、Xらは、平成二九年六月五日付けでY社の株主に対し、Aら五名の取締役は、Y社の株主や従業員等の利益を損なう経営統合を主導し、Z社の株式を時価よりも高額な対価で取得したことから、取締役としての責任を追及されるおそれがあり、これを回避するため今後も経営統合を無理に進行させる危

險があるなどとして、Xらは同月二九日に開催されるY社の定時株主総会においてAら五名の取締役選任議案に反対する意向であるので、これに賛同してほしいなどと記載した書簡を送付した（事実②）。第一〇二回定時株主総会では、Y社はAら一二名の取締役の選任議案を提出し、いずれも可決されたが、Aら五名の取締役選任に賛成する割合は、Xらが反対したこともあるつていざれも約六一・一〇六一・三%程度であつた（その余の七名の取締役選任に賛成する割合は、いざれも約九八・一〇九八・四%であつた）（事実③）。

（2）本件新株発行による調達資金の使途

本件新株発行を決定した平成二九年七月三日のY社取締役会決議においては、本件新株発行によつて調達される資金（手取概算額合計上限一三八五億三三〇〇円万円）の使途につき次のように定められ、その旨が公表されている。

（ア）一五五億円を、平成三二年三月末までに、Y社関連会社などへの各投融資資金に充当

（イ）合計一一二億二〇〇〇万円を、平成三二年三月末までに、Y社設備投資資金に充当

（ウ）合計一五五億円を、平成三二年三月末までに、Y社研究開発資金に充当

（エ）残額を、平成三〇年三月末までに、Y社がZ社の株式取得を行つた際に金融機関より借り入れた短期借入金一五九〇億円の返済資金の一部に充当

（3）本件株式取得のための資金調達

Y社は、平成二七年八月六日、B銀行との間で、Y社が一七〇〇億円を限度額として個別の貸付けを申し込み、貸付実行日の一年後の日を弁済日とする旨の契約（本件ブリッジローン契約）を締結した。Y社は、平成二八年一二月一六日、本件ブリッジローン契約に基づき、B銀行から一六九〇億円を借り入れ、これにより、同月一九日本件株式取得を行つた（同借入金の弁済期は、平成二九年一二月一八日である）。なお、Y社は、本件株式取得における株式取得数の減少に伴い売買代金額も減少したため、平成二八年一二月二二日、B銀行に対し、一〇〇億円を弁済した結果、本件ブリッジローン契約の借入金元本は一五九〇億円となつた。

一方、Y社は、平成二八年三月三一日、本件ブリッジローン契約による借入金の借換資金の調達のため、C銀行等の五つの金融機関（本件劣後ローレン貸付金融機関）から合計一〇〇〇億円を借り入れる旨の劣後特約付金銭消費貸借契約（本件劣後ローレン契約）を締結した。本件劣後ローレン

ン契約では、実行日を同年六月三〇日とすること、上記金融機関が貸付義務を負う前提として、実行日の一定期日前の日までおよび実行日においてY社によるZ社株式の取得が実行されることが合理的に見込まれると貸付人が判断できることが条件となること、この前提条件が成就していない場合、Y社は、実行日の延期について協議を申し入れることができ、契約当事者およびエージェントが合意した場合には実行日を変更できることなどが約定されていた。Y社は、同年六月一七日、公正取引委員会の企業結合審査が継続中であるとして、Z社株式の取得時期を同年九月中に変更する旨公表するとともに、同年六月二二日付で、本件劣後ローン貸付金融機関との間で、本件劣後ローン契約の実行日を同年九月三〇日に変更する旨の契約を締結した。

同様の理由で、同年九月七日、Z社株式の取得時期は同年一〇月（一月に変更され、同月二九日付けで、本件劣後ローン契約の実行日も同年一二月三〇日に変更された。さらに、Y社は、同年一二月に入つても公正取引委員会の審査が完了する見込が立たなかつたことから、同月一四日、公正取引委員会の企業結合審査が継続中であるとして、Z社株式の取得時期を同年一二月（平成二九年一月に変更する旨公表し、これと並行して、本件劣後ローン貸付金融機

関との間で、本件劣後ローン契約の実行日の変更につき協議を行つたが、同金融機関側から要請された期限である同年一一月末までに検討資料を提出できなかつたなどの理由から、同協議は物別れに終わり、結局、実行日の変更はできなかつた。公正取引委員会は、同年一二月一九日、Y社に対し、排除措置命令を行わない旨の通知をした。しかし、Y社は、前記前提条件を充足することができなかつたため、結局、同契約上の貸付実行を受けられなかつた。Y社は、平成二九年二月頃から本件劣後ローン貸付金融機関との間で、新たな劣後ローン契約の締結に向けた交渉を開始したが、Z社との早期の経営統合の実現が困難になつたと見込まれることを理由として、同金融機関側から新たな条件が示された。これによると、Y社は、本件劣後ローン契約で借換資金を調達する場合に比して数十億円のコストが増加することとなるため、本件劣後ローン貸付金融機関に対し貸付条件の再考ないし緩和を要請したが、同金融機関から受け入れられなかつたため、今日に至るまで新たな劣後ローン契約を締結するに至つていない。

(4) 本件新株発行がXらの持株比率に与える影響

本件新株発行において四八〇〇万株発行された場合、Xらが新たに株式を取得しなければ、Xらの持株比率は、約

二六・〇九%となる。この場合に、Xらが現在の持株比率を維持するためには、本件新株発行の際に約四七〇億円を払い込む必要がある（事実④）。

〔決定要旨〕

（1）本件新株発行は「著しく不公正な方法」（会二一〇条二号）により行われる新株の発行に該当するか否かについて

「会社法二一〇条二号所定の「著しく不公正な方法」による募集株式の発行とは、不当な目的を達成する手段として株式発行が利用される場合をいうと解されるところ、会社の支配権につき争いがあり、現経営陣が、支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、もって自らの支配権を維持・確保することなどを主要な目的として新株発行をするときは、当該株式発行は不当な目的を達成する手段として行われる場合に当たるというべきである。」

事実①（XらのY社株式の保有割合）、XらとAらY社経営陣との間においてはZ社との合併を前提とする経営統合の当否について激しい意見の対立があつた上に、事実②（Y社第一〇二回定時株主総会に際して他の株主に対するXらの書簡送付など）によつて対立は決定的となつたこと、

事実③（Y社第一〇二回定時株主総会における取締役選任議案の結果）が認められ、「これらの事情を総合すれば、本件においては、Z社との合併を前提とする経営統合の当否を中心として、XらとAら五名の取締役とは、それぞれを支持する株主を巻き込んで、実質的にY社の支配権を争う関係にあつたものと一応認定するのが相当である。」

さらに、Xらは株主総会の合併承認議案を否決できる立場にあつたこと、Xらは事実②などZ社との合併を前提とする経営統合に一貫して強く反対してきたこと、Y社経営陣は、自らが選任された第一〇二回定時株主総会の直後である平成二九年七月三日に本件新株発行を決議し、同月一二日にはその払込期日を同月二〇日、発行価格を二四八九・三六円と定めたこと、事実④（Xらの持株比率の低下と比率維持に要する払込額）、当該払込みをしなければ、少なくとも本件新株発行直後において、Xらの合計持株比率は現在よりも相当程度低下することになること、Xら（法人に限る）の流動資産および現預金は、公表されている資料によれば約九八億円であり、これと上記約四七〇億円の資金との差額を準備することは、個人にとつても法人にとつても通常困難または不可能であること、AらY社経営陣は、既に多額の出捐をして、市場株価よりも高い金額

で Z 社株式を取得しており、Z 社との合併を前提とする経営統合が成立しなかつた場合には、当該取得を決議した取締役らが責任追及をされる可能性もあることが認められ、「これらの事情を総合すれば、A ら Y 社経営陣の全部又は一部には、本件新株発行をするに当たり、現時点で Z 社との合併を前提とする経営統合に頑強に抵抗する X らの持株比率を相当程度減少させ、X らが共同して反対することにより Z 社との合併のための特別決議がそれだけで拒否される状況を解消し、その後の X らとの交渉等を円滑に進めるなどし、株主を巻き込んだ Y 社の支配権をめぐる実質的な争いにおいて自らを有利な立場に置くとの目的が存在したものと一応推認するのが相当である。そして、このような目的は、会社法が本来取締役会に新株発行権限を付与した趣旨とは異なるものである上、同目的のとおりに Z 社との経営統合が成功した場合には、A ら Y 社経営陣に取締役としての善管注意義務違反があつたとしても、Y 社の株主からの責任追及を受ける可能性を低下させるものであることがあるというべきである。」

「もつとも、本件新株発行は公募増資の方法により行われるものである……ところ、一般論として、①上場企業の

公募増資においては、新株の割当先は引受証券会社により決定され、発行会社は割当先を引受証券会社に指示することはできず、日本証券業協会の自主規制により、引受証券会社による割当先への配分については、「公正を旨とし、合理的な理由なく特定の投資家に偏ることのないよう」に行われることが求められているほか、特定の投資家による応募額の上限が定められており、発行会社の意図を汲んだ配分が行われたり、大株主が出現することはないとから、割当先は取締役の意思とは無関係に決定され、割当先が取締役の意向に沿つて議決権行使する保証はないこと、②取締役に反対する株主や第三者も株式の割当を受ける可能性があること、③取締役に反対する株主が、公募増資後、株式市場に売りに出された株式を取得する可能性も否定できないことからすると、第三者割当増資の場合に比して、取締役に反対する株主らの支配権を減弱させる確実性は弱いものと考えられる。また、一件記録を精査しても、本件新株発行後、直ちに株主総会が開催され、Z 社との合併が特別決議事項として議題となることを窺わせる疎明資料はない。

そうすると、A ら Y 社経営陣の全部又は一部には上記 : 記載の目的が存在したものと一応推認されるものの、当該

目的が本件新株発行の唯一の又は主要な目的であるか否かを判断するに当たっては、上記のような制約ないし事情を考慮する必要があるものとすべきである。」

(2) Y社の資金調達の必要性・合理性

「AらY社経営陣の全部又は一部には、株主を巻き込んだY社の支配権をめぐる実質的な争いにおいて自らを有利な立場に置くとの目的が存在したと一応認められるのであるから、Y社は本件新株発行計画の策定の経緯やその合理性につき十分な説明をする責務を負うというべきであつて、……一般的な財務体質改善の必要性や外的要因の存在のみをもつて、Y社が本件新株発行により資金を調達する必要性・合理性があつたということはできない。」

「そこで、Y社が主張する資金使途ごとに、本件新株発行によつて資金調達をする必要性・合理性があるか否かを検討することとする。」

Y社が主張する「事実」(2)(ア)(イ)(ウ)の各投融资資金、Y社設備投資資金、およびY社研究開発資金への充当については、使途ごとに検討した上で、それぞれの資金調達を理由とする本件新株発行を行つ必要性・合理性に疑問が残るといわざるをえない。

これに対しても、Z社株式取得のための借入金の一部の資

本への置換えについては、「Y社は、平成二八年一二月一六日本件ブリッジローン契約の実行により、Z社株式の取得資金として一六九〇億円を借り入れたこと（その後、元本の一部を弁済し、残元本は一五九〇億円となつた）、当該借入金の返済日は平成二九年一二月一八日であること、XらがZ社との合併を前提とする経営統合問題に強硬に対応していたため、本件ブリッジローン契約による借入金の借換資金を調達するための本件劣後ローン契約は、実行日の変更に応じてもらはず、新たに同契約を締結するためには数十億円に及ぶコスト増が見込まれることが一応認められ、これらの事情を総合すれば、Z社株式の取得のための借入金の一部の資本への置換えを目的とする資金調達の必要性・合理性は一応認められるものとすべきである。」

金融機関からの借入のような「他の資金調達手段が存在することから直ちに、本件新株発行による資金調達の必要性・合理性が失われるわけではない上、Y社が、本件ブリッジローン契約に基づく借入金の借換資金を本件劣後ローン契約によつて調達するに至らなかつた経緯をみても、Y社が借換えを意図的に行わなかつたものとは考えられない。そして、本件ブリッジローン契約に基づく借入金の弁済期が平成二九年一二月一八日に迫つてゐることからする

と、Y社がその返済資金を用意する必要性は客観的に明らかである。

したがつて、資金調達の必要性・合理性はあるものと一応認められる……（中略）……。

（なお、このように考えると、本件新株発行については、Z社株式取得のための借入金の一部の資本へ置換えを目的とする部分を超えては、資金調達の必要性・合理性が認められないのではないかが問題となり得るが、……、Y社は、本件新株発行により可能な限り多額の資金調達をしたいと考えていたものの、証券会社から、発行済株式総数の三〇パーセントが限度でありそれ以上の引受けはできないとの申入れを受け、それ以上に公募増資の規模を増大させることを断念したことが認められ、本件ブリッジローン契約に基づく借入金の弁済のための必要額は一五九〇億円であり、本件新株発行による調達額の上限（約一三八五億三三〇〇万円）を上回っていること……を併せ考慮すると、本件新株発行による資金調達全体について、必要性・合理性が認められるものというべきである。その場合、本件新株発行によって調達した資金の一部を前記の戦略投資に充てること 자체の合理性は否定されない。）

（3）本件新株発行の主要な目的について

「本件新株発行については、AらY社経営陣の全部又是一部に、株主を巻き込んだY社の支配権をめぐる実質的な争いにおいて自らを有利な立場に置くとの目的が存在したものと推認される一方で、Y社には客観的な資金調達の目的も存在したものと認められ、両者は併存するものというべきである。

そこで、本件新株発行の主要な目的がいずれであるかについて検討するに、本件新株発行は証券会社が引き受ける公募増資の方法によるものであつて、第三者割当増資の方法による場合に比して、取締役に反対する株主の支配権を減弱させる確実性は弱いものと考えられること（この点につき、Xらは、引受証券会社が発行会社の意向を重視するであろうことを前提として、実際には、Y社の意向に沿う者に多くの株式を割り当てることができる旨主張するが、引受証券会社が、発行会社の意向を重視したり、当該意向に沿う者に多くの株式を割り当てるたりすることを認めるに足りる的確な疎明資料はない。）に加え、本件新株発行後、直ちに株主総会が開催され、Z社との合併が議題になることを窺わせる疎明資料はないことは、前記認定・説示のとおりであり、Y社経営陣は、本件新株発行後、Z社との合併を前提とする経営統合の当否について株主がどのような

意向を有しているかを確認することができるまでは、Xらの反対を押し切つて、Z社との合併承認議案を目的とする臨時株主総会を招集するなどの行動に出る可能性が高いとは認められない。

他方、Y社が本件ブリッジローン契約に基づく借入金の弁済期を数か月後に控えていることは前記認定事実記載のとおりであり、それまでに返済資金を用意する必要性が高いことは、客観的に明らかである。

そうすると、本件新株発行の主要な目的が、客観的な資金調達の目的ではなく、XらとAらY社経営陣との間のY社支配権をめぐる実質的な争いにおいて自らを有利な立場に置くとの目的であるとまで断ずるに足りる疎明資料はなく、他にこれを認めるに足りる疎明資料はない。

以上とおり、本件新株発行的主要目的が不当なものであると認めるに足りる疎明資料はないから、本件新株発行が「著しく不公正な方法」により行われたものであるとの疎明があつたともいえない。」

〔研究〕

一 本件の特性

本決定は、「会社法二二〇条二号所定の「著しく不公正

な方法」による募集株式の発行とは、不当な目的を達成する手段として株式発行が利用される場合をいうと解されるところ、会社の支配権につき争いがあり、現経営陣が、支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、もつて自らの支配権を維持・確保することなどを主要な目的として新株発行をするときは、当該株式発行は不当な目的を達成する手段として行われる場合に当たるというべきである。」（主要目的ルール）と判示し、Y社経営陣に右のような不當目的が存在したと推認する。この点、経営陣の会社運営方針に反対する少数派株主が株主総会の特別決議を阻止するに足る割合の株式を有している場合に、その持株比率を引き下げて当該少数派株主だけでは特別決議を阻止できなくする目的（以下、このような目的を支配権維持目的と呼ぶ）で行う新株発行が会社法二二〇条二号の不公正発行にあたることに異論はなかろう（洲崎博史『会社法コンメント5』一一八頁。なお、東証JASDAQ上場会社の新株発行が、持株比率が約二五%から約二二%に低下する株主との関係において不公正発行と認められた事例も存する（京都地決平成三〇年三月二八日金融・商事判例一四五号五一頁）。このような場合には、経営陣に友好的な者に対する第三者割当による新

株発行が計画されるのが通常である。本件事案の特徴の一つは、差止の対象とされた新株発行が公募の方法によつている点にある。

新株発行において支配権維持目的と資金調達目的とが併存する場合には、支配権維持目的が主要目的である場合に限つて不公正発行になる、とする主要目的ルールが多くの

裁判例で採用されている（洲崎・前掲一二〇頁）。本決定

も主要目的的ルールを採用し、本件新株発行につきAらの支配権維持目的が推認されるとし（Xらに疎明責任）、借入金の一部の資本への置換、えを目的とする資金調達目的の必要性・合理性を認めた上で（支配権維持目的が推認されたのでY社に疎明責任）、支配権維持目的が主要目的である旨をXらが疎明できなかつたとしている。しかし、本決定は、まず、本件支配権維持目的を「一種の権限濫用行為を誘発する不当な目的であるというべきである」とまで判断しておきながら、なぜ主要目的だと評価しなかつたのか、次に、Z社株式購入資金の返済にあるという資金調達目的には客観的な必要性・合理性があると判断しているが、Y社が公表した調達資金の用途によると右購入資金の返済に充てるのは調達資金の六二%程度であり、残額の戦略投資目的には必要性・合理性に疑問が残るとしている。これ

らの点のさらなる分析を要しよう。

以下では、主要目的ルールを採用する本決定の判断構造（二）、本決定による資金調達目的（三）、本決定による支配権維持目的（四）、本決定による主要目的の判断（五）の順で検討する。

二 本決定の判断構造

授権資本制度の下では、取締役会は、経営判断事項である資金調達の手段として、発行可能株式総数以内で新株発行を用いることができる（会二〇一条一項）。新株発行の結果、株主総会の特別決議を阻止するに足る割合の株式を有していた株主が持株比率を落として、特別決議を阻止できなくなる場合もありうるが、授権資本制度においては取締役会の裁量権の範囲内と解される（なお、新たに支配株主が生じる場合の規制〔会二〇六条の二〕参照）。一方で、経営陣の支配権維持を目的とする不公正発行は差止事由とされている。そこで本決定は、支配権維持目的と資金調達目的が認められる場合の調整理論として主要目的ルールを採用している。もつとも、両目的は併存しうる上に、経営陣の主觀に属するので、主要目的を判定する基準が問題となる。

本決定は、右基準の前提として、支配権維持目的が推認される本件では、「Y社は本件新株発行計画の策定の経緯やその合理性につき十分な説明をする責務を負うというべきであつて、……一般的な財務体質改善の必要性や外的要因の存在のみをもつて、Y社が本件新株発行により資金を調達する必要性・合理性があつたということはできない。」とする。支配権維持目的の推認を前提に、新株発行によつて資金調達を行う必要性・合理性を、まず目的が併存するか否かの判断基準としているわけである。そして、本件各戦略投資についての資金調達を理由とする本件新株発行を行つ必要性・合理性には疑問が残ると判示している。本件新株発行においては、本件各戦略投資のための資金調達目的には支配権維持目的と併存する目的とはいえない、と解されるのである。次に、裁量権を逸脱したか否かを問うのではなく、新株発行による資金調達の具体的な必要性・合理性の検討を要するとの判断は、支配権維持目的と資金調達目的とが併存すると解される場合に、そのどちらが主要目的かの比較を可能とするためのものであろう。

以上を前提に、本決定は次のように判断している。

まず、XらとAら五名の取締役とは実質的にY社の支配権を争う関係にあり、さらに、本件新株発行につき支配権

維持目的が推認される。しかも、本件支配権維持目的は、「会社法が本来取締役会に新株発行権限を付与した趣旨とは異なるものである上、同目的のとおりにZ社との経営統合が成功した場合には、AらY社経営陣に取締役としての善管注意義務違反があつたとしても、Y社の株主からの責任追及を受ける可能性を低下させるものであることからすると、一種の権限濫用行為を誘発する不当な目的であるといふべきである。」実質的な利益相反ともいすべき関係が生じていたのであり、不公正性が強いといいう指摘である。一方で、「本件新株発行は証券会社が引き受ける公募増資の方法によるものであつて、第三者割当増資の方法による場合に比して、取締役に反対する株主の支配権を減弱させる確実性は弱いものと考えられること」、「本件新株発行後、直ちに株主総会が開催され、Z社との合併が議題になることを窺わせる疎明資料はないこと」、「Y社経営陣は、本件新株発行後、Z社との合併を前提とする経営統合の当否について株主がどのような意向を有しているかを確認することができるまでは、Xらの反対を押し切つて、Z社との合

併承認議案を目的とする臨時株主総会を招集するなどの行動に出る可能性が高いとは認められない」ことが、支配権維持目的が主要目的であるか否かにつき考慮されるべきだ

とする。

他方で、本件プリッジローン契約によるY社の借入金残元本一五九〇億円の返済日は平成二九年一二月一八日に迫っていること、「XらがZ社との合併を前提とする経営統合問題に強硬に反対していたため、本件プリッジローン契約による借入金の借換資金を調達するための本件劣後ローン契約は、実行日の変更に応じてもらはず、新たに同一契約を締結するためには数十億円に及ぶコスト増が見込まれること」から、Z社株式の取得のための借入金の一部の資本への置換えを目的とする資金調達の必要性・合理性が一応認められる。

このように本件新株発行には、支配権維持目的と必要性・合理性が認められる資金調達目的が併存する。そして

本決定は、「本件新株発行の主要な目的が、客観的な資金調達の目的ではなく、XらとAらY社経営陣との間のY社支配権をめぐる実質的な争いにおいて自らを有利な立場に置くとの目的であるとまで断ずるに足りる疎明資料はなく、他にこれを認めるに足りる疎明資料はない」と判示している。

けれども、本件のような事実関係の下で、支配権維持目的と資金調達目とを主要目的の觀点で比較する実質的基準

は何なのだろうか（本決定が理解する主要目的ルールの一番の問題点だと思われる〔五参照〕）。本決定のような疎明責任法理で説明すると、債務者側がそれなりの資金調達目的を疎明すると、もはや新株発行の差止は事実上認められない可能性が大きくなろう（債権者側に支配権維持目的とそれが主要目的であるとの疎明が求められる）。本決定は、本件新株発行が公募によることや合併を議題とする株主総会開催が窺われないことを指摘するが、これらがどのように考慮されたのかは必ずしも明確ではない。

本決定の判断基準につき、資金調達目的、支配権維持目的の順でさらに検討しよう。

三 本決定による資金調達目的

本件プリッジローン契約によるY社の借入金についてはその「弁済期を数か月後に控えて……（お）り、それまでに返済資金を用意する必要性が高いことは、客観的に明らかである」と本決定は判示する。そして、資金調達手段として新株発行を用いるか否かは公開会社では取締役会の权限の範囲内の事項である。ただし、本決定自身が、支配権維持目的が認められる本件においては、取締役会の裁量権逸脱を問うのではなく、新株発行による資金調達の具体的

な必要性・合理性の検討を要する旨を判示している。本決定が認定するのは、本件プリッジローン契約による借入金の返済時期が数か月（本決定日から約五か月）後であることと、本件劣後ローン契約によつて資金調達できなかつた経緯である。

これについては、本件各戦略投資についての資金調達を理由とする本件新株発行の必要性・合理性を厳格に審査したのと対照的に、本件プリッジローン契約による借入金返済に係る必要性・合理性を比較的簡単に認めたのは問題である、との指摘（遠藤元一・経理情報一四八八号八五頁）。弥永真生・ジュリスト一五一一号三頁も、資金調達の必要性を緩やかに認定していると評されている）と、本件各戦略投資については必要性・合理性を否定し、本件プリッジローン返済についてのみ必要性・合理性を肯定したのであり、公募増資だから必要性・合理性が緩やかに認められたのではない、との指摘（飯田秀総・法学教室四四七号一五〇頁）がある。本件各戦略投資についての資金調達は計画・予定であり、本件プリッジローン契約による借入金債務は実際に弁済期が近づいている。したがつて、両者は同列には扱えない。

それでは、弁済期限が近づいている借入金の返済目的で

あつたなら必要性・合理性が認められると解されるのであろうか（遠藤・前掲八五頁は、このような判断はやや行き過ぎだとされる）。しかも、Z社との合併を巡つてXらとY社経営陣とが対立している最中に、Y社が行つた高値でのZ社株式購入資金に係る借入金である。仮に、当初から当該購入資金に充てる目的で新株を発行する場合はどう評価されるのか、とも指摘されている（倉橋雄作・ビジネス法務一七巻一二号七六頁）。もつとも、著名なベル・システム24事件（東京高決平成一六年八月四日金融・商事判例一二〇一号四頁）では、業務提携に要する資金を新株発行によつて直接調達した事案であるが、新株発行の差止は認められていない。

さらに、本件資金調達の上限額（手取概算額合計上限三八五億三三〇〇万円）は本件プリッジローン契約による借入金額（残元本一五九〇億円）を下回つているにもかかわらず、調達金額の三八%程度を本件各戦略投資に充てる旨をY社は決定・公表している。この点につき本決定は、本件各戦略投資についての資金調達を理由とする本件新株発行を行つう必要性・合理性に疑問が残ると判示している。そうだとすると、本件各戦略投資への充当分については不公正発行となり、これが調達金額の三八%程度を占めてい

ることからすると本件新株発行全体の資金調達の合理性に疑問が生じよう（坂東洋行・法律のひろば七一巻一号七〇頁、杉田貴洋・商事法務二一五六号九頁）。また、本件ブリッジローン契約による借入金の半分程度（約四六%）の額は、本件新株発行による調達資金によらず、弁済期日までに別途調達できるとY社は考えていたことになろう。

そして、Y社が決定・公表した本件ブリッジローン契約による借入金返済額の範囲（八六〇億円程度）で本件新株発行による資金調達に必要性・合理性が認められるのであれば、それを超える数の新株発行は不公正発行として差止めを認めるのが筋だとの主張がある（須藤典明・金融法務事情二〇七二号七頁）。この点につき本決定は、「本件新株発行については、Z社株式取得のための借入金の一部の資本へ置換えを目的とする部分を超えては、資金調達の必要性・合理性が認められないのではないかが問題となり得るが、……、Y社は、本件新株発行により可能な限り多額の資金調達をしたいと考えていたものの、証券会社から、発行済株式総数の三〇パーセントが限度でありそれ以上の引受けはできないとの申入れを受け、それ以上に公募増資の規模を増大させることを断念したことが認められ、本件ブリッジローン契約に基づく借入金の弁済のための必要額は

一五九〇億円であり、本件新株発行による調達額の上限（約一三八五億三三〇〇万円）を上回っていること……を併せ考慮すると、本件新株発行による資金調達全体について、必要性・合理性が認められるものというべきである。その場合、本件新株発行によって調達した資金の一部を前記の戦略投資に充てること自体の合理性は否定されないと判示している。このような判断については、Y社が主張もしていない経営判断を忖度するもので適切でないと批判されている（杉田・前掲九頁）。本件ブリッジローン契約による借入金の返済の必要性と、右借入金返済のために新株を発行して資金調達する必要性とは異なるのである。また、判断のように判断するのであれば、そもそも本件各戦略投資に関する本件新株発行の必要性・合理性を検討する必要はなかつた。なお、右判断にいう否定されない「合理性」は、資金調達目的に関する本件新株発行の合理性とは異なる。前者は調達した資金の使途であるから、経営判断として裁量権の逸脱は問題とされるが、合理性が求められる局面ではなかろう。

四 本決定による支配権維持目的

本決定は、本件支配権維持目的を「一種の権限濫用行為

を誘発する不当な目的であるというべきである」と判断する一方で、公募増資であり、また、「本件新株発行後、直ちに株主総会が開催され、Z社との合併が特別決議事項として議題となることを窺わせる疎明資料はない」ことも主要目的判断において考慮すべきだと判断する。

まず、本決定は、一般論として、上場企業の公募増資においては、第三者割当増資の場合に比して、取締役に反対する株主らの支配権を減弱させる確実性は弱いものと考えられる旨を判示する（同旨、野田耕志『平成29年度重要判例解説』九九頁）。

しかしこれはあくまで一般論である。個別の具体的な事案である本件では、本件新株発行が行われると、Xらの持株比率は約三三・九二%から約二六・〇九%に低下し、Xらが持株比率を維持するには本件新株発行の際に約四七〇億円を払い込む必要があり、Xらにとってこの額を準備することは通常困難または不可能である旨を本決定は判示している。本件において問題とされるのは、Xらが株主総会特別決議を否決しうる持株割合を喪失せられる点にあるから、一般論としての公募の特性を重視すべきではなかろう（須藤・前掲七頁）。

「また、一件記録を精査しても、本件新株発行後、直ちに株主総会が開催され、Z社との合併が特別決議事項とし

て議題となることを窺わせる疎明資料はない。」と判示されている。確かに、新株発行後、直ちに株主総会を開催する準備をしている場合には、支配権維持目的の不当性が強く推認される。しかし、新株を発行してしまえば株主総会を焦る必要はない、とも指摘されている（杉田・前掲一頁）。この関係においては、裏は必ずしも真ではない。直ちに株主総会を開催する準備をしているか否かを重視すべきではない。

五 本決定による主要目的判断

本決定は、資金調達目的、支配権維持目的、および支配権維持目的を弱める事情を総合的に判断して、支配権維持目的が主要目的であるとは疎明されていないと結論づけている。しかしながら、総合的判断の基準は明確ではないし、むしろ、上述の検討からは差止を認める結論を導くことも十分に可能であったと思われる。特に、本件支配権維持目的につき「一種の権限濫用行為を誘発する不当な目的であるというべきである」とするのであれば、前述（四）のように、一般論としての公募の特性や直ちに株主総会を開催する準備をしていないことは重視すべきではないし、さらに、必要性・合理性が認められたのは本件ブリッジローン

契約による借入金返済のための新株発行であつて、この返済には本件資金調達額の六二%程度を充てる旨をY社が決定・公表していることから（前述（三）参照）、総合判断によつて、本件においては支配権維持目的が主要目的であつたと認めるべきではなかろうか。

この点につき、支配権維持目的が疎明されれば、会社側が当該支配権維持目的は主要目的ではない旨の疎明責任を負う、との解釈論を採用すべきだとの主張がある（鳥山恭一・法学セミナー七五七号一二一頁）。資金調達目的と支配権維持目的とのどちらが主要目的であるか不明である場合には、疎明責任法理から、不公正発行とは認められない。したがつて、右主張は、支配権維持目的が認められる場合には、資金調達目的が主要目的と認められない限り不公正発行になるとの主張であろう。不公正発行を差止事由とする制度趣旨の観点からは、正当な主張だというべきである。ただし、この主張も疎明責任に関する解釈であり、主要目的を決する基準を提示するわけではない。そこで、会社支配権の帰趨は株主が決すべきであるという観点から、支配権維持目的が認められる限り基本的に不公正発行と解し差止を認めるべきだとの主張がなされている（久保田安彦・法学教室四五一号一一五〇一一七頁）。この主張に

あつても、非常に限定的ではあるが、会社側に特段の事情の疎明（会社に回復しがたい損害をもたらす事情など）を認めてい。支配権維持目的と資金調達目的のいずれが主要目的かの議論（主要目的ルール）を克服しようとする主張であろう。

なお、本決定の結論の決め手となつたのは、本件新株発行決議の直前に開催された定時株主総会での取締役選任議案において、Xらを除く大半の株主がAらの再任に賛成した事実ではないか、との指摘がある（倉橋・前掲七五頁）。しかしながら、三分の一超を有するXらの持株比率が不当に低下させられてよいのかが問題とされているのに、他の株主がまとまれば不公正発行も正当化されるという判断は受け入れがたいというべきであろう。

山本 爲三郎