

判例研究

〔商法 六五四〕

上場会社における第三者割当ての方法による新株発行について不正発行を理由とする差止仮処分が認められなかった事例

大阪高決令和四年二年一〇日
令和四年(ワ)一七六号仮処分命令申立却下決定に対する抗告事件
金融・商事判例一六五〇号三四頁、判例タイムズ一五〇五号六
九頁、金融法務事情二九五号四五頁

〔判示事項〕

第三者割当ての方法による本件新株発行について、その目的の一つに特定の株主の持株比率を低下させる目的があると認められるとしても、他方で、資本業務提携を通じた具体的な資金調達の必要も認められる。特定の株主の持株比率を低下させる目的が本件新株発行の主要な目的であると認めることはできず、本件新株発行は不正発行である

とはいえない。

〔参照条文〕

会社法二二〇条二号

〔事 実〕

（以下の当事者の表記は金融・商事判例一六五〇号三四頁に合わせる）

一 通信機器の販売・レンタル等を目的とする株式会社であるY(債務者)は、発行済株式総数は三四三万一五〇〇株であり、東証JASDAQスタンダード市場に上場している(現在は商号を変更し、市場再編後は東証スタンダード市場に上場している)。投資事業等を目的とする合同会社であるX(債権者)およびその代表社員である甲野は、令和三年一月頃からY株式の取得を進め、本件新株発行が決議される令和四年一月二六日の時点でYの発行済株式の三七・六九%(一二九万三三〇株)を保有するに至っている。

二 甲野は、令和三年六月一日、Yの経営陣と面談をした。Xらは、この面談に際して「ご提案」と題する書面を交付、独立社外取締役二名の候補者を推薦し、Xとの業務提携・資本提携の拡大など経営に関わる提案を行なったが、Yはこれを拒絶した。同年七月三〇日に開催されたYの定時株主総会において、Xは取締役六名の選任についていずれも反対した(いずれも七〇%程度の賛成で可決)。

三 令和三年八月二七日、Yは「中期経営計画」を発表した。同年一〇月、Yの経営陣は、ウェブサイト最適化技術などの企画等を主たる事業とする上場会社であるA社と面談をした(決定文では、YとAとの間で「令和二年一

一五日頃」に「第二回事業シナジー検討会」が開催されたと記載されているが(金融・商事判例一六五〇号四二頁参照)、これは「令和三年」の誤りだと考えられる)。その後、YとAの間で合計二二回にわたって業務提携に向けた検討が重ねられた(この回数は後述するYの本件新株発行にかかるプレスリリースによる)。

四 YはXに対して、令和三年一月九日付けで、Y株式を取得・保有した経緯や目的、今後の方針などの質問事項について回答を求める「ご連絡」と題する書面を送付し、回答を踏まえたY取締役会の判断が行われるまでは、XらによるY株式の買増しを止めることを要請した。これに対してXは、純投資および重要提案行為が主眼であることなどを記載した回答書を同月一七日付けでYに送付した。

五 令和四年一月二六日、Y取締役会は、Aとの資本業務提携契約の締結と同社を割当先とする本件新株発行(普通株式二二一万株、発行価額三五九円(資金調達額八億二九二九万円))を決議し、その旨のプレスリリースを発出した。このプレスリリースには、本件新株発行による業務提携が両社の持続的な成長に最も資することから合意に至ったことなどが記載されていた。なお、本件新株発行は、希薄化率が二五%以上となること、および、支配株主の異動

が生じる見込みであることから（Aの持株比率が四〇・二三％となる）、Yは東証の上場規程に従い、Yの取締役および監査役らを構成員とする特別委員会から、本件新株発行の必要性と相当性に関する意見を入手している。

六 以上の事実関係のもと、本件株式発行はYの現経営陣とXとの間で会社支配権の争いが顕在化している中でXの持株比率を希薄化することを目的として行われたものであり（本件新株発行の結果、Xの持株比率は三七・六七％から二一・九一％となる）、著しく不公正な方法による新株発行（会社法二一〇条二号。不公正発行）に該当するなど主張して、Xは本件新株発行の差止仮処分を求めた。原審（大阪地決令和四年二月九日金融・商事判例一五六〇号三九頁）が本件申立てを却下したため、Xは原決定の取消しおよび本件新株発行の差止仮処分を求めて即時抗告した。

〔決定要旨〕

抗告棄却（以下一〜四は原決定の引用である）

一 不公正発行の意義について

「会社法二一〇条二号に規定される「著しく不公正な方法による」新株発行とは、不当な目的を達成する手段として新株発行が用いられる場合をいうと解されるところ、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。」

二 会社支配権争いの有無について

「支配権についての争いがあるか否かを見ると、本件においては、次の各事情を認めることができる。」

① Xは、令和三年一月頃からYの株式を甲野と共に取得し始め、同年二月には大量保有報告書を提出するに至り、その後も一部を売却することはあっても、Yの株式の取得を進め、遅くとも令和三年四月頃にはYの筆頭株主になり、令和四年一月二六日時点においてYの発行済株式総数の三七・六七％を保有するに至っていること……、② 令和三年六月頃には、XからYに対してその経営につき取締役候補者の推薦を含む提案がなされたが、Yがこれを受け入れたことはなかったこと……、③ 令和三年七月に開催されたYの第三三回定時株主総会において、Xは、現経営陣である取締役らの選任決議に反対したこと……、④ Xが

Y の取締役会議事録の閲覧等を求める別件事件において、X は取締役選任などの株主提案権を行うことを検討している旨主張するとともに、Y においても、これを受けて、株主提案権の実施の際にプロキシファイトが行われる可能性がある旨主張していること……、⑤ 令和三年一月に Y から送付された連絡文書中には、これ以上の X による Y の株式の取得を控えるよう求める記載があること……の各事情が一応認められる。」

「これらの各事情によれば、X が令和三年一月以降、Y の株式の取得を徐々に進めており、その中で、定時株主総会における現経営陣の取締役選任決議に反対していることや取締役候補者の推薦などを行い、その後も Y の要請に応えることなく、株式の取得を進めており、別件事件の提起とそれにおける双方の主張内容が大きく対立していることなども併せ考慮すると、本件新株発行についての取締役会決議がされた時点においては、X 及び Y の現経営陣の間には、会社の支配権についての争いが存在しているものと認められる。」

「ただし、X は、その持株比率……や近時の Y における株主総会の参加率……を考慮しても、本件新株発行時点において Y の支配権を事実上取得していたものとは認められ

ず、また、X は取締役選任の決議を目的とする臨時株主総会の招集なども求めていなかったことなどに照らすと、上記支配権についての争いが存在したと認められるとしても、これらが本件新株発行を決議した取締役会に近接した時期に Y の株主によってその帰趨が決定されることが見込まれたものとはいえず、上記時点において Y の現経営陣が支配権を喪失するに至る危険性が相当程度切迫したものであったとも認められない。」

「本件新株発行の影響について見ると、本件新株発行は普通株式二三一万株を発行するものであり、その希薄化率は六七・三三%になるところ、X の持株比率もそれに伴い三七・六七%から二一・九%に減少し……、他方で、A が本件新株発行の割り当てを受けた結果、持株比率四〇・二三%を有することとなり、同社が Y の筆頭株主となり、親会社となること……などに照らすと、既存の株主である X の持株比率に重大な影響を与えるものといえる。」

「上記……各事情に照らすと、本件新株発行時点において会社の支配権につき争いがある状況にあり、本件新株発行によって、既存の株主の持株比率を大幅に希薄化するので、重大な影響を与えるものと認められることに加えて、Y と A の資本業務提携についての交渉は X と Y との間の会

社支配を巡る紛争が先鋭化した時期と近接した時期から始まったと見受けられることに照らすと……、本件新株発行は、既存株主の持株比率を大幅に低下させ、Yの現経営陣の支配権を維持することを目的の一つとしたものであると一応推認することができる。」

三 本件新株発行の事業上の「必要性」と「合理性」について

「近年のYの事業内容、成長が見込まれる事業及びその中期経営計画において言及されている施策、それらと提携先であるAの事業内容との親和性や検討状況からすれば、YとAとの接触から三か月余りで資本業務提携契約が締結されていることを考慮しても、本件新株発行の前提となるYとAとの資本業務提携が、実体を欠くものであるとか、これまでの債務者の事業内容や中期経営計画と相反する内容によるものであるとは認められない上、上記資本業務提携は、これらを延長ないし拡大したものと捉えることができ、事業上の必要性を認めることができる。」

「株式会社Aの経営者が、事業環境や自社の事業内容などを踏まえ事業を拡大する好機であると捉えて、短期間のうちに意思決定を行い、大規模な設備投資や広告宣伝などを通じて、当該市場における占有率を高めるなどの措置を執

り、結果として、その意図を達する例もままあり、これらの経営判断の当否、相当性が後に検証されることがあり得るとしても、設備投資が大規模であることやこれが短期間で決定されたことをもって、これらの積算結果が過大であるとも評価できない。」

「以上によれば、本件新株発行の具体的使途が過大なものであるとは認められず、それには一定の合理性があるものといえる。」

四 結 論

「本件新株発行の目的の一つには、Xの持株比率を低下させる目的があることは認められるにしても、他方で、Yにおいては、Aとの資本業務提携を通じた具体的な資金調達のためにもまた認められるもので……、前者が後者を優越するような関係にあるようなものとは評価できず、上記債権者の持株比率を低下させる目的をして、本件新株発行の主要な目的であると一応認めるに足りないというほかない。」

「本件においては、被保全権利の疎明があったものと認められない。」

五 本決定（高裁）における付加説明

「Xは、近時のYにおける株主総会の出席株主の参加議

決権数からすると、Xは本件取締役会決議時点で既に普通決議による承認可決を得るのに十分な議決権数を有しており、XはYの支配権を事実上取得していたから、Yの現経営陣が支配権を喪失するに至る危険性は切迫していたと主張する。」

「しかし、真に株主総会で相手方の支配権の帰趨を決することになった場合には、従前よりも株主総会の出席率は上昇することが見込まれるから、Xの上記の持株比率や近時のYにおける株主総会の参加率を考慮しても、Xが本件取締役会決議の時点においてYの支配権を事実上取得していたものとまでは認められない。」

「本件取締役会決議に先立つ数か月間におけるXの株式取得の進展やYとの関係状況からすると、本件新株発行が、既存株主の持株比率を大幅に低下させ、Yの現経営陣の支配権を維持することを目的の一つとしたものであるとの疎明があるといえることは、原決定が説示するとおりである。他方、本件新株発行によるYとAとの資本業務提携が実体を有し、これまでの相手方の事業内容や中期経営計画を延長ないし拡大したものと捉えることができ、事業上の必要性を認めることができる……。」

「以上のような事業上の必要性・合理性を勘案すると、

前記のとおり、本件新株発行が、既存株主の持株比率を大幅に低下させ、Yの現経営陣の支配権を維持することを目的の一つとしたものであり、また、中期経営計画を早期に実施する側面があるとしても、本件では、X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が本件新株発行の主要な目的であるとの疎明があるとはいえず、他に不当な目的を達成する手段として新株発行が利用されたことの疎明があるともいえない。」

〔研究〕

一 本決定の判断構造

本件は、上場会社における第三者割当ての方法による募集株式の発行（会社法一九九条以下。以下では、本決定に倣い「新株発行」とする）の不正発行該当性（会社法二一〇条二号）が問題となり、これが否定された事案である。周知のように、不正発行該当性の判断に際しては、いわゆる「主要目的ルール」と呼ばれる判断枠組みが定着している。これは、「取締役会が募集株式の発行等を決定した種々の動機のうち、自派で議決権の過半数を確保する等の不当目的達成動機が他の動機に優越する場合にその発行等の差止めを認め、他の場合には認めない」（江頭憲治郎

『株式会社法（第九版）』（有斐閣、二〇二四年）八〇八頁注（四）などと説明される不正発行該当性の判断枠組みである。代表的な裁判例である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は、「商法二八〇条ノ一〇所定（現在の会社法二一〇条二号）の「著しく不正ナル方法」による新株発行とは、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をいうと解されるところ、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於けるといふべきである」（原決定の引用部分）と判示する。本決定は、不正発行の判断枠組みとしてこれとはほぼ同じ表現を用いている。

本決定は、判断枠組みとして以上の主要目的ルールに依拠したうえで、次の論理で不正発行該当性を判断する。

① まず、XとYの間の一連の経緯を踏まえて、会社支配権をめぐる争いが存在していることを認定する。ただし、「現経営陣が支配権を喪失するに至る危険性が相当程度切

迫したものであったとも言えない」という評価をこれに付け加える。② 次に「不当な目的」の有無を検討する。本決定は、本件において会社支配権争いは切迫していないものの、本件新株発行はXの持株比率に「重大な影響を与える」として、Yの現経営陣の支配権維持が目的の一つであると認定する。③ 続いて、本件新株発行の「事業上の必要性」と「合理性」について詳細に審査する。会社支配権争いが顕在化したのちに、三か月という短い期間で検討された資金調達計画であることに言及をしながらも、結論として、「事業上の必要性」と資金使途の「一定の合理性」を認める。④ 以上を踏まえて最後に結論を導く。すなわち、本件では「不当な目的」である会社支配権維持目的（Xの持株比率低下目的）は一応認められるものの、「正当な目的」である資金調達目的を優越することについてXの疎明がないことから、不正発行を理由とする差止めを否定する。以上の判断構造をとる本決定について、先行評釈においては、「基本的な判断枠組みなどにつき過去の同種事例と大きな違いは存在せず、結論に異論はないものと思われる」（鬼頭俊泰「本決定判批」税務事例五五卷九号（二〇二三年）五八頁）という評価がみられる。

もっとも、不正発行の判断枠組みとしての主要目的ル

ールについては、近時様々な問題点が指摘されている（近時の議論として、松中学「主要目的ルール廃止論」久保大作ほか編『企業金融・資本市場の法規制』（商事法務、二〇二〇年）一八九頁以下、久保田安彦「支配権争いと不正発行」田中亘ほか編『論究会社法』（有斐閣、二〇二〇年）三二五頁以下）。また、新株発行による資金調達の際「必要性」と「合理性」を肯定しながらも不正発行を理由とする差止めを認めた裁判例（京都地決平成三〇年三月二八日金融・商事判例一五四一号五一頁）も存在する。さらに、ニッポン放送事件（東京高決平成一七年三月二二日判時一八九号五六頁）以降、敵対的買収の防衛策としての実施される新株予約権発行・新株予約権無償割当ての不正発行該当性（会社法二四七条二項）の問題においては、「会社の経営支配権争いの帰趨は株主が決するべきである」という考え方（田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務、二〇一二年）二七頁）が定着しているところ（例えば、松中学「買収防衛策の展開とその適法性」法学教室五一六号（二〇二三年）一九頁は「表現は様々であるが、会社の支配権については株主が判断し、そのコラリとして防衛策についても株主が判断すべきである」という考え方は定着している」と評価する）、本決定ではこのような価値判断

に言及がない点が注目値する。

以下では、本決定の示した不正発行の判断構造について①～④の順に検討する。その後、敵対的買収防衛策における不正発行をめぐる議論に言及しながら、本決定の位置付けについて検討する（原決定で問題となった有利発行該当性および個別株主通知を欠いたことによるXの申立適格の問題については割愛する）。

二 会社支配権争いの有無と支配権維持目的の認定（①②の検討）

本決定は、主要目的ルールを採用することを明示した上で、会社支配権をめぐる争いの有無とこれがどの程度切迫していたかを検討し、これに続いて「不当な目的」を検討する。これまでの裁判例においても、現経営陣と対立する株主の対立が差し迫ったものであるかに言及するものが見られる（例えば、東京高決平成二九年七月一九日金融・商事判例一五三二号五七頁〔出光興産事件〕参照）。

本決定は、① Xの持株比率とY株主総会の参加率を考慮して、本件新株発行時点でXはYの支配権を事実上取得していたとはいえないこと、② Xが取締役選任の決議を目的とする臨時株主総会の招集などを求めていなかったこ

と、③ Y株主総会の参加率を踏まえて、XがYの「支配権を事実上取得していたものとまでは認められない」とする。その上で、Yが会社支配権を喪失する「危険性が切迫していたとはいえない」と評価する。本決定が会社支配権争いの切迫性に言及する理由は明確ではないものの、会社支配権争いが切迫していたとはいえないという評価は、新株発行にかかる会社側の「不当な目的」を否定する、あるいは「不当な目的」が「主要な目的」ではないとする方向に（「不当な目的」はさほど強くないと評価する方向に）作用することになる（頼実成「本決定判批」ジュリスト一五九二号（二〇二四年）一三七頁参照。本決定も、結論として不正発行該当性を否定していることから、このようなニュアンスで会社支配権争いが切迫していたとはいえない旨に言及しているものと考えられる。

もっとも、既に学説において指摘されているように、会社支配権争いがどの程度切迫しているかについては、あまり重視すべきではないように思われる。会社支配権争いの切迫性が不正発行の判断に影響を与えるとすると、これがより切迫する前にこれを察知した会社側（取締役側）に、友好的な株主に大規模な第三者割当てを行う誘因を与えることになることになる（田中亘「オートバックスセブン事

件」中東正文Ⅱ大杉謙一Ⅱ石綿学編『M&A判例の分析と展開Ⅱ』（経済法令研究会、二〇一〇年）六三頁、松中・前掲「主要目的のルール廃止論」二〇四頁）。また、本件Xのように、投資先の会社支配権獲得までは意図していない株主の場合（頼・前掲一三八頁参照）には、常に会社支配権争いは切迫した状況とはならないとも考えられ、それゆえに不正発行とはならない可能性が高くなると考えられる。

本件における「不当な目的」の認定に際しては、会社支配権争いが切迫しているか否かよりも、株主総会特別決議を否決することができるだけの持株比率を有していたXの持株比率が大きく低下することになるという点が特に重要であったと考えられる。会社支配権維持目的（Xの持株比率低下目的）が強く窺われる事実であると評価することができる（江頭・前掲八〇九頁参照）。

三 新株発行の事業上の「必要性」と「合理性」の審査（③の検討）

本決定は、Yの経営陣の会社支配権維持目的（Xの持株比率低下目的）の存在を推認したことに続いて、本件新株発行による資金調達の上の事業上の必要性和合理性について詳

細に検討を加える。近時の新株発行の不正発行該当性が問題となった裁判例は、「新株発行の支配権に与える影響等をかなり詳しく検討する一方、資金調達目的の審査を厳格化している」(松井智予「第三者割当」法律時報八七巻三号(二〇一五年)二二頁)と指摘されている。不正発行による差止めが認められた事案の多くは、資金使途の存在(実態)が疑わしい事案ばかりである(松中学「東京高決平成一六年八月四日解説」神作裕之・藤田友敬・加藤貴仁編『会社法判例百選(第四版)』(有斐閣、二〇二一年)一九七頁)。新株発行による資金調達の事業上の必要性和合理性が肯定されるならば(会社の示したストーリーに一定の説得力があるならば)、差止めは認められないとする結論が導かれる可能性が高い(坂本達也「本決定判批」私法判例リマックス六七号(二〇二三年)八九頁参照)。

もともと、不正発行該当性の判断にあたって資金調達目的の審査を厳格化するとしても、上場会社においては常に何らかの資金需要はあるのであり、それなりに説得力のある資金計画を用意することはそれほど難しいことではないことは古くから認識されていた(河本一郎ほか「座談会・第三者割当増資をめぐる諸問題」河本一郎ほか「第三者割当増資——企業金融と商法改正二」(有斐閣、一九九

一年)三四頁参照)。また、本件においても、XとYの間に会社支配権をめぐる争いが顕在化した後に「中期事業計画」が発表され、これを実現するために本件新株発行を伴う業務提携が三か月程度の期間で取りまとめられている点(新株発行による資金調達の必要性和合理性(相当性)について、実際にはそれほど厳格に審査されてきたわけではないという指摘もある。松中・前掲「主要目的ルール廃止論」二〇八頁)をどのように評価すべきかが問題となろう(鬼頭・前掲六〇—六一頁は、三か月という短期間の検討にもかかわらず会社の主張を認めたことに疑問があるとするが、本決定は短期間のうちに意思決定に至ることもありうるという評価している)。

本決定における新株発行による資金調達の事業上の必要性和合理性にかかる裁判所の審査も、Yの用意した資金計画を追認しているに過ぎない印象を受けるが、本件のように、Yの事業と新株の割当先であるAの事業の親和性が高い場合には、新株発行の事業上の必要性和合理性を否定することは困難である(坂本・前掲八九頁参照)。また、そもそも差止仮処分にかかる短い審理期間の中で、会社の事業上の必要性和合理性について裁判所が適切に判断することとは困難である(田中亘『会社法(第四版)』(東京大学出

版会、二〇二三年）五三四頁）ことからすれば、会社の用意した資金計画に追認しがちとなることには仕方のない面がある。さらに、新株発行の事業上の必要性と合理性を厳格に審査するというアプローチは、実質的に取締役（会）の新株発行に関する経営判断（裁量権限の行使）の妥当性を裁判所に審査させることになり、ひいては新株発行によって企業価値が向上するかどうかの判断を裁判所に委ねることになる（久保田・前掲三三三頁（裁判所の審査能力を考えると、現実には困難であろう」とする）という問題もある。

四 「正当な目的」と「不当な目的」の比較と立証責任

（④）の検討

主要目的のルールにおいて、資金調達目的に代表される「正当な目的」の存在は、会社支配権維持目的に代表される「不当な目的」を打ち消すものとして位置付けられる（大杉謙一「ベルシステム二四事件」野村修也Ⅱ中東正文編『M & A判例の分析と展開』（経済法令研究会、二〇〇七年）五四頁）。本決定は、「不当な目的」と「正当な目的」が併存することを前提に（そもそも複数の目的が併存しうるのかという問題がある。松中・前掲「主要目的のル

ル廃止論」二一四—二一六頁参照）、「主要な目的」が現経営陣の会社支配権維持であること（特定の株主の持株比率低下目的であること）に関する株主側（X）の疎明がないことをもって、不正発行該当性による差止めを認めないという結論を導いている。新株発行の不正発行該当性が否定された事業の多くにおいて、このような論理がとられている（前掲・東京高決平成一六年八月四日、前掲・東京高決平成二九年七月一九日など）。

この点に関しては、「正当な目的」と「不当な目的」が併存する場合に、どのように「主要な目的」を判断するべきであるのか、という根本的な問題が存在する（松中・前掲「主要目的のルール廃止論」二二五頁以下。山本爲三郎「東京高決平成二九年七月一九日判批」法学研究九一卷八号（二〇一八年）八三頁は、出光興産事件においてこの点が明確ではないことを指摘し、それゆえに会社支配権維持目的を主要な目的とすることもできた事実であったと評価する）。本決定も、新株発行に際して複数の目的が併存することを前提としている。しかしながら、どのように新株発行の「主要な目的」を判断するのかについて、具体的な基準は明示されていない。

本決定のように、「主要な目的」の疎明責任を株主側に

負担させるべきであるのかについても問題となる。学説においては、会社支配権をめぐる争いが生じている状況において、取締役が会社支配権に大きな影響を与える新株発行等が行われる場合には、会社側がこれを正当化する特段の事情を疎明しない限りは、不正発行になるとする見解（久保田・前掲三三一頁）が主張されている。近時の裁判例である、大阪地決平成二九年一月六日金融・商事判例一五一六号五一頁は、「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正発行に該当するものと推認できる」とする（本決定と同時期の裁判例である、名古屋地決令和四年二月一七日 JLEX DB 文献番号 25062024 もこのような考え方に近い判断構造を採用し、不正発行を理由とする差止めを認めている）。従前より、会社支配

権争いが存在する中で特定の第三者に会社支配権の変動を及ぼす大量の株式を発行する場合には、会社側に会社支配目的の推定を覆す反証がない限り、不正発行となるとする解釈論（洲崎博史「不公正な新株発行とその規制」（2・完）民商法雑誌九四巻六号（一九八六年）七二七頁）が示されていたところ、上記の学説・裁判例の考え方はこれと軌を一にするものといえる。この点については、本決定がそうであるように、①複数の目的が併存するとされた場合の「主要な目的」の判断基準が明確でないということ、②「支配権争いの帰趨は株主が決すべき」であること（久保田・前掲三三一頁。理論的正当性について、飯田秀総「企業価値基準における買取防衛策に関する裁判所の役割」久保ほか編・前掲二四三—二四七頁参照）、③「主要な目的」が「不当な目的」であることの疎明に必要な情報を株主側が入手して利用することは實際上困難であること（洲崎・前掲七二七頁）を踏まえると、このような考え方に相応の説得力があるように思われる（この判断枠組みによるならば、本件新株発行は不正発行に該当し、差止め処分が認められるという結論が導かれるものと考えられる）。

五 敵対的買収をめぐる議論を踏まえた若干の検討

(一) 本件Xは、Yに対して社外取締役候補者の推薦と若干の経営に関する提案しか行っており、「支配権取得意図のないアクティビストに留まっている」(頼・前掲一三八頁)と考えられる。本件はそのような属性を有するXの持株比率を低下させ、新たな筆頭株主が登場することになる大規模な第三者割当てである。前述のように、会社支配権の獲得を目指して行われる敵対的買収に対する防衛策をめぐる議論においては、前述のように「支配権争いの帰趨は株主が決すべき」(久保田・前掲三三一頁)という考え方が確立している(裁判例の展開について、白井正和「近時の裁判例を踏まえた買収防衛策の有効性に関する判例法理の展開」民商法雑誌一五八巻二号(二〇二二年)二八三頁以下参照)。また、経済産業省「企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」<https://www.meti.go.jp/press/2023/08/20230831003/20230831003-a.pdf>(二〇二三年八月三一日)においても、原則の一つとして、「会社の経営支配権に関わる事項については、株主の合理的な意思に依拠すべきである」(第2原則)ということが提示されている(七頁)。会社支配権をめぐる紛争である以上、本件の評価もこれらを踏まえた検

討が必要となるだろう。最後にこの点について若干の検討を加えたい。

(二) 東証の上場規程は、希釈化率が二五%を超える場合または支配株主が異動する場合について、緊急性が極めて高い場合を除き、「経営者から一定程度独立した者」から必要性・相当性についての意見を得るか、株主総会決議などによって株主意思の確認を要求する(東証有価証券上場規程四三二条)。本件においてYは、株主意思の確認ではなく、独立委員会によって作成された意見の入手を選択している。もともと、この意見書に関して東証が要求しているのはあくまで資金調達手段としての「必要性」と「相当性」にとどまる。それゆえに会社の用意した資金計画を追求する可能性が高いといえる(頼・前掲一三八頁。「外部意見の形成過程を重点的に審査すべき」とする)。また、本件においてXは、株主総会特別決議を否決できるだけの持株比率(令和四年一月二六日時点でYの発行済株式総数の三七・六九%)を有していたことから、Yは株主意思の確認という手法(株主総会決議による承認を選択しなかったのだと理解できる。本件のように株主総会特別決議を否決することができるだけの議決権を持つ株主と現経営陣

の間に会社支配権争いが存在している事案において、Yの取締役会の構成員を含む者によって構成される独立委員会の意見を入手していたとしても、これは不正発行該当性を否定する要素として（言い換えれば、取締役会の判断にかかる実質的な利益相反性を解消する要素として）重視されるべきではないであろう（白井・前掲三〇八頁参照）。会社支配権争いが顕在化している中で大規模な第三者割当てを行う場合には、株主総会決議などを通じた株主意思の確認を得ることが望ましい実務であるといえる（支配株主の異動を伴う新株発行について株主総会普通決議を要求する会社法二〇六条の二とも整合的である）。

(三) また、本決定は、会社支配権をめぐる争いが顕在化している場面において、会社支配権の取得までを意図していないアクティビストに対しては、取締役会限りで対抗策をとること、すなわち持株比率を一定程度まで低下させることを事実上認めたものとみることでもある。もちろん、株主総会決議を経なければ問題がないというわけではない（敵対的買収の防衛策の文脈において、そもそも株主総会において何を決議しているのかという問題がある。松中学「敵対的買収防衛策に関する懸念と提案」近時の事例を踏

まえて――」別冊商事法務四七〇号（二〇二二年）一三六頁参照。また、株主総会による承認があったことは、勧告的な決議であったとしても、不正発行該当性を否定する一つの事実として作用することになると考えられるが、それだけで不正発行該当性が完全に否定されるわけではなく、事前の安定株主工作が行われる可能性はある）。しかしながら、敵対的買収の防衛策の問題と同じく、会社支配権をめぐる事項が問題となっているにもかかわらず、事実上、取締役会限りでの株主構成の変更を認めた本決定は、株主の意思を重視する近時の動向と整合性がとれていないように思われる。

【付記】 本決定の事実認定によれば、Xらは、令和三年一月頃からY株式の取得を始め、同年一二月に発行済株式総数の三〇％を超え、令和四年一月二六日時点で三七・六一％を保有するに至っている。令和六（二〇二四）年金融商品取引法改正によって、公開買付けの閾値が三〇％に引き下げられ、市場内取引（立会内取引）についても公開買付けの対象とされた（改正金融商品取引法二七条の二第一項一号）。本件において、どのような方法でXらによるY株式の取得が進められたのかについては明らかではないが、改正法のもとでは公開買付けが必要な取引として位置付けら

れることになると考えられる。

堀井
拓也